

全球货币政策分化与升级： 一个新兴经济体的视角*

王飞

内容提要：国际金融危机后，世界各国货币政策进退维谷，主要表现为货币政策目标迷失、政策工具有效性低、货币政策传导机制不顺畅以及全球货币政策双分化。经济全球化和金融一体化强化了主要经济体货币政策在全球范围内的跨境溢出效应，金融风险上升。无论是发达经济体集体宽松还是宽松退潮，经济韧性不足的新兴经济体均受到一定冲击。在此背景下，新兴经济体应在提高汇率灵活性、对资本流动进行管制、强化宏观审慎管理和货币政策国际协调等方面同时着力，坚持推进国际货币体系改革，为实现经济长期发展创造更为宽松的外部环境。

关键词：货币政策；新兴经济体；中央银行；资本管制

作者简介：王飞，经济学博士，中国社会科学院拉丁美洲研究所助理研究员，研究方向：货币政策与通货膨胀、拉美经济。(北京，100007)

中图分类号：F11 **文献标识码：**A **文章编号：**2096-4536(2018)06-0030-12

世界各国的经济增长率在全球金融危机后均出现不同程度的下降，大多数国家的经济增速低于潜在经济增长率。鉴于此，各国中央银行在货币政策方面进行了诸多创新。仅2015年，就有超过40家中央银行实行了宽松的货币政策，刺激资本流动。2009年冬到2013年春，新兴经济体在美国等主要发达国家宽松货币政策的影响下，享受了资本流入和资产价格上升的盛宴。但是，当美联储在2013年夏率先宣布将结束量化宽松货币政策后，新兴经济体遭遇了资本流动反转，同时还经历了货币贬值、金融风险上升以及资产价格下降。2016年以来，受经济复苏不一致及政治局势变动等因素影响，全球货币政策分化明显。在通货膨胀不高

* 基金项目：国家社科基金重大项目“中拉关系及对拉战略研究”（项目编号：2015ZDA067）。

但资产泡沫风险加大的背景下，美联储加息并启动缩表，欧洲央行、英国央行和加拿大央行等主要发达经济体的中央银行都实现了货币政策转向，全球货币宽松开始全面退潮。但是，多数新兴经济体遭遇“增长困境”，不得不继续维持宽松的货币政策基调。

2018年4月以来，美元走强、美债收益率上涨，新兴经济体形势严峻。抛售潮使资产持续承压，新兴经济体货币受到冲击。阿根廷比索失控和土耳其里拉暴跌，均突破历史最低值，阿根廷在连续加息无果后，求助IMF。巴西、墨西哥和南非等国的货币也出现不同程度的贬值。由于存在以资本流动、信贷增长和资产价格为特征的全球金融周期，世界经济中的外围国家无论采取何种汇率制度，都只能在资本自由流动和货币政策独立性之间二选一，传统的国际金融“三元悖论”变为“二元悖论”。^①这意味着新兴经济体若要保持充分的货币政策独立性，必须实施资本管制。此外，新兴经济体需在强化经济稳定性的前提下，积极参与国际货币政策协调，推动国际货币体系改革。

一、当前全球货币政策困境

国际金融危机后，世界经济艰难复苏。在全球深度去杠杆的背景下，各主要经济体中央银行纷纷采用非常规货币政策，且持续时间过久，造成各国货币政策的边际效用递减，中央银行变得捉襟见肘。由于金融体系稳定性不足、财政扩张空间受限、结构性改革艰难推进，中央银行的神奇光环不再。主要表现为货币政策失去了锚和方向感，传统货币政策传导机制阻滞，即使货币政策工具使用达到极限，全球通货膨胀仍未回归正轨。与此同时，无论在发达经济体和新兴经济体之间还是各自内部，货币政策均出现分化，缺乏协调，新兴经济体面临更为严峻的冲击。

（一）失去锚和方向感

金融危机后，各国均采取了应对政策，但全球经济仍未走出阴霾，政策效果不佳。在金融领域，主要表现为过剩的流动性使全球范围内的金融资产泡沫膨胀和资产价格轮动。“大而不能倒”以及“泡沫不能破裂”实体经济绑架，同时，

^① H. Rey, *Dilemma not Trilemma: the Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, Social Science Electronic Publishing, 2015, pp 1-2.

市场对金融泡沫破裂将摧毁实体经济的担忧使非常规货币政策长期延续，失去锚和方向感。

根据传统金融理论，价格稳定、经济增长和充分就业都可以成为货币政策的最终目标。全球经济学“大缓和”时期，货币政策形成“新共识”，许多中央银行采用通货膨胀目标制，通过建立单一且清晰的货币政策锚引导市场预期。^①但是，金融危机使通胀目标制的政策效果被重新审视。危机后，很多央行采取降息、汇率贬值、注入流动性等多种操作提振经济，但效果始终不彰。以美联储为代表的主要中央银行更使出非常规手段，紧盯通胀，增长和就业也成为主要目标。多个目标等于没有目标，货币政策正面临“目标迷失”(Goal Disorientation)的危险。自2008年危机开始，全球货币体系已经不自觉地开始寻找新的锚。^②

(二) 货币政策工具达到极限

国际金融危机后，主要发达经济体的中央银行用尽了传统货币政策工具，经济仍不见起色，不得不诉诸于非常规货币政策工具，积极利用其资产负债表影响市场行为。这些工具包括量化宽松、信贷宽松、前瞻性指导、负利率、债务货币化等。^③具体而言，非常规货币政策工具主要包括两种：一种是数量型工具，在外汇等特定市场购买资产以影响市场价格，并最终调整中央银行的资产负债表；另一种是价格型工具，将利率长期维持在零下限附近。

首先，许多中央银行通过实施量化宽松修复金融市场。美联储连续推出四轮量化宽松货币政策，将美国拉出深度衰退。日本央行早在2001年就开始实施量化宽松，但基本无力改变长期通货紧缩状况。欧洲中央银行则在2008年和2012年两度受冲击后，于2015年1月最终诉诸量化宽松政策。量化宽松通过降低货币持有成本并提高通胀预期，成为刺激总需求的工具，模糊了财政政策与货币政策的边界。虽然能避免经济进一步衰退，量化宽松却使基础货币存量迅速膨胀，大量资金流入边际消费倾向较低的资产持有者手中。其次，负利率被广泛用于中央银行的储备和存款之上。美联储将0-0.25%的超低利率水平保持了7年之

① 刘元春、李舟：《后危机时代非常规货币政策理论的兴起、发展及应用》，载《教学与研究》，2016年第4期，第54页。

② 黄海洲：《全球货币体系第三次寻锚》，载《国际经济评论》，2016年第4期，第10页。

③ Claudio Borio, P. Disyatat, "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal," *The Manchester School*, Vol. 8, Issue s1, September 2010, pp. 53-89.

久（2008 年底至 2015 年底）。欧洲中央银行更是首开主要经济体负利率先河，于 2014 年 6 月将隔夜存款利率首次降为负值（-0.1%），并于 2016 年 3 月进一步降至 -0.4% 并持续至今。日本则在 2016 年 2 月起对部分超额准备金实施 -0.1% 的负利率。宽松的货币政策意在降低实际利率，使之低于均衡实际利率以刺激投资需求。但在经济衰退时期，均衡实际利率长期低位徘徊，物价下降则会造成实际利率高企，这就意味着即使央行将名义利率降到最低甚至实行负利率，仍可能高于均衡实际利率。此外，负利率也不能无限制下降，公众持有的现金存储和交易成本限制了负利率的极值。

（三）传导机制不畅

全球金融危机后，市场主体面临市场需求、债务等多重约束，行为模式不同以往，各国货币政策普遍面临传导机制不畅、政策效应低等问题。首先，根据资产负债表衰退理论，为修复资产负债表，企业专注于负债最小化而非利润最大化，偿还当期债务成为企业必须，用于投资的新增贷款规模小。无论采取价格型还是数量型宽松，货币政策效果都将因信用渠道传导不畅而大打折扣。其次，风险承担成为危机之后货币政策新传导机制。银行系统得到政府隐性或显性担保，只要中央银行长期保持低利率，商业银行就会因其激进行为与中央银行的货币政策形成博弈。因此，世界主要经济体长期低利率甚至负利率鼓励了一部分杠杆率较高的银行过度承担风险，提高了全球风险水平，宽松货币政策的效果被削弱。

（四）全球货币政策双分化

发达经济体因经济复苏不一致，宽松货币政策的退出时间存在差异。同时，新兴经济体受困于自身经济恢复缓慢以及全球大宗商品价格低迷周期，继续放松货币政策刺激经济，与发达国家货币政策周期分化。

首先，主要发达经济体经济周期不同步，货币政策在行动时间上存在不一致。以 2014 年杰克逊·霍尔（Jackson Hole）全球央行年会为标志，全球货币政策开始分化，欧洲中央银行和日本中央银行接棒美联储，继续向全球金融市场提供流动性。^① 2015 年底，美联储率先加息，但欧元区、瑞士、丹麦、日本

^① B. Bagis, “Monetary Policy Divergence and Central Banking in the New Era: Risk Management, Strategic Thinking and Leadership in the Financial Services Industry,” *Springer International Publishing*, 2017, pp. 25-41.

和瑞典继续诉诸负利率，加拿大和澳大利亚等国也处在连续降息周期中。事实上，2016年第二季度，全球央行月均降息12次以上，成为2015年以来降息次数最多的季度。尽管美联储在2016年12月和2017年3月连续两次加息，货币政策逐步回归正常，但欧元区、日本和英国等经济体的中央银行仍继续实施量化宽松。其中，欧央行决定将再融资操作利率等主要利率指标控制在低位，并将每月800亿欧元的资产购买计划保持至2017年底；^①日本央行将年度债券购买规模从3.3万亿日元增加至6万亿日元后，2017年1月再次延长至2018年，同时维持负利率和国债增持规模；英国公投“脱欧”后，为刺激经济，英国央行于2016年8月3日宣布实施一揽子刺激计划。^②2017年9月20日，美联储宣布启动资产负债表缩减，^③接着在10月最后一周，美联储国债持仓下降60亿美元，创五年来最大单周降幅。^④11月2日，英格兰银行十年来首次加息，但并没有推出缩表计划，继续保持4340亿英镑的国债和100亿英镑企业债的持有规模。随着欧元区经济增长复苏相对良好，欧洲中央银行也在2017年10月宣布将于2018年1月起每月购债规模从600亿欧元减少到300亿欧元。日本的货币政策目标利率仍为-0.1%，量化宽松政策继续执行。其次，新兴经济体货币政策出现分化。2016年，俄罗斯、巴西、土耳其等新兴经济体为防止经济陷入衰退多次降息；哥伦比亚、墨西哥和南非等国则加息应对通货膨胀压力，缓解因美联储加息造成的本币贬值和资本外流。2017年，全球主要央行逐渐步入加息轨道，俄罗斯、南非和巴西等金砖国家成员则在宽松的道路上进行到底。2017年7月20日，南非中央银行5年来首次降息，将基准利率从7%下调至6.75%。2017年7月26日，巴西央行连续七次降息，基准利率降至9.25%。2017年12月6日，巴西中央银行将基准利率从7.5%下调至7%，这是巴西央行连续第十次降息，调整后的基准利率为1986年以来的最低值。美联储2017年12月加息

① 其中到2017年3月继续每月购买800亿欧元资产，2017年4月至12月每月购买600亿欧元资产。

② 具体内容包括：下调基准利率25个基点至0.25%；启动一项新的长期融资计划，以接近基准利率为银行提供资金，推动利率下调政策有效传导至实体经济；购买100亿英镑的英国公司债券，并在未来6个月内增加购买600亿英镑国债，将资产购买存量规模升至4350亿英镑。

③ 全球金融危机后，美联储连续降息，受制于零利率下限，其推出了量化宽松货币政策（QE），即持续购买国债和房地产抵押债券，压低融资成本，刺激经济增长。四轮QE之后，美联储资产负债表规模从危机前的9000亿美元膨胀到4.5万亿美元，占GDP的比重从6%提高到23%。

④ “缩表见效了！美联储国债持仓下降60亿美元创五年最大单周降幅”，<https://wallstreetcn.com/articles/3039234>，访问日期：2017年11月4日。

后，俄罗斯中央银行随即宣布将基准利率从 8.25% 下调至 7.75%，并保持继续降息的可能性。

二、新兴经济体遇到的冲击与回应

货币政策失去方向、传统政策工具失去效力以及双层分化造成全球金融市场不稳定。经济全球化加强了各国之间的经济联系，各经济体货币政策也会产生溢出效应。因此，各国中央银行不得不在运用货币政策时应对各种意想不到的政策回溢。溢出效应还表现为发达经济体货币政策和新兴经济体货币政策之间的双向溢出。尽管新兴经济体对发达经济体能产生回溢，但后者对前者的溢出效应更强。无论是发达经济体集体宽松还是宽松退潮，处于世界经济外围的新兴经济体都受到一定的负面冲击。

（一）货币政策的跨境溢出与回溢

货币政策跨境溢出效应（Spillover Effect）是指在开放经济条件下，由于存在外部性，一国货币政策调整所产生的影响往往不仅限于国内，而是会同时通过各种渠道对他国造成冲击，他国的政策也会对其本身产生回溢（Spillback Effect）的现象。这并不是一个新概念，上世纪 90 年代发达经济体的中央银行集体提高利率后，对拉丁美洲和东亚一些经济体爆发金融危机的研究是对货币政策跨境溢出效应集中研究的案例。当前，高度一体化的世界经济和金融体系使一国中央银行无法忽视境外市场的发展，货币政策跨境溢出效应受到越来越多的关注。

传统经济学理论中，贸易是货币政策溢出的主要渠道，但影响方向并不清晰，这取决于国际贸易计价货币等其他更为复杂的因素。例如，美元是国际贸易中最主要的计价货币，使美国货币政策在全球贸易中产生强大的溢出效应：美国 90% 的进口以美元计价，美国货币政策通过支出转换效应对其进口需求产生影响的渠道被阻隔；反之，97% 的美国出口以美元计价，美元升值会导致其他国家从美国商品向他国商品的支出转换。因此，美国通过支出转换效应刺激全球产出扩张。由于进口价格粘性，美国紧缩的货币政策使其总需求收缩的同时降低其进口需求。由于后者的作用更强，美国紧缩性货币政策的总体溢出效果是收缩。金融一体化的推进放大了通过汇率和资本流动等金融因素造成的溢出效应，使之成为更重要的溢出渠道。发达经济体宽松货币政策导致资本大量涌入高利率的新兴经

济体，赚取货币升值和高利率双重收益，使流入国在杠杆率大幅上升的同时面临更大的货币升值和通货膨胀压力。当发达经济体货币政策收紧时，又造成资本逆向流动，加剧新兴经济体资本市场的风险。发达经济体非常规货币政策退出时机不一致，也加大了主要国际货币之间汇率波动的风险，造成短期资本跨境流动不稳定。

传统上，货币政策溢出效应缘于发达经济体，美国、欧洲的货币政策会对全球资本流动产生影响。随着经济金融体系的日益完善，新兴经济体在全球经济中日益活跃。它们通过提升对自身经济和通胀的通胀能力，增强了应对外部环境变化而主动调节的能力，并积极运用货币政策和汇率政策维护本国金融稳定。同时，其货币政策也会在次区域甚至全球产生回溢效应。例如，自美联储开始逐步退出量化宽松政策以来，一直在引导美国整体利率上升。但事实却与理论不符，短期与长期利率出现明显背离，前者上升，后者却下降。究其原因，新兴经济体投资者对美国债券的需求增长造成了美国短期利率上升。新兴经济体针对美联储退出非常规货币政策溢出效应的“回溢”受到重视。^①根据IMF的估计，当前新兴经济体汇市波动对发达经济体的外溢效应最大（40%）；股票市场波动的外溢效应为33%；由于全球债市波动主要受美国利率等全球因素影响，所以债券市场受到的外溢效应尚不显著。^②

（二）发达经济体宽松货币政策冲击

开放经济条件下，全球金融市场高度联动，“中心国家”释放大量流动性并外溢至全球，对“外围国家”产生冲击。2009—2014年，新兴经济体共承担了22000亿美元的资本净流入，造成大多数经济体面临资产泡沫、通货膨胀压力上升和本币升值等压力。^③这些压力通过出口、汇率和资本流动等渠道传导。

首先，发达经济体扩张性货币政策扩大了从新兴经济体的进口需求。当前全球价值链深化，发达经济体的低利率使产出增加，进而从新兴经济体进口更多。如果考虑到经济一体化，新兴经济体之间还会产生联动作用。据估计，发达经济

① 庄毓敏，景麟德：《非常规货币政策退出的溢出效应》，载《中国金融》，2017年第21期，第28-29页。

② IMF, “Global Financial Stability Report: Potent Policies for a Successful Normalization,” April 2016, pp. 23-24.

③ Stiglitz, J. E., H. Rashid, “Closing ‘Developing Countries’ Capital Drain,” 2016, <https://www.project-syndicate.org/commentary/developing-countries-capital-outflows-by-joseph-e-stiglitz-and-hamid-rashid-2016-02>, 访问日期：2016年8月3日。

体产出增加 1%，通过其进口需求的扩大，中国的产出将增加 0.2%，其他新兴经济体的增长在 0.1%—0.2% 之间。^① 其次，发达经济体扩张性货币政策使新兴经济体货币升值。尽管货币政策并非影响汇率变动的唯一因素，但发达经济体的低利率确实促进了主要新兴经济体货币的升值及出口受阻。据估计，新兴经济体货币升值 10%，其净出口的降幅相当于 GDP 的 0.5%—3%。^② 第三，发达经济体扩张性货币政策影响新兴经济体的金融稳定。发达经济体利率降低引导投资者增加对新兴经济体资产的需求，大规模资产购买则挤出了发达经济体内部的私人资本，使新兴经济体资产价格升高的同时接收了大量资本流入。根据 IMF 的估算，危机后新兴经济体的平均融资成本下降了 460 个基点。其中，外部流动性的贡献达到 340 个基点。外资流入造成新兴经济体货币和信贷周期的扩张，拉动了社会总需求。^③ 例如，2008—2015 年，孟买、约翰内斯堡、圣保罗股票市场市值几乎翻了三倍，推动了股市泡沫的形成。然而，“资本流入骤停”一直是新兴经济体难以越过的槛，资产价格升高以及大量资本流入加大了这一风险。

（三）全球货币宽松退潮带来冲击

随着全球货币宽松退潮，新兴经济体再次受到溢出效应的冲击。首先，货币宽松退潮使全球流动性规模总体收缩，资本向前期实施非常规货币政策的国家“回流”。2013 年 5 月，美联储率先透露出货币政策正常化的信息，全球金融市场随即出现波动，众多新兴经济体遭遇私人资本大量流出。2013 年 6 月—2014 年 3 月，无论是债券还是股票，流入新兴经济体的资本明显减少。22 个样本新兴经济体中，债券资本流出超过 GDP 5% 的经济体数量超过一半，匈牙利和秘鲁的债券资本流出规模超过 GDP 的 1%；股市资本流出规模超过 GDP 5% 的经济体有马来西亚和泰国，巴西、墨西哥和南非的股市资本流出规模则相当于 GDP 的 4%。^④ 2015 年，美国经济复苏和美元加息预期不断升温，美元指数一路上涨并于 12 月 2 日突破 12 年来的最高点位 100.412。全球商品市场和金融大幅波动，大宗

^① O. J. Blanchard, “Currency wars, coordination, and capital controls,” *Social Science Electronic Publishing*, Vol. 13, No. 2, pp. 283-308.

^② IMF, *World Economic Outlook*, 2015, Chapter 3.

^③ 朱民：《新兴经济的新调整》，载《国际金融研究》，2014 年第 2 期，第 5 页。

^④ Khatiwada, S., “Quantitative easing by the fed and international capital flows,” *Theid Working Papers*, 2017.

商品价格、各国股指、国际货币汇率震荡。美联储最终在12月16日加息，因市场早已预期，发达国家金融市场反应程度小，新兴经济体则反应剧烈。阿根廷比索、墨西哥比索、俄罗斯卢布、巴西雷亚尔和南非兰特均出现不同程度的下跌。2015年，新兴经济体资本净流出规模超过6000亿美元。其中，银行部门的资本流出达8000亿美元，是最主要的资本流出渠道。^①其次，货币宽松退潮增加了新兴经济体货币政策调控的难度。随着各国非常规货币政策逐步正常，加息和中央银行资产负债表缩减将影响全球资产价格。由于美国国债在新兴经济体外汇储备中占比较高，资产价格的趋势性下降导致新兴经济体外汇储备被动缩水，结果是新兴经济体货币投放渠道变窄。同时，为维护本国汇率稳定，新兴经济体被动提高利率的压力持续增加，但这些经济体经济普遍不景气，加息无疑会起到负面作用。无论对于采用数量型还是价格型货币政策体系的新兴经济体而言，全球货币宽松退潮所产生的溢出效应都将在很大程度上限制其货币政策的自主性。

三、新兴经济体的战略选择

从大趋势来看，美联储缩表加息、英国加息和欧央行缩表预示着全球货币政策逐步回归正常，国际利率在未来两三年内将逐步上升。但是，以巴西、俄罗斯、南非为代表的新兴经济体却连续降息，反映出其增长依然乏力。由于此前发达经济体采取非常规货币政策及其退出均对新兴经济体产生了不利冲击，货币政策继续分化将影响新兴经济体的稳定，发生货币危机或债务危机的风险上升。全球经济体系中，发达经济体货币政策对新兴经济体存在溢出效应，同时也受回溢效应影响。因此，新兴经济体在全球货币政策分化与升级中可以在立足强化自身稳定性的同时，积极参与国际货币政策协调并坚持推动国际货币体系改革。

（一）积极参与国际货币政策协调

全球金融一体化使各国金融市场更加紧密，主要经济体金融市场的波动或恐慌有可能瞬间传导全球市场，引起全球性避险情绪的一致性波动。全球避险情绪

^① J. E. Stiglitz, H. Rashid, *Closing Developing Countries' Capital Drain*, 2016, <https://www.project-syndicate.org/commentary/developing-countries-capital-outflows-by-joseph-e-stiglitz-and-hamid-rashid-2016-02>, 访问日期：2016年8月3日。

会影响金融资产的风险溢价，从而可能改变资本流动的方向。^① 应对危机的根本在于对全球金融安全网络的合理设计，避免道德风险和风险的过度承担。因此，各国需要在货币政策方面进行国际协作。从理论上讲，国际货币政策协调能提高所有参与国的福利。^② 例如，全球主要中央银行在国际金融危机后通过相互之间的货币互换协议建立长期互换机制，对全球金融的稳定提供了重要的支持，但是并未包含新兴经济体的代表。^③

自 G20 机制建立以来，加强政策间的相互沟通与协调成为各主要经济体之间的普遍共识。面对全球货币政策双分化，新兴经济体首先应加强国内流动性监测，同时对发达经济体的货币政策走向给予更多关注。主要经济体应在 G20 框架下建立信息共享机制，各国均应在权衡内外影响的基础上，对政策溢出进行反应，及时做出妥善的政策安排，应对外部冲击。首先，加强对金融管制政策的研究和政策协调，避免金融过度虚拟化提升经济抗风险能力；其次，新兴经济体应提高汇率弹性，并避免出现“以邻为壑”的竞争性贬值，积极参与汇率制度协调；第三，新兴经济体应注重短期资本流动与信息披露，应联合抑制投机性资本，并通过合理的信息披露，引导市场预期。

（二）坚持推动国际货币体系改革

国际货币体系中各国货币之间的不对称性使新兴经济体面临货币错配的风险，这是经济全球化背景下新兴经济体在对外经济交往中面临的普遍现象。严重不对称的国际货币体系中，受对冲交易工具空间限制，新兴经济体无法通过本、外币之间的风险对冲或消除货币错配，这就需要对国际货币体系进行变革。建立更加平衡的国际货币体系是最可能的折衷方案，也是消化风险的有效手段。与此同时，新兴经济体受限于全球经济贸易和价值链分工格局中的低端地位，也从客观上要求国际货币体系做出相应调整。全球货币体系转型升级必须有新兴经济体的货币参与领导。据世界银行预测，至 2025 年，巴西、中国、印度、印度尼西亚、韩国和俄罗斯等六大新兴经济体对全球经济增长的贡献量将占 50% 以上，它们的

^① 伍戈，陆简：《全球避险情绪与资本流动——“二元悖论”成因探析》，载《金融研究》，2016 年第 11 期，第 1-14 页。

^② Blanchard, O. J., “Currency wars, coordination, and capital controls,” *Social Science Electronic Publishing*, Vol. 13, No. 2, pp. 283-308.

^③ 2013 年 10 月，欧央行、美联储、加拿大央行、日本央行、英国央行和瑞士央行将金融危机期间达成的紧急流动性互换机制将转为永久性。

货币应成为国际货币体系中的关键货币，这将使国际货币体系拥有坚实而稳定的动态经济基础。多元的国际货币体系将保证全球储备资产的供给能力，从而在一定程度上克服“特里芬难题”，为世界经济稳定增长提供保障。

当前新兴经济体经济总量占全球约60%，增长率有望持续高于发达经济体，新兴经济体的货币理应在全球储备资产构成中承担更多的义务。多元的储备货币体系也为各国分散储备风险提供了选择。同时，鉴于国际货币之间相互竞争，多元的国际货币体系将有助于对主要货币发行国产生约束力。例如，2016年10月，人民币加入SDR货币篮子正式生效，是新兴经济体推动国际货币体系改革的里程碑，或可推动形成多元制衡的国际货币竞争格局，为新兴经济体提供更安全的国际储备货币选择，摆脱过度依赖美元的局面。

（三）采取必要的资本管制措施

金融全球化带来的投机性冲击对新兴经济体的影响往往以货币危机的形式表现出来，危机的频率不断提高，负面影响不断加深。具有强顺周期性的流动资本会对包括汇率、利率、国内信贷、资产价格在内的多个宏观经济变量产生强冲击，尤其是每年有高达1.5万亿美元的资金流入且金融脆弱性较高的新兴经济体。^①面对资本流动风险，如果汇率不够灵活，需要采取一系列的措施，如加息、干预外汇市场、资本市场管制。首先，加息会对经济产生强烈的限制作用。在短期资本大量外流的背景下，尽管提高利率能缓解资本外流释放本币贬值压力，但在国内经济增速本就下降的阶段，连续加息将影响消费和投资，进一步恶化经济。加息还会造成资产价格下降，削弱投资者的信心。其次，外汇干预是央行用来管理波动性或货币升值的常用手段，但存在冲销成本，因而这个工具并不能免费、无限制地使用。相比之下，必要的资本管制成为新兴经济体管控风险的有效工具。尽管资本自由流动是金融资源得到优化配置的必要条件，也是IMF一直以来推崇的标准政策规则，鉴于全球金融危机后新兴经济体遇到的问题，IMF也修改了其对于资本管制的态度。

金融交易税可以调节跨境投资行为，是一种托宾税的制度尝试，也是许多拉丁美洲和亚洲新兴经济体通常的做法。例如，巴西在2010—2012年为应对货币升值而采取的金融交易税，从最初被IMF诟病而最终得到认可。此外，韩国、印

^① Christine Lagarde, *The Case for a Global Policy Upgrade*, Farewell Symposium for Christian Noyer, Banque de France, Paris, January 12, 2016, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2016/011216.htm>, 访问日期: 2017年9月11日。

度尼西亚、哥斯达黎加、秘鲁和乌拉圭等国也有动态资本管制的做法。^① 理论方面也为新兴经济体采取必要的资本管制提供了支持。由于存在全球金融周期，并且受美联储等中心国家中央银行货币政策的影响，在资本自由流动的条件下，无论一国采取浮动汇率制度还是固定汇率制度，该国货币政策都很难保持完全独立。因此，一国要保持充分的货币政策独立性，必须实施资本账户管制。

（四）强化自身稳定，降低脆弱性

通常来说，财政和经常账户赤字、高外债率、外汇储备不足的新兴经济体抵御风险的能力较差。新兴经济体在全球货币政策分化升级环境中，需提高经济韧性以及保持一定的流动性方能抵御来自发达经济体货币政策的溢出效应冲击。英国加息、美联储缩表加息和欧洲中央银行的缩表预示着全球已经踏上货币政策正常化的道路。未来两三年，国际利率水平或将逐步上升，境内外利差扩大将给新兴经济体带来短期资本外流压力。由于新兴经济体无法获得一些金融工具（如全球主要央行的外汇互换机制），再加上其在金融市场和贸易中严重依赖发达国家货币，金融稳定是未来需要严密监控的对象。为此，新兴经济体需构建更为有效的国际安全网，包括双边、地区和多边的流动性协议。

首先，探索宏观审慎管理政策，防止社会信用和信贷再过度扩张。全球金融危机引发了各国对系统性风险的重视以及对金融监管框架的反思，以逆周期调节和降低系统性风险为目标的宏观审慎监管成为当前金融监管改革的核心内容。新兴经济体应在实施资本管制的同时辅以宏观审慎监管，打击资产价格投机，防范系统性风险。其次，尽管实施浮动汇率制度无法保证新兴经济体中央银行长期利率的独立性，但这并不意味着浮动汇率制不重要。相反，浮动汇率制可以帮助中央银行更加自如地实现各个目标之间的权衡。例如，更大的汇率弹性将减少货币错配的程度。新兴经济体应继续推进汇率制度改革，健全由市场供需决定的汇率形成机制，促进企业规避由汇率波动导致的货币错配风险。第三，同时推行结构性改革，如推进结构性减税，改善财政支出结构，通过加大人力资本投资和失业培训等手段减轻结构性改革的社会震荡。

（责任编辑：任康钰）

^① Ilene Gabel, "Capital Controls in a Time of Crisis", University of Massachusetts Amherst, *Working Papers Series*, No. 416, 2016, pp. 7-8.

The Differentiation and Upgrading of Global Monetary Policy: A Perspective from Emerging Economies (30)

Wang Fei

【 Abstract 】 After the global financial crisis, global monetary policy encountered a dilemma. The target of monetary policy is lost, the effectiveness of policy tools is insufficient, the transmission mechanism of monetary policy is not smooth and the global monetary policy is disintegrated. Economic globalization and financial integration have strengthened the cross-border spillover effect of the monetary policy of the major economies around the world, and the financial risks are rising. No matter the QE or the taper tantrum, the less resilient emerging economies have been subjected to certain impacts. In this context, emerging economies should increase in exchange rate flexibility, control of capital flows, strengthen macro Prudential Management and international monetary policy coordination, at the same time, and promote the reform of the international monetary system, to create a better environment for the realization of long-term economic development.

【 Key Words 】 monetary policy, emerging economies, central banks, capital control

【 Author 】 Wang Fei, Ph. D. in Economics, Assistant Researcher of the Institute of Latin American Studies, Chinese Academy of Social Sciences, whose research interests include monetary policy and inflation, Latin American economies.

Reconsidering the Protection of Overseas Chinese Citizens in the “Human Security” Context (42)

Li Yuting

【 Abstract 】 The issue of “human security” has aroused great awareness of the United Nations, governments and scholars both at home and abroad. The protection of individual safety is an important part of “human security”. At present, we should