

美联储无限制量化宽松的效应

白士洋

2月19日至3月20日，由于冠病疫情蔓延到美国，美股四次熔断，跌幅超过30%，创历史纪录。3月以来，美联储两次紧急降息至零、重启量化宽松政策，但市场恐慌情绪不减。

3月23日美联储宣布“无限制量化宽松”（Unlimited QE）政策，购买美国国债和抵押贷款支持证券等，向市场注入大量的资金，投资者恐慌情绪才缓解下来，股市触底反弹。美联储要防止股市崩盘，维持金融市场稳定的短期目标算是达到了。

偏离央行职能引争议

值得关注的是，美联储再次绕过银行系统，启动2008年创建的商业票据融资机制，直接向合格的公司发放短期贷款，维护企业的信贷市场的生机。今年6月初，美联储也在二级市场企业信贷措施下，开始直接购买广泛而多样化的企业债券组合，以支持市场流动性和提供信贷给大型雇主，帮助重启企业债券市场。这些都是比较具有争议性的做法。

因为，一来，央行传统货币政策是通过银行系统来调节市场流动性，如通过公开市场操作，央行一般以“无风险”国债为交易工具，来调节银行系统的流动性。直接向非金融企业发放贷款和购买企业债券，将意味着央行会承担更多的信用风险，偏离了央行传统的职能，也使货币政策带来显著的分配效应，模糊了货币政策和财政政策之间的区别。

再来，直接购买企业债券，也标志央行从传统做为“最后的贷款人”的职能，即进行以高素质抵押品如“无风险”国债的短期放贷给银行，转向为“最后的做市者”。这增加了央行承担的信用与

市场风险，也不符合央行向来不以盈利为目的的做法；因为盈利目的与央行做为金融市场管理者的职能会产生冲突。

虽然基于目前紧急的形势，美国总统特朗普显然欢迎美联储这些拯救经济的非传统做法，但长远来看，货币政策如果成为准财政政策，它可能会影响美联储将来独立运作的原则。比如日后在民主制度下，基于争取短期政绩讨好选民的考量，政府可能会怂恿或影响央行，在短期采取强烈或过度扩张性货币政策，而影响了央行维持物价稳定的中长期目标。

所以，美联储两位前主席伯南克和耶伦最近为英国《金融时报》撰稿时已表示，此类非传统做法必须经过仔细校准，以便在向重要市场提供所需的流动性时，将美联储承担的信用与市场风险降至最低。

“无限制”的底线

美联储这次打着“无限制”量化宽松政策的旗帜，主要还是为了发挥宣传作用，在紧急时刻为市场信心喊话，防止股市崩盘，短期直接的目的，就是要防范金融危机，维持金融市场的稳定。

金融市场稳定后，美联储接下来较可能采取的是零或低利率，而尽量避免量化宽松下过度印钞，以维持国际社会对美元的信心，维护美元国际货币的霸权。

实际上，美联储主席鲍威尔在6月10日已向市场提供了“前瞻指引”（Forward Guidance），表示美联储会把政策利率维持接近零水平，一直到2022年底，为疫情和封锁冲击下的美国经济提供支持。

首先，在数量上，量化宽松是不可能没有限量，毫无节约的。之前的全球金融危机，美联储大

量印新钞票，已扩大它的资产负债表，从2009年的7000亿美元，增加到2014年的4.4万亿美元。这次疫情，再把资产负债表增加到今年5月6日的6.72万亿美元。

美联储不是万能的超人，它的财务实力不是个无底洞，可以无限量地印钞。就像政府的财政税收是吸取人民的金钱财富，央行在量化宽松下印钞，是消耗国家的信用财富；消耗国家的信用过多，必将影响国际社会对美元的信心。

其次，在时间上，量化宽松是不可能无限期的。首先“量化宽松”不是常规的货币政策，它有一定的副作用和后遗症。比如因为宽松流动性和超低利率，政府为了资助财政配套拯救经济，企业和个人为了生存或高风险投资等，都很难抗拒增加债务的诱惑，导致有些国家很可能出现债务危机。再来，量化宽松货币政策会造成“金融压抑”现象，因为低利率降低了政府的借贷成本，但国债的超低收益率却损害了代表平民投资者，如养老金和保险金的利益等问题。

所以，一般上量化宽松是在非常时期才考虑采用的非常手段，也可以说是“没有办法的办法”，比如由于危机意识，银行对信贷风险特别敏感，放贷意愿特别弱。银行虽有非常充裕的资金，但却囤积资金，没有放贷给企业或家庭，造成所谓的“流动性陷阱”。这时银行系统不能发放贷款刺激经济活动，增加总需求，而造成经济可能面对严重的萧条，央行只好采取这个量化宽松终极手段。

美联储前主席伯南克就曾表示过，伯南克的“钞票直升机”（Helicopter Ben），是在面对严厉经济紧缩时才撒钱救经济的。

“货币战争”

这次疫情衍生了全球“美元荒”在今年3月爆发。新加坡金融管理局局长孟文能透露，美元资金吃紧的程度，还比2008年的全球金融危机严重。资深新加坡金融管理局的交易员甚至这么说：“在我30年的美元国债交易经验里，从来没有经历过市场流动性如此紧张。”之后美联储紧急启动与多国央行货币互换的安排，向市场注入大量美元，才缓解了“美元荒”。

“美元荒”反映全球金融系统对美元的过度依赖。为了避免过度依赖美元，而再次面对类似“美元荒”风险的需要，很多国家会更积极探索采用美元以外的替代主权货币，甚至是加密货币作为国际支付与清算工具。

但短期来说，美元地位还是相对的稳固，主因不是美国经济越来越强，而是其他主要的经济体的表现没有相对的出色。欧盟和日本在后全球金融危机时期，总体经济还是低迷乏力；而英国则受到脱欧的拖累。

由于中国的强大经济规模与实力，还有广泛国际经贸联系，人民币最有经济条件，成为另一个国际货币。但在资本项目控制下，目前人民币的国际流动性不强；加上2015年8月11日“汇改”的冲击，当局加强管控国内资金外流，放缓人民币国际化步伐。中国金融市场广度和深度的建设与茁壮，也是必要的金融条件。

还有，其他必要条件如国际社会对中国的法律与司法，经济与社会等治理与机制，也要有一定的了解与认同。但可以肯定的是，美国天文数字的国债，加上近期“美国优先”向内的经济政策，和在多个重要国际场合领导缺位，为发展美元以外的国际货币提供了大好契机。

作者是新加坡国立大学客座教授、李白金融学院院长、原新加坡金融管理局学院院长