

新形势下美国量化宽松货币政策思考

叶展

(厦门大学金融系,福建 厦门 361005)

摘要:随着近期美国经济产生的复苏迹象,美联储官员对是否应继续推行量化宽松货币政策产生意见分歧。回顾和总结分析美国实行量化宽松货币政策以来的情况及影响,并就美国可能采取继续推行量化宽松政策或选择退出政策两种手段分别提出我国应对策略的建议。

关键词:量化宽松货币政策;影响;意见分歧;对策建议

中图分类号:F8

文献标识码:A

文章编号:1672-3198(2011)06-0153-02

1 量化宽松货币政策简述

1.1 量化宽松货币政策的含义

量化宽松是一种非传统的货币政策,指中央银行在实行零利率或近似零利率后,通过公开市场操作买入国债等中长期债券,从而提高货币供应量和增加银行准备金,为银行体系注入新的流动性,以期达到刺激就业、加快复苏步伐等目的。

1.2 美国两次量化宽松货币政策概况

雷曼兄弟于2008年9月倒闭后,美联储开始决定推出量化宽松政策。随后几个月,美联储采取购买3000亿美元的长期国债,收购1.25亿美元的抵押贷款支持证券等行动,向美国经济注入了超过2万亿美元的流动性,通常称其为第一次量化宽松政策(QE1)。2010年11月,第二次量化宽松政策(QE2)出台,美联储将在2011年第二季度前采购6000亿美元的债券,每个月采购额约750亿美元。QE1整体上起到稳住金融市场和拯救银行业的作用,但对就业和消费的影响甚微,美国经济仍增长缓慢。而QE2与美国的就业情况挂钩,旨在降低失业率和防止通货紧缩。

2 量化宽松货币政策的影响

2.1 在“流动性陷阱”下,有助于降低美国的中长期利率,刺激投资和消费

“流动性陷阱”指当一段时间内利率降到很低水平后,市场参与者对其变化不再敏感,对利率调整不再做出反应,导致货币政策失效。美联储将联邦基金利率由1%下调到0~0.25%后,意味着利率工具已经失去操作空间。虽然短期利率已经降低到零利率水平,但中长期利率仍偏高。美联储实行量化宽松政策,大量购买中长期国债,推升其价格,压低其收益率,从而降低整个市场的中长期利率。借款者的融资成本得以下降,缓和金融市场的信用收缩,同时流动性增加带来的通胀预期逼迫人们减少持有通货量,刺激企业和居民的投资和消费,增强经济复苏预期。

2.2 增强了市场信心,推动全球股市上涨

自从量化宽松政策实施以来,全球股市大幅上涨,标准普尔500指数从2009年3月第一次量化宽松政策推行初期的最低点666.790点涨到2010年11月上旬1200点左右,涨幅近80%;第二次量化宽松政策实施后,标准普尔500指数又从1200点左右一路上涨至现在的1300点左右。道琼斯工业平均指数、东京日经225指数、德国法兰克福DAX指数等均有类似的上涨。2010年11月4日QE2宣布后首日,东京日经225指数上涨2.86%,形成明显的跳空缺口,标准普尔500指数、道琼斯工业平均指数、德国法兰克福DAX指数分别上涨1.93%、1.96%、1.77%,虽然全球股市

的上涨不排除其他因素影响,但量化宽松政策对股市上涨的作用不容忽视。

股价理论上是未来现金流的贴现,反应上市公司未来的盈利能力,美国股市的上涨有利于提高对美国企业未来的盈利预期,一定程度刺激企业扩大投资和增加就业。同时,股市上涨意味着居民个人财富增加,有利于刺激个人消费。

2.3 美元贬值减轻美国债务负担的同时,扩大美国的出口

量化宽松导致美元不断贬值,以人民币对美元币值变化为例,从2008年9月到2011年3月底,人民币对美元升值达到4%左右。美元贬值导致各国持有的美元外汇储备贬值,缓解美国对外债务压力。目前中国持有美国国债超过一万亿美元,美元贬值给中国带来不少损失,也减轻了美国的偿债压力。美元贬值同时也扩大美国的出口,有助于缓解其逆差,但对其他国家的出口造成不小的打击。

2.4 导致世界范围内的热钱泛滥,向新兴经济体输出通胀并引发资产泡沫

根据货币供给模型,在货币乘数 m 不变的情况下,基础货币 B 的增加扩大货币供给 M ,美国量化宽松政策向银行体系注入了流动性,结果是扩大世界的货币供应量,向新兴国家输入通货膨胀。国际贸易中的大部分商品都以美元计价,美元贬值推升大宗商品价格,包括原油、有色金属、铁矿石等,泛滥的热钱也会通过期货市场等方式炒作初级产品,进而推高各国的物价水平。对于像中国实行盯住一篮子货币汇率制度的国家,为了使汇率保持在一定范围内,必须抛出本币,买入美元,直接后果是使本国经济体中本币供给过多,进一步增大通货膨胀的风险。资本是逐利的,国际上游离的大量热钱会涌入利率相对较高的国家,可能引发其资产泡沫。

2.5 引发汇率战,影响各国货币政策的独立性

美国量化宽松政策的溢出效应给其他国家货币带来较大的升值压力,可能引发并加重汇率战。日本、韩国、南非、巴西等国早已经相继干预汇市,2010年9月15日,日本进行2004年以来首次的汇市干预措施,南非在2010年10月29日宣布将适时直接干预汇市,防止本币继续大幅升值,韩国、巴西等也在外汇市场上通过卖出本币买入美元来阻止本币过快升值。

量化宽松政策同时影响各国货币政策的独立性,大大缩小各国货币政策的选择空间。根据美国经济学家保罗·克鲁格曼就开放经济下的政策选择问题所提出的三难选择,一国货币政策的独立性、汇率的稳定性、资本的完全流动性三者不能同时实现。包括中国在内的新兴国家较多采

取有管理的浮动汇率制,如果跟随美国等发达国家降息,会进一步扩大国内的流动性,提升物价水平和增加资产泡沫,造成更大的通胀压力;如果采取升息手段,会吸引国际资本流入国内,增大本币升值的压力;如果为了避免本币升值干预汇市,将导致国内高能货币的投放,类似于采取降息的手段。因此,美国量化宽松政策下,各国货币政策选择和实施的难度加大。

3 新形势下美国量化宽松政策走向及我国对策的建议

随着美国经济的复苏,其失业率从去年11月的9.8%降至今年3月的8.8%。美国政府发布的3月就业报告显示,非农就业人数连续两个月大幅上涨,3月的非农就业人数环比上涨21.6万,增量是去年5月以来最高的。在经济强劲有力的数据报告下,美联储成员对二次量化宽松的态度在一定程度上发生了转变,已有部分高层建议缩减第二轮量化宽松政策规模,同时频频暗示美国可能在今年6月30号第二轮量化宽松之后停止第三轮量化宽松。

目前,美国经济仍受到中东与北非局势及石油价格动荡、日本地震及核泄漏、美国财政赤字、欧洲债务危机等不确定因素的影响。美国工商理事会称,日本危机对美国经济的冲击要比已经发现的程度高得多。美国企业和工业严重依赖日本生产的汽车零部件和高科技电子产品,日本地震及未来数年中的余震可能导致生产中断,而容易受此影响的美国制造行业特别是先进的、资本或技术密集型的行业比最初的设想要多得多,这种中断可能拖慢美国本已迟滞的经济复苏。在诸多不确定因素影响下,美国量化宽松政策显得不明朗,太平洋资本公司总裁希夫表示,美联储官员是在“虚张声势”,美联储因为担忧美国经济复苏受阻将会执行QE3,将利率继续维持低位;瑞信董事总经理兼亚洲区首席经济师陶冬表示,在6月30日QE2结束之后,由于巨额财政赤字等原因美国仍有可能推出QE3,美联储明年下半年才会加息。

即使美国缩减QE2或不再推出QE3,也难保今后美国在经济受阻时不顾国际反对之声继续推出量化宽松政策。因此,中国应密切关注美国货币政策变动,不管其继续量化宽松还是选择退出政策,都应采取相应对策减少损失,避免处于不利和被动的局面。

3.1 美国继续推行量化宽松政策下我国对策的建议

正如前文所述,若美联储继续量化宽松或在退出后重启该项政策,会给我国施加通胀压力,热钱流入国内也会导致资产泡沫。在这种情况下,我国应采取稳健的货币政策,适时适当加息,管理好通胀预期,同时加强监管资本跨境流动,警惕热钱大量涌入的风险。

量化宽松政策虽然导致美元贬值,但美联储大量购买国债的行为将使其国债的需求增大进而推升国债价格,我国所持有的美国国债也会相应升值。我国应控制并适时调整美国国债规模,保持国债持有量的相对稳定,在国际博弈中争取较多的主动权。另外,国债价格对利率反应敏感,应适时调整国债的期限结构,可通过期货、互换等金融衍生工具调整其久期,防范利率波动的风险,其中利率互换协议成本低,且能提供久期对冲功能,因而可作为一种利率风险管理的重要工具。

借着人民币升值契机,我国应加快实施“走出去”战略,扩大内需和进口,加大对外投资,购买石油、煤炭等资源和

高新技术产品,一方面能加快产业的设备更新和技术升级,优化产业结构,另一方面能减少顺差,缓解人民币升值压力。加大对外投资的另一条途径是购买美国经营效益好的跨国公司股票,这些公司的利润很大一部分源自美国之外的国家,有助于抵御美元贬值和通货膨胀的风险,但应注意控制规模,防止过度投资造成的流动性紧缺,避免出现类似日本90年代泡沫经济引发的危机。

在人民币币值方面,应尽量保持人民币汇率的基本稳定,在不确定性加大的国际背景下,人民币币值应较多地服务于中国经济的发展,减少因汇率不稳定性带来不必要的交易成本和资本流动。尤其注意以美元为参照的人民币汇率变动幅度控制在一定范围内,避免重蹈日本经济陷入20年萧条的覆辙。目前国内存在着较强的人民币升值预期,而人民币升值对我国的出口企业影响较大,据估计七成以上出口企业能承受的人民币升值幅度在4%以下。因此,即便人民币升值不可避免,也要坚持人民币在温和、主动、渐进可控条件下升值,最大程度减少人民币升值对我国经济发展带来的不利因素和冲击。

3.2 美国选择退出量化宽松政策下我国对策的建议

高盛董事长奥尼尔3月31日表示,美国目前经济复苏势头良好,预计于6月按期结束QE2,且不会推出QE3。如果美国退出量化宽松政策,我国的出口环境会有一些程度的好转,热钱减少流入国内甚至可能部分撤离我国,应密切关注资本流向,防止未来逐利资本退出对我国股票市场进而对实体经济造成不利冲击。

美国如果退出量化宽松将会大量出售其国债,这可能引发日本等国跟风抛售,进一步冲击国债价格。作为美国国债最大持有国,我国的外汇储备可能会因此遭受较大损失,这增大了我国外汇储备的管理难度。因此,应该适当多元化我国的外汇储备,扩大购买其他国家的债券。另一建议是通过进入长期美国国债期货市场、签订总收益互换合约等金融工程手段对我国持有的美国国债进行套期保值从而达到减少损失的目的。

在货币政策方面,我国的货币政策会随着美国的货币政策动态调整,美国退出量化宽松政策后我国可不用采取频繁加息手段。但我国应尽量保持货币政策的独立性,进一步增强宏观调控的针对性和有效性。另外,美国等发达国家的量化宽松政策在一定程度上促使其相应货币的国际地位下降,不管今后美国是否再采取量化宽松政策,我国都可抓住有利时机积极、稳妥、有序地推进人民币国际化进程,发展国际贸易和投资,增强中国对世界经济影响力的同时,尽量减少国际货币体制对中国的不利影响。

参考文献

- [1] 姚斌. 美国量化宽松货币政策的影响及我国的对策[J]. 上海金融, 2009, (07).
- [2] 王宸. 全球货币投放与未来“退出策略”[N]. 证券时报, 2009-08-20.
- [3] 钟伟. 美联储数量宽松货币政策的综合影响[J]. 中国金融, 2009, (8).
- [4] 朱庆, 冯娟娟. 美国量化宽松货币政策的退出策略研究[J]. 金融纵横, 2009, (09).
- [5] 王元. 浅析美国货币量化宽松政策对我国的影响[J]. 商业会计, 2009, (11).