

# The Differentiation of QE Policy and International Coordination

## 量化宽松政策的分化与国际协调

■ 王一涵

作为非常规货币政策，量化宽松在金融危机之后登上了主要经济体的经济政策舞台。以美、日、欧为主要代表的发达经济体，在市场持续萎靡的情况下，以印钞机方式向市场注入大量的流动性。但是，除了美国以外，日本和欧元区经济并没有得到明显的改善。面对不同的经济形势，美、日、欧的量化宽松政策开始走向分化，美国开始逐步退出量化政策，而日本和欧元区则进入了名义负利率时代。美、日、欧量化宽松政策的分化将对整个世界的经济产生重要的影响，为此本文将深入分析量化宽松政策分化的背景、走势及影响，并提出在美、日、欧量化宽松政策分化的大背景下，进行国际协调的政策建议。

### 量化宽松政策分化的背景

经济危机之后，经过各国的努力，世界经济呈现复苏趋势。复苏的主要动力来源于发达经济体实施量化宽松政策为市场带来的流动性。但是大量的流动性并没有流入实体经济，而是流向了银行等金融部门，这进一步催生了虚拟经济泡沫，为经济发展埋下了隐患。反观实体经济，长期的投资放缓带来的失业率上升、GDP增速减慢等，都说明了全球经济正处于“长期增长停滞”时期。主要表现在以下几个方面。

**全球主要国家的GDP增长速度减慢。**全球经济危机之后主要经济体的总体表现不尽如人意，从国际货币基金组织（IMF）发布的《世界经济展望报告》来看，世界经济总体处于下滑态势，2016年全球经济增长率为3.1%，低于预期水平。发达经济体的增长率仅为1.7%，远低于2015年的2.1%。而新兴经济体的经济增长率情况要好于发达经济体，2016年新兴市场和发展中经济体的增长率为4.1%。虽然2016年10月以后，世界经济展现出加速发展的势头，IMF将2017年世界经济增长率预期上调至3.5%，尤其是美、日、欧经济增长前景将有所改善，但是对比金融危机之前的世界经济增长率，目前各国的经济增长率都处于较低水平。尤其是一些新兴市场和发展中经济体有可能受近年来贸易条件恶化持续等特殊因素影响，致使其经济增长预期下降（表1）。

虽然量化宽松政策支持了发达经济体短期内的增长，但是高债务率、银行高不良贷款率、通货紧缩以及低投资等问题，导致发达经济体对货币政策的依赖程度仍然较高，由生产率放缓和老龄化引起的问题仍然无法得到改善，因此，世界经济短期无法摆脱“长期增长停滞”的困局。但是，美国的GDP增速较为明显，从2013年开始呈现复苏态势，到2014年已经摆脱了金融危机的阴霾。

**失业率不断上升。**由于量化宽松为市场注入的资本主要流向虚拟经济，金融危机之后实体经济始终处于萎靡状态，对全球的劳动力市场打击严重，全球失业率水平不断上升。统计数据显示，2015年全球失业人口达1.971亿人，比2014年增加70万人，比金融危机前增加了大约2700万人，其中四分之一的失业人口来自于发达经济体，全球失业率高达5.8%。《中国劳动保障发展报告（2016）》分析结果显示，2016年和2017年全球失业率将继续上升，预计2016年全球失业人口数将同比增加大约230万人，2017年全球失业人口数将同比增加大约110万人。由于投资需求不足、实体经济衰落、长期增长停滞，高失业率不可避免。

**实际利率不断下降。**2001年到2008年金融危机爆发前，全球各国的实际利率已经从20世纪90年代的3.5%下降到2%。2008年金融危机之后，许多国家的实际利率已经下降到零的水平，甚至部分国家开始实行负利率政策。实际利率不断下降的现象，印证了全球经济处于“长期增长停滞”的事实。发达经济体实施的宽松的货币政策所带来的流动性压低了利率，使经济向虚拟经济方向发展，同时也促进了实体经济的转变。作为企业的管理者，为了寻求更大的利益，将企业发展方向转向金融、房地产等虚拟经济部门。经济虚拟化以及加杠杆的放大效应虽然在短期营造了繁荣的假象，但并没有从根本上创造出更大的需求，伴随着实体经济的衰落，意味着“增长停滞”是具有长期性的。

### 美日欧未来政策走势及影响

面对长期经济增长停滞，美、日、欧在未来政策选择上会持谨慎态度。欧元区强力执行量化宽松政策和负利率政策，日本也

表1 主要国家经济增长及增长预期 (%)

	2015年	2016年	2017年	2018年
世界经济	3.4	3.1	3.5	3.6
发达经济体	2.1	1.7	2.0	2.0
美国	2.6	1.6	2.3	2.5
日本	1.2	1.0	1.2	0.6
欧元区	2.0	1.7	1.7	1.6
英国	2.2	1.8	2.0	1.5
新兴经济体	4.2	4.1	4.5	4.8
中国	6.9	6.7	6.6	6.3
印度	7.9	6.8	7.2	7.7
俄罗斯	-2.8	-0.2	1.4	1.4

在2016年初开始实行负利率，而美国也在谨慎地推行加息政策，全球的货币政策分化不断加剧，经济走向也存在较大的不确定性。

#### 量化宽松政策走势

**首先是日本。**日本是最早实行量化宽松的国家，目前日本经济增长预期虽然维持稳定，但是通货紧缩仍是困扰日本的主要问题。尽管日本近年来表现出较强的创新力，但日本经济已经不具备高增长条件，2016年3月至9月，日本核心CPI连续同比下降，501家上市企业净利润同比减少25%。考虑到人口老龄化问题、政府高债务问题、居民消费低迷、市场融资需求不足等结构性因素的影响，日本央行从2016年2月开始实行负利率政策，并在2016年9月实施“附加收益率曲线控制的量化宽松”。负利率政策推低了日本的借贷成本，给企业和消费者带来了好处，同时也在一定程度上损害了日本商业银行的利益。从日本量化宽松和负利率政策实施的效果来看，目前日本央行所持有的日本国债已占国债余额的40%，但是日本的通货膨胀率尚未达到日本央行2%的通胀目标，加上美联储可能进一步收紧货币政策给日本央行带来的压力，继续维持较低的利率和相对宽松的货币政策对日本经济是适宜的，预计未来日本仍将维持相对稳定的量化宽松政策。

**其次是欧元区。**欧元区一直坚持负利率政策，从2014年6月开始，欧元区隔夜存款利率几乎处于负利率，并且持续走低。负利率政策可以有效地刺激投资、减少银行所持多余存款、改善融资环境，但是受负利率政策的影响，金融业风险上升。与此同时，诸多事件表明欧元区的量化宽松政策将持续下去。其一，欧洲央行2016年年底宣布将资产收购项目的期限延长一年至2017年年底，但是购债规模将有所下降，由每月的800亿欧元降至每月600亿欧元。其二，受美国特朗普当选总统和美联储加息所带来的货币贬值的影响，以及英国脱欧带来的货币宽松的预期，欧元区股票市场出现反弹。其三，欧元区受能源价格上涨的影响，2016年

底的年化通货膨胀率达到了1.1%，CPI同比上升1.1%，均创新高，说明欧元区通货紧缩的风险在一定程度上得到缓解。但是，由于欧元区社会经济结构性改革力度不够，经济增长基础不够稳固，以及成员国政治因素的不确定性，欧元区未来经济增长仍持续弱增长态势。上述诸多事件表明，欧洲退出量化宽松时机尚不成熟，预计未来欧元区将继续实行量化宽松政策。

**最后是美国。**美国作为全球最具实力的经济体，随着货币政策和经济结构调整成效的初显，美国在就业、投资和消费领域逐步回升，从2013年5月开始，美联储开始有计划有步骤地退出量化宽松，这与欧元区和日本强力实行量化宽松货币政策形成鲜明的分化。美国退出量化宽松的一个主要方式是加息，从2015年12月美联储首次加息开始，全球对美联储加息的预期不断增强，2016年12月美联储如期将联邦基金利率提高到0.5%~0.75%，但是加息次数没有达到市场预期，2017年市场普遍预期美联储将加息三次。美联储加息呼声持续高涨，全球资本回流趋势明显，美国经济增长将逐渐向常态回归。从2016年美国经济发展状况来看，美国经济主体呈温和增长态势，个人可支配收入、消费者指数、政府支出、投资等都有所上升，失业率下降。如果2017年美国进一步推进有关基础实施建设、减税等方面的政策，美国经济有望快速增长。但是特朗普的贸易保护政策又给经济增长带来较多的不确定性，因此美国财政政策、货币政策等经济政策的实施时机和实施规模等也同样面临诸多不确定性。从美元升值和长期失业率下降带来的通货膨胀率上升来看，美联储加息的概率仍不断加大，预计未来美国会继续收紧货币政策，这也意味着美国退出量化宽松正稳步进行。

#### 量化宽松政策分化的影响

美、日、欧主要经济体量化宽松政策的分化，给全球经济带来了较大的影响和较多的不确定性，主要表现在以下几个方面。

**对主要发达经济体的影响。**由于美国劳工市场紧缺，通货膨胀上升，美联储加息预期进一步提高，美元面临着进一步升值的可能，这将给公司资产负债表和融资带来压力。与此同时，美国实施了货币市场基金监管的新规定，导致大量资金撤离货币市场，使得货币市场资金出现短缺，美元成本将面临上升风险。但是，由于美国不断加大住房市场和劳动力市场投入，并且金融条件相对宽松，因此美国整体经济将继续保持较为强劲的势头。与此同时，美国的新市场、新行业和新科技，将成为美国未来经济发展的新的增长点。日本虽然仍面临经济下行风险，并推出极度宽松的货币政策，但是受美元汇率影响，在避险和套利情绪驱动下，日元汇率有所提升。而欧元区受英国脱欧、成员国债务问题、政治选举的影响，强力的量化宽松政策和负利率政策，将抑

制投资的增长和就业率的提高。

**对新兴市场国家的影响。**美国退出量化宽松之路将给新兴经济体带来巨大影响。受美联储加息影响，全球制造业将受到负面影响，大宗商品价格很难出现持续的上升势头。新兴市场货币将随美元加息步伐波动，大宗商品出口国货币升值空间有限。新兴市场的银行信贷可能出现需求下降、利率上升、不良贷款率提高等条件恶化趋势。部分新兴市场国家可能面临流动性短缺，阿根廷、巴西、印度等国家资产市场相对脆弱。

**对中国的影响。**在美联储加息与中国央行放松货币政策的过程中，中美两国货币政策的分化，会牵制中国货币政策操作。随着美元和人民币利差的收窄，人民币兑美元面临贬值压力，给中国维持汇率稳定带来难度。并且随着人民币贬值预期增加，会导致短期资本外流，使得中国国内银行面临流动性短缺的风险。与此同时，美、日、欧量化宽松政策的分化，使中国面临更加复杂的外部环境，给中国经济转型、经济体制改革、财政税收改革带来巨大的压力。

### 量化宽松政策的国际协调

在经济全球化日益深化的情况下，发达经济体的量化宽松政策不仅对本国经济，乃至世界经济都产生重要的影响。美国逐渐收紧的货币政策与欧洲和日本持续扩张的货币政策，将通过对外汇和资本流动的影响，同时作用于各国进出口贸易。由于欧洲和日本经济的低迷，全球总需求扩张基础薄弱，新兴经济体外部需求不足，资本流出可能性增大，部分新兴经济体仍将面临严重的金融风险。与此同时，欧洲主权债务危机虽然给欧洲带来了结构调整和制度改革的动力，但是欧元区统一的货币政策和分散的财政政策的二元结构矛盾没有得到实质性的改善，加上欧洲实施大规模且长时间的宽松货币政策，不仅使得欧洲未来的实质性复苏充满变数，同时由量化宽松政策所创造的流动性，将对新兴经济体产生外溢作用，尤其是给全球的金融市场带来较大的不确定性。

一方面，宽松的货币环境使得国际金融市场中以投机为目的的投资增加，包括高收益、低级别债券发行势头强劲、杠杆性银团贷款出现上升势头、股票市场上股价与公司基本面的关联性减弱等等。另一方面，美联储计划退出量化宽松，信贷收缩将使新兴经济体面临国际资本大量撤离的风险，这对本币形成了贬值压力、对外负债率较高、资本项目开放的国家来说是极大的挑战。再者，美国和日本的高负债率，一旦发生风险就可能引发全球性的金融危机。因此，必须促进量化宽松政策在全球范围内的协调，化解金融危机再次发生的风险，但是协调的难度加大，为此

本文提出以下几点建议。

#### 加强国际金融监管协调

量化宽松政策所带来的国际资本流动问题，是各主要发达国家以及新兴经济体所关注的重要问题。在全球范围内对资本流动进行有效监管、降低资本流动性风险，是维护世界金融稳定的关键，为此需要加强国际间的金融监管协调。

**建立统一的国际金融监管制度。**目前，《巴塞尔协议》是国际上较为系统的国际金融活动规则，但是由于该协议覆盖面较小，普适程度尚不清晰，虽然对全球金融监管具有重要的参考和指导意义，但是仍不能作为全球统一的国际金融监管制度。随着全球金融一体化程度加深，资本的流动性打开了金融的国界，全球金融体系需要一个统一的规则。因此，建立统一的国际金融监管制度是国际金融监管改革的一项重要内容。G20是全球主要经济体发挥协调作用的平台，中国作为世界第二大经济体应该借助G20平台发挥大国作用，积极促进国际统一的金融监管制度建立，保护本国金融产业的同时，提升中国在国际金融领域上的影响力。

**设置防范国际金融风险的区域应对机制。**国际金融风险可以通过利率、汇率、国际收支差额以及国际游资等形式，对各国国内金融运行造成威胁，进而造成各国国内投资者恐慌，投资者的恐慌情绪和消极情绪将放大国际金融风险，从而对国内金融市场产生更为不利的后果。尤其是在资本流动性加大的情况下，监管部门应密切关注金融活动，在各国范围内设置防范国际金融风险的区域应对机制，防止因资本流动速度过快而引起的金融危机，在全球统一监管的框架内发挥区域监管的作用。

**寻求各国金融监管博弈的均衡点。**各国在参与国际金融监管的时候，不可避免会面对金融产业竞争力和监管力度之间的矛盾，各国金融监管与国际金融监管协调之间的博弈从未停止。削弱一国金融产业竞争力的国际金融监管制度是无法有效实行的，因此，在探索国际金融统一制度的时候，应权衡各国的权益，尽可能去寻找各国金融监管博弈的均衡点。由主要发达经济体发起的量化宽松政策，对新兴经济体产生巨大的溢出作用，因此在权衡各国金融监管权益的时候，尤其要充分考虑新兴经济体的利益。而对于新兴经济体而言，金融监管创新明显不足，应该加快自身的金融监管改革，以适应国际金融监管统一的需要。

#### 加强宏观政策协调

量化宽松政策在全球范围内的溢出效应给世界经济尤其是新兴经济体带来巨大挑战。一方面，发达经济体对国际大宗商品的需求在全球总需求中占比较大，其国内经济波动和政策变化，将通过国际贸易对国际大宗商品的价格产生影响，从而间接对新兴

经济体的经济增长、通货膨胀、进出口带来冲击。另一方面, 国际资本流动速度加快会通过汇率、利率、资产负债等宏观变量, 对实体经济产生连锁反应。为此, 各发达经济体和新兴经济体必须加强宏观政策的协调, 以应对量化宽松政策对本国实体经济的冲击, 防止经济危机再次发生。

**建立债务管理协调机制。**量化宽松政策的实行, 使得各国央行持有大量政府债券, 发达经济体的政府债务水平大幅攀升, 由于政府债券可以作为银行接受的抵押品, 因此各国的债务水平和金融稳定之间的关系进一步加强。在后金融危机时代, 为缓解量化宽松政策的不利影响, 各国应基于G20的平台建立起债务管理协调机制, 增加债务管理的透明度, 提高债务管理质量, 增强各国在面对国际金融变化时的适应能力。

**建立区域性汇率协调机制。**量化宽松政策使得亚洲的新兴经济体经历了更大规模的资本流入, 因此在面对美国退出量化宽松和欧元区与日本强化量化宽松时, 所要经受的资本流动性冲击更大。汇率的波动将严重冲击包括中国在内的亚洲新兴经济体的宏观经济稳定, 因此可以考虑建立区域性汇率协调机制, 共同维护

地区经济稳定。

**推动结构性改革。**结构性因素是影响一国可持续发展的重要因素, 包括经济基本面结构和经济政策结构。经济基本面结构如人口结构、收入结构、金融发展结构、经济增长预期等, 这些基本面结构虽然短期不会发生较大改变, 但从长期来看会通过投资、贸易、储蓄等因素影响一国经常账户差额。经济政策结构包括财政政策、货币政策、国际贸易政策等, 这些政策因素将直接影响一国的经济发展状况。金融危机之后, 各国都在面临着结构性改革, 一方面是由于自身经济发展规律所引起的结构性转变, 另一方面是由于各国为复苏经济而采取经济政策促进结构性调整。积极推动经济结构性改革, 扩大内需, 促进经济稳定增长的同时, 减少对国际贸易的依赖度, 可以增强各国对国际金融冲击的防御能力。●

(作者单位: 中国社会科学院金融研究所)

责任编辑: 董治  
Yhj\_dz@126.com

## 宏观经济月度资讯

### PMI显示需求走弱库存上升, 工业暖春可持续性待观察

4月30日, 国家统计局、中国物流与采购联合会联合发布数据显示, 2017年4月份, 中国制造业采购经理指数(PMI)为51.2%, 比上月回落0.6个百分点, 但仍位于扩张区间。

### 央行结束连续九日逆回购操作, 资金面短期或难以宽松

5月2日, 央行公告称, 上月末临近日终财政支出力度加大, 目前银行体系流动性总量处于适中水平, 当日不开展公开市场操作。分析称近期资金面仍然稳中偏紧, 央行公开市场投放维持紧平衡状态。

### 4月份中国外汇储备三连增, 4月末环比增长超200亿美元

5月7日, 央行公布数据显示, 截至4月末, 中国外汇储备达30295.33亿美元, 较3月末上涨204.45亿美元, 超出市场预期。中国国家外汇管理局有关负责人指出, 4月末外汇储备规模的环比增幅达0.7%, 为连续第三个月出现回升。

### 我国4月进出口增速双双回调, 外贸仍延续高速增长态势

5月8日, 海关总署公布4月货物贸易数据, 数据显示, 今年前4月, 我国货物贸易进出口总额8.42万亿元人民币, 同比增长20.3%。4月份, 我国进出口总额2.22万亿元人民币, 同比增长16.2%。

### 4月份CPI呈低位趋稳走势, 专家预计未来物价将逐步回暖

5月10日, 国家统计局发布的2017年4月份CPI和PPI数据显示, CPI环比上涨0.1%, 同比上涨1.2%; PPI环比下降0.4%, 同比上涨6.4%。专家表示, 受到食品价格下行的影响, CPI继续低位运行, 未来货币政策收紧的空间减小。

### “一带一路”峰会成功在京召开, 中国可持续发展空间打开

5月14日至15日, “一带一路”峰会在京召开。本次高峰论坛是我国4年来围绕“一带一路”举办的规格最高的活动, 也是今年我国最重要的主场外交活动之一, 进一步凝聚了世界各国、社会各界共建“一带一路”的共识。

### 4月中国多项经济指标增速回调, 煤炭固投下降去产能加快

5月15日, 国家统计局数据显示, 1~4月份, 全国固定资产投资(不含农户)144327亿元, 同比增长8.9%, 增速比1~3月份低0.3个百分点。同时, 4月份, 全国规模以上工业增加值增速比上月回落1.1个百分点。

### 同业拆借与贷款利率倒挂, 同业“缩表”符合宏观环境

5月23日, 一年期Shibor报4.3137, 继前一个交易日银行间拆借利率超过贷款基准利率倒挂后继续上升1.13个bp。分析认为, 同期限Shibor和LPR出现倒挂, 意味着负债在边际收紧, 而资产端则仍然保持边际宽松。

## 商业银行 57

### 银行解“毒”/邱冠华 王剑 张宇

我国自2010年宏观调控以来，经济进入下行周期，银行业也面临高度管制、信贷需求不足的局面，于是想方设法寻找资产，以便保持盈利水平。但这些资产来源并不完全是合乎监管意图的，存在一定风险隐患。这些带有风险隐患的资产暂被称为“毒资产”。

## “Detoxify”

### The Bank System

Since 2010 our macro-control began, the economy has entered a downward cycle, the banking sector is also facing stringent regulation. Commercial bank need to find more assets to maintain profit. However, these sources of assets are not entirely safety, there are hidden dangers. These assets with potential risks are temporarily called "toxic assets".



## 宏观经济 77

### 量化宽松政策分化与国际协调 /王一涵

金融危机之后，美日欧等主要经济体采取非常规的货币政策扭转市场低迷和经济衰退。面对经济长期停滞和超级债务周期，美日欧的量化宽松政策开始走向分化。作者指出，该变化会导致我国短期资本外流，使得中国国内面临流动性短缺的风险，因此应该加强国际金融监管协调和宏观政策协调。

## Quantitative

### Easing Policy Polarization and International Coordination

After the financial crisis, the major economies took unconventional monetary policies to reverse the market downturn and recession. Faced with the long-term stagnation of the economy and the super debt cycle, quantitative easing policies in the major economies have begun to differentiate. The author points out that this change will lead to short-term capital outflow in China, which makes China face the risk of liquidity shortage. Therefore, we should strengthen the coordination of international financial supervision and coordination of macro policies.



### 刊首语

04 漫谈中国优势及其他

### 特别关注

- 10 银行监管风暴
- 11 温彬/当前金融风险上升的原因和对策
- 15 宋效军/“真查”“真改”是强监管下银行唯一选择
- 21 党均章 师玮/关于监管新政下中小银行大类资产配置的思考
- 26 卫功琦/如何治理银行业市场乱象
- 30 胡洁 张珂珂/当前金融领域存在的风险隐患及防范对策

### 封面人物

34 韩晓宇/“老银行”的“新基业”  
——访建信基金管理有限公司董事长许会斌

### 行长视点

38 刘义龙/新常态下商业银行如何防范和管控金融风险  
——邮储银行广东省分行的探索

40 杨忆/新形势下做好商业银行大数据工作的“方法论”

44 本刊记者/错位竞争，突出特色，打造“湖南人的主办银行”  
——访长沙银行董事长朱玉国

### 评论

48 刘煜辉/钝刀与剃刀

### 商业银行

- 54 王鹏虎/交易银行的内涵、价值与发展路径
- 57 邱冠华 王剑 张宇/银行解“毒”
- 60 邓莎莎/银行保理：现状、问题与发展路径
- 63 任瑞媛 王彦博 周学春/商业银行如何实施客户教育战略
- 66 何扬禄/浅议互联网时代商业银行的个人支付业务

### 宏观经济

- 70 彭永芳 周荣敏 朱艳新/现代金融服务业发展的集群化态势
- 73 宋艳伟/CPI和PPI走势背离形势下的商业银行应对策略
- 77 王一涵/量化宽松政策的分化与国际协调

### 广告目录

拉页 四川天府银行

封二 银行家公众平台

扉一 分众传媒

扉二 网易

扉三 竞争力蓝皮书