

# 全球货币政策变化影响几何

随着通胀在全球多数经济体中得到控制,各国央行货币政策走向出现分化。今年9月,美联储将联邦基金利率目标区间下调50个基点,自2020年3月以来首次降息,11月再次降息25个基点。在全球多个经济体加入降息行列的同时,仍有不少经济体出于对通胀的担忧,保持加息节奏。货币政策走向分化对不同经济体产生怎样的影响?我国如何应对?本期特邀专家围绕相关问题进行探讨。

## 各国央行货币政策走向多元化

当前全球主要央行货币政策呈现怎样的格局?背后动因是什么?



田素华(复旦大学经济学院教授):今年9月,美联储降低联邦基金利率50个基点,可以看作是全球范围内货币政策从分化到相对联动的水分岭。通过与美联储货币政策调整方向、时间、幅度作对比,当前各经济体实施的货币政策可分为三种类型。

一是先于美联储降息的经济体,包括瑞士、瑞典、欧元区、加拿大、英国、新西兰等发达经济体,以及中国、菲律宾等发展中国家。截至今年10月,加拿大降息4次,瑞士、瑞典、欧元区降息各3次,新西兰、菲律宾降息各2次,英国降息1次。二是先于美联储提高利率的经济体。今年3月,日本央行结束负利率政策,17年来首次加息;7月,俄罗斯加息200个基点。三是在美联储之前先降息后加息的经济体。2023年8月,巴西央行降息50个基点,此后多次降息,今年9月将基准利率上调25个基点至10.75%。

美联储降息后,南非、科威特、巴林、阿联酋、卡塔尔、沙特等国实施降息。印度尼西亚央行在美联储降息几小时前宣布将基准利率下调25个基点至6%,为2021年2月以来首次降息。南非储备银行9月19日宣布将基准利率下调25个基点至8%,为2020年7月以来首次降息。与此同时,日本、澳大利亚、俄罗斯、巴西等国保持了原先的货币政策节奏。9月,英国央行将基准利率维持在5%不变,日本央行将政策利率维持在0.25%不变,澳大利亚央行将基准利率维持在4.35%。

货币政策首先要考虑金融稳定问题,再就是实现物价稳定、最大化就业目标和促进经济增长。货币政策通常受经济大国影响,并与本国经常项目和资本项目对外开放及汇率制度紧密联系在一起。在金融系统稳定条件下,货币政策取决于本国物价水平、劳动就业、经济增长等宏观经济指标对目标值的偏离方向和偏离幅度。

美联储货币政策转向宽松的理由是,通胀上行风险减弱,而就业市场压力有所增加。今年8月,美国消费者价格指数同比上涨2.5%,大幅低于2022年6月9.1%的峰值;非农就业人数增加14.2万人,低于预期。同年7月失业率为4.3%,失业人数增加35.2万人,高于去年同期水平。美联储降息促使全球货币政策进入更为广泛的降息周期,但分化依然存在。在经济增速下滑、就业压力增加的背景下,全球货币政策同步降息操作的可能性相对较小。

瑞士今年3月降息25个基点,成为本轮首次降息的发达国家。随后,瑞典央行也将基准利率下调25个基点至3.75%。2023年,瑞士和瑞典经济增速均出现下滑。

欧洲央行5年来首次降息,且多年来首次先于美联储降息。其降息理由是经济增长放缓,欧元区今年8月通胀率降至2.2%,为三年来最低水平,但欧洲经济连续多个季度停滞或负增长,尽管先于美联储降息会让欧元承压,欧洲央行在面临汇率稳定和经济增长的两难选择中,货币政策更多向经济增长目标倾斜。

加拿大今年6月、7月均降息25个基点,9月再度将基准利率由4.5%降至4.25%。连续降息的两难选择中,货币政策更多向经济增长目标倾斜。

前预期;7月CPI同比上涨2.5%,为40个月以来最低涨幅;8月通胀率降至2%,处于1%至3%的目标区间。

南非今年9月跟随美联储降息,究其原因,该国通胀率连续3个月下降并在8月降至通胀目标区间中间值4.5%以下,加之油价下跌、兰特汇率走强等因素影响,降息目的是刺激经济增长。同时降息的还有沙特,旨在支持国家投资计划,缓解石油收入下降带来的财务压力,促进经济发展和基础设施建设。

日本今年3月将政策利率上调10个基点到0至0.1%范围内,7月底再次加息,努力在通胀、日元汇率和经济增长等多目标间维持平衡。此外,加息的部分原因是为修正因日元贬值带来的进口成本增加,前5个月日元对美元汇率贬值超过11%,7月以日元计算的进口物价同比上涨10.8%。

俄罗斯和巴西加息均源于通胀压力,澳大利亚维持高利率不变也是为抑制通胀。今年8月,俄罗斯物价同比上涨7.6%,高于一季度平均水平;巴西通胀率较7月大幅下降,过去12个月累计通胀率达4.24%,高于央行设定的目标。从2022年5月开始,澳大利亚央行共加息425个基点,尽管通胀率已大幅下降,但仍高于2%至3%的通胀目标区间中间值。

当前世界经济增速放缓,全球通胀高位回落。美联储降息增加了其他国家货币政策的操作空间,但在逆全球化背景下,各国货币政策更多着力于解决本国面临的问题和促进经济发展。此外,受地缘冲突加剧等因素影响,各国货币政策独立性有所降低,全球经济发展不确定性增加。美联储降息后,全球货币政策整体进入降息周期,但走向多元化的基本特点不会明显改变。



自2024年1月25日起 分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点

自2024年5月18日起 下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点

自2024年9月27日起 下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)

## 完善中国特色现代货币调控

包括完善中期借贷便利工具、优化公开市场操作、健全利率调控体系、完善存款准备金率管理、健全再贷款再贴现政策等。

调控转变,已基本形成以7天期逆回购操作利率为主要政策利率,DR007(银行间存款类机构7天质押式回购加权平均利率)为货币市场基准利率、国债利率为债券市场基准利率、LPR为贷款市场基准利率的货币政策框架,并通过正逆回购、国债买卖等公开市场操作强化政策利率的货币政策立场,稳定短期利率波动,增强利率之间的联动性。

为更好畅通价格型货币政策框架下的利率传导机制,未来仍需进一步利用好公开市场操作工具,提升国债市场深度,增强利率之间的联动性。

首先,货币市场基准利率波动幅度仍然较大,需利用好公开市场操作工具减小波动幅度。7天期逆回购操作利率为主要政策利率前后,DR007波动幅度未有明显变化,整体上不利于货币政策立场的明确。建议加大逆回购力度,开启临时正逆回购工具使用,并通过短端国债买卖精准调控短端利率。

其次,国债市场体量仍需增加,国债发行节奏和期限结构有待优化。国债不仅是市场参与者大量配置的对象,而且期限分布广泛,可充分发挥其利率“枢纽”的角色,将长期利率率通过各个主体的投融资决策更紧密联系在一起。一方面,增加国债市场体量,既有利于货币投放工具的替代,也有利于增加国债在资产中的占比,从而更好发挥其金融定价锚的作用;另一方面,合理安排国债发行节奏,更方便货币政策配合和央行国债买卖操作,同时提高短期国债占比、减弱流动性升水在利率定价中的角色,更有利于提升短端利率传导至长端的效率。

最后,各个市场之间的利率关系需更加紧密,增强国债利率和贷款利率、存款利率的联动性。当前LPR利率主要跟政策利率同步调整,体现了利率之间的联动性,但一定程度上损失了利率期限的定价基准以及市场化定价效率,可考虑更多以国债利率作为基准,使期限结构更趋合理。存款利率定价方面,虽然已确立参考10年期国债利率和1年期LPR利率,但总体上调整速度较慢,与国债利率的联动性较低,可考虑更多以国债利率作为基准灵活变动,以促使商业银行存贷两端的利率同步调整,息差水平得以稳定,进一步减轻利率定价的束缚。(作者系中国民生银行首席经济学家兼研究院院长)

## 分化中的机遇与挑战

主要经济体货币政策转向给全球经济带来怎样的影响?应如何应对?



程实(工银国际首席经济学家):2024年已近尾声,全球通胀压力在部分经济体中逐步缓解但进程各异,主要经济体货币政策转向节奏不同,呈现宽松与紧缩并存的格局。

对于发达经济体而言,实施降息反映了在经济增长压力日益显现的背景下,各国央行希望通过货币宽松政策提振消费和投资需求。虽然能够刺激资本市场,鼓励企业扩大投资进而推动经济增长,但也存在隐忧。以美国为例,经济面临的风险是双向的。高利率政策的累积效应使得经济面临急剧下滑风险,同时薪资增长具备黏性,通胀压力尚未完全消退,即使就业放缓,在菲利普斯曲线的“凹陷区间”内也仅能换来通胀的缓慢下行。因此,美联储面临在推动经济增长与抑制通胀之间寻求平衡的艰巨任务,如果通胀表现得比预期更为顽固,尤其在全球供应链不稳定、地缘政治风险加剧的背景下,可能会被迫暂停降息。

较为缓慢的降息步伐可以为政策制定者争取时间,以评估中性利率的变化,并避免因过度宽松引发新的通胀风险。然而,过于谨慎的降息可能会错失提振经济的窗口期,尤其在当前高利率环境下,经济增长脆弱,市场信心不足。迅速下调政策利率可以有效减轻长期高利率对经济的抑制,增加美国经济实现软着陆的可能性,但若中性利率已高于疫情前水平,过快降息则可能引发金融系统风险,尤其在资产价格已处于高位的情况下,资本市场波动可能加剧,金融风险或进一步蔓延至实体经济。总体来看,降息有助于缓解经济增长压力,但如何在抑制通胀、保持金融稳定与促进经济增长之间取得平衡,仍是发达经济体未来货币政策调整中的关键考验。

对于新兴经济体而言,发达经济体货币政策的调整既带来了吸引资本流入的机遇,也伴随汇率波动带来的挑战。在全球货币环境趋向宽松的背景下,资本流动性增强,资金流入为新兴经济体的基础设施

建设、产业发展等提供强有力支持,助推了经济增长。然而,随着发达经济体货币政策出现分化,新兴经济体面临的汇率波动风险也在加剧,尤其是对经济基本面较为脆弱的国家而言,剧烈的汇率波动不仅推高了企业融资成本,还可能对金融市场稳定性造成冲击,增加政策制定者应对外部冲击的压力。

应对这些挑战,新兴经济体需加强宏观审慎管理,采取有效的资本流动控制和汇率稳定措施。在主要经济体货币政策宽松与紧缩并存的格局下,新兴经济体货币政策同样出现分化,部分国家可能会跟随美联储的降息步伐,但另一些国家由于利率已经处于低位,降息空间有限,面对着更加复杂的决策环境。新兴经济体货币政策的差异,也体现了在资本流入带来的机遇与应对汇率波动风险之间所作的权衡。通过灵活调整政策和加强宏观管理,新兴经济体可更好应对资本流动和汇率波动的双重考验,确保经济持续健康发展。

当前,全球经济和金融市场正面临三大关键因素的交织影响:全球利率环境重塑、地缘政治的不确定性、汇率波动放大。上述因素相互作用,将深刻影响未来经济增长以及金融市场走向。首先,主要央行货币政策调整尤其是美联储进入降息周期,正重塑全球利率环境。这一变化不仅影响资本流动、资产估值和风险偏好,推动资本流向高收益市场,改变了国际资本流动格局,还通过连锁效应给各国经济带来不同程度影响。其次,地缘政治的不确定性进一步加剧了全球经济的不稳定性,不仅对企业信心、跨国投资和商业活动造成影响,还可能引起能源市场波动和供应链中断,给全球经济带来更多挑战。最后,货币政策分化和利率变化使汇率波动加剧,进一步影响国际资本流动和资产配置。不同经济体之间政策的差异促使资金在追求高回报与避险资产之间频繁流动,导致市场波动加剧,尤其是新兴市场经济体,往往因经济基础较为薄弱而容易受到外部冲击,引发金融市场波动。不仅如此,全球货币政策分化进一步增加了各国经济周期错位共振的复杂性,需在维持经济增长与确保金融稳定之间进行平衡和抉择。

## 稳健实施以我为主的货币政策



今年以来,我国多次货币政策集中调整出于什么考虑?主要经济体货币政策分化对我国有何影响?

娄飞鹏(中国邮政储蓄银行研究员):今年以来,我国稳健的货币政策灵活适度、精准有效,坚持支持性立场,强化逆周期调节,不仅采用传统的降低存款准备金率(以下简称“降准”)、降息等做法,还根据国内经济发展和金融供给侧结构性改革需要及时创新货币政策工具和调控方式,保持流动性总体合理充裕,引导信贷结构持续优化,推动融资成本稳中有降,有效防控金融风险,为经济持续回升向好提供了有力金融支持。总体来看,从年初至今货币政策经历四次相对集中的调整,在总量、价格、结构和传导等方面综合施策,更好服务经济社会发展。

今年年初,货币政策靠前发力,着力稳预期、强信心。中国人民银行1月下调支农再贷款、支小再贷款、再贴现利率各0.25个百分点。为满足春节期间流动性需求,2月降准0.5个百分点,向银行体系提供长期稳定的低成本资金,并引导5年期以上贷款市场报价利率(LPR)下降0.25个百分点,助力经济实现良好开局。

5月份,调整优化房地产政策。前4个月,全国商品房销售面积、销售额同比下滑明显。为适应房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待,促进房地产市场平稳健康发展,中国人民银行取消全国层面首套住

中国人民银行1996年将货币供应量作为货币政策中介目标,并在1998年取消对国有商业银行贷款限额控制后,以广义货币(M<sub>2</sub>)为中介目标的数量型间接调控的货币政策框架正式形成。此后,随着表外融资和直接融资快速发展,为全面反映金融对实体经济的支持,2011年起中国人民银行正式编制并公布社会融资规模增量统计数据,2015年10月宣布对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限,这标志着我国利率市场化进入了新的阶段。2018年起,不再公布具体的M<sub>2</sub>增速目标,向货币价格调控方式转型迈出重要一步。目前,仍采用数量型和价格型调控并行、量价配合的货币政策框架。

不过,随着我国经济从高速增长转向高质量发展,传统的货币政策调控目标、方式与工具已不能完全适应新的实践需要,进一步优化完善中国特色货币政策框架的紧迫性越来越强,主要体现在以下几个方面。

一是货币供应量目标的可控性下降。近年来,我国货币乘数快速上升且波动明显加大,即便在法定存款准备金率不变的情况下,货币乘数上下波动幅度也接近10%,这意味着通过数量调控控制基础货币规模已很难保证M<sub>2</sub>增速达到目标水平,并且在利率走廊设置较宽的情况下,数量调控容易造成资金市场利率较大幅度波动。

二是数量型中介目标与实体经济的相关性下降。随着我国经济结构转型、金融市场发展、融资结构变化,货币供应量与实体经济之间的关联性减弱,其可测性也在下降。社会融资规模存量与名义GDP的相关性相对更强,2020年开始减弱。然而,市场依然习惯性地将判断经济形势,一旦社融、金融数据不及预期,很容易影响市场信心。

三是市场化的利率调控机制仍有待健全。量价调控之间有时不容易协调,叠加政策利率较多,导致不同市场利率之间联动性较差。此外,贷款市场报价利率(LPR)的市场化程度有待提升,2022年以来,在新发放的一般贷款中,利率低于最优质客户贷款利率LPR的贷款占比不断提升,截至今年9月达43.33%。

今年6月19日的第十五届陆家嘴论坛上,中国人民银行行长潘功胜对未来我国货币政策框架演进提出了较为明确的思路,包括逐步淡化对数量目标的关注,未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率、需要配合适度收窄利率走廊的宽度等。随后中国人民银行推出了一系列举措,

房和二套住房商业性个人住房贷款(以下简称“房贷”)利率政策下限,首套和二套房贷最低首付比例分别降至不低于15%和不低于25%,并下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。截至6月底,除北京、上海、深圳外,全国其余城市均已取消房贷利率下限。

7月份,在已基本建立利率形成、调控和传导机制的基础上,明确中国人民银行主要政策利率,疏通货币政策传导渠道,持续深化利率市场化改革。为防范中长期国债收益率持续较快下行累积金融风险问题,维护债券市场稳健运行,中国人民银行宣布开展国债回购操作;7月8日起视情况开展临时正回购或临时逆回购操作,以保持银行体系流动性合理充裕;在7天期逆回购操作利率已基本承担起主要政策利率功能的情况下,为增强政策利率的权威性,稳定市场预期,将其操作方式调整为固定利率、数量招标;将7天期逆回购操作利率下调0.1个百分点至1.7%,进一步引导1年期和5年期以上LPR均下降0.1个百分点,分别降至3.35%、3.85%。

9月份,为进一步支持经济稳定增长,推出新一轮货币政策。一是降准和降低政策利率。9月27日起降准0.5个百分点,预计年内视情况进一步降准0.25至0.5个百分点。中期借贷便利(MLF)、7天期逆回购操作、14天期逆回购操作利率分别下调0.3个、0.2个、0.2个百分点。二是降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。明确新的房贷利率定价机制,不再区分首套、二套房,最低首付比例统一为不低于15%;为满足房地产行业合理融资需求,延长部分房地产金融政策期限。三是创设证券、基金、