

全球央行宽松浪潮对中国的影响

文 / 彭兴韵 金钰

大国货币政策的溢出效应，不但决定了小国的货币政策可能越来越被大国政策调整“牵着走”，并且大国之间的货币政策也会相互影响和掣肘。进一步增强对市场化改革的预期，加快建立健全稳定的金融体系，才能有效提高中国经济的灵活性和应对外部冲击的能力。

在世界主要经济体复苏前景脆弱、震荡调整的大背景下，尽管货币政策有所分化，但总体而言，主要经济体央行货币政策愈加宽松，大有展开货币宽松“锦标赛”之势。随着负利率成为主要经济体货币政策的新寄托，量化宽松（QE）与负利率的组合已成为货币超级宽松最显著的新特征。

超级宽松： QE 与负利率强强组合

2016年初始，全球金融市场不断迎来降息浪潮。1月29日，日本央行将金融机构存放在日本央行的部分超额准备金利率从0.1%降至-0.1%，继此前不断升级的量化宽松政策之后，正式迈入负利率之列，以期早日摆脱经济通缩迷局。2014年6月即推出负利率政策的欧洲央行也于3月10日继续下调欧元区基准利率至零，下调隔夜贷款利率和隔夜存款利率分别至0.25%和-0.40%，并表示不排除利率进一步走低可能。除下调全部三大主要利率外，欧洲央行从4月起扩大每月资产购买规模至800亿欧元，同时，展开新的定向再融资计划（TLTRO），预计持续4年。在欧洲央行不断加码宽

松货币政策之际，欧洲诸多小国也亦步亦趋调低本国利率以降低本币升值压力。2016年2月，全球首家实施负利率的瑞典央行进一步下调基准利率至-0.5%，并宣布2016年上半年继续实施购买政府债券的计划，对到期政府债券和票息进行再投资。此外，以负利率为工具实施超级宽松货币政策的还有瑞士央行、丹麦央行等。其他一些国家央行虽然没有实施量化宽松或负利率，但货币政策也正走在宽松的道路上。例如，挪威央行近期将基准利率下调25个基点至0.5%，并仍保留进一步下调可能；印尼央行下调基准利率25个基点至6.75%，等等。

与此同时，美联储终于2015年12月底开启加息周期，全球货币政策呈现分化趋势，但宽松的货币政策仍将是美国未来一段时期的重要特征。虽然美联储加息是基于国内经济复苏预期，但却引发了全球金融市场的剧烈动荡，主要股指大幅下挫。短短两个月的时间里，德国DAX、日经225、法国CAC40和中国上证综合指数下跌幅度均超过20%，美国三大股指也未能幸免下跌，道琼斯指数同期下跌了11.6%。经济复苏的脆弱性迫使美联

储在加息问题上更为谨慎。3月召开的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，美联储宣布利率维持在0.25%-0.5%不变，暗示加息频率由预期的四次下调为两次，美联储主席耶伦更表态，加息需谨慎和循序渐进，宜放慢加息速度来应对全球经济持续低迷的负面冲击。甚至表示美联储也在研究实行负利率的可能性，令全球金融市场惊讶不已。这说明，在经济与金融全球化日益加深背景下，即使是拥有货币强权的美国也难免受到其他国家货币政策外溢效应的干扰，难以真正做到“风景这边独好”。因此，虽然美联储在2016年加息的预期犹存，但在非典型的加息周期中，美联储的货币政策仍会保持相对宽松。

全球宽松浪潮： 对中国的馈礼？

正是因为大国货币政策具有很强的溢出效应，不但决定了小国的货币政策可能越来越被大国政策调整“牵着走”，并且大国之间的货币政策也会相互影响和掣肘。因此，其他经济体货币政策的调整也无疑会对中国有所影响。

大国货币政策的变动甚至趋势性变化会迅速影响中国国内资本流动情况，进而左右人民币汇率走势，对国内金融市场产生影响。受美国升息及美元指数走强预期等因素影响，2015年中国资本流动延续净输出状态，对外直接投资大幅增加，而证券投资流入减少，国家外汇储备于2014年6月达到3.99万亿美元峰值后逐月减少。特别是2015年12月-2016年1月期间，国内资本因美联储升息而有加速流出之势，市场悲观情绪蔓延，人民币兑美元汇率一度大幅下挫，进一步牵连国内股票市场，金融市场恐慌情绪蔓延。中国人民银行采取果断措施稳定人民币汇率并坚决打击投机资本攻击，而以欧洲央行为首的全球新一轮宽松货币政策加码实施，以及美联储升息遇挫后宽松的美元货币环境，最终使得人民币贬值压力得以阶段性减轻，人民币兑美元汇率从1月初的约6.60小幅升值到4月中旬的6.47左右。2016年3月末外汇储备也较2月增加103亿美元，回到了3.21万亿美元，终结了连续多月的下降势头。

实体经济方面，全球宽松货币环境有助于改善中国出口情况，支持经济“稳增长”。受美国次贷危机后全球经济再平衡大趋势影响，近年来中国经济的外贸依存度明显下降，从高位时连续多年超过60%下降到2015年的36%。这固然有改善全球经济结构及促进再平衡的积极作用，却在一定程度上制约了处于增速换挡期的中国经济增长。从这个意义上说，中国当下的“稳增长”，更需要外贸依存度趋于稳定。除了人民币汇率贬值，我国央行手中并无其他工具可以直接刺激出口需求。在全球经济增长乏力之时，主要经济体维持或加大货币宽松，尤其是美国和欧盟作为中国两个最大的出口

只有充分尊重和切实保护各类产权、进一步增强对市场化改革的预期，加快建立健全稳定的金融体系，才能增强中国对国际资本的长久吸引力，让人民币成为真正意义上的强势货币。

市场，其宽松货币政策的实施将有助于促进中国出口。同时，全球宽松货币环境下人民币汇率保持相对稳定，也有助于倒逼国内厂家通过降成本、出新品、增效益打开国际市场，而不是依赖于汇率贬值获取国际市场竞争优势，这也有利于国内经济结构的调整和经济增长新动力的形成。

全球宽松货币环境也使中国在美联储加息后较快摆脱了左右为难的政策困境。由于中国经济“稳增长”需要保持适度宽松的货币政策，而国际货币政策的不协调使得中国宽松受到掣肘，此时形成全球宽松趋势使得中国央行在汇率与金融市场之间得以兼顾，应对国内金融市场流动性需求的自主性增强，并于2016年3月份顺利实施降准措施，随后连续多次提供流动性净供给。

提高中国经济灵活性：内因是关键

全球主要国家继续保持货币宽松或加大宽松力度，一定程度上为中国稳增长、调结构创造了良好的外部发展环境。但是，无论是美联储放缓加息节奏还是欧洲央行加大量化宽松和实施负利率举措，都不能帮助中国解

决当下经济的根本问题，关键还是要更加积极地应对和解决国内经济的主要矛盾。

我国已步入三期叠加的“新常态”关键阶段，虽然2016年第一季度一些主要数据指标出现积极变化，经济运行延续了稳中有进的发展态势，但高杠杆、产能过剩和高污染、自主创新能力弱等经济顽疾不可能轻易消退。相反，过去的教训恰恰表明，每一轮的“稳增长”都是一个加杠杆的过程，不但降低了中国经济的灵活性，还加剧了应对外部冲击的脆弱性，使得人民币汇率和资本流动对国外金融环境变化愈加敏感。

提高中国经济灵活性和应对外部冲击的能力，既不能靠短期刺激，也不能靠政府的兜底，而在于真正的市场化改革；既要提高企业的创新能力，又要让那些无视市场纪律的企业承担相应的代价；既需要改革国内收入分配结构，也需要激发潜力无限的国内市场活力。第二十三次中央深改小组会议再次强调要通过体制机制创新推进供给侧结构性改革。除了推进税制改革为企业减税、着力化解过剩产能和清理“僵尸企业”、扩大财政赤字、增加国债和省级地方政府债务发行规模，以及实施较低利率的宽松货币政策，更重要的则在于完善市场机制，培育企业家精神和信用契约文化。只有充分尊重和切实保护各类产权、进一步增强对市场化改革的预期，加快建立健全稳定的金融体系，才能增强中国对国际资本的长久吸引力，让人民币成为真正意义上的强势货币。■

(责任编辑：王旭明)

作者简介

彭兴韵：中国社会科学院金融研究所。
金钰：中国社会科学院研究生院。