

当全球流动性潮水退去……

胡志浩

国家金融与发展实验室 副主任

美联储于 2015 年正式开启了本轮货币政策常态化进程，不断加息是其中的重要一环。2018 年 6 月 13 日，美联储宣布今年的第二次加息，提升政策利率 25 个基点，将联邦基金目标利率定为 1.75%-2.00%。即便如此，包括美国在内的全球经济复苏仍然脆弱，能否承受得了美国货币政策常态化带来的流动性收紧呢？

一、美货币政策常态化持续推进

美联储于 2014 年开始正式讨论货币政策常态化问题，并于当年 9 月提出了一份谨慎的行动指引，这标志着美国准备结束为应对 2008 年金融危机而采取的非常规货币政策操作。

2015 年 12 月，美联储启动了次贷危机以来的第一次小幅加息。联邦目标基金利率提升至 0.25%~0.5%，首次摆脱了零利率。时隔一年，美联储再次小幅加息，并于 2017 年年初、年中、年末各小幅加息一次。加上今年的两次加息，过去三年美联储已累计小幅加息 7 次。

应对危机的货币政策操作包括两个方面——降息和量化宽松，因此常态化的货币政策也必然会包括加息和缩减美联储资产负债表（俗称缩表）。

今年年初以来，美联储在加息的同时，开始有计划地缩表。6 月

初，美联储的总资产规模已从1月初的44437亿美元降至43192亿美元，下降了1245亿美元，降幅约2.8%。

不过，从长期历史数据看，在货币政策正常状态下，美联储的总资产占美国国内生产总值（GDP）的比例处于5%~10%之间。2017年美国GDP为19.4万亿美元，正常状态下美联储的总资产规模应该不超过2万亿美元，因此，美联储的缩表空间还很大。

二、复苏并不稳固

美联储称启动货币政策常态化的主要依据，是美国及世界主要发达经济体从2014年开始出现了复苏态势。依据美国、欧元区和日本的增长、物价、就业、进出口、财政和消费者信心等几十项指标，运用主成分方法，国家金融与发展实验室编制了主要发达经济体的宏观经济风险指数（见图1）。指数越高表明风险越高，指数越低表明宏观经济形势越乐观。从图1可以看出，发达经济体的宏观经济形势目前已处于金融危机以来的最好水平。

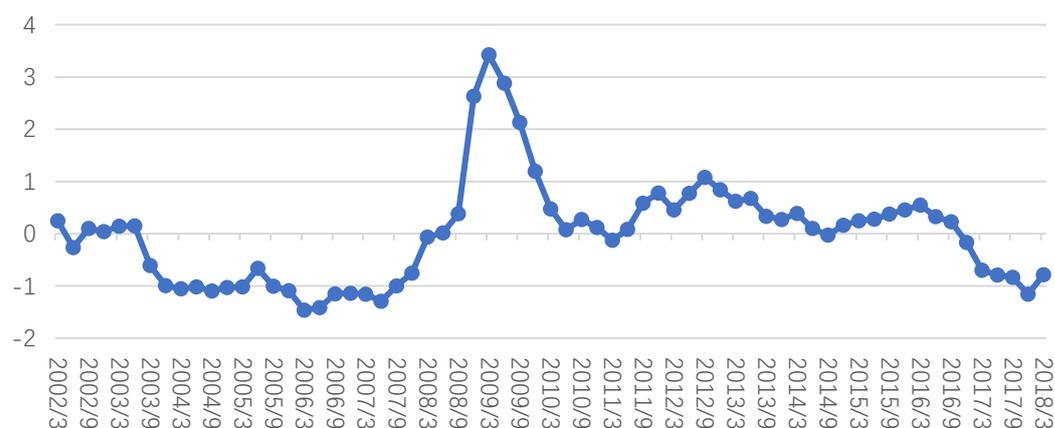


图1 主要发达经济体的宏观经济风险

资料来源：国家金融与发展实验室 NIFD 指数报告

同时，根据主要发达经济体金融市场中利率、股票、外汇、大宗商品、金融衍生品等二十余项指标，运用主成分方法，国家金融与发展实验室还编制了主要发达经济体的市场及流动性风险指数(见图2)。指数越高表明市场流动性越紧张，市场风险越高；指数越低表明市场的流动性越宽松，市场风险越低。图2的流动性风险曲线走势表明目前主要发达经济体的市场流动性仍处于十分宽松的状况。

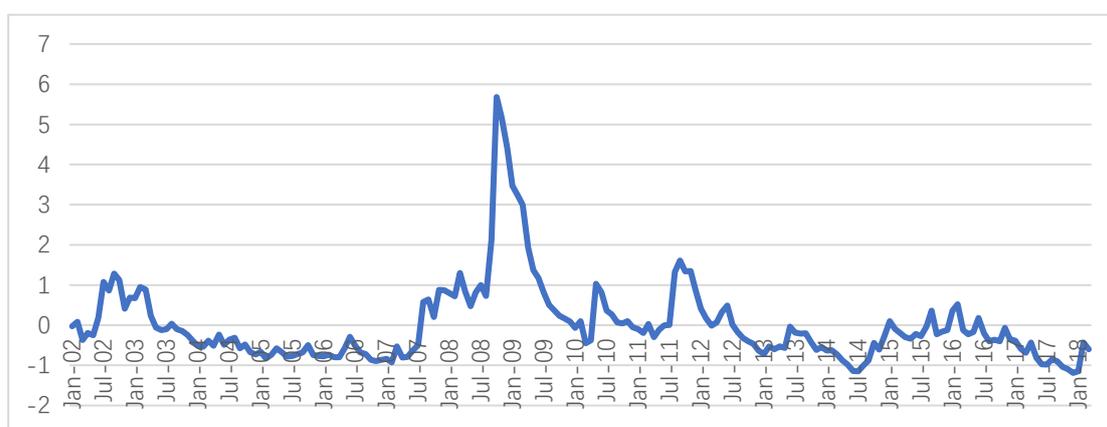


图2 主要发达经济体的市场及流动性风险

资料来源：国家金融与发展实验室 NIFD 指数报告

但是，这轮发达经济体复苏的基础并不牢固。以美国为例，其经济增长并不具备坚实的供给面动力，缺乏根本性的产业变革与技术创新的支撑。相关统计数据显示，次贷危机以来，美国劳动生产率年均增速约为 1.3%，低于其二战以来 2.4% 的年均增速；年均全要素生产率增长为 0.49%，约为过去 40 年平均增速的一半。美国实际研发投入增速在次贷危机后也大幅下降，由二战后 5% 的年均增幅，降至约 1.6%，下降了近 70%。

由于供给方面没有大的提升，美国经济增长的动力更多来自于需

求方面。而需求形成的一个重要因素就是长期宽松的货币金融环境。

宽松的货币金融环境一方面通过便捷的融资直接刺激消费和投资需求，另一方面，还可借助资产升值的“财富效应”间接拉动消费和投资需求。并且，这种刺激极易形成正反馈效应，资产升值越高，拉动更多需求，从而进一步促进资产升值。但是，这种正反馈机制一旦遭遇逆转，其危害也呈螺旋式上升，资产减值与需求锐减将交替出现。

因此，宽松的货币金融环境为平息危机创造了良好的条件，但其同时也产生了难以抗拒的诱惑力，最终形成新的隐患。次贷危机以来，资产膨胀不单只存在于美国，而是已成为一个全球性问题。当前经济复苏的动力十分羸弱，但资产又面临全球性膨胀，在这种情况下，美国退出宽松的货币金融环境，世界各国都将面临极大的挑战。

三、家家有本难念的经

随着美联储不断推进货币政策常态化进程，全球所有经济体面临的冲击将增大，对美国、欧洲、日本以及新兴经济体的经济脆弱点需要密切关注。

在美国，股市很可能成为此轮冲击的引爆点。美国股市已持续上涨八年，各项估值指标均已处于历史最高位。这其中确有企业盈利增长的支撑，但其背后更重要的推手是超宽松的货币政策，该政策不仅提振了消费，还抬升了股市上涨带来的财富效应。截至 2018 年一季度末，美国家庭总资产达到 116 万亿美元，其中金融资产占比达到

70%，而股权类资产又占金融资产的六成以上。

但是，一旦美联储的紧缩政策动摇了股市估值，“财富效应”的减退会削弱居民消费的基础，这将影响消费、信息技术等企业的盈利，进而再次加重股市估值的压力，从而让美国经济陷入逆向的金融加速过程。

在欧洲，其主要痛点在于增长乏力下部分国家政府债务居高不下，在统一的货币政策与分离的财政政策下，欧元区的金融体系脆弱性尤为突出。截至 2017 年年末，整个欧元区的政府债务已增至 12.8 亿欧元，较次贷危机前的 7.3 万亿欧元，增长了 75%。部分成员国如意大利、希腊政府的债务已分别占 GDP 的 148%和 182%。而德国等财政纪律严格的国家对这种状态越来越难以容忍，这将促使市场不断审视欧元的基础，进而对欧洲金融市场产生巨大冲击。

长期增长低迷和高债务是制约日本经济发展的两大魔咒。上世纪 90 年代，日本的非金融债务与 GDP 之比已接近 300%。次贷危机以后，债务水平进一步上升，到 2017 年年末，这一比例已达到 360%，债务结构中，政府债务与 GDP 之比已从 1998 年的 98%上升至 200%。虽然日本巨大的政府债务一般被认为并不会引发类似欧元区的货币基础动摇，但巨额债务还是会压低经济增长的活力，而且在巨额债务的压力下，任何加息或者紧缩性的操作都可能对债务的承担和金融市场的稳定造成严重冲击。

发展中国家的情况多种多样，但总的来看，涉及到经济基本面的

一些关键指标需要密切关注，包括通胀水平、外债水平、经常账户收支状况等。近段时间，打起“货币保卫战”的阿根廷、土耳其都长期面临高通胀、高外债、高经常账户赤字的困扰。这“三高”导致它们很容易受到国际资本抽离的严重冲击。

总之，美联储货币政策常态化开启了全球流动性紧缩的过程，这一过程对所有经济体都将形成冲击。当大潮退去后，裸泳者将露出原形。而现在，潮水已经开始退去。