

## 重大突发事件下的货币政策选择

### 摘要

从过往研究成果来看，普遍认为灾害、疫情、恐袭等重大突发事件不利于短期经济增速，但是其对通胀的影响可能有所差别。从货币政策的取向来看，当前文章主要是研究自然灾害下货币政策选择。当前主流研究结果更偏向于在自然灾害发生后调降贴现利率，以便提供充足流动性。

从美日的政策实践看，其货币政策的选择较为多样。面对 9.11 恐袭、3.11 大地震这样影响重大的突发事件，政府采取宽松货币政策的态度非常坚决。而面对飓风、猪流感疫情，政府在货币政策决策时的关注则有限。

我们认为，更深层次衡量标准在于突发事件是否会对“中期经济增长产生影响”，这种影响可以从经济增速、金融市场表现加以观测。影响更大更深远的事件引致的经济增速下滑更大、市场反应也更激烈，此使就需要货币政策采取降息等方向性调整措施。如果是短期冲击事件，对经济影响有限，金融市场反应平淡甚至可能出现上涨，则货币政策除在事件发生的那一刻注入流动性之外，一般无需做出方向性调整。

**关键词：** 货币政策、重大突发事件

宏观研究部

**张文达**

分析师

电话：021-22852650

邮箱：zhangwd@cib.com.cn

**郭于玮**

分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

**鲁政委**

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP  
获取更多研究成果

## 图表目录

图表 1	9.11 事件前后的经济表现 .....	5
图表 2	9.11 事件后美联储连续 4 次下调利率 .....	6
图表 3	9.11 事件处在美国降息周期中 .....	6
图表 4	3.11 大地震前后日本经济表现 .....	6
图表 5	3.11 大地震之后的日本货币政策 .....	7
图表 6	美国主要灾害的影响及货币当局的反应 .....	8
图表 7	重大突发事件后 IMF 经济增速预测及调整 .....	9
图表 8	重大突发事件后股市走势 .....	9

面对突发的重大事件，我们本能的反应是重大事件会对经济造成明显冲击，对经济走势造成明显压力。因此，大家的第一反应总是呼吁更宽松的货币政策。但对于央行来说，货币政策要求平衡经济增长和通货膨胀的双重目标，还需要考虑政策时滞，事件影响程度以及影响范围大小的不同，这可能导致不一样的货币政策。为此，我们将对现有学术研究以及现实世界中的政策选择分别进行梳理，寻找重大突发事件发生后的政策最优解。

## 一、事件发生后的货币政策：学界观察

本次新型冠状病毒疫情对于经济体而言是一次严重的冲击，很大程度上打乱了我国的经济节奏。在疫情影响下，复工生产受阻、道路交通受限、物价水平也随之提升。事实上，不仅仅是流行病，很多突发事件，比如自然灾害、恐怖袭击等都会对经济产生明显影响。从过往的经验中总结，无疑能够给我们以更多启发。

### 1、重大突发事件的经济影响

**重大突发事件普遍拖累短期经济增速。**研究发现，自然灾害等突发事件会对短期经济增长的表现产生较大负面冲击 (Noy,2009; Loayaza et al.,2012;Felbermayr & Groschl,2014)。流行病也会引起经济衰退。Hyams & Murphy 等人 (2002) 的研究发现，有致死可能的病毒引起的心理恐慌，和恐怖主义的威胁类似，会给人们造成较大的心理压力。为了避免传染，人们会避免不必要的人群接触。旅游、餐饮、娱乐等行业在疫情传播期间会受到严重影响 (Fan,2003)。美国国会办公室 (2005) 利用 20 世纪三次流感大爆发以及 2003 年 SARS 疫情的数据，评估疫情对美国经济的影响。研究结果显示，在 20% 的罹患率<sup>1</sup>、0.1% 的致死率下，其造成的经济损失约为爆发当年 GDP 的 1%；如果在 30% 的罹患率、2.5% 的致死率的极端情况下（与 1918 年西班牙流感疫情的情况接近），其造成的经济损失约为爆发当年 GDP 的 4.25%。

**在全球供应链模式下，灾害所造成的经济损失更大、外溢可能性更强。**全球化的经济模式下，供应链较之以往更为国际化也更加复杂。一旦某国出现严重事件冲击，可能影响到整个供应链，进而放大冲击的经济影响。而信息技术提升推动“JIT 生产模式”（即零库存）的流行，意味着极端事件对经济的打击会更加迅速和严重 (Adam, 2019)。Wakasugi & Tanaka (2013) 认为，日本大地震灾后供应链的瘫痪，极大影响了灾后生产的恢复。Joli 等 (2015) 进一步发现，日本大地震灾后的供应链扰动所造成的损失高达日本 GDP 的 0.41%。企业如果能够实现供应链的多元化即可大幅减轻其影响，但是这也意味着企业效率的下降。中国作为世界工厂，供应链体系更为复杂，分工也更为细化。因此，重大突发事件更容易对中国供应链造成扰动，影响中国乃至全球生产的恢复，给国内和全球产出造成影响。

**重大突发事件对通胀的影响，则取决于需求侧和供给侧何者受到的影响更大。**Mckibbin & Sidorenko (2006) 认为，流行病对于供给侧的影响主要是人员伤亡、日常经营成本的上升；而对于需求侧影响主要是收入减少，以及安全顾虑引致的消费习惯改变。而这样的供需博弈同样适用于自然灾害的影响。

不过对于灾害发生后通胀的走势目前也存在不同认识。Popp (2006) 认为，自然灾害后基础

<sup>1</sup> 表示某人群某病新病例发生频率，通常多指在某一局限范围，短时间内的发病频率。

设施被损毁增加了供给压力，而灾后居民恢复性需求较强也会提高需求，加之灾后政府支出增加、债务水平提高，均会导致通胀水平上升。Isore & Szczerbowicz (2015)则认为，在新凯恩斯模型下，灾害冲击也会带来需求侧的冲击，灾害发生后导致短期贴现利率大幅走高，降低企业投资、消费需求，会带来通缩风险。Brede (2013)也认为，居民在面对灾害冲击时，往往缺乏足够的应对能力，无法平滑灾害影响，进而导致需求端下行，带动价格水平下降。

总体来看，当前随着各地经济不断发展，技术不断进步，人口居住密度不断提升，生产活动集聚效应加强，这些事件所造成的冲击较之以往都更强 (Barthel & Neumayer, 2011)，也更值得我们警惕。

## 2、事件冲击下的货币政策

一般认为自然灾害发生之后，经济往往将面临着产出下降以及通胀上升的双重压力。这也给货币当局的政策制定造成了难题，经济增长要求降息，控制通胀要求加息。到底何种选择才是最优解？

**总体来看，大部分研究认为：自然灾害发生后，采取较为宽松的货币政策能够在经济增长和控制通胀这两个目标间实现更好的平衡。**White (1997)、Brede (2013)、Isore & Szczerbowicz (2015)均认为，灾难事件发生之后的通胀是暂时性的，因为家庭部门有限的储蓄、融资渠道欠缺会导致面对灾害时社会总需求减少。如果利率走高，则会抑制消费、推动要素价格、边际成本以及通胀走弱，不利于经济发展；而后续随着通胀回落以及产出下降，货币政策并不存在目标矛盾的问题，降息是更好的选项。Parikoglou (2016)的研究进一步发现，面对自然灾害，降低贴现率而非市场利率，其政策效果更好。

与上述研究不同，Keen & Pakko (2007)发现：面对突发自然灾害，美联储合理的政策选择更倾向提高名义利率。这一结果无论是基于泰勒规则还是最优政策规则之下均适用。他们认为出现这一结论的主要原因，是在于货币当局控制通胀的目标强于促进增长。

Fratzcher, et. al (2018)认为，货币政策应始终坚持以控制通胀为目标。严格遵守这一目标的国家相较于其他国家，在应对外部冲击时更加从容。严格控制通胀可以为经济提供稳定预期，同时更加强硬的立场可以减少消费价格和实际汇率的波动。而且严格控制通胀的货币政策目标要求政府在平时保持严格的财政纪律。这就意味着面对冲击时，政府在推进积极财政政策时有更多的政策空间。

遗憾的是，当前对于流行病与货币政策的研究较为有限，研究大多集中于流行病对经济的影响。但是从流行病对经济影响来看，普遍认为流行病会引起短期经济的下行。这个时候，就需要结合疫情对通胀水平的影响，综合考虑后进行货币政策决策。

## 二、货币政策的差异化应对：美日经验

当前，学界对于重大突发事件发生后的最优货币政策应对策略存不同认识，也缺乏具体操作细节方面的讨论。总体上更倾向于降息以提振经济，走出困境。我们将进一步研究在实践中货币政策的应对思路。

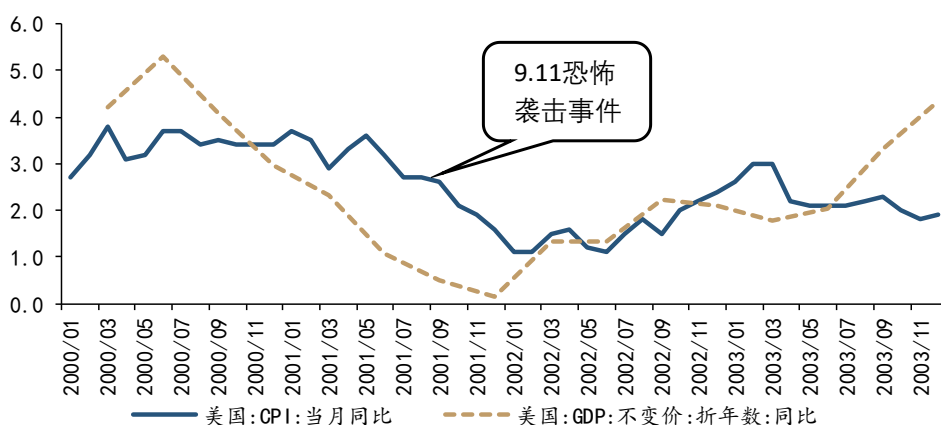
美国和日本均多次遭受到重大突发事件的冲击，研究美日应对重大突发事件时的货币政策选择，或许能够给我们提供一些借鉴。在前文中我们提到，在面对重大突发事件时，经济短期

内可能存在产出下滑与通胀上升的双重压力，这也就意味着央行面临着货币政策平衡的难题。与我们普遍认为的“遇到冲击先降息”不同，在面对不同情况下的不同冲击时，央行所采取的对策可能完全相反。我们认为这与突发事件的影响力以及持续时间有明显关系。

### 1、大刀阔斧的货币宽松：9.11 和大地震

2001 年美国 9.11 事件，对于美国自身打击非常巨大。9.11 本身所造成的物质损害其实有限，但是其对美国的国际形象以及外界对美国的信心产生了巨大影响。灾后，IMF 将美国 2001 年的经济增速预测由 1.5% 下降至 1.0%，2002 年则将由 2.5% 下降至 0.7%。<sup>2</sup>

图表 1 9.11 事件前后的经济表现



资料来源: wind, 兴业研究

因此，在 9.11 之后时任美联储主席格林斯潘快速反应，进行了迅速而及时的反应 (Neely,2002):

- 展开大规模逆回购操作，9.12 当天买入证券规模超 340 亿美元；
- 贴现窗口直接借出资金给银行；
- 留出部分资金用于帮助银行对受事件影响的债务进行重组；
- 延缓支票清算贷记时间，9.12 当天支票悬空规模达 230 亿美元；
- 扩大与外国银行的美元互换规模，以便实现向外国银行的美国子机构注入流动性。

这些短期政策之外，美联储在 2001 年 9-12 月连续 4 次下调联邦基金利率，前三次下调幅度都高达 50bp。从美国联邦基金利率的变化曲线可以看到，事件发生之后联邦基金利率下调幅度明显高于事件发生之前。9.11 事件冲击加快了美联储降息的节奏。

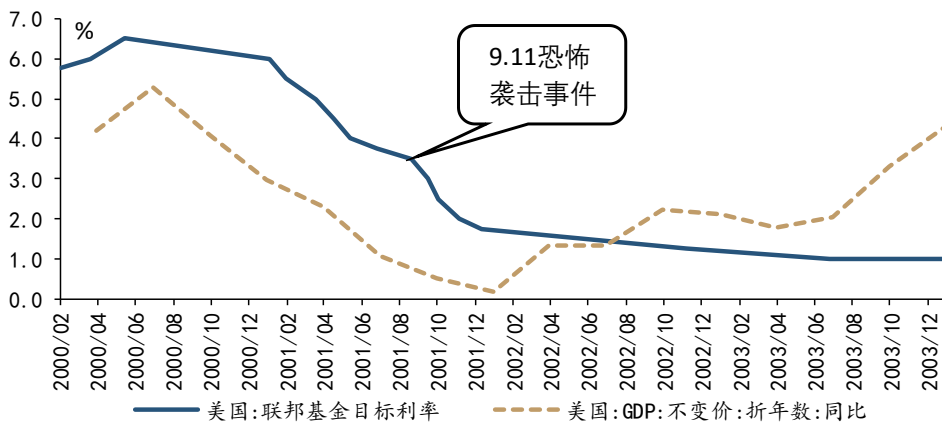
<sup>2</sup> IMF, WORLD ECONOMIC OUTLOOK: The Global Economy After September 11, IMF 官网 <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/The-Global-Economy-After-September-11>, 查询于 2020/02/16  
请务必参阅尾页免责声明

图表 2 9.11 事件后美联储连续 4 次下调利率

FOMC会议时间	下调基点	调整后利率
2001/09/17	50	3.00%
2001/10/02	50	2.50%
2001/11/06	50	2.00%
2001/12/11	25	1.75%

资料来源：美联储官网，兴业研究

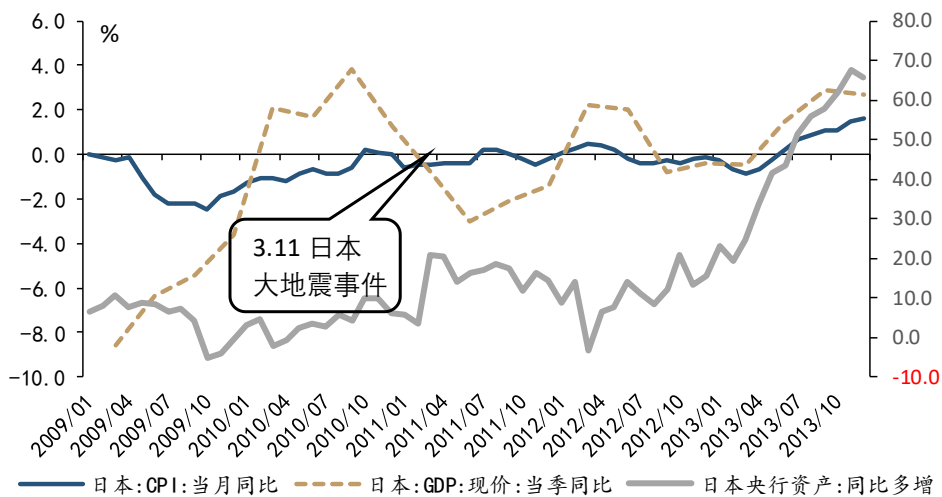
图表 3 9.11 事件处在美国降息周期中



资料来源：美联储官网，兴业研究

2011 年日本 3.11 大地震对日本的经济冲击巨大，日本经济增速快速下滑，扭转了 2010 年以来经济复苏的趋势。将好不容易从 2008 年金融危机中走出的日本，又拖入了衰退的泥潭。

图表 4 3.11 大地震前后日本经济表现



资料来源：wind，兴业研究

地震发生后日本央行迅速反应，通过加码 QE，并选择针对性的品种进行大规模的公开市场操作向市场注入天量流动性。根据日本央行的报告，其在本国震后第一个工作日向市场注入了 21.8 万亿日元，是 2008 年金融危机时期最高峰的 3 倍。一系列及时有效的操作有效缓解市场上

流动性紧张的局面，稳定了市场情绪和预期。对于灾后日本金融体系迅速稳定起到非常关键的作用。

图表 5 3.11 大地震之后的日本货币政策

货币政策	具体内容
公开市场操作	2011/03/14 向市场注资21.8万亿日元 2011/03/17 再次注资5万亿日元 注资方式：购买短期商业票据和债券 同时适当放宽OMO的抵押品种类
扩大资产购买规模	将资产购买计划扩大5万亿日元 购买内容：ETF、J-REITs等风险资产
受灾地区支援贷款 (funds-supplying operation)	央行为受灾区域金融提供专项贷款 贷款期限：一年期 规模：1万亿日元 贷款利率：0.1%

资料来源：日本央行官网，兴业研究

但之后日本并没有跟进降息，主要是因为货币政策空间不足。2008年的经济危机使得日本经济陷入衰退，日本政府为摆脱经济低迷货币政策上已经回归零利率，政策利率始终保持在0.1%。地震发生后，日本政府在利率上已经无调降空间，因此选择加码QE。我们可以从日本央行的资产负债规模同比多增情况来观测QE力度。可以看到，大地震之后日本央行的资产负债规模出现跃升，一直到2002年初还保持着较大规模的资产购买力度，QE力度显著高于地震前。

## 2、处变不惊的货币政策：飓风与流感

飓风和流感影响经济的机制有所不同，但都是曾袭扰美国经济的重要灾害。在面对其经济打击，美联储显然要淡定很多。在决定联邦基金利率的FOMC会议上要么只字不提，要么一带而过。

可以说，飓风和流感对于美联储货币政策大方向的决策并未构成太大的干扰，更多仍基于经济原本的基本面进行决策部署。2005年的卡特琳娜飓风给美国造成1250亿美元的经济损失，美联储反而在随后的会议上宣布提高短期贴现利率0.25个百分点。2017年，哈维、厄玛、玛利亚飓风轮番来袭，据美国国家飓风中心估计，其造成的经济损失接近2926亿美元。如此冲击之下，美联储也只是放慢了此前加息的脚步，在维持原有利率2个月之后，12月仍继续提高联邦基金利率目标0.25个百分点。在2012年的桑迪飓风时，美联储只是继续了此前的量化宽松政策，但是宽松力度也没有加码，甚至在会议决议中未提及桑迪的影响。而2009年猪流感疫情的影响也未进入到美联储视野当中。

图表 6 美国主要灾害的影响及货币当局的反应

灾害名称	发生时间	经济损失 (亿美元)	美联储FOMC表态
卡特琳娜飓风	2005/08/25	1250.00	“委员会认为其对经济的威胁不具有持续性”
猪流感	2009/04/26	-	未提及
桑迪飓风	2012/10/22	650.00	未提及
哈维飓风	2017/08/25	1250.00	“近期飓风肆虐会对短期经济造成一定的干扰，但是过往经验显示，飓风不会对中期的经济表现产生重大影响…”
厄玛飓风	2017/09/10	776.00	
玛利亚飓风	2017/09/20	900.00	

注：飓风发生时间为登陆美国当天；猪流感发生时间为宣布公共卫生紧急事件当天

资料来源：美国国家飓风中心，美联储官网，兴业研究

我们从历次灾害发生时，美联储 FOMC（美联储公开市场操作委员会）会议决议的表态来看，其认为飓风对于经济短期产出、通胀等都会产生明显影响，但是从历史经验上来看，其对中期经济增长的基本面不会有重大影响。那么换句话说，只有在灾害对经济中长期经济增长基本面产生根本影响时，美联储才会进行更大力度的宽松。

不过，面对灾害冲击时，美联储也会有许多短期应对的政策满足金融机构、企业、居民的短期流动性需求，保证金融服务的连续性。美联储在多年救灾过程中也积累起了一套相对比较固定的短期政策应对内容：

第一，保证灾区美联储分行功能持续性，通过由其他分行暂时接管、启用备用系统等方式，保证美联储的运转；

第二，保证市场现金的投放，以满足各方现金需求；

第三，出台多项存贷款优惠政策，通过存贷款相关费用减免、放松贷款条件、提高信用卡额度等，提高居民企业的流动性；

第四，延长贴现窗口工作时长，保证金融机构短期流动性充裕。

### 3、货币政策的平衡点

从前文来看，货币政策在面对疫情、自然灾害、恐怖袭击等重大突发事件时并没有一个固定的范式。那么决策的关键在哪里呢？从美联储的表态来看，我们认为事件是否影响到“中期

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_7161](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7161)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn