

# 全球货币政策分化，迫切需要加强国际协调

文/熊爱宗

在刚刚过去的10月，发达经济体三大主要央行美联储、欧央行、日本央行相继进行了货币政策调整。美联储结束资产购买，而欧央行和日本央行量化宽松政策则进一步升级，发达经济体央行的宽松政策日趋分化。与之相比，新兴市场经济体货币政策的分化更为明显，部分经济体在经济减速压力之下利率继续处于下行通道；而由于担心通货膨胀和货币贬值风险，部分经济体的利率则处于上行通道。全球货币政策走向分化令国际金融市场形势更为复杂。

## 美国宽松政策渐行渐远

10月29日，美国联邦公开市场委员会货币政策会议宣布，将在10月末停止资产购买计划，这意味着实施六年的量化宽松政策（QE）正式结束。实际上，随着美国经济的逐步好转，美联储在数月之前就已经开始实施量化宽松政策的渐进退出。

然而，结束资产购买并不意味着美国货币政策的大幅转向，也并不意味着美国立即结束宽松的货币政策。首先，根据美联储的政策声明，尽管美联储在10月结束相应资产的购买，但是依然会把所持机构债和机构抵押贷款支持证券（MBS）的到期回笼本金再投资到相应资产上，并通过购买继续延长所持国债年限。其次，美联储仍会在相当长的时间内维持低利率政策。因此，此后相当长的一段时期内，美国货币政策仍以宽松为主

基调，金融市场宽松的局面不会立即改变。

量化宽松政策的调整主要归因于美国经济的持续向好。美联储10月的货币政策会议声明指出，美国经济活动正温和扩张。就业市场状况进一步改善，家庭支出温和增长，企业固定投资增加，楼市虽然复苏缓慢但处于向好趋势，通货膨胀也处于美联储的预期目标之下。

实际上，自2013年开始美国经济就显露复苏迹象，全年经济增长达到2.2%。2014年第一季度，尽管受严寒天气影响美国经济大幅萎缩2.1%，但第二季度实现强劲反弹，经济增长4.6%，第三季度初步估计会有3.5%。经济复苏强度超出此前预期，为2014年美国经济的复苏奠定了良好基础。据国际货币基金组织预计，今明两年美国经济增长将分别为2.2%和3.1%，远好于大部分发达经济体。在经济逐步好转的情形下，美国量化宽松政策最为看重的失业率也在稳步走低。2014年1月美国失业率已经从金融危机爆发后的最高点10%逐步降至6.6%，2014年10月则进一步降至5.8%。

## 欧央行终于推出量化宽松政策

由于欧元区政策框架的约束，欧央行在量化宽松政策的道路上一直并

未走得太远，但是随着经济形势的不断恶化，欧央行的量化宽松政策也经历了从无到有的过程。2011年12月和2012年2月，为了应对欧债危机的不断蔓延与恶化，缓解欧洲金融体系资金

紧张局面，欧央行先后推出了两轮三年期长期再融资操作（LTRO）。在此基础上，2012年9月，欧央行宣布推出直接货币交易（OMT）工具，

这被看作是欧央行量化宽松的开端，但实际上欧央行并没有实施这一计划。

随着经济形势的急转直下，欧央行不断将货币宽松政策推向深入。2014年6月，欧央行在调低基准利率的情况下，引入讨论已久的存款负利率。9月，在分别下调三大基准利率（存款利率、主要再融资利率、隔夜贷款利率）10个基点的基础上，欧央行宣布启动资产支持证券（ABS）计划，从2014年10月起开始购买ABS以及其他广泛的抵押债券投资组合。10月30日欧央行发布声明称，已经任命四家资产经理人帮助欧央行实施ABS购买计划。这意味着欧央行真正量化宽松政策的开始。

欧央行的货币宽松政策不断加码与其经济走势密切相关。欧债危机爆发以来，欧元区经济一直挣扎在衰退的边缘，2011年第四季度至2013年第一季度，欧元区更是经历了连续六个

季度的负增长。从2013年第二季度开始,欧元区实现微弱正增长,但增长基础依然十分不稳固,最高增速不超过0.3%,2014年第二季度经济增长更是陷入停滞。近期,欧盟委员会发布报告进一步下调了欧元区经济增长预期,将2014年欧元区经济增长预期从1.2%调降至0.8%,2015年经济增长预期从1.7%调降至1.1%,欧元区三大经济体德国、法国、意大利经济增幅预期也均被下调。国际货币基金组织也预计,欧元区今明两年的经济增长仅为0.8%和1.3%。目前欧元区的经济复苏仍然十分微弱,远落后于英国、美国等其他经济体。

日益加重的通货紧缩风险也是欧央行推行量化宽松政策的一个重要原因。欧央行的重要目标是维持调和消费者物价指数(HIPC)接近但低于2%,然而从2011年第三季度以来,欧元区通胀率不断走低。据估计,2014年10月欧元区HIPC同比上涨仅0.4%,一些欧元区国家如希腊、西班牙、意大利、葡萄牙等已经陷入通货紧缩。欧盟委员会预计2014年欧元区通货膨胀率仅为0.5%,2015年为0.8%,都远远低于2%的通胀率目标。在这种情况下,欧元区亟需通过宽松货币政策缓解困境。

### 日本量化和质化货币宽松政策仍在加码

日本央行早在2001年就曾实施过量化宽松政策,美国金融危机之后日本央行重启这一政策。2012年12月,安倍晋三再次当选日本首相,量化宽松政策作为其“安倍经济学”的重要支柱而格外受到重视。2013年3月黑田东彦就任日本央行新一任行长后,更是大力实施量化宽松政策。当年4月,黑田东彦宣布引入“量化和质化货币

宽松”政策,包括引入基础货币控制目标、增加相关金融资产的购买量,提前将日本带入“无限期”量化宽松阶段。

今年10月31日,“量化和质化货币宽松”政策再次升级。其主要内容包括:第一,将每年基础货币宽松规模从之前的60万亿~70万亿日元扩大至80万亿日元。第二,进一步增加国债购买规模,从每年的50万亿日元扩大至80万亿日元,同时将国债的平均持有期限延长至7~10年。第三,继续增加交易所基金和日本房地产投资信托基金的购买量,年购买规模分别扩大至3万亿日元和900亿日元。

作为“安倍经济学”的重要组成部分,量化宽松政策在刺激经济尤其是刺激短期经济方面被赋予重任。从实际执行效果来看,量化宽松政策的确发挥了一定作用。然而,其为日本经济带来的负面效果也是显见的。随

着量化宽松政策的逐步加码,日本经济对其依赖程度越来越大,但是其政策的边际效果却越来越低,同时量化宽松政策也加大了日本经济的波动性和潜在风险。

从2012年第二季度开始,日本经济连续三个季度出现负增长,这迫使日本央行加大货币宽松政策力度。部分得益于量化宽松政策的刺激,2013年开始日本经济增长由负转正,但是并不稳定,最终在2013年第四季度再次陷入负增长状态。2014年第一季度,由于消费税上调预期以及就业改善所带来的消费大幅增长带动,日本经济强劲反弹至6.0%,不过第二季度再次大幅下滑至-7.1%。国际货币基金组织预计今明两年日本经济增长只有0.9%和0.8%,远差于大部分发达经济体。在“安倍经济学”其他政策难见较大成效的情况下,量化宽松政策成为日本经济的救命稻草。



2014年10月29日,即美联储宣布正式结束QE当天,美国股市收跌,美元走强。



日本一直为持续的通货紧缩所困扰,量化宽松政策的另外一个重要目标就是推动日本走出通缩阴影。2013年1月日本央行在引入“开放式资产购买措施”时,宣布引入价格稳定目标,将日本央行的中短期通胀目标设定为2%,而在“无限期”量化宽松阶段,2%的通胀目标被看作是以上政策操作的重要观测临界值。在量化宽松政策的推动下,日本的通货膨胀率自2013年6月转正后逐步回升,2013年11月至2014年3月基本维持在1.5%左右。受2014年4月消费税上调影响,通货膨胀率5月曾一度升至3.7%,但如果剔除税费增长对价格的提振作用,通货膨胀率离2%的目标仍有一定差距。

量化宽松政策刺激了日元大幅贬值,在带动日本出口增长的同时,也加剧了其他经济体进行货币干预的潜在风险。2013年伴随着量化宽松政策的实施,日元对美元贬值超过16%,2014年前十个月日元对美元贬值也达到4.4%。日元相对其他经济体货币的贬值,削弱了其他经济体的出口竞争力,这种带有贸易保护主义色彩的做法,极可能引发其他经济体对本币的干预,并最终引发竞争性贬值。

### 新兴市场货币政策日趋分化

与发达经济体货币政策整体保持宽松相比,新兴经济体货币政策的分化则很是明显。目前,新兴经济体整体都面临经济增长减速、通货膨胀、货币贬值等一系列经济压力,之所以在货币政策上出现不同走向,与各国应对经济压力的重点不同相关:侧重刺激经济的国家实施货币宽松政策,侧重应对通胀的国家则实施货币紧缩政策。

经济增速走低是部分新兴经济体货币宽松的重要原因,代表性国家包

括土耳其、韩国等。2013年土耳其经济虽有起色,但整体增速依然保持在低位运行,2014年经济高开低走,在第一季度达到4.7%之后,第二季度回落至2.1%,这迫使土耳其央行在5月、6月、7月三次连续下调利率175个基点。然而,该国严峻的通胀和货币贬值压力又使得土耳其央行进退维谷。10月土耳其通货膨胀率依然接近9%,远高于政府设定的5%(±2%)目标,而土耳其里拉自5月至10月对美元已贬值8%。

相比之下,韩国央行的降息则比较“从容”。10月15日,韩国央行宣布将基准利率从2.25%下调至2.00%,这是该行自今年8月降息后,时隔两个月再次下调基准利率,创下2009年2月以来的最低。韩国央行表示,此次降息是因为韩国经济复苏势头趋缓,且各方对欧元区经济萧条的担忧情绪加深。同时,目前韩国居民消费价格涨幅已经连续23个月保持在2%以下的水平,因此,降息不会给物价带来过大压力。

通胀压力加大迫使部分经济体在经济减速的情况下依然选择加息。10月29日,巴西央行宣布将基准利率上调25个基点至11.25%,这是该行自4月以来首次加息。目前巴西通胀风险居高不下,10月该国通胀率仍在6.6%,已经连续五个月超出官方目标6.5%。因此,尽管目前巴西经济存在陷入衰退的威胁,但巴西央行依然选择加息。

除通胀压力外,卢布持续贬值也是迫使俄罗斯央行作出加息决定的重要因素。10月31日,俄罗斯央行宣布大幅上调基准利率150个基点至9.5%,远超市场普遍预期。而在此次加息之前,为了应对通胀风险、卢布贬值以及日趋紧张的地缘政治形势,俄罗斯央行已经三次上调基准利率。

### 货币政策的全球协调与合作

全球货币政策分化趋势日趋明显,这将给世界经济增长带来新的挑战。经合组织(OECD)最新一期全球经济展望报告指出,全球经济在短期内尤其需要警惕主要经济体货币政策转向可能带来的金融市场动荡。新兴市场经济体在这一过程中可能会受到较大冲击,迫切需要加强国际协调与合作进行应对。

一是加强对于国际资本流动的管理,必要时可以实施汇率干预等调控手段,平抑金融市场波动。由于目前新兴市场经济体整体经济走弱,面对国际资本大幅流出,国内宏观经济政策调整已十分有限。在这种情况下,新兴市场最直接的方法是加强对于资本账户的有效管理,建立一个隔断国际金融风险传染的防火墙。

二是积极利用二十国集团(G20)等国际组织平台,加强同主要经济体的政策沟通与协调。如量化宽松政策推出之后,在每一年的G20峰会、财长和央行行长会议上都会就量化宽松政策问题进行讨论。但是从实际效果来看,发达经济体一直未能对新兴市场的利益关切给予充分关注。

三是积极加强新兴市场自身的合作,克服共同面临的困难与挑战。一个突出的例子就是金砖国家关于应急储备安排的建设。在全球协调进展不大的情况下,金砖国家通过建立应急储备安排,可以为各成员提供额外的金融防火墙补充,增强各国抵御外部风险的能力。在当前发达经济体量化宽松政策走向分化、全球金融市场动荡不羁的情况下,这显得更为必要。

(作者为中国社科院世界经济与政治研究所助理研究员)