

货币政策的阶级性与“人民的QE”^{*}

王婷 张晨 王娜

【内容提要】2008年金融危机后，美国、欧洲、日本等主要发达经济体实行了多轮量化宽松（QE）货币政策，但经济却并没有实现全面复苏，QE不仅收效甚微，还造成了不平等加剧、经济脱实向虚、金融市场投机泡沫不断扩大等副作用。为此，各国开始积极寻求替代政策，发起于欧洲的“人民的QE”（QE for People）运动引起了较多关注。本文从马克思主义的视角对QE政策进行分析，认为其失败的根源是代表了金融资本的利益，不可能实现重建“中产阶级”和改善收入分配的目标，因而无法从根本上刺激实体经济、促进经济复苏。在此基础上，本文进一步介绍了“人民的QE”运动，分析了“人民的QE”的基本原理，并对这一政策主张的实践前景做了展望。

【关键词】量化宽松 人民的QE 货币政策阶级性

作者简介：王婷（1986-），吉林大学经济学院讲师（吉林长春 130012）；张晨（1984-），中国人民大学经济学院副教授（北京 100872）；王娜（1984-），中国农业大学马克思主义学院副教授（北京 100083）。

自2008年金融危机以来，美国、欧洲及日本等世界主要发达经济体都受到了剧烈冲击，一度挣扎在衰退的边缘，至今仍未真正实现全面复苏。面对这场危机的重创，如何刺激总需求，从而重新提振不断下滑的经济，是危机后各国面临的主要难题。一方面，在全球经济疲软的大环境和长期使用高赤字财政政策的大背景下，依靠刺激出口或宽松的财政政策都难以达到有效刺激总需求的政策目标；另一方面，传统的宽松货币政策又因易陷入流动性陷阱而难以发挥作用。因此，量化宽松（QE）的货币政策应运而生。但事与愿违，在各主要经济体实行了多轮QE后，各国经济却并没有实现全面复苏，QE不仅收效甚微，还造成了不平等加剧、经济脱实向虚、金融市场投机泡沫不断扩大等副作用。因此，从各国的实施效果来看，可以说QE政策总体上是失败的。

QE政策的失败引起了学者和社会各界对现有货币政策的反思，部分国家开始积极寻找替代政策。欧洲率先发起了“人民的QE”（QE for People）运动，“人民的QE”通过直接向实体经济注资实现对经济的刺激，可以很好地弥补QE的不足，拯救各国低迷的经济，调整社会利益格局，改善普通劳动者的境况。本文将从货币政策阶级性的视角剖析QE失效的深层次原因，介绍“人民的QE”及其运行机制，并对现行货币政策进行反思。

一、危机后QE政策的实践及后果

2007年2月，美国抵押贷款风险浮出水面，此后危机全面波及美国的金融市场并延伸至实体经

* 本文系吉林大学基本科研业务费哲学社会科学基金项目（2015BS009）的阶段性成果。

济，雷曼兄弟、贝尔斯登、新世纪金融等多家大型金融机构相继破产倒闭，克莱斯勒、安然等大型实体企业也先后破产。随后危机迅速向欧洲、日本等地蔓延，在全世界范围内引发金融海啸。危机导致全球经济持续低迷，美、欧、日等经济体通胀率呈下降趋势，并面临持续性通缩风险；各国失业率高企，投资和消费水平明显降低；金融市场动荡，资产价格剧烈波动；实体经济发展受到重创。此次危机影响之深、波及范围之广堪比1929年到1933年的资本主义大萧条。

然而，面对如此深重的危机，传统的财政政策和货币政策均难以奏效。一方面，主要发达国家都面临着巨大的财政赤字压力而无法施行扩张性的财政政策。危机前，美国长期实行以财政赤字支撑的经济刺激计划，随着危机的全面爆发，财政赤字占GDP的比重迅速上升。在欧洲，希腊、葡萄牙、意大利、爱尔兰、西班牙等国的主权债务危机愈演愈烈，宽松的财政政策难以奏效。次贷危机使刚刚复苏的日本经济重回通缩的压力之下，传统的财政和货币政策早已无法拯救日本经济。另一方面，为应对危机，各国均一再降低利息率水平，美国自2007年8月开始连续降息10次，隔夜拆借利率低至0，随后各国均频繁使用利率工具，日本、英国、欧元区等利率水平都接近于0，但即便如此，投资和消费仍难以撬动，各国陷入流动性陷阱，传统货币政策工具失效。

在此背景下，美联储率先推出了量化宽松（QE）的货币政策。2008年11月，美联储以购买机构债和抵押贷款证券化（MBS）的方式开启了首轮QE，意在重建金融机构信用，稳定信贷市场。至2010年4月QE1正式结束，美联储共购买了1.725万亿资产的资产，但美国经济并未出现明显复苏迹象。随后，美联储又先后于2010年11月、2012年9月和2012年12月宣布实行QE2、QE3和QE4，通过购买美国中长期国债的方式增加基础货币投放，同时保持0.25%以下的极低利息率。经过多轮刺激，美国经济终于在2014年底出现了复苏迹象，而美版QE直到2016年10月才落下帷幕，历时六年之久。

日本、英国和欧元区紧随美国推出了QE。日本于2008年底将基准利率降至0.1%，2009年1月宣布收购多达2万亿的商业票据，后又于2010年10月、2012年12月、2013年4月多次扩大资产购买规模。英格兰央行于2009年3月将基准利率由5%削减至0.5%，同时宣布施行总额为750亿英镑的QE，随后又四次扩大QE规模，使资产购买总额达到3750亿英镑。2016年8月英国央行再次降息至0.25%，并出乎意料地重启大规模债券购买计划，以应对脱欧的冲击。欧洲央行于2014年6月宣布实施存款负利率，2015年1月欧元区开始实施超过1亿欧元的资产购买计划，正式加入实施QE的行列。

虽然QE旨在拯救经济，使各国走出停滞，重回增长，但从全球范围看，QE的效果却差强人意，政策目标未能达成，各国经济复苏迹象不明显。首先，危机爆发后，各国GDP快速缩水（见图1）。2009年美国、日本、欧元区和英国GDP分别下降2.8%、5.4%、4.5%和4.3%，随后各年GDP增长率持续低于危机前水平，QE虽使GDP有所回升，但增长率仍未能恢复，均低于危机前1个百分点左右。其次，从就业情况看，QE也未能发挥积极作用。2007年初，美国的失业率为4.5%左右，危机后美国的失业率连续四年高于7%，甚至一度升至10%，QE退出时美国失业率仍接近6%。失业问题在欧元区表现得更为严重，危机使欧元区本已接近8%的失业率一路飙升至12%，QE同样未能使失业率下降^①。最后，通胀率是QE最为关注的指标，但各国均未能将其维持在2%的目标水平（见图2）。美国QE实施期间，通胀率勉强维持在2%左右，QE退出后迅速回落；英国的通胀率自2013年下半年开始下降，2016年重启QE后才略有升高，但未能达到2%；日本的通胀

① 数据来自于对Wind数据库相关数据的计算和整理。

率一直在 0 左右徘徊，2014 年短暂升高后又跌回至 0 左右；欧元区的通胀率在实施 QE 后不但没有上升，反而一度跌至 0 以下。

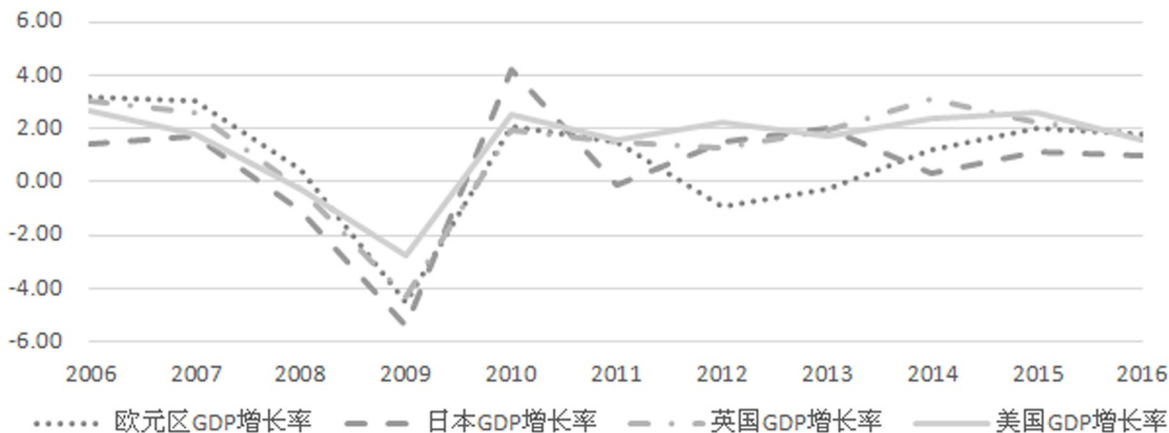


图 1 各国实行 QE 前后的 GDP 增长率

数据来源：根据 Wind 数据库相关数据计算得出

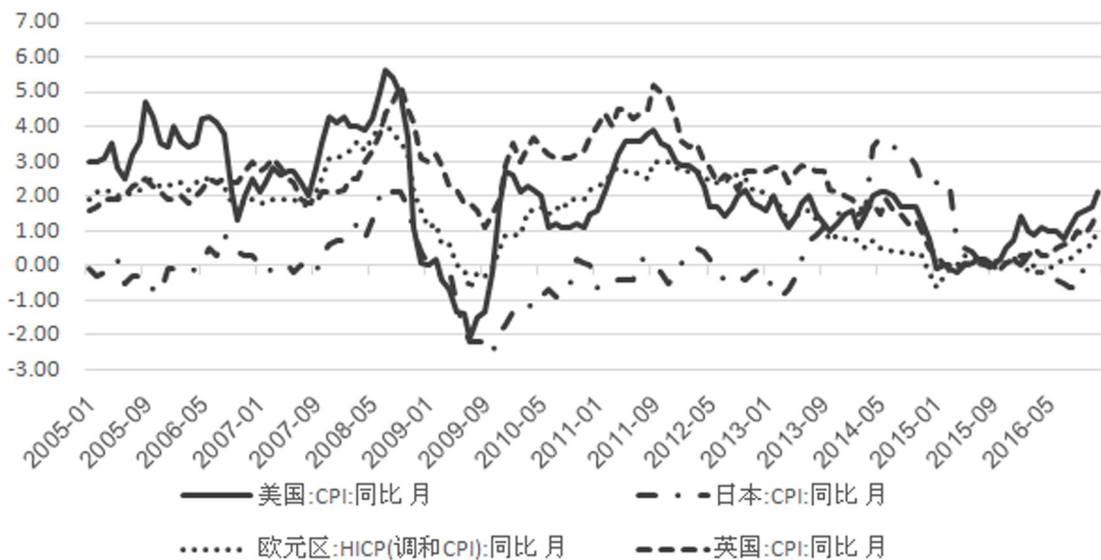


图 2 各国实行 QE 前后的通胀率水平

数据来源：Wind 数据库

从实施效果来看，QE 政策不仅没有使经济实现真正的增长，反而引发了一系列的副作用。

首先，QE 创造的货币主要流入金融市场，使得经济整体脱实向虚，造成了新的资产泡沫，给下一轮危机埋下了隐患。以美国股市为例，纳斯达克综合指数只在危机全面爆发的 2007 年 9 月至 2009 年 1 月间有所下降，随后便显示出了大幅度的上涨趋势，在 2015 年短暂波动后继续高歌猛进（见图 2）。美国股指从 2009 年初到 2014 年底的快速上涨区间刚好与美国从 2008 年 11 月至 2014 年 10 月推行 QE 的时间段吻合，而在此期间实体经济却没有表现出强劲的增长势头。这从一定程度上说明

QE 更多地促进了虚拟经济的泡沫，对实体经济却无实际提振。



图3 美国纳斯达克综合指数

数据来源：Wind 数据库

其次，QE 造成了两极分化的不断加剧。在美国，2009 年以来 95% 的经济复苏收益被收入最高的 1% 人群占有，其中超过 60% 的收益流向了收入最高的 0.1% 人群^①。在欧元区，超过 55% 的金融资产由最富裕的 5% 的人占有，QE 带来的收益更多地流向了这些人^②。英国首相特蕾莎梅曾公开承认，虽然货币政策可以在金融崩溃后给经济带来必要的紧急补救，但 QE 使有资产的人越来越富，没有资产的人更苦，抵押贷款偿还成本降低，而储蓄的人却变穷了。

此外，QE 的溢出效应给全球经济造成了较大负面影响。美元流动性泛滥使新兴市场国家货币普遍面临升值压力^③，以美元计价的国际大宗商品价格上升，新兴市场国家受到较大冲击^④。一些国家的货币自主权丧失，全球经济及金融稳定受到了极大挑战。QE 助长了汇率市场和金融机构的投机情绪，其退出又加剧了金融市场的动荡^⑤。

总之，虽然 QE 取代传统的财政和货币政策成为危机后发达资本主义国家拯救经济的共同选择，但各国先后推出的多轮 QE 不仅没有实现理论上应有的政策效果，反而引发了更多的问题。

二、QE 政策的作用机制及其失败的原因

从理论上讲，央行通过 QE 向商业银行注入流动性，刺激商业银行扩大信贷规模，可以从四个

① Krugman P., Rich Man's Recovery, *New York Times*, September, 2013.

② Frank van Lerven, *Recovery in the Eurozone*, <http://positivemoney.org/2015/12/recovery-in-the-eurozone-using-money-creation-to-stimulate-the-real-economy-new-report/>.

③ Eichengreen B, *Currency War or International Policy Coordination?* Berkeley: University of California, 2013.

④ 陈磊、侯鹏：《量化宽松，流动性溢出与新兴市场通货膨胀》，《财经科学》2011 年第 10 期。

⑤ 郑之杰：《走进全球量化宽松》，北京：社会科学文献出版社，2015 年，第 143-146 页。

主要渠道刺激经济复苏：一是银行信贷效应渠道。央行向金融体系注入流动性，放松商业银行资产负债表约束，从而扩大信贷规模。二是投资效应渠道。大规模资产购买计划向投资者释放了央行将长时期维持低利率的信号，刺激投资特别是长期投资的增长。央行的资产购买行为推高了资产价格，资产收益率下降，金融市场收益率的变动引导投资者转向风险和收益率都更高的公司股票和债券，刺激企业增加对实体经济的投资。三是财富效应渠道。金融资产持有者收入水平提高，进而增加消费和投资，推动经济良性循环和增长，促进就业增加，货币政策的效果向低收入阶层渗透。四是财政效应渠道。大规模购买政府债券可使其价格升高，收益率下降，政府融资成本降低，实现对财政支出的间接刺激^①。

但在现实中，QE在上述渠道都没有实现对实体经济的刺激作用，因为通过QE新增的流动性并未能真正进入实体经济，也就不可能提振就业、增加收入、刺激消费和投资、拉动经济增长。

首先，新增流动性并没有引起商业银行信贷规模的扩张。“货币乘数效应”在现实中并未奏效，因为该理论假定商业银行会先增加准备金后扩张贷款规模，所以通过QE增加央行准备金自然会引起来商银行信贷的增长，然而现实的情况是商业银行先发放贷款后寻找央行准备金^②。银行贷款不是由央行准备金供给外生决定的，而是由私人部门的贷款需求内生决定的。因为市场对新增贷款的需求不足，且商业银行因经济萧条而不敢放贷，所以无论央行向金融体系注入多少流动性都无法提高私人部门的信贷水平^③。以欧洲为例，尽管欧洲央行通过QE向金融体系注入了大量的流动性，但市场上的实际情况是私人部门贷款需求不足，商业银行碍于降杠杆、资本约束和新的监管要求等因素，不愿冒险向不确定的市场发放更多贷款^④。

其次，新增流动性进入金融体系中空转，导致了金融资产泡沫，却没有转化为实体经济投资。由于实体经济利润率没有真正复苏，企业对产品销售的预期下降，生产性投资动力不足，因此，即使金融资产价格升高而收益下降，也不足以吸引资本进入实体经济，实体经济的生产性投资仍呈现下降趋势。新增的流动性流入金融体系，在金融体系内的套利和空转推高了各类金融资产价格上涨和泡沫。

再次，新增流动性带来的“财富效应”刺激消费也不明显。高收入阶层的边际消费倾向较低，欧元区收入最高的10%人口拥有财富总量的52%，而其边际消费倾向仅为6%^⑤，QE可能刺激资产持有者更广泛地投机，却无法刺激他们更广泛地消费。美国在危机后消费增速有所恢复，但与其资产价格上涨相比并不显著，投资增长也不强劲^⑥。欧元区资产价格自2012年开始上涨，但实体经济中的投资和消费没有明显增加。欧元区的人均金融资产持有数量较低，以金融资产形式持有的财产比例也较小，QE的财富效应表现不明显^⑦。

① Frank van Lerven, *Recovery in the Eurozone*, <http://positivemoney.org/2015/12/recovery-in-the-eurozone-using-money-creation-to-stimulate-the-real-economy-new-report/>.

② Constancio V., *The European Crisis and the Role of the Financial System*, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130523_1.en.html.

③ Fazi T., *The Case Against Quantitative Easing and for Overt Money Financing (OMF) in the Eurozone*, Paper prepared for the EuroMemorandum Conference 2014.

④ Ruparel R., *Quantitative Easing in the Eurozone: Limited Economic Benefits at a High Legal and Political Cost*, <http://openurope.org.uk/intelligence/eurozone-and-finance/ecb-quantitative-easing/>.

⑤ Carrol C., Slacalek J., and Tokuda J., *The Distribution of Wealth and the Marginal Propensity to Consume*, *European Central Bank Working Paper*, 2014, No. 1655.

⑥ 张晨、冯志轩：《再工业化，还是再金融化？——危机后美国经济复苏的实质与前景》，《政治经济学评论》2016年第6期。

⑦ Guggenheim, *The Consumption of Davos*, <http://guggenheimpartners.com/perspectives/macrovew/the-consumption-of-davos>.

此外，新增的流动性也没有助力财政支出。危机后，美国的政府支出并没有实现增长，2010年至2014年甚至还出现了连续4年的负增长^①。欧版QE推出前，欧元区主权债券的收益率就已非常低，整个欧元区的主权债券收益仅占GDP的0.04%^②，QE的财政效应几乎可以忽略不计。

图4说明了QE的实际作用机制及其效果。中央银行以购买金融资产的形式将新增货币注入金融市场，一方面，股票和债券价格上涨催生出新的资产价格泡沫，为下一次危机埋下了隐患，同时拉大了资产所有者和普通劳动者之间的贫富差距；另一方面，商业银行并未因流动性增加而扩张信贷规模，反而囿于更加严格的金融监管、资产负债表约束和市场疲软等因素，缩减了信贷规模，加之QE使财富更多流向了边际消费倾向较低的富裕阶层，消费支出增加不明显，致使QE整体而言没能实现对实体经济的有效刺激。

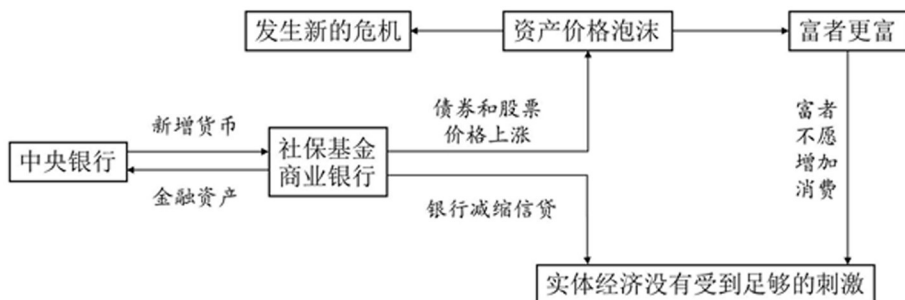


图4 QE的作用机制

在西方主流经济学的框架下，实施QE的前提是承认货币政策的有效性，因此主流经济学关于QE失败原因的讨论就变成了新自由主义经济学和各种形式的凯恩斯主义经济学的辩论。不容否认，QE并非毫无效果，大量的主流研究认为，QE提高了金融市场的流动性，对实体经济和金融部门起到了一定的刺激作用，但与QE有限的政策效果同时产生的是多种更加令人头痛的副作用。而且，QE对经济中的不同群体影响各异：一方面通过资产增值使社会财富分配向资产阶级特别是金融资产阶级集中；另一方面对于提高工人阶级的就业率和实际收入则毫无裨益，这将成为后危机时代发达资本主义国家经济问题和社会问题集中爆发的重要原因。而对于西方主流经济学而言，由于他们在方法论层面不可能将阶级分析方法纳入其中，也就无法认识到货币政策的阶级性特征，因此他们关于QE的讨论只能是停留在事情的表面兜圈子。

三、货币政策的阶级性

一般而言，主流经济学认为，央行具有与一般政府相同的行为目标，即实现社会福利最大化^③。因此，央行以充分就业、物价稳定、经济持续增长和国际收支平衡为主要政策目标，协调其中的矛

① 张晨、冯志轩：《再工业化，还是再金融化？——危机后美国经济复苏的实质与前景》，《政治经济学评论》2016年第6期。

② Claey's G., *The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008*, Brugel Publication for the Monetary Dialogue Discussions in the Economic and Monetary Affairs Committee (ECON) of the European Parliament.

③ Thomas D. Willet, *Political Business Cycles: The Political Economy of Money, Inflation, and Unemployment*, Durham: Duke University Press, 1988.

盾关系，相机选择货币政策，最大限度地保障经济增长和社会稳定。这一看法有意无意忽略了央行的阶级属性，难以全面揭示央行选择货币政策的内在逻辑。因此，这一观点既受到了主流经济学内部反对，又受到马克思主义和激进政治经济学的批判。

公共选择理论将经济人假设移植到政治领域，认为参与政策制定的人是以自身利益最大化为目标的经济人，政治的本质是利益交换，政府官员和政治家同样追求个人利益，而非以社会利益最大化为目标。从这个意义上讲，央行是出于自己狭小的官僚主义利益来制定货币政策的^①。但仅从官僚的个人主义利益出发理解货币政策，显示了公共选择理论以方法论个人主义为出发点的局限性。

马克思主义理论认为，货币政策具有二重性：一方面，货币政策作为国家宏观调控的重要手段，应以实现调控目标为制定依据；另一方面，资本主义国家的中央银行体现着国家属性，是资产阶级利益的总代表，因此央行在制定货币政策时也会受到阶级斗争的影响。例如，马格多夫和斯维奇认为，央行类似于资本家阶级的执行委员会，制定货币政策必将有益于资本家阶级的整体利益^②。格雷德进一步指出，央行的货币政策更倾向于维护金融资本家的利益^③。在马克思主义阶级分析法的启发下，爱泼斯坦将现代资本主义国家政治和经济结构的多样性纳入了分析货币政策选择的逻辑框架内，提出了中央银行的“争夺战场”模型，解释了不同经济环境和阶级关系下央行选择货币政策的逻辑^④。

爱泼斯坦将央行视为阶级之间和阶级内部斗争的战场，认为货币政策是由资本市场和劳动力市场的结构、本国经济在世界经济中的地位及资本积累自身的矛盾运动过程等结构性因素决定的。基于这种假设，“争夺战场”模型选择以劳动力市场结构、金融资本和产业资本关系、本国经济在世界经济中的地位及央行在政府机构中的地位作为选择货币政策的四个决定性因素。在这四组关系中，存在着对货币政策或一致或矛盾的诉求，各阶级的力量对比关系决定了央行货币政策的取向。劳动者与资本家之间的关系是对立的，资本家期望货币政策能实现利润最大化，劳动者则期盼工资最大化。金融资本和产业资本的关系既统一又冲突，二者均期望实现剩余价值最大化，但在分割剩余价值时又是对立的，最终表现出的关系是冲突还是合作则取决于金融市场的结构和二者之间的联系：在以信用为基础的金融体系中，产业资本主要通过银行融资，与金融资本的联系较为紧密，甚至在某些情况下，产业资本和金融资本同属一个企业集团，此时二者对货币政策的诉求是相同的，央行将兼顾二者的利益；在以资本市场为基础的金融体系中，产业资本主要通过债券和股票市场融资，与金融资本之间的利益关系更为分明，金融资本希望货币政策提高实际利率，产业资本则希望降低融资成本，此时央行往往更倾向于金融资本的利益。货币政策选择还受到央行独立性的影响：央行内在于政府时，货币政策体现政府中不同阶级的力量对比关系；央行独立性较高时，货币政策体现央行的阶级倾向。一国经济在世界经济中的地位同样影响货币政策的选择和实施效果。跨国公司扩张和国际投资流动性增强使产业资本更支持促进全球经济增长的政策；金融全球化和自由化程度的加深使金融资本更具投机性，与产业资本的利益矛盾更加凸显。

由此可见，货币政策并非是一个“纯粹的经济问题”，央行在应对危机时所选择的货币政策也体现着阶级斗争的结果。

① Thomas Mayer, *The Political Economy of American Monetary Policy*, Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

② Magdoff Harry, Paul Sweezy, *Stagnation and the World Financial Explosion*, New York: Monthly Review Press, 1987.

③ Greider William, *Secrets of the People: How the Federal Reserve Runs the Country*, New York: Simon and Schuster, 1987.

④ Gerald Epstein, *Political Economy and Comparative Central Banking*, *Review of Radical Political Economics*, vol. 24, No. 1, 1992.

美国自20世纪70年代重回新自由主义的道路以来，阶级状况发生了较大变化，作为社会中坚力量的“中产阶级”逐渐衰落，上层工人阶级境况逐渐变差，底层工人的相对生存状况更是每况愈下，工人阶级的整体生存空间受到挤压。社会阶级结构由纺锤形演化为超级金字塔形，社会财富两极分化，形成了富豪阶层和劳动者阶层的严重对抗。与此同时，金融资本迅速崛起，在整个经济中建立起了统治地位，产业资本逐渐式微。美国发达的金融市场造成了产业资本和金融资本的对立，金融资本对货币政策影响力更强，美联储较高的独立性使其更倾向于与金融资本合流。

事实上，美联储推出QE正是旨在救助华尔街的金融资本，其运行机制决定了新增货币会首先进入金融系统。但现实中金融系统压力的缓解并未如愿引发实体经济的回暖，新增货币只是在金融体系内部循环，在刺激投资和消费上收效甚微。QE推出后最显著的效果是“大而不倒”的金融机构很快恢复了活力，不但没有扭转金融化格局，反而进一步强化了其统治。危机的本质是实体经济利润率的低迷和全社会范围内两极分化程度的加深，如果说QE对前者的作用是隔靴搔痒，那么对后者的作用就是雪上加霜了。QE推出后，金融行业的收入很快恢复到了危机前的水平，甚至有所增加，股票市场和证券市场的暴涨给持有大量金融资产的市场玩家带来了高额收益。而与此相对应的是失业率持续高企，普通劳动者的收入不升反降。美国的两极分化程度业已超过危机之前，美联储前主席耶伦甚至认为美国的收入差距已经达到百年来最严重的时刻。

其他国家和地区的央行虽各有特点，但都倾向于维护资产阶级的利益。欧洲央行虽因各成员国情况不同具有较高的复杂性，但从总体上看仍主要代表资本的利益，且核心国比外围国对货币政策有更强的影响力，因此欧版QE不仅体现了资本和劳动之间的利益差异，也体现着核心国和外围国之间的利益差别，QE给欧元区整体经济带来的实惠更多流向了核心国。英国央行独立性较高，资本市场较发达，英国央行更多关注金融资本的利益；日本央行独立性较低，金融资本和产业资本多属于同一集团，联系紧密，央行兼顾二者利益。但QE在两国也未能获得很好的收效，其根源同样是货币政策倾向于维护资产阶级的利益，忽视了普通劳动者的利益。总之，QE的阶级属性决定了这一政策不仅与真正解决危机的路径背道而驰，而且会在其中强化资产阶级特别是金融资本的利益。

四、欧洲的“人民的QE”运动

危机后的宏观经济政策应以重建“中产阶级”、形成合理的收入分配结构和改善积累结构为目标，但无论从QE运行机制还是实施效果来看都与上述目标南辕北辙，因而难以引领经济进入良性循环轨道，反而进一步激化了社会矛盾。QE失败正是因为维护了金融资本和大资产阶级的利益，只有改变货币政策的阶级出发点，才能真正推行有利于大众的宏观调控政策，实现经济复苏。很多人已经认识到了这一问题，并试图提出替代政策和解决方案。例如，特朗普出任美国总统以来，一再表示要实行有利于增加就业、刺激制造业发展和美国经济增长的货币政策，遗憾的是到目前为止特朗普和美联储都没有给出实际的方案。

在受危机影响更为深重的欧元区，已有多个国家的学者、政府官员和各类组织提出了以“人民的QE”替代QE来拯救经济。自欧版QE实施两个月开始，部分欧洲学者便看到了QE的不足。2015年3月26日，19位知名经济学家联名写信给欧洲央行，认为应将新创造的货币越过金融系统直接注入实体经济。他们提出，新创造的货币可以直接被用于政府支出（例如急需投资的基础设施项目），或者连续19个月直接给每个欧元区居民每月发放175欧元，以偿还现有债务或消费。直接

增加支出和就业将远比欧洲央行使用传统QE更有效^①。2015年12月又有包括史蒂夫·基恩(Steve Keen)、大卫·格雷伯(David Graeber)等在内的超过65位经济学家联名呼吁欧洲央行放弃QE,并指出,传统QE不仅无效,而且是高风险和有害的,欧元区亟须一个更加直接的救助计划,“人民的QE”是一个可行的选择。2016年2月,莫莉斯科特-卡托(Molly Scott-Cato)等三名欧洲议会成员在欧洲议会组织了“人民的QE”会议,与会者一致认为“人民的QE”既是可行的也是必要的。日本QE的最初建议者理查德·沃纳(Richard Werner)教授在会上发言指出,QE最初的目标是刺激GDP的增长,但央行将其弄得一团糟,央行们几个世纪以来一直没有为公众的利益服务^②。“人民的QE”的支持者在法国建立了一个全国性的联盟,2016年5月在巴黎组织了一次公开会议,表达了对“人民的QE”的支持。

欧洲央行2016年3月开始施行的私人企业债券购买计划也受到了“人民的QE”的支持者的强烈反对。格兰瑟姆研究所的一项研究表明,英国和欧洲央行“企业QE”政策涵盖的企业中,超过半数来自碳密集型行业,QE使这些企业拥有了比低碳企业更明显的优势,严重威胁着欧洲的环境。研究者呼吁央行考虑更改其购买策略,实行“绿色QE”,平衡财政和货币政策总体效果,推动经济快速平稳地向低碳经济过渡^③。“人民的QE”的支持者还认为这一政策更倾向于跨国公司的利益,却无法刺激欧洲的总需求,且缺乏透明度,破坏了欧洲央行的声誉。他们要求央行在施行货币政策时保护环境和人民的利益。2016年底,绿党议员在致德拉吉的公开信中呼吁央行调整其企业债券的选择标准,将社会和环境问题考虑在内^④。2017年3月,来自19个欧洲国家,包括地球之友、欧洲企业瞭望等在内的70个欧洲民间社会组织要求央行停止通过QE渠道向污染性的跨国企业注资。这些组织指出,央行通过企业购买计划向大型跨国企业大量注资的做法使欧洲居民认为欧盟机构制定政策受到私人企业利益的影响。欧洲企业瞭望等组织认为,央行为非环保企业提供支持,阻碍了欧洲的反气候变化进程,同时更多地关注了大型跨国企业的利益^⑤。2017年6月,44位欧洲议会成员向德拉吉联名上书,要求央行增加企业债券购买计划的透明度。他们指出,央行已经通过企业债券购买计划向涉及化石能源的企业注资数十亿欧元,希望央行调整购买计划减轻环境污染。

自2015年以来,来自德国、法国、意大利、比利时、荷兰等欧元区国家的学者和媒体均发出过支持欧元区施行“人民的QE”的呼声,有超过100位经济学家和20多个组织致力于倡导在欧元区施行“人民的QE”,呼吁欧洲央行将新创造出的货币直接投入实体经济,增加投资和消费支出,促进就业,支持改善环境,维护人民的利益,真正实现对经济的积极影响。“人民的QE”也受到了欧洲民众的广泛支持,2016年一项在全欧进行的调查显示,54%的欧洲居民支持央行直接向居民发放现金的政策,持反对意见的人数仅为14%^⑥。在各方压力之下,2016年4月,欧洲议会发表了关于“直升机撒钱”的报告,对“人民的QE”运动进行了积极的评价。10月,央行在年度报告中首次

① Victoria Chick, et al, Better Ways to Boost Eurozone Economy and Employment, *Financial Times*, 26 March 2015.

② Stan Jourdan, *QE for People Conference at the European Parliament*, http://www.qe4people.eu/highlights_conference_european_parliament_qe_for_people.

③ Sini Matikainen, et al, The Climate Impact of Quantitative Easing, *Grantham Research Institute Policy Paper*, May 2017.

④ Mr. Mario Draghi President of the European Central Bank, Brussels, 16th December 2016, http://d3n8pro7vhmx.cloudfront.net/qe4people/pages/112/attachments/original/1481907570/Green_MEPs_letter_to_Draghi_CSPP.pdf.

⑤ Corporate Europe Observatory, *The ECB's "Quantitative Easing" Funds Multinationals and Climate Change*, <http://corporateeurope.org/economy-finance/2016/12/ecb-quantitative-easing-funds-multinationals-and-climate-change>.

⑥ Helicopter Money: Loved, Not Spent, ING International Survey special report-Helicopter Money, October 2016.

表达了对QE的关注，特别指出是其缺乏有效性和恼人的副作用^①。12月，欧洲央行在公开信中承认了在货币政策框架下设计“直升机撒钱”是合法的。

英国、瑞士等非欧元区的欧洲国家也不断有学者和政府官员呼吁施行“人民的QE”。英国工党领袖科尔宾（Jeremy Corbyn）在大选中提倡建立一种更加平等和可持续的平衡经济，在经济的各个环节积极创新，以使工人和政府能够平等地参与财富创造过程。他认为，英格兰银行应调整货币政策来提升经济，将新增货币投入实体经济而非充盈金融市场，向大规模房屋、能源、交通项目增加投资，通过增加政府支出、减税等方式直接刺激实体经济。

五、“人民的QE”的基本原理

“人民的QE”如何能改变QE政策的机制缺陷，实现将流动性导入实体经济，实现其“为人民”的目标呢？

首先，与QE不同，“人民的QE”不以金融资产和商业银行为中介，而是绕过中间环节直接将新增货币注入实体经济。QE主要关注新增货币的数量，通过购买证券、国债等金融资产的方式向经济注资，新增货币需要以金融市场、债券市场或二级市场等不同级别的资产市场为中介进入经济，商业银行和投资者对市场刺激的反映程度直接影响QE的效果。而“人民的QE”更加关注新增货币的流向，通过具体的机制设计，使新增货币直接进入实体经济，对经济产生快速而有效的刺激。由于新增货币不再涌入金融市场，经济复苏将不再伴随新的金融泡沫，变得更加稳健和可持续。

其次，“人民的QE”将直接向财政注资拨款，增加公共支出，为实体项目和基础设施建设提供资金支持。这种方式不仅可以增加公共项目的数量，为人民提供更好的公共产品和服务，还能降低失业率，提高私人部门的收入水平。根据测算，若将现有QE规模的10%直接用于公共支出，则欧元区各国公共预算将平均增加4%，财政效应将是QE下的20倍^②。

最后，“人民的QE”将新增货币以“公民红利”的形式直接发给全体人民，增加个人消费，减少贷款。这种思想主要来自弗里德曼提出的“直升机撒钱”，但“直升机撒钱”随机性较大，“人民的QE”则可以详细设计具体分配方案，保障公平。低收入阶层无须依靠财富效应间接从货币政策中获益，直接发放货币可以更有效地将新增货币转化为实际购买力和消费支出，从而刺激生产，提高收入，降低失业^③。

因此，“人民的QE”的支持者认为，“人民的QE”能使实体经济中消费支出快速增加，同时不会引起私人部门贷款的增加，也不会提高利率和公共部门债务水平，从而经济中的杠杆率降低，债务收入比下降，金融系统稳定性增强，实现对实体经济更直接、更迅速、更显著的刺激，且不会为新的危机埋下隐患。

具体实施上，“人民的QE”需要央行和财政部门联合进行，将货币政策和财政政策配合起来使用。由财政部门先决定选择何种渠道投放货币，若选择公共支出渠道，则需选择适当的公共项目，即前期准备充足、可以快速投产、独立且有升级空间、适应货币政策规模的项目，将货币快速注入

① Committee on Economic and Monetary Affairs, European Central Bank Annual Report for 2015.

② Claey's G., *The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008*, Brugel Publication for the Monetary Dialogue Discussions in the Economic and Monetary Affairs Committee (ECON) of the European Parliament.

③ Frank van Lerven, *Recovery in the Eurozone*, <http://positivemoney.org/2015/12/recovery-in-the-eurozone-using-money-creation-to-stimulate-the-real-economy-new-report/>.

实体经济；若选择“公民红利”渠道，则可以选用社保账户或选举登记账户，也可设立减税基金，然后，央行根据刺激计划的规模创造货币。“人民的 QE”不在二级市场购买金融资产，而是购买由财政部发行的永久零息债券。新增货币规模可以通过四种方式由政府财政部门 and 央行共同决定：一是以稳定通货膨胀率为目标，二是以降低失业率为目标，三是参照现有 QE 框架下的新增货币数量，四是设定货币数量的上限^①。

图 5 描述了“人民的 QE”的作用机制。中央银行通过发行无债货币的方式直接向实体经济注资：通过公共支出渠道，既可以为民众提供更好的公共产品和服务，增加就业岗位，又可以促进经济的绿色化转型；通过公民红利渠道则可以增加实际消费支出，缩小个人贷款规模，同时减少贫困。通过上述两个渠道，“人民的 QE”得以实现对实体经济快速、高效、持续的刺激，并且不产生资产泡沫、两极分化等副作用。

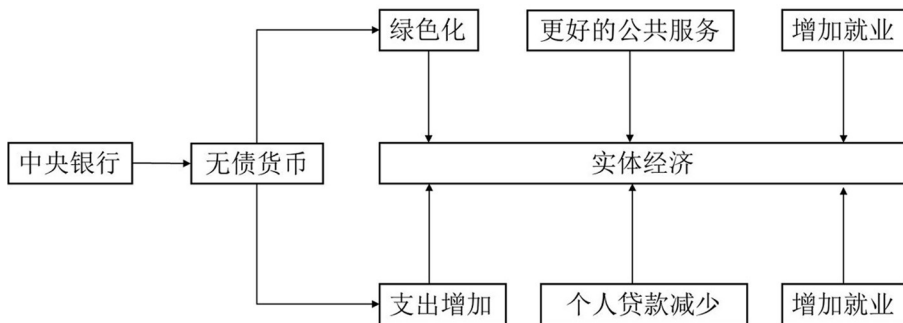


图 5 “人民的 QE” 的作用机制

可以看到，“人民的 QE”的人民性体现在三个方面：一是“人民的 QE”能够促使实体经济活力和人民收入水平同时提升，从而实现以收入分配改善为基础的真实经济增长；二是“人民的 QE”能够保障全体人民的平等权益，防止贫富差距拉大；三是“人民的 QE”能通过公共支出为普通民众提供更多更好的公共产品和服务。因此，“人民的 QE”的支持者认为，其既能实现刺激经济增长的目的，又能够避免 QE 所带来的弊端和风险。

六、小结与启示

西方主流经济学对于“货币政策”的讨论，落入了“理性/非理性—无效/有效”的争论，缺乏对“货币政策”本质的理解，也不可能从阶级的维度进行分析。

在现代经济中，西方经济学所说的货币更准确地说，其实是“信用货币”或“信用”本身。马克思认为，货币是价值尺度与流通手段的统一，既要表现价值，又要利于商品流通。而价值形式的发展要不断解决商品交换困难，货币必须要适应资本积累的持续扩张，因此信用制度的出现和发展是绝不可少的。由于资本循环形式灵活、变幻莫测，因而要求投入其中的货币资本由一个活跃的信用体系来调节，从而保证资本循环的顺利进行，提高资本周转的速度。在马克思看来，信用关系和

^① Frank van Lerven, *Recovery in the Eurozone*, <http://positivemoney.org/2015/12/recovery-in-the-eurozone-using-money-creation-to-stimulate-the-real-economy-new-report/>.

信用货币具有历史进步性，信用货币使得资本主义生产得以摆脱金银的束缚，从而在一定程度上消解了拥有大量贵金属的传统贵族的货币权力，使资本具备了某种社会性。

信用的发展，不但对资本的持续扩大积累是必须的，而且至关重要，只有借助信用，资本才能突破限制进行积累。也就是说，信用本身对于资本积累非常重要，因而信用或者信用货币绝不是中性的，货币政策将直接影响资本积累活动。但是也要看到，信用制度又成了使资本主义生产超出它本身界限的最有力的手段，甚至成为引起危机和欺诈行为的最有效工具。信用制度不可能改变甚至加剧了资本主义生产的无政府状态，从而成为资本主义经济危机的导火索。另外，在资本主义生产关系中，信用的扩张和收缩所带来的对资本积累的影响，对于不同阶级又是极为不同的，其作用机制也极其复杂，会受到劳动力市场结构、金融资本和产业资本关系、本国经济在世界经济中的地位以及中央银行在政府机构中的地位等因素的影响。

因此，信用这一能够促进资本积累、具有历史进步因素、潜藏着危机风险的重要工具，必须在社会的控制下被科学地、妥善地使用。马克思曾设想，在未来社会中，信用所包含的社会化的因素也将使信用体系在向未来社会的过渡中发挥先驱性的作用。他预言：“毫无疑问，在由资本主义的生产方式向联合起来劳动的生产方式过渡时，信用制度会作为有力的杠杆发生作用。”^①但他同时强调，这种有力的作用需要与生产关系的变化相联系，须以生产条件的社会化为基础。即便如此，追求将信用管理权交给人民，以人民利益出发使用信用和制定货币政策，而不是由资产阶级或其中某个集团垄断信用管理权或货币政策权力，是社会主义的题中之意，也是解决当前危机和复苏疲态的有效办法，但在资本主义国家却难以实现。

危机后QE政策被发达资本主义国家广泛采用，但效果差强人意，而且进一步助推了发达资本主义国家的阶级分化，激化了社会矛盾。其中一个重要原因，就是信用或货币政策具有阶级性，而货币政策权力被金融资本垄断。在此背景下，“人民的QE”这一口号及政策的提出，对于我们深刻理解货币政策的阶级性，反思过往QE政策失败的根源具有极强的启发性，其提出的新的货币政策思路，也值得我们深入研究和借鉴。

但是，我们也须清醒地认识到，由于资产阶级自身的阶级局限性，“人民的QE”政策在资本主义国家所能发挥的作用极为有限，甚至很难付诸实施。

首先，虽然“人民的QE”相较于QE减少了金融资本的主导，但其也未能摆脱资产阶级的局限性。事实上，“人民的QE”政策带有一定的小资产阶级的幻想性质，希望通过将新增货币直接注入实体经济，并使普通民众直接获得更多收入，从而有效刺激经济复苏，避免两极分化。然而，“人民的QE”的支持者忘记了，纸币仅是没有价值的价值符号，而不代表真实的价值创造。大量增发货币虽然在一定程度上能够刺激消费和生产，但这种“货币幻觉”难以持续，更无法真正帮助经济实现复苏。并且，在当前国际分工格局之下，即使普通民众由于收入增加而增加消费，其所增长的消费品也不一定来自本国的实体经济。

其次，“人民的QE”仍处在口号大于实质的构想阶段。从当前发达资本主义国家的阶级状况来看，经过30多年新自由主义的改造和金融化为主导的发展模式，金融资本仍居于阶级权力金字塔顶端，即使工业资本与工人阶级在对抗金融资本上能够实现一定程度的联合，也难以撼动金融资本的统治。特别是在货币政策这一决定资本积累进程的决定性权力上，很难有所改变。在英国，较早提出“人民的QE”的工党领袖科尔宾，虽然声望颇高，但在大选中遗憾落败，“人民的QE”在英国

^① 《马克思恩格斯文集》第7卷，北京：人民出版社，2009年，第686页。

失去了直接实践的机会。在美国，特朗普总统试图推进较为宽松的美元政策，支持其基础设施建设和制造业复兴计划，但却很难影响美联储的货币政策决策权。在不改变金融化发展模式，不改变金融资本统治，不改变资本主义生产关系的条件下，“人民的QE”将难以真正获得实践。

另外，从关于“人民的QE”的描述上看，其“人民性”主要集中于对“为人民”（For）的强调，即强调“人民的QE”如何能实现人民收入增长，避免两极分化，提高人民消费和福利。如果缺失了人民参与货币政策决策的民主制度，人民的利益能真正得到保障则是缺乏基础的。在央行具有独立性与政治民主化的条件下，即使“人民的QE”能够得以推行，但是否会仅仅成为政客们获取选票的口号，蜕变为以“人民的名义”行资产阶级专政之实，则犹未可知。

因此，没有生产关系的根本变革，所谓“人民的QE”具有很强的空想色彩。正如马克思在批判蒲鲁东关于“只要改变货币形式就将改造资本主义”的空想时所指出的，“它（货币）仅仅是和生产方式本身的其他重大的有机变革相联系的一个要素。与此相反，关于信用制度和银行制度的奇迹般力量的种种幻想所以会被赋予社会主义的意义，是由于对资本主义生产方式和作为它的形式之一的信用制度完全没有认识”^①。

我国作为社会主义国家，在制定货币政策和金融政策时，应该也更有条件以人民群众的根本利益作为出发点，在金融领域全面贯彻以人民为中心的发展理念。从当前现实的政策选择看，我国要注重对QE政策及其效果的反思，避免西方发达资本主义国家的错误。在利用货币扩张刺激经济增长边际效应持续递减的情况下，要彻底抛弃试图通过宽松货币加码来加快经济增长的幻想，而应转换思路，通过金融改革和加强监管，促进资金直接进入实体经济，促进金融服务实体经济，促进金融服务民生，抑制经济脱实向虚和过度金融化趋势，落实好中央关于防范化解金融风险 and 积极推进金融监管体制改革的要求，让货币政策和金融政策真正服务于人民群众的根本利益。

参考文献：

[1] 马克思：《资本论》第1、3卷，北京：人民出版社，2005年。

[2] 郑之杰：《走进全球量化宽松》，北京：社会科学文献出版社，2015年。

[3] Gerald Epstein, Political Economy and Comparative Central Banking, *Review of Radical Political Economics*, vol. 24, No. 1, 1992.

[4] Frank van Lerven, *Recovery in the Eurozone*, <http://positivemoney.org/2015/12/recovery-in-the-eurozone-using-money-creation-to-stimulate-the-real-economy-new-report/>.

[5] Fazi T., *The Case Against Quantitative Easing and for Overt Money Financing (OMF) in the Eurozone*, Paper prepared for the EuroMemorandum Conference 2014.

（编辑：张建刚）

^① 《马克思恩格斯全集》第25卷，北京：人民出版社，1974年，第698页。