



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济国际研讨会（第1期）

美国量化宽松政策对 全球经济的影响

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2021年7月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 1st International Seminar on Macroeconomics

The Impact of U.S. Quantitative Easing Policy on the Global Economy

Reporter: Yu Ze

July 21, 2021

Organizers: National Academy of Development and Strategy, RUC
School of economics, Renmin University of China
China Cheng Xin International Credit Rating Co. Ltd. CCXI

Undertaker: Institute of economics, Renmin University of China

GOAL

● Conclusion:

- Much we still need to learn
 - An integrated picture of this “elephant” remains elusive
- Asset purchases meaningfully ease financial conditions, even when financial markets are not unusually stressed
- For the most part, it has become evident that the costs and risks attributed to the QE, were overstated.
- The case for adding the new tool to the standard central bank toolkit seems clear.



Motivation

The Dollar's Global Role

U.S. monetary policy a uniquely powerful role:

- 66 percent of global FX reserves (\$6.6 trillion) are dollars
- 88 percent (out of 200) of FX turnover involves dollars
- The dollar is the premier invoicing currency (Goldberg and Tille 2006, 2008; Gopinath 2015)
- The dollar is the premier funding currency.

These roles reinforce each other (Gopinath and Stein 2018).

How does a U.S. hike affect world trade?

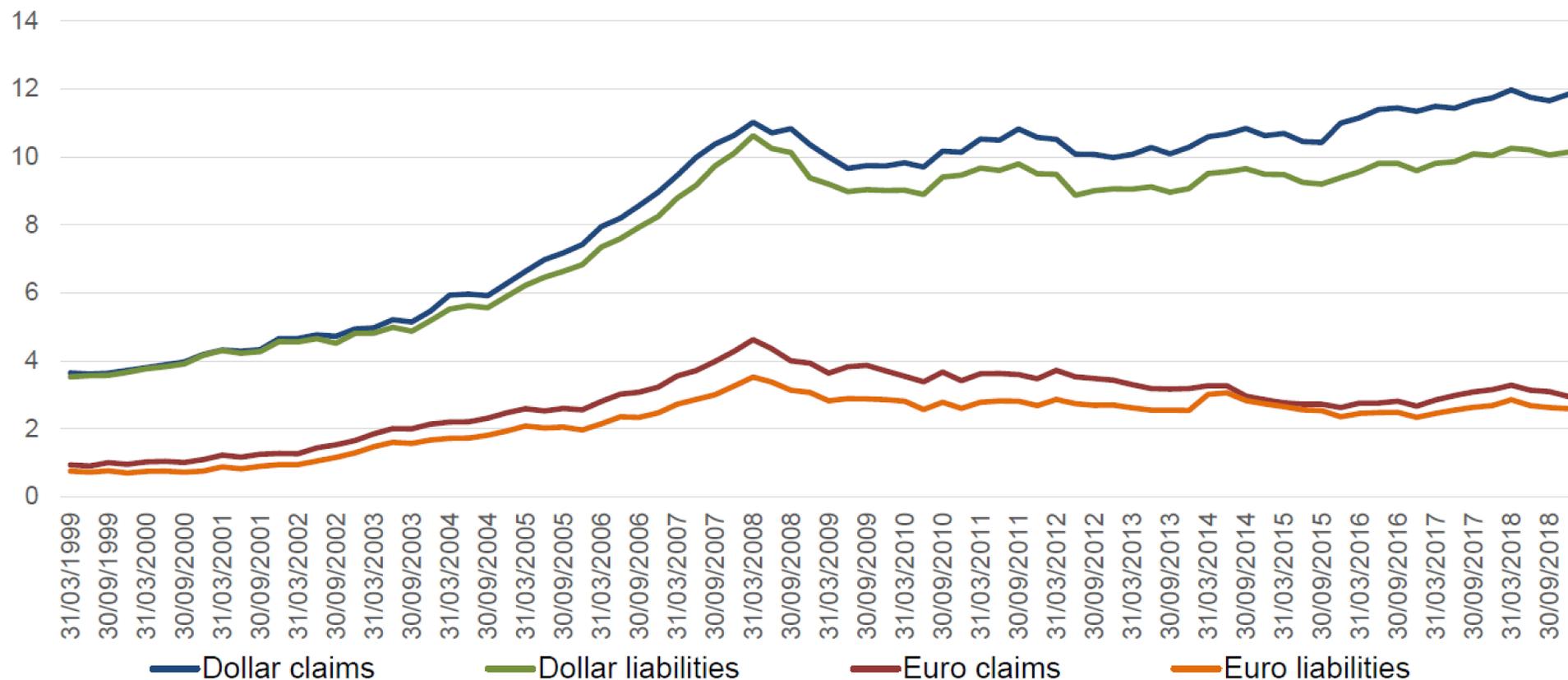
- Outside of major industrial countries, many countries face imports priced in dollars and invoice their exports in dollars.
- A dollar appreciation raises import prices
- But it does not make exports more competitive (though each unit sold is more profitable in domestic-currency terms)
- On the other hand, exports are less competitive against countries that price in non-dollars or domestic goods
- This part is contractionary
- Boz, Gopinath, and Plagborg-Møller(2017): empirically, a U.S. dollar appreciation leads within a year to a contraction in the volume of global trade between other countries, even conditional on the world business cycle

U.S. policy and the global financial cycle

- A distinctively powerful impact on financial conditions in the outside world
 - dollar's financial dominance, its vehicle currency role, and the safety and liquidity of dollar assets are all inter-related and mutually reinforcing
 - a global financial cycle in asset prices, bank leverage, and cross-border dollar lending
- U.S. monetary policy and dollar exchange rate changes can work through both the supply and demand for offshore credit
- For borrowers with dollar liabilities, a dollar depreciation can enhance net worth, easing informational frictions that impede the flow of credit
- Changes in borrowers' financial strength also affects banks' willingness to lend through a risk-taking channel
- A powerful multiplier amplifying U.S. monetary shocks globally, on top of any effects related to dollar invoicing

Dollar dominance in international banking

Cross-Border Dollar and Euro Bank Positions
(USD trillions, all BIS reporting banks)



Source: BIS Locational Banking Statistics

Financial stability implications

- U.S. monetary accommodation can also have financial stability implications, especially for EMDEs
- The macro-prudential tools countries deploy increasingly to handle such effects are imperfect
- Dollar funding has an implication for Federal Reserve balance-sheet policy: only the Fed can act as a true global LOLR in dollars
- In a new global crisis, politically-motivated constraints on swaps, so useful during the global crisis, would be damaging

Unconventional Monetary Policy

- Conventional monetary policy
 - short-term interest rates
 - tend to lower yields at all horizons, raise equity and real estate values through discounting, and strengthen balance sheets
 - zero lower bound
- UMPs
 - medium- and long-term rates
 - credit in specific markets

Unconventional Monetary Policy

- Large-scale purchases of financial assets (quantitative easing)
 - long term interest rates and other asset prices
- Forward guidance
 - long term interest rates and other asset prices
- Conditional bank lending programs
 - incentives for banks to lend to the nonfinancial sector
- Negative interest rates
 - on deposits with the central bank (i.e., reserves) or even a negative interest rate on borrowing

U.S. Quantitative Easing

● QE1

- buy mortgage-backed securities (MBS) and debt issued by the government-sponsored enterprises (GSEs)
- increased purchases of MBS and, for the first time, large-scale purchases of US Treasury securities
- Asset purchases under QE1 totaled about \$1.725 trillion (Bhattarai and Neely 2016).

● QE2

- \$600 billion in additional Treasuries purchases

● the Maturity Extension Program

- lengthen the average maturity

● QE3

- an open-ended program that committed the Fed to buying both Treasury securities and MBS until the outlook for the labor market had improved “substantially.”
- Total net asset purchases by that point were about \$3.8 trillion, approximately 22 percent of 2014 GDP
- between 2007 and late 2014 the average duration of the Fed’s portfolio increased from 1.6 years to 6.9 years (Engen, Laubach, and Reifschneider 2015).

Response to COVID-19

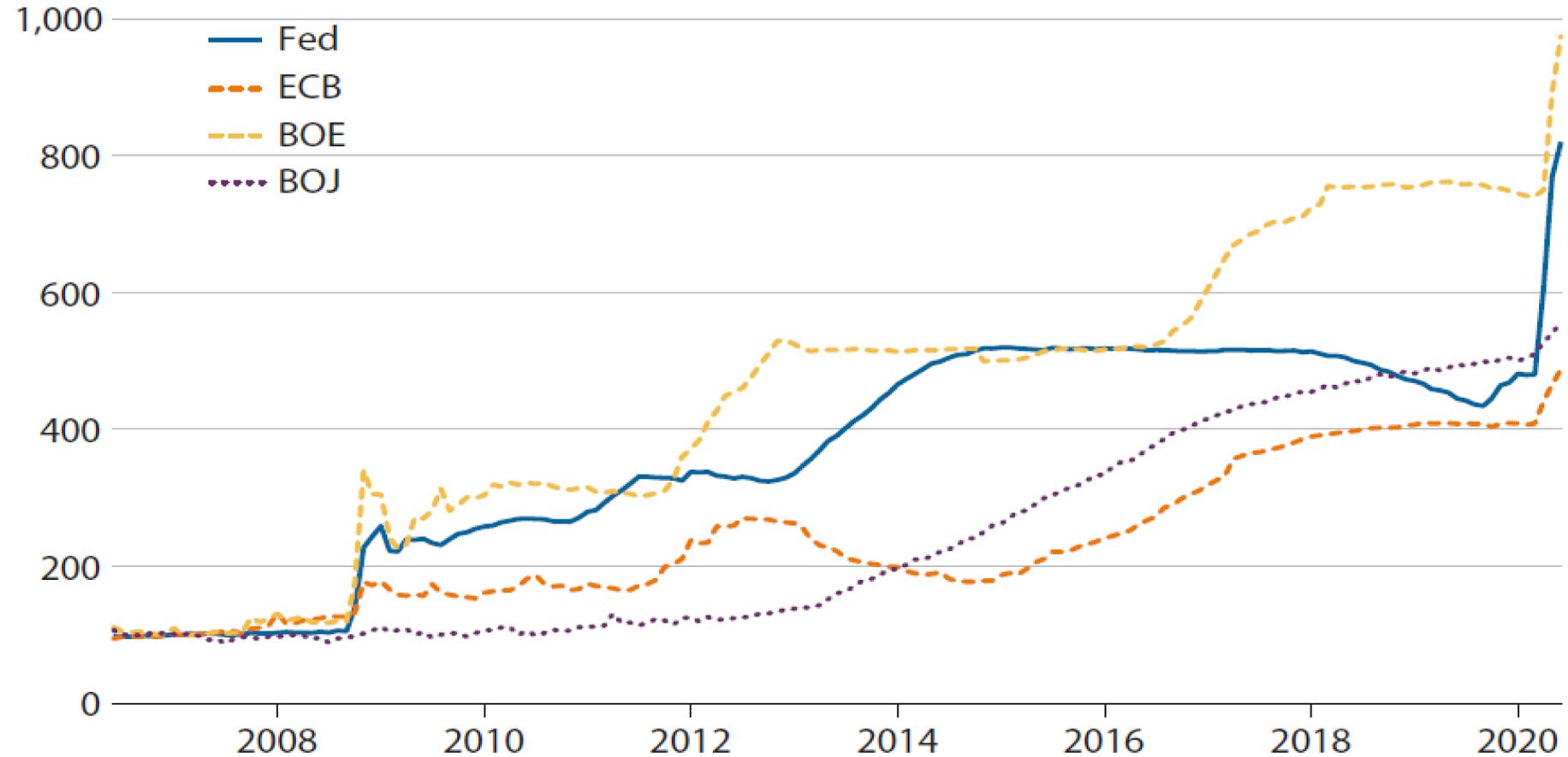
Program	Abbreviation	Targeted sector	Description	Capacity (\$)	Initial announcement date (in 2020)
Primary Dealer Credit Facility*	PDCF	Primary dealers	Offers term funding to primary dealers with maturities up to 90 days at the discount rate. A broader range of securities are eligible as collateral than are eligible for open market repo operations.	—	March 17
Paycheck Protection Program Liquidity Facility	PPPLF	Small and medium-sized enterprises (SMEs)	Extends loans at 35 basis points to PPP lenders, taking the PPP loans as collateral at face value.	Limited by PPP size	April 6
Main Street Lending Program	MSLP	SMEs and nonprofits	Offers loans to SMEs at LIBOR plus 3 percent. Loans have a 5-year maturity, and interest and principal payments are deferred for 1 and 2 years, respectively. New-loan facilities allow lenders to originate new loans while keeping a 5 percent stake. An existing-loan facility allows lenders to increase the size of existing loans. \$75 billion of support from Treasury's Exchange Stabilization Fund (ESF). Also includes facilities designed to lend to nonprofit organizations.	Up to \$600 billion	March 23
Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*	MMLF	Money market mutual funds	Offers loans to institutions to buy assets that money market mutual funds are selling at rates between the discount rate and the discount rate plus 100 basis points. \$10 billion of support from Treasury's ESF.	—	March 18
Term Asset-Backed Securities Loan Facility*	TALF	Asset-backed securities	Offers loans with 3-year maturity to issuers of highly rated asset-backed securities backed by consumer and small-business loans. \$10 billion of support from Treasury's ESF.	Up to \$100 billion	March 23
Primary/Secondary Market Corporate Credit Facilities	PMCCF, SMCCF	Corporate debt	PMCCF: Purchases certain new bond and syndicated loan issuances. SMCCF: Purchases certain outstanding corporate bonds, ETFs investing in corporate bonds, and broad market index corporate bond portfolios. \$75 billion of support from Treasury's ESF.	Up to \$750 billion	March 23
Municipal Liquidity Facility	MLF	Municipal debt	Purchases short-term notes with maturities less than 3 years issued by U.S. states, large cities and counties, and other designated bond-issuing political entities. \$35 billion of support from Treasury's ESF.	Up to \$500 billion	April 9
Commercial Paper Funding Facility*	CPFF	Commercial paper	Purchases 3-month unsecured and asset-backed U.S. commercial paper. \$10 billion of support from Treasury's ESF.	—	March 17
Central bank USD liquidity swap lines*	—	USD liquidity	The Fed, in coordination with the BOE, BOJ, ECB, Bank of Canada, and Swiss National Bank, cuts pricing on standing USD liquidity swaps by 25 basis points. The foreign central banks with regular USD liquidity operations also agreed to increase the frequency of 7-day operations and offer USD with an 84-day maturity weekly. The Fed extended swap lines to 9 more central banks, with \$30-\$60 billion limits per country.	—	March 15
Foreign and International Monetary Authorities Repo Facility	FIMA Repo Facility	Foreign and international monetary authorities (FIMA)	Repo facility for FIMA, open to most FIMA account holders, to easily borrow USD at 25 basis points over the interest on excess reserves rate. Facility to run 6+ months.	—	March 31
Discount window*	—	Banks	Lowers discount rate by 150 basis points, to 0.25 percent, for loans up to 90 days.	—	March 15
Repurchase agreements*	—	Repo market	New York Fed program of expanded repurchase agreement operations.	—	March 9
Asset purchases*	—	Treasuries, agency mortgage-backed securities (MBS)	Open-ended asset purchase program of Treasuries and agency MBS. Originally announced to be at least \$500 billion in Treasuries and \$200 billion in agency MBS before the open-ended announcement.	—	March 15

NOTE: Items with asterisks are similar to analogous programs used to provide support during the GFC of 2007-09 or prior to 2020.

SOURCE: Board of Governors, IHS Markit, and Federal Reserve Bank of New York.

A. Central bank assets, 2006-20

Index, January 2007 = 100

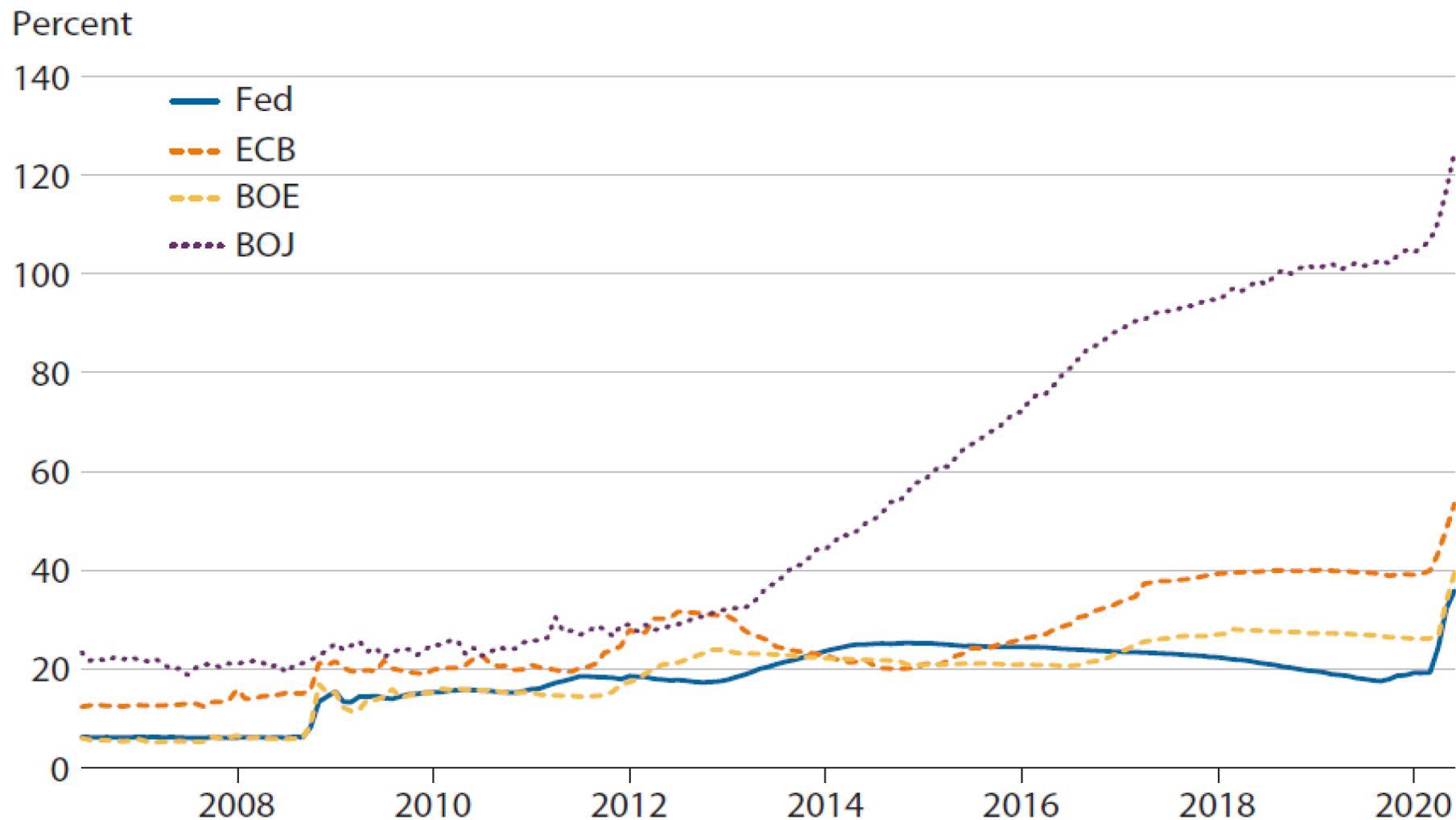


Source: Neely and Emmons(2020)



Central Bank Assets

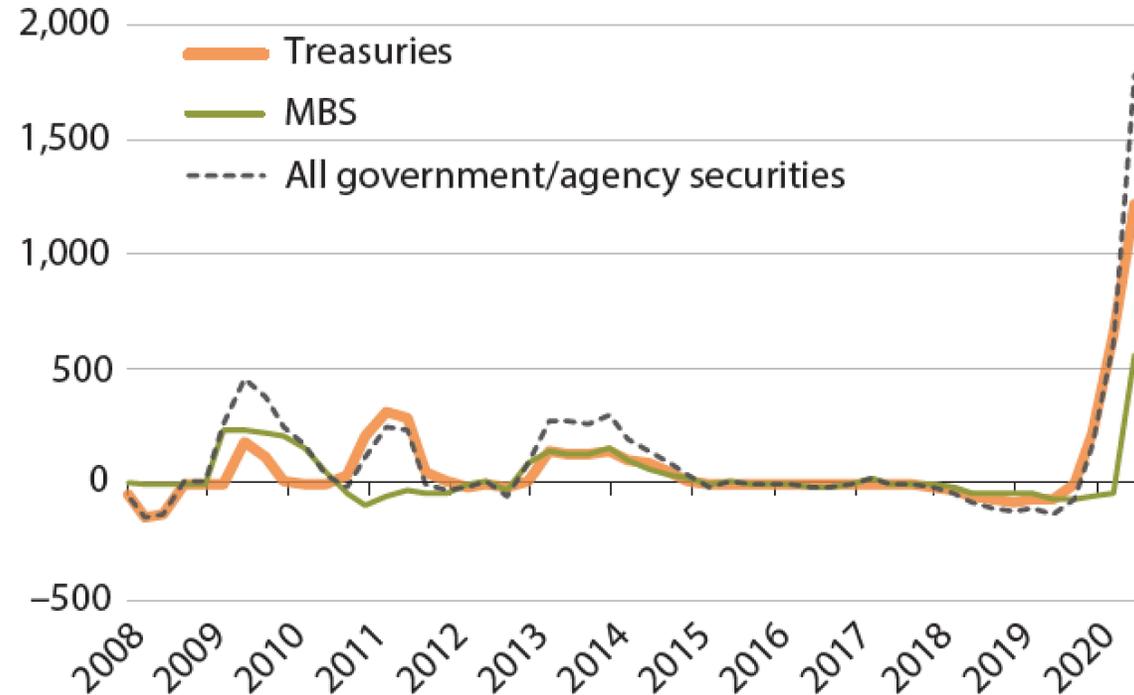
B. Central bank assets as percentage of GDP, 2006-20



Source: Neely and Emmons(2020)

- Fast compared with past episodes
 - Fed purchases of Treasuries peaked at \$75 billion per day in late March, far outstripping the peak pace of \$120 billion per month during 2007-08 crisis

Quarterly change in holdings, \$ billions



Source: Neely and Emmons(2020)



Effect on Financial Conditions

Effect on Financial Conditions

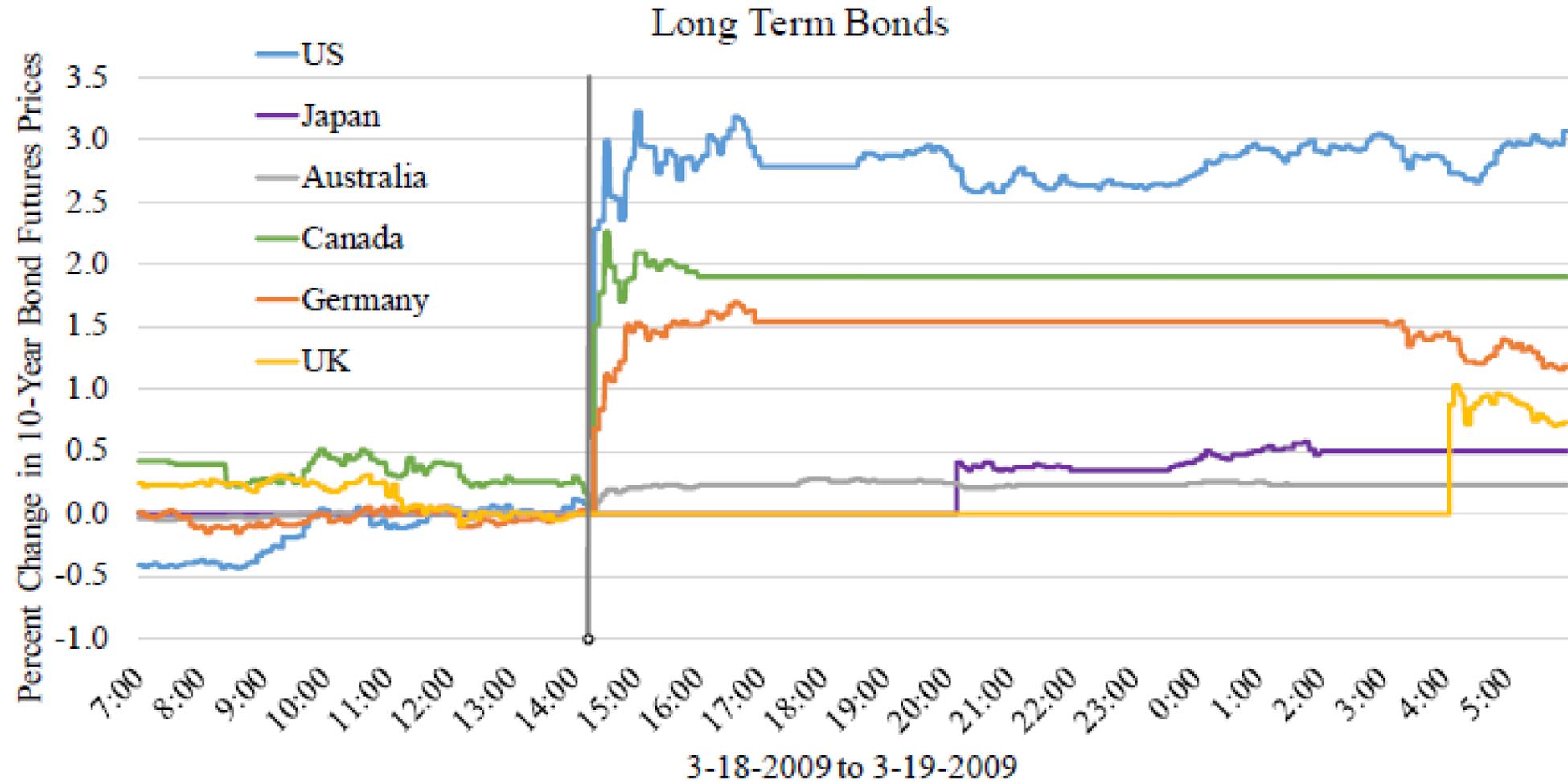
- UMP effects on financial markets depend on the type of policy, details of program execution and economic conditions
 - The Fed's choice of assets to purchase (i.e., Treasuries vs. mortgage-backed securities (MBS)) differentially affected bank lending and mortgage rates.
 - Policy effects are also state dependent.
 - For example, the initial Fed asset purchases influenced international portfolio flows differently than did similar later policies.

- Event studies clearly show that the Fed large-scale asset purchase (LSAP) announcements in 2008-2009 substantially reduced U.S. long-term yields for a variety of bonds (see Gagnon et al. 2011; Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen 2011).
- The 10-year Treasury yield fell by 91 b.p. over the baseline event set and 55 b.p. over the “all event” set.

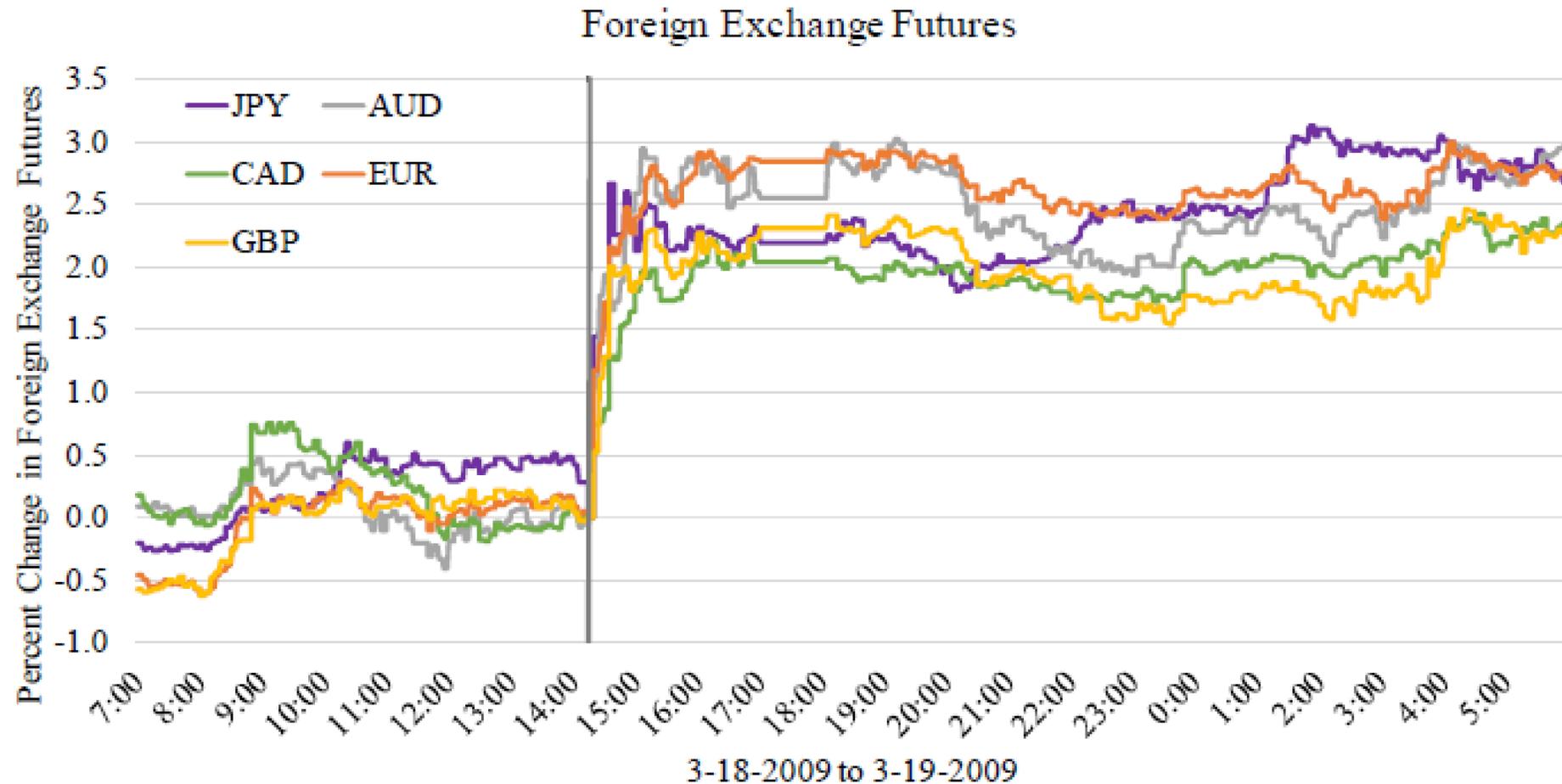
Date	Event	Two-Year U.S. Treasury	Ten-Year U.S. Treasury	Ten-Year Agency	Agency MBS ^b	Ten-Year Term Premium	Ten-Year Swap	Baa Index
11/25/2008 ^a	Initial LSAP Announcement	-2	-22	-58	-44	-17	-29	-18
12/1/2008 ^a	Chairman speech	-8	-19	-39	-15	-17	-17	-12
12/16/2008 ^a	FOMC statement	-9	-26	-29	-37	-12	-32	-11
1/28/2009 ^a	FOMC statement	10	14	14	11	9	14	2
3/18/2009 ^a	FOMC statement	-22	-47	-52	-31	-40	-39	-29
4/29/2009	FOMC statement	1	-1	-1	6	6	8	-3
6/24/2009	FOMC statement	10	6	3	2	4	4	5
8/12/2009 ^a	FOMC statement	-2	5	4	2	3	1	2
9/23/2009 ^a	FOMC statement	1	-3	-3	-1	-1	-5	-4
11/4/2009 ^a	FOMC statement	-2	6	8	1	5	5	3
12/16/2009	FOMC statement	-2	1	0	-1	1	1	-1
1/27/2010	FOMC statement	11	3	4	4	1	3	1
3/16/2010	FOMC statement	-3	-5	-4	-4	-4	-4	-5
1/6/2009	Minutes release	0	-4	3	-17	-1	-9	-14
2/18/2009	Minutes release	9	11	4	6	8	9	16
4/8/2009	Minutes release	2	-4	-7	-9	-4	-6	-6
5/20/2009	Minutes release	-5	-5	-5	-7	-4	-4	-10
7/15/2009	Minutes release	7	13	16	16	10	16	7
9/2/2009	Minutes release	-1	-6	-6	-4	-7	-8	-5
10/14/2009	Minutes release	1	7	10	3	7	7	8
11/24/2009	Minutes release	0	-5	-5	-9	-5	-6	-3
1/6/2010	Minutes release	-2	6	5	4	6	7	-1
2/17/2010	Minutes release	4	7	7	8	6	8	5
Baseline event set		-34	-91	-156	-113	-71	-101	-67
Baseline set + all FOMC		-1	-55	-134	-114	-47	-75	-72
Cumulative change 11/24/08 to 3/31/2010		-19	50	-75	-95	30	28	-489
Std dev of daily changes: 11/24/08 to 3/31/10		5	8	9	10	6	9	7

Effect on International Yields

- Fed QE1 announcements reduced developed country sovereign bond yields by about 40 percent as much as U.S. yields (Neely 2015).

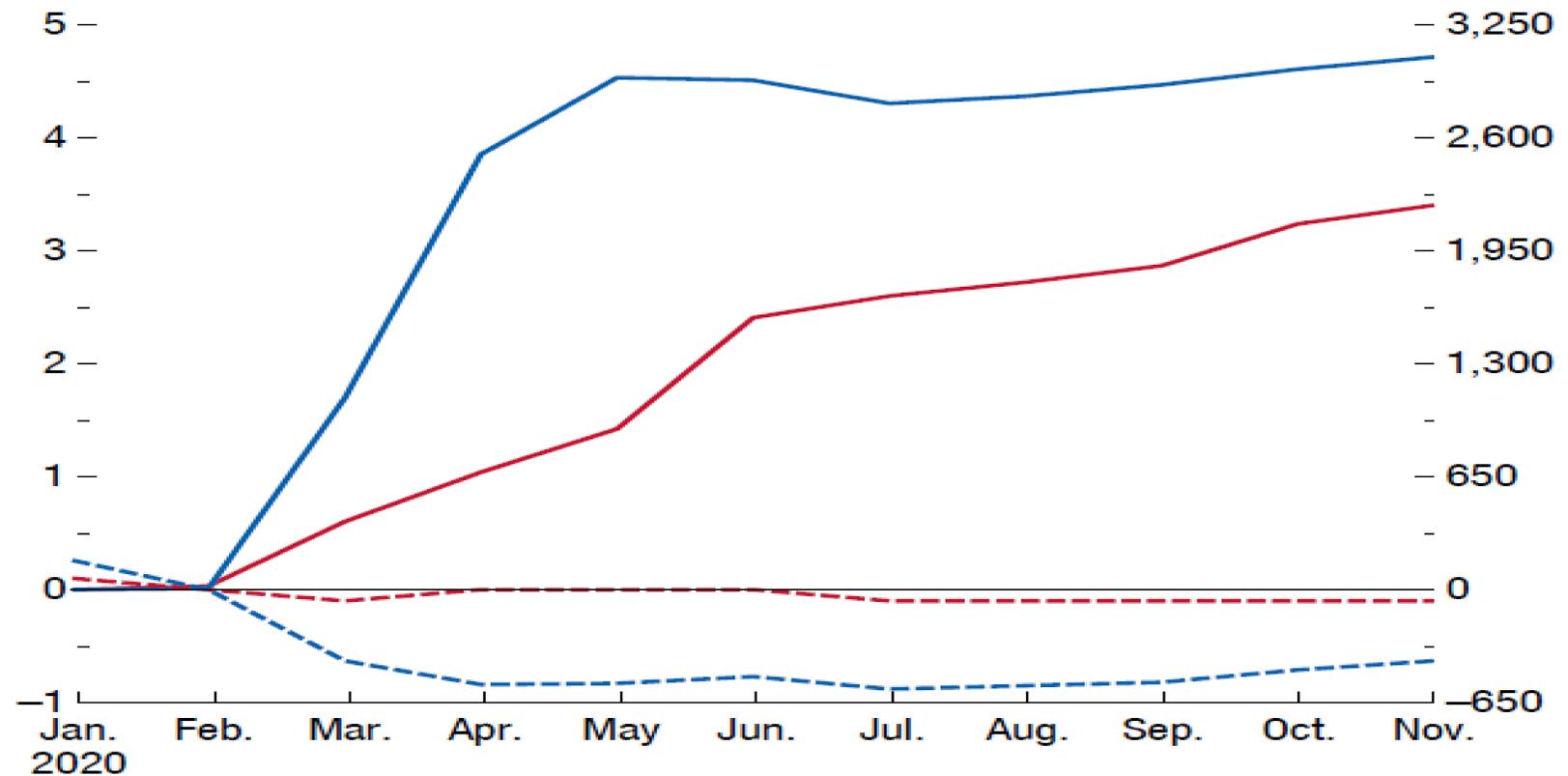


- Fed QE1 announcements reduced the foreign exchange value of the USD by 6 to 10 (Neely 2015; Joyce et al. 2011).



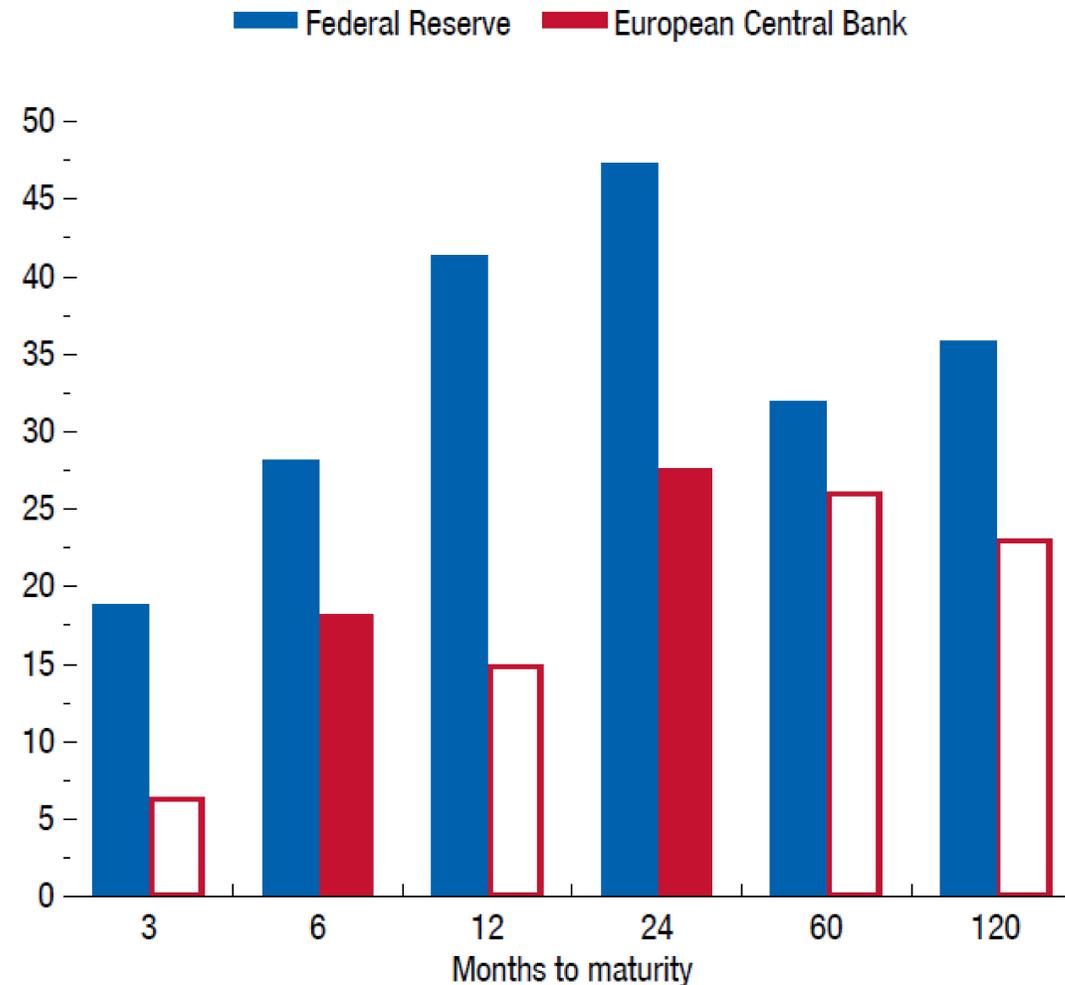
Monetary Policy in Advanced Economies

- United States (10-year government bond yield change)
- Germany (10-year government bond yield change)
- United States (CB assets change, billions of dollars, right scale)
- ECB (CB assets change, billions of euros, right scale)



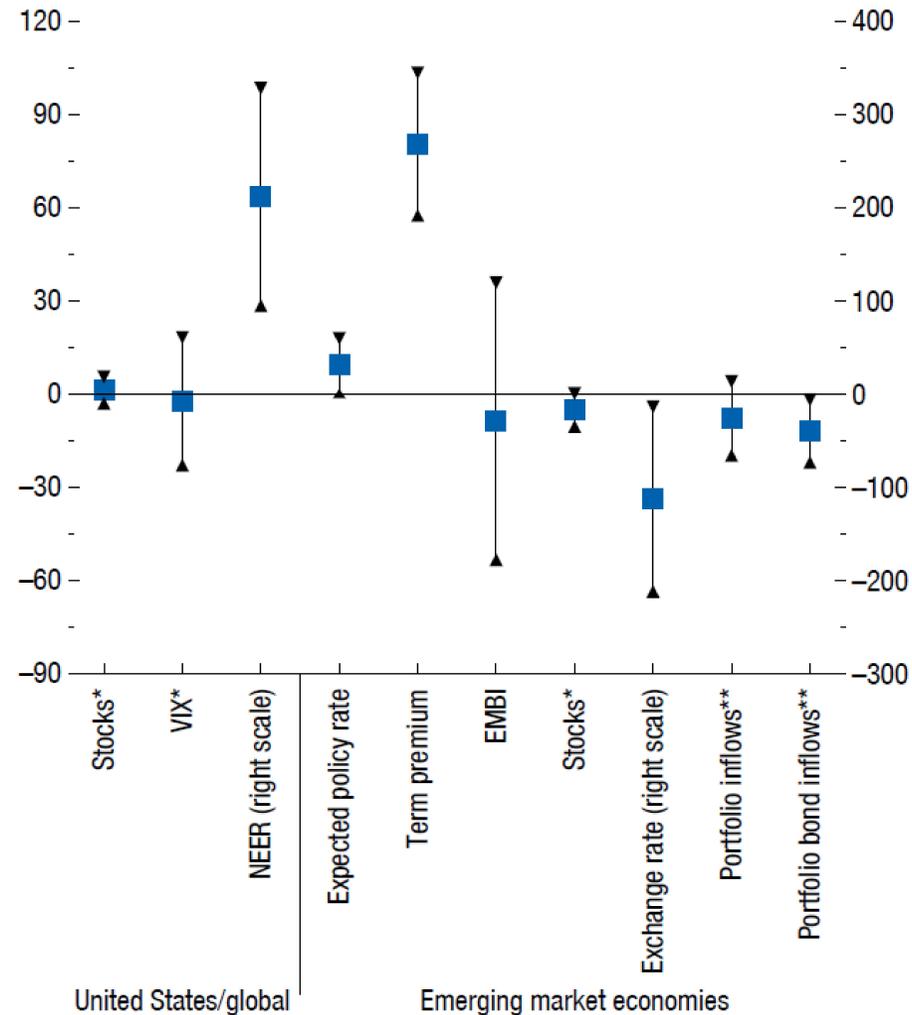
Source: Federal Reserve Bank of St. Louis; and Haver Analytics

- US monetary policy spills over strongly to domestic government bond yields in emerging markets, at all maturities. A surprise tightening of 100 basis points by the Federal Reserve translates into a 47-basis-point increase in two-year government bond yields in emerging markets.
- Euro area monetary policy surprises have smaller effects.



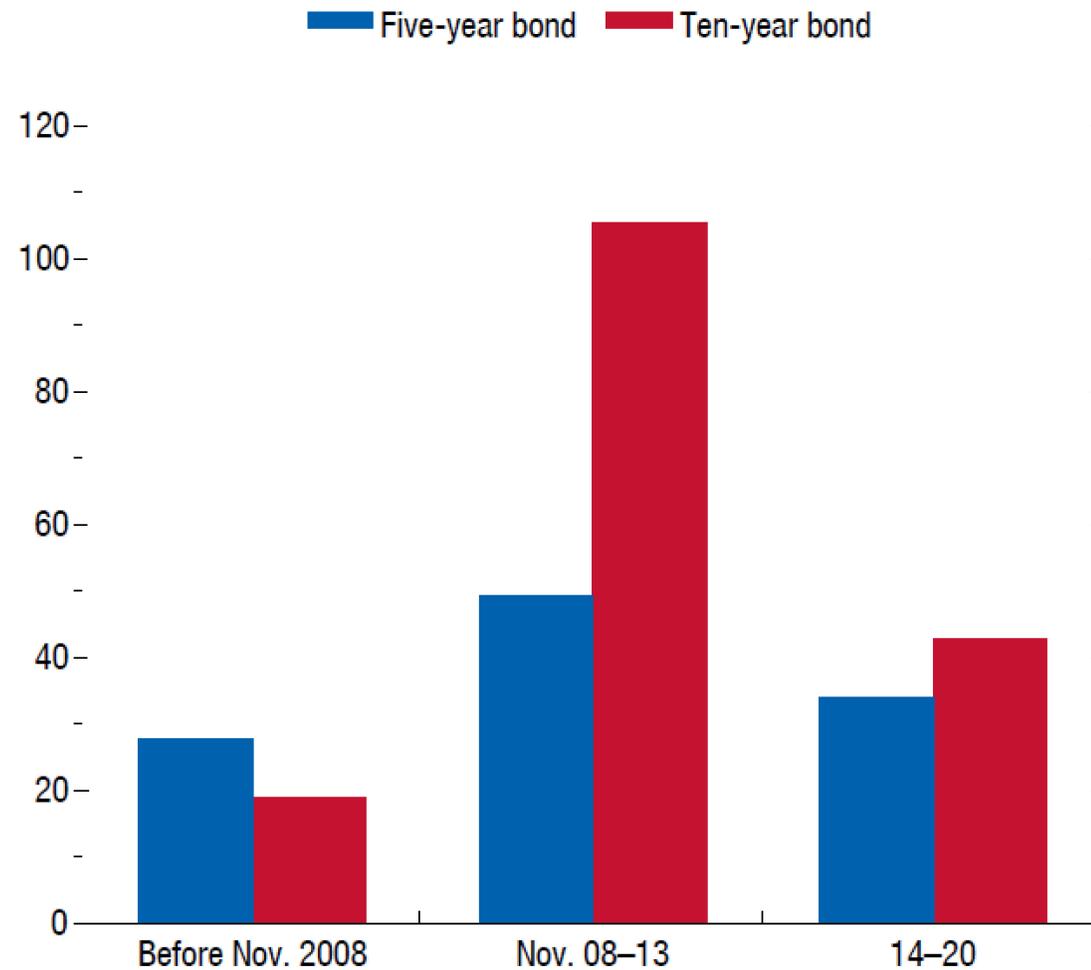
Source: IMF, April 2021

- US monetary policy surprises also have significant effects on exchange rates and capital flows to emerging markets, but the evidence does not show systematic effects on emerging market stock prices or benchmark Emerging Market Bond Index spreads.
- Every 100-basis-point tightening of US monetary policy leads to an immediate 1 percentage point depreciation of emerging market currencies vis-à-vis the US dollar and portfolio outflows from emerging markets of 7 basis points of annual GDP



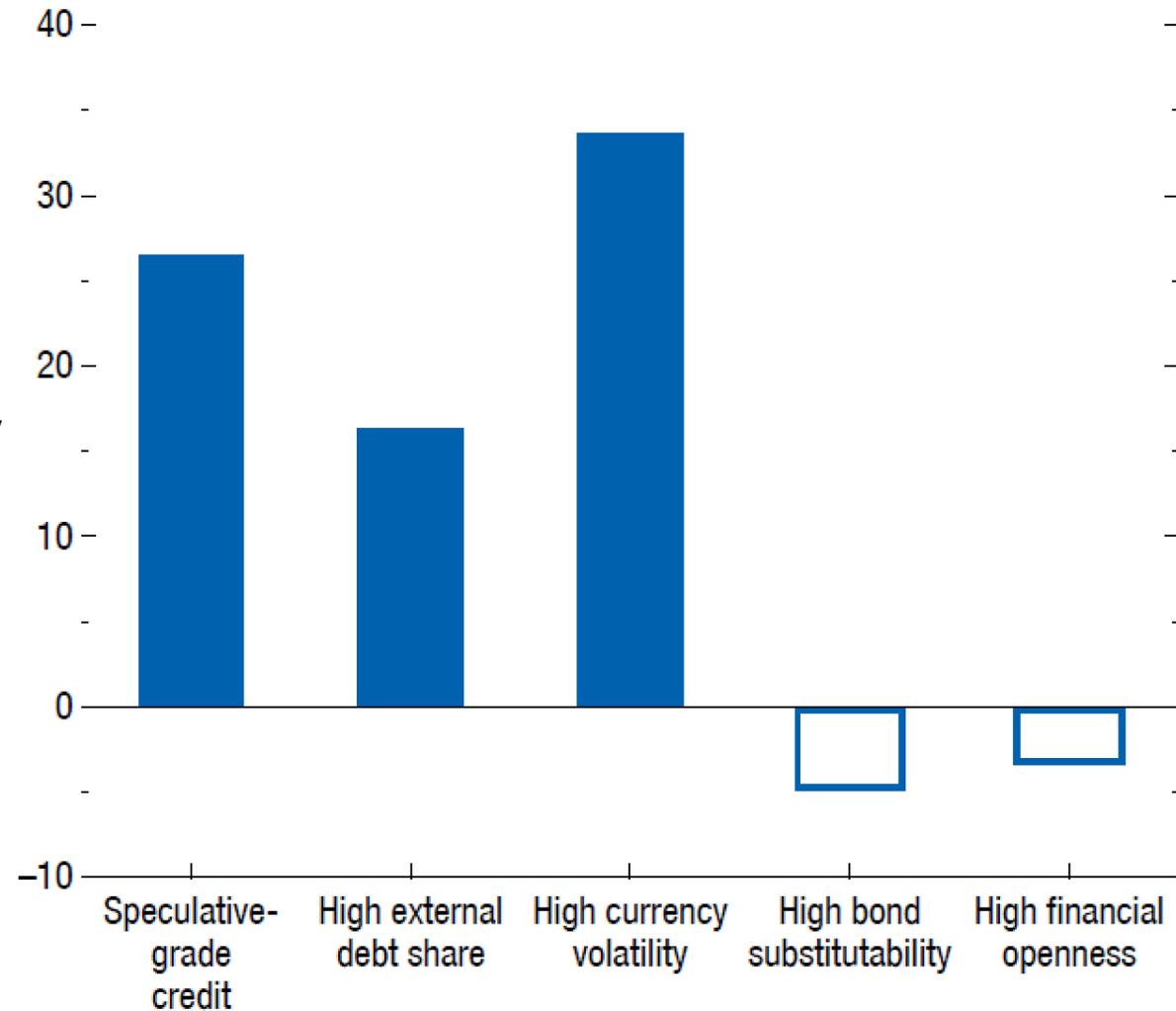
Source: IMF, April 2021

- Time Variation in the Sensitivity of Emerging Market Yields to US Monetary Policy Surprises



Source: IMF, April 2021

- Significant heterogeneity in the way financial conditions in emerging markets react to monetary policy changes in advanced economies



Source: IMF, April 2021



Macro Effect of Asset Purchases

International Commodity Prices

- Driven by supply and demand factors:
 - Demand revival after COVID-19.
 - COVID-19 affects supply.
- Quantitative easing policy in developed countries leads to liquidity easing.
- Capital Speculation
- Question: what is the role of US monetary policy?
- Main conclusion: compared with interest rate reduction, US quantitative easing policy has played a more important role in promoting the rise of international commodity prices.

International Commodity Prices

● Main Variables

- CRB metals, food, industrial raw materials indexes
- CBOT soybean, corn, wheat price indexes
- LME copper and aluminum price indexes
- WTI crude oil price index
- China soybean, corn, wheat, copper, aluminum, crude oil futures
- China's money supply, Pledged Repo Interest Rate of inter-bank bonds, China's total industrial output value
- Us money supply, US federal funds rate, US total industrial output value

● Adjustment

- Monthly
- Seasonality

Variance Decomposition of International Commodity Prices

International copper market

Date	International copper price	Us money supply	China's money supply	US interest rate	China interest rate	US industrial output value	China's industrial output value
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.197109	98.29073	0.001726	6.08E-05	2.40E-05	1.510280	7.17E-05
3	0.508163	97.99897	0.001846	0.000112	1.25E-05	1.490879	1.61E-05
4	0.501300	98.00539	0.001837	9.88E-05	1.06E-05	1.491346	1.62E-05
5	0.501389	98.00531	0.001838	9.91E-05	1.07E-05	1.491341	1.63E-05
6	0.501388	98.00531	0.001838	9.91E-05	1.07E-05	1.491341	1.62E-05
7	0.501388	98.00531	0.001838	9.91E-05	1.07E-05	1.491341	1.62E-05
8	0.501388	98.00531	0.001838	9.91E-05	1.07E-05	1.491341	1.62E-05
9	0.501388	98.00531	0.001838	9.91E-05	1.07E-05	1.491341	1.62E-05
10	0.501388	98.00531	0.001838	9.91E-05	1.07E-05	1.491341	1.62E-05

Variance Decomposition of International Commodity Prices

International aluminum market

Date	International aluminum price	Us money supply	China's money supply	US interest rate	China interest rate	US industrial output value	China's industrial output value
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	11.64957	86.56596	0.000762	0.009161	0.008052	1.754410	0.012090
3	0.326726	98.14200	0.002143	0.000205	4.51E-05	1.528865	2.01E-05
4	0.243545	98.21281	0.001850	9.37E-05	7.05E-06	1.541694	1.20E-07
5	0.244610	98.21194	0.001857	9.57E-05	7.51E-06	1.541494	1.68E-07
6	0.244598	98.21195	0.001856	9.57E-05	7.51E-06	1.541497	1.68E-07
7	0.244598	98.21195	0.001856	9.57E-05	7.51E-06	1.541497	1.68E-07
8	0.244598	98.21195	0.001856	9.57E-05	7.51E-06	1.541497	1.68E-07
9	0.244598	98.21195	0.001856	9.57E-05	7.51E-06	1.541497	1.68E-07
10	0.244598	98.21195	0.001856	9.57E-05	7.51E-06	1.541497	1.68E-07

Variance Decomposition of International Commodity Prices

CRB metal price index

Date	International metal price index	Us money supply	China's money supply	US interest rate	China interest rate	US industrial output value	China's industrial output value
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.049787	98.15887	0.003191	1.57E-06	0.000212	1.787939	3.56E-09
3	0.545674	97.65920	0.001869	9.19E-05	9.13E-06	1.793142	1.33E-05
4	0.530380	97.67488	0.001885	8.71E-05	5.75E-06	1.792749	1.27E-05
5	0.530554	97.67470	0.001885	8.72E-05	5.81E-06	1.792758	1.27E-05
6	0.530552	97.67470	0.001885	8.72E-05	5.81E-06	1.792758	1.27E-05
7	0.530553	97.67470	0.001885	8.72E-05	5.81E-06	1.792758	1.27E-05
8	0.530553	97.67470	0.001885	8.72E-05	5.81E-06	1.792758	1.27E-05
9	0.530553	97.67470	0.001885	8.72E-05	5.81E-06	1.792758	1.27E-05
10	0.530553	97.67470	0.001885	8.72E-05	5.81E-06	1.792758	1.27E-05

Variance Decomposition of International Commodity Prices

International crude oil market

Date	International petroleum price	Us money supply	China's money supply	US interest rate	China interest rate	US industrial output value	China's industrial output value
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.248862	98.72061	0.000619	0.000323	0.000177	1.029280	0.000132
3	1.124630	97.89991	0.001856	0.000152	5.84E-06	0.973439	3.60E-06
4	1.102296	97.92055	0.001793	0.000127	3.24E-06	0.975228	4.61E-06
5	1.102592	97.92028	0.001794	0.000128	3.29E-06	0.975194	4.60E-06
6	1.102589	97.92029	0.001794	0.000128	3.29E-06	0.975195	4.60E-06
7	1.102589	97.92029	0.001794	0.000128	3.29E-06	0.975195	4.60E-06
8	1.102589	97.92029	0.001794	0.000128	3.29E-06	0.975195	4.60E-06
9	1.102589	97.92029	0.001794	0.000128	3.29E-06	0.975195	4.60E-06
10	1.102589	97.92029	0.001794	0.000128	3.29E-06	0.975195	4.60E-06

Variance Decomposition of International Commodity Prices

CRB industrial raw material price index

Date	International raw material price index	Us money supply	China's money supply	US interest rate	China interest rate	US industrial output value	China's industrial output value
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.886225	96.94911	0.004005	0.000405	0.000266	1.159748	0.000245
3	0.499998	98.27398	0.001992	7.99E-05	2.91E-06	1.223944	5.67E-08
4	0.515965	98.25964	0.002036	8.66E-05	5.10E-06	1.222265	4.42E-07
5	0.515759	98.25982	0.002035	8.65E-05	5.05E-06	1.222293	4.32E-07
6	0.515761	98.25982	0.002035	8.65E-05	5.05E-06	1.222293	4.33E-07
7	0.515761	98.25982	0.002035	8.65E-05	5.05E-06	1.222293	4.33E-07
8	0.515761	98.25982	0.002035	8.65E-05	5.05E-06	1.222293	4.33E-07
9	0.515761	98.25982	0.002035	8.65E-05	5.05E-06	1.222293	4.33E-07
10	0.515761	98.25982	0.002035	8.65E-05	5.05E-06	1.222293	4.33E-07

Variance Decomposition of International Commodity Prices

International soybean market

Date	International soybean price	Us money supply	China's money supply	US interest rate	China interest rate	US industrial output value	China's industrial output value
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	8.587134	89.95105	0.002479	0.002472	0.011576	1.441368	0.003925
3	0.005362	98.39585	0.001944	0.000107	8.75E-05	1.596639	6.82E-06
4	0.014942	98.38638	0.001918	0.000115	1.95E-05	1.596629	8.27E-08
5	0.014755	98.38655	0.001919	0.000116	2.05E-05	1.596644	4.95E-08
6	0.014758	98.38654	0.001919	0.000115	2.05E-05	1.596643	4.99E-08
7	0.014758	98.38654	0.001919	0.000115	2.05E-05	1.596643	4.99E-08
8	0.014758	98.38654	0.001919	0.000115	2.05E-05	1.596643	4.99E-08
9	0.014758	98.38654	0.001919	0.000115	2.05E-05	1.596643	4.99E-08
10	0.014758	98.38654	0.001919	0.000115	2.05E-05	1.596643	4.99E-08

Variance Decomposition of International Commodity Prices

International corn market

Date	International corn price	Us money supply	China's money supply	US interest rate	China interest rate	US industrial output value	China's industrial output value
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.878005	96.68817	0.004572	0.000241	0.001308	1.427103	0.000598
3	0.168505	98.35039	0.001746	0.000111	1.92E-06	1.479242	2.27E-07
4	0.183493	98.33686	0.001825	0.000117	6.52E-06	1.477700	5.49E-07
5	0.183274	98.33704	0.001823	0.000117	6.41E-06	1.477735	5.07E-07
6	0.183277	98.33704	0.001823	0.000117	6.41E-06	1.477735	5.08E-07
7	0.183277	98.33704	0.001823	0.000117	6.41E-06	1.477735	5.08E-07
8	0.183277	98.33704	0.001823	0.000117	6.41E-06	1.477735	5.08E-07
9	0.183277	98.33704	0.001823	0.000117	6.41E-06	1.477735	5.08E-07
10	0.183277	98.33704	0.001823	0.000117	6.41E-06	1.477735	5.08E-07

Variance Decomposition of International Commodity Prices

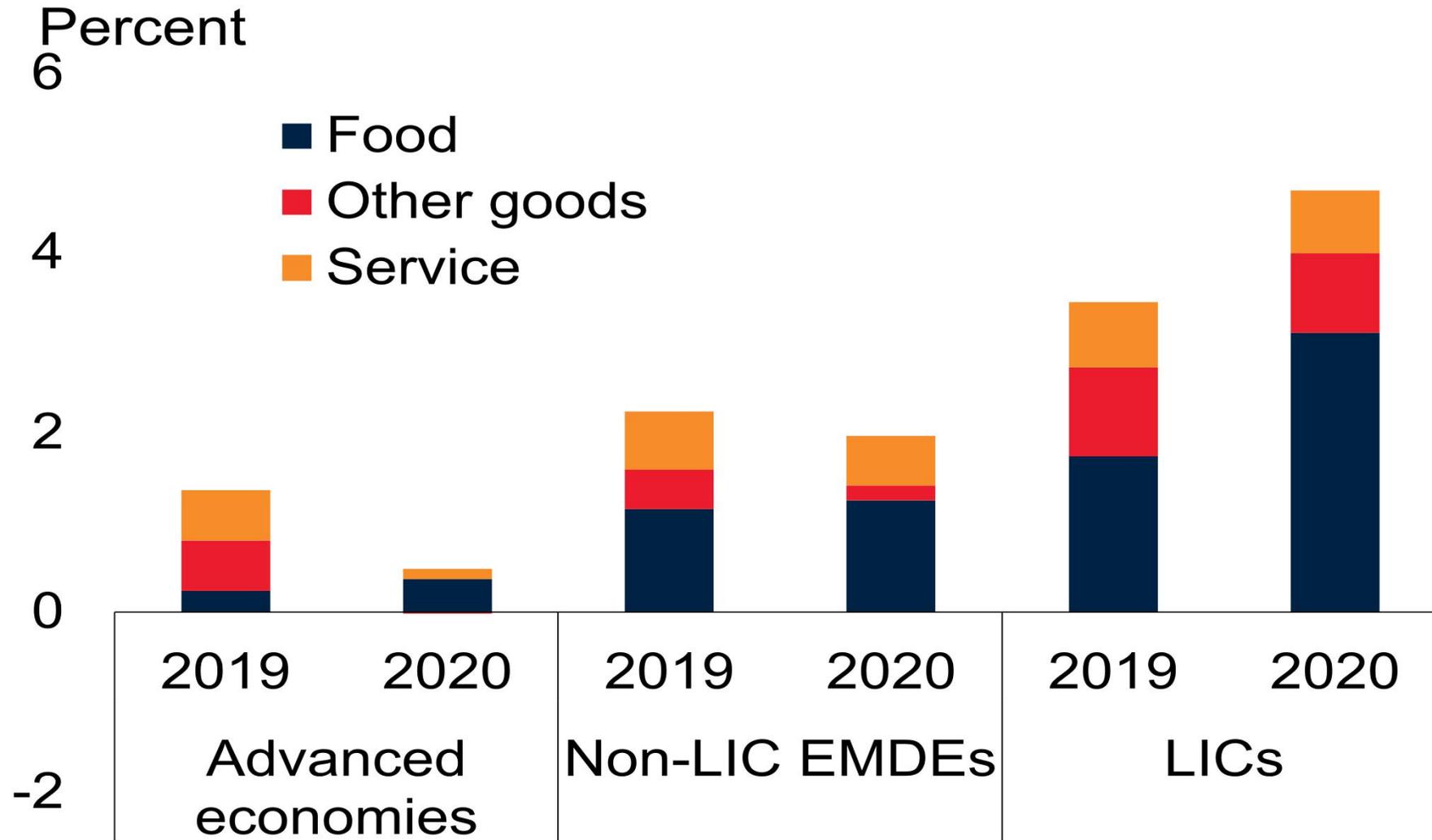
International wheat market

Date	International wheat price	Us money supply	China's money supply	US interest rate	China interest rate	US industrial output value	China's industrial output value
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.163586	95.83024	0.000198	0.000614	0.002525	2.001940	0.000894
3	0.043846	97.88570	0.002046	0.000131	2.87E-05	2.068249	6.69E-08
4	0.052828	97.87770	0.001928	0.000104	1.13E-05	2.067426	7.73E-07
5	0.052708	97.87780	0.001930	0.000104	1.16E-05	2.067441	7.52E-07
6	0.052709	97.87780	0.001930	0.000104	1.16E-05	2.067440	7.52E-07
7	0.052709	97.87780	0.001930	0.000104	1.16E-05	2.067440	7.52E-07
8	0.052709	97.87780	0.001930	0.000104	1.16E-05	2.067440	7.52E-07
9	0.052709	97.87780	0.001930	0.000104	1.16E-05	2.067440	7.52E-07
T0	0.052709	97.87780	0.001930	0.000104	1.16E-05	2.067440	7.52E-07

Variance Decomposition of International Commodity Prices

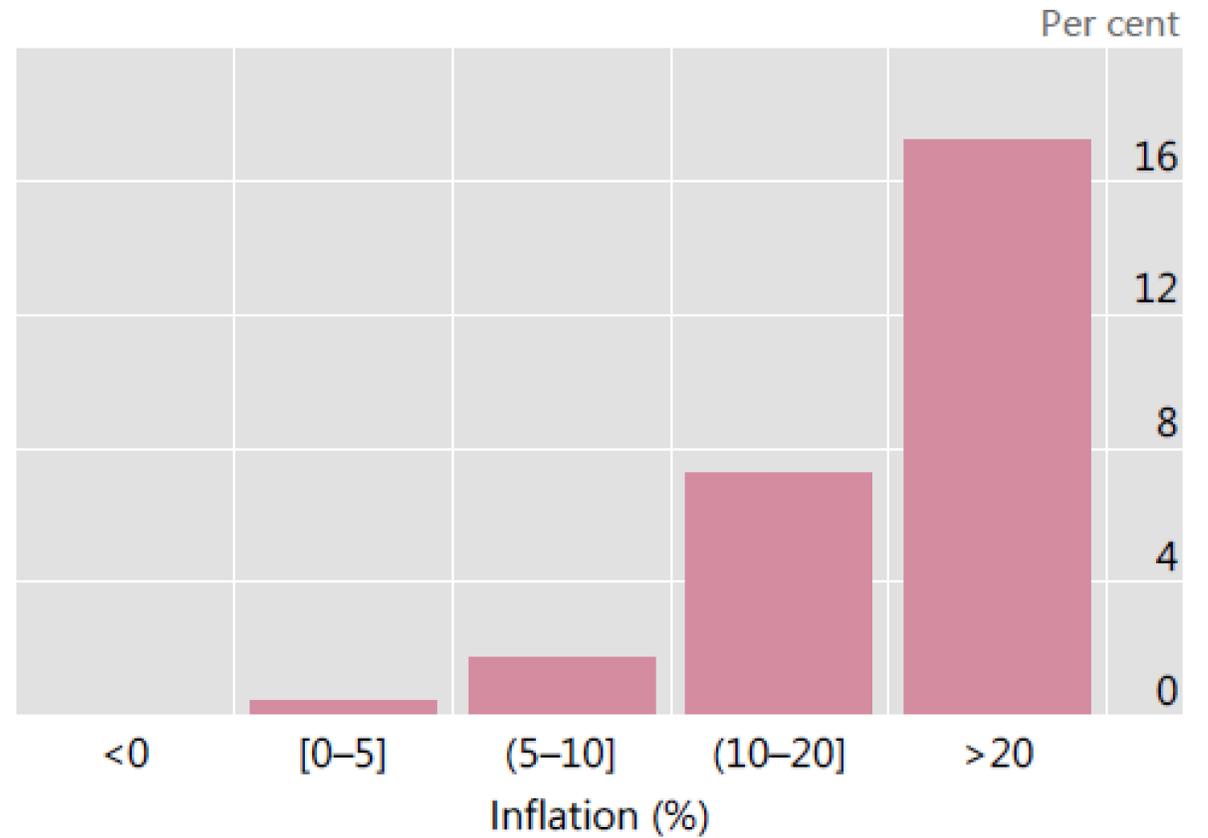
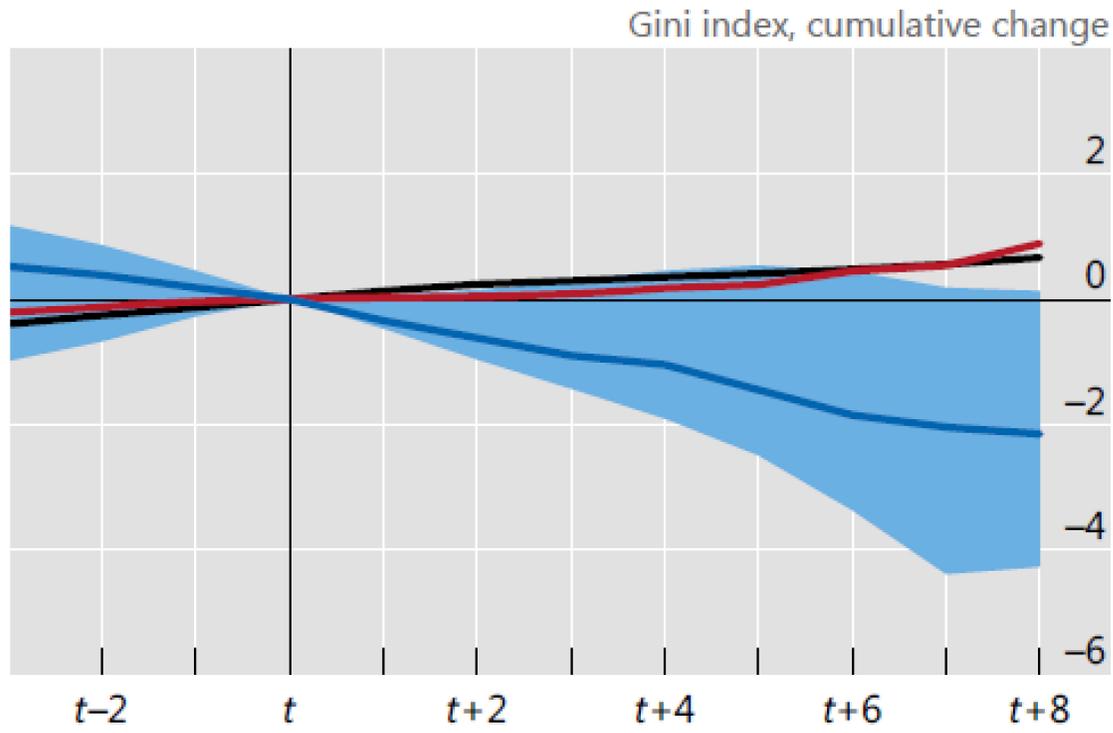
CRB food price index

Date	International food price index	Us money supply	China's money supply	US interest rate	China interest rate	US industrial output value	China's industrial output value
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.711081	94.62467	0.001454	0.000130	0.002726	1.651698	0.008237
3	0.000937	98.30132	0.002655	0.000118	3.51E-05	1.694919	1.87E-05
4	1.42E-06	98.30289	0.002417	9.62E-05	1.88E-05	1.694579	2.05E-06
5	7.34E-07	98.30287	0.002420	9.66E-05	1.90E-05	1.694592	2.19E-06
6	7.39E-07	98.30287	0.002420	9.66E-05	1.90E-05	1.694592	2.19E-06
7	7.39E-07	98.30287	0.002420	9.66E-05	1.90E-05	1.694592	2.19E-06
8	7.39E-07	98.30287	0.002420	9.66E-05	1.90E-05	1.694592	2.19E-06
9	7.39E-07	98.30287	0.002420	9.66E-05	1.90E-05	1.694592	2.19E-06
10	7.39E-07	98.30287	0.002420	9.66E-05	1.90E-05	1.694592	2.19E-06



Source: World Bank, June 2021

Inflation and Inequality



Frequency of yearly real exchange rate depreciation > 20%

Source: BIS, June 2021



Costs and Risks of Asset Purchases

Costs and Risks

- Impairment of Market Functioning
 - absence of two-way trade
 - loss of price discovery
 - there has been only limited evidence of poor market functioning
- Distributional Considerations
 - broadly felt benefits
 - In advanced countries, the distributional effects of expansionary monetary policies are small.
- Capital Losses
 - Cushion
 - the yield curve

Costs and Risks

- Financial Instability
 - The creation of asset bubbles
 - incentivizing “reach for yield” and excessive risk-taking
 - the promotion of excessive leverage or maturity transformation
 - the destabilization of the business models of insurance companies and pension funds
 - “spillover effects” of Fed policies on financial conditions abroad
 - far from a full understanding of the links between monetary policy and financial stability

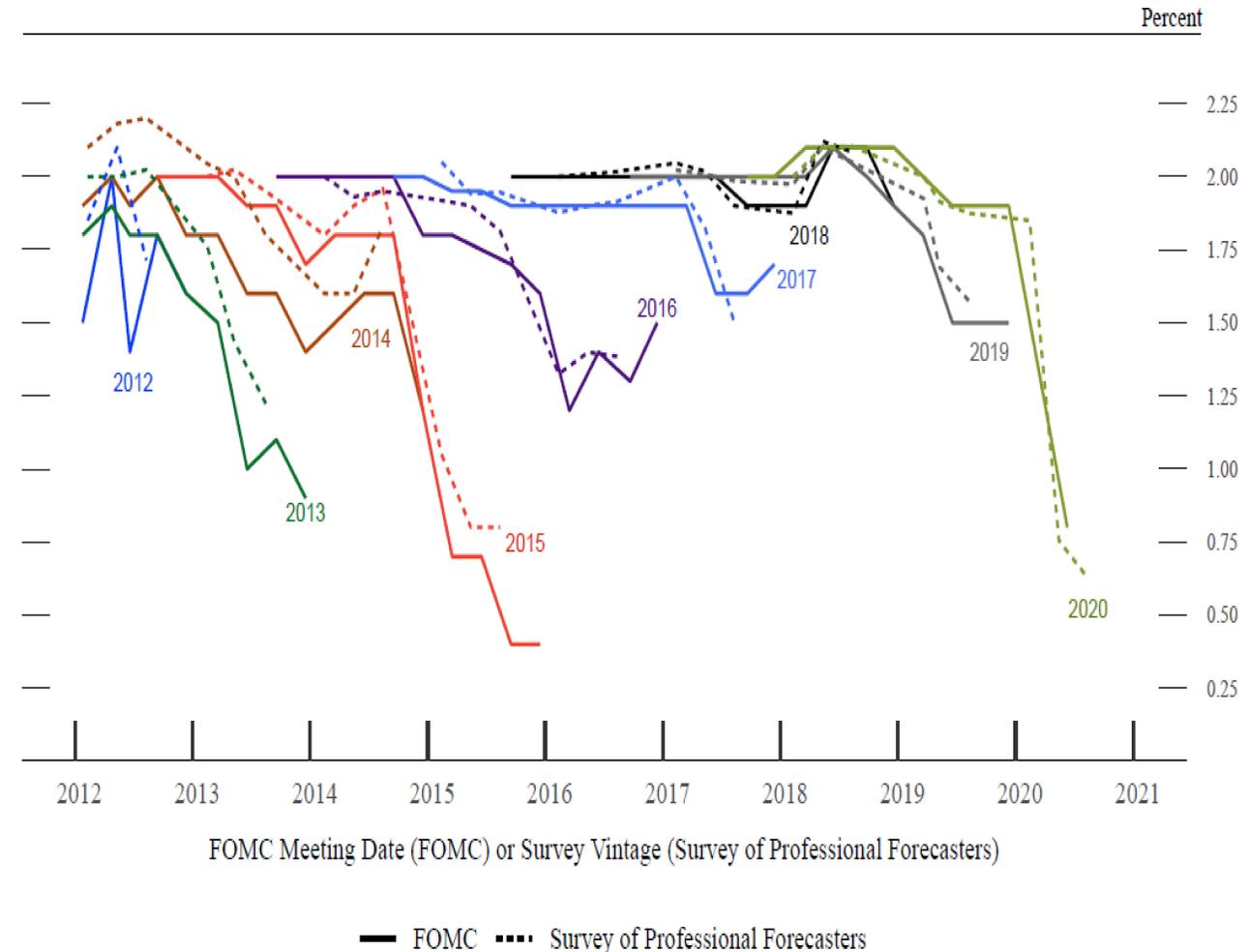
Costs and Risks

- High Inflation

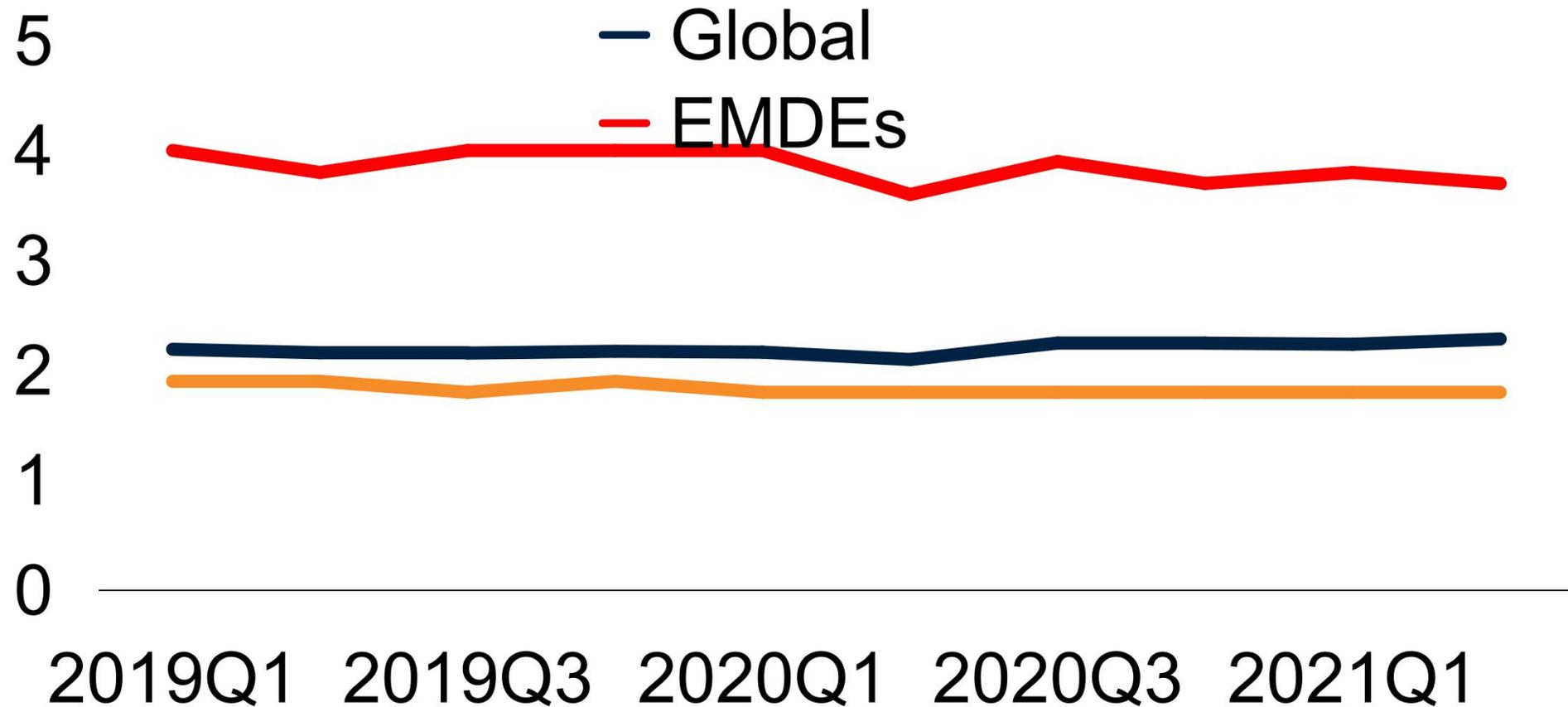
- with short-term interest rates near zero, the demand for bank reserves would be highly elastic and the velocity of base money could be expected to fall sharply
- structural forces (demographic changes, global supply chains)
- stable short-term inflation expectations

Low inflation and weakening of wage transmission pressure

- Due to the long-term downturn of inflation, the current inflation expectation has been lower than the target value for a long time.
- Low inflation is good for residents. It can improve the purchasing power of residents to buy food, fuel, housing and other products, and reduce the burden on families.
- A sustained downturn in inflation will lead to a vicious circle and cause major risks to the economy. The long-term low inflation will lead to the decline of long-term inflation expectation, which will further lower inflation and worsen inflation expectation.
- Inflation expectation is extremely important for the central bank to implement monetary policy. If inflation expectation remains low, interest rates will have to go down, which will make it easier to trigger the effective floor and further restrict policy space.



Inflation expectations: Five year ahead



Costs and Risks

- Managing Exit
 - The communication around ending or reversing growth in the central bank balance sheet can indeed be delicate
 - Demand for reserves



record-high debt

Future

- Record-high debt among emerging market and developing economies (EMDEs)
- Exit slowly
- Communication
 - Measures to strengthen central bank credibility can help anchor inflation expectations

China

- Lower reserve rate



Conclusion

Conclusion

- Much we still need to learn
- An integrated picture of this “elephant” remains elusive
- Asset purchases meaningfully ease financial conditions, even when financial markets are not unusually stressed
- For the most part, it has become evident that the costs and risks attributed to the QE, were overstated.
- The case for adding the new tool to the standard central bank toolkit seems clear.

THANK YOU



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



美国量化宽松政策如何影响全球经济？首期 CMF 中国宏观经济国际专题报告发布

7月21日，中国宏观经济论坛（CMF）首期宏观经济国际研讨会于线上举行。百度APP、网易财经、财经、WIND、证券时报、同花顺财经、中国网等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数近百万人次。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席杨瑞龙主持，聚焦“美国量化宽松政策对全球经济的影响”这一重要议题，联合国贸发会议全球化和发展战略司经济事务官 Jeronim Capaldo，金砖国家新开发银行副行长、首席财务官 Leslie Maasdorp，CMF 联席主席，中诚信集团董事长毛振华，瑞银亚洲经济研究主管、首席经济学家汪涛，摩根士丹利中国首席经济学家邢自强分别做主旨发言。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员于泽代表论坛发布 CMF 中国宏观经济国际专题报告。

报告围绕四方面内容展开：

- 一、美国量化宽松政策背景；
- 二、美国量化宽松政策对各国金融条件的影响；
- 三、美国量化宽松政策对国际宏观环境的影响；
- 四、美国量化宽松政策的成本、风险及对策。

一、美国量化宽松政策背景

报告第一部分梳理了美元在世界经济体系中的特殊地位和重要影响力，并且分析了在这种背景下，美国量化宽松政策具有最大和最特殊的影响。在此之后，通过具体政策及其影响划分了传统的货币政策及非常规货币政策。通过对相关理论和世界经济发展状

况进行总结，并且以时间为轴对美国 2008 年以来历次量化宽松政策和相关影响进行了研究。

首先，美元在国际货币体系中的特殊地位使得其国内货币政策通过国际贸易等多种方式影响到全球经济形势。美元地位的特殊性体现在四个方面：**第一**，目前全球的外汇储备中 66% 是美元；**第二**，以每笔交易包括两种货币，在 200% 的交易总量中 88% 的外汇交易用美元；**第三**，国际贸易中最主要的记账货币是美元；**第四**，美元是国际上最主要的融资货币。美元这种特殊的地位，实际上是相互交织和相互加强的结果。美国的货币政策会影响到美国的汇率，进而影响到国际贸易。并且美元的特殊地位会使得大量的资金追求美元资产的安全性和流动性，这就会导致国际资产价格、银行杠杆率和跨境借贷都以美元为主线产生金融周期。

其次，量化宽松政策也在一定程度上放大了美元的地位。在量化宽松的条件下，美国的货币政策会影响全球金融周期，而金融周期的变化又会对发展中国家的金融稳定造成冲击，由于发展中国家控制金融稳定的工具并不是非常充分，这也使得美国的货币政策波动带来全球性的金融震荡。由于美元是最主要的借贷货币，并且美国的量化宽松的政策会改变美联储的资产负债表，这种情况下会强化美联储最终贷款人的角色，所以这个意义上来说量化宽松政策上会加强美国对于全球经济的影响。

传统的货币政策一般来说更多影响短期利率，通过短期利率进一步影响到所有期限的收益率，并且改善经济体系内各个参与人的资产负债表状况。随着传统货币政策遇到零下限等问题，2008 年金融危机后，世界各国开始普遍采用非常规货币政策。非常规货币政策更多地影响中长期利益，同时部分非常规货币政策也会更加关注某些具体市场的信贷投放。由于金融市场存在分割，所以这种更加关注某个具体金融市场的非常规货币政策可以更好地稳定金融并且服务实体经济。非常规货币政策大致可以分为四类：第一种是**量化宽松**，通过购买大量的资产去影响长期利率和其他的资产价格，进而影响到汇率、对外贸易，并进一步影响到国际金融条件；第二种是**前瞻指引**，前瞻指引往往和资产购买同时使用，目的也在于影响长期利率。第三种经常使用的非常规货币政策为**条件性银行贷款**，主要通过促进商业银行向某一些非金融部门提供贷款，稳定某个金融

市场、服务实体经济；第四种是对中央银行准备金的**负利率**，通过这种方式促进商业银行提供更多的贷款。

美国自 2008 年以来推出多轮量化宽松政策也对全球经济产生了深刻的影响。**美国第一轮量化宽松政策始于 2008 年 9 月**，最开始集中于国债购买，后期则开始购买政府支持的抵押债券。相关数据统计，美国第一轮量化宽松政策共购买了 1.725 万亿的美元资产。**2010 年美国开启了第二轮量化宽松政策**，主要购买了大量的美国国债，在这个购买过程中美国共投入了 6000 亿美元。到 2011 年时，在第二轮和第三轮量化宽松的中间，美国推出期限的展期计划，通过这一计划抛售短期债券来购买长期国债。**2012 年 10 月份以后美国开启第三轮量化宽松政策**。这是全球量化宽松政策的一个转折点，从之前承诺购买固定数量变成一个开放期限的计划。这时候美国购买计划更依赖于美国经济状况适时进行购买，而不是事先约定购买总数量。第三轮量化宽松直至 2014 年才真正结束，这一轮量化宽松是三次中资产量最大的一次，购买了 3.8 万亿的美元资产，相当于 2014 年美国 GDP 总量的 22%。**面对本次疫情**，美联储的量化宽松政策突出了**规模大、速度快**的特点，在 2020 年二季度爆发疫情之后，美国就迅速进行了大规模的资产购买，并且这次资产购买的数量远远超过前三轮量化宽松政策的规模。

二、美国量化宽松政策对各国金融条件的影响

几轮量化宽松政策中，美联储购买了大量的美国国债，这不仅影响到美国国内的金融条件，也对世界金融体系产生了巨大的影响。

首先是国内方面。**2008 年的量化宽松政策对美国国内的国债收益率产生了巨大的影响，使其出现了明显的下行**。然而从国际角度来讲，美联储的政策不仅仅改变了它的国内债券收益率，同时也改变了整个国际收益率。根据目前计算，美联储的第一轮量化宽松政策不仅带来了美国债券收益率的变动，更是**带动整个西方发达国家，包括澳大利亚、加拿大、德国、英国、日本等国的债券价格的变动**。

整体而言，美联储的政策对其国内和一些发达国家都产生了一定的经济影响。但是除了发达国家之外，**美联储的量化宽松政策也对新兴市场国家和发展中国家产生了非**

常明显的溢出效应。根据IMF计算，目前美联储 100 个基点左右的紧缩会带来新兴市场国家 47 个基点左右的债券收益率上行。并且目前美联储货币政策的溢出效应对于金融条件不稳定的发展中国家影响更加明显。

除了对发展中国家金融市场作用明显，**美联储的量化宽松政策对汇率和资本流动同样有着非常强的影响**。目前美联储的政策主要会通过通过对相关市场风险感知影响新兴市场国家，对于那些国际评级相对较低、汇率波动性相对较大、债务压力较大的新兴市场国家，**量化宽松政策影响更大**。而如果一个国家具有很强的财政稳健性，那么该国受到的影响就会相对较小，这个国家的货币政策就具有相对的独立性。

三、美国量化宽松政策对国际宏观条件的影响

美国的量化宽松政策对世界经济的影响不仅体现在金融条件方面，还体现在国际宏观条件方面。

美国的量化宽松政策会通过改变金融条件改善国际宏观经济运行。除了产出之外，报告更为关注国际大宗商品价格的变动。

报告考虑 2009 年以来的美国量化宽松政策对国际大宗商品的影响。用中美产出代表国际需求、用中美两国的货币政策代表国际上的货币政策，通过分析计算可以得出以下结论。第一，**需求侧变动会对大宗商品价格带来影响**，比如中美两国的产出会对全球大宗商品价格产生拉动作用。第二，过去十多年，**对全球大宗商品价格影响最大的还是美国量化宽松所导致的全球流动性泛滥**，美联储长期积累的流动性确实对全球资产价格产生了比较大的抬升效果。不同因素相对重要程度在不同时期有所差异。在此次大流行之前，流动性推动作用更明显。此次危机中，美国财政宽松推动了国内消费成为经济复苏的主要动力，但是供给恢复不足，导致需求是更为主要的因素，量化宽松是一个放大器的作用。

除了金属、原油等价格变动，美国量化宽松政策对全球粮食价格的影响也值得关注。**美联储的政策推动全球粮食期货等价格上涨**，而受食品价格上涨影响更大的是低收入国

家和发展中国家。食品价格上升会给低收入国家和新兴市场国家带来通货膨胀，这又会影响全球贫困问题和收入分配格局。

四、美国量化宽松政策的成本、风险及对策

总体而言，美联储的量化宽松政策利大于弊，帮助稳定了全球金融市场和宏观经济前景。然而这一政策仍会给全球经济带来一定的成本和风险：**第一**，长期以来对量化宽松政策的诟病在于政府介入购买证券可能会损害市场功能。然而目前来看除了日本之外，很少有国家在量化宽松背景下出现了市场功能弱化的情况。**第二**，对收入分配产生不利影响。这一问题在发达国家体现并不明显，主要集中在低收入国家和发展中国家。**第三**，量化宽松政策在退出时可能会给中央银行造成损失。如果美联储加息，那么由此带来的利率上升引发的资本损失会通过一定渠道传导至世界各国，这也会影响到全球金融体系的稳定，可能会给部分国家造成一定损失。但是目前看，由于央行有一系列对冲手段，这个问题并不是非常突出。**第四**，量化宽松政策与金融稳定的关系。量化宽松政策推动国际金融条件变化可能带来金融稳定的风险。但是，对货币政策与金融稳定关系研究还不充分，金融稳定更直接的支撑是宏观审慎管理。**第五**，美联储的量化宽松政策可能会带来通货膨胀。对于这一问题，目前证据显示量化宽松对通货膨胀的推动作用有限，中长期中更要关注影响通货膨胀的结构性因素，未来需要我们更多考虑量化宽松政策逐渐常态化之后通货膨胀预期的决定问题。**第六**，量化宽松政策退出策略。在2013年，美联储的政策变动产生了“削减恐慌”，导致美国国内十年期国债收益率在几个月时间上升了约1个百分点。未来的退出更要强化交流，引导预期，在货币政策的数量和工具间平稳过渡。

对于美联储货币政策产生的相应的影响，未来需要我们注意以下方面：

首先是发展中国家和新兴市场国家需要做好充分的准备。目前部分发展中国家债务积累迅速，而这种债务压力在近年来量化宽松带来的低利率背景下并未明显增大，然而未来一旦相关政策退出，那么这部分债务压力将会迅速增加。除此之外，对于一部分国家的财政政策和货币政策的制定，也会受到美国量化宽松政策变化的影响。很多国家强

调财政政策和货币政策的协调，并且注重国内政策制定与经济环境的适应。然而随着美国扩展基建、增加赤字，未来国内政策也需要做出相应调整。最后是关于通货膨胀问题的思考。当前的通货膨胀更多在于欧美国家需求和供给错配，所以目前的通货膨胀仍然处于可控空间，未来更要关注影响通货膨胀的结构性因素变化和量化宽松政策中的通货膨胀预期决定问题。

总体判断，美联储的政策在未来一段时间内可能会继续保持相对稳定状态。但是由于目前世界各国经济复苏不平衡，所以美联储在政策退出时需要与各国加强沟通，将这一政策平滑退出。对中国而言，未来可以进一步降低准备金率，通过调整准备金率置换MLF来降低政策成本。

其次，对于中国而言，可以对某些特定的金融市场或者特定的企业类型进行一些定向资产购买，比如对中小微的资产进行一些定向购买。这些政策在去年有所实施，未来可以考虑进一步加大力度。

最后，中美之间经济周期正在逐渐错位，这导致了中美货币政策取向并不完全一致，可以通过未来中美政策的协调来进一步稳定世界经济。

论坛第二单元，结合本期CMF中国宏观经济国际专题报告，围绕“美国量化宽松政策对全球经济的影响”这一主题，各位专家发表主旨演讲。

摩根士丹利中国首席经济学家邢自强全面分析了美国的政策走向以及对中国的经验启示。现在美国经济环境及其政策取向可能会在未来带来长期通胀压力，并且它对全球、对中国经济都会产生新的外溢效应，对政策决策层和全球资本流动都会带来新的挑战。而这一次可能出现的通胀背后有其周期性和结构性原因。从周期性的角度看，本轮美国经济的复苏非常有可能是超调过热的。目前拜登团队打造的政策可称之为“高压经济学”，它旨在实现中低收入群体最大化的就业，追求在一定程度上的收入分配公平。在这个过程中可能会纵容甚至主动寻求经济增长的超调，而刺激政策超量带来的副作用之一就是通货膨胀。

从结构性角度来看，过去刻画通胀和就业之间交互关系的菲利普斯曲线平坦化得益于贸易全球化、科技平台化以及收入分配的企业巨头化这三个因素的支撑。具体而言，全球化的兴起提升了效率，降低了物价上涨的压力；科技平台企业的兴起也提升了效率，带来了通缩效应；此外在过去四十年内，在收入分配领域的发达国家，特别是美国，企业利润占比越来越高，劳动者所得占比越来越低，这不利于劳动者工资上涨，但它同时也抑制了通胀。而目前受疫情影响，这三个因素在全世界范围内已发生逆转，可能已不再支持通胀率继续下行了。这也使得未来美国面临长期通胀的压力。

当前一些重要的结构性因素已经转变，并且美国在高压经济政策下可能面临的长期性、结构性通货膨胀，而这也会带来国际经济环境变化，中国应该从以下三个方面做好应对：**第一，政策之间有效配合并发出合力。**尽管货币政策目前开始更趋于灵活微调，但财政政策也需要发力和配合。各项政策的配合和平衡格外重要，既要坚持现有的宏观审慎框架，确保现有体系的稳定，又要避免继续加码新的紧缩措施，同时要继续加快财政政策发力。**第二，考虑如何与疫情长期共存，促进中国消费恢复到潜在增速。**降低目前实施间歇式的风控管理的必要性，从而助力中小企业商户、线下服务业就业市场形成一个正反馈循环。**第三，维护市场的信心，防范信用风险。**要重视政策的透明性、领导性和与市场的交流，系统性地把目前监管的新方向梳理清楚。在逆全球化的趋势下要避免全球商界对中国相关政策走向的误读，使得人民币国际化的基础在全球宽松的货币环境中得到进一步夯实。

联合国贸发会议全球化和发展战略司经济事务官Jeronim Capaldo首先分析了影响全球经济走势的五大宏观经济趋势，分别为劳动收入占GDP的比重缩小，政府公共部门投资缩减，公共支出减少，排放的减少和债务的快速增加。这些趋势也使得金融市场结构在过去二十年中发生了很大的变化，影响了各国政策的空间。除此之外，研究显示自2008年开始资产价格和市场的波动有很明显的、不断提高的相关性。尤其是2012年，可以看到波动性越大，两者之间的相关性越明显。在这种情况下，资产和大宗商品的定价方式也出现了一些新的变化。国际宏观经济形势和一些国家金融市场结构的转变给我们带来了新的挑战，这也需要我们去好好认识自身所面临的挑战，包括外汇和市场方面的挑战。然而在政策调整时，尤其是借助利率控制通胀时，需要格外注意政策空间的

把握，避免国内政策的大幅度调整。除此之外，对金融市场结构的调整需要我们重新建立价格信号。

瑞银亚洲经济研究主管、首席经济学家**汪涛**首先从两方面分析了量化宽松政策的全球影响。首先**美国的量化宽松政策对全球利大于弊**，一方面这次量化宽松使全球金融市场保持正常运行，避免因为美国金融市场的崩盘带来一系列连锁反应、引发新兴市场的金融危机，起到锚定的作用。另一方面，**美国的量化宽松政策也给其他国家央行带来更多政策空间**，去放松各国的货币和财政政策。然而量化宽松政策对疫情下经济复苏的刺激作用十分有限，并且存在三点负面影响：**第一**，长期的负面作用就是加剧了全球的贫富分化；**第二**，全球疫情控制以后生产供应不足，量化宽松带来的流动性泛滥推动了大宗商品价格上涨；**第三**，量化宽松带来的流动性泛滥对资本市场产生了一些负面影响，具体包括推高资产价格、大量资金涌入新兴市场等。

在这种情况下，**我国的货币政策坚持了以我为主的方略**。首先，在2020年初中国受到新冠疫情的冲击，有关部门在2月3号当时立刻释放了大量的流动性，维持了经济中的正常交易和支付。其次，中国率先开启了货币政策正常化的轨道。到2020年12月份，中央经济工作会议提到了政策要适时正常化。对于近期可能面临的通胀风险，央行表现比较沉稳，因为从长期来看通胀不可持续，因此不需要用货币政策应对。

面对未来美联储减少量化宽松的预期，由于我国货币政策已经正常化，不需要跟随收紧。**可以利用降准替代MLF等其他的短期流动性，降低资金成本**。此外如果政府担心经济减速的话，可以加快地方专项债的发行，对地方政府的债务控制适当放松。

金砖国家新开发银行副行长、首席财务官**Leslie Maasdorp**分析了全球量化宽松政策背景下多边银行的角色及发展潜力。**多边银行在逆周期过程中扮演着非常基本、重要的作用**，对于控制经济危机意义重大，具体体现在提供流动性、促进金融市场和基础设施建设以及在应对危机方面提供信贷支持。**除此之外，多边银行正在重新建立自己的角色**。多边银行从新冠疫情和之前的危机中吸取经验，从而更好地应对长远的危机。此外多边银行可以增加活动范围，从而可以在面对庞大的危机时扮演更重要的角色，拓宽自

身的影响力。目前多边银行尚有很大规模的增长空间、有很多的机会。未来多边银行致力于去创造一个更好的协调系统。不仅在应对速度上可以相互协调，同时在规模上也可以相互协调，从而创造出更好的合作效果。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授，中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长**毛振华**对这一问题提出了五点思考：**第一，美国量化宽松政策的持续时间问题。**美联储在历史上便独立于美国政府，随着美国经济强劲复苏、疫情因素消除，无论是规模还是力度，量化宽松政策都会有一个弱化调整。**第二，本次量化宽松政策的主导因素。**本次量化宽松很重要的特点是美联储大量购买美国国债，而这些资金最终用于美国政府的民生和消费端的转移支付。所以其发力点在美国政府，这也是与之前应对金融危机实行的量化宽松政策的一大差别。**第三，美国这次量化宽松是否会带来PPI和CPI持续上升。**这需要理清相应的传导路线，需要明白美联储QE之后的货币走向哪一端，如果走向消费端则会引发CPI里消费品价格的波动。**第四，美国量化宽松政策的外溢性。**本次量化宽松的外溢效应更多是心理层面的，主要是在向市场传递一种信心。**第五，美国量化宽松背景下的中国货币政策选择。**中国在这一轮疫情防范中采取了相对独立的货币政策，这也得益于疫情发生之前，我国就处于一个非常敏感的时期，需要在稳增长和防风险两者之间做出平衡，这也为后来的政策选择提供了一定的基础。并且这也从侧面反映出美国的量化宽松政策对我国的影响和冲击并没有那么大。

毛振华：关于美联储量化宽松政策的五点思考

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛(CMF)

联席主席，中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第1期）上的发言

2008年的金融危机与2020年的新冠疫情冲击及其应对，会在宏观经济研究史上留下深深印记，未来的经济学家和经济学教科书也将会不断反思比较这两段特殊时期。站在当前时点，我认为理解美国本轮的量化宽松政策及其走势、判断其对中国经济的外溢性影响，需要从以下五个问题展开。

第一，美联储的量化宽松是短期政策还是长期政策？ 美联储在历史上独立于美国政府，也独立于国会，美联储虽然是公共决策机构，但同时又是“私人”拥有的中央银行，组成美联储的12家储备银行都拥有独立的地位。美联储的货币政策目标包括稳定物价与充分就业，并有独立的货币政策决策机制以实现上述两个目标的达成。因此，从美联储作为中央银行的独立性质来看，美联储很难承担长期的经济结构调整与收入分配结构调整的任务，因为结构调整超出了单一货币政策的调节范围。所以，我认为美联储的货币政策调节很难与美国政府的长期结构调整目标挂钩。为应对新冠疫情的冲击，美联储推出的量化宽松规模史无前例，并且短期的大规模刺激已经使得美国当前的经济复苏超过预期，随着美国疫情进一步得到控制，就业逐步恢复以及通胀水平抬升，我认为美国不会将量化宽松长期化，即使有所持续，也不会保持现在的规模和力度。

第二，美国本轮量化宽松是以市场因素为主导还是以政府因素为主导？ 货币政策的市场化传导链条，是央行投放基础货币至金融机构，金融机构将货币传导至企业的资产负债表，企业通过稳定生产来稳定经济和促进就业，最后改善家庭的资产负债表。但是，本轮美国量化宽松的显著特点是美联储大规模的购买美国国债，释放的资金被美国政府直接用于财政转移支付：首先是向公民无差别的发放了两次巨额补贴，一次1000美元，一次1400美元，现金发放直接刺激了美国经济的消费端；其次是向中小企业直

接“输血”，这些救助措施也帮助稳定了就业和居民的家庭资产负债表。与2008年货币政策刺激首先救助金融市场与稳定企业资产负债表不同，本轮美联储量化宽松的突出特点是以政府因素为主导，这一操作为我们提供了关于货币政策运行框架的新的观察点。

第三，美联储的量化宽松政策与价格水平的关系是怎样的？按照传统货币理论观点，货币供给增加一定会带来价格水平上升，但在长期货币宽松条件下包括美国在内的发达国家却经历了一段相当长的低通胀周期，价格水平调整与货币供给调整并不是同步的。但是，当前美国CPI的月度同比已经超过5%，而且在较短时期内出现了2%至3%的涨幅，这是近三十年来未曾出现过的新现象。因此判断当前的物价变动是出于短期的货币供给效应，还是长期低通胀之后经济结构出现了新的周期性调整，就变得十分重要了。一方面，我判断美联储作为一个传统的以反通胀为使命的机构，会对CPI和PPI上涨做出反应，特别是会对CPI大幅上行做出反应。另一方面，如前所述，本轮量化宽松以政府性转移支付为特征，货币供给直接抵达最终消费端，美联储的“缩表”操作一定会对CPI上涨带来有效的约束效果。因此，随着美国经济的修复，我认为美联储的量化宽松政策大概率会收缩，并且收缩力度会根据经济增长速度和物价上升幅度有所调整：如果物价持续超预期快速上升，收缩的力度就会很大；如果CPI上涨在预期范围之内，美联储采取收缩政策的节奏会相对缓慢。

第四，美联储本轮量化宽松的外溢性究竟有多大？一方面，相比2008年各国追随美国纷纷采取“以邻为壑”的货币政策，本轮刺激政策的外溢性并不显著，各国刺激政策大多着眼于避免本国金融体系的流动性出现危机。另一方面，美联储本轮的量化宽松政策主要集中在美国国内的消费提振，加之疫情冲击下各国生产体系遭受了重创，美联储的量化宽松政策并没有带来美元大规模流出美国，也没有对新兴经济体或发展中国家的金融体系形成太大扰动。因此我认为，相比于美国所出台的量化宽松政策的规模，其外溢性主要表现为政策信号的传递而非大范围的金融波动或资本流动。

第五，在美联储量化宽松背景下，我国货币政策该如何选择？我国并没有实施像欧美经济体那样大规模的量化宽松政策，但从实际结果来看我国的宏观政策操作也是成功的。我认为这与中国经济运行的背景相关，早在2016年，我就将2008年金融危机之后

中国宏观政策操作总结为“稳增长、防风险”的双底线理论，预判中国经济内部的债务风险累积已经到了较高的程度，所以需要严加防系统性风险和总量风险。随着中国经济潜在增速与资本回报率的双下行，双底线思维下中国经济已经不再适合采取“大水漫灌”的货币政策。当前美国正在考虑加息缩表，而我国却又通过一轮降准操作为应对可能的全球政策收缩提供了一定空间。所以，我认为我国走出了一条相对稳健、相对独立于美国的货币政策路径，取得了较好的政策效果，未来我国的货币政策取向也应当继续坚持双底线思维，做到以我为主。

邢自强：美国治理贫富差距的“高压经济学”及对中国的启示

邢自强 摩根士丹利中国首席经济学家

以下观点整理自邢自强在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第1期）上的发言

今天我主要聚焦三个问题：美国新任政府对于应对贫富差距、社会问题、中美竞争，其开出的经济药方是什么？这种药方的副作用是什么？即使有副作用，为何美元货币主导地位不会受到大的挑战？这对于中国的启示是，当前全球处于地缘政治、产业链、资本配置的大变局之中，中美之间的竞争、博弈日益深化，双方谁更能夯实本国的政策理念、营商环境、基础设施、金融货币，吸引全球资金、企业、人才，谁就更能占据下一阶段生产率增长的高点。

当前全球的经济与金融环境已经和去年截然不同。去年是中国经济一枝独秀，强大的防疫组织模式就是生产力；但今年，美国、英国等发达经济体开始复苏，特别是美国的经济复苏，拜登政府的刺激政策等，已经成为了全球的焦点，预示着后疫情时代全球经济的长远挑战才刚刚开始。

如今看美国，其经济环境及政策取向处于一个40年未有之大变局：这种大变局可能会带来久违的长期通胀压力。现在市场和政策决策层都在辩论，目前美国出现的通货膨胀到底是不是昙花一现？我认为不是，而是长期的、结构性的通胀，这对全球、对中国经济都会产生新的外溢效应，对政策决策层和全球资本流动会带来新的挑战。

为什么讲此轮美国通胀是长期、结构性的？归根结底，是美国要设法缓解贫富差距、社会问题，而面对这个难题，它采取了收入分配更倾斜劳动者、货币政策更就业优先、和财政政策更积极有为的“高压经济学”。

首先，从周期性的角度看，通胀压力显而易见，本轮美国经济复苏非常有可能是

超调过热的。目前拜登团队打造的政策，我把它称之为“高压经济学”，旨在实现中低收入群体最大化的就业，这不仅是试图让美国的GDP增速回到疫情前水平，更追求在一定程度上实现收入分配公平化的功能，照顾到中低收入群体。在这个过程中可能会纵容、甚至主动寻求经济增长的超调，不达目的不松油门，寄希望于未来劳动力市场的工资会上涨。

但是，“天下没有免费的午餐”，刺激政策超量带来的副作用之一就是通货膨胀。如果美国经济过热，核心通胀率很可能到今年年底还没有下降迹象，继续保持在2.5%以上，这是周期性的通货膨胀。

其次，从结构性的角度看，有三个长期的结构性因素，也会促使美国久违的**通胀卷土重来**。过去三十年美国的通胀率长期下行，利率一直保持低位，通胀几乎成为了“狼来了”的传说，包括美联储在内的各方研究人员的相关研究汗牛充栋，大家怎么解答这个谜题？其中重要的一点共识是，传统上刻画了通胀和就业之间交互关系的菲利普斯曲线，在过去三十年来一直在平坦化，导致通胀很难出现。这种“平坦化”有三个结构性因素支撑：分别是贸易全球化、科技平台化以及收入分配的企业巨头化，简称为“3T”。

而目前受疫情影响，3T在全世界范围内已发生逆转，可能已不再支持通胀率继续下行了。简而言之，贸易全球化的兴起提升了效率，降低了物价上涨的压力；科技平台企业的兴起也提升了效率，带来了通缩效应；此外在过去四十年内，在收入分配领域的发达国家，特别是美国，企业利润占比越来越高，劳动者所得占比越来越低，这不利于劳动者工资上涨，同时也抑制了通胀。所以过去四十年这三个因素造成菲利普斯曲线平坦化，也造就了美国经济增长周期中利率和通胀率始终未走高。

但是近期情况明显变了。在美国的量化宽松和高压经济学的框架下，今明两年美国的通胀率会周期性地上升，这背后有三个动因：

第一，政策力度极大。二战后世界上第一次出现如此罕见的巨量财政刺激，除了今年年初1.9万亿美元的纾困计划以外，依据拜登政府的高压经济学，现在美国试图通过对基础设施、教育及其他行业的投资，叠加财政转移支付产生更强的外溢效应，创造工

作岗位，不仅意图促进经济复苏，而且部分地实现收入分配的公平化，通过再分配的作用来缩小贫富差距。毕竟美国在过去三十多年内，收入分配过程中企业所得占比越来越高，劳动者所得占比越来越低，这引发了更多社会问题。在此次大选和疫情期间，这种社会问题进一步左右了目前美国经济思潮的变化。

第二，从周期性的角度看，去年疫情初期美国经济受冲击较大，但是由于其长期积累的较强的医学科研实力，现在美国的疫苗接种进度在发达国家中遥遥领先。到今年夏天，美国基本上实现了对主要应接人群的全面接种，已逐步地实现了解封，虽然现在尚有一些变种性病毒的威胁，但根据其在疫苗接种后对防范住院率和重症率的信心，美国人还是愿意继续维持其消费、出行、娱乐等方面的行为方式。根据现在跟踪的各种经济指标，美国今年夏天的酒店、机票、外出餐饮等数据都恢复较快，看到了疫苗战略对其经济的恢复作用。

第三，美国的财政支出政策给消费者带来较多“余粮”，支持经济复苏的“子弹”充足，但也带来了通胀压力。很多人在谈论美国明后年会不会缩小财政赤字，从目前的刺激政策中逐步退出，出现一个“财政悬崖”？但是和以往美国政策退出不一样的情况是，美国从去年到现在已经给消费者下发的转移支付、财政辅助中，现在还停在美国居民账户上高达2万多亿美元的额外储蓄是来自政府的辅助，这比正常年份多了非常多，占当年消费率的7-8%。在这种情况下，即使明年财政刺激的额度比今年减少，这种“余粮”还是足够支撑其明后年消费的复苏。只要疫苗接种到位、生活习惯能够恢复，现在被保存下来的消费能力有望爆发性释放，财政政策的直达效果可能也会在今年下半年和明年更多地显现。

本质上来讲，刚才提到的这些周期性的通货膨胀的压力，都是来自于目前美国整体的高压经济学的取向，这和过去三十年来美国在经济衰退后刺激力度相对保守和及早考虑政策退出的情况是完全不同的。2008年金融危机之后，美国宽松政策的退出是比较早、比较快的，2009年美国的经济已逐渐复苏，虽然那时美国失业率还超过10%，但它已经在考虑退出财政政策了；当美国失业率还高达7-8%时，货币政策已经开始考虑缩减资产购买的规模（Tapering），在失业率远远没有恢复的时候提前退出。而这次完全不

一样，美国决策层下决心不达目的不松油门，尽管已经出现疫苗效果、政策刺激力度较大以及消费者“余粮”较多这些利好因素，经济已呈现了V型复苏，但它不急于退出。所以，今年美国经济不仅仅是强势复苏，甚至有过热风险，全年GDP增长会在7%以上，接近8%，明年还会保持较高增速，在这个过程中就业的复苏也会比较热，劳动力市场较快复苏会带动工资上涨，因此通胀会卷土重来，且不是昙花一现。

具体而言，贸易现在出现了逆全球化的趋势，各国要建设自己的生产链和供应链，相关成本会上升，抑制通胀的能力会下降；至于科技平台，中国在全世界率先反思对于科技平台企业长期较为宽松的监管政策，目前开始加强对它们的反垄断监管，进一步重视公平和效率之间的权衡。美国也会反思，也会开启对大型科技平台监管升级的过程，在这个过程中，过去科技企业不断地带动效率提升以抑制通胀的因素，会随着监管环境的变化有所转变；拜登高压经济学则代表了对80年代以来美国盛行的小政府、低税率、企业优先的供给侧经济学的反思，实现对小政府角色的纠偏。接下来拜登政府会逐步给企业和中高收入群体加税，来实现给中低收入群体更多的转移支付，整个经济政策的思潮更偏左，改变了从80年代以来美国通过小政府、去监管、低税率、拥抱全球化的模式来治理贫富差距问题的思路。

很多研究机构在讨论，美国通胀会不会影响市场对美元的信心以及美元体系在全球货币市场的地位，我认为这种担心为时尚早，目前看不到直接挑战美元的其他货币或是结算体系。讨论美国的通货膨胀和随之引发的债务持续性的讨论，最值得重视的一点是，对于主权债务来讲，主要偿还的不是本金，而是利息。所以有一个重要的黄金规律：**如果一个国家的实际经济增长率能够长期保持在比其实际利率高两个百分点，就可以覆盖付息的成本，不用太担心自身的债务问题，特别是对发达国家而言。**

我们的研究里，衡量了过去一百年86起主权债务危机的经验，发现实际上要应对主权债务问题，防范货币和债务风险，并不是要及时进行财政整肃，比如把财政赤字拼命变成盈余，这往往是得不偿失的。相反，更重要的是要通过有为发力的政策，保持一定的潜在增速和生产率的增长，使得长期的经济增长能够比长期的实际利率高两个百分点左右。根据对美国的长线分析，尽管这次它采取的高压经济学中有一部分是针对收入

分配、社会公平的，但也有一部分是补短板，针对基础建设投资的。再叠加由于疫情影响，美国企业也会极大加大对数字化的投入，美国消费层面的数字化进程也大大加快，缩小了与中国的差距，因此预计未来几年美国的潜在生产率还是能够保持在一定的水平，特别是生产率增长会受到数字化和基础建设投资补短板的拉动。

保守估计，美国长线的实际经济增速会保持在 2%左右，美国的实际利率（名义利率-通胀率）通常被认为会保持在 0%左右，也就是说美国依然有比较强的经济增长潜力和生产力增速，确保其经济增速能高于利率两个点，使得对美国发生主权债务问题、美元体系受到冲击的担忧目前仍然过早。

以上是美国应对贫富差距、社会问题开出的药方，带来的通胀潜在副作用，和解决思路。东西方的政策，能相互印证。美国在纠偏自己的小政府角色，财政更积极有为，货币更就业优先，分配更劳动者倾斜。而中国在实现了小康、全面脱贫目标之后，也将共同富裕作为下一发展阶段的主要目标。所以从去年下半年到现在，中国出台了很多新的监管政策，聚焦于社会公平、产业链自主、数据安全领域，如果说拜登经济学代表了美国对它过去三十年来出现的长期问题的纠偏初尝试，中国过去大半年的新监管框架，也反映了中国在这一议题上已经率先进行改革。

那么，美国的高压经济学对中国能有哪些启示呢？毕竟，当前全球处于地缘政治、产业链、资本配置的大变局之中，中美之间的竞争、博弈日益深化，双方谁更能夯实本国的政策理念、营商环境、基础设施、金融货币，吸引全球资金、企业、人才，谁就更能占据下一阶段生产率增长的高点。而今年的国际经济金融环境和去年完全不同，对中国而言，我建议，今年下半年有三大方面要做好：一是政策合力托底经济增长，二是防疫模式继续进步，与疫情长期共存，促进消费恢复，三，最重要是维护市场信心。

先谈托底经济增长方面，政策如何有效配合发出合力。现在美国经济强势归来，而中国经济今年以来的经济复苏力度比年初很多市场人士的期待略低，GDP 的两年复合增长率是 5.5%左右，这比疫情前中国 6%的潜在经济增速要低。下半年由于出口增长率可能还有一定的回落，输入型疫情可能继续局部、反复影响消费，叠加供应链上游产出的

供应紧张，下半年的增长依然面临一定周期性风险。从利周期政策的角度来讲，中国是从去年年底到今年上半年以来第一个实现政策常态化、退出了刺激政策的国家，这非常了不起，但目前看起来要及时做出微调，托底经济增长。

当然我们已经看到存款准备金率下调，货币政策越来越灵活，但可能还需要政策的合力才能稳住经济增长，特别是上半年中国社会融资总量（整体信贷条件）增速在各项刺激政策陆续退出、监管加强合力的背景之下，从高点回落了 2.5 个百分点。目前社会融资总量增速已低于当前的名义 GDP 增速，提前完成了去年底中央经济工作会议关于政策退出的目标，所以，尽管货币政策目前开始更趋于灵活微调了，但财政政策也需要发力和配合。今年上半年我国财政支出进度偏紧，地方政府专项债的发行和使用也显著慢于常年进度，下半年仍有余力推动财政发力。

除了财政之外，中国的金融监管和宏观审慎举措也在坚定推进，包括近期清理地方隐性债务的 15 号文、对系统重要性的金融机构扩容带来对银行资本充足率要求的提升、年底前对理财产品的清理，还有一年来对房地产融资的“三道红线”等等。这些政策的方向是非常好的，但可能要注重把握节奏。提供了以降准为代表的银行间市场流动性后，表外非标类信贷仍在继续急剧萎缩，如果同时地方政府专项债的发行也继续延期，即便提供了灵活的货币政策，也是巧妇难为无米之炊，未必能够及时稳定住、托底住社会融资总量。所以各项政策的配合和平衡格外重要，既要坚持现有的宏观审慎框架，确保现有体系的稳定，又要避免继续加码新的紧缩措施，同时要继续加快财政政策发力。

第二个启示，如何与疫情长期共存，促进中国消费恢复到潜在增速。中国去年严防死守的防疫模式非常有效，在全球第一个实现了经济恢复。但今年以来陆续有输入型疫情的零星反弹，我们的防疫模式主要依靠社会组织模式的优势，及时介入，包括隔离和小规模封城，它对目前中小商户的就业、招聘和对线下服务业消费整体的恢复似乎产生了一些瓶颈效应。在这种情况下，中国是否可以考虑，基于科学与疫苗的研究结果，进一步优化防疫模式？按照当前每天疫苗接种量在 1000 万剂左右的速度，到今年年底中国就能实现全部人口接种疫苗的目标，到那时是否可以及时开展对第三针不同技术路线的加强疫苗的接种，增强对变种病毒的免疫，降低目前实施间歇式的风控管理的必要性，

从而助力中小企业商户、线下服务业就业市场形成一个正反馈循环，是值得思考和研究

的。

第三个启示，如何维护市场的信心，防范信用风险。从去年年底至今，中国开始对数字经济、平台企业、教育和房地产等开展新一轮的监管，符合从小康社会、全面脱贫到实现共同富裕的经济发展新方向，也符合目前包含产业自给、数据安全、社会公平在内的三大经济治理新准绳。但这个框架毕竟在转变之中，有时难免存在转变过程中资讯和交流的不对称，部分企业、市场和资本存在着疑虑，可能把“共同富裕”的纲领理解偏了，担心总有没落地的靴子。在这个过程中如果政策交流引导不够充分，对市场信心可能有影响，再叠加美国高压经济学、经济复苏过热和再通胀的进程，可能会对全球资本流动产生共振效应，甚至有引发类似于 2015-16 年对中国市场信心下滑局面的出现。

在这个过程中特别要重视维护中国的市场信心，避免让人民币国际化的步伐在这个过程中遇冷，具体来讲，可重视政策的透明性、领导性和与市场的交流，通过新闻发布会等方式，系统性地把目前监管的新方向梳理清楚。比较透明可预见的政策环境不仅能够彰显中国着眼长远、固本培元的决心，凸显中国坚持市场化、法治化、国际化的方向，稳定市场信心，更能在逆全球化的趋势下，避免全球企业和资金对中国相关政策走向的误读，使得中国人民币国际化的基础得到进一步夯实。

以上是对美国高压经济学的分析，和对中国可能的一些启示。当前全球处于地缘政治、产业链、资本配置的大变局之中，中美之间的竞争、博弈日益深化，双方谁更能夯实本国的政策理念、营商环境、基础设施、金融货币，吸引全球资金、企业、人才，谁就更能占据下一阶段生产率增长的高点，中国可以适度托底经济增长，精进防疫模式，和及时维护市场信心。

汪涛：美国量化宽松背景下中国货币政策应以我为主

汪涛 瑞银亚洲经济研究主管、首席经济学家

以下观点整理自汪涛在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第1期）上的发言

本次讨论主要围绕两个问题：一是美国量化宽松对全球利大于弊，二是在美国量化宽松的背景下以我为主的中国货币政策。

首先，补充一下量化宽松对全球经济和市场的影响。这次新冠疫情后的美国量化宽松，是作为宽松货币政策和财政刺激一起帮助恢复经济应对疫情，在降低经济萎缩程度方面的作用不言而喻。但这次美国在新冠疫情之后的量化宽松和上次全球金融危机时的量化宽松有所不同，体现了金融市场的作用。

去年在金融市场极度不确定、在实体经济活动因为疫情而极度萎缩的情况下，出现了市场冻结、流动性冻结的情况，在包括美国国债市场在内的信用市场出现冻结的突发情况下，美国启动了超级规模的量化宽松，规模要远大于2008年，这是金融市场在突发情况下的冻结和萎缩促成的。所以，我认为美国此次量化宽松最大的作用不是刺激经济增长，因为刺激经济增长有财政政策和疫情应对等等其他手段。我认为非常重要的目的是使全球金融市场保持正常运行，避免因为美国金融市场的崩盘带来一系列连锁反应，引发新兴市场的金融危机，起到锚定的作用，这个作用是非常重要的，这是美国这次量化宽松的不同点。

第二，美国的量化宽松政策也给其他国家央行带来更多政策空间，去放松各国的货币和财政政策，而不用担心因为美元主导地位引起的汇率问题等负面影响。有些新兴市场也推出了量化宽松政策，在美国量化宽松的大背景下，全球其他央行有了更多操作的空间，这也是一个比较正面的作用。

我个人认为，**量化宽松对经济恢复本身的作用不可高估**。美国经济的恢复一是受到财政刺激的较大作用，二是由于对疫情的控制，尤其是在疫苗接种推进之后，减少了防控疫情的一些经济活动的限制，使得生产和生活能够正常化，这个原因其实是最主要的，**没有对疫情的控制，量化宽松和刺激的作用都会非常有限**。今年二季度，美国和欧洲的经济反弹主要得益于疫情控制带来的去限制政策，促成生产生活正常化和信心提振。当然量化宽松也有很大的帮助，我认为最大的作用是在**前期保持市场稳定，维持整个金融系统稳定运行**。

量化宽松也会带来一些负面影响。第一，**长期的负面作用就是加剧了全球的贫富分化**。贫富分化主要源于资产价格的上涨，有产阶级和可以较易借到钱的群体的财富出现了非常高速增长，而其他人相对来说没有从中获益，可能还会受到通胀的影响，但这与食品、物品价格本身上涨带来负面影响之间的相关性不大。

第二，**全球疫情控制以后生产供应不足，量化宽松带来的流动性泛滥推动了大宗商品价格上涨**。虽然大宗商品价格上涨主要是由于供需不平衡，而不是量化宽松本身引起的，但量化宽松的确存在助推的作用。

第三，**更值得长期警惕的是量化宽松带来的流动性泛滥对资本市场的影响**：一是推高了资产价格，使得所有资产同步出现低量化，因为在贴现率为零的情况下，成长的定价比较夸张，很难按平时定价去衡量；二是在寻求收益的情况下，**很多资金流向了包括中国在内的新兴市场**，未来在美联储退出量化宽松的时候，资金可能会流出，**需要警惕资金流出产生的一些负面影响**，尤其是在目前新兴市场国家举债较容易的情况下。要未雨绸缪，做好审慎的准备。

下面谈一下中国货币政策以我为主的脉络。

首先，具体而言，在2020年初中国首先受到了新冠疫情的冲击，中国货币当局非常果断，在2月3号当时立刻释放了非常大的流动性，在2月份一个月内释放出了近3万亿人民币的流动性，并且宣布股市、债市正常开市，这种流动性很重要的作用是**维持了经济中的正常交易和支付，保持了金融体系和市场的正常运转，也起到非常重要的**

锚定作用。

在后面几个月，央行一方面释放流动性，另一方面以再贷款、降准降息等手段支持抗击疫情。此外非常重要的一项是货币信贷政策，允许企业延迟还本付息，并且采取了监管容忍 (regulatory forbearance)，在坏账认定和处理标准上都采取了更宽松的方式，发改委也放松了发债标准，允许一些中小企业举债等等，这些措施在当时是非常重要的。

其次，中国率先开启了货币政策正常化的轨道。在 2020 年 6 月的陆家嘴金融论坛上，易纲行长提到考虑政策工具适时退出，当时两会结束不久，国务院提到要加大支持力度，因此这时市场对于易纲行长释放的信号是非常惊讶的，但也说明当时的政策决策者们已经事先考虑了这一点。

货币政策具体在什么时候开始退出呢？从流动性操作来看，央行从去年 5 月之后就二阶导数上降低了流动性的释放规模，允许短期利率从 1.5% 左右上升到 2%，甚至 2% 以上，结束了大放水的动作，实际上开始了政策趋向正常化的第一步，从信用市场来看也是如此。到去年 9 月、10 月货币条件进一步收紧，政策已经开始提及防风险。此外早在去年 8 月底就提出房地产企业融资的“三道红线”，表明中央从那时就开始更多关注到金融风险 and 总体的债务杠杆风险，在经济出现了全面复苏的好兆头之后，已经把眼光放到了更远的地方。到了 12 月份，中央经济工作会议提到了政策要适时正常化，但不急转弯，更加明确了政策的转向，但其实货币政策从去年下半年就开始了正常化的进程。

今年春天大宗商品价格猛涨，有很多人非常担心通胀，认为这是量化宽松带来的长期负面影响，认为会对中国造成非常大的影响。央行在当时比较沉稳，我们也比较认同大宗商品价格上涨主要源于供不应求，是由供给方面的一些中断造成的，当然也有短期补库存和基数的因素。而且在中国，消费产品的下游行业属于高度竞争市场，PPI 到 CPI 的传导非常有限，央行也看到了这一点，所以并未把货币政策收得更紧，以其作为应对 PPI 或大宗商品价格上涨的主要政策工具，而是由政府采取了其他的一些行政手段。当然，在目前的这种供需失衡的情况下，这些行政手段的作用是很有限的，但是大宗商品

价格猛涨并非是货币政策带来的负面影响，而且从长期来看通胀也不可持续，因此不需要用货币政策应对。

此外，最近我国 PPI 已经上升到 9%左右的高点。此时央行在国务院释放了相关信号之后宣布降准，停止收紧货币政策，这和目前全球的货币政策大方向有些分化。在货币政策正常化的过程中有两个重要的时间节点，一个是今年年初，一个是现在，我们都把国内经济形势和国内政策重点作为政策的重要考虑，而非过度去应对量化宽松的影响。

为什么我国的货币政策可以并且应该这么做呢？首先，**很重要的是我国的经济周期与美国是不同步的**，我国首先受到疫情的巨大冲击，但同时又很快控制了疫情，走出了衰退，我国 2020 年经济恢复了正增长，实现持续复苏，今年 GDP 增长有望实现 8.5%，远远高于政府定下的最低目标 6%；美国和欧洲在去年春天第一波疫情爆发过后并没有很快控制住疫情，在去年又遭遇更高的一波的疫情。第二，**我国疫情控制较快，所以经济中受到的冲击并没有非常深**，而且我国还有其他政策的考量，如控制杠杆率、防范金融风险等等，所以在放货币政策的时候就不是非常宽松，且正常化也启动得较快。第三，在通胀问题上，一是我国有猪肉价格的下行周期，可以冲销其他价格的上涨，二是我国产业链非常齐全，下游竞争非常激烈，上游价格上涨对下游的传导不会很大。第四，**我国资本账户尚未全面开放，跨境资本流动受到一定的管制**，同时汇率政策在过去一两年变得更加灵活，这两点都使得我国的货币政策可以更加独立于外部政策，以国内目标为主。

政策下一步如何走？瑞银判断**美国可能在年底前宣布减少量化宽松**。昨天的 FOMC 会议说政策收紧（Tapering）还为时尚早，但预计美国今年经济增速在 7%以上，或许数据很快就会开始改变美联储的看法，所以我认为美联储在今年年底前会宣布开始减少量化宽松，开始 Tapering。国内通过降准这一举动，**宣示着货币政策的收紧进程已经停止，但是也不会显著放松**，按照央行的说法，降准是作为一个常规操作。我国的货币政策已经正常化了，不需要收紧，但是在这个过程中可能会有一些常规操作，我们可以利用降准替代 MLF 等其他的短期流动性，降低资金成本，类似的举措下半年可能会继

续。

同时我国社融信贷增长的减速目标基本完成，货币和信贷政策的紧缩基本上已经结束，未来会稳定下来。但是，我们认为目前还没有进入一个全面放松货币政策的轨道，今年不会降息，因为政府还会继续考虑控杠杆、防范金融风险 and 防范房地产泡沫等审慎目标。同时，政府并未非常担心经济全面放缓，事实上财政政策一直收得比较紧，如果政府担心经济减速的话，就可以加快地方专项债的发行，对地方政府的债务控制也可以不那么严。这是比较容易做到的，而不需要用降息或者重新加杠杆的货币政策手段去做。

我们的观点是今年货币政策不会放宽，当然可能会有一些流动性操作。但如果明年经济减速比较明显，或者说政府开始担心增速放缓的问题，从明年二季度开始货币政策或许会有更多的举措。明年中国的经济增长预期是 6.2%，今年是 8.5%，很多人担心经济失速，我认为经济减速在经历了高速反弹之后是不可避免的，因为潜在增速还是在逐步下行。目前中国的潜在经济增速在 5.5%-6%之间，明年经济增速还是会超过潜在增速的目标，所以，我们认为明年的宏观政策会基本稳定，可能其他的央行在开始收紧政策的时候，我国反而可能会做一些微调。

Jeronom Capaldo: 新发展趋势下金融市场结构的调整与改革

Jeronom Capaldo 联合国贸发会议全球化和发展战略司经济事务官

以下观点整理自 Jeronom Capaldo 在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第 1 期）上的发言

全球宏观经济中有五大重要的趋势，对全球经济走势有着明显的影响：第一，劳工收入占 GDP 的比重在缩小，也就是工资收入减少，用消费来推动经济发展难度越来越大，这样就削弱了消费对经济的影响。第二，政府公共部门投资缩减。虽然信贷扩大有很多，但是高效率、高产出的投资在减少。第三，公共支出减少。这意味着总体需求提升的推动力减少。而第四个和第五个全球宏观经济发展趋势分别为排放的减少和债务的快速增加。

问题在于金融市场结构在过去二十年中发生了很大的变化，影响了政策的空间。尤其是在 G20 国家中，政府一直在探讨金融市场、金融政策、货币政策与全球经济间的关系。此外还有一个讨论的议题就是全球溢出效应，这些溢出方向现在并不能通过数据来明确。虽然可以通过一些数据得出一些经济现象之间的关系，但是金融市场上量化宽松政策与债券价格之间的具体关系现在并不明确。在这种资产价格存在波动的情况下，需要我们明确的是美联储、欧洲央行以及日本央行能不能控制住这样的不稳定性。

对于资产和市场的相关问题，以往研究显示自 2008 年开始资产价格和市场的波动有很明显的、不断提高的相关性。尤其是 2012 年，可以看到波动性越大，两者之间的相关性越明显，这也体现了投资者投资策略的效果。现在资产价格之间的相关性更加明显，所以其往往在价格波动的时候脱离了资产本身的特性，并且跟随全球性趋势波动。所以这种定价越来越脱离了基本面、脱离未来可带来的回报，导致现货价和期货价的距离越来越大。这种情况下是市场情绪驱动定价，这一部分很难去评估。另外还有一个推动价格的因素是大的金融机构的预期，这样所造成的结果是货币市场和大宗商品市场跟股票市场更加接近，看起来越来越像一个勤于炒作的市场。由于不同资产类别之间价格

具有相关性，导致“羊群效应”更加明显。部分投资者所采用的几种决策模型的收入值都是金融市场的一些数据，这也导致其越来越标准化。比如说大宗商品市场以前不是操作快速的市场，现在市场上的选择多样性更少了。所以在波动性下，由于定价的失准和“羊群效应”带来了部分市场参与者企图利用当今的市场状态来牟利的结果。

但是杠杆不断的提高给市场带来了更多的不稳定性，这一点在 2007 年、2008 年以及 2020 年一季度都有体现。在杠杆提高的过程中，我们可以看到银行的贷款提高，但是这一过程并不具备持续性，所以中央银行不得不出手来创造流动性，让市场恢复它的功能。从这个角度来说，各国不同的量化宽松措施都是有必要的。但是市场平定下来之后，流动性重新恢复，中央银行很难再扭转这个趋势，很难用常规的手段和非常规的手段来扭转这一趋势。现在的情况是金融市场的结构发生变化，导致了这种同质化的行为。也就是在资产购买方面，中央银行被逼到了一个角落，他们需要提供很大的市场所需要的流动性。所以从这个角度来说，有可能会看到金融市场的结构变化，推动量化宽松，而不是量化宽松反过来影响结构。所以某种程度上来说，我们并不知道中央银行的量化宽松是在推动市场和宏观的改变，或者说这样的量化宽松造成和推动了央行的这些反馈。透过数据要去理解量化宽松与市场收益率，并且去反思市场结构的长期变化。

现在我们要考虑的一个因素就是去好好地认识当前的挑战，当前需要我们去好好认识自身所面临的挑战，包括外汇和市场方面的挑战。具体而言需要我们考虑货币政策面临的一些矛盾和限制。比如有些国家希望能够限制通胀和利率的提升，他们提升利率的时候希望能够控制通胀。但是这对于估值和资本流动会造成一定的风险，而这也很有可能导致政策利率的降低。而对于一些高利率的国家而言，政策空间变得十分有限，只能采取货币贬值的方式，从而避免国内政策的大幅度调整。

很多国家出现了这种状况，部分国家的管理人员希望借助高利率来购买更高的资产。以巴西为例，该国货币币值升值十分明显，调整幅度非常大。虽然这种对外汇的干预十分必要，但是也使得该国面临成为货币操纵国的风险。所以量化宽松的溢出效应非常关键，对于金融市场的影响如何，需要对其趋势进行观察。

现在面临的挑战是基于已经看到的行为和收集的数据，具体而言就是全球协调的缺乏，比如如何去应对金融市场结构的改变，我们要做的是重新建立价格信号。然而目前价格信号非常扭曲，进一步而言，这一问题的解决需要加强财政政策、财政结构调整，才能保证原有的功能。这也关系到全球经济的协调与发展。

Leslie Maasdorp: 多边银行在危机中的角色及发展潜力

Leslie Maasdorp 金砖国家新开发银行副行长、首席财务官

以下观点整理自 Leslie Maasdorp 在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济国际研讨会（第 1 期）上的发言

金砖国家新开发银行成立于 2015 年，目前已经累计通过价值 300 亿美元的基础设施项目。这样一家多边银行在全球的金融、经济大环境当中，在全球量化宽松政策的背景下到底扮演了什么样的角色？当我们面临疫情的时候应该怎样去应对？我们要如何创新和改革才能够快速应对未来不断转变的危机？这就是我们今天讨论的基本问题。

首先，**多边银行在应对危机中扮演着非常重要的角色**。1945 年世界银行建立的时候，它的设计的原则就是这样的：当危机发生时、资本收缩时，多边银行能够增加信用，在出现流动性缺口的时候提供流动性。尤其在金融市场和基础设施建设方面，多边银行是始终站在前列的，目前这个趋势也非常明显。比如在公共支出领域，各国在减少公共支出，同时一些新兴国家在增加主权债务，伴随着更多的碳排放，多边银行则和这些趋势保持积极互动。所以，我们可以看到存在着如此多的多边银行和多边金融机构。新冠疫情影响着各国，这些多边银行可以为各国提供信用支持，从去年以来为了应对新冠疫情，多边银行已经累计提供了 400 亿美元的信用。其他国家的财政刺激规模已达到了上万亿美元，相比而言多边银行提供的信贷规模较小，但**多边银行在逆周期过程中扮演着非常基本、重要的作用，可以控制宏观经济危机**。

第二，**多边银行正在重新看待自己的角色**。从新冠疫情和之前的危机中吸取经验，未来才能更好地应对长远的危机，这是我们的核心任务。很多多边银行有较好的信用评级，这意味着它们可以从债务市场中获取足够的融资，比如从流动性比较强的市场获取欧元和美元，再将这些资金投放到新兴市场中，而且利率非常优惠，给予国有企业和政府以优惠利率的贷款。这样的模式也就是**从成本比较低的地方融资，再借给那些新兴市场国家**，这是自二战之后建立的一种模型，这样就可以**推动发展中国家的基础设施建设**，

这样的模式一直持续到今天。从规模来看，与发展中国家的发展潜力相比，多边银行的活动规模还不够大，**其实多边银行可以增加活动范围，当面对庞大的危机时，多边银行可以扮演更重要的角色，拓宽自身的影响力。**

这里要谈到的是不同的国家是如何被新冠疫情影响的，以及多边银行是如何协助应对这些危机的。新冠疫情首先冲击了中国，而中国在 2020 年还实现了经济增长，这部分得益于多边银行在抗击疫情方面做了非常有力的工作。**金砖国家新开发银行基本上是首先应对新冠疫情的多边银行，提供了约 10 亿美元的信用给受灾比较严重的省份和国家。从去年到现在，我们不仅迅速审批资金，而且在很短的时间内将这些资金投放到了受灾最严重的地方。**

在今年 4 月份发布的经济展望报告中，中国今年的经济增长展望大约是 8%，也可以看到有很多经济复苏的信号，意味着这样的经济增速很有可能在 2021 年实现。中国的经济复苏是依照计划进行的，疫情当中的控制措施非常及时而精准，响应非常快速。这样的工作包含了两个部分，**一是公共卫生危机应急措施，二是经济复苏措施。**

印度也是个巨大的新兴国家，但不幸的是印度迎来了疫情的第二波爆发，对经济的影响非常大，同时人员死亡的数字也不断攀升，但印度仍然会出现经济复苏，且今年的经济复苏会更强势，印度今年的 GDP 增速很有可能达到 12%。巴西是另外一个复苏中的发展中国家，今年的第一季度经济增速较低，但是巴西的经济增速将在未来大幅上升，这可以从 PMI 指数中看出，PMI 可以显示各国的工业活动情况。巴西的支出和消费指数方面也在复苏。俄罗斯也处在复苏进程中，有可能从第一季度的负增长继续往正增长的方向移动，这样的趋势很可能会继续持续，2021 年将会有不错的经济复苏。

多边银行在支持这些新兴国家时，会基于不同的支持项目，比如有 50 亿或 60 亿资金可能投放在了公共卫生应急或者经济复苏措施方面，在不同的系统中投放不同类型的资金，可以看到很好的效果。比如，我们有一些现金纾困计划，在那些社会福利系统较为脆弱的国家，我们可以向其公共部门提供更多资金。再比如很多国家正在降低自己的政策利率、降准，同时也可以看到公开市场操作和信贷操作，所有的操作都是为了保证

各国市场有足够流动性，让各个国家更有力地应对新冠。

从2020到2021年的实际情况可以看到，注入流动性的效果可能是有限的。首先流动性必须要精准，这是最重要的条件之一，只有精准的流动性才有可能有足够的效果；第二，流动性必须要有包容性的、可持续的增长，这样才能够保证经济绿色复苏。多边银行的原则就是让经济复苏变得更加健康、更加正面。当我们看到包容性的增长包含了更多的绿色元素，同时更加可持续性的话，我们就可以看到更健康的增长。各个国家目前都在面临着气候变化危机，多边银行的资金和项目是和这个大背景联系在一起的，大多数的项目都是为了可持续增长而服务的。

想和大家分享的是我们从这些项目中所总结的经验。就是**多边银行尚有很大的规模增长空间、有很多的机会，去创造一个更好的协调系统。**比如我的祖国南非2020年疫情肆虐，多边银行也为南非提供了几十亿美元的资金和援助。包含世界银行和金砖新开发银行在内的不同的多边银行都提供了相应资金，也就是说多边银行设置了很多项目，但这些项目并没有很好地协调，成为一个很好的有机体。未来，我们可以总结的经验就是**多边银行不仅在应对速度上可以相互协调，同时在规模上也可以相互协调，只有在协调时，多边银行的合作才有可能获得更好的效果。**

最后一点是绿色复苏。我们现在所面临的最大的问题就是如何确保绿色转型，所有的G20国家都已经确认2050年碳中和的目标。要让经济复苏变得更健康、更绿色，我们希望不同的企业、不同的政府、不同的行业真正识别自身的采购行为、商业模式，**只有重新审视自身模式才能够减少自身碳排放强度。**这次疫情其实也是一个很好的契机，能够让我们重新审视自己的行为，重新审视自己的目标，当我们在经济中注入流动性时首先就要去刺激经济活动，同时也应该关注如何为这些经济活动设定良好的条件和支持。我们可以更好地支持这些企业的经济活动，比如可以让他们更好地维持就业率，保住更多的就业岗位，同时在环境和社会的绿色影响方面建立更高的标准。

最后想说一点，在过去的12个月当中，我们可以看到很多国家出现了社会不稳定的情况，收入分配的不平衡是很多问题的核心，是未来需要关注的议题。很多国家出

现了不稳定的情况，很有可能是这个国家深度不平衡的一种表现，所以，在未来必须要更加关注社会公平问题，在经济复苏的时候能够将经济的包容性考虑在内，可以让更多人享受经济增长的红利，而且更加平等地进行收入分配。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

