

警惕美联储货币政策转向触发明斯基时刻

张伟

摘要: 2020 年以来, 新冠肺炎疫情 (简称疫情) 的外生冲击掩盖了美国经济衰退的深层次原因。面对冲击, 美联储采取了极度扩张的货币政策, 并没有使实体经济企稳复苏, 反而带来了通胀隐忧, 以及高泡沫、高债务、财富再分配和道德风险等一系列“后遗症”。为解释高货币投放有时并不立即引发通货膨胀这个与传统货币数量论相悖的经济现象, 本文基于费雪方程式, 引入资产交易的货币需求, 创建了扩展的交易方程式。随着疫情消散和经济企稳, 隐性通胀逐步显性化。为防止通胀问题变得积重难返, 以 2021 年 12 月初为分水岭, 美联储货币政策开始由“松”(鸽派) 转“紧”(鹰派)。美联储政策转向将可能刺破泡沫, 触发明斯基时刻, 引发新一轮金融危机。本文基于“坎蒂隆效应”的逻辑和美元作为国际货币的现实, 首次提出“国际间坎蒂隆效应”概念, 以解释美联储实施扩张货币政策将给全球 (包括中国) 产生通货再膨胀和国际间产生财富再分配等“外溢效应”。为应对美联储货币政策转向的外溢效应, 中国应坚持独立的货币政策,

实施跨周期调节, 继续稳步推进人民币国际化; 从根本上做好做实实体经济。

关键词: 美联储; 货币政策; 明斯基时刻; 人民币国际化

中图分类号: F833

文献标识码: A

引言

20 世纪以来, 作为世界最大经济体, 美国经济周期的演进无疑是世界经济的主要风向标。自 1929—1933 年大萧条以来, 全球主要经济金融危机往往发端于美国, 并在全球范围内扩散。1929—1933 年大萧条始于美国股市泡沫破灭, 引起美国大批银行破产, 导致美国货币供给急剧萎缩, 致使美国经济严重衰退, 并基于国际金本位制传播至全世界。1971 年, 美元与黄金脱钩, 布雷顿森林体系解体, 世界经济经历了长达 10 年的“滞胀 (Stagflation)”时期。2008 年全球金融危机引发全球大衰退 (Great Recession) 始于美国房地产泡沫的破

作者简介: 张伟, 清华大学五道口金融学院党委委员、副研究员, 清华大学国家金融研究院副院长, 清华大学金融科技研究院金融发展与监管科技研究中心副主任, 《清华金融评论》副主编兼编辑部主任。清华大学五道口金融学院 2020 级博士研究生任滢菲、李佳倩对本文亦有贡献。

- ① 货币主义领军人物米尔顿·弗里德曼 (Milton Friedman) 在其与安娜·施瓦茨 (Anna Schwartz) 合著著作《美国货币史: 1867—1960》中指出, 大萧条产生的原因是银行破产倒闭浪潮致使货币供给急剧萎缩, 而美联储没有及时提供流动性阻止银行的倒闭。
- ② 美国著名经济学家巴里·艾肯格林 (Barry Eichengreen) 在其著作《金色的羁绊: 黄金本位与大萧条》(Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919—1939) 中指出, 国际金本位制将不稳定冲击从美国传播到了全世界, …… (它) 是世界范围内大萧条的关键因素。

表1 美国经济周期年表

| 序号 | 波峰月 | 波谷月 | 经济扩张 | 经济收缩 | 经济周期 | |
|----|----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | | | 波谷到波峰月数 | 波峰到波谷月数 | 波谷到波谷月数 | 波峰到波峰月数 |
| 0 | — | 1854年12月 | — | — | — | — |
| 1 | 1857年6月 | 1858年12月 | 30 | 18 | 48 | — |
| 2 | 1860年10月 | 1861年6月 | 22 | 8 | 30 | 40 |
| 3 | 1865年4月 | 1867年12月 | 46 | 32 | 78 | 54 |
| 4 | 1869年6月 | 1870年12月 | 18 | 18 | 36 | 50 |
| 5 | 1873年10月 | 1879年3月 | 34 | 65 | 99 | 52 |
| 6 | 1882年3月 | 1885年5月 | 38 | 38 | 74 | 101 |
| 7 | 1887年3月 | 1888年4月 | 22 | 13 | 35 | 60 |
| 8 | 1890年7月 | 1891年5月 | 27 | 10 | 37 | 40 |
| 9 | 1893年1月 | 1894年6月 | 20 | 17 | 37 | 30 |
| 10 | 1895年12月 | 1897年6月 | 18 | 18 | 36 | 35 |
| 11 | 1899年6月 | 1900年12月 | 24 | 18 | 42 | 42 |
| 12 | 1902年9月 | 1904年8月 | 21 | 23 | 44 | 39 |
| 13 | 1907年5月 | 1908年6月 | 33 | 13 | 46 | 56 |
| 14 | 1910年1月 | 1912年1月 | 19 | 24 | 43 | 32 |
| 15 | 1913年1月 | 1914年12月 | 12 | 23 | 35 | 36 |
| 16 | 1918年8月 | 1919年3月 | 44 | 7 | 51 | 67 |
| 17 | 1920年1月 | 1921年7月 | 10 | 18 | 28 | 17 |
| 18 | 1923年5月 | 1924年7月 | 22 | 14 | 36 | 40 |
| 19 | 1926年10月 | 1927年11月 | 27 | 13 | 40 | 41 |
| 20 | 1929年8月 | 1933年3月 | 21 | 43 | 64 | 34 |
| 21 | 1937年5月 | 1938年6月 | 50 | 13 | 63 | 93 |
| 22 | 1945年2月 | 1945年10月 | 80 | 8 | 88 | 93 |
| 23 | 1948年11月 | 1949年10月 | 37 | 11 | 48 | 45 |
| 24 | 1953年7月 | 1954年5月 | 45 | 10 | 55 | 56 |
| 25 | 1957年8月 | 1958年4月 | 39 | 8 | 47 | 49 |
| 26 | 1960年4月 | 1961年2月 | 24 | 10 | 34 | 32 |
| 27 | 1969年12月 | 1970年11月 | 106 | 11 | 117 | 116 |
| 28 | 1973年11月 | 1975年3月 | 36 | 16 | 52 | 47 |
| 29 | 1980年1月 | 1980年7月 | 58 | 6 | 64 | 74 |
| 30 | 1981年7月 | 1982年11月 | 12 | 16 | 28 | 18 |
| 31 | 1990年7月 | 1991年3月 | 92 | 8 | 100 | 108 |
| 32 | 2001年3月 | 2001年11月 | 120 | 8 | 128 | 128 |
| 33 | 2007年12月 | 2009年6月 | 73 | 18 | 91 | 81 |
| 34 | 2020年2月 | 2020年4月 | 128 | 2 | 130 | 146 |

资料来源：NBER

灭，由次级贷款及其衍生品放大，并经由美元本位制传播至全球，引致全球经济衰退。布雷顿森林体系解体之后，世界反复爆发的经济或金融危机基本上可以归因于美元本位制存在的内在缺陷，即美元同时扮演主权货币与国际本位货币双重角色与内外经济发展不均衡之间存在的潜在冲突，以及与内外目标不协调之间存在的特里芬两难困境（Triffin Dilemma）。

自1913年成立以来，美联储在历次危机中都扮演了重要的正面或负面角色。就大萧条而言，美联储实施扩张货币政策导致了大萧条之前“通胀下的繁荣”，而又在泡沫破灭后没有及时提供流动性，致使银行出现大规模倒闭，进而酿成实体经济的大萧条。就大衰退而言，美联储先是连续13次降息推高房地产泡沫，之后又连续17次加息，于2007年刺破泡沫，引发次贷危机，进而形成全球金融危机。

① 时任中国人民银行行长周小川于2009年发表题为《关于改革国际货币体系的思考》的署名文章指出，2008年全球金融危机爆发并在全球范围内迅速蔓延，反映出当前国际货币体系的内在缺陷和系统性风险。
 ② 2010年，张伟在其专著《货币危机之谜》中指出，货币危机爆发得越来越频繁，危害越来越严重，根本原因在于当前国际货币体系存在制度缺陷，即以一国主权货币（美元）作为国际本位货币，与世界经济发展不平衡存在不可调和的矛盾。
 ③ 美国经济学家罗伯特·特里芬（Robert Triffin）早在1959年10月曾指出布雷顿森林体系存在内在缺陷，即美国向全球提供国际清偿力与美元保持币值稳定之间存在两难困境，注定要失败。
 ④ 奥地利学派经济学家穆雷·罗斯巴德在其专著《美国大萧条》中深刻地分析了大萧条的原因和期间美联储政策的失误。
 ⑤ 本·伯南克（Ben Bernanke）于1983年发表在《美国经济评论》上的一篇文章中研究了在大萧条期间，金融危机如何对实体经济产生的负面影响。

图1 美国经济周期



时任美联储主席本·伯南克 (Ben Bernanke) 吸取大萧条的教训, 史无前例地实施量化宽松政策, 及时注入流动性, 以救助危机。然而, 十余年过去了, 美国并没有真正走出经济下行的“阴霾”, 因此, 美联储救助措施是否有效, 在救助一次危机时是否为下一次危机埋下了“种子”, 需要拉长时间动态而辩证地分析和认识。

2020 年新冠肺炎疫情突如其来, 全球经济大停摆, 需求萎缩、贸易恶化、停工停产, 世界经济遭遇自大萧条以来的最大一次重挫。疫情暴发前, 表面上看美国经历了长达 128 个月的“繁荣期”, 但其长短期收益率于 2019 年年末出现倒挂, 实际上已经发出危机信号。疫情的外生冲击“恰巧”掩盖了美国原本存在的深层次问题。疫情暴发后, 美联储“当机立断”, 调转货币政策方向, 采取几乎零利率和不限量化宽松政策, 向经济注入“强心剂”, 使美国经济在短短 2 个月后就重返“复苏”轨道。表面上看, 其政策效果极佳; 但实际上, 深层次问题并没有得到根治, 政策的边际效果也趋于减弱。

一、美国经济周期的演进、成因与应对效果

(一) 对美国经济周期的简要分析

美国国家经济研究局 (National Bureau of

Economic Research, 简称 NBER) 和经济周期确定委员会 (Business Cycle Dating Committee) 负责维护美国商业周期的年表 (见表 1)。

如表 1 所示, 自 1854 年 12 月以来的 167 年里, 美国共经历了 34 次经济周期。1929—1933 年大萧条衰退程度、扩散广度都空前绝后, 共持续了 43 个月。2007—2009 年大衰退持续了 18 个月, 相对较长。而本次疫情引发的衰退, 虽然只持续了 2 个月, 但其衰退深度和扩散广度仅次于大萧条 (见图 1)。

就 2000 年以来美国经历的 2000 年网络泡沫破灭、2007 年房地产泡沫破灭和 2020 年疫情冲击等三次经济衰退而言, 较为典型的特征有: 衰退之前, 经济繁荣期较长, 资产泡沫已然严重, 美联储已持续收紧银根, 长短期利率处于倒挂 (见图 2), 且衰退均由特殊事件引发。从时间先后来看, 美国长短期国债收益率倒挂出现在 2019 年第二、第三季度, 早于疫情暴发。这表明, 即便没有疫情, 美国 2020 年也很可能陷入衰退, 只是疫情暴发掩盖了其经济本身的衰退。

(二) 美国经济周期的理论解释

在解释经济周期时, 不同学派有不同观点。对于资本主义国家为什么会反复爆发经济危机, 卡尔·马克思 (Karl Marx) 揭露得最为彻底。他认为,

① 为准确刻画经济周期, 目前被广泛采用的是霍德里克-普雷斯科特滤波法 (Hodrick Prescott Filter, 简称 HP 滤波)。图 1 反映了二战以来美国经济衰退期 (灰色部分) 和经 HP 滤波处理之后的美国实际 GDP 增速周期分量 (曲线)。不难发现, 本次美国经济衰退尽管只持续了 2 个月, 但其衰退的程度是自二战以来最为严重的一次。

图2 美国长短期收益率倒挂与经济周期（2000年以来）



资本主义经济危机的实质是生产的相对过剩，而根源在于资本主义的基本矛盾，即社会化大生产与资本主义生产资料私有制之间的矛盾。真实经济周期理论认为，经济周期源于技术进步、政府购买等真实冲击，无需政府出台政策来调节，而要依靠市场机制自发调节。凯恩斯学派从有效需求不足角度解释了经济危机爆发的原因，并主张政府通过货币政策、财政政策等需求管理政策来促使经济复苏。与凯恩斯学派截然不同，奥地利经济学派认为，经济周期波动的根本原因在于政府的不当干预，特别是滥用货币发行权。

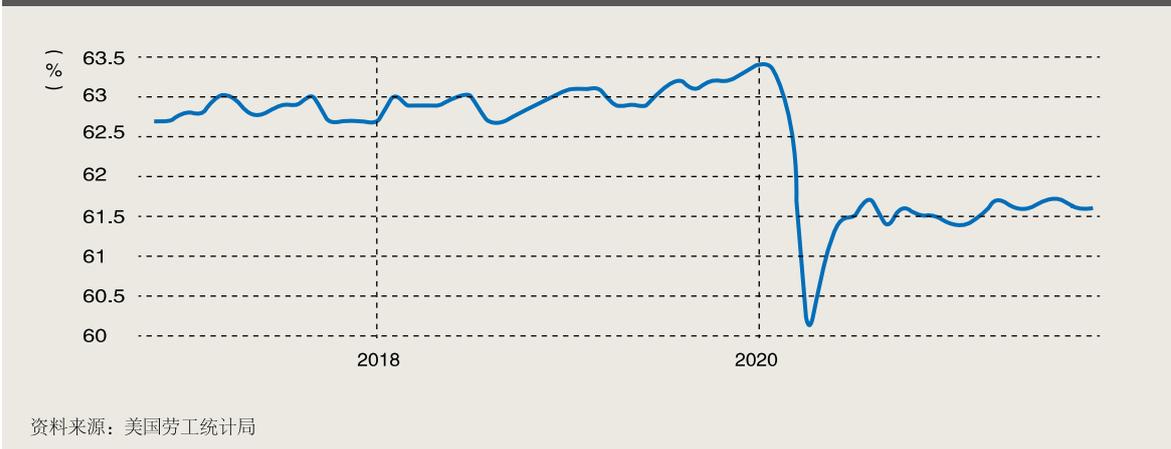
在美国历次周期波动中，都有美联储滥用货币发行权的影子。当经济萎缩时，美联储采取过度扩张货币政策，过度压低市场利率，投放过多货币，派生过多信用，扭曲市场信号，引发过度投资和消费，最终酿成资产泡沫、通货膨胀以及财富再分配等问题。特别是通过“直升机撒钱”方式直达居民，将滋生社会不公平以及部分劳动者“选择性失业”的道德风险；当过度投资和消费演化成严重的通货膨胀时，美联储将调转货币政策方向，由扩张转变为紧缩，导致利率上升，信贷收紧，资产泡沫破灭，投资和消费受到抑制，银行坏账增多，经济步入萧条。上述逻辑反复出现在美国历次经济周期波动之中。在现行美元本位制下，由于美元是世界重要货币，美联储滥用货币发行权，可能会将负面结果传导至全球，由其他经济体“买单”。

（三）美国应对疫情冲击的政策及后遗症
面对疫情冲击，2020年3月3日和15日，美联储先后两次降息，将联邦基金目标利率降至0~0.25%，并继3月15日采取量化宽松政策之后，于3月23日开启无上限的量化宽松政策，逐步扩大资产购买范围，以至于可以购买任何资产，向所有主体（包括个人）直接提供流动性。

很显然，这次经济衰退的主要矛盾是疫情，但美国政府没有对症下药，逐步产生一系列“后遗症”。一是高债务问题。高货币投放压低市场利率，举债成本降低，激发政府和企业举债冲动，形成高债务问题，久而久之，企业和政府的违约风险都将增高。数据显示，2020年美国宏观杠杆率为296%，比上一年提高了42个百分点，债务余额增加了7.4万亿美元。其中，政府债务余额增加了4.8万亿美元。二是财富再分配问题。高货币投放不仅引发通胀问题，而且会带来商品价格结构性上涨，进而产生“坎蒂隆效应”。当中央银行投放过多货币时，商品价格并不会同时等比例上升，相应地，先获得货币的一方可以以较低廉的价格买到商品，并推动物价上涨；而最后获得货币的一方将以较高的价格购买商品，承受通胀的不利影响，产生财富再分配问题。这就是“坎蒂隆效应”。同样地，由于美元在国际贸易计价、结算和国际储备中被广泛使用，美联储的扩张货币政策将“外溢”至全球，不仅产生通货膨胀问题，而且会在国际间产生财富再分配问题，形成

① 参见 BIS 官网: <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>

图3 美国疫情前后的劳动参与率



“国际间坎蒂隆效应”，相当于为美国在全球范围内“掠夺”财富创造条件。2021年，煤炭、石油、粮食、有色金属等大宗商品价格在全球出现此起彼伏地大幅上涨，导致生产者物价指数（PPI）快速走高，而消费物价指数（CPI）上涨较低且较为滞后，这表明，上述“坎蒂隆效应”和“国际间坎蒂隆效应”的确实广泛存在。三是劳动者的道德风险问题。美国一些民众因为能够得到丰厚的失业救济，宁愿选择失业，也不积极主动去寻找工作。如图3所示，疫情之后，美国劳动参与率相对于疫情之前下降了约2.5个百分点，造成了低就业的问题。

二、当前美国经济运行的内在逻辑与演化趋势

当前，经济本身的深层次矛盾，叠加疫情的负面影响和干预政策的“后遗症”，使得美国经济呈现出“四低三高”特征，并逐步演化为“三低四高”特征，其中，高通胀将促使美联储货币政策开始由“松”（鸽派）转“紧”（鹰派），包括减少购债规模、缩表甚至加息等，将逐步成为触发明斯基时刻的条件。

（一）美国经济运行的内在逻辑

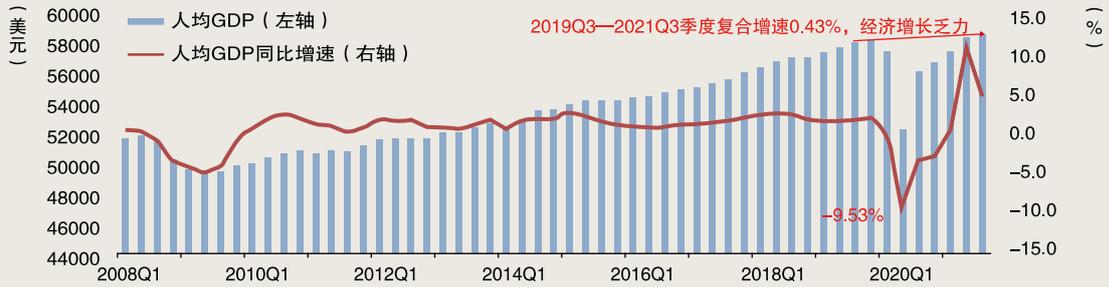
2008年以来，美国经济呈现以老龄化为背景的低增长、低利率、低通胀、低就业和高债务、高泡沫、高波动的“四低三高”状态。劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）曾于2013年提出世界经济可能陷入“长期增长停滞”。美国经济低增长具有内生原因和外生

原因。内生原因体现在贫富差距扩大、人口老龄化、民粹主义抬头、技术进步动力不足。技术替代（而非革新）并没有带来生产效率的提升，而疫情冲击又加剧了美国陷入经济低增长的程度。如图4（a）所示，美国人均实际GDP增速长期维持在2%左右，低增长已经成为一种常态。在疫情冲击下，在2019年第三季度—2021年第三季度期间，美国人均GDP的复合年平均增速仅为0.43%，经济增长更加乏力。面对低增长和疫情带来的经济冲击，美国采取了扩张性的货币政策和财政政策。低增长叠加前述的道德风险问题，低就业也就接踵而至了。如图4（b）所示，美国失业率在2020年第二季度超过10%，失业率依然高于疫情前的水平。

为促进经济复苏，为经济提供低成本资金，美联储将联邦基金利率持续维持在零利率水平，以提供经济复苏所必需的宽松利率环境（见图5）。如前所述，在低利率条件下，债务人的融资成本较低，从而会正向激励债务人推高其举债规模。在2020财年，美国政府财政赤字为3.1万亿美元，占GDP的比例高达15%，连续五年增加，并且达到了自1945年以来的最高水平（见图6）。美国经济出现“高债务”问题，也是必然的结果。

近年来，美联储的高货币投放并没有立即产生通货膨胀问题，而是较长时间维持低通胀态势，颇令学术界和政策界费解。按照古典货币数量论，只能得出货币流通速度下降的结论。然而，这个结论并不符合事实。实际上，在古典货币数量论提出的年代，商品交易占据主导地位，资产交易不发达，只考虑商品交

图4 美国经济增长与就业情况



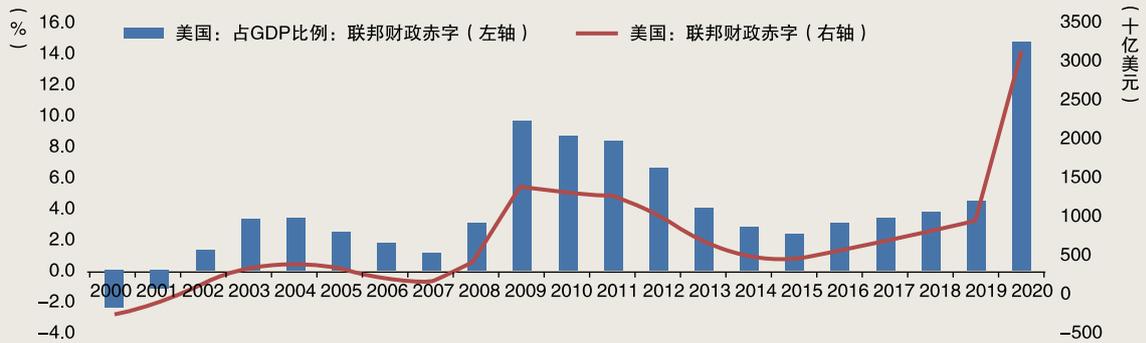
(a) 人均GDP及同比增速



(b) 失业率

资料来源：Wind

图5 联邦基金利率



资料来源：Wind

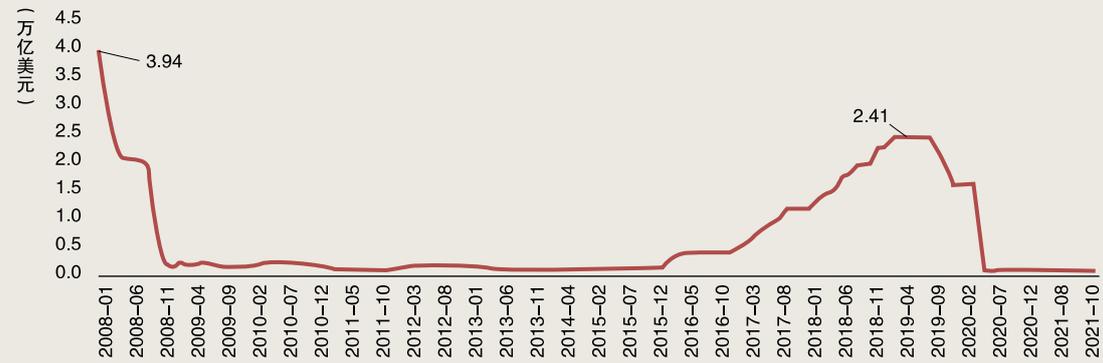
易的货币需求,具有合理性,而今,资产市场非常发达,在货币需求中占据越来越重要的地位,有必要将资产交易中的货币需求考虑进来。对此,可以基于著名经济学家欧文·费雪(Irving Fisher)在1911年提出的交易方程式,引入资产交易的货币需求,创建扩展的货币数量论及其交易方程式:

$$MV=PT+P'A$$

式中,M表示货币供应量,V表示货币流通速度,

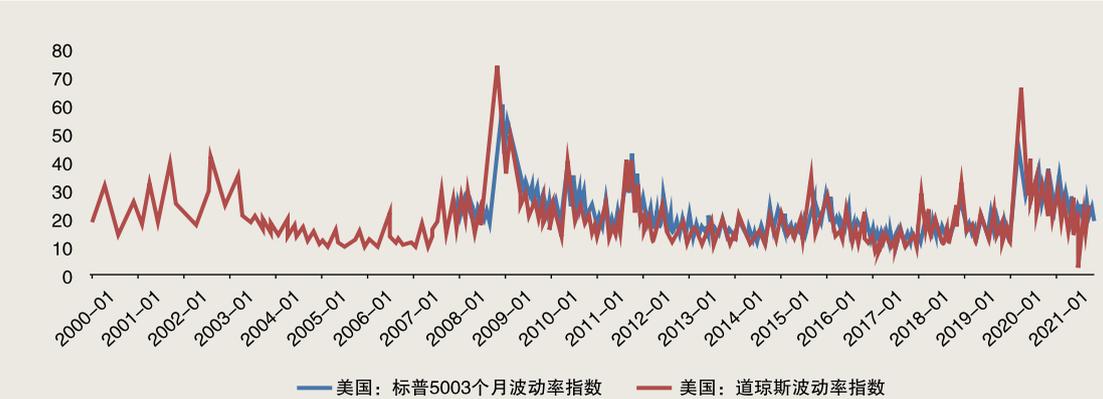
P表示一般商品价格,T表示商品交易总量,P'表示一般资产价格,A表示资产交易总量。如果不考虑P'A,这个扩展的交易方程式就是原来的费雪方程式。一旦建立了上述扩展的交易方程式,就可以解释为什么高货币投放有时并不会立即引发通货膨胀。实际上,在商品市场和资产市场都比较发达的经济中,新增的货币投放,既可能追逐商品,引起商品价格上涨,严重的情形是导致通货膨胀;也可能追逐资

图6 美国联邦财政赤字



资料来源: Wind

图7 波动率指数



资料来源: Wind

产,引起资产价格上涨,严重的情形是酿成资产泡沫,引发高泡沫问题。资金具体流向哪里,产生什么问题,取决于市场主体对商品价格和资产价格的预期。在低增长并伴随着低利率的经济环境下,货币首先流向的不是商品市场、实体经济,而是资产市场、虚拟经济,例如,股票、债券、房地产和大宗商品衍生品等市场,从而先引发高泡沫问题。

2020年,美联储实施无限量化宽松货币政策,恰好适用于上述论证逻辑。截至2021年年末,美联储总资产由2020年3月初的约4.2万亿美元快速增长至峰值约8.8万亿美元,增幅超过100%。在上述“高货币投放”环境中,美联储和美国整个银行体系投放的大量流动性首先进入了股票、房地产、债券等资产市场。例如,美国股票市场,自2020年2月中旬以来,受疫情冲击,道琼斯工业指数曾一度出现37%跌幅(从29500点左右跌至18500点左

右),而随着刺激政策的出台,美国股市出现强劲反弹,并创出历史新高,一度超过36700点,涨幅接近100%。

由于实体经济增长乏力,资产市场的高价格缺乏基本面支撑,因此,资金往往在不同市场或同一市场不同行业轮动,从而导致资产市场的“高波动”特征。图7显示,美国标普500三个月波动率指数和道琼斯波动率指数在2020年第一季度迅速攀升。

(二) 美国经济的演化趋势

当资产泡沫较为严重且持续时间较长之后,资产市场的部分资金开始流向商品市场,而且往往最先追逐的是生产上游的原材料,引起PPI先上涨,然后再逐步传递至消费品,引起CPI上升,进而引发通货膨胀问题。2021年以来,在大宗商品衍生品价格(尤其是期货价格)逐步被推高的过程中,通

图8 物价水平

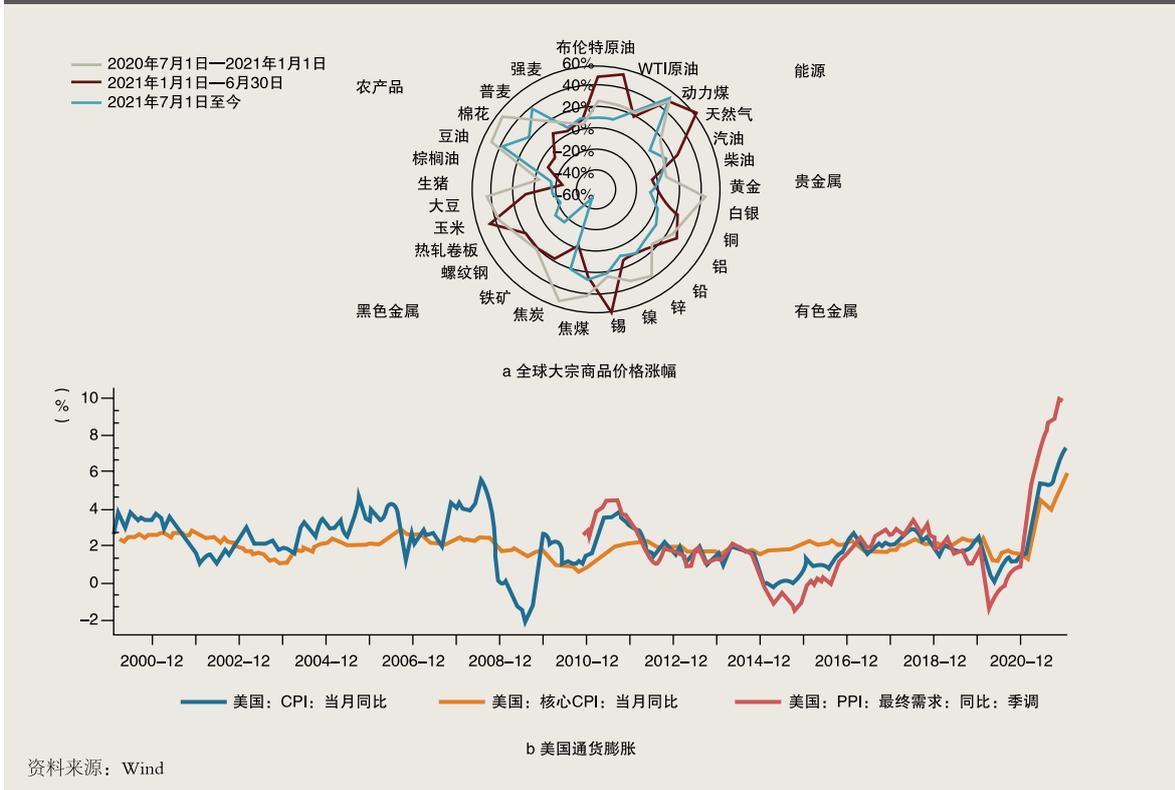
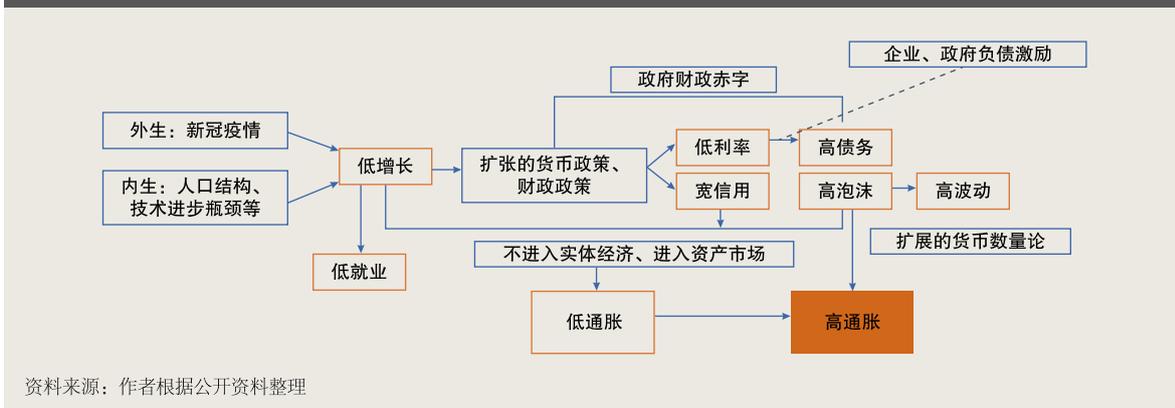


图9 “四低三高”向“三低四高”演化的内在逻辑



过价格发现机制，被引导至现货市场，叠加供应链等因素，许多大宗商品，例如，煤炭、石油、粮食、有色金属等的现货价格也出现大幅上涨（见图8-a）。大宗商品现货价格上升进而推动制造业的原材料成本上升，推高PPI，并进而传导至消费市场，推高CPI（见图8-b）。截至2022年1月，美国CPI和PPI当月同比超过5%已分别持续了9个月和10个月，通货膨胀越来越严重。2021年下半年以来，美国通货膨胀问题日益凸显，低通胀正在向高通胀演

化，逐步形成“三低四高”态势，即“低增长、低就业、低利率和高通胀、高泡沫、高债务、高波动”。

随着通货膨胀抬头，预计资产价格将逐步见顶。美联储在2020年调整了通货膨胀目标，修改为盯住12个月平均通货膨胀率。因此，尽管美国通胀连续多个月高于2%，平均通胀率也已超过2%的目标值，但美联储多次明确表态或暗示市场，将维持低利率政策。然而，以2021年12月初为分水岭，美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）分别在参议

院和众议院先后两次发言，释放出明确的转向信号，防止通货膨胀积重难返，货币政策开始由“松”（鸽派）转“紧”（鹰派），包括缩减购债计划（Taper）缩表甚至加息。美联储加息将成为触发明斯基时刻（Minsky Moment）的“最后一根稻草”。所谓明斯基时刻，是指资产价格崩溃的时刻。这个概念由经济学家海曼·明斯基（Hyman Minsky）提出，并因此得名。在没有基本面支撑的条件下，高泡沫、高债务、高波动是极度脆弱的；伴随通胀抬头，美联储一旦进入加息周期，资产泡沫将被刺破，通过债务链条，形成多米诺骨牌效应，引发新一轮经济萧条，甚至陷入“滞胀”陷阱。2022年以来，美联储加息概率提高，货币政策转向步伐加快，全球资产市场（尤其是股票市场）价格开始回落，债务风险日益凸显。在逃往质量（Flight to Quality）的过程中，部分存量货币将从资产市场流入商品市场，无疑使已经突出的通货膨胀问题“雪上加霜”。

三、应对策略与建议

目前，美联储的货币政策已经开始转向，Taper已付诸实施并已提速，缩表和加息也将提上议事日程。作为全球第一大经济体，美国经济复苏无疑有利于全球经济恢复，但其货币政策转向对中国的外溢冲击却不容忽视。2021年第三季度以来，我国面临经济增速放缓、通胀压力加大的挑战。为稳定宏观经济大盘，对冲美联储货币政策转向的负面冲击，我国应基于自身实际，坚持独立的货币政策，开展跨周期调节，操作更加灵活适度，继续推进人民币国际化，适当放宽汇率波动区间，并从根本上做实做强实体经济。

（一）坚持货币政策的独立性和“以我为主”

为缓解通胀压力，面对美联储的宽松政策，多国央行选择收紧银根，巴西央行、俄罗斯央行、韩国央行、新西兰央行都选择了加息政策，致使原本脆弱的经济复苏前景再次蒙上了阴影。在全球货币政策转向的时候，我国的货币政策应以内部目标为主，包括保增长、稳就业、稳物价等。中美两国的

经济发展阶段不同，需要不同的货币政策加以配合。坚持“以我为主”的货币政策，应始终面向国内经济的发展需要开展政策调节，运用一系列精准导向的结构性货币政策引导金融机构有效支持实体经济。

（二）坚持跨周期调节，并预留政策空间

货币政策除了考虑应对短期经济波动，也要为未来应对美国紧缩政策的不确定性留出政策空间。如果在一定时期内实施较大力度的宏观政策，虽然有助于短期目标的实现，但正如上文所说，其所带来的高泡沫、高债务问题容易加剧整体金融系统的风险。跨周期调节有助于实现稳增长和防风险双重目标。同时，如果利率、准备金率骤降，或者力度较大的财政政策导致巨大的财政赤字，将限制未来宏观政策的操作空间，不利于中长期目标的实现，也不利于应对国际经济周期未来的不确定性。当美联储在2022—2023年期间采取加息等紧缩政策时，我国的货币政策应坚持“以我为主”，适时实施适度偏扩张的政策，以对冲美国紧缩货币政策对我国产生的外溢效应。

（三）在充分考虑经济主体适应能力的基礎上，适当放宽人民币汇率浮动区间

适当放宽人民币汇率浮动区间有利于加强人民币汇率浮动弹性，优化资金配置效率，进一步起到市场配置资源的决定性作用，略有贬值对净债权国影响不大，且有利于出口贸易。相比于完全浮动汇率制度，有管理的浮动汇率制度更容易让政策制定者实现多重目标。同时，应加强对跨境资本流动的监测分析，实施适度的资本管制。

（四）逐步推进人民币国际化，促进多元储备货币体系的形成

建议积极推动国际贸易中人民币货币结算机制建设。积极推动人民币在国际资本流动、外汇储备、国际贸易计价中的使用。积极推动国际货币体系的改革，从而克服美元本位币体系的固有缺陷。积极推动特别提款权（Special Drawing Right，简称SDR）在增发、使用范围、分配机制等方面的改革，为国际货币体系的长远变革创造条件。在二十国集团

(G20) 框架下推进国际经济政策协调机制的完善, 努力减少具有系统重要性国家的货币政策对其他国家的负面溢出效应, 促进国际金融稳定。积极推动国际货币基金组织 (International Monetary Fund, 简称 IMF) 份额和治理结构改革, 增加新兴经济体的话语权。

(五) 从根本上做好做实我国实体经济

防范外溢性风险, 最根本的方略是做好自己的事情, 包括坚守保障粮食、能源安全的底线, 防范系统性金融风险, 大力发展多层次资本市场, 提高直接融资比重, 推动我国产业链不断升级, 提高科技创新能力等。

我国现阶段金融风险的根源在于宏观杠杆率偏高。2020年, 我国宏观杠杆率上升了23.6个百分点, 达到270%, 创下2008年金融危机以来最高涨幅。如果考虑地方政府隐性负债, 则杠杆率会更高。降低杠杆率主要靠发展经济以及提高直接融资比例, 这是大力发展资本市场的内在要求, 让高科技企业在直接融资市场获得高溢价, 吸引更多的资金与技术结合, 推动企业创新; 但同时也需要加强资本市场的透明度监管, 促进资本市场与实体经济的良性循环发展。

为增强市场韧性, 我国可以进一步加强结构性改革, 夯实经济基本面, 增强经济韧性, 控制杠杆率和资产泡沫, 发展和深化本地资本市场, 减少外债, 同时抑制由计价币种差异而导致的企业资产负债表错配程度, 减轻脆弱性的累积, 从而为应对全球金融周期冲击提供更大的政策空间。

最为关键的是, 要加快产业升级、技术革新, 着眼于全要素生产率的提高、经济效能的提高, 推动数字经济和实体经济融合发展。针对产业的薄弱环节, 实施好关键核心技术攻关工程, 加快解决“卡脖子”技术难题。

参考文献:

- [1] 兰德尔·雷·现代货币理论: 主权货币体系的宏观经济学[M]. 张慧玉等(译), 中信出版社, 2017(1)
- [2] 理查德·邓肯·美元危机成因、后果与对策[M]. 王靖国等(译), 东北财经大学出版社, 2007(4)

[3] 理查德·坎蒂隆·商业性质概论[M]. 商务印书馆, 1986(6)

[4] 罗伯特·特里芬·黄金与美元危机——自由兑换的未来[M]. 陈尚霖、雷达(译), 商务印书馆, 2021(6)

[5] 马克思·资本论(第1、2、3卷)[M]. 郭大力、王亚楠(译), 上海三联书店, 2009(4)

[6] 张雷声、董正平·马克思主义政治经济学原理(第四版)[M]. 中国人民大学出版社, 2020(3)

[7] 张伟·货币危机之谜[M]. 中国金融出版社, 2010(8)

[8] 周小川·关于改革国际货币体系的思考[R]. 中国人民银行网站.http://www.pbc.gov.cn/hanglingdao/128697/128719/128772/825742/index.html

[9] Barry, Eichengreen. Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939[M]. Oxford University Press, 1992

[10] Bernanke, Ben. 1983. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression[J]. American Economic Review, Jun. 1983, Vol. 73, No. 3 (Jun., 1983), pp. 257–276

[11] Cantillon, Richard. Essay on the Nature of Commerce in General[M]. Routledge, 2017

[12] Fisher, Irving. The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit Interest and Crises[M]. Cosimo, Inc., 2006

[13] Friedman, M., Schwartz, A. A Monetary History of the United States, 1867–1960[M]. Princeton: Princeton University Press, 1963

[14] Rey, H el ene. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence, Proceedings, Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Federal Reserve of Kansas City Economic Symposium, 285–333, 2013

[15] Rickards, James. The New Great Depression: Winners and Losers in a Post-pandemic World[M]. Portfolio/Penguin, 2021

[16] Rothbard, Murray. America's Great Depression (5th Edition) [M]. The Ludwig von Mises Institute, 2000

[17] Summers, L. H. International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures[J]. American Economic Review, 2000, 90(2): 1–16

(责任编辑:冯天真)