

危机中逐步失灵的货币政策——全球产业链脱钩下的全球经济衰退¹

黄胤英 中国农业银行总行高级政策研究员、国家金融与发展实验室特聘研究员

内容摘要：本文对 2008 年国际金融危机以来主要发达经济体的非常规货币政策思路及其效应进行梳理，并重点解析在 2020 年初新冠肺炎疫情冲击下，美国货币政策逐步脱离实体经济，长期超宽松货币政策下资产泡沫被逐渐打破，进一步揭示了全球产业链脱钩下的经济衰退与长期 QE 政策的不可持续性。我国作为产业大国，此时根据自身国情调整政策，既要举全国之力去“抗疫”防扩散，又要求及时复工复产，防止全球产业链脱钩，这既是对中国负责，也是对世界负责，体现了大国担当；同时，我国的供给侧改革、减速增长道路也为破解全球经济危机提供了新思路。

一、新冠疫情以来的美联储政策及相关分析

（一）疫情再次打破长期超宽松货币下的资产泡沫

2015 年 12 月，美联储开启自次贷危机十年来的首次加息，2017 年 10 月开始缩表，面对市场资金面持续偏紧，美联储不得不从 2019 年 10 月又重启扩表。而长期低利率和扩表政策加速风险资产的崩溃，自 QE 启动以来，美国股市疯涨，成为有史以来最大的资产泡沫。2020

¹ 项目资助：本文受北京大学习近平新时代中国特色社会主义思想研究院资助。

年 2 月以来，随着新冠疫情蔓延至全球，长年累积的资产泡沫不堪一击，美股连续暴跌、多次熔断。与此同时，全球市场避险情绪升温，美国国债收益率刷新历史新低。

面对新冠黑天鹅、资本市场泡沫破裂、油价暴跌和流动性紧张等冲击，美联储紧急启动超预期货币宽松政策：自 2020 年 3 月份以来连续两次紧急降息，自 2008 年次贷危机后再次回到“零利率”；上调隔夜和回购操作规模，投放流动性；推出 7000 亿量化宽松（QE5）计划；取消银行准备金率要求；重启商业票据融资工具等；与主要央行联合推出美元流动性互换安排以增强美元流动性。财政政策方面紧急减税，启动应急疫情响应资金。而在货币财政持续发力下，美国市场仍未提振、加剧下挫，显示危机中的货币政策再次失灵。著名经济学家李扬教授指出，实际上本轮危机从本世纪初美国互联网泡沫破灭就开始了，当时靠次贷等债务“腾挪”资金，最终债务泡沫破裂导致 2007 年次贷危机，而 2019 年重启扩表再次助长了美国信贷市场的泡沫，债务危机的延续，阻碍了货币政策的有效发挥。



图 1 美国三大股指走势

（二）美国真实失业率及投资信心指标并不尽如人意

信用扩张政策带动的经济增长不可持续，近年来美国的失业率和投资者信心指标数据与实际存在很大偏差。首先，在统计口径上面，美国劳工部将不愿意去工作的人排除在失业人口之外；从政策调整来看，近两年，美国各州通过延长发放期限的政策调整（仍接受抚恤金的劳动力不计作失业人口），遮掩了真实的失业率水平。其次，自 2018 年 3 月以来，美国 CEO 经济展望指数、Sentix 投资者信心指数均震荡下行。



图 2 美国 Sentix 投资者信心指数、CEO 经济展望指数走势

二、全球金融市场共振，各国央行协调合作

随着新冠病毒在全球加速扩散，重创全球金融市场，避险情绪升温。欧美、新兴市场的股市平均下降 30%，3 月上旬黄金价格创下 2012 年 10 月以来的历史新高。价格战导致原油价格大幅下跌，全球经济共振下行。

3 月 23 日，G20 财长与央行行长召开视频会议，提倡加强各国间政策协调合作、共同阻止疫情蔓延，以期稳定金融市场，维护全球供应链。各国短期以货币政策为主要应对措施，跟随美联储启动货币

宽松、下调政策利率：欧央行采取下调定向长期再融资项目(TLTRO)利率区间、提高银行申请额度、增加临时资产购买额度，并提高 QE 规模等方式，但其负利率降息空间有限；日本继续维持现行超宽松货币政策，并扩大资产购买计划，大幅增加交易型开放式指数基金(ETF)和房地产投资信托基金(J-REIT)的年购买规模，继续积极购买国债和更多商业票据等；韩国、加拿大、土耳其等国亦纷纷下调政策利率。

三、回顾 2008 年以来 QE 货币政策的实践与演进

(一) 全球金融危机以来发达国家非常规货币政策实践

2008 年 9 月，次贷危机逐渐演变为全球性金融危机，各国逐渐将政策利率下调至 0 附近极低水平。但是，货币政策的利率传导渠道起初受到了极大限制，于是发达国家又相继展开了 QE 政策。自 2008 年 11 月起，美联储开展了四轮 QE 政策，实施大规模资产购买计划²。直至 2014 年 10 月底，美联储宣称其劳动力市场逐步改善，结束 QE，但仍维持其现有的“再投资”政策，以保持宽松的金融环境。其它主要发达国家也在危机后相继实施低利率政策和 QE 政策，如欧洲央行实施“强化的信贷支持政策”及“一揽子”刺激经济增长计划；英格兰银行降低银行官方基础利率、开展“特别流动性计划”(SLS)、“资产购买便利”(APF)等宽松政策；日本央行通过维持现行超低政策利率水平，实施“定量与定性宽松”(QQE)政策，为金融市场提供大量流动性。

² 购买包括政府支持企业(GSE)房利美、房地美，联邦住房贷款银行与房地产有关的直接债务，以及抵押贷款支持证券(MBS)、长期国债等。



图3 美联储资产负债表规模走势

（二）“量化宽松”政策的演进——从 QE 到 CE、前瞻指引

伴随着各国货币政策实践的不断变化，关于 QE 货币政策的理论研究也得到了不断丰富和发展。日本中央银行于 2001 年开始实施“数量宽松”（简称 QE）政策，主要包括：明确设立商业银行在中央银行储备存款的目标水平，中央银行通过购买政府债券的方式向市场投放基础货币，并承诺在未来持续保持较高水平的储备规模以及较低水平的政策利率。Bernanke(2009)将美联储自 2007 年以来采用的与信贷支持相关的政策措施以及中央银行购买债券等政策统称为“信贷宽松”（简称 CE）货币政策。实际上，无论是“数量宽松”，还是“信贷宽松”，甚至包括全球金融危机时期美联储主张的“前瞻指引”沟通策略都被视为后来统称的广义的“量化宽松”政策的组成部分，最终都会导致中央银行资产负债表的规模和结构发生变化。

四、QE 政策短期效果和长期影响分析

（一）QE 创始人 Werner 认为各国 QE 政策实践已偏离初衷

QE 概念可以追溯到 Werner（1991，1995）最早提出的“ryō teki

kanwa (量的金融缓和)”，随着 QE 政策实践的不断演变，Werner 也对其实际政策效果提出批判：尽管短期内，各国 QE 政策对于缓解金融市场紧张具有一定效果，但从长期看，并未起到预期作用。一方面，上述提到的日本与英国的 QE、CE 政策均是扩大银行准备金政策，长期效果有限，而 Werner 主张的“信贷创造”，则是政府从银行直接借贷；另一方面，Werner 主张“实体经济信贷”——针对实体经济、特别是流向中小企业的银行信贷创造有助于经济增长，而英格兰银行 FLS 计划，从长期看，流向住房抵押的信贷创造最终会降低总需求。

(二) QE 政策短期缓解市场紧张，但对实体经济长期影响有限

一些学者和官员指出，美国经济复苏“相对乏力”，短期内仍需要超宽松货币政策的支持。但也有大量学者对此进行了批判：Morgan(2009)、Meier(2009)、Wright (2012) 等认为 QE 政策只在短期内降低国债和企业债券的收益率，且效果有限。Bernanke, Reinhart 及 Sack (2004) 对美国及日本研究显示，QE 对实体经济未产生明显的政策效果。Feldstein (2011) 指出，2008 年美联储开始对超额准备金支付利息，导致超额准备金快速攀升，未来通胀风险仍不容忽视。圣路易斯联邦储备银行副主席 Thornton(2010) 在美联储实施第二轮 QE 时即提出继续扩大资产购买计划规模将会增强上一轮量化宽松政策的负面影响。

(三) 对 QE 国际影响的担忧

自美国推出 QE 政策以来，学术界及国际机构对其的批判声纷沓而至。世界银行前行长罗伯特·佐利克认为：QE 在内短期效果有限，

但对世界的长期“毒害”不浅，流动性过剩与通胀风险加剧。此外，对亚洲等地区的关注，尤其是有关 QE 加剧美元的削弱和刺激资本流入新兴经济体可能增加其通胀压力方面的研究居多。世界贸易组织称，美国逐步退出 QE 则可能是未来对世界贸易带来的最大风险。

五、中国应对及货币政策展望

（一）全球产业链脱钩下的全球经济衰退与中国选择

全球危机以来，尽管美联储采取了非常规货币政策和指标调整等手段，呈现了美国引领全球经济复苏的景象。然而，长期低利率、大规模资产购买计划必将引发长期性通货膨胀和资产泡沫，降息和扩表并不是防范每次危机的万能手段。新冠病毒这一黑马再次打破美国日益膨胀的资产泡沫，甚至带来全球经济衰退。这看似偶然，但在背后孕育着全球产业链脱钩下的全球化危机隐患。按照著名经济学家温铁军教授提出的理论，世界进入金融资本全球化阶段，形成全球产业布局，环环相扣，任何环节断掉都容易引发全球化危机。疫情影响中国生产，打乱了全球产业链。对中国产业依附程度越高的国家，如美国、日本、德国，受产业链的影响越大；而中国也难独善其身，2020 年 2 月中国 CPI 飙升至 5.2%，如果疫情持续蔓延、企业难以为继，企业贷款变成坏账和银行的大量不良率，由此引发社会问题。当前中国的政策安排——既要举全国之力去“抗疫”，又要求及时复工复产，这既是对中国负责，也是对世界负责，体现了大国的担当。

（二）货币政策展望

自疫情以来，我国央行通过定向降准、下调公开市场操作利率等

措施，加大逆周期调节力度。展望后期，在各国实施非常规、超宽松货币政策时，中国并不急于像他国那样实施大幅降息和 QE 政策，而是坚持稳健取向，保持定力和弹性。我国还有较为充足的货币政策空间和政策工具可在需要时使用，作为少数仍保持常态化货币政策的国家，中国仍将对放松货币政策保持谨慎。并进一步深化金融供给侧结构性改革，有效发挥结构性货币政策工具，健全普惠性的现代金融体系，更好地促进供给侧改革下的实体经济结构调整。这也是在一次次国际危机中，我国仍能保持经济平稳的政策基础。我国的供给侧改革、减速增长道路也为破解全球经济危机提供了新思路。

（本文发表于《英大金融》2020 年第四期）

参考文献

- 巴曙松：《金融危机暴露美国经济结构问题》，《第一财经日报》2007年9月11日。
- 黄胤英：《转变中的美联储——全球金融危机以来美联储货币政策操作研究》，中国社会科学院研究生院博士论文，2014年4月1日。
- 黄胤英：《量化宽松》，李扬主编：《金融学大词典》，中国金融出版社，2014年12月版。
- 黄胤英、王锦华：《从货币政策传导机制看美联储量化宽松对美国经济的复苏效应》，《经济动态》2012年11期，并被人大复印报刊《金融与保险》2013年第3期全文转载。
- 李扬：《金融全球化研究》，上海远东出版社1999年6月版。
- 李扬：《全球交易市场直击——华尔街风暴再起？》，央视财经，2020年3月18日。
- 蒙代尔：《蒙代尔文集:第四卷》，向松祚译，中国金融出版社2003年版。
- 温铁军：《疫情影响下的全球化危机》，新浪财经，2020年2月25日。
- 夏斌，陈道富：《国际货币体系失衡下的中国汇率政策》，《经济研究》2006年第2期。
- 肖荣攀：《美国影子银行系统》，西南财经大学出版社2009年版。
- 张明：《美国金融危机演进逻辑和风险含义》，《银行家》2007年第9期。
- 王健：《还原真实的美联储》，浙江大学出版社2013年11月版，第4-18页。
- 李稻葵：《美联储QE退出对中国影响有限》，2014年第三届金融街论坛，2014年10月30日，<http://www.yicai.com/news/2014/10/4034970.html>
- 向松祚，邵智宾编著：《伯南克的货币理论和政策哲学》，北京大学出版社2008年版，第69、71、81-82页。
- Bernanke, B. S., Reinhart, V., and Sack, B., “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment”, *Brookings papers on economic activity*, Brookings Institution Press, Vol.2, 2004, p. 1-100.
- Bernanke, B. S. and Vincent, R.Reinhart, “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates”, *AEA Papers and Proceedings*, Vol.94, No.2, 2004, p.85-90.
- Bernanke, B. S., *the Crisis and the Policy Response*, Stamp Lecture, London School of Economics, January 13, 2009.
- Meier, A., “Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary policy in the United Kingdom”, *International Monetary Fund Working Paper*, No. 09/163, August 2009, p.47.
- Romer, D. and Weil, D. N., “A Contribution to the Empirics of Economic Growth”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.107, No.2, 1992, p. 407-437.
- Reifschneider, D.L. and Roberts, J.M., “Expectations Formation and the Effectiveness of Strategies for Limiting the Consequences of the Zero Bound”, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.20, No.3, 2006, p.314-337.

- Sachs, G., *Measuring the TBTF Effect on Bond Pricing*, New York: Goldman Sachs Global Markets Institute, May 22, 2013.
- The Policy Board of Bank of Japan, *Monetary Policy Meeting Minutes: Expansion of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing*, October 31, 2014,
http://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/index.htm/
- Thornton, D. L., “Would QE2 Have a Significant Effect on Economic Growth, Employment, or Inflation?” *Economic Synopses*, October 13, 2010.
- Werner, R.A., “The great Yen illusion: Japanese capital flows and the role of land”, *Oxford Applied Economics Discussion Paper Series*, No.129, 1991, p.23.
- Werner, R. A., “How to create a recovery through “Quantitative Monetary Easing””, *The Nihon Keizai Shinbun (Nikkei)*, September 2 (morning edition), 1995, p.26.
- Wright, J. H., “What does Monetary Policy do to Long-Term Interest Rates at the Zero Lower Bound?” *The Economic Journal*, Vol.122, No.564, 2012, p.F447-F466.