

金融危机以来美联储货币政策变动 对我国货币政策调控的影响

陆前进 罗婧怡 武磊

摘要：在开放经济的背景下，一国货币政策会对其他国家产生外溢效应。以美联储为代表的西方国家货币政策动向，既影响全球资本在境内外流动与我国的对外贸易，又影响我国的宏观经济政策调控。本文对金融危机以来美联储货币政策的三个阶段进行梳理分析，回顾各阶段下中美两国货币政策状况及美联储政策变动对我国政策方向的影响，并结合近年调控实践，提出当前形势下，我国货币政策的制定需关注的重点及调控手段。

关键词：货币政策 金融危机 外溢效应

美联储货币政策变化对全球资金流动和各国货币政策调整方向具有重要影响。从历史角度来看，20世纪70年代布雷顿森林体系瓦解后，美元长期在全球金融体系中占据主导地位，美元的强势和弱势周期对全球经济的外溢效应日益加剧。近年来，越来越多的学者开始关注美联储货币政策的外溢效应，深入探讨理论机制并进行实证分析，如Chen et al. (2016)，Tillmann et al. (2019) 和 Lakdawala et al. (2021) 等。中国自加入世贸组织以来不断推进市场化改革，提升对外开放水平，自身经济韧劲和动能不断加强，与美联储之间的货币政策平衡也经历了几个阶段的演化。金融危机及复苏期间，中美均保持货

币政策宽松，促进经济恢复，到后危机时期两国货币政策出现分化，再到新冠疫情时期我国进一步强调货币政策的结构性和精准性，纵观整个历程，中国货币政策保持内外兼顾，充分考虑美联储政策的外溢效应。在当前国际形势越发复杂多变的情况之下，回顾金融危机以来美联储货币政策变动对我国货币政策的影响，从历史中总结经验和教训，能够为未来的货币政策提供启示与参考。

一、金融危机及复苏时期（2008—2013年）：美国四轮QE，我国由适度宽松转向稳健

金融危机爆发后，美联储共计实施

陆前进，复旦大学经济学院国际金融系教授、博士生导师；罗婧怡、武磊，复旦大学经济学院博士。本文获得国家自然科学基金（71773023、71173042）和上海市哲学社会科学规划项目（2022BJB002）的资助。



了四轮量化宽松的货币政策（Quantitative Easing, QE），给国际贸易和金融市场带来了巨大冲击。为应对全球金融海啸的冲击，避免中国经济遭受不利影响，我国迅速调整货币政策方向，采取适度宽松的货币政策，以确保经济增长和稳定市场信心。

在此轮宽松周期中，美联储经过多轮注资，资产负债表大幅扩张。2008年9月—2014年2月，美联储资产总额从0.939万亿扩张至4.203万亿美元，扩张约3.47倍。2008—2012年，美联储共实施四轮量化宽松政策（表1）。从政策执行计划和政策目的来看，第一阶段的QE主要是购买抵押贷款支持证券（MBS）、机构证券与中长期国债，目的是为问题金融资产提供国家担保，以重建金融机构信用，稳定信贷市场，阻止危机的进一步蔓延。第二轮QE进一步收购长期国债，维持0~0.25%的历史最低基准利率，旨在支持经济复苏

并使通胀率回升至目标水平。之后美联储实施了两次扭曲操作（Operation Twist, OT），买入长期国债、卖出短期国债，以压低长期利率，刺激抵押贷款持有人进行再融资。第三轮及第四轮QE主要采购抵押贷款支持债券及长期国债，目标是为了降低失业率并稳定长期通胀预期。

2008年金融危机相对于此前资本主义国家所经历的周期性萧条具有显著不同特征（王维安和徐滢，2011）：一方面，次贷危机破坏了金融机构之间正常的信贷机制，使得传统货币政策工具难以应对；另一方面，在危机的恐慌情绪下，人们丧失了对于经济前景的信心，加剧了金融危机对实体经济的破坏。市场出现严重流动性危机，即使美联储将联邦基金利率下降至零，金融机构也不愿意进行拆借和放贷。因此，传统的货币政策工具不再有效，美联储创新了大量货币政策工具注入流动性：

表1 美联储量化宽松政策实施进程

(单位：亿美元)

阶段	时间	购买规模					政策主要目的
		长期国债	联邦机构债	MBS	短期国债	合计	
QE1	2008.12—2010.03	3 000	1 750	12 500		17 250	稳定信贷市场
QE2	2010.11—2011.06	6 000				6 000	支持经济复苏并使通胀率回升至目标水平
OT	2011.09—2012.06	4 000			-4 000	0	压低长期利率
OT 延期	2012.07—2012.12	2 670			-2 670	0	
QE3	2012.09—2012.12			400*		400*	进一步支持经济复苏和劳工市场
QE4	2013.01—2013.12	450*		400*		850*	进一步支持经济复苏和劳工市场

注：*表示每个月相应资产的购买额。

资料来源：美联储。

一是为金融机构发挥“最后贷款人”作用的工具，包括2007年12月推出的短期招标工具（TAF），以及2008年3月推出的一级交易商信贷工具（PDCF）和定期证券借贷工具（TSLF）；二是一系列信用市场支持工具，支持交易商收购商业票据，从而为信贷提供支持，如2008年9月推出的资产支持商业票据货币市场共同基金流动性工具（AMLF）、2008年10月推出的商业票据融资工具（CPFF）等；三是中长期证券的支持工具，如2008年11月推出的中长期证券购买计划，支持购买房利美、房地美及联邦房贷银行的债券和MBS。上述具有针对性的支持政策配合以降息和市场流动性的大幅注入，在一定程度上缓解了金融市场的恐慌情绪，促进了实体经济的复苏，但也加剧了美联储资产负债表的压力，并引起全球资金流动和利率水平的振荡。

金融危机的传染和扩散及美联储采取的货币政策也影响了中国货币政策的调控过程，经由不同的渠道和效应对国内经济产生影响。一方面，次贷危机可能造成的风险传染使得投资者和消费者的信心严重受挫，叠加外部需求的急剧收缩，经济增长下行的压力明显加大；另一方面，美联储的量化宽松政策压低了全球利率水平，这也影响了我国利率水平和人民币汇率的波动。

在危机爆发后的较短时间内（2008年

下半年至2009年年中），我国货币政策取向根据形势进行了适时调整，前瞻性、针对性和灵活性进一步提高。我国及时调整了货币政策的方向、重点和力度，采取了适度宽松的货币政策，从数量型工具和价格型工具两方面为经济复苏提供了支持。一方面，危机后我国央行扩张基础货币和信贷供给，2008年9月以来四次下调存款准备金率，其中大型金融机构和中小金融机构的法定准备金率分别累计下降了2和4个百分点，截至2008年末，动态测算共释放流动性约8000亿元；同时适当调减了公开市场操作力度，逐步减少央票的发行^①。危机后为了扩张基础货币，2008年12月国务院宣布停发3年期央行票据，并降低1年期和3个月期央行票据发行频率，截至2009年年末，中央银行票据余额为4.2万亿元，同比下降0.45万亿元。此外，针对国际金融危机的特殊新情况，央行创设了短期招标工具（TAF），及时为出现流动性困难的金融机构提供资金支持。经由一系列信贷宽松政策，广义货币供应量和银行信贷分别增加了93781.32亿元和7.37万亿元。另一方面，央行调控价格型货币政策工具，通过降低利率水平，暂停人民币升值步伐，以鼓励投融资和出口。危机发生后，我国央行在2008年下半年先后5次下调存贷款基准利率，降低企业和个人的融资成本，拉动内需。与美国不同的是，股票等权益性资产在中国家庭的财产

^① 在此之前，由于“双顺差”下维持人民币汇率稳定的目标，央行采取央票发行的方式回笼基础货币。



构成中占比偏低，而房地产占比较高。因此，为鼓励居民投资和消费，推动房地产市场健康发展，央行扩大了商业性个人住房贷款利率下限至贷款基准利率的 0.7 倍，最低首付款比例也调整为 20%。此外，在汇率方面，自 2005 年 7 月 21 日汇率制度改革之后，我国建立起了以市场供求为基础的、参考一篮子货币的有管理的浮动汇率制度，此后人民币兑美元汇率基本保持单边升值态势，以应对国际收支“双顺差”带来的压力。2008 年 8 月以后，由于国际金融危机的冲击，人民币兑美元汇率的升值暂时停止，汇率基本稳定在 6.83 左右，人民币有效汇率也在 2009 年上半年贬值了 1.57%。汇率的贬值一定程度上能为出口企业提供价格优势，缓解了金融危机下出口疲软的压力。

在国际金融危机的严峻考验和极其复杂的国内外形势之下，我国坚持适度宽松的货币政策，全面实施并不断完善应对国际金融危机的一揽子计划，2009 年率先实现经济形势总体回升向好，全年 GDP 达 33.5 万亿元，同比增长 8.7%。从复苏成效上来说，我国适度宽松政策以促进投资消费增长为主要目标，2009 年上半年，投资和消费对经济增长的贡献率分别 87.6% 和 53.4%，为 GDP 增长率带来 6.2% 和 3.8% 的提升。虽然中美在金融危机及复苏期均采取宽松货币政策，但其政策目标有着明显的不同，美国的 QE 本源上是金融危机发生后的“救市计划”，而中国的适度宽松

则是为了防止国际金融危机传染进行风险隔离，释放确保经济增长和稳定市场信心的信号。

随着经济平稳发展势头的逐步巩固，2010 年后我国的货币政策逐步转向稳健，更多聚焦于国内经济形势变化，而非缓解国际金融危机扩散的压力。而在此阶段，美国依然继续实行 QE 来进一步支持经济复苏。早于美国在 2013 年底才开启的缩减购债，我国在 2010 年 11 月—2011 年 6 月期间就已经开始采取紧缩措施，如 2010 年 1 月 12 日上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并加大了公开市场业务回笼资金的力度。一方面，这是因为我国经济复苏率先企稳，且面临着通货膨胀压力不断加大的形势；另一方面，中美的货币政策目标有着本质的不同：相对于美联储更多参照“泰勒规则”进行调控，中国货币政策目标则更为多样化，从最终目标的角度来说，中国货币政策的目标是兼顾经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡。因而在美联储更多关注实际就业与通胀情况，因目标尚不达预期而继续施行第三轮、第四轮量化宽松政策时，中国货币政策已转向稳健，着力处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系。

我国货币政策由适度宽松到稳健的适时转向，逐步引导了货币条件从反危机状态向常态水平回归。在反危机状态中，央行的宽松操作作为市场提供了充裕的流动

性，在扩张货币信贷的同时也加剧了通货膨胀的压力。因此，2009年7月以后央行加大了回笼资金的力度，同时IPO重启，货币市场利率不断上升，2010年1月7日，央行票据发行利率在连续持平近5个月之后再度上行；2010年1月12日的公开市场操作中，1年期央票发行利率也开始上行。货币市场利率往往是存贷款利率调整的先行信号。随后的2010—2011年央行一共5次上调存贷款利率，力图控制货币信贷和价格水平过快增长的压力。此外，随着中国经济的逐步恢复，外汇储备不断增加，人民币升值压力也有所上升。2010年6月之后，人民币兑美元汇率重启了升值步伐（陆前进，2018）。同时，信贷扩张也可能导致更多的资金流入股市、楼市等资产市场，导致资产价格上升，可能存在泡沫风险。自2008年底至2009年9月，上证指数从1820点附近上升到3412点，涨幅高达87.4%。北上广深等大城市的商品房成交量和价格也屡创新高。在此背景下，面对信贷扩张的通货膨胀压力、外汇占款增加的人民币升值压力，以及资产市场可能存在的投资过热和泡沫风险，我国货币政策发生转向，实施稳健的货币政策，着力提高政策的针对性、灵活性和有效性，适时适度进行预调微调：一方面要稳定经济增长；另一方面要防范经济过热风险。

总而言之，金融危机的冲击及美联储的货币政策操作对我国货币政策具有明显的溢出作用，但中国与美国的货币政策在

目的和方向上都存在比较明显的差异。在危机发生后一年内，美联储的量化宽松政策旨在为金融市场和实体经济纾困，而面对金融危机的风险传染以及美联储降息引发的全球低利率格局，我国采取适度宽松的货币政策并降低利率水平，以稳定市场信心、促进经济复苏。但随着我国经济的率先恢复，通胀、人民币升值、资产价格泡沫风险等压力加剧，提前于美联储步伐，我国货币政策由适度宽松转向稳健，保持物价总水平基本稳定，促进经济平稳发展。

二、退出宽松及正常化时期（2013—2018年）：美国退出QE，我国继续稳健同时创设调控新工具

2013年以来，随着经济复苏进程的加快，美联储启动了量化宽松政策的退出程序。大量资金从新兴市场经济体回流美国，由此引发全球利率及资本流向改变。同时，美联储的退出政策也加大了全球金融动荡，进而对新兴经济体的汇率和金融资产价值产生冲击。美联储退出政策对国内流动性收缩同样具有较大影响，我国在此阶段继续实行稳健的货币政策。

2013年末，美国经济开始企稳，美联储启动了量化宽松政策的退出进程。2013年12月，美联储正式宣布缩减其债券购买计划的规模，即QE Taper，在近两年的购债缩减期内不断下调再购买的比例，直到2014年10月议息会议上，美联储宣布停止QE，维持当前持债规模不再扩大（表2）。



表 2 美联储缩减购债规模进程

(单位：亿美元)

阶段	时间	购买规模*					政策的经济背景
		长期国债	联邦机构债	MBS	短期国债	合计	
量化宽松政策退出阶段							
Taper 开启	2013.12	400		350		750	经济增长企稳、失业率下降、居民消费回暖
	2014.01	350		300		650	美国经济继续改善
	2014.03	300		250		550	对美国经济形势的乐观预期
	2014.04	250		200		450	重申此前政策立场，继续坚持货币政策适度宽松，支持经济增长
	2014.06	200		150		350	—
	2014.07	150		100		250	—
	2014.09	100		50		150	IMF 发布《全球金融稳定报告》指出美联储退出宽松货币政策应注意把握正确时机
结束 QE	2014.10						维持当前持债规模，不再扩大

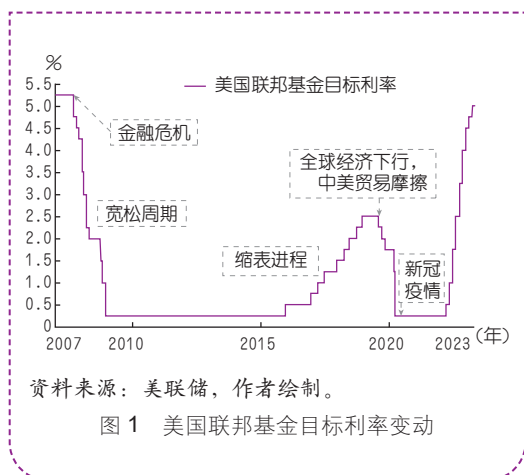
注：* 表示每个月相应资产的购买额。

资料来源：美联储。

由于美联储在危机应对中购入大量的风险资产，使得其资产负债表面临较高的风险（王维安和徐滢，2011）。因此，在量化宽松政策逐步退出以后，美联储于2017年开始进行缩表操作，推出量化紧缩（Quantitative Tightening, QT），计划对其4万多亿美元的资产额进行缩减，推进资产负债表的正常化。2017年6月，美联储宣布了其循序渐进的缩表路径，通过减少持有证券的本金再投资，逐步缩减美联储证券持有量，具体来说，针对持有的到期美国国债、机构债和抵押贷款支持证券设定一上限值，只对超出此上限的本金进

行续作，且上限值逐月提高，从而美联储每月再投资的证券规模将逐步减少，美联储的资产负债表也将逐步收缩。美联储于2017年10月正式启动缩表，2019年8月停止缩表。2019年8月末，美联储总资产规模降到3.76万亿美元，较2017年10月末下降了0.7万亿美元，其中，美联储持有国债和MBS分别下降了0.37万亿美元和0.28万亿美元。

在美联储逐步收紧政策的同时，美联储也开启了利率正常化进程（图1）。2015年12月27日，美联储在金融危机后首度加息，正式开启加息周期，这一加息周期



一直维持到 2018 年底,共进行了九次加息,联邦基金利率提升 225 个基点。从整个加息周期的政策节奏来看,前期加息节奏谨慎,后期明显加快,至 2018 年,加息操作逐步走向激进。随着美国经济复苏势头的强化,多项数据达到或超过预期,美联储重视的通胀指标——美国核心个人消费支出 (PCE) 价格指数在 2018 年 7 月同比增幅达到 2%,这是自 2012 年 4 月以来首次达到 2% 的政策目标值,美股也在同年 10 月达到历史顶点。自 2018 年 7 月起,联邦公开市场委员会 (FOMC) 会议罕见使用“强劲 (Strong)”来评价美国经济形势。在这一背景下,美联储加速利率正常化,仅在 2018 年内就四次加息。2018 年 12 月 19 日,美联储结束年内第四次加息,将联邦基金目标利率区间提高至 2.25%~2.50%。

美联储采取的上述政策操作对新兴经济体的跨境资金流动存在显著的外溢效应。

首先,美联储利率正常化的一系列措施影响了全球利率水平,进而影响了我国的跨境资本流动。由于危机后美联储实行的量化宽松和利率几近于零的政策,欧洲、日本等经济体也保持了低利率环境,新兴市场投资回报率明显高于美欧日等发达经济体,因而引发了全球资金向新兴市场国家涌入的热潮。根据国际金融协会 (IIF) 统计,2009—2011 年,包括“金砖四国”在内的全球 30 个新兴市场国家,资本净流入超过 2.1 万亿美元,年均增幅近 40%,远超过去十五年 18% 的平均水平;中国在此阶段也面临“热钱”涌入,助推资产价格泡沫和通胀压力。随着美联储的 QE 退出和 QT 政策的落地,联邦基金目标利率走向正常化,美债收益率快速上升,逐利资金回流美国金融市场,我国流动性供给的不稳定性也随之增强。此外,美元汇率的变动也进一步影响跨境资本的流向。量化宽松期间,美元的供给大幅增加,使美元面临贬值压力,而人民币在危机后暂停了主动升值步伐,升值压力积聚,直到 2010 年后才重启升值。在美元开启紧缩周期后,美元供给的收缩将推动美元升值,叠加利率水平提升的共同作用,可能进一步推动国际资本流向美国赚取收益。美元走强和外资流入的减少,使得我国银行体系流动性面临收缩的压力。同时,在金融市场快速发展、金融创新持续涌现的背景下,加大了银行体系流动性供求变化的不确定性。



其次，中美经济恢复速度的差异可能加剧“热钱”撤离对我国经济的冲击。事实上，不只是中国和美国，在新兴经济体与发达经济体之间，普遍存在复苏速度差异，引发资金流向变动的现象。在危机后初期，由于发展中国家相对经济增速更快，以巴西、俄罗斯、中国、印度、南非等“金砖五国”为代表的新兴经济体代替发达经济体，成为拉动世界经济的增长主要动力，伴随大量国际资本涌入。而在中长期，随着发达国家经济不断恢复，新兴经济体的一系列结构性问题暴露，全球金融分化进一步加强。因此，新兴经济体往往存在国际资本流动的顺周期性特征，即在经济上升期，资金大量流入，助推经济泡沫；在经济衰退期，资金大量出逃，加剧经济衰退。在此阶段，中国确实在经济运行中也面临一些突出问题，货币政策所需应对的情况更加复杂，中国货币政策的独立性和稳健性也在不断增强。在2018年美联储激进加息期间，中国继续实施稳健的货币政策，保持了较好的货币政策定力，仅在年初将利率提高了5个基点，此后全年保持了这一利率水平。在保持定力的同时，中国货币政策又主动作为，瞄准经济运行中的突出问题，适时适度预调微调。

2013年后，我国经济进入“新常态”。一方面汇率和利率市场化改革的推进、资本账户开放度的提高增加了政策调控的不确定性；另一方面外需下降，中国的对外贸易和投融资结构都面临转型压力，原本

由出口和外资拉动的增长模式难以为继，需要挖掘内在潜力，充分发挥内需的作用来带动经济增长。在此阶段，我国面对经济结构转型，经济增长下行压力较大，又伴随互联网金融的崛起，金融创新层出不穷，市场流动性管控也越来越难。在此背景下，政府采取了“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的供给侧结构性改革。为了配合供给侧结构性改革与经济发展方式的转变，央行采取了稳健的货币政策，通过差别法定准备金率政策投放信贷，并多次下调了法定准备金率；央行在2012—2015年又连续8次降低存贷款利率，促进经济转向高质量增长。一系列稳健的货币政策措施坚持稳中求进，把握好内部均衡与外部均衡之间的平衡，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。

在汇率和国际收支方面，我国也面临着新的历史性变化。危机后我国外贸形势开始好转，出口进一步改善，贸易顺差增加，资本项目也继续改善，外商直接投资稳步回升。随着中国经济回升和加息预期，人民币升值预期也进一步加大。2010年6月—2015年8月，人民币兑美元汇率持续升值，但同期中国对外贸易格局及央行资产负债表结构都在逐渐变化。在2007年中国经常账户顺差规模占GDP比重达到高点10.1%之后，净出口开启了多年的下滑之路。2014年中国“双顺差”结束，金融和资本账户首先出现逆差，尤其是非储备性

表 3 逆周期因子调整使用情况

日期	事件	风险准备金	当时汇率走势
2017.05.26	引入逆周期因子	20% (2015.10.01)	贬值
2018.01.19	逆周期因子调整至中性	0 (2017.09.11)	升值
2018.08.27	再次引入逆周期因子	20% (2018.08.06)	贬值
2020.10.27	逆周期因子淡出	0 (2020.10.12)	升值

数据来源：中国货币网。

质的金融账户^①出现逆差，资金外流，外汇储备从高点回落，人民币贬值压力逐渐积累。2015年8月11日汇改后，人民币兑美元汇率开始转向贬值，此后汇率变动经过多次反复（陆前进，2021）。2017年5月26日，央行正式宣布在人民币汇率中间价形成机制中引入“逆周期因子”，增强了汇率政策的连续性和可控性。由逆周期因子的引入和淡出情况（表3）可见，央行使用逆周期因子的目标是适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”，引导汇率中间价形成和市场预期。

随着外汇储备和外汇占款的下降，央行基础货币的发行和流动性投放的方式也发生转变。受外部形势及资本流动多变等因素影响，国内银行体系短期流动性供给的波动性有所加大，为有效防范流动性风险，增强货币政策的调控效力，需要对流动性供给及调节机制进行进一步的创新和完善，以提高对短期流动性波动的应对能力，为金融体系提供必要的流动性保

障。基于此，2013年初央行创设了公开市场短期流动性调节工具（SLO）和常备借贷便利（SLF），前者是作为公开市场常规操作的必要补充，以7天内短期回购为主，后者则用于满足金融机构期限较长的大额流动性需求。央行可以通过常备借贷便利管理市场流动性，当央行向市场提供流动性时，即将常备借贷便利的中标资金直接加记在金融机构在央行的存款账户上，这直接表现为基础货币的增加，然后经派生创造，货币供应量成倍放大。相反当常备借贷便利到期时，基础货币相应减少，货币供应量成倍缩小。自推出之后，常备借贷便利在央行资产负债表中占比不断提高，已经成为中央银行调节货币市场流动性的主要工具。随后，2014年9月又创设中期借贷便利（MLF），用于提供中期基础货币。在外汇占款渠道投放基础货币出现阶段性放缓的背景下，中期借贷便利起到了主动补充基础货币的作用，为稳增长和调结构营造中性适度的货币金融环境。

① 非储备性质的金融账户包括直接投资、证券投资、金融衍生工具和其他投资。



央行在此阶段还创设了结构性货币政策工具，提升了货币政策的精准性和有效性。2014 年年初新设信贷政策支持再贷款，包括支农再贷款和支小再贷款，并创设抵押补充贷款（PSL），又于 4 月和 6 月两次实施定向降准。这些结构性货币政策工具推出以后，其释放的流动性占基础货币和总贷款余额的比例迅速增加。2014 年之前，结构性货币政策工具相对于贷款余额占比不足 1%，相对于基础货币占比不到 2%。而到 2022 年，这一比例上升至 4.7% 和 27.9%（宽口径）^①。可以看出，结构性货币政策工具兼具总量与结构的双重功能，不仅在总量上创新了流动性的释放方式，在结构上也更好地实现了货币政策精准滴灌、杠杆撬动的作用。

总体来说，在美联储退出宽松和货币政策走向正常化的过程中，中国面临美元对人民币升值和外资流入减少的压力，但市场化改革的不断深入增强了我国对外经济的韧性，人民币国际化水平同样有所提升，2016 年 10 月 1 日人民币正式被纳入了国际货币基金组织特别提款权（SDR）货币篮子。同时，我国货币政策的自主性和针对性都不断增强。由于经济发展方式的转变和国内供给侧结构性改革，货币政策需要兼顾国际复杂多变的形势与国内经济的转型，因而央行创设了一系列更加具

有针对性的货币政策新工具，传统工具与新工具的配合使政策传导和作用效果都更加精准有效。

三、贸易摩擦、疫情及后疫情时代（2018—2023 年）：中美货币政策持续分化

（一）中美贸易摩擦：全球央行启动降息潮，我国货币政策内外兼顾

2018 年 3 月，时任美国总统特朗普对中国实施贸易制裁，批准对进口钢铁加征 25% 关税、进口铝加征 10%，并宣布计划对中国 600 亿美元的商品加征关税。此后又先后多次扩充清单名录，提高征税比例。2019 年 5 月 8 日，美国将由中国进口的 2 000 亿美元商品关税税率从 10% 提升至 25%。中方分别针对美方行为进行几轮反击，开出同等反制措施，并就美国对华“301”调查项下正式实施的征税措施在世贸组织（WTO）追加起诉。贸易摩擦逐步升级，面对严峻的出口形势，国内经济增速相对此前的高速增长有所回落，两国货币政策也走向分化。

中美贸易摩擦前，中国和美国已是全球第二和第一大经济体，同时是彼此重要的贸易伙伴。2017 年，中美货物贸易总额达到 3.95 万亿元，占中国贸易额的 14.2%，美国贸易额的 14.1%。中美之间的

^① 在中国人民银行最新的官方介绍中，不再将定向降准列入结构性货币政策，而是提供宽窄两种统计口径，其中窄口径包括再贷款、再贴现、抵押补充贷款及其他支持工具余额；宽口径则是在窄口径的基础上加入定向降准。

贸易不平衡由来已久，自 2015 年起，中国就已经超越日本，成为美国的最大债权国，并持有规模庞大的美元外汇储备，到 2017 年中国贸易顺差达 1.87 万亿元，扩大了 13%^①。特朗普政府将美国经济出现的问题归咎于中美贸易的失衡，采取了一系列政策试图重振美国制造业，要“让美国再次强大”，并对中国商品征收惩罚性关税（陈继勇，2018）。在贸易摩擦给国内出口带来不利影响的同时，美国利率水平处于相对高位，美元表现强势，人民币面临贬值压力。2018 年 11 月，人民币兑美元汇率快速贬值 11% 再度“破 7”，之后随着中美双方在 12 月 G20 峰会上达成一定共识，汇率也从 7.0 回落到 6.7。

在此阶段，为拉动增长趋缓的经济及应对 2018 年加息过快引起的市场情绪，2019 年美联储进行了三次降息，分别调降了 25 个基点，将基准利率水平降到了 1.5%~1.75%。欧央行 9 月下调存款便利利率 10 个基点至 -0.50%，为其自 2016 年以来的首次降息。此外，包括韩国、土耳其、巴西、俄罗斯、印度等在内的近 40 多个发达和新兴市场经济体在 2019 年已因经济增长动能减弱或为实现通胀目标而选择降息。在全球央行启动降息潮的背景下，中国人民银行行长易纲表示，目前中国经济增速和物价水平都处于合理区间，货币政

策应当保持定力，坚持稳健取向^②。由此可见，我国货币政策的自主性和前瞻性不断增强，综合考虑国内外经济状况与货币政策外溢效应，内外兼顾，保持货币政策的定力。

（二）全球新冠疫情：美联储非常规宽松路径，我国稳健货币政策更加灵活适度

2020 年 2 月，受新冠疫情暴发和扩散的影响，股票及大宗商品市场发生振荡，资本市场面临极大的流动性风险。3 月 3 日和 15 日，美联储两次紧急降息共 150 个基点，将联邦基金目标利率下调至 0~0.25%，同时重启 QE 计划，且取消 QE 限额，按照“实际需要”购买资产，即开启无限量 QE。同时，为避免全面爆发金融危机，美联储重启了 2008 年使用过的系列紧急贷款安排支持市场，支持向中小企业放贷和购买公司债。上述非常规宽松路径缓解了短期危机，但也导致美联储资产负债规模快速扩张。在 2020 年 2 月至 12 月之间，美联储资产负债表规模从 4.2 万亿扩张到了 7.41 万亿美元。

以美联储为代表的全球主要经济体央行纷纷走向宽松政策。2020 年 3 月，欧洲央行推出了紧急抗疫购债计划（PEPP），并在 6 月将 PEPP 购买规模从 6 000 亿欧元扩大至 1.35 万亿欧元，随后多次扩张购买规模、延长购债期限。欧央行还展开定向

① 中华人民共和国海关总署网站 (<http://www.customs.gov.cn>)。

② “以新发展理念为引领，推进中国经济平稳健康可持续发展”新闻发布会实录[EB/OL].(2019-09-24)[2023-05-16].<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3895219/index.html>.



长期再融资操作 (TLTRO), 并延长优惠利率的作用时间。日本央行则是不断扩大紧急抗疫注资计划, 上调交易所交易基金和日本房地产投资信托基金购买目标, 并无上限地提供充足的日元和外汇资金。与此同时, 包括南非、巴西、印度等多个新兴经济体也在第二、第三季度接连降息, 其中, 巴西央行自 2019 年 7 月以来已连续 9 次降息, 至 2%~2.25% 区间, 利率水平创 1999 年以来的新低。据不完全统计, 2020 年全球央行降息次数超过 200 次, 已有超过 50 家央行降息, 部分地区和国家进入负利率。全球利率水平进入“低利率时代”, 超过 60% 的经济体利率不到 1%^①。

在疫情期间, 我国货币政策响应迅速, 主动作为, 稳健的货币政策更加灵活适度, 利用多种工具配合向市场释放流动性。价格型工具方面, 央行通过中期借贷便利和公开市场操作引导利率下行, 降低支农、支小再贷款利率, 两次调降贷款市场报价利率 (LPR), 一年期 LPR 利率自 2019 年 12 月的 4.15% 降至 2020 年 4 月的 3.85%。数量型工具方面, 央行三次降低存款准备金率, 释放 1.75 万亿元长期资金, 并推出 1.8 万亿元再贷款、再贴现政策; 此外, 央行创新推出了多项直达实体经济的货币政策工具以支持小微企业融资 4.7 万亿元等。从货币供应量来看, 在央行加大基础货币

投放等政策操作下, 2020 年 2 月 M0 同比增长 10.9%, 此后一直保持在 10% 左右的较高水平, M2 同比增速也在 3 月快速上升至 10.1%, 创下 2017 年 3 月以来的新高, 此后维持在高于 10% 的水平。结构性货币政策工具也在此期间不断创新, 推出了大量新品种, 如 2021 年 11 月推出的碳减排支持工具、12 月推出的普惠小微贷款支持工具、2022 年 4 月推出的普惠养老专项再贷款和科技创新再贷款等, 着力支持重点产业和重点项目, 帮助中小企业进行融资, 推动“双碳目标”的实现及鼓励科技创新 (表 4)。当前, 中国人民银行的未偿资产负债表为 6.4 万亿元人民币, 而结构性货币政策工具占 15%, 反映了央行对结构性工具的支持^②。

在疫情对产业链及就业产生重大冲击的情况下, 我国央行通过投放基础货币、疏通传导渠道等方式, 及时向实体经济注入流动性, 缓解了疫情带来的流动性紧缺压力, 为企业复工复产提供了支持。虽然全球主要经济体都保持了高度宽松的非常规政策导向, 但我国货币政策的应对相对温和, 兼顾疫情防控和经济发展, 稳健的货币政策更加注重灵活适度, 资金支持更多经由结构性工具释放, 利率水平并未大幅下降, 始终显著高于全球平均水平, 保持了较好的抗风险性与经济韧性。

① 发展改革委国际司. 2021 年主要央行将延续超宽松政策[EB/OL]. (2020-12-29)[2023-05-16]. https://www.ndrc.gov.cn/fggz/gjhz/zywj/202012/t20201229_1260696.html.

② 2023 年 4 月 15 日中国人民银行行长易纲在美国彼得森国际经济研究所 (PIIE) 演讲 (<https://www.piie.com/events/macro-week-2023>)。

表 4 我国结构性货币政策工具发展历程

	工具种类	创设时间	期限	发放对象及目标
再贷款	支农再贷款	1999	长期性工具	农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行
	支小再贷款	2014	长期性工具	地方法人金融机构，引导小微民营企业
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	2021.11	2021—2021.12	开发银行、进出口银行、5 家国有银行，明确支持七个煤炭清洁高效利用领域
	科技创新再贷款	2022.04	阶段性工具	21 家全国性金融机构，明确支持各类科技创新企业
	交通物流专项再贷款	2022.05	2022	7 家全国性金融机构，明确支持道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业
	设备更新改造专项再贷款	2022.09	2022.9—2022.12	21 家全国性金融机构，为设备更新改造提供贷款
	再贴现	2008	长期性工具	支持涉农、小微和民营企业融资向具有贴现资格的银行业金融机构提供
	抵押补充贷款	2014	阶段性工具	向开发银行、农发行和进出口银行发放，服务于棚户区改造、地下管廊建设、重大水利工程、“走出去”等重点领域
	定向降准	2014	长期性工具	符合定向降准审核标准的银行业金融机构
支持工具	碳减排支持工具	2021.11	2022.11—2022.12	21 家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构，明确支持清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点减碳领域
	普惠小微贷款支持工具	2021.12	2022.12—2023.06	地方法人金融机构，对其发放的普惠小微贷款提供激励资金
	普惠小微贷款减息支持工具	2022.09	2022.09—2022.12	16 家全国性金融机构、地方法人金融机构，对普惠小微贷款减息 1 个百分点
	收费公路贷款支持工具	2022.09	2022.09—2022.12	21 家全国性金融机构对收费公路贷款减息 0.5 个百分点
	民营企业债券融资支持工具	2022.11	2022.09—2025.10	向专业机构提供再贷款资金，通过市场化运作，稳定和促进民营企业债券融资
	保交楼贷款支持计划	2022.12	2022.11—2023.03	6 家全国性金融机构，可扩展至 18 家全国性金融机构，支持其向已售逾期难交付住宅项目发放保交楼贷款

资料来源：中国人民银行。

（三）后疫情时代：美联储急速加息，我国降息降准

在疫情期间采取无限 QE 之后，美国经济流动性大幅充裕，到 2021 年 3 月，美国通货膨胀率首次突破 2% 达到 2.6% 水平，之后通胀持续，经济增速和恢复却保持滞

缓，面临“滞胀”压力。2022 年 1—10 月美国通货膨胀率一直在 7.5% 以上高位波动，美联储将控制通货膨胀作为货币政策的首要目标，在 2022 年中连续五次加息，从 0~0.25% 区间加息到了 4.25%~4.5% 区间，共加息 425 个基点，这也是美国自布



雷顿森林体系瓦解之后加息幅度最大、频率最高的一轮加息周期。

美联储的加息引发全球资本的流动和再平衡，强势美元也对其他国家货币造成冲击。一方面，西方国家紧跟美联储加息步伐，资金会倾向于流入利率更高的国家，因而其他国家为了避免过多资本外流，只能同步提高利率水平。另一方面，利率的提高也进一步推动了美元的走强，对其他国家货币形成冲击。从全球各国经济危机的历史经验看，自布雷顿森林体系解体以来，美元每次升值都使新兴市场遭到金融危机重创。如 1979—1985 年美元走强期间，爆发拉美债务危机；1995—2002 年美元走强期间，爆发 1997 年的亚洲金融危机、1998 年的俄罗斯金融危机、1999 年的巴西金融危机和 2001 年的阿根廷金融危机。而在本轮加息周期中，也有部分新兴市场国家出现债务危机，包括 2022 年 5 月的斯里兰卡债务危机和 12 月的加纳债务危机。

与全球加息大背景不同，中国货币政策延续了稳健基调，强调“以我为主”。2022 年全年我国政策并未实行同步收紧，而是基于当前中国经济状况降息降准，始终坚持实施稳健的货币政策，为高质量发展提供“稳”的支撑。2022 年 1 月 20 日下调贷款市场报价利率（LPR），其中 1 年期 LPR 较上月回调 10 个基点至 3.7%，5 年期以上 LPR 回调 5 个基点至 4.6%；随后，于 5 月 20 日和 8 月 22 日分别再次下调 LPR。同时，央行进行了三次降准：2022 年 4 月 25 日，央行下调金融机构存

款准备金率 0.25 个百分点；2022 年 12 月 5 日继续降低率 0.25 个百分点；2023 年 3 月 27 日再次降低 0.25 个百分点。由此可以看出，在后疫情时代，不同国家的恢复速度与经济结构各不相同，中国具有较好的经济韧性和比较温和的国内环境，疫后恢复速度和强度都领先于西方经济体；同时，中美货币政策持续走向分化，中国货币政策在兼顾内外的情况下，更多强调以我为主，始终坚持实施稳健的货币政策，维持正常的货币政策空间。

四、对当前中国货币政策的启示

纵观金融危机以来美联储几轮货币政策转向对中国货币政策调控的影响，可以看出，美国作为国际金融体系的中心，政策具有明显的外溢效应，对全球资金动向和流动性水平都有重要的引导作用，其政策的转型也可能会引发新兴市场的经济风险。在较早的时期内，中国货币政策适度宽松，国内货币发行也受到外汇占款影响，政策操作的空间相对较少，受到美国货币政策的外溢冲击较强。在之后的周期中，随着利率和汇率市场化进程的不断推进，中国经济对外开放度和人民币国际化水平逐步提高，人民币汇率盯住美元的格局转变，货币政策更多强调自主性，基础货币的发行也不再被动依靠外汇占款，而更多利用货币政策工具进行流动性的主动调控。随着经济进入新常态，供给侧结构性改革的推出使国内经济结构和增长方式发生转变，央行在此背景下也创设了更多

新型货币政策工具，通过一系列结构性工具的使用，补齐经济短板，定向支持实体经济，更好地发挥了货币政策“精准滴灌”的引导作用。在全球新冠疫情的冲击下，中国率先实现经济恢复，自身经济体系的韧性和政府的有效调控在其中起到了重要作用。

在后疫情时代的今天，外部环境依然严峻复杂，国内经济恢复的基础也尚不牢固。从国际来看，地缘政治冲突还在继续，全球经济增长动能放缓，主要经济体通胀依然高企，加息进程尚未见顶；从国内来看，居民超额储蓄向消费和投资转化的动能依然不足，房地产对经济的压力尚未恢复，其发展转向新的模式尚需时日，土地财政难以为继，地方财政收支平衡压力也日益加剧，在中长期还面临着人口增长红利消退、科技创新能力不足、绿色转型发展等诸多挑战。当前我们仍处于后疫情的阴影之下，货币政策制定面临的问题越发复杂化，对货币政策调控的前瞻性、灵活性和有效性的要求也不断提高。回顾金融危机以来美联储几轮货币政策对我国货币政策调控的影响，能够为后续政策的制定提供重要参考，提前预判风险，进行前瞻调控。从政策基调上来说，应当始终保持稳健的货币政策预期，科学把控调节的力度和方向。在常规操作基础上，需要对重点领域和行业给予结构性支持，提高货币政策对实体经济的支持效能。从政策空间上来看，相对于世界主要经济体，当前我国通胀幅度保持良好可控，政策调控空间

较为充分，总体比较稳健，但仍需防范化解重大风险。从政策举措上，需要保持内外兼顾的视野，充分关注国内经济存在的问题，确保流动性合理充裕，适时调节宏观调控的节奏和力度，加大精准支持力度，也要加强国际合作，不断推进人民币国际化水平，从而在复杂多变的经济环境下，更好地实现货币政策目标。

站在新的历史时点，我们既要正视挑战，也要保持战略定力，以我为主，兼顾内外，以精准有力的稳健货币政策，稳固对实体经济的可持续支持。在总量上，要综合运用多种货币政策工具，保持货币信贷合理平稳增长，要充分考虑美联储政策的外溢效应，密切关注国际经济金融走势和主要央行货币政策动向，加强对流动性供求变化的分析与监测，灵活开展公开市场操作，保持流动性合理充裕。在结构上，要充分发挥结构性货币政策工具的作用，继续对涉农和小微企业提供可持续的普惠性资金或减息支持，继续对设备更新改造、交通物流、收费公路等提供信贷支持，以支持稳企业保就业；继续为碳减排、普惠养老、科技创新提供优惠性资金，助力经济更好应对中长期挑战。

此外，不发生系统性金融风险仍然是我国要坚决守住的底线，建立健全防范化解金融风险的长效机制。要进一步完善宏观审慎监管框架，丰富宏观审慎政策工具箱，提高对系统性风险的监管和预警能力；要持续强化监管有效性，提高对金融机构的微观审慎监管和行为监管；要提高存款



保险的早期纠正和风险处置功能, 充分发挥风险差别费率的激励约束作用; 要加强对地方政府债务风险的防控, 压实地方政府和金融管理部门的监管责任, 构建中央和地方的监管合力。

最后, 仍要坚定不移地继续深化利率和汇率市场化改革, 在兼顾内外平衡的基础上更加强调以我为主。在利率上, 落实存款利率市场化调整机制, 提高贷款市场报价利率指引效能, 继续完善政策利率体

系, 畅通货币政策传导途径; 在汇率上, 坚定市场在汇率形成中的决定性作用, 提高人民币汇率弹性, 保持其在合理均衡水平上的基本稳定。进一步推进人民币国际化进程, 积极扩大货币金融对外合作, 稳步有序地推进人民币在资本项目下的可兑换, 提升跨境贸易和投资的自由化与便利化。[N]

学术编辑: 曾一巳

参考文献

- [1] 陆前进. 中国货币政策调控机制转型及理论研究[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2019.
- [2] 陆前进. 人民币汇率形成机制和人民币国际化[M]. 上海: 立信会计出版社, 2018.
- [3] 陆前进. 高级货币金融学[M]. 上海: 格致出版社, 2021.
- [4] 王维安, 徐滢. 次贷危机中美联储非常规货币政策应对、影响和效果[J]. 国际金融研究, 2011(01): 53-60.
- [5] 陈继勇. 中美贸易战的背景、原因、本质及中国对策[J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版), 2018, 71(05): 72-81.
- [6] Chen Q, Filardo A, He D, et al. Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers[J]. Journal of International Money and Finance, 2016, 67: 62-81.
- [7] Tillmann P, Kim G Y, Park H. The spillover effects of US monetary policy on emerging market economies[J]. International Journal of Finance & Economics, 2019, 24(3): 1313-1332.
- [8] Lakdawala A, Moreland T, Schaffer M. The international spillover effects of US monetary policy uncertainty[J]. Journal of International Economics, 2021, 133: 103525.

The Federal Reserve's Impact on China's Monetary Policy in the Post-Financial Crisis Era

LU Qianjin LUO Jingyi WU Lei
(School of Economics, Fudan University)

Abstract In an open economy, the monetary policy of one country will have a spillover effect on other countries. The monetary policies of the Federal Reserve and other Western countries affect not only China's foreign trade and macroeconomic policies, but also global capital inflows and outflows. This article examines the three stages of the Federal Reserve's monetary policy in the post-financial crisis era, analyzing the spillover effects of the Fed's policy changes on the direction of Chinese monetary and macroeconomic policies. It highlights key areas that require attention in setting China's monetary policy.

Keywords Monetary Policy, Financial Crisis, Spillover Effect

JEL Classification E44 E52 E58