

# 美联储推出 QE3 对我国的影响及对策

马 宇<sup>1,2</sup>

(1. 中国社会科学院 金融研究所, 北京 100732; 2. 山东工商学院 经济学院, 山东 烟台 264005)

**摘要:** 美联储推出 QE3 将给我国经济带来较大影响, 主要包括: 加重通货膨胀和资产泡沫压力; 美元贬值将导致我国外汇储备出现大幅缩水; 对我国进出口产生不确定性影响; 给人民币国际化提供了更好的环境。我国应采取如下措施: 推动人民币国际化; 通过资产多元化减少外汇储备损失, 增加对外直接投资; 完善人民币汇率形成的市场机制, 增加汇率弹性; 采取审慎的宏观经济政策, 避免陷入“滞胀”的局面。

**关键词:** 量化宽松货币政策; 通货膨胀; 资产泡沫

**中图分类号:** F820.1      **文献标识码:** A      **文章编号:** 2095-0098(2012)06-0003-04

## 一、美联储推出 QE3 的背景

2012 年 9 月 14 日美联储的决策机构——联邦公开市场委员会(FOMC)宣布开启第三轮量化宽松货币政策(QE3)。所谓的“量化宽松政策”, 简单说就是开动印钞机, 创造出指定金额的货币。QE3 计划每月买入 400 亿美元的机构抵押贷款支持证券。加上“扭转操作”和到期收益再投资, 在 2013 年之前, 美联储每月购入长期证券将达 850 亿美元。QE3 与 QE1 和 QE2 的重要区别就是没有对资产收购计划设定明确期限和总额限制, 与此同时, 美联储还宣布延长零至 0.25% 的基准利率到 2015 年年中。

在此之前, 美联储已实施了两轮量化宽松货币政策。2008 年 12 月美联储将联邦基金利率由 1% 下调到 0~0.25%。2009 年 3 月至 2010 年年初美联储推出 QE1, 购入 3000 亿美元长期国债、1.25 万亿美元抵押贷款债券和 1750 亿美元“两房”债券。2010 年 11 月美联储推出 QE2, 在 8 个月内购入 6000 亿美元国债。在实施前两轮量化宽松货币政策中, 美联储已经收购了 2.325 万亿美元资产。<sup>[1]</sup>

美联储推出 QE3 的背景原因包括:

第一, 美国失业率过高, 经济增长低于预期。8 月份美国新增就业人数为 9.6 万人, 远低于预期, 非农业部门失业率为 8.1%, 较 7 月份的 8.3% 略为下降, 其原因不是就业人数增加, 而是劳动参与率下降, 这表明出美国就业市场复苏乏力。2012 年前两个季度美国实际 GDP 增长率分别为 1.9% 和 1.7%, 低于市场预期。

第二, QE1 和 QE2 并没有给美国带来太大通货膨胀压力。前两轮 QE 制造的流动性很大一部分流入了新兴市场国家, 如图 1 所示, 没有停留在美国国内, 所以美国国内货币供给量增幅并不高, 从而导致了较低的通胀率, 以通货膨胀年度变化百分比来衡量, 2009 年为 1.91%, 2010 年为 1.68%, 2011 年为 3.0%, 预计 2012 年为 2% 左右, 一直维持在一个较低水平, 因此, 美联储敢于大胆推出 QE3。

收稿日期: 2012-10-09

基金项目: 国家社会科学基金项目: 美国主权债务风险的系统动力学仿真、预警及我国外汇储备优化管理研究(12BJL050); 国家社会科学基金项目: 基于风险分担机制变迁的美国次贷危机形成与扩散机理及其启示研究(09BJL037)

作者简介: 马宇(1970-), 男, 中国社会科学院金融研究所博士后, 山东工商学院经济学院副院长, 教授, 经济学博士, 研究方向为国际金融。

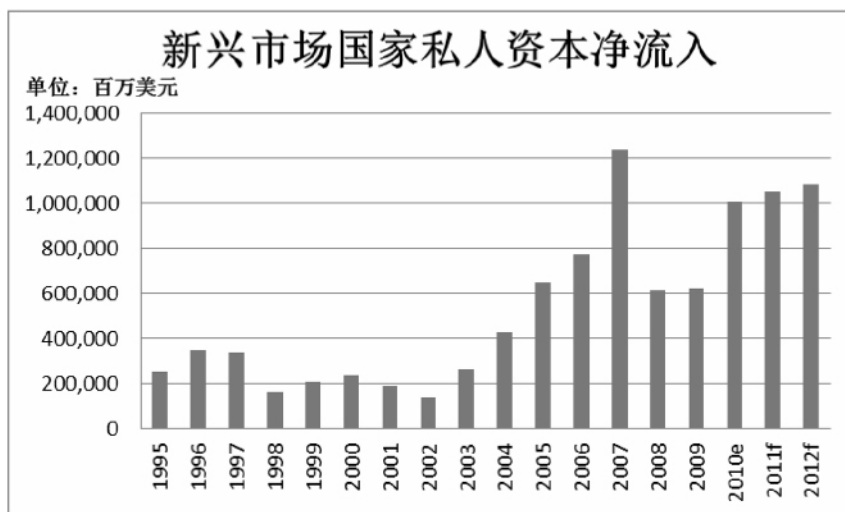


图1 新兴市场私人资本流入情况

数据来源: Institute of International Finance. Capital Flow Data.

注: 私人资本包含直接投资、证券投资、商业银行借贷和其它私人借贷

第三,面临“财政悬崖”。“财政悬崖”是指美国前期的一系列减税和财政刺激措施将于今年年底和明年年初集中到期,比如2008年布什政府推出的税收减免政策将在今年年底到期和明年年初将启动自动减少财政赤字机制,10年联邦政府减少开支1.2万亿美元,这可能导致美国经济复苏进程中断,出现严重衰退。

第四,面临着主要经济体货币发行竞争的局面。为应对主权债务危机,9月6日欧洲央行利率会议决定,欧洲央行可以应成员国申请在二级市场直接购买其国债。这实际上是欧元区开启了新一轮的量化宽松政策,刺激了欧洲金融市场反弹。美元和欧元是世界两大主要国际货币,如果美联储一直处于保守地位而不推出QE3,则可能出现国际货币发行的权力旁落欧洲,导致美国金融市场动荡。

## 二、QE3 的特点

与QE1和QE2相比,QE3具有如下特点:

第一,QE3是“无限式”的,即购买债券数量和时间都没有设定限制。QE3计划每个月额外购买400亿美元抵押贷款支持债券,直至就业状况出现明显改善,没有明确QE3结束的时间。与此同时,美联储的“扭转操作”仍继续进行。随着时间的延续,购买债券的数量会越来越多,也可能超过QE1和QE2之和,因此,QE3是积极主动的,也是美联储在经济持续不景气条件下的无奈选择。

第二,QE1和QE2购买的资产主要是美国国债,而QE3计划购买的全部是抵押贷款支持债券,而不是国债。说明美联储的目的是直接刺激房地产市场,打算通过向楼市注入更多的流动性,压低抵押贷款利率,带动楼市繁荣,从而刺激经济增长。

第三,QE3蒙上了“政治色彩”。目前,美国已经进入总统大选时期,而失业率高居不下,因此,QE3把解决失业问题放在首位,这激起了人们对美联储货币政策目标是物价稳定和是充分就业的争论,也提出了“QE3是出于政治权衡还是经济考量”的问题。其实,QE3既是经济问题,又在很大程度上是总统大选时期的政治问题。

## 三、QE3 对我国的影响

### (一) 加重我国通货膨胀压力

QE1和QE2之所以没有引发美国国内通货膨胀,主要是因为增加的货币供给量中有四分之三流向美国境外,导致原油、黄金、白银、工业金属、农产品等国际大宗产品价格和贵金属价格大幅上涨,形成国际通货膨胀。<sup>[3]</sup>同时也有一部分美元流入新兴市场国家,造成这些国家外汇储备大幅增加和货币升值。前两轮量化

宽松(QE1:2009年3月-2010年3月;QE2:2010年11月-2011年6月)期间,新兴市场国家外汇储备整体增加30%以上,巴西、南非的实际有效汇率升值幅度超过了40%,我国外汇储备总额增长了60%以上,人民币升值幅度为8%。前两轮量化宽松期间,国际大宗商品价格指数路透CRB上涨幅度超过80%以上。

目前,国际石油等大宗产品价格已处于次高位,QE3大量增发美元,并且没有时间约束和总量约束,这将导致美国货币供给量会持续增加,进一步加剧全球通货膨胀。在QE3公布之后,国际原油价格、黄金价格、股票价格闻风而动。国际大宗商品价格上涨会直接引发我国输入型通货膨胀,对我国货币政策带来更多掣肘。

#### (二) 加重我国资产泡沫压力

全球的美元流动性过剩将增加流入我国的资本数量,扭转今年上半年人民币贬值和资本流出的状况,资本流动从净流出转为净流入,增加我国外汇占款的人民币投放数量,直接带来国内通货膨胀压力,使我国目前的宏观调控成果受到影响。<sup>[2]</sup>这些资金流入实体经济的概率较小,多数会流向房地产、股市等资产市场,吹大资产泡沫。另外,目前我国利率远高于美国、欧盟等发达国家和地区,会吸引大量国际资本流入我国套利,如果我国继续降低利率水平,则可能会导致刚刚被打压的房地产泡沫出现反弹,抵消前期调控成果,给经济长远发展带来危害。

#### (三) 美元贬值导致我国外汇储备资产损失

从中期来看,QE3推出将带来美元贬值,这意味着其他国家手中的美元资产出现一个贬值。我国外汇储备资产达到3.24万亿美元,其中大约70%为美元资产,因此,美元贬值将带来我国外汇储备的巨额损失。如果用黄金来衡量美元价值,从1971年到现在美元已经贬值了98%,因此,从长期来看美元贬值趋势明显,QE3将加快美元贬值的步伐,我国美元标价资产的安全性将会受到进一步挑战。

#### (四) 促使人民币汇率改革和国际化

QE3会使美元形成贬值走势,同时大量美元资金会流入我国,这会导致人民币扭转前期贬值走势,重拾升值走势,助长国际资本流入并提高人民币升值预期。美元贬值走势形成之后,投资者将在一定程度上减持美元资产,增持人民币资产,在国际贸易中更易推动采用人民币结算,从而给人民币国际化带来更大空间。

#### (五) 影响我国出口

QE3一方面起到刺激美国经济复苏的作用,因为计划购买大量抵押贷款证券,所以可能会促使美国房地产市场回暖,从而改变家庭部门负债情况,提振消费,增加对我国的进口需求;但另一方面,QE3也将导致美元贬值,并促使人民币升值,增加我国出口压力。

### 四、对策

#### (一) 推动人民币国际化

在美元贬值和人民币升值的条件下,更容易推动人民币国际化,可以增加与新兴市场国家的货币互换,降低双边交易中美元的使用比例,增加进出口贸易中使用人民币结算的比例,为人民币跨境结算提供更宽松有利的条件。进一步发展香港的人民币债券市场,为持有人民币的国外中央银行提供投资渠道。美元贬值造成大宗商品价格上涨,国际计价标准混乱,因此,在我国一些占有较大市场份额商品的国际交易中,争取使用人民币标价结算。

#### (二) 通过资产多元化减少外汇储备损失,增加对外直接投资

逐步增持非美元资产,如欧元资产、英镑资产等,因为在美元贬值的同时欧元和英镑是相对升值的,可以抵消美元贬值的一部分损失。增加持有与美元走势相反的资产的头寸,例如黄金、石油、白银等,用来平衡美元贬值的损失。

面对不断增加的外汇储备,从长期来看,我国必须完成从国际储蓄者向国际投资者的转换,鼓励企业增加对外直接投资,在境外设立企业、并购企业和参股企业等,培育强大的跨国公司,进行全球化布局。这样可以减少美元价值波动带来的储备资产不确定性,同时可以获得直接投资的收益和实体企业的经营管理权。

#### (三) 完善人民币汇率形成的市场机制,增加汇率弹性

QE3推出后将对人民币汇率带来冲击,因此,应进一步推进汇率形成机制改革,特别是进一步扩大人民

币汇率弹性。如果 QE3 未能有效刺激美国经济复苏、提高就业率,那么美联储将会不停地、无限量地投入美元流动性,这将给人民币带来不断升值的压力。如果 QE3 达到了刺激美国经济复苏的目的,则将导致美元升值,人民币出现贬值预期,并出现国际资本流出我国的情况。因此,要摆脱人民币汇率问题给我们带来的困扰,应推进人民币汇率形成机制改革,扩大人民币汇率弹性。

(四) 采取审慎的宏观经济政策,避免陷入“滞胀”的局面

QE3 带来的大量美元将会导致我国外汇占款增加,增加基础货币投放压力,同时还要面临着进口商品价格上涨带来的成本推进型通货膨胀,因此,需要把抑制通胀和资产泡沫放在重要位置,防止陷入“日本式”的长期经济低迷。在抑制房价过快上涨的同时,有效组织保障房的供给。另外,应制定更加严格的政策控制违规资本流动流入国内,必要时可对资本流入征税,如规定缴纳无息存款准备金,增加资本流入的成本,将资本流动冲击的影响控制在最低程度。

参考文献:

- [1] 丁志杰,贾书培. 美国再次启动 QE2 绑架世界[J]. 西部论丛, 2012(12): 14-16.
- [2] 张明. QE3 对中国经济影响几何? [N]. FT 中文网, 2012-09-14.
- [3] 马宇. 量化宽松货币政策的理论基础、政策效果与潜在风险[J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版), 2011(5): 69-74.

## FED'S QE3 Influence on China and Countermeasures

MA Yu<sup>1 2</sup>

(1. Financial Research Institute, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100732;

2. Economic Institute, Shandong Institute of Business and Technology, Yantai, Shandong 264005, China)

**Abstract:** The Federal Reserve's launching QE3 will bring to our country economy influence, mainly including increased inflation and asset bubbles pressure; the depreciation of the dollar will lead to China's foreign exchange reserves plunged and the uncertain influence on China's import and export and provide RMB a better international environment. Our country should take the following measures: to promote the internationalization of RMB; decrease foreign reserves loss through the plurality of assets; increase foreign direct investment; improve the RMB exchange rate formation of market mechanism; increase the flexibility of the exchange rate; take prudent macroeconomic policy and avoid "stagflation" situation.

**Key words:** quantitative easing monetary policy; inflation; asset bubbles

(责任编辑: 张秋虹)