

美联储退出 QE 最大刺激政策退场

■ 纪振宇 报道

10 月 29 日，美国联邦储备委员会发布声明称，在 10 月份完成最后一轮 150 亿美元购债活动后，将不再进行此类活动，这意味着自 2008 年金融危机以来，历时 6 年，先后三轮的量化宽松货币政策(QE)正式宣告结束。

由于美联储将在 10 月份结束 QE 的预期早已被市场消化，10 月 29 日纽约股市三大股指最终小幅下跌，市场情绪总体稳定。

美联储的这一非常规货币政策手段，从最初实施直至结束，争议声从未停止。赞成者认为，在陷入金融、经济危机的情况下，必须使用这样的超常规货币政策手段，才能“力挽狂澜”，使经济重新走向正轨，反对者则认为，这一政策手段造成流动性泛滥，只是让资产价格上升，并未能从实质上令经济好转。

但无论争议声有多大，似乎并不妨碍美联储，这一堪称世界上最有权势的机构，按照其所设定的政策目标和路径，坚定不移地推行其所主张的货币政策。

从美联储实施量化宽松货币政策以来，美国经济确实出现了许多积极的变化。GDP 增速由 2008 年第四季度最糟糕的 -8.9%，恢复至上个季度的 36%，失业率由 2010 年初接近 10% 的水平下降至目前的 59%，9 月份新增就业人数 248 万人。

同时，资本市场更是享受到宽裕的流动性所带来的好处，纽约股市从去年以来进入阔别已久的牛市，道琼斯工业平均指数多次创出历史新高。

但美联储未来面临的挑战，并未因为 QE 的结束而减少，相反可能变得更加艰巨。美国经济尽管出现一系列积极迹象，但局部仍面临很多不确定性，如就业市场的结构性失衡以及通胀水平仍不及美联储 2% 的设定目标等，此外，外部环境变化也带来额外风险，欧元区陷入经济衰退的困境，“欧洲版 QE”一触即发，新兴市场在结构转型的过程中，增速放缓。

就货币政策而言，美联储眼下需要应对的，是在 QE 结束后，货币政策如何平稳过渡到常态化。美联储的加息时点成为目前外界最为关心的话题，根据其最新的声明，其对“未来相当一段时间”的措辞没有发生变化，外界普遍预期第一轮加息将发生在明年年中。但美联储在声明中也并未排除在实际的经济情况下，提前或推迟加息的可能性。

QE 的“功与过”

从 2008 年 11 月至今，美联储先后宣布了三轮量化宽松货币政策，资产负债表膨胀至 445 万亿美元。

美联储实施 QE 的目的，是为了通过购买长期债券，加大债券需求，向市场中注入流动性，压低长期利率；由于贷款利率也会因此被降低，则得以达到刺激经济增长的目标。

尽管美联储所实施的多轮量化宽松



货币政策至今依然饱受争议，赞成者认为，QE 起到了刺激经济的作用，对美国经济复苏乃至世界经济功不可没，而反对者则认为，QE 实际上通过巨量流动性掩盖经济的实质性问题，只是催生了新一轮的资产泡沫。

从美联储实施量化宽松货币政策以来，美国经济确实出现了很多积极的变化。GDP 增速由 2008 年第四季度最糟糕的 -8.9%，恢复至上个季度的 36%，失业率由 2010 年初接近 10% 的水平下降至目前的 59%，9 月份新增就业人数 248 万人。

而借助着量化宽松货币政策所带来的巨量流动性，美国股市早已走出金融危机的阴霾，道琼斯工业平均指数自 2009 年 3 月份的 6626 点至今已经上涨至 17000 点以上。

从去年以来，美国资本市场迎来了金融危机后久违的牛市行情，纽约股市三大股指持续走高，纽约股市道琼斯和标普指数连续多次创出历史新高，纳斯达克综合指数也创下多年来新高。

同时，大规模的债券购买为美联储带来了巨额的收益。根据法律，美联储要将部分收益上缴美国财政部，去年美联储共上缴了 889 亿美元利润，创下历史记录，也在一定程度上缓解了美国财政吃紧的燃眉之急。

但随着美国经济从危机中逐渐解脱并重新走上复苏道路，美联储的货币政策进入了新的阶段。

早在去年 2 月份，时任美联储主席的伯南克在国会作证时，关于 QE 退出的话题开始第一次在公开场合被提出。

去年 12 月份，美联储宣布从今年 1 月份起，逐步削减每月的量化宽松货币政策购债规模，标志着美联储的货币政策从非常态逐渐向常态化过度。

美联储的货币政策过度曾一度引起外界的担忧，因为担心可能会造成市场的大幅波动，但至少从目前来看，美联储很好地完成了货币政策平稳转换的任务。

在美联储宣布 QE 退出计划的当天，纽约股市不跌反涨，这无疑归功于美联储事先

所做的一系列努力，包括不断向市场释放信号，通过前瞻指引等引导市场预期。

但同时，宽松货币政策退出的风险仍不容忽视。前美联储主席格林斯潘在纽约出席公开活动时便表示，目前货币政策正处在一个“未知”地带，并称其担心当市场需要美联储加息时带来的“真正压力”。

目前，美国的经济状况依然存在众多的不确定性，尽管从数据上看，就业状况出现明显好转，但劳动力参与率下降、兼职工作人数增多等因素，则反映出就业市场变化的复杂性，同时，通胀水平依然低于联储 2% 的政策目标，显示经济未来增长依然存在乏力的隐忧。

美联储的“新挑战”

在 QE 终于收官以后，美联储面临的挑战并没有因此而减少，反而可能变得更为艰巨，因为在缺乏了 QE 的支持后，美国经济能否在长期实现稳定增长，同时保持就业市场持续改善，目前来看依然面临很多的不确定性，对于美联储来说，在结束了非常规货币政策手段后，紧接着需要完成的下一步政策目标便是如何将货币政策向常态化过度，同时保持对经济的适度刺激。

首先，何时加息、以怎样的幅度加息，是美联储面临的第一重挑战。纽约梅隆银行全球市场策略分析师克什拉亚·帕塞克(Kishlaya Pathak)此前表示，在美联储结束 QE 后，自然会考虑到利率水平的问题。

美联储在上一份货币政策声明中指出，当加息时机到来时，它将宣布由目前的 0 至 0.25% 提高至新的联邦基金利率区间。

对于具体的加息时间，美联储在声明中使用了“相当一段时间”(considerable time)这样的字眼。

而这一所谓“相当一段时间”的表达，是基于美联储对目前美国经济形势以及未来经济增长的判断。

声明称，“经济活动温和增长，就业市场进一步改善，但失业率几乎没有变化，并且大量就业数据显示目前存在劳动力

资源未被充分利用的情况。”

同时，美联储将 2014 年的经济增长预期由 2.2% 下调至 2.1%，将 2015 年经济增长预期由 3.1% 下调至 2.8%。

美联储主席詹妮特·耶伦在随后的新闻发布会上表示，“相当一段时间听上去像是一个日历的概念，但实际上是高度条件化的，它与货币政策委员会对经济形势的评估高度关联。”

耶伦强调，考虑到对未来的经济预期没有太多变化，因此在声明中用“相当一段时间”来表述未来的加息时点是让联储决策成员感到最为恰当的表达。

爱迪生投资研究公司总裁皮特·莫利(Peter Molloy)表示，美联储声明中维持了“相当一段时间”的表述，同时联储决策成员对目前经济形势的看法与上一次声明相比变化不大。

但他同时指出，在下调未来经济增长预期的同时，美联储仍坚持之前的货币政策基调，则暗示了美联储内部正在悄然发生的某种变化。

目前外界对美联储的加息时间的普遍预期是明年年中，但这一预期随着未来经济增长情况的变化，也可能将随时做出更改。

其次，尽管 QE 退出，但这一超常规政策工具并非完全退出历史舞台，而是被纳入到美联储的政策工具箱内，成为未来可能被随时使用的政策工具。尽管争议重重，被外界称为“最伟大的货币政策试验”的 QE，目前看来已经度过了其“试验期”，并获得了很大程度的认可。

因而不排除在未来经济状况出现意外下滑甚至再度陷入危机时，美联储可能重新动用这一政策工具。圣路易斯联储主席詹姆斯·布拉德(James Bullard)在接受采访时建议，考虑到通胀水平依然较低，应将 QE 延续至今年年底。尽管他的这一表态没有得到美联储其他成员的相应，但某种程度上反映了美联储对于这一政策工具的态度，显示 QE 仍可能在未来再次出现。

汇丰银行亚洲首席经济学家弗莱德·诺依曼(Fred Neumann)说，美联储“依然有可能在火上再添一把柴”。

QE: 天使还是魔鬼

当四万亿美元规模的“大放水”即将走到尽头，我们是否应该问一句：QE 管用么？

QE 始末

2008 年末，美联储削减联邦基金利率至历史新低以刺激经济增长。随后迈出了历史性的第一步：美联储每月购买 1000 亿美元的按揭抵押债券。因为当时的布什政府已经推出了一系列政策和项目挽救银行系统，所以美联储推出第一轮 QE 并未遭到太大的抵制。

对此，嘉信理财集团(Charles Schwab)首席投资策略师 Liz Ann Sonders 评论称，“(推出 QE)很明显是正确的做法。”

不过，第二轮 QE 遭到了抵制。2010 年 8 月末，美国经济再次“匍匐前进”，通缩风险盘旋上空。当月的 Jackson Hole 全球央行大会上，时任美联储主席伯南克暗示了新一轮 QE。

华尔街见闻网站介绍过，伯南克当时是这样暗示将启动 QE2 的：

如果有必要，特别是经济前景大幅恶化，委员会已准备好通过非传统措施提供进一步货币宽松。

当年 11 月，美联储开展了规模为 6000 亿美元的政府债券购买计划(QE2)。

次年，在不断的争议中，QE3 横空出世。

据福克斯商业新闻网，美国国会发言人 John Boehner 当时表示，美联储在冒催生“难以控制”的通胀，疲软美元和市场泡沫的风险。在进入 2011 年的总统大选季后，得克萨斯州州长 Rick Perry 曾表示，如果伯南克在大选之前“印更多的钞票”的话，他“几乎是要造反了”。他还告诉爱荷华州的一位同僚，“在德州，我们不会给他好脸色看的。”

如下为福克斯整理的自伯南克推出 QE2 以来的数据：

美国失业率降至 59%，创 2008 年 7 月以来新低。2010 年 8 月时为 9.6%。

美股大涨。随着经济复苏、企业支出和利润增长，标普 500 指数涨幅超过了 100%。

美元对主要货币保持了坚挺。以广泛使用的美元指数为例，涨幅为 3%。

通胀仍然温和，尽管警告之声四起。2013 年物价整体温和增长 1.7%，仍然低于美联储 2% 的目标。

未见灾难性结果

市场曾经警告的灾难性结果并未出现，那么为何有人这样认为呢？

其中一种常见的警告就是，QE 将蚕食美元价值，迫使投资者买入黄金或瑞郎等避险。

Chan 认为，这种忧虑并未将它国的困境考虑在内。例如，当投资者担心希腊债务危机将让欧盟四分五裂，这时美元和美国国债仍是避风天堂，他们会蜂拥而来。美国长期国债的利率可能会比较低，但是增长乏力的德国和日本等工业国家更低。

你的国家经济增速有多快，相对于其他国家的利率有多高？这些都是决定货币强弱的核心要素。现在我们的增速比欧洲快。这一成果意味着美元应该更强势。

另一盛行的警告就是通胀。流动性泛滥，美元贬值，市场自热而然就会担心通胀。

不过，福克斯指出，现实是，许多钱从来没有流入市场。美联储购买债券时，给银行们的账户上增加了巨额的电子货币。自金融危机以来，美联储就会为银行存放在自己账户上的储备支付利息，所以大银行不一定要把钱放出去。银行存放在美联储的准备金由 2009 年初的 8000 亿美元飙升至今天的 27 万亿美元。

美国智库 Center for Economic and Policy Research 的联合主管 Dean Baker 表示：

对 QE 的批判显然过头了。反对者还认为 QE 的好处被放大了。

今年以来美联储开始缩减月度购债规模，截至本月，购债规模仅 150 亿美元。美联储此前曾表示，将在本月底结束 QE。所以现在的问题是：美联储何时开始加息？

何时加息？

很多华尔街分析师认为美联储加息的步伐将会足够缓慢以避免打击经济复苏。

对此，Chan 表示，“我不太担心，因为我看着经济复苏的全局。经济会失去动力么？当然有可能。退出之初尤为不易。

不过，也有部分经济学家认为美国经济尚不足以让美联储决定何时开始加息。Baker 就表示，“加息的逻辑在于，就业已充分，美联储需要为经济降温。现在还远着。”

即使是某些最为乐观的分析师也预计，随着美联储实施 2006 年以来的首次加息，市场的动荡将会更大。

Sonders 就在报告中指出，经济学家和市场策略师通常能在过去寻找类似的处境并引以为引导。然而，对于 10 月即将发生的事情，历史知之甚少。美联储从来也没有结束过 4 万亿美元的刺激政策，毫无经验可言。

(华尔街见闻)

■ 宗良 / 文

2014 年美英等发达经济体将踏上量化宽松货币政策回归之路。中国银行国际金融研究所副所长宗良指出，面对美国货币政策转向，我国应采取措施，有效防范与应对美国 QE 退出给我国带来的冲击和影响。

QE 收官对中国的影响

目前我国宏观经济保持稳定增长、外汇储备规模充裕以及资本账户开放度较低，因此，美联储退出 QE 对中国的影响有限，但也应高度关注外溢效应可能引发的风险点。

1、对我国进出口贸易产生双重影响。QE 退出将导致美元升值，由于人民币汇率与美元挂钩，人民币大幅贬值的可能性较小，可能导致人民币有效汇率上升，不利于我国的出口。但是 QE 退出的前提是美国经济增长好转，中国的外需也会因美国经济增长改善而得益。值得注意的是，美国再工业化可能会冲淡一些对出口方面的正面效果。由于国际大宗商品价格与美元挂钩，美元升值将使得大宗商品价格下降，因此对我国进口是有益的。

2、面临一定的国际“热钱”流出压力。美国退出 QE，资金会呈现总体上流向美国的趋势，这也会使我国资金流向发生一些转变，短期内面临热钱流出风险。总体上，我国不存在大规模的“热钱”流出状况，且动因主要是对中国经济前景所吸

引，不是简单由 QE 造成的。美国 QE 退出“热钱”有所流出，可以舒缓人民币升值压力，甚至出现某种程度贬值，可提高中国外贸出口的竞争能力。不仅如此，“热钱”减缓涌入国内，还会相应减轻央行外汇占款的释放压力，宏观调控尤其是货币政策的空间增大。

3、可能加剧国内流动性压力。近年来，外汇占款的持续增加是我国流动性充裕的主要因素，美联储退出 QE，热钱有可能短期内从国内流出，从而加剧我国境内市场的流动性压力；美国国债利率上行、人民币升值预期转向是影响中国国内国债利率水平的重要因素。随着美联储启动 QE 退出，这种趋势会进一步强化，加剧国内流动性压力。

4、对我国外汇储备产生多重影响。目前，我国外汇储备已接近 4 万亿美元，其中美元资产占较大份额。美联储退出 QE 将会对我国外汇储备产生影响，既有利的方面，又有不利的方面。有利的方面表现为美元升值，美国股票、不动产市场的上涨动力将增强，从而提高我国外汇储备资产的购买力与投资回报；不利的方面主要体现在美国债券收益率的上升将导致我国持有的长期债券资产价格大幅下跌，使外汇储备“缩水”。

对我国政策建议

面对美国货币政策转向，我国应采取

措施，有效防范与应对美国 QE 退出给我国带来的冲击和影响。

1、采取灵活的货币政策，保持经济平稳增长。对中国来说，最关键的问题还是如何在稳增长的同时，加快经济结构调整步伐，提高经济增长质量与效益。目前我国经济增速在政府的预期范围之内，市场流动性有所好转，货币政策以稳定为主，但在美国 QE 退出、部分新兴经济体增速放缓等不确定性因素影响下，货币政策应进行灵活的调节。可以搭配公开市场操作、再贷款、再贴现及短期流动性调节工具、常备借贷便利等工具组合，稳定市场预期，必要时可适度下调存款准备金率，以确保流动性稳定、充裕，引导市场利率处于适当水平，保持国内经济稳定增长，为经济结构调整营造良好环境。

2、抓住机遇期，推进人民币汇率形成机制改革。当前人民币汇率已经接近短期均衡水平，QE 退出可能会引起各国特别是新兴市场货币汇率波动增大，也会给人民币带来一定的贬值预期，进而形成双向波动的局面。我国宜抓住这一有利契机，推进实现汇率市场化改革的目标，建立由市场供求决定的汇率形成机制。继续推进汇率市场化改革是应对可能冲击、提高人民币国际地位的必然要求。下一步，我国应密切关注实体经济对人民币汇率变化的承受能力；继续扩大人民币汇率波动区间，进一步增强人民币汇率弹性；完善人民币汇率中间价形成机制，真正反映

市场供需状况；扩大外汇市场参与主体和交易品种。

3、加强跨境资本流动性监管，稳步推进人民币资本项目可兑换。QE 退出将改变国际短期资本的风险偏好，引起跨境资本流向的变化，我国在资本项目尚未完全开放的条件下，受到的冲击相对有限，但不能因噎废食延缓推进资本项目可兑换进程。监管部门应加强监测国际短期资本流动的真实性以及热钱的异动，完善热钱进入我国资产市场的统计分析机制，进而形成完整的跨境资本流动监测体系，有效防范相关的金融风险。优化资本账户各子项目的开放次序，审慎对待短期资本开放，权衡效率与风险，努力实现资本流入流出的双向动态平衡。

4、利用退出之机推进人民币国际化。QE 退出背景下，新兴经济体将面临流动性压力，从而出现外汇储备紧张的情况，此时，中国可以有条件地提供资助，启动国家间签订的货币互换，如金砖国家将创立 1000 亿美元汇市稳定基金，推出以人民币计价的各种金融产品和信用，借此机会加强人民币在跨境结算、投资和融资中的广泛使用，推动各国政府对人民币的认可，争取人民币作为东南亚、东欧及非洲等一些国家的外汇储备货币之一。在 QE 退出的一个较长过程中，对人民币国际化是比较有利的，结算、储备、投资国际化三要素可以同时进行，从而全面提升人民币国际化水平。