

# 货币政策分化对全球经济有何影响

智库圆桌

(第13期·总63期)

主持人

经济日报社理论部主任、研究员

徐向梅

## 新一轮货币政策调整节奏快力度强

主持人:全球新一轮货币政策调整与上一轮相比,有何不同?

裴飞鹏(中国邮政储蓄银行研究员):新一轮货币政策调整指的是新冠肺炎疫情暴发以来,全球各主要经济体货币政策由扩张转向收缩和分化的过程。

这一轮货币政策的扩张始于新冠肺炎疫情暴发后。为应对疫情冲击,2020年3月,全球约40家央行共降息超过50次,美联储、英国央行和加拿大央行将政策利率降至零附近,新兴经济体国家也实施降息。美欧日央行通过扩大货币政策操作规模、重启或者加码资产购买计划、创设定向支持流动性工具等措施,提供了充裕的流动性。根据各央行的统计数据,2020年美联储、欧洲央行、日本央行资产负债表分别扩张76.8%、49.5%、22.6%。在此期间,我国货币政策也加大力度,通过中期借贷便利(MLF)和公开市场操作中标准利率下降30个基点,带动市场利率中枢下行,1年期贷款市场报价利率(LPR)同步下行。通过降准、中期借贷便利、再贷款、再贴现等工具,提供了9万多亿元货币政策支持措施。

2021年起,本轮货币政策调整由扩张转向收缩,“加息潮”开启。全球近30家央行加息,拉美地区央行是加息主力,韩国、俄罗斯央行也采取加息措施,巴西、俄罗斯央行全年分别累计加息7次、6次。2021年12月,英国在疫情暴发后首次加息。2022年初以来,英国央行已两次加息,巴西、智利、波兰等多家央行宣布加息。美联储从2021年11月中旬开始缩减购债(Taper),之后速度加快。2022年3月美联储加息落地,表示后续仍会加息甚至力度更大,并暗示可能在5月开启缩减资产负债表。在美联储加息带动下,多个国家跟随加息。近期,欧洲央行也改变了其2022年不加息的表态,加速缩减资产购买计划的进度。

## 发挥好总量和结构双重功能

主持人:主要发达经济体货币政策发生转向,将对我国产生哪些影响,如何应对?

董希森(招联金融首席研究员):发达经济体开启货币政策紧缩周期基本符合预期,对我国影响相对有限。我国货币政策应继续坚持以我为主,增强前瞻性、精准性、自主性,加大实施力度,稳定市场预期,更好助力经济恢复。

3月17日美联储议息会议发布的点阵图显示,今年年内美联储还将进行6次同等幅度加息,至2022年底利率将达到1.9%。下一步美联储将开始减少其持有的国债、机构债务以及机构抵押贷款支持证券,预计将缩减规模近9万亿美元的资产负债表。虽然加息、缩表的幅度和进程基本符合市场预期,但与近20年来三轮紧缩周期相比,本轮美国货币政策收紧速度相对较快,其影响不容忽视。

美国收紧货币政策金融政策或将将从三个方面对我国产生影响:美国持续加息将缩小中美两国利差,可能加剧我国资本外流;美国加息和缩表可能加大美股调整,进而加剧我国资本市场波动;美国如果加速紧缩进程将使全球金融市场巨幅动荡,或影响我国金融稳定。不过,我国金融体系韧性较强,资本市场已有调整且估值较低,对美国加息及缩表早有预期和准备。总体而言,美国等发达经济体收缩货币政策对我国的外溢影响有限。

货币政策是我国宏观政策的重要组成部分。货币政策在保持连续性、稳定性、可持续性的同时,应进一步增强前瞻性、精准性、自主性,更加主动有为、靠前发力,充分发挥好总量和结构双重功能。

“前瞻性”,即对未来一段时间内外部形势进行研判并提前作出政策调整,保持

全球主要经济体货币政策分化的步伐正在加快。在3月加息后,美联储继续加息的预期升温,市场普遍预测,缩减资产负债表规模可能在5月启动。在美欧央行货币政策由松转紧的同时,部分国家央行仍维持宽松货币政策。围绕全球主要经济体货币政策走向及其影响,本期特邀3位专家探讨。

化宽松,直至2014年缩减资产负债表,2015年底加息,发达国家货币政策才明显分化。货币政策收紧方面,2021年不仅新兴经济体国家开始收紧,美联储货币政策也有所收紧,发达国家和新兴经济体国家之间、发达国家内部出现分化。如,美联储2021年11月即开始缩减购债,并于2022年3月启动加息,节奏明显加快。

再次,调整力度不同。仍以美联储为例,2008年美联储实施宽松货币政策,资产负债表规模从不足1万亿美元增长至2014年底的4.5万亿美元花了6年时间。而此次美联储资产负债表从2020年2月的4.2万亿美元增长到2021年底的8.8万亿美元还不到两年。

目前来看,新冠肺炎疫情仍是影响全球货币政策走势的主要因素。各国疫情发展和防控态势不同,高通胀需要货币政策收紧加以应对,决定了全球货币政策呈分化态势,尤其是我国宽松与美国收紧分化更明显。2022年,美联储缩减购债、加息并可能缩减资产负债表,这将推动美债收益率上升,引发国际资本回流,而新兴经济体国家面临资本外流、汇率贬值风险,货币政策被动调整概率较大。我国宏观经济体量大、韧性强,货币政策保持稳健灵活适度,人民币汇率弹性增强,金融体系自主性和稳定性更强。

然而,并非所有国家的央行都选择收缩。日本央行相对较为鸽派,仍维持超宽松货币政策。土耳其等央行则反其道而行之,选择了降息。我国维持稳健的货币政策,坚持以我为主,2021年全年两次降准,下调支农、支小再贷款利率,并下调逆回购、中期借贷便利、常备借贷便利(SLF)利率等,引导1年期、5年期贷款市场报价利率下行。2022年4月15日,央行又宣布了降准消息。

回顾全球各主要经济体货币政策从扩张走向收缩和分化的全过程,不难看出,与2008年应对国际金融危机的货币政策宽松及之后的收紧相比,新一轮货币政策调整所处的经济金融环境、调整的节奏和力度有所不同。

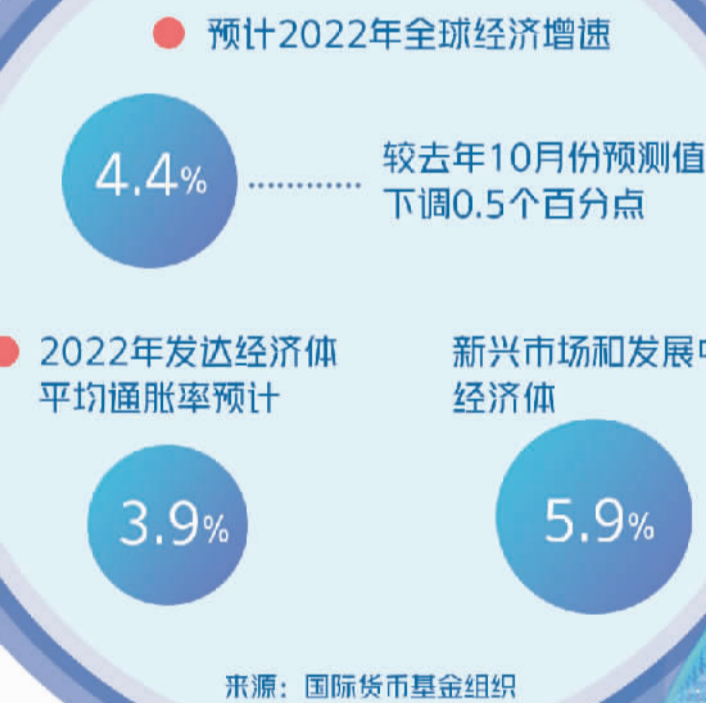
首先,从经济金融环境来看,2008年国际金融危机前,美联储降息而欧日央行加息,美国受次贷危机影响经济下行,欧元区有经济下行风险,日本经济增长有所减缓,新兴经济体国家经济增长强劲,通货膨胀水平较高。2020年全球经济处于低利率、低增长、低通胀状态,新冠肺炎疫情阻隔了产业链供应链,超宽松货币政策增加了需求,大宗商品价格大幅上涨,通胀压力较大,货币政策收紧主要是应对通胀而非经济全面转好。

其次,从政策节奏来看,相较应对2008年国际金融危机,本轮货币政策节奏更快。货币政策宽松方面,新冠肺炎疫情暴发后,美欧日央行量价并用迅速采取宽松措施,如,2020年3月一个月内美联储将利率降至零并实施无限量量化宽松。而2008年国际金融危机后,美欧日央行主要通过低利率稳增长,此后逐步采取扩大资产负债表规模来增加货币供给的非常规货币政策。美联储先后实施三轮

经济金融平稳运行。当前国际国内环境突发因素超出预期,经济运行面临更大不确定性和挑战。政策调整时间节点应适当提前,调整力度要大于市场预期。“精准性”,即货币政策在更加灵活适度的同时,不搞大水漫灌,更好运用结构性货币政策工具,对经济发展的重点领域和薄弱环节精准滴灌。应采取多种措施,引导流动性更多进入小微企业、科技创新、绿色发展、乡村振兴等。“自主性”,即面对不确定的内外部环境,货币政策坚持以我为主,保持定力,根据经济社会发展需要主动进行调整,同时做好政策储备,严防输入性金融风险。

从思路上看,跨周期与逆周期调节有机结合将是未来一段时间货币政策的主要特征。逆周期调节主要体现在“逆”上,即采取政策措施熨平经济下行周期带来的波动,减缓经济下行压力。新冠肺炎疫情发生以来,我国货币政策加大逆周期调节力度,助推经济社会平稳恢复。2022年稳增长、防风险的压力仍然较大,还需要采取跨周期调节政策。跨周期调节主要体现在“跨”,即在时间跨度上跨越一定周期,比如对某些政策进行跨年度安排。跨周期和逆周期调控政策有机结合,既要立足当下的困难和问题,又要着眼更长一段时间的的压力和挑战。跨周期与逆周期调节有机结合,也将使货币政策更具前瞻性。从操作上看,总量工具和结构性工具相结合将是未来一段时间货币政策的主要特点。我国宏观经济既面临着周期性问题也面临着结构性问题,因此货币政策需要从总量和结构上共同发力。

下一阶段,应从四个方面加大货币政策实施力度,保持流动性更加合理充裕,持续加大对实体经济的支持和服务力度,保



持经济社会大局稳定。

一是适时用好总量工具,保持货币供应量适度增长,增强信贷增长的稳定性。受诸多不确定因素影响,我国经济下行压力仍然较大,稳增长被摆在更加突出的位置。今年国内生产总值增长目标为5.5%左右,需要付出艰苦努力才能实现。而目前我国金融机构加权平均存款准备金率为8.4%,显著高于发达经济体,仍有一定的调降空间。应继续运用存款准备金率等工具,为金融机构提供长期低成本资金,提升其服务实体经济的意愿和能力。同时,向市场发出稳增长、促发展的明确信号,稳定市场预期和信心。

二是突出结构性工具作用,做好加法,加大对重点领域和行业、企业定向“输血”。应用好定向降准、再贷款再贴现以及普惠小微贷款支持工具等,保持对小微企业和个体工商户的服务力度;用好碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等工具,支持金融机构加快发展绿色金融,推动“双碳”目标实现。支持科技创新和普惠养老两项专项再贷款加快落实生效,引导和鼓励金融机构加大对科技创新和养老产业的定向支持。同时,加强对金

融机构资金使用的监测考核,增强提高货币政策的精准性和直达性。

三是引导市场利率继续下行,降低实体经济融资成本,激发市场主体的有效需求。虽然目前实体经济贷款利率处于低位,但市场主体获得感并不强,宽信用效果有待提高。应引导市场利率继续下行,同时通过多种方式引导金融机构实施延期还款、减免费用等措施,向困难企业和个人让利。

四是进一步疏通货币政策传导机制,加大对金融机构的正向激励。应适度放松宏观审慎评估(MPA)考核,阶段性下调相关监管指标,提高金融机构信贷投放的意愿和能力。对中小银行,进一步放宽支农支小再贷款申请条件,支持发行金融债及资产支持证券,增加资金来源;支持中小银行通过发行永续债、可转债等多种资本工具补充资本。同时,拓宽不良资产处置渠道,减轻金融机构特别是中小银行包袱。金融机构内部应落实好容错纠错、尽职免责等制度,提高基层机构和员工能动性。

## 新兴经济体需警惕未预期

主持人:主要经济体货币政策收紧,会对新兴经济体产生怎样的影响,需防范哪些风险?

杨盼盼(中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究室副主任):发达经济体货币政策收紧对新兴经济体的影响,主要从历史、基本面、新状况三个维度来看。

从历史视角来看,由于美联储在2008年国际金融危机之后经历了一轮完整的降息、量化宽松、退出量化宽松、加息的周期,因此,分析当时美联储退出量化宽松时新兴市场的走势,可作当前形势的参考。当时无论是退出量化宽松还是加息过程,新兴经济体的金融市场均受到显著影响。由于流动性收紧、利差收窄、避险情绪上升,新兴经济体普遍出现了资本外流和资产配置调整,带来汇率贬值、国内以股票市场指数为代表的资产价格大幅调整。但需要强调的是,上一轮紧缩更多是通过预期渠道影响新兴经济体。美联储讨论量化宽松缩减(2013年5月至12月)和加息(2015年1月至12月)时,新兴经济体主要货币贬值,股票市场价格下行;而当美联储正式执行量化宽松缩减(2013年12月至2014年10月)和加息(2015年12月后)时,新兴经济体汇率和股票价格大多开始回升。其原因在于,美联储退出量化宽松和加息均为历史上首次,市场并不清楚紧缩将带来何种后果,这种不确定性通过预期渠道传导,主导了市场情绪和金融市场走势。

与上一轮不同,在本轮发达经济体量化宽松政策退出过程中,市场和新兴经济体政府有较为明确的历史退出路径参照,美联储的对外政策沟通和预期引导也更加明确。这使得本轮货币政策退出路径虽经历多轮调整,但更多地以“小步微调”方式进行,政策紧缩更易预测,由预期渠道带来的不确定性和市场波动随之削弱,新兴市场相关货币和资产价格没有出现大幅度动荡。

从基本面视角来看,

发达经济体退出量化宽松政策的溢出效应

对新兴经济体的影响,与上一轮加息和退出量化宽松政策相比,新兴经济体所受的负面溢出效应相对较小。影响新兴经济体资本流动的指标主要包括通货膨胀水平、经常账户水平和政府债务情况。考虑金砖四国和东盟主要新兴经济体在基本面的基本面相较上一轮美联储退出量化宽松之前的情况,可以发现:首先,新兴经济体的通货膨胀水平显著缓和,而通胀水平的缓和有助于一国货币币值的相对稳定。其次,较多新兴经济体的经常账户出现改善。国际收支危机是新兴经济体危机的重要形式,经常账户逆差意味着需要更多的国际融资以满足国内需求,经常账户收支改善有助于增强新兴经济体抵御资本外流的能力。再次,多数新兴经济体政府债务上升较大,从这一视角出发,经济体面临一定的脆弱性。为应对疫情,新兴经济体采取了财政纾困和宽松政策,政府债务上升较多。政府债务的上升使其在面临发达经济体货币收紧冲击时,财政政策的应对空间变小。

因此,从当前主要新兴经济体基本面来看,尽管财政赤字因疫情等原因有所上升,但通胀水平和国际收支是改善的,大多数经济体的经济基本面足以应对发达经济体货币政策的紧缩效应,但仍需关注未预期的冲击,部分经济较为脆弱的国家和地区仍然面临风险。

从新状况维度来看,有几点因素值得关注。一是美联储开启加息进程之后的政策走势。与上一轮不同,美联储加息进程开始之后,或将将以较快的速度开启缩减资产负债表进程。从加息和缩表的影响机制来看,加息主要影响短端利率,而缩表则影响长端利率,对于新兴市场而言,资本流动受短端影响较为明显,加息和缩表的组合不会加剧负面溢出,但仍需关注预期渠道带来的不利影响。二是近期国际大宗商品市场动荡,大宗商品价格上涨将传导至新兴市场国家,推高主要新兴经济体通货膨胀水平,削弱其应对货币政策紧缩时的经济基本面。三是美联储本身压力增大,面对通胀压力的进一步上升和经济周期性扩张的顶点已过,美联储收紧货币政策的难度将上升。有可能出现另一种形式的“缩减恐慌”,或首先对美国金融市场本身造成较大冲击,继而外溢至新兴经济体。

