

# 不宜对美联储停止加息缩表过于乐观

□中国金融四十人论坛高级研究员 管清友

“

美股估值偏高是当前市场基本共识。去年四季度美股暴跌,较年内高点跌出一个技术熊市,甚至抹去全年涨幅。当时,美国政府抨击是美联储加息惹的祸。今年1月份的货币政策例会上,美联储认真讨论了金融市场对货币政策的反应。去年11月底以来美联储政策态度逐渐软化,乃至到今年3月份例会宣布先暂停加息、后暂停缩表,按下货币政策正常化的暂停键,正式向股市签发了“鲍威尔看跌期权”。新年伊始,随着市场加息预期减弱,美股大幅反弹。然而,美联储停止加息缩表就能救股市的观点很可能过于乐观,因为美联储能做的至多是不主动去刺破泡沫,却不能阻止泡沫破裂。

”



制图/王力

## 非常规货币政策面临总清算

本轮国际金融危机之后,推陈出新的非常规货币政策曾引发巨大分歧和激烈争论。诚然,没有低利率乃是负利率,没有量化宽松(QE),世界经济可能不会有现在的情景。回想上世纪九十年代日本泡沫破灭和本世纪初美国次贷危机,不禁令人惶惶。每次货币刺激都在为下次危机埋下祸根。

“疾风知劲草,板荡识诚臣”。惟有能够经受极端市场环境检验的政策和制度,才能算是好的政策或制度。这次美联储政策调整,实际暴露了非常规货币政策的软肋,即货币政策正常化过程中有可能会刺破泡沫(包括资产泡沫和信贷泡沫)。如果QE只能进不能退,则何言成功?现在,市场甚至憧憬美联储马上就要开启降息和重启QE。显然,金融市场已对货币刺激依赖成瘾,货币政策正常化前景堪忧。或许这次货币政策至多能做的是不去主动刺破泡沫,但泡沫越吹越大,最终仍将被破灭。

细思极恐的是,届时不论财政政策还是货币政策都没有了空间。最近对现代货币理论(MMT)的讨论,就是对财政货币刺激政策的质疑。年初,国际货币基金组织第一副总裁在亚特兰大举行的美国经济协会年会间隙表示,下一次衰退即将来临,我们还没有做好必要的应对准备……甚至还不如2008年上一次危机时准备得充分,尤其是各国政府将发现很难使用财政或货币措施来应对下一次衰退。其实早在耶伦时代就已明言,现在的非常规货币政策工具创新,将来都有可能会成为常规货币政策工具。至于有没有疗效以及副作用如何,就暂时难以顾及。

今年以来的美股乃至全球股市大幅反弹,与去年底开始美联储表态对加息保持耐心有关。但是,3月份的美联储例会声明可谓“鸽声嘹亮”,当日美股却先涨后跌,因为市场又转而担心美国乃至全球经济前景不明。3月22日,更是因最新披露的欧美经济景气数据欠佳,美股暴跌。

2008年全球金融海啸爆发以来,世界经济复苏之路就一直磕磕碰碰。经历短暂反弹后,2011年起世界经济陷入新平庸,增速一直没有恢复到危机前的水平。2017年好不容易实现了主要经济体的同步复苏,世界经济经济增长提速,但第二年除美国经济在税改刺激下一枝独秀外,其他主要经济体经济再度下行。2018年10月和2019年1月,不到三个月时间内,国际货币基金组织已连续两次调低世界

经济增长预期值,第一次下调更是直接触发了去年10月份的美股大幅调整。从近期韩国出口的惨淡表现看,全球经济放缓已不是潜在威胁而是现实状况。另据统计,截至3月22日,今年以来反映世界主要航线即期运费变化的波罗的海干散货指数跌去46%,较去年7月份的四年高点下跌近六成。

前期货币刺激加速了金融部门发展,滋生了资产泡沫,但实体经济部门继续失血,制约了关键技术创新和劳动生产率提高。资产价格上涨产生的正财富效应进一步抑制了社会有效需求。危机以来的低利率环境还导致全球过度举债。2008年底至2017年底,二十国集团(G20)成员非金融部门平均杠杆率上升了近40个百分点,其中政府部门杠杆率上升约21个百分点,非金融企业部门上

升18个百分点。不论是政府部门还是非金融企业部门,加杠杆各有利弊,不存在绝对的优劣。

对于债务负担,各国自是家家有本难念的经。固然金融条件收紧会主动刺破信贷泡沫,引发债务违约甚至国际收支危机,导致“线下修复”方式出清市场。但在信贷产出效率降低的格局下,暂停货币政策正常化,依靠信贷刺激、继续加杠杆也走到尽头。可行的选择是在不恶化金融风险的前提下容忍经济适当下行,以实现“在线修复”。这无疑需要精细的设计和专业的操作。不过,此种情形下,需要应对的挑战是,经济放缓势必影响上市公司盈利,进一步凸显资产泡沫风险。一旦市场预期逆转,股市震荡产生负财富效应,仍有可能导致经济进一步下行,杠杆率

失控。

最近,美债长短端利率出现倒挂,引发市场对于美国经济衰退的担忧。且不说随着税改刺激作用减弱,美国经济增速放缓本身也是全球经济下行的重要组成部分。即便美国经济依然保持强势,在经济全球化背景下,美国也难以独善其身。如1月初苹果公司下调了今年一季度的盈利预测,其中,经济放缓导致其主要市场手机升级次数减少很多,几乎是造成这一调减的最主要原因。近日美银美林研究指出,已有73%的标普500成分股公布财报,盈利或营收跑赢市场预期的比例低于长期均值,实际财报结果与预期之差也创下2011年二季度以来最弱。美银美林据此认为:“美股上市企业大幅跑赢业绩预期的时代正在终结。”

## 世界经济下行风险增加

据世界贸易组织统计显示,2017年10月中旬至2018年10月中旬,世贸组织成员发起了137件新的贸易限制措施,每月平均11件,上年同期为9件;进口限制措施涉及贸易额达5883亿美元,同比扩大了7倍。贸易不确定因素引发的全球供应链调整,短期将影响投资者和消费者信心,拖累全球经济增长,加重

利组织持有金融总资产缩水3.94万亿美元,跌幅达4.4%,其中持有公司股票资产缩水274万亿美元,跌幅达14.5%。叠加美国政府关门的冲击,据美国商务部统计,去年12月份美国零售销售同比下滑1.2%,为2009年9月以来最大降幅。

在主要国家实施非常规货币政策,世界长期低利率、负利率环境下,安全资产收益率低

迷、风险资产价格高企、影子银行体系加速膨胀,有可能令此次股市调整对美国乃至全球经济金融体系的影响程度不同以往,对此不能掉以轻心。近期,各类国际组织频频呼吁各国应注意保持经济平稳发展、建立缓冲机制,不要相互争斗。惟有摒弃前嫌、精诚团结,方能在危机来临时同心协力、妥善应对。

## 美股调整杀伤力大

市场避险情绪。日前发布的硅谷风险投资基金信心指数显示,去年四季度,硅谷风险资本家的乐观情绪降至近十年来的最低水平。

如果估值过高的美股最终发生较大幅度调整,将触发全球风险资产价格重估,并通过负财富效应影响全球投资和消费。据美联储统计,去年第四季度,受美股暴跌影响,美国家庭和非营

利组织持有金融总资产缩水3.94万亿美元,跌幅达4.4%,其中持有公司股票资产缩水274万亿美元,跌幅达14.5%。叠加美国政府关门的冲击,据美国商务部统计,去年12月份美国零售销售同比下滑1.2%,为2009年9月以来最大降幅。

在主要国家实施非常规货币政策,世界长期低利率、负利率环境下,安全资产收益率低

# 美联储政策启示:营造松紧适度货币金融环境

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋  
中国银河证券研究院宏观研究员 张宸

美联储公开市场委员会(FOMC)议息会议日前决定维持联邦基金利率于2.25%—2.50%水平不变。同时,FOMC还公布了联储资产负债表正常化的原则和计划,预计今年5月起放缓缩表步伐,至今年9月底结束缩表行动,阶段性完成央行资产负债表重塑的过程。总体来看,本轮联储货币政策紧缩周期在2019年有望落幕,其背后的原因可以归结为美联储对于2008年全球金融危机之后,中央银行的两大核心目标——经济温和持续增长与金融稳定——的权衡把握。本轮美联储政策紧缩周期以及历史上的美联储货币政策实践对于中国经济走势及政策制定也有着深远的影响与启示。

### 美国经济形势真实图景

由于本轮加息起点为历史最低点,美联储有足够的余地通过加息来应对通胀飙升,却只有极为有限的空间以再次压低利率的方式来应对经济衰退的威胁。紧缩的幅度太大或者频率过高,都会带来经济衰退的风险。因此,在本轮加息周期当中,美联储尤其强调其“数据依赖性”。

根据纽约联储主席威廉姆斯的解释,数据依赖性不仅包括观察主要的经济指标——GDP增长、通货膨胀和就业等,还须观察大量关于“发生了什么”以及潜在风险的信息,包括对家庭和企业的一些关键经济信息调查,同时也包括金融市场指标,以及反映市场投资者如何看待当前的经济形势及未来前景的景气指标,国际金融市场及银行业的运行状况也是需要关注的重要方面。总之,“依赖数据”意味着在考虑经济和货币政策时要采取全局性的观点,全面的数据从不同侧面提供了对正在发生的事情更为丰富和完整的描述。

根据数据依赖性的指引,笔者试图从产出缺口(实际与潜在经济增速比较)、失业率缺口(实际与自然失业率的比较)、通胀缺口(实际与趋势通胀指数的比较)等方面展示美国经济的真实图景。

### 一是产出缺口显示美国经济短期仍有韧性。

首先,从产出缺口角度看,当前美国经济的实际增速仍高于潜在增速水平,其实际经济增速后续仍有希望运行在潜在增速的上方。

产出缺口清晰显示了一国经济的实际运行状况,是否高于其充分利用相应要素(劳动力、资本等)情况下的经济增长水平(即潜在增速)。根据美国国会预算办公室的预测,当前美国的产出缺口已经达到近40年的高位,景气度类似于上世纪70年代末和90年代末水平。

从劳动力要素利用情况看,美国的失业率已经降至1969年以来的最低水平,并较长期自然失业率低0.8个百分点左右,就业市场处于显著的充分就业状态。虽然劳动参与率仍处于1990年代以来的低点,但美国劳动参与率长期下行的原因更大概率是结构性的而非周期性的。

目前,受益于信息技术进步带来的劳动生产率提升已遇瓶颈,反而由于新经济的发展,美各主要产业中,对中低端就业拉动弹性较大的制造业和零售业的占比持续下滑。虽然同时期专业服务业和高科技行业取得了较快增长,但劳动力的结构提升明显滞后,这可能是导致劳动参与率和失业率变化不同步的原因。从就业市场当前表现来看,本轮复苏进程中,美国劳动力要素的潜力应已得以充分挖掘。

从资本要素的利用情况看,受益于扩张性财政政策(减税)的红利,2018年美国私人部门投资对经济形成有力支撑,2019年可能面临一定程度弱化。美国固定资产投资的增长主要受设备投资及知识产权产品投资反弹的推动。笔者认为,这与美国政府减税政策对企业支出的提振效应相关。但同时,住宅投资已连续四个季度出现负增长,反映美国房地产市场疲弱。自2018年以来,消费者偿债负担加重,难以进一步支付高昂的房价,美国新屋开工、房屋销售、营建许可等数据表现持续疲软,尽管近期抵押贷款利率有所回落,但美国住房市场仍未见明显好转。同时,美国政府支出对经济增长形成一定支撑。

总体来看,结合劳动力和资本的投入情况,

美国经济当前对生产要素的利用总体较为充分,这基本能够解释美国经济繁荣的周期性扩张动力。预计美国经济增速今年将向长期潜在增速水平2%左右回归,从而实现增速的向下换挡,但经济韧性仍存,健康可持续的增长仍可预期。

### 二是失业率缺口显示美国经济当前衰退风险不大。

失业率和“自然”失业率之间的差值,即失业率缺口,通常被用来衡量劳动力市场的松弛程度。自然失业率反映了经济的充分就业潜力,如像失业率一样,它可能会随着时间的推移而变化,这是由于各种因素(如人口、教育程度和失业保险)的变化造成的。正的失业率缺口(实际失业率高于自然失业率)意味着劳动力市场没有得到充分利用,失业率高于与充分就业相一致的水平;相反,负的缺口(实际失业率低于自然失业率)意味着劳动力市场趋紧,企业必须争夺不容易获得的人力资源,从而导致薪资和价格快速上涨。当前,美国失业率处于3.8%的历史低点,低于4.6%的自然失业率0.8个百分点左右,这表明劳动力市场存在一定程度的紧俏状况。

根据芝加哥联储的相关研究,当失业率缺口从非常低的水平迅速增加时,衰退发生的可能性就会非常高。从这个意义上说,它强调了失业率缺口均值回归的重要性,当这一现象发生时,衰退很可能近在眼前。

芝加哥联储的模型显示,在给定的初始失业率缺口水平下,当前失业率缺口的变化对预测经济从扩张向衰退的过渡具有重要作用。目前,美联储官方估计的2019年平均失业率水平为3.7%,未来两年失业率分别预期上升0.1个百分点。总体看,失业率缺口均值回归所带来的衰退可能性并不大。

同时,根据相关实证研究,在经济扩张期,美国菲利普斯曲线的斜率轻微为负,这表明,紧俏的劳动力市场对通胀的上行压力不大(相应地,松弛的劳动力市场对通胀的下行压力也不大)。换言之,目前而言,预期范围内的失业率缺口均值回归所提示的劳动力市场松弛影响,其预示的衰退风险及通胀下行压力整体可控。

### 三是通胀缺口显示美国经济当前仍处于扩张区间。

根据芝加哥联储的相关研究,经济扩张时期通常与低于趋势的PCE通胀读数相关,或与负的通胀缺口读数相关。在衰退期间,通胀缺口的读数平均为正值。当前,个人消费支出核心通胀指数同比处于1.94%水平,低于联储制定的2%通胀预期目标,提示当前通胀缺口为负。结合前述失业率缺口表现,当前通胀和失业率缺口的波动与非常平坦的菲利普斯曲线高度一致,显示出经济扩张时期的特征。

综合以上对产出缺口、失业率缺口与通胀缺口的评估,笔者认为,当前美国经济仍处于稳步扩张的健康通道中,虽然一些衰退预期指标提示了潜在的衰退风险,但目前仍应对美国经济继续保持相对乐观。作为另一项衰退预期指标,10年期与2年期国债收益率利差目前仍未出现倒挂,同时,目前美联储已经选择在2019年更加谨慎地对待进一步的政策收紧,那么在经济景气进程中的低通胀、低利率环境仍将有利于美国经济景气周期的进一步延续。

### 加速向价格型调节转变

当前美国经济仍处于较为健康且可持续的温和增长通道中,即便今年美国经济增速可能向下换挡至2%—2.5%左右的水平。笔者认为,当前美联储对于利率政策的按兵不动,固然显示了其紧缩周期尾声的背景下对于货币政策进一步收紧的谨慎,但却并非表明美联储对于经济前景十分悲观。

美联储是基于更加全面分析经济数据及内外形势,从维护经济温和持续增长与金融稳定两大核心目标出发,综合把握市场及社会对于经济前景的预期变化,对于紧缩政策采取了更为审慎的政策态度。

需要强调的是,2008年全球金融危机之后,传统央行政策框架所示的双重目标,即所谓物价稳定与充分就业已经难以全面概括当代央行的政策框架。根据美联储前主席伯南克的观点,经济温和且持续增长与金融稳定才是当代央行的两大核心政策目标。事实上,这体现了包括美联储在内,世界各主要央行汲取全球金融危机的经验教训,对金融体系的稳健运行给予了充

分且应有的重视。此前的物价与就业双重目标,实际上被涵盖在经济增长目标之内。

根据丁伯根法则,为了适应上述经济增长与金融稳定目标,央行应该在传统的货币政策工具(实现经济增长目标)之外拥有新的政策工具以实现金融稳定目标,这就是金融危机后为各国所重视的宏观审慎管理框架。

近年来,我国央行“货币政策+宏观审慎政策”的双支柱总体政策框架基本成型,而在货币政策框架内部,开始加速由数量型调控向价格型调节转变。其中,在政策目标方面,货币政策将以通货膨胀作为首要目标,同时灵活调整其余目标的优先程度。在政策实施方面,将不会囿于任何固定的规则,更具相机抉择的特性,以政策利率与公开市场操作完成对中介目标的引导。目前,从央行的实践看,进一步明确短期政策利率,促进利率市场化,实现央行的政策框架进一步向价格型调节转型将成为未来工作的重点方向。

当然,利率定价双轨制问题表面上看是因为国企与民企、大型企业与中小企业体量、信用风险上的差异,而实际上背后是二元产权结构内生出来的必然结果。因此,要解决金融要素资源价格双轨制的问题,必须全面推进国企改革、产权改革。否则,双轨制导致的要素资源错配,将使得国企要素成本不断下降,而民企要素成本持续上升,进而导致国企规模超过最优规模,而民企则因要素成本持续上升而难以维持经营与扩大再生产,进而生存能力每况愈下,体量持续小于最优规模。这将进一步加剧大型企业与中小企业之间的规模与信用风险差距,导致要素资源配置的双轨制定价模式的进一步固化。

不难发现,实现以利率为代表的金融要素价格市场化定价改革,必须协同推进国企改革、产权改革等全方位改革,而促进要素资源全面实现市场化定价与高效配置,正是供给侧结构性改革的灵魂与关键。毫无疑问,系统性的改革牵一发而动全身,应统筹各方协同推进,这就需要时间与空间。

面对复杂的经济金融形势与改革现状,我国应当统筹兼顾稳增长与防风险、调结构的政策取向,营造松紧适度的货币金融环境,为经济金融的平稳运行与改革的有序推进赢得必要的时间与空间。