

美联储“定量宽松” 货币政策及应对建议

■ 财政部国际司课题组

2009年3月,英、美两国央行先后实施了“定量宽松”的货币政策操作。3月12日,英格兰银行向机构投资者收购政府债券20亿英镑,将资金直接注入英国实体经济。3月18日,美联储表示将购买不超过3000亿美元(含)的2—10年期美国国债、7500亿美元抵押支持债券(下称MBS)以及1000亿美元的机构债。有人称这种操作相当于央行“开动印钞机”,为财政赤字直接融资,但实际上,这种说法并不确切。

“定量宽松”政策的相关背景 及其操作

传统货币政策的最终目标是通货稳定,但这一目标也常常受到经济增长、充分就业和平衡国际收支等其他目标的困扰。美国次贷危机之前,各国央行大多采用传统的货币政策,即调控利率,尤其是调控基准利率。

“定量宽松”政策,是2004年由美联储现任主席伯南克和前美联储理事劳伦斯·梅耶等人在深入研究20世纪30年代大萧条时期的基础上,提出的非常规货币政策操作方式,其主要内容是:由央行定量地向政府或者私人部门直接注入流动性,从而改变私人部门对汇率和利率的预期,

刺激实体经济尽快复苏。伯南克和劳伦斯·梅耶认为,“定量宽松”政策应在央行常规操作受到制约、难以帮助金融和实体经济恢复和增强流动性时起作用。

目前,英美央行先后采取了“定量宽松”政策,美联储仍将进一步扩大该政策的操作规模,其他陷入深度衰退的发达经济体是否会效仿,尚待进一步观察。

无论央行“定量操作”的交易对手是财政、金融机构还是普通机构,均能使其流动性迅速宽松,金融市场浮动利率和固定收益率曲线整体下移,汇率因缺乏利率支撑而走低,实体经济能够享受到利率更低、汇率更软、流动性更宽松带来的“廉价货币”的好处,因此“定量宽松”政策是一种“廉价货币”的操作,是经济运行艰涩时的“润滑剂”。

但“定量宽松”政策并不等于直接印钞,增加流通中的现金,从美国来看,该政策的效果取决于美联储的操作细节。

第一,“定量宽松”政策中美联储的交易对手是谁?如交易对手是美国财政部,则操作结果将使该部能够定量筹资,并得以实施奥巴马的经济复兴和再投资计划;如交易对手是MBS债权人,则操作结果将使该债权人摆

脱不良资产并获得流动性,进而从事正常的投资、消费和贸易;如美联储的交易对手是机构债债权人,则这些债权人将能够恢复流动性。可以说,美国财政部、金融机构和大型企业,甚至居民都可能会不同程度地直接受益于“定量宽松”政策所注入的流动性。

第二,“定量宽松”政策注入的是何种流动性?这取决于美联储的财务处理。美联储购入美国国债、MBS或者机构债之后,其资产平衡表上的“资产栏”将立刻增加上述资产,但其“负债栏”也将同步膨胀,将意味着美联储总体财务状况的恶化。如美联储购入资产后,在“负债栏”增加的是广义货币M2,则意味着央行对交易对手提供了直接信贷;如“负债栏”增加的是基础货币,则意味着央行对交易对手提供了基础货币,而基础货币具有乘数效应。从理论和实践上来看,美联储很难向交易对手提供大量现钞。美联储不同的会计账目处理方式,决定了“定量宽松”政策注入流动性的不同形态和能够取得的不同扩张效果。

第三,实施“定量宽松”政策后,美联储购入的资产通常会受到价格上的支撑。这种价格支撑来自市场上可供交易的资产存量的收缩、市场上资金供应的增加以及公众预期的增强。因此美联储购入中长期国债、MBS或



者机构债之后，上述资产价格会暂时坚挺，且收益率下降。同时，利率的下降往往带来汇率走低。

实施“定量宽松”政策对美国及全球经济的影响

总的来说，美联储采取“定量宽松”政策对美国经济的复苏是有利的。

第一，在次贷危机爆发后，美联储已迅速将联邦基金利率由5.25%削减至0—0.25%，传统的货币政策已不可能再宽松，美联储反复调降的是短期基准利率，而中长期利率的下降，尚需通过货币政策的传导机制。美联储购入2-10年期国债，则促使美国国债固定收益率曲线整体下移，加之汇率走低，将使美国实体经济尽快从中得益。

第二，美联储购入财政部的国债，克服了财政部救市资金不足的问题，也缓解了国债销售困难甚至流拍的风险。目前，美国国债余额为11万亿美元，根据奥巴马政府的预算，2009财

年美财政赤字将达1.75万亿美元，美国财政部年内仍需通过发债筹资约2万亿美元。但目前美国境外投资者持有的美国国债出现环比下降，美国国内机构和居民则缺乏足够的净储蓄去购买国债，在此情况下，美联储只得和财政部联手实施“定量宽松”政策。

第三，“定量宽松”政策的实施，意味着美联储短期内“窖藏”了部分资产，同时释放了更多货币，因此货币更廉价，资产价格得到支撑，金融和实体经济的信心都将明显增强。

“定量宽松”政策的实施，给全球金融体系带来了巨大的不确定性。目前来看，还没有直接影响流通中美国国债的存量，也没有直接影响境外债权人持有的美国国债。但无论该政策能否帮助美国金融和实体经济加速复苏并得以持续，不合理的国际金融秩序都会因此而固化。

第一，“定量宽松”政策是美联储对自身信用创造的“恶性透支”。这种“恶性”主要体现在两个方面：一是美联储在资本金没有任何变动的背

景下，资产负债规模绝对膨胀，资本充足率更低。美联储资产负债规模已经由2008年9月的8000亿美元左右，膨胀到2008年年底的2.3万亿美元左右。考虑到美联储今年实施“定量宽松”政策，预计2009年底其资产负债规模可能膨胀至3.4万亿美元。二是该政策带来的美联储资产负债规模的膨胀，是基础货币或者广义货币等“准美元”，而对应的资产方有可能是MBS或者机构债等“有毒资产”。这意味着美联储的财务结构更脆弱和更恶化。反复运用“定量宽松”政策，则必然导致国际社会对美元中长期信心的动摇。

第二，“定量宽松”政策对美国资产的境外持有人的影响尚待观察。例如，截至2008年底，中国外汇储备规模为1.95万亿美元，其中主要为美元资产，包括美国国债、“两房”债券、金融债和机构债等。这次美联储和财政部之间的交易，使得美国国债价格上升，中国外汇储备中的美国国债部分浮盈；同时，美元利率和汇率的走软，又使得中国外汇储备中的美国国债预期利息收益减少，折合成人民币的储备存量浮亏。两相抵消，效果尚待进一步观察。但无论如何，只要中东和东亚开始停增甚至减持美国国债等美元资产，这些资产的价格迟早将下跌。

第三，“定量宽松”政策直接扩大了美元存量，如欧洲、日本等发达经济体也效仿该政策，则全球央行有可能展开推动本土更廉价的“廉价货币”竞争，国际货币的供应可能失控。但人民币不是资本账户下的可兑换货币，尚未充分国际化，因而中国难以直接采取“廉价人民币”的竞争策略。

第四，“定量宽松”政策与通货稳定之间存在尖锐矛盾。如美国经济能够如期复苏，则美联储未来同样可以

实施“定量紧缩”的货币政策操作，要求财政部等回购危机期间美联储购入的国债、MBS或机构债。该操作将导致市场上美元资产存量的增加和美元流动性的减少，因此美元资产价格下跌，利率和汇率随之上升，美联储的资产负债规模也会随之收缩。但如果美国经济复苏非常迟缓，则持续的“定量宽松”政策可能使美国财政和央行的信用双双恶化，直至美联储无力再大量“窖藏”美元资产，届时美国可能不得不对其国债在内的美元资产进行债务重组。

我国应对“定量宽松”政策的几点建议

从战略角度而言，人民币在亚洲取得区域货币的地位，我国在对外贸易和投资中更广泛地运用人民币计价、交易和结算，是对付“定量宽松”政策之类的“廉价美元”政策的最好手段，但人民币国际化道路尚很漫长，目前建议考虑采取以下做法：

第一，促使人民币汇率在一定程度上向盯住美元复归。如人民币重新盯住美元或者提高美元在人民币汇率篮子中的比重，则人民币会跟随美元走跌，将有利于我国出口企稳、防止贸易和贸易顺差的大幅度持续下跌。既然美国“定量宽松”政策是主动推动美元利率汇率走低的“廉价美元”政策，那么人民币重新盯住美元就是被动的“廉价人民币”政策，考虑到今年我国外贸规模和顺差双双缩水的严峻局势，人民币对美元的重新盯住似更有必要。

第二，我国在增持美元资产时附加特定条件。近年来美国国债需求结构比例显示，美国内需求稍高于50%，境外需求略低于50%。近期，美国国内流动性紧缩，金融机构对国债的需

求将大幅下滑；美国境外，石油出口国和日本、韩国等东亚新兴经济体对美国国债需求也将明显下降。在此情况下，我国作为美国国债最大的潜在买家，处于有利地位，可利用这一地位作为价码获取更多的经济利益。建议将来我国在增持美元资产时，可要求附加特定条件。例如，要求美国以交易当期前3—6个月的平均价格结算，从而防止美国国债大幅度波动对我国变现美元资产时造成损失，保障投资收益。

第三，推动美联储“定量宽松”政策扩大交易对象。2002—2008年，外国投资者净购买额占美国国债净发行额的比重达48%。如果美联储只将国内机构作为交易对象，则美国境外的债权人就没有机会利用“定量宽松”政策将其持有的债权变现，即美国可至少将其50%的政策风险转嫁给境外债权人。我国应推动美联储将其“定量宽松”政策的交易对手扩大到境外持有人，从而使美联储有条件或者无条件承担赎回其境外债务的义务。

第四，我国可尝试对世界银行、国际货币基金(IMF)等国际金融组织注入流动性。目前增持美国国债不利于外汇储备的货币结构和资产结构合理化，应考虑通过其他渠道用好外汇储备。在金融危机尚未见底的情况下，金融救援仍是国际社会的重要任务，在危机见底之后，金融体系和经济的重建也是巨大的挑战。这两个方面都需要大量的资金，为我国外汇储备的运用提供了良好的契机。我国应鼓励世界银行和IMF等国际金融组织发行债券(最好以特别提款权SDR计价)，我国作为这类债券的最大潜在买家，可要求国际金融组织将资金主要用于发展中国家，并以此姿态在发展中世界得分；也可鼓励国际金融机构到中国境内发行人民币债券，以所筹集的人民币资金通过人民银行以国际汇价兑换成相应外汇，由世行、IMF等管理支配，还可允许这些国际债券在境内上市流通，籍以推动进一步完善我国金融市场基础设施与结构。

责任编辑 赵军

