

# 用更加独立的货币政策应对 QE3

■ 主持人 原松华

QE3:会拉动美国经济复苏吗?

主持人:2012年10月25日,美联储鹰下联邦公开市场委员会(FOMC)在结束为期两天的会议后宣布,0-0.25%超低利率的期限仍将维持到2015年中,9月15日启动的第三轮量化宽松(QE3)规模不变,仍为每月采购400亿美元抵押贷款支持证券(MBS)。通过购买MBS,压低长期房贷利率,刺激房地产消费和投资需求,美国希望能就此拉动经济增长,促进就业。有业内人士却认为,QE3并不能从根本上拉动美国经济复苏,仍需要财政政策的配合?

吴庆(国务院发展研究中心金融研究所研究员):美国经济增长虽然有所恢复,但就业状况不佳,消费就不容易提振。而消费在美国的经济增长当中占75%的份额。消费不提振,增长也就不可持续。因此,美国政府当前的经济政策目标就是增加就业。

美联储货币政策的特点是追求多目标:不仅维护币值稳定,也注重维护经济增长和就业。为了增加就业,美联储推出了第三轮量化宽松的货币政策。QE3压低中长期利率,有利于促进私人投资,从而增加就业。

出台QE3的一个背景是美国的财政赤字问题。扩张性的财政政策同样可以增加投资和就业,传递过程更加直接。但是美国政府即将面对“财政悬崖”的风险,已经无法继续扩大财政赤字。因此,QE3是唯一可以动用的工具。

王海峰(国家发展改革委对外经济研究所贸易和投资研究室主任):2012年,美联储在连续四年维持其零利率(0-0.25%的政策利率),并连续实行两轮量化宽松政策基础上,9月份又推出第三轮量化宽松的货币政策(QE3),推出美国复苏目前还是非常脆弱和不稳定的,其金融机构的资产负债表仍需要较长时间来修复。同时,QE3的推出再次表明在传统货币政策失灵后,美联储为了刺激经济、避免通缩,只能利用非传统的货币政策工具来不断地向市场注入流动性。

历史上,量化宽松(也称数量宽松)的货币政策是在一个经济体货币政策失灵后,由于出现了流动性陷阱,为了避免通缩而采用超常手段向市场定向注入流动性。上世纪90年代以来,在“日本失去的十年”,由于陷入流动性陷阱,日本央行曾经多次推出量化宽松的货币政策,至今也未使日本经济走出困境。

换一个角度讲,如果美联储当初不实施量化宽松的货币政策,向金融机构定向注入流动性,美国在过去几年已经陷入通缩,也就是陷入流动性陷阱,美国经济可能再次经历大萧条。历史上,流动性陷阱出现过两次,一次是上世纪30年代美国的大萧条,另一次就是“日本失去的十年”,两次流动性陷阱均出现持续的通缩,带来经济的萧条和长周期调整。

因此,美联储希望通过QE3,刺激经济、避免通缩、创造就业。但实际上由于金融机构资产负债表尚未修复,市场上依然缺乏信心,消费者也在调整其消费行为,因而QE3不太可能成为拉动美国经济复苏的主要力量,美国经济调整仍会在市场作用下持续较长时间。

主持人:出台的QE3是基于美国经济就业的增长依然缓慢,失业率较高;家庭开支的增速略有提升,但企业固定投资的增速已开始放缓;房地产市场已显露进一步改善迹象,但这种改善起始于很低的水平;通胀略有抬头,和日益迫近的“财政悬崖”、欧债危机的持续发酵这些背景,QE3的出台除了着眼于美国经济增长的稳定增长,还有什么其他经济目标吗?

吴庆:货币政策是短期政策,目标是熨平短期的经济周期性波动,而不是制造繁荣。

在欧美日这三个主要的外部经济体当中,美国最有可能是先走向新一轮繁荣。之所以这样,是因为美国有着最具弹性的经济体制,最能对外部冲击做出反应。当2008年的金融危机爆发之后,美国发生了不少的企业倒闭。同样的事情也发生在中国,我们的政府使很大的力气去挽救。

现在我们已经开始看到各国金融危机应对政策的效果:美国政府放任企业倒闭。企业倒闭之后,企业家也没有闲着。他们努力寻找其他的商机,很快在其他行业重新创办企业,东山再起。当时下岗的职员们,在新的公司里也渐渐找到了新的就业机会。于是,美国经济当中没有竞争力的行业淘汰掉了,有竞争力的行业兴起了。

与颇具弹性的美国经济相比,中国经济短期没有经历阵痛,长期没有解决问题。中国各级政府都出台了政策保护2008年面临困境的出口企业。中央的政策包括加大出口退税力度和继续管制汇率,地方的政策包括财政补贴和禁止裁员、倒闭命令。效果如何呢?一些原本已经没有竞争力的出口企业靠着政府的补贴存活下来,一些本来有机会兴起的行业却失去了机会。简言之,在经济结构调整的过程中,旧的去掉了,新的不一



编者按

美联储(FED)于2012年12月13日公布的12月会议结果显示,美联储宣布维持0-0.25%利率不变,美联储宣布扩大资产购买规模450亿美元,推出第四轮量化宽松(QE4),每月采购450亿美元国债替代扭曲操作(OT),加上QE3联储每月资产采购额为850亿。实际上可理解为是EQ3某种程度的延伸。因此,理解了QE3可以更好地读懂QE4。

定来;但是旧的不去,新的注进来不了。

王海峰:前面谈到,美联储推出QE3主要是为了避免通缩和流动性陷阱,当然也着眼于经济的稳定和长期增长。从美联储货币政策的目標看,主要是通胀、就业和经济稳定三个方面。对货币当局,在传统的利率政策失灵后通缩比通胀变得更为可怕,一旦陷入通缩,就业和经济增长就有可能恶性循环,并可能带来进一步的通缩。

应该看到,美国的货币政策具有较强的独立性,正常情况下可以非常有效地进行反周期调控。但是,由于美联储政策利率已降到0-0.25%,其传统货币政策工具已经失灵。从这个意义上看,QE3也就成为美联储反周期调控的最后一种主要补救工具。也正是由于利率政策的失灵,量化宽松的货币政策在反周期调控中的能力大打折扣。实际上,上世纪90年代以来,日本连续多次实行量化宽松的货币政策,并未能使日本经济走出通缩和停滞的困境,至今日本经济仍然停滞不前。

另外,美国政府扩张性的财政政策又受到政治因素的制约。经济复苏以来,美国政府很快就开始削减政府开支,控制联邦财政赤字的增长,最近几个财年美国财政赤字实际管理水平均好于预算。即使这样,美国公共债务仍然快速增长,占GDP的比重2011年已超过100%,净债务占GDP的比重也已超过80%,二者在未来几年仍会继续攀升。2011年7月美国两党曾就提高政府债务上限问题在国会争执不下,美国大选后奥巴马政府面临的“财政悬崖”,也就是自动减赤机制,也将在未来数月面临艰难的政治抉择。

不过,就美国经济自身而言,其货币政策和财政政策的局限性无疑会使其货币发挥更大的作用,这也正是美国经济区别于其他发达经济体的最大特点。这一特点使2008年的金融危机在美国更多地通过市场化解,美国作为危机的爆发地,相比其他发达经济体,其经济不仅能够较快复苏,而且能够保持较为稳定的复苏,而日本和欧元区则不得不面临二次甚至三次衰退。

QE3对全球经济的影响

主持人:美国频频出台非常规货币政策,无疑带来货币政策外溢效应,带来全球流动性泛滥,QE3会对全球经济有哪些影响?

吴庆:美元是国际货币,因此美联储的

货币政策对其他经济体有着很大的溢出效应。可是美联储制订货币政策的时候,只考虑本国经济的需求,压根儿不在意对别国的冲击。这是当今国际货币体系当中的重大弊病。

那些把本国货币与美国挂钩的经济体,和那些把美元当成主要储备货币的经济体,受到美联储货币政策的冲击。与美元挂钩的货币更随美元贬值,美元的流入导致货币供应增加,出现通胀压力。把美元当成主要储备货币的经济体则会遭受外汇储备贬值。

王海峰:美元主导的国际货币体系,使得美联储不仅是美国的中央银行,也在很大程度上扮演全球中央银行的角色,美联储推出QE3其政策着力点主要是国内经济,但实际产生的外溢效应,也就是对全球经济的影响不可低估。

首先,QE3的推出意味着美联储的货币供给将进一步超过实体经济需要,在避免通缩的同时,必然迫使美元贬值,增强美国产品的出口竞争优势,也就相应削弱了其他国家的贸易竞争力。同时,美元贬值也在很大程度上化解了美国的对外债务负担,使得各国以美元计价的资产缩水。

其次,由于石油、铁矿石、金属、粮食甚至黄金等国际大宗商品以美元计价,美元贬值,必然带来国际市场上这些产品的价格上涨。2000年以来,美元走势跟石油、金属、黄金等国际大宗商品价格呈现出越来越强的负相关关系。国际大宗商品的价格波动必然会带来市场的波动,同时国际大宗商品价格上涨也会增大经济发展的成本。

其三,全球化、特别是金融国际化,使得国际资本可以比较自由地跨国流动。而发达经济体和发展中国家的双速增长,驱使美国国内的廉价过剩资本更多地流向增长较快的发展中国家。短期资本的流动,与货物和人员跨国流动相比,监管难度很大。据估计,金融危机以来,美联储每增发一个单位的流动性,大约有30%左右最终流向发展中国家,增大了发展中国家宏观经济政策的调控难度。

最后,美联储增发货币对发展中国家的影响要大于发达经济体。由于美、欧、日等发达经济体均在实行量化宽松的货币政策,相互间的影响基本上可以抵消。但是,发展中国家和发达经济体不仅增长速度不同,面临的通货膨胀形势差异也很大。大量短期资本进入,伴随着国际大宗商品价格上涨,使发展中经济体面临潜在的通胀压力。

应对QE3:人民币需做的头等大事是去美元化

主持人:在全球化的今天,QE3的出台,对中国经济影响也很大,并增加了中国货币政策的调控难度,外汇储备也将再次面临贬值的趋势,对中国经济还有哪方面的影响?中国政府该如何应对这种变化?或者说对货币政策做出何种调整?

吴庆:大国的货币必须国际化,大国必须在国际货币体系中当中发挥重要作用。中国已经是全球第二大经济体,也是一个潜在的大国,应该把本国的货币政策掌握在自己手里。因此,当前人民币需要做的头等大事,就是去美元化。去美元化有两层含义:一是在人民币汇率盯住的货币篮子当中,降低美元的比重,或者索性让人民币自由浮动;二是进一步降低外汇储备当中的美元资产规模,甚至降低外汇储备规模。

当然,把货币政策掌握在自己手里,必然要求自己的货币当局有能力制订出对自

己最有利的货币政策。为了实现这个目标,中国的货币政策决策体制还需要改进。就这一轮货币政策调整来看,中国货币政策的调整过分拘泥于“预调微调”。实际上,“预调”没做到,“微调”就没有意义。货币政策早就应该加大“保增长”的力度,却迟迟没有动作。美联储出台QE3,连带着中国的货币政策走向更加宽松,对中国是有利的。

王海峰:刚刚讲过,美联储推出的QE3对发展中国家影响最大,而这些影响基本上又都是负面的。其中,中国作为最大的发展中国家,经济增长速度快,经济对外依存度大,所持有的美元资产特别是外汇储备多,因而QE3对中国的影响必然也最大。同时,由于美联储准备将其零利率政策维持到2015年,因此还有可能推出第四、第五轮量化宽松的货币政策。我们应该立足长远从以下几方面来应对:

首先,要确保国内经济的稳定和增长,提升自身应对危机的能力。今后一段时间,要将经济增长速度保持在7%-8%之间,避免经济的大起大落。实践证明,较高的增长速度,必然会带来较大的通胀压力,同时挤占有限的资源,加剧经济的内部失衡。一旦经济增速回落到8%以下,通胀压力就会明显减弱,政策调控和回旋的余地就会增大,不仅可以避免政策的急剧调整和失误,也可以有更多的资源和精力来考虑解决困扰我国经济发展转型的深层次问题。

其次,要保持国内宏观经济政策的连续性和稳定性,避免政策的急剧调整。金融危机以来,我国国内的货币政策和财政政策总体上保持了较好的连续性和稳定性,使国内经济成功经受住了金融危机的冲击。但是,在应对金融危机过程中,也有一些政策调整过快、调整幅度过大,导致某些政策反应过度,在一定程度上造成了2010年以来的通胀压力。目前,国内外市场对中国经济总体上仍比较乐观,政府必须有信心,保持宏观经济政策的连续性和稳定性,坚持房地产调控政策不动摇,有效控制和把握基础设施投资节奏和力度,避免政策的急剧调整。

再次,要积极稳妥地推进“走出去”战略,使民营经济和私人企业成为“走出去”战略的主力军。鼓励和支持有条件的企业“走出去”投资、建厂、生产和经营,是在开放经济条件下进一步提升企业竞争力,建立国际化品牌、研发团队和营销渠道的重要手段,不仅可以将外汇储备的有效转化为企业资产,也可以显著增加企业的抗风险能力。要特别重视民营经济和私人企业在“走出去”中的作用,充分发挥市场的主导作用,有效利用民营经济和私人企业的活力和创造力,疏通外汇储备和金融机构支持私人企业“走出去”的渠道,使民营经济和私人企业成为我国“走出去”战略的主力军。

最后,要坚定不移地加大加快金融体系的改革步伐,充分发挥市场吸纳和化解风险的能力。改革开放30多年的实践不断证明:市场化的改革释放了活力,提高了效率,化解了风险,使我国经济总量上升到全球第二,人均GDP超过了5000美元,成为有国际竞争力的制造大国。“十八大”后,金融改革必将成为我国市场化改革的核心内容,重点围绕利率和汇率的市场化改革,使利率和汇率由市场决定,人民币在市场供需的作用下实现自由浮动,为人民币成为国际货币扫清障碍。金融的市场化改革,将会使市场更多地吸收风险,增强货币政策的独立性和有效性,从系统上提升我国经济抵御外部风险的能力,真正体现我国在全球金融体系中的国际竞争能力。

《(中国发展观察)》

## 外媒热议中国经济复苏称今年增长有望持续走高

国家统计局近日发布初步核算数据显示,2012年我国国内生产总值比上年增长7.8%,高出年初预期目标0.3个百分点;2012年第四季度增长7.9%,不仅结束此前连续七个季度的增幅下滑态势,而且增幅还超过市场预期的7.8%。对此,海外媒体和外资机构认为,中国经济已顺利实现触底复苏,今年经济增长有望进一步走高。

美国《华尔街日报》表示,中国经济增长速度在去年第四季度加快,证实了全球第二大经济体在经历两年多的减速之后开始复苏。其还援引荷兰国际集团经济学家蒂姆·康登的观点称,随着美国和欧洲经济逐渐恢复元气,经济学家很可能会上调他们对中国经济今年经济形势的预期。

路透社报道称,7.8%的经济增速尽管创自1999年以来的最低增长,但仍高于市场预期中值7.7%,且击碎了早前关于中国经济陷入困境的传言。英国《金融时报》表示,随着经济活动出现反弹,中国在2012年得以高调收场。分析师认为,这波反弹将推动中国经济在今年取得更好的表现。

摩根大通中国首席经济学家朱海斌表示,去年第四季度稳健的增速表明,中国经济复苏势头强劲。但从四季度经济活动来看,经济表现好于预期与零售额强劲增长和出口复苏有关。该机构上调今年中国经济增速预期值至8.2%。

澳新银行大中华区首席经济学家刘利刚认为,由于整体经济出现明显恢复,通胀压力也随之产生,这也降低了进一步放松货币政策的需要。该机构预计中国今年经济增长率大约为8.1%,全年通胀率将保持在3.5%-4.0%的水平。

野村证券中国首席经济学家张智威也认为,相对经济增长,中国决策者可能会更关注控制金融和通胀风险。他预计中国经济上半年将增长8%左右,下半年或放缓至7.3%。

《(理财18)》



## 专家预测:今年GDP同比增速将超8%

7.8%,2012年中国GDP增速“破8”。这是进入1999年以来中国经济增速的最低值,也是最近20年来“倒数第二”的经济增长速度。业界认为,随着中国经济体量的增大,如今GDP每增长一个百分点的分量与过去已大不相同。中国经济进入转型的“深水区”后,发展的内涵也出现了新变化。

“深化改革将重启中国经济新发展周期。”交行金研中心高级宏观分析师唐建伟认为,虽然2012年四季度经济出现了启稳回升,但全年的GDP增速相比上年仍有1.5个百分点的回落,使得我国年度GDP增速出现了连续两年的回落。从表面来看,当前我国经济增速放缓是受到外部环境不佳的冲击,但从深层次原因分析,则是我国正面临经济增长动力切换的重要关口。

他同时表示,预计2013年拉动经济增长的三驾马车将呈现趋稳回升态势,总需求的恢复将使我国经济增长在2013年结束此前连续两年的下行趋势,出现温和回升。与此同时,唐建伟表示:综合对宏观三大需求筑底企稳、微观企业主动补库存,及财政和金融对实体经济支持力度加大的分析判断,预计2013年经济增速会比2012年高,初步预计在8.5%左右,季度经济增速呈现两头稍低,中间略高的走势。

海通国际首席经济学家胡一帆表示,预计2013年GDP将同比增长8.1%,且2013年第一季度GDP将同比增长7.9%。

《(证券日报)》