

美联储货币政策转向： 背景、事实与应对

李晓 陈煜

摘要：新冠肺炎疫情暴发以来，美联储采取了无限量宽松的货币政策，全球主要央行纷纷跟进，随之衍生的货币超发给世界经济带来深刻影响。在此背景下，关于美联储在何种时间、以何种方式、按何种节奏进行政策转向，成为理论界和全球市场投资者共同关心的问题。历史来看，历次美联储政策转向的逻辑都与同时代美国经济基础和主流经济哲学嬗变高度相关。本次疫情应对中，美联储再次调整货币政策目标框架，决策相机性明显增强，大大增加了政策转向的预判难度。根据当前形势，美联储可能于2021年年底完成前瞻指引，并最早在2022年年底正式进入加息进程。在此过程中，美联储货币政策实践主要面临四个矛盾：一是控制通胀与促进就业之间的矛盾；二是维护金融稳定与恢复实体经济之间的矛盾；三是“最后贷款人”与“最后做市商”之间的矛盾；四是美元体系“短期稳定”与“长期可持续”之间的矛盾。当下，在中美宏观政策及其经济基础存在明显差异的条件下，中国应保持灵活审慎的货币政策以平衡“促发展”与“防风险”，在继续深化金融改革的同时注重K型复苏对社会的深刻影响，并应更加重视中美货币政策合作与国际金融协调。

关键词：美联储；货币政策转向；中国经济；国际金融协调

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

一、美联储货币政策转向的背景、事实与趋势判断

（一）政策转向的背景

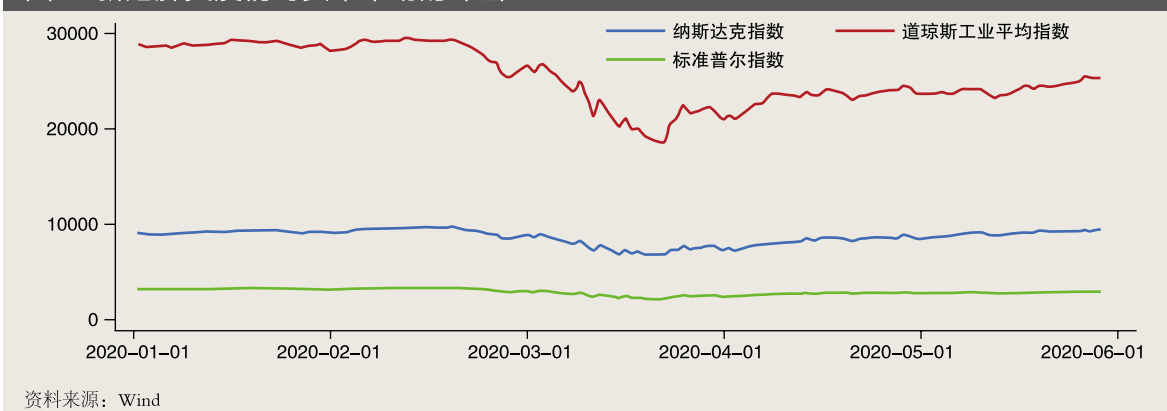
要准确把握当前美联储政策的调整，首先需要有一个前提性认识，即这种调整的深层次原因在于美国主流经济哲学的转变。

历史上，纯粹的自由市场经济尽管在理论上令人向往，但它在现实中存在的时间并不长。大萧条发生后，从自由市场到政府干预，从凯恩斯主义到新自由主义，从新自由主义破产到更加重视社会公平与公正的“拜登经济学”，美国主流经济学的钟摆一直在周期性摆动。所谓自由市场，在其发祥地英格兰就是国家强力干预的产物，或者说是一个特殊环境下的例外，即它是政府规划、政策的产物。英格兰通过《谷物法》《济贫法》《学徒法》《圈地法案》等一系列法案将境内农产品、劳动力和土地逐一推

作者简介：李晓，教育部“长江学者”特聘教授，吉林大学“匡亚明学者”卓越教授（A岗），横琴智慧金融研究院/吉林大学横琴金融研究院院长；陈煜，吉林大学经济学院博士研究生，横琴智慧金融研究院/吉林大学横琴金融研究院研究员。

① 本文是根据作者于2021年9月18日在横琴智慧金融论坛（2021年第三季度）暨中国国际金融学会专题研讨会“全球产业链重塑与琴澳产业金融深度融合”上的主题发言整理而成。文章撰写过程中，吉林大学经济学院博士生邱晶晶、李博因亦提供部分辅助工作，作者在此表示感谢，当然文责自负。

图1 新冠肺炎疫情对资本市场的冲击



向市场交易；更重要的是，这一过程是资本主义民主制度尚未成熟的产物，绝大多数人都被排除在民主政治生活之外。因此，从本质上讲，自由市场是反民主的，在任何真正的民主政治生活中，自由市场总是“短命”的，因为它带来的巨大社会代价，使其在任何民主体制中都不可能长期处于合法地位。

在19世纪下半叶，自由市场所带来的一系列社会矛盾和问题导致民主政府不得不加强对它的社会控制，维多利亚时代中期的纯粹的自由市场随着公民权的扩大而消亡了，真正的自由市场经济在英国存在的时间不过一两代人。特别是随后19世纪后半期福利国家制度的发展，自由市场所产生的巨大的社会不安全性与日渐崛起的党派之争相结合，使人们对自由市场经济所带来的弊端了解得更加深入。尤其是两次世界大战的爆发和期间的大萧条，人们恐惧于导致战争的经济崩溃和政治独裁，拒绝回到以往的自由市场秩序当中。这是人们放弃放任市场经济的哲学理念，实施有管理的市场经济或者说选择凯恩斯主义经济哲学的重要背景。

美联储的诞生与发展与上述市场经济哲学转变的时代背景高度相关。事实上，美联储政策独立性最强的时期，恰恰是20世纪70年代末80年代初经济出现严重滞胀、凯恩斯主义经济学式微并转向新自由主义经济兴起之时，即主流经济学再度转向自由主义价值观的本来形式——新自由主义者信奉的绝对有限政府和不受约束的自由市场。然而，撒切尔夫人和里根总统的政治理念与经济政策再度证明，所谓自由市场经济的形成与发展必须依赖政府地位的强化。这反映出自由市场经济的一个悖论：它的发

展必须削弱其曾经依赖的传统社会体制的作用，甚至让社会成为自己的附属，走向卡尔·波兰尼所说的市场社会，但这一过程却需要依靠强大政府方能实现，而社会最终也将以各种经济的、社会的和政治的手段反击自由市场经济所带来的一系列反社会冲击。因此，我们看到，四十多年后的今天，新自由主义经济学所导致的一系列社会经济矛盾再度激化，当今美国所体现出来的收入两极分化、中产阶级破产和政治极化等现象，意味着新自由主义的失败（阶段性或周期性失败），必然导致国家地位与作用再度提升，社会公平、公正问题再度成为国家管控自由市场经济、干预市场走向的重要维度。这正是拜登政府和美联储不得不高度关注就业或收入分配问题的重要背景。历史的钟摆再度远离自由市场理念，摆向了政府干预。

总体来看，最近一次美联储货币政策转向宽松可以追溯至2019年。2018年，在全球经济再次笼罩在陷入寒冬的悲观情绪时，美联储开始由“鹰”转“鸽”，分别于2019年7月、9月和10月三次降息，结束了从2013年开始的大约6年的缩表及其准备过程。而市场更加关注的时间点，即本轮美联储政策转向的最直接背景则始于2020年3月，彼时，新冠疫情在全球范围的迅速暴发给资本市场带来巨大冲击（见图1），为避免流动性紧缺预期演变成真并扩散至整个经济系统，美联储迅速决策开启无限制的货币宽松政策。随后，主要经济体纷纷跟进。

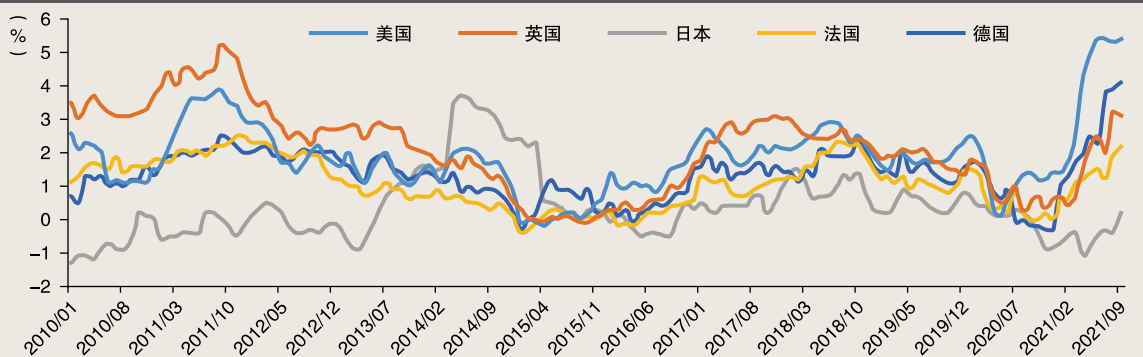
与历史对比，本轮货币宽松具有一些比较显著的新特点。从规模上看，自疫情暴发并全球扩散以来，美联储累计向市场注入4万亿美元流动性，相当于

表1 美联储货币政策工具箱

传统货币政策工具	公开市场操作 贴现窗口贴现率 准备金 隔夜回购 定期存款工具
量化宽松工具	2008年使用过的工具
	2020年创设或调整后的工具

资料来源：美联储

图2 全球主要经济体通货膨胀情况



资料来源：Wind

过去 20 年的总和。拜登政府继续推出万亿美元级别的“救市计划”“基建计划”，到 2021 年年底，美联储资产负债表规模可能超过 10 万亿美元；从政策工具上看，美联储为了让流动性更深入地支撑经济系统的运转，针对以往货币政策的衔接断点和本轮外生性冲击的特征创设了多项货币政策工具，其中，部分工具为首次使用，另一部分工具则在近十年的货币政策实践中已有雏形（见表 1）。特别值得注意的是，本次美联储的货币政策加大了对财政系统的支持和配合力度，两者进行了深度捆绑，这种财政赤字货币化的政策方向引发了过去一年理论界的持续争论。这一点，无疑给美联储职能地位转变和宏观经济金融理论带来了新挑战。

在美联储启动无限量宽松、其他主要经济体纷纷跟进的背景下，货币超发造成了全球范围内疫情后的二次冲击。世界经济持续数年的“三低一高”格局发生改变（见图 2），通胀抬升、全球资产泡沫高企，投资者对过高估值的市场避险意图明显，行情脆弱、波动加剧。

作为世界货币，美国可以将货币超发造成的通货膨胀转嫁出去。理论上，美国货币超发却很少产生通货膨胀的原因至少可以归纳为三点：一是美国新增流动性的一半以上主要在国外流通；二是由于美国是世界上最大的最终商品市场提供者，全球价廉物美的商品导致其消费物价难以抬升；三是美元体系的特殊权力使其对自身经常账户具有超强的延迟调

整能力，或可称为将调整压力转嫁至他人的权力（能力）。然而，即便拥有如此多的“特权”，近期美国国内的消费价格（CPI、PCE）仍连续大涨，具有危害的通胀预期已浮上水面。2020年8月以来，美联储修改货币政策目标框架，将主要目标盯紧经济复苏和就业，同时提升对通胀的容忍，但现实情况仍旧不如人意。一方面，美国2021年8月的非农就业数据经过季节调整后仅新增23.5万，远低于市场预期的75万，这一增幅与6月、7月的数据比较后更加剧了市场的失望情绪；另一方面，美国国内通胀水平已达5.3%，即使在平均通胀目标的框架内也到达难以容忍的程度。通胀的迅速抬升已经对居民生活造成明显影响。在上述两难困境下，金融系统的稳定性永远是美联储最关注的优先项，向市场传递缩减购债的信息并将退出宽松的政策放到台面即纳入美联储的公开工作日程。

（二）美联储政策转向的行动事实

自20世纪70年代以来，美联储的货币政策目标框架经历几轮较大调整，对宏观经济的调控逐渐从1993年的“泰勒规则”过渡到2011年的“伊文斯规则”，即从简单透明且有较强承诺机制的以通货膨胀和产出作为货币政策制定的核心指标，转向以通胀预期和失业率作为利率决策阈值。在上述变化过程中，美联储货币政策的相机性越来越强。在新修订的货币政策目标框架中，美联储转向“平均通胀目标制”，大大提升了就业在货币政策决策中的地位，从以往“就业人数对最高水平偏离”的对称目标转变为“就业人数对最高水平不足”的单向目标。其退出标准也从以往较为清晰的标准转变为美联储自身对长期目标、中期展望和风险平衡的评估，实际上变得相当模糊。2021年年初以来，美联储内部对经济形势的判断出现分歧，联准会委员的不同意见时常被看作向市场暗示的信息。同时，市场对于美联储判断错误的预期越发高涨，资本市场行情和投资者情绪波动明显加剧。

尤其需要注意的是，从2021年6月开始，美联储不断刷新逆回购工具使用规模的历史记录（9月23日当天已超过1.35万亿美元）。这样，在预期收

紧货币政策的同时，短期内又向市场释放流动性，反映出美联储货币政策决策存在着一些“内在矛盾”，具有明显的节省政策工具、预留政策空间的动机，也给市场留下想象空间。

（三）美联储政策转向的趋势判断

根据2021年9月22日美国联邦公开市场委员会的会议声明，美联储货币政策转向的节奏和路径虽仍有不确定性，但可归为三个阶段：第一，前瞻指引阶段（2021年第四季度），在这一阶段Taper具体落地方案，重点在于对市场反应的测试和信息传递；第二，Taper执行阶段（2022年第二季度至2021年第三季度），在这一阶段逐步退出已有的各项购买计划，可能采取循序渐进的退出方式；第三，加息、缩表阶段（2023年年底前），该阶段的不确定性最大，依赖于经济与就业的长期修复程度，疫情控制进程和受制于政府债务、通胀等多重因素的走向，可能出现提前、延后，甚至加息再降息的反复，时间表的弹性极高。尽管购买债务和Taper落地并无严格的时序关系，市场仍需重新调整预期并做好准备。

具体来看，美联储政策转向需要考量的因素在不同阶段可能有所区别。短期因素包括：通胀数据可能并非暂时；就业复苏显著，但既不充分也不平衡；疫苗接种情况及病毒变异的社会经济影响；财政刺激及其可持续性（近期美国政府债务及财政刺激法案的情况）等。若将上述条件扩展到中长期，美联储货币决策应该至少依据如下两个判断：一是对疫情风险的评估（病毒影响和群体免疫效果）；二是对美国经济复苏进程的评估。当前，美国需求端复苏既快于国内供给端复苏，也快于全球供应链的恢复速度。以往平抑美国通胀的东亚国家“产能过剩”因素在本次被明显削弱，经济复苏可能继续拉抬通胀，进而加大美联储货币政策转向压力。

二、美联储政策转向中的四对矛盾

（一）控制通胀与促进就业之间的矛盾

美联储对通胀的判断并非一成不变。基于政策初衷，我们不能将2020年以来美联储向市场注入流

① 2021年9月通胀水平为5.3%，相较7月、8月通胀水平（两月均为5.4%）并无明显回落。

表2 近期美联储重要货币政策报告中提及“通胀”的次数

时间	报告	出现次数
2021年7月30日	Assessing Progress as the Economy Moves from Reopening to Recovery (《评估经济从重新开放走向复苏的进展》)	24
2021年8月4日	Outlooks, Outcomes, and Prospects for U.S. Monetary Policy (《美国货币政策展望、效果和前景》)	31
2021年8月27日	Monetary Policy in the Time of COVID (《疫情期间的货币政策》)	67

资料来源：美联储

动性，看作如历史上大多数情况那样向正常但有问题的市场注入流动性，而应将其视为应对疫情冲击所造成的巨大通缩预期之举。这一举措的初衷是为了防止金融体系的崩溃，如果通缩形成自我循环将带来更严重的后果，因此，在加大宽松力度之初，美联储甚至期盼通胀的到来。但2008年美联储开启量化宽松以后，美国逐渐陷入通缩抬头的困境。由于公共债务和居民债务不断增加，经济运转中的新收入都被用于还债，并没有进入消费、流通和投资环节，经济中的货币流通速度放缓。在美国经济金融化（另一面是产业空心化）的基础上，货币宽松推高了债务，而后来货币紧缩导致的金融市场流动性收紧又打压了实体经济的通胀水平。因此，2020年以来两届美国政府投入天量流动性之后，美国的通胀（CPI、PCE）才在2021年的3—4月开始抬升。

问题在于，美联储为什么仍旧忽略通胀可能长期化的趋势？2021年5月，美国现任财政部长、前美联储主席耶伦表示美国将实现充分就业，通胀不会成为美国的问题，这已经是她在几个月内第四次“澄清”通胀问题；现任美联储主席鲍威尔直到2021年8月27日的杰克逊霍尔央行年会上仍强调通胀只是暂时的，尽管“通胀”一词在他的演讲中出现了67次，反映市场对于通胀走势的担忧情绪持续上升（见表2）。上述回避可能包括两个原因，第一，美联储若承认通胀，市场将不可避免地进入通胀自身正反馈的局面，不仅股市等资产价格下跌风险上升，美元和美债也可能遭到抛售，美国经济将面临更多困难；第二，美联储若承认通胀长期化，将在现有货币政策目标框架内受到更大压力，通胀重要性上升将挤出美联储对经济复苏和就业的支持力度。同时，鉴于美国股市对国民经济的重要性，已经积累的泡

沫和风险如同“堰塞湖”，即使危险已经目力可及，但在现实的两难处境中只能以时间换空间，而非正面应对。

（二）维护金融稳定与促进实体经济之间的矛盾

世界经济虽进入复苏阶段，但基础脆弱且分化趋势明显，一旦美联储政策转向，全球流动性将收紧，经济复苏可能遭受冲击。倘若美联储货币政策转向叠加全球疫情防控的不确定性、产业链供给恢复滞后等因素，经济复苏进程极易受到打击。从美国企业部门来看，中小企业和低评级企业的再融资成本将显著拉升，信用违约和破产风险加大，实体经济的困难明显高于其他行业；从政府部门来看，流动性收紧将提升政府财政赤字融资的压力，扩张性财政的成本和效果都将受到削弱。上述两部门的变化还将迅速传导到居民部门。事实上，类似通缩自我实现的过程一直是宽松政策退出最直接的敌人。

同时，利率中枢抬升、全球金融市场面临调整的预期将有所强化。尽管过程可能缓慢且反复，但各类金融市场释放既有结构性风险并大幅调整仍旧不可避免。从债券市场来看，由于市场已提前消化美联储货币政策转向预期，2021年美债收益率已持续上行。其中，由于加息日程仍然遥远，短期利率可能受到抑制。从外汇市场来看，在美联储确认加息操作之前，美元指数虽可能短期回升，但难以改变长期积累的走弱趋势。只有当Taper进入实质阶段，以美元计价和非美元计价的资产价格调整才会显著发生。从股票市场来看，美股在货币超发背景下已经严重高估，市场的任何风吹草动都可能引发投资者情绪的剧烈波动，因此，股市的整体性风险

将被放大。考虑到股市对美国国民财富的重要性，这种系统性的风险更需重视。此外，从商品市场来看，大宗商品在货币政策方面利空——在美联储加息、全球流动性收紧的情况下，全球大宗商品价格将承受下行压力。但考虑到疫情防控进程、全球运输业遭遇的重大困难以及大宗商品供应的经济、政治风险（例如，OPEC的政策选择不确定性等因素），这一市场的变化目前较难确定。

总体而言，维护金融市场稳定是美联储的重要政策考量，这将制约实体经济恢复，尤其是将吸收本应流入实体经济的流动性。

（三）“最后贷款人”与“最后做市商”的矛盾

在上述过程中，国际资本流向转变，可能导致新兴市场经济体付出代价。当美元指数趋势性走强，美元与非美元计价资产价值重估时，新兴市场货币可能出现竞争性贬值。2020年，在全球性货币超发的过程中，为避免财富被收割，韩国、巴西、土耳其等央行紧随其后放水，导致本国通胀高企、家庭债务规模创纪录、房价全线飘红。如今美联储将政策转向纳入日程表，韩国、巴西、土耳其、墨西哥、阿根廷、俄罗斯、智利、斯里兰卡、匈牙利、捷克等国不得不提前加息。鉴于上述国家中的多数仍陷于经济衰退，加息的过程将带来巨大压力。历史上加息周期下新兴经济体陷入危机的戏码几乎确定仍将上演。

此外，当前全球主要央行货币政策的步调也存在差异。英国、欧盟和日本等发达经济体的央行已先后着手应对美联储货币政策转向风险，但各自的处境并不比美国轻松。2021年9月22日，在美联储释放“鹰派”信号后，英国央行快速跟进，并表示货币政策收紧、缩减购债的进程可能快于预期，加息预期提前至2022年第一季度。受此影响，英国国债收益率迅速抬升；与英国相比，欧洲因内部协调难度更高而相对谨慎。2021年9月9日，欧洲央行基于对欧盟经济“强劲反弹”的谨慎乐观，虽未开始缩减资产购买，但管理委员会一致同意放慢采购速度并“重新校准”政策节奏。其中，挪威已开始正式加息，成为疫情以来首个开启加息操作的G10央行成员。上述三者中动作最慢的应属日本央行，因

国内没有可用的疫苗产品，致使接种进度明显落后于欧美主要国家，疫情防控、经济复苏的不确定性迟迟难以降低。在没有找到收紧货币政策突破口的情况下，日本央行仍旧强调维持宽松货币政策的重要性，并无收紧货币政策的讨论议程。

美联储上一次退出量化宽松经历了较为漫长的过程，因此，不能对本次步入紧缩周期的时间表抱有过度期待。全球经济基本面和美元体系的固有特征使得美联储退出宽松的前提并不稳固，当经济金融面临挑战，本轮货币政策转向的落实会大打折扣。可以列举的部分挑战包括：一是国债短期与长期收益率倒挂与金融市场的动荡；二是经济增长（或复苏）不及预期，失业率和通胀的走向侵蚀美联储加息的基础；三是尽管美国加息有助于强势美元，有利于吸引国际资金回流美国，但同时应观察美元与欧元、日元等主要货币的利差，这一差距可能削弱美国出口、降低美国企业的国际竞争力，甚至会抑制经济复苏，等等。

美联储退出宽松的过程很可能比较艰难的宏观背景原因还包括，美元霸权在短时间内不可挑战，美元体系稳定受到冲击的后果不可承受，美联储历史对传统规则的突破并不鲜见，等等。自20世纪70年代以来，美联储政策行动的相机决策越来越强，不断突破自身限制，这也造成了深远影响。一方面，其职能地位在向“最后贷款人”转变的趋势下，本身已经演变为市场的参与者——“最后做市商”，即2008年以来伴随着金融市场直接融资功能的增强，金融机构的种类、形式及其开发的金融工具日益丰富、复杂，更重要的是由此发生金融危机的可能性急剧增大，以美联储为代表的发达国家央行在救助危机的实践中，不得不采取越来越多的替代传统信贷渠道的手段，针对更为广泛、深入的金融市场本身和金融产品进行救助，开始发挥重要的“最后做市商”功能，在金融市场出现集中抛售或交易停滞等问题时，央行通过入场买卖丧失流动性的资产或者接受丧失流动性的资产作为回购、贴现窗口的抵押品等方式，将市场风险暂时从市场主体手中转移出来——用增加自身负债向市场提供安全资产的方式，帮助市场恢复流动性和融资功能。相对而言，央行“最后贷款人”操作是基于对银行和其他金融中介的信任，而“最后做市商”操作则是基于对金

融市场抵押品的信任，通过抵押品的价值稳定来维护金融市场稳定。

显然，美联储上述重大转变极易引发市场道德风险，从而拖延货币政策正常化的进度；与此同时，尽管美联储被视为同军队、司法机构一样拥有“未经选举的权力”，独立于华盛顿和华尔街的权力平衡框架，但其货币政策的独立性近年持续受到挑战，尤其是其越来越深入地参与到经济增长、促进就业尤其是财富分配的过程当中，这两种身份之间的矛盾与冲突将在很大程度上制约其政策实施的效果。基于经济结构的高度金融化与金融逻辑的变化，美联储的政策或者说美国经济增长的逻辑已经发生了两个重大跨越，即从“挣到钱”转为“借到钱”，进而再次过渡到“印出钱”。这是对美国经济及全球经济增长的巨大挑战。

回顾 2008 年以来美联储的政策历史，自实施非常规货币政策以来，退出量化宽松的过程并不顺利。特朗普政府时期公开要求美联储降息刺激经济，2020 年更是因为大选周期而实施了力度超出需要的刺激措施，拜登上台后，更多的“基建计划”“刺激计划”必将需要货币政策的密切配合。因此，本轮政策转向的实际结果如何，目前仍待观察。

（四）美元体系“短期稳定”与“长期可持续”的矛盾

鉴于现有货币体系中美元的核心地位，在经济增长日益陷于困境的情况下，美联储紧缩政策带来的挑战比宽松更可怕，如果货币政策转向把握不好，可能对世界经济造成重大伤害。从历史经验来看，美联储货币政策历次由“扩张”到“紧缩”的转向都可能引发金融危机或严重的金融动荡。

客观评估短期美元地位和长期变化，期间将存在一些矛盾。尽管每次发生全球性危机后短期内美元都会趋于强势，但美元体系的系统性危机仍将长期存在，尤其是美联储越来越多的“单边主义”行动将损害美元体系的信誉和地位。从杰奥瓦尼·阿瑞基所谓的“热那亚周期”“荷兰周期”“英国周期”再到“美国周期”的逻辑来看，美元体系存在着长

期挑战。在其处于周期下降阶段的长期过程中，面对国际货币体系的多元化趋势，这个矛盾将成为美联储政策制定的重要考量或约束。此外，在今后相当长时期内，美元所具有的“嚣张的特权”的基础仍将存在。这个矛盾的存在也将强化全球金融治理的矛盾，并给全球金融治理带来挑战。

三、对中国当前阶段政策实践的理解与再思考

（一）中美宏观政策的相对位置与影响

第一，从疫情后的经济复苏来看，中国快于美国并在全球处于领先地位。得益于疫情之初迅速采取严格的防疫措施，防疫过程中又配以适度宽松的货币政策和积极有力的财政支持，中国经济在 2020 年第二季度即实现触底反弹。叠加国际供应链对中国的依赖迅速提升，中国的经济复苏过程加速推进，出乎大部分研究者的意料。美国则由于反复受到疫情冲击，经济复苏进程受到阻碍。尽管在强力的货币政策和财政政策支持下，2021 年下半年有望恢复至疫情前水平，但德尔塔病毒的流行使经济复苏进程出现波折，不仅前景预判难度增加，不同部门和群体的结构性差异也更加凸显。

第二，从政策工具上看，中国的政策空间更为充裕。财政政策方面，从趋势上看，根据 CNBS 口径，中国 2021 年第一季度的政府部门杠杆率达到 44.5%，较 2020 年末有所回落；从国际比较中看，根据 BIS 口径，中国财政政策的灵活度也明显较高，政府部门杠杆率显著低于 G20 经济体（101.6%）和发达经济体（119.8%）的整体水平，在世界主要经济体中排名靠前。而美国的政府部门杠杆率，根据 BIS 数据，在 2021 年第一季度已达到 123.6%，预计未来仍会进一步上升。9 月，美国经历了建国以来第 79 次债务上限危机警报，尽管经过激烈博弈，各党议员于 10 月 12 日在众议院就政府短期债务上限达成一致，避免了国家信用受到进一步损害，但这也明确显示了美国财政政策空间的局促。货币政策方面，中国是全球主要经济体中少有的政策逐步恢复正常化的国家，这

① 根据美国布鲁金斯学会报告，美国在 2021 年 3 月通过的 1.9 万亿美元刺激法案将额外提升 2021 年 GDP 约 4%，其潜在效果的实现仍然有待观察。

② 根据国际清算银行（BIS）统计口径，2021 年第一季度，以市场汇率换算的中国政府部门杠杆率为 66.7%。

源于疫情防控阶段的总体克制和疫后恢复阶段的审慎灵活。在经历 2021 年第三季度国内宏观经济的短暂下行后，调控依然留有余地。美国的货币政策则在采用一系列非传统量化宽松政策后，在工具选择和实施条件方面都有所顾虑。一方面，在投放流动性的选项中，货币市场投资便利（MMLF）、一级交易商信贷便利机制（PDCF）等政策工具仍有余地，但也需为后续政策调整留出空间；另一方面，在货币和财政组合的情形下，财政压力的增大也是对于货币政策转向空间的挤压。

第三，中美实施宏观政策的经济基础存在差异。从经济复苏特征来看，中国经济的供给端偏强，需求端偏弱。受国内较早复工和国际需求旺盛的牵引，国内生产部门加速修复，与出口相关的行业均维持较高景气度。与此相比，受制于企业和居民部门对投资和消费未来预期的变化，需求端的修复进程显著慢于生产端。美国则相反，需求端偏强，供给端偏弱。受益于政府财政转移支付的增加和疫情防控的放松，美国国内消费水平迅速回暖。经济刺激政策和疫情的冲击重叠交叉，导致商品消费和服务消费“冷热不均”。正是因为同样的原因，供给端仍未脱离负增长状态。经济复苏阶段的结构特征和两国的就业恢复表现一致。中国就业的恢复程度较高，城镇调查失业率在 2021 年 2 月、6 月小幅波动后整体下降，已经恢复到疫情前水平。根据 2021 年 8 月数据，中国服务业从业人员指数为 45.2%，仍处于荣枯线以下，与制造业（50.1%）和建筑业（60.5%）的步调存在差距。美国的就业水平持续恢复，就业恢复空间（就业缺口）也仍然很大，但边际水平不容乐观。根据美国 2022 年 8 月份非农就业数据，国内新增就业人数 23.5 万，远低于市场预期的 75 万。原因一方面在于财政转移支付对就业的临时挤出，另一方面在于疫情冲击使中小企业雇主的生存状况恶化，降低了对劳动力的需求。

中美两国的宏观政策位置差异，既决定了未来两国政策分化仍将持续，也从另一面显示出两国政策协调和配合的重要性。基于经济恢复基础仍不牢固叠加各自社会结构性矛盾，中美两国未来一段时间的宏观政策都将以宽松基调为主，都需要各自央行和财政部的密切配合，同时，加大对经济恢复薄

弱环节和部门的特别支持。但区别在于，美国的政策持续加码，财政纪律和货币政策独立性受到严峻挑战，其政策基准相较中国激进得多。在刺激经济复苏和维护金融稳定之间、加大财政刺激和退出货币宽松之间，美国的政策转向受到严重掣肘。同时，中国的宏观政策已从“逆周期”调节转为“跨周期”调节，基于未来国内消费动力不足、国际需求增速放缓的预期，在美联储政策转向的趋势和时间表越来越清晰的背景下，也需要通过国际协调为国内经济发展和结构性改革创造条件。

（二）美联储政策转向背景下对中国近期政策实践的理解与再思考

第一，保持灵活审慎的货币政策，着力化解系统性的金融风险。近期中国经济下行压力增大，货币出现边际宽松信号。这既反映了中国经济恢复基础仍需巩固，也预示了货币政策和财政政策将在稳健适度的原则下更为积极，需要平衡好“促发展”与“防风险”二者的关系。

第二，继续推进和深化金融改革，同时，注重 K 型分化对社会的深刻影响。急放水与缓收水的政策，无疑会导致全球两极分化更加严重，但各国又不得不持续执行，历史的钟摆再次拨动。中国经济的发展逻辑发生深刻变化，但对金融支持的战略需求并未改变。近期，从中央到地方，一系列政策调整和制度改革迅速果断，包括对行业的规范性治理、对“专精特新”企业的支持，尤其是北交所的成立，都体现了国家对经济结构性调整的决心。这是一个良好的进展，但制度性开放的道路仍任重道远。

第三，重视中美货币政策合作与国际金融协调。2021 年末到 2022 年上半年，中美两国做出的沟通协商为各界所关注。一方面，美国财政部的债务上限见顶，财政部账户上的余额也即将用完，接下来的趋势就是修改法案提高债务上限和大规模发国债，但国债大规模增发将会大量抽取市场上的美元流动性，资本市场的风险增大，这一关系的处理需要国际配合。另一方面，数据显示，美国 10 月 CPI 较 9 月上涨 0.9%，过去 12 个月的年度通胀率上涨 6.2%，达到 30 年来最高水平。居民通胀体验和市场通胀预期的持续强化给美国国内带来较大政治压力，美国

对华政策协调变得更加必要和紧迫。基于中美宏观政策，特别是货币政策处于不同位置，在双方大国博弈日趋激烈的大背景下，推进政策的协调与合作，推动经济复苏、防范整体性风险已经成为两国应当合作应对的课题。

无论从理论还是实践上看，浮动汇率制度被认为是自由放任主义经济哲学体系的一个重要组成部分，也是美元体系下私人资本自由流动的核心特征之一。然而这显然是全球性货币失调，以及所有主要经济体采取竞争性汇率调整措施的重要原因，自然也是导致全球经济动荡不安的一个重要根源。但是，在当今世界重返固定汇率制度不可能以及国际货币体系改革难以推进的情况下，某些区域性汇率稳定安排变得更为必要，尤其是在各国政府作用明显提升的背景下。在这一方面，重新探讨东亚区域货币金融合作，尤其是区域汇率政策协调与合作的进展，推动东亚区域货币金融合作再出发，是颇值得我们重视和研究的问题。

参考文献：

- [1] (美) 艾肯格林, 陈召强(译). 嚣张的特权: 美元的兴衰和货币的未来 [M]. 北京: 中信出版社, 2011: 12
- [2] (英) 保罗·塔克, 许余洁(译). 未经选举的权力 [M]. 北京: 中信出版社, 2020: 312-314
- [3] 陈丰、武岩. 从“拜登新政”看凯恩斯主义的回归 [J]. 国际金融, 2021 (7): 51-56
- [4] 葛奇. 从量化宽松到量化紧缩——美联储缩减资产负债表的决定因素及其影响 [J]. 国际金融研究, 2017 (9): 45-56
- [5] 黄海洲、徐高、高善文、缪延亮. 全球通胀何去何从 [J]. 国际经济评论, 2021 (5): 9-21+4
- [6] (美) 贾雷德·戴蒙德, 曾楚媛(译). 剧变: 人类社会与国家危机的转折点 [M]. 北京: 中信出版社, 2020: 413-421
- [7] (意) 杰奥瓦尼·阿瑞基, 姚乃强等(译). 漫长的 20 世纪 [M]. 南京: 江苏人民出版社, 2011: 7
- [8] (美) 卡尔·波兰尼, 冯钢、刘阳(译). 大转型: 我们时代的政治与经济起源 [M]. 杭州: 浙江人民出版社, 2007: 92-114
- [9] 李晓. 新时代中国国际政治经济学研究: 问题与方向 [J]. 政治经济学评论, 2021 (1): 149-166
- [10] 李晓、陈煜. 疫情冲击下的世界经济与中国对策 [J]. 东北亚论坛, 2020 (3): 43-57+127
- [11] 李晓. 美元体系的金融逻辑与权力——中美贸易争端

的货币金融背景及其思考 [J]. 国际经济评论, 2018 (6): 52-71+5-6

[12] 路透社. 本次 FED 声明与上次声明的比较 [EB/OL]. <https://www.reuters.com/article/fed-policy-statement-text-0922-wedn-idCNKBS2GJ01E/2021-09-23>

[13] 生柳荣、谭宇曦. 疫情应对: 中美两国财政货币政策比较分析 [J]. 国际金融, 2021 (8): 67-75

[14] (英) 沃尔特·白之浩, 刘昭洁(译). 伦巴第街: 货币市场记述 [M]. 北京: 中信出版社, 2018: 133-134

[15] 张明. 美国 10 年期国债收益率未来何去何从 [J]. 中国外汇, 2021 (6): 4

[16] 邹子昂、赵雪情. 警惕美国货币政策转向的外溢效应 [J]. 国际金融, 2021 (7): 57-60

[17] Baker, C. The Federal Reserve as Last Resort [J]. University of Michigan Journal of Law Reform, 2012(1): 69-133

[18] Barwell, R. Macroeconomic Policy After the Crash: Issues in Monetary and Fiscal Policy [M]. London: Palgrave Macmillan, 2017: 293-296

[19] Buiters, W., Sibert, A. The Central Bank as the Market-Maker of Last Resort: From Lender of Last Resort to Market-Maker of Last Resort [C]. The First Global Financial Crisis of the 21st Century, 2008

[20] Duygulu, A.A., AFSAR, K., OZYIGIT, M. The New Function of Central Bank's as the Market Maker of Last Resort: An Evaluation on its Effects and its Results [J]. Amme Idaresi Dergisi, 2016(4): 239-269

[21] Federal Reserve System (Fed). September 22, 2021. FOMC Projections Materials, Accessible Version [EB/OL]. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20210922.htm/2021-09-22>

[22] Floud, R., Humphries, J., Johnson, P. The Cambridge Economic History of Modern Britain [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2014: 204-207

[23] Hauser, A. From Lender of Last Resort to Market Maker of Last Resort via the Dash for Cash: Why Central Banks Need New Tools for Dealing with Market Dysfunction [EB/OL]. <https://www.bis.org/review/r210113a.htm/2021-01-07>

[24] Newton, M. The Fed [M]. New York: Times Books, 1983: 233-236

[25] Steelman, A. The Federal Reserve's "Dual Mandate": The Evolution of an Idea [R]. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief no. 11-12 (December 2011)

(责任编辑: 冯天真)