

高海红

gaohh@cass.org.cn

## 全球货币政策走向及其影响\*

伴随全球经济复苏强劲，市场普遍预期全球货币政策正常化将会到来。然而回顾 2017 年以来的货币政策走势不难发现，主要经济体对货币政策调整的态度存在差异，货币政策分化的态势不会快速消失。

2015 年 12 月以来美联储数次加息，已将联邦基金目标利率提至 1.25-1.5%。受强劲增长和劳动力市场持续改善的支持，市场预计美联储在 2018 年还将有 3 次加息的可能。欧央行对宽松政策的退出相当谨慎。在保持零利率政策不变同时，欧央行将其资产购买计划调低至 300 亿欧元，并延长该计划至 2018 年 9 月。而这一举措是在欧元区基本上摆脱了通缩阴影以及欧元区通胀出现缓慢回升的背景下决策，反映了欧央行在增长与通胀稳定目标之间慎重抉择。日本央行持相似的姿态，在保持基本贴现率负的 0.1%水平和每年 80 万亿日元资产购买的同时，对长期收益率实施了目标管理，防止长期利率上升过快对经济造成损害。除了俄罗斯近期加息，其他大部分发达经济体和新兴经济体并没有积极跟随美联储，而是保持了宽松货币政策。

全球货币政策转向的节奏取决于多种因素。首先，各国央行在政策调整的时机选择上面临两难选择：如果过早收紧和幅度多过大则抑制产出和阻碍实现通胀目标；如果过晚收紧和幅度不足则不利于对资产价格的抑制。除了经济增长、通胀和就业指标作为指引，本轮货币政策正常化与央行缩表进程相互交织，这使得政策调整的最佳时

\* 文章已发表于《人民日报》2018 年 01 月 05 日 22 版，原题目为《货币政策分化态势不会“速消”》，本文略有改动。

期选择越加困难。例如，从央行资产负债表的资产一端看，过快和过大幅度的缩表将通过银行准备金的变化对货币市场基金利率造成影响，从而干扰利率政策的调整。同时，央行缩表行动本身对市场预期有信号效应，影响未来收益率和金融条件进而改变未来利率政策的路径。其次，随着央行调整甚至中止资产购买计划，央行持有的国债会减少。为使长期利率保持低位，央行手中到期的国债需要财政部发行的国债置换。而以何种久期、何时点进行置换则需要考虑国内财政状况，也要考虑政治压力。再次，全球债务问题严重以及地缘政治风险的上升增加了政策调整的变数。总之，随着经济指标进一步改善，预计未来主要国家的利率收紧和央行缩表将同时进行。而遵循渐进和透明的原则对稳定市场预期尤其重要。

发达国家货币政策调整将对新兴和发展中经济体在国际金融市场上的融资条件、本国货币政策与金融稳定产生溢出影响。从基本面看，新兴和发展中经济体的增长速度有所恢复，但恢复步伐不如发达经济体快，且在不同区域呈现多速复苏态势。目前尽管包括银行信贷和负债证券等在内的外部融资总体有所恢复，但在地区之间分布不均，其中亚太新兴经济体融资相对活跃。在资本流动方面，过去两年间新兴经济体经历了资本流出和流入大幅度波动，而在 2018 年伴随美国加息提速、美元走强，或将在新兴和发展中经济体形成新一轮的资本流出以及货币贬值，这对货币当局是否跟进加息形成压力。此外，美元是新兴和发展中经济体外币融资的主要币种，美元占其外币融资比率高达 80%。美元汇率变动以及美元计价的资本的跨境流动对外部债务和国内金融稳定造成重要影响。更为重要的是，国内金融脆弱性会强化外部金融冲击的力度。快速增长的国内债务以及与其关联的银行体系健康状况是多数新兴和发展中经济体金融脆弱性的重要表现。

经济的普遍复苏为新兴和发展中经济体抵御外部金融风险提供了基本面的支撑。其货币政策的调整需根据就业和通胀等国内目标为主，而对外部金融冲击特别是跨境资本流动的管理则需要以宏观审慎监管措施加以配合。与此同时，抑制国内债务水平和提高金融体系的韧性有助于化解外部金融风险。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。