

紧缩政策面临掣肘 美国经济或陷入滞胀

● 摩根士丹利证券首席经济学家 章俊

政策收紧引发美经济衰退担忧

在3月美联储议息会议纪要公布前，美联储高级官员纷纷发表鹰派言论。日前公布的美联储议息会议纪要显示，美联储委员会倾向于在未来的议息会议上应该有一次甚至多次50个基点的加息决定，并且提出每个月的缩表上限为950亿美元，高于此前市场预计的800亿美元。

近日10年期美债收益率大幅飙升突破2.5%，2年期和10年期美债收益率已经出现倒挂。鉴于历史上美债收益率出现倒挂之后的12至18个月之内大概率会出现经济衰退，市场投资者对2023年美国前景的担忧日益增加。

鉴于地缘局势带来的大宗商品价格暴涨使美国通胀持续大幅偏离目标区间，因此需要在短期内对通胀做出有效应对。目前市场预计美联储年内将加息200个基点左右，加上6000亿美元左右的缩表，如此大的紧缩规模是1994年以来所未见的。相对于之前美联储的宽松被描绘成“直升机撒钱”，现在针对通胀的大幅收紧政策更像是一次“斯图卡式俯冲轰炸”。

传统的“斯图卡式俯冲轰炸”战术成功的关键在于两步：果断的俯冲和完成投降后的及时拉起。当下美联储正处在政策俯冲阶段，鹰派立场已经让大部分投资者相信预期中的货币紧缩可以有效控制通胀，而通胀回落只是时间问题。虽然美联储的理想方案是通过紧缩让美国实际产出水平在几个季度内持续低于潜在产出水平，从而形成负产出缺口来实现压制通胀的目的，但投资者对过快收紧货币政策是否会造成长期经济衰退充满担忧，体现为美国国债收益率曲线形态的平坦化甚至倒挂，并预期2023年美国会重新进入降息周期。

美联储主席鲍威尔在3月底表示：“没有人期望美联储将轻而易举

地实现经济软着陆。”一方面说明美联储在控制通胀和维护经济增长的平衡中在短期内更多考虑前者，另一方面也说明他对是否能在控制通胀的同时确保经济不会硬着陆没有十足的把握。

目前来看，美联储能否完成一次“斯图卡式”紧缩的关键在第二阶段，即能否在控制通胀之后成功避免经济陷入衰退。

面临双重挑战

“斯图卡式俯冲轰炸”战术，能否在完成投降之后成功拉起，取决于客观和主观两方面因素。

客观因素是战时本身不能太重且要有较强动力。当下鲍威尔实施的货币紧缩政策不禁让人想起前美联储主席沃尔克。当年为了抗击两位数的通胀，沃尔克把美国联邦基金利率最高上调至20%以上，导致经济出现严重衰退。但当通胀回落至合理区间，沃尔克的一系列政策带动美国经济迅速走出衰退阴影。当时刚好是美国历史上债务水平最低的阶段，较低的债务水平说明当时的美国经济“机身”更轻且更有韧性，为沃尔克在“俯冲轰炸”之后成功拉起经济提供了必要条件。与此相对的是，美国在次贷危机之后和疫情发生之前已经经历了超过十年的超长周期复苏，期间美国结构性经济问题日益恶化，债务水平持续攀升。

换言之，当下美国经济的“机身”过重且异常脆弱，因此一旦美联储紧缩政策把美国经济拖入衰退，很可能在相当长时间内无法走出低谷。

主观因素是轰炸机飞行员对时机的把握。在美联储收紧货币政策的过程中，通胀和经济增速都会同步下行。这意味着，伴随着通胀逐步回归合理区间，经济衰退的风险也在上升，何时按下紧缩的暂停键并逆转政策是对美联储的重大考验。美联储目前面对的是一个相当复杂的通胀环境，这对经济形势预判和政策前瞻提出了更高要求。此外，美联储今年在缩减购债、加息和缩表方面“三管齐下”，这在美联储政策操作的历史上是前所未有的。

为了避免在压制通胀的同时陷入衰退，美联储可能会尽早“完成投降并拉起”，这意味着紧缩政策相对前置，但周期可能比市场预期要短。虽然在一定程度上可以避免经济在下行过程中过早陷入衰退，但对通胀的压制效果也会明显降低。

此外，今年年底美国中期选举很大程度上是2024年美国大选的一次预演。虽然当下美国民众对日益高涨的物价不满，但历史显示就业对选举结果的影响更大。如果下半年美国就业市场出现疲态，则意味着美联储紧缩政策的力度会比目前市场预计的要温和很多。

上世纪80年代以来，美联储历次加息的高点都要比上一次低，呈现阶梯下行态势。这在某种程度上反映出美联储在政策层面面临的掣肘越来越大，无法在一个紧缩周期内真正让政策回归中性。因此，美国经济在未来较长一段时间内可能会陷入滞胀困局。

建设和完善金融数据治理与监管体系

● 国家金融与发展实验室 投融资研究中心主任 黄国平

数字经济时代，数据要素在宏观、微观层面上推动经济社会创新发展和效率提升，本质上要求数据要素规范、合理自由流动和市场化配置，充分释放数据资源所蕴含的巨大生产力。数据治理、数据共治以及数据监管与协调则是通过对数据生命周期实施全面、有序规范管理和指导监督，打破数据孤岛，防范数据垄断，促进数据合理流动和开放，推动数据要素在全社会层面上优化配置，从而释放数据要素最大的潜在价值。

金融数据治理具有紧迫性

当前，金融数据治理成为保障金融行业持续和稳健发展的迫切要求。我国金融机构业务运营大多是基于集中式架构展开。这种集中式信息和数据系统存在技术和流程标准化上扩展能力弱、弹性能力差等问题，难以适应频繁变化的互联网业务场景。例如，基于集中式架构构建的数据仓库，标准和流程僵硬，数据存储和数据流动不匹配，时效性差，不能快速响应前台业务的数据服务要求。集中式架构所决定的数据网络空间形态和结构不能适应前台业务快速发展和变化要求，已经成为我国金融机构内部数据治理过程中的痛点。

金融数据共治是金融机构及相关参与主体将自身拥有和控制的数据汇聚并归并对行业和市场开放，使得共治参与各方在安全、有序和规范的环境中实现数据开放、共享、融合和互用，充分挖掘金融数据资源最大潜在价值。

相较于金融数据内部治理主要关注的效率、安全和业务的融合创新，金融数据共治主要目标是在共治框架内致力于为行业参与主体提供一致、有效和标准化的数据治理工具、策略和方案，促进金融数据行业生态完善和健康发展。数据共治参与主体包括数据提供者、聚合者、使用者和消费者。数据提供者是共治循环的起点和源头，数据聚合者采集、融合数据，同时对数据进行安全和保密审查。数据使用者挖掘数据中的潜在价值，转化为数据产品和服务。数据消费者使用和消费各类基于数据的产品和服务，以满足各自需求。

数据涉及组织或个人隐私和敏感信息，泄露和使用不当会对个体和社会造成伤害。政府和公共层面上的数据治理与监管协调旨在寻求数据价值挖掘与数据安全的动态平衡，保证数据在安全、开放与融合过程中挖掘数据潜在价值，增进社会福利。数据公共治理和监管协调既可为组织（企业）内部数据治理提供规范引导和标准依据，也为促进数据开放、融合的行业共治所需要的健康数据生态环境提供法律、制度和政策保障。

从数据空间的层次结构看，相关部门对组织（企业）内部数据治理体系的监管重点在于加强和引导行业和组织数据治理的标准化建设（包括数据软件标准、数据设备硬件标准、数据管理标准以及数据应用转换和接口标准等），监督和检查组织和行业严格执行标准，维护数据安全，防范数据风险，为数据在网络空间畅通流动奠定微观和技术基础。相关部门对行业市场数据共治的监管协调重点在于促进数据开放、融合，引导行业和市场形成公平合理的数据要素确权与定价机制，建设共享、共治和共融的建设数据生态。相关部门在全社会层面（网络空间层）对数据的

公共治理与监管重点在于尊重个体隐私、维护网络和数据安全；调节数据网络空间节点权利结构，防范信息和数据垄断对社会侵害；优化数据生产要素配置，促进社会（包括现实社会和网络安全）福利增进。

提供法律政策和制度保障

金融行业具有很强的外部性，金融数据无论是企业（组织）内部治理还是行业共治都需要政府在数据公共治理和监管协调上提供法律、政策和制度保障。金融数据公共治理和监管协调既是我国金融数字化转型发展的重要推动力，也是我国数字经济高质量发展的必然要求。

立法和制度建设方面，加强个人数据与信息安全、隐私保护和数据确权方面立法和制度完善，夯实数据治理、数据反垄断、金融数字化发展方面的法律基础。一是切实执行《网络安全法》《数据安全法》《个人信息保护法》等数据领域基础法，加快推动完善数据治理、数据共治和数据流通的制度框架，推动数据资源和数据要素在开放共享、交互流动和权益分配上公平合理。二是修订和完善《反垄断法》，为数字经济时代数据反垄断治理和监管奠定法律基础和执行依据，明确数据流动过程中的大数据分析、智能化服务和自动化决策等基于数据的业务等垄断行为认定标准。授予政府部门在非正常情况下依法实施对必要垄断实体和业务实施拆分、剥离、回退等行政管理和监管权力。三是完善金融数据监管法规和制度建设，明确金融数据监管中责权和金融数据参与者权益保护等原则要求，厘清数据开放、数据共享和数据保护的安全边界，为金融数据监管行为提供标准和依据。

在金融数据监管政策和治理方面，应加强监管部门与行业头部平台沟通与协调，推进数据生态建设，促进行业公平竞争。一是鼓励和引导金融数据行业及其头部平台，强化公共治理意识，承担相应社会责任，从行业内部防范和阻断数据垄断行为。二是从制度设计和监管路径方面，明确数据流动和治理的参与各方责权划分和价值利益分配，促进行业合理分工。三是发挥数据行业自律组织的长效作用，鼓励和引导自律组织通过发起自律公约、强化自律惩戒等措施，严守行业伦理规范和标准，提高金融数据公共治理标准的统一性和约束力。

在金融数据监管手段和方法方面，从审慎、功能和行为监管视角，运用先进监管科技手段，提升监管效率和水平。一是加强监管部门间的协调合作，从数据安全、数据隐私保护、强化行业和市场纪律、数据反垄断等方面防范和化解金融数据行业的各类风险。二是加强数据流动的跨境监管合作，提高与国际货币基金组织、国际清算银行等国际组织和主要国家（地区）监管机构之间的合作水平和合作深度。防范和化解金融数据国际流动中的监管套利和风险跨境传导，推动全球范围内数据跨境流动统一规范和原则。三是本着审慎监管、行为监管和功能监管相结合原则，坚持实质重于形式，促进金融数据合理分工。按照“相同业务、相同监管”的要求，明确中央与地方金融数据监管分工和职责归属。针对金融数据业务特性，尽快落实持牌经营原则要求，严打数据诈骗、数据盗卖和数据非法采集等违法、违规行为。

加快发展统一的资本市场建设全国统一的能源市场

（上接A01版）打造统一的要素和资源市场，推进商品和服务市场高水平统一，推进市场监管公平统一。

围绕推进市场监管公平统一，意见指出，健全统一市场监管规则，强化统一市场监管执法，全面提升市场监管能力。

“市场监管公平统一并非‘一刀切’，而是在两方面实现统一。一方面，在监管标准化、规范化上实现统一；另一方面，通过执法联动、多头并进、齐抓共管的方式推进市场监管，通过多部门之间的联动和信息共享，建立立体化监管体系，提高监管效率。”盛和林说。

从“破”的角度，意见提出“进一步规范不当市场竞争和市场干预行

为”。其中，在破除地方保护和区域壁垒方面，意见指出，指导各地区综合比较优势、资源环境承载能力、产业基础、防灾减灾能力等因素，找准自身功能定位，力戒贪大求洋、低层次重复建设和过度同质竞争，不搞“小而全”的自我小循环，更不能以“内循环”的名义搞地区封锁。

中国宏观经济研究院综合形势研究室主任郭丽岩表示，类似京津冀、长三角、大湾区，以及成渝双城经济圈等区域，在要素资源市场的统一、市场平台设施的统一等方面，已经积累了一些好的经验，“区域样板”的构建将为建设全国统一大市场提供重要基础。



新华社图片

健全长效机制 金融稳定法提升系统性风险防控能力

● 中国民生银行首席研究员 温彬 研究员 黄鸿星

人民银行日前发布《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》，旨在健全金融风险事前防范、事中化解和事后处置全流程全链条的制度安排，待后续立法正式通过和实施后，将有效增强我国金融稳定法律制度的统筹协调，进一步提升我国系统性金融风险防控能力。从地位和重要性来看，《金融稳定法》将补上我国宏观审慎政策框架的“关键一块拼图”。

以稳定为本

总结国内外经验，金融发展与金融监管改革都要以金融稳定为本，金融立法要以防范系统性风险和金融稳定为宗旨。以美国在次贷危机后的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》为例，该法案共16章，涉及美国金融体系的方方面面，其中第一章又被称为“金融稳定法”（Financial Stability Act），集中体现了美国金融监管体制改革的立法宗旨。近年来，我国金融立法工作稳步推进，初步建成多层次金融法律体系，但在金融稳定方面缺乏一部整体性统筹的法律，因而有必要专门制定一部《金融稳定法》，以健全维护金融稳定的长效机制，充分发挥法治在金融监管中固根本、稳预期、利长远的作用。

国内对制定《金融稳定法》早有共识。2021年8月，人民银行指出，要加快

推进制定《金融稳定法》。今年全国两会期间，多位人大代表均提出加快推进制定《金融稳定法》。此次发布的草案征求意见稿，借鉴了国际上金融风险处置的经验，彰显了金融稳定的立法宗旨，是新时期健全我国金融稳定机制的有效探索。

健全和规范金融稳定工作机制

维护金融稳定是系统工程，防范化解金融风险要建立在有效统筹协调的基础上，以充分协调监管政策、整合监管资源和发挥风险化解合力。我国实行金融分业经营、分业监管，虽然在混业经营大趋势下，金融监管与时俱进，但在跨部门统筹协调上缺乏有力的机制。金融监管部门主要通过相互协同、“一事一议”的方式处置金融风险，沟通成本较高。2017年国务院金融委成立，旨在加强金融监管协调、补齐监管短板，在引导市场预期、维护金融稳定、促进改革发展等方面发挥了重要作用。国务院金融委几次“发声”对市场预期的影响效果立竿见影，但其职权一直没有相应明确的法律作为支撑，这与金融委的定位及其在维护金融稳定中的作用不符。

作为基础性法律，《金融稳定法》的首要目标是健全和规范金融稳定工作机制。《草案》明确，国家金融稳定发展统筹协调机制负责统筹金融稳定和改革发展，研究维护金融稳定重大政策，指挥开展重大金融风险防控、化

解和处置工作。《草案》首次从法律层面明确和强化了金融委的领导地位和协调职责，为防范化解重大金融风险提供了有效的组织和领导保障。

法律是理性积累的经验，《草案》把近年来我国在金融风险防范、化解和处置中的实践及经验上升到了立法层面。这些理性的经验，对于在内外经济金融形势下牢牢守住不发生系统性金融风险底线的意义十分重大。这些经验主要包括：建立健全高效权威、协调有力的金融稳定工作机制，金融委统筹协调、靠前指挥；进一步压实金融机构及其主要股东、实际控制人的主体责任，压实地方政府的属地责任和金融监管部门的监管责任；加强金融风险预防和早期纠正，实现风险早发现、早干预；建立市场化、法治化处置机制，明确处置资金来源和使用安排，完善处置措施工具，保护市场主体合法权益；强化对违法违规行为的责任追究，以进一步筑牢金融安全网，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。作为在充分总结我国实践和国外经验教训基础上达成的共识，《草案》切中新形势下金融风险防范化解的重点，符合我国金融运行实际，指出了新时期我国金融监管改革的方向和基本路径。

除特定领域外，经济社会发展力求“以最小的代价实现最大的效果”，金融率一发而动全身，更要在守住风险底线的同时，尽量以最小成本实现最大化金融风险防控的效

果。《草案》无论是在压实各方责任，还是在明确处置资金安排、设立金融稳定保障基金、建立市场化风险处置机制等方面，出发点是通过明确的机制和安排，进一步提高金融风险处置质效，最小化金融风险处置的成本。例如，压实各方特别是金融机构的自救责任及主要股东责任，正是为防范风险保障机制在救助和处置过程中助长金融机构或其他主体“大而不能倒”意识，防止将成本和损失转嫁给公共资金；设立处置资金池，正是要减少风险处置对公共资金的依赖，传递处置金融风险不是让公共资源“埋单”的明确信号；被普遍关注的“金融稳定保障基金”，定位为重大金融风险处置的后备资金，明确主要由金融机构、金融基础设施等主体筹集的资金等组成，隐含了金融机构“风险自担，责任自负”的原则，也是防止将金融风险处置的成本和损失转嫁给公共资金。《草案》坚持金融风险化解市场化资金在先、公共资金在后的使用顺序，是我国金融监管向市场化、法治化迈进的重要体现。

当前及未来较长一段时间，国际金融市场形势的不确定因素将增加，经济金融领域面临的风险较大。因此，应加快我国《金融稳定法》的立法和实施。同时，《草案》在后续完善过程中，应与《中国人民银行法》《商业银行法》《证券法》《保险法》等衔接好，消除监管实践中可能存在的模糊地带。