

美国量宽政策退出的市场不确定性效应

易宪容

内容提要:由于美国货币政策的国际性及现代金融市场的本质异化,使得美国 QE 的任何变化都会对全球市场造成巨大的影响与冲击。从 2014 年起,美国 QE 退出启动,意味着 5 年来全球廉价资本盛宴的结束,这必然导致国际市场投资者风险偏好的变化、全球资金流向的逆转和金融市场利益结构的重大调整,以及市场预期的根本性逆转。这将给全球市场,特别是新兴国家市场带来更多的不确定性。再加上美国 QE 退出的不确定性,更是增加了市场的不确定性。因此,美国 QE 的退出将是 2014 年全球最大的市场风险。对此,中国政府要密切关注并选择好应对政策。

关键词:量化宽松 货币政策 利率前瞻性指引 不确定性效应

作者简介:易宪容,中国社会科学院金融研究所研究员,100028。

中图分类号:F124 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2014)05-0039-12

一、前言

美国量化宽松货币政策(以下简称为 QE)是指 2008 年美国爆发金融危机之后所实行的非常规货币政策。其实质就是在名义利率接近或等于零的条件下,央行以数量工具来创造货币和扩张信贷,增加市场的流动性,以便减轻银行等金融机构流动性的压力,引导实际利率下降、刺激居民增加消费和企业增加投资,以此来带动美国经济从衰退中复苏。与日本 QE 不同,美国 QE 既关注央行资产负债表的扩张,也要改变资产负债表的结构;既是数量宽松,也是信贷宽松。其目的就是要重塑金融市场的信用创造功能,保证市场流动性充足,降低市场的融资成本,刺激居民和企业的信贷需求增长。

正因为美国 QE 是在非常时期并以非常规方式来进行过度的信用创造,所以美国 QE 的推出既可增加市场的流动性,稳定金融市场情绪及保证金融市场正常运行,也可以改变金融市场资金之流向与结构,及重构金融市场的利益格局,因此,美国 QE 的推出对全球市场带来了震撼性的影响与冲击。我们可以看到,从 2008 年到 2012 年,在美国 QE 推出的 5 年,全球经济利益格局发生了根本的变化,不仅美国经济能够在危机中不断走出,美国的股市更是连续创出新高,同时新兴市场国家也出现一轮经济快速增长及繁荣。既然美国 QE 推出会对全球市场产生巨大影响,同样,如果美国 QE 退出,它的反向影响与冲击也将不可避免。尤其是,美国 QE 已经实施了 5 年多的时间,当市场的惯性及投资者的思维定向突然改变时,这种影响与冲击会更大,会进一步增加美国 QE 退出市场的不稳定性和不确定性。

我们可以看到,2013 年 6 月中旬,美联储主席伯南克宣布可能调整 QE 或美国 QE 可能退出,

并透露了 QE 退出的路径与时间表(The Federal Reserve Board, 2013a)。该消息一公布,立即爆发了新兴市场严重的走资潮,尤其是亚洲市场更为明显。之后的几个月,在预期美国 QE 退出的阴影笼罩下,不少资金纷纷逃离亚洲市场,从而导致了亚洲市场一些国家股市大跌,货币大幅贬值,尤其是印度与印尼最为严重。因为,当市场预期美国 QE 要退出时,不仅意味着 5 年来廉价资本的盛宴结束,也意味着全球市场的风险偏好、资金流向及市场的利益结构将发生根本性变化。而这种变化对市场造成的影响与冲击自然会对全球市场造成一系列的不确定性。但是,2013 年 9 月 18 日美联储并没有如市场预期的那样宣布退出 QE,反而宣布维持量化宽松的货币政策(The Federal Reserve Board, 2013b)。这时,整个全球市场又一片欢呼,美国各种股票指数连创历史最高纪录,10 年期美国国债收益率重挫,黄金及大宗商品的价格又全面上涨。

2013 年 12 月 18 日,美国 QE 退出的靴子终于落下。美联储宣布从 2014 年 1 月开始缩减购债规模(从每月 850 亿美元减少至 750 亿美元,国债和按揭抵押证券各减少购买 50 亿美元)。这样,美国 QE 终于踏上退市之路。同时,美联储对利率“前瞻性指引”(Forward Guidance)作了一项重要的修订,即超低利率将维持一段较长时间,即使失业率跌到 6.5% 或以下。尤其是如果通货膨胀率未能升越到美联储设定的 2% 水平时,超低利率政策不会改变(The Federal Reserve Board, 2013c)。美联储声明发表之后,美股大涨而全球市场的金价大跌,两种资产的价格走出了截然相反的行情。而这种现象出现的原因就在于不同的投资者对美联储政策的不同解读。因为,全球不少股市投资者所强调的是超低利率维持的时间比预期时间长,美国股市的黄金期并没有结束;而黄金市场投资者看到的则是长达 5 年的廉价资本盛宴已经结束,黄金会逐渐地退出避险工具市场。不过,尽管美联储 QE 退出的声明希望减少购买债券与更新利率前瞻性指引两者对货币政策的影响相互抵销,但不可否认,美国 QE 全面退出给全球市场带来的不确定性或影响已经是 2014 年全球市场的最大风险(台湾经济日报, 2013a)。再加上美国 QE 退出减少购买债券的结束时间、开始加息的时点及加息幅度与频率、及 QE 退出影响、未来市场形势等都是不确定的,这些因素都可能给全球市场带来一系列的不确定性。

比如,当国际市场预期美国 QE 进一步退出时,2014 年 1 月 23 日,不少新兴市场国家货币出现了 5 年来最为严重的抛售潮,其中阿根廷比索暴跌 13%,这是 12 年来该国货币最大跌幅(23 日和 24 日两天跌幅高达 16%);土耳其里拉也急挫至 1 美元兑换 2.3029 里拉的新低;俄罗斯卢布下跌至 1 美元兑换 39.75 卢布的 5 年新低;巴西雷阿尔也创 5 个月新低(在过去两年雷阿尔下跌了 27%);在亚洲,印度卢比和印尼盾都创最近新低,韩元也跌到了 7 个月最低水平等。不少国家股市更是大幅下跌及震荡不已。而新兴市场国家股市及汇市的巨大震荡更是增加了全球市场的不稳定,增加了市场对美国 QE 退出的担心。因此,从理论上对美国 QE 退出市场的不稳定性进行研究,不仅是一个全新的理论课题,也是与企业及投资者的决策判断有关的现实问题。如果我们能够真正把握美国 QE 退出的实质及其市场不确定性效应,同样也是寻找美国 QE 退出应对之道的最好方式。

本论文第二节讨论与分析美国 QE 不退出的市场不确定效应,也就是说,美国 QE 退出也是一种必然,只不过选择什么样的方式与途径,如果美国 QE 不退出,它将对全球市场产生严重的不确定效应;第三节论述当前美国货币政策的变化为何会对全球市场带来如此之巨大影响与不确定性;第四节讨论与分析美联储 QE 退出的实质及退出的不确定性;第五节分析美国 QE 退出后新兴市场的不确定性与中国市场所面临的风险;最后为小结。

二、美国 QE 不退出的市场不确定效应

一般来说, QE 作为一种非常时期非常规的货币政策,只要经济形势开始好转, QE 退出也是必

然。比如,2008年美国QE实施以来,关于该政策可能引发通货膨胀和资产泡沫风险的讨论从来就没有停止过。伯南克主张,通过美联储直接购买某段收益率曲线上的资产,降低该期限资产收益率(Bernanke, 2009),从而达到降低短期融资成本的目的,因此,量宽货币政策是有效的。Woodford(2012)的报告更是对美联储的QE推出提供了理论上的依据,并指出QE的货币创造具有独特效应。而美国哈佛大学的教授Dobbs(2014)对美国QE推出的效应研究表明,从2008年美国金融危机以来,美联储、欧洲央行、英国央行,以及日本央行利用量化宽松的货币政策,向本国经济体合计注入超过4万亿美元的额外流动性。而这样做,首先受益的是政府。比如过度宽松的货币政策把利率推到极低水平,这就为美国政府及欧洲各国政府的债务负担节省了1.6万多亿美元。这样政府就可增加开支,减少紧缩政策,也有利于促进经济增长。如果美国QE退出,让利率回到2007年的水平,那么政府债务中的利息支出要增加20%。这样就可能使得美国及欧洲各国政府增加其脆弱性。其次,在极低利率的条件下,QE也给欧美的非金融企业节省了7100多亿美元的成本,使得美国及欧洲各国企业的利润平均分别上升5%和3%。但是,如果利率上升到2007年的水平,那么这些企业的利润水平将面对着严重下降之风险。当然,从另一个角度来看,由于利率推到极低水平,从而使得欧美居民利息收入损失6300亿美元。在这种情况下,更为严重的是让欧美银行业及保险业受到巨大冲击,利润全面下降,金融风险脆弱性全面上升。可见,QE推出不仅向市场注入大量的流动性,而且让整个市场的利益格局发生了巨大变化。

但更多人的研究表明,QE的数量效应是无效的(Mauldin, 2013b)。因为,美联储及全球各国央行货币政策所依据的分析模型,不但不足以反映全球经济的复杂性,更因只凭主观臆测及良好愿望作决策指标。这样做只能表明美联储对现实形势一无所知,其制定的货币政策效果也是十分有限的。Jensen(2013)的研究更是认为,量宽货币政策不仅对企业及消费者借贷欲望有抑制作用,也对居民具有严重的抑制收入效应。Gave(Mauldin, 2013b)的研究更是证明了,在实际利率为负的时期(即量宽货币政策实施时期),美国居民收入增长往往是偏低的,甚至出现了负增长。哈佛大学经济学家Stein等人也指出,量宽货币政策不但没有带动经济显著增长,反而衍生种种另类风险(Mauldin, 2013c)。不少理论的研究都表明,量化宽松货币政策给市场带来了巨大的负面影响,增加了全球市场的不确定性。

也就是说,5年来,美联储的QE通过稳定金融市场、向市场注入大量的流动性及信贷快速扩张让美国经济走出衰退的阴影,让欧美经济在一定程度上逐渐复苏,但是其负面影响也不小。因为,在当时背景条件下,无论是货币扩张还是货币贬值的效应所达到的正面效果都不如理论分析的要好,反而留下的另类风险会更大。

比如,QE实施5年,美联储的资产负债表由平常的1万亿美元上升到4万亿美元,美联储向市场注入大量的流动性。在此期间,尽管基础货币快速增长,但货币乘数则快速回落,即商业银行信贷扩张能力则大不如前,美联储注入的基础货币几乎完全转化为商业银行超额准备金(徐滢, 2013)。这种情况的出现既有市场信贷需求不足的原因,也有银行信贷谨慎性增强的问题。还有,尽管泛滥的流动性没有让美国通货膨胀快速上升,^①但是却吹起了美国及新兴市场的资产价格泡沫。5年来,不仅美国股市指数早就超过2008年9月金融危机爆发时水平,并连创新高,2013年美国道琼斯更是连创新高,到16504点,当年上涨26%。而2013年标准普尔500指数获得了1997年以来最大年度涨幅,上涨29%,从2009年3月到2013年底该指数上涨了160%。美国股市是

^① 因为美国是一个完全开放的市场,当企业看不到投资前景,是不愿意增加其投资的,信贷需求扩张愿望不高,从而使得物价也不容易上涨。

这样,日本欧洲及不少新兴国家市场也是如此(2013年日经指数上涨了57%)。也就是说,无论是欧美发达国家市场还是新兴市场,随着QE推出,资产价格全面上升、泡沫破灭的风险也在升高。

还有,2008年美国金融危机以来,去杠杆化成为金融市场调整的主要方式,但是这种调整速度太慢。比如说,美国个人负债水平从2008年开始下跌,由130%跌到110%,但是仍然超过可持续水平。而美国个人储蓄率在2008年时上升到6%,但现在仍然在4.4%的水平(Mauldin, 2013a)。也就是说,经过2008年金融市场的调整,尽管居民负债水平有所下降,但是由于收入水平增长缓慢而使居民的储蓄率根本就无法上升。

有研究表明,伯南克执掌美联储期间,美国贫富差距达到空前程度。美国加州大学萨伊教授的研究指出,2012年全美顶尖1%高收入组别的收入激增19.6%,而其他99%的收入增幅只是1%。因为,1%的高收入组别占2012年全美居民收入总值高达19.3%,所占比例之高,为1928年以来之最。如果把资本投资收益计算在内,此一顶尖高收入组别占全美收入比例由2009年的18.1%增加到了2012年的22.5%(Mauldin, 2013a)。实体性收入分配情况是这样,股市财富效应也是如此。也就是说,过去5年,美国量化宽松货币政策看上去是保证美国经济没有走上1929年那样的经济大萧条之路,并让美国经济从危机阴影中走出。但是该政策最有利的是少数富人,而不是全体美国人民。量化宽松的货币政策并没有让全体人民来分享其成果。反之,这种货币政策给整个社会与经济带来的后遗症则是无可复加。

还有,美国金融市场是一个完全开放的体系,当美国商业银行对贷款谨慎,而企业信贷需求不足,大量的流动性流向了国际市场,流向了不少新兴市场经济国家,从而也吹大这些国家的资产泡沫。国际货币基金组织(2011)的研究报告指出,流向新兴市场经济体的净资本流动总量大于事件(即危机爆发)发生前一年或后一年的总量,并在美国QE实施后达到最大规模。而且大量的美元流向国际市场,也必然使得美元汇率全面下降,以美元计价的大宗商品价格全面上涨,从而吹起了国际市场大宗商品价格泡沫。在这种环境下,看上去是促进这些新兴市场国家的经济繁荣,但实际上同样增加了全球经济的潜在风险。

可见,过去5年,美联储一连几次推出QE,虽然把即将崩溃的美国经济拉回到正常运行的轨道,但QE政策效果不仅越来越弱化,也没有让实体经济有所起色。反之,所造成的负面影响则越来越大,资产泡沫所引发的潜在风险也越来越高。而这就说明了QE不退出所面临的市场不稳定性的效应越来越大。对于这点,不仅伯南克在2013年12月18日提及QE不退出所面临的市场不确定效应(The Federal Reserve Board, 2013c),而且Brock(Mauldin, 2013c)也撰文指出,美国量宽货币政策衍生出了许多后遗症,它对经济生活的负面影响更是深远。

因为,这里有一个十分重要的理论问题是传统经济学无法解释的。即为什么如此宽松的货币政策没有让实体经济振兴起来?美国前财政部长萨默斯(Summers, 2013)指出,在这种情况下,美国经济可能进入“长期停滞”(secular stagnation)时期。他认为,美国金融危机以来,美联储的货币政策或全球不少国家货币政策是如此宽松,金融市场是那样容易借到钱,人们也觉得自己相当富有,但企业设备利用率没有上升,失业率也没有明显下降,通货膨胀竟连一点影子也没有,欧洲则在考虑如何来防止通货紧缩,但如此巨量的货币就没有造成一点供不应求。这也许就是美国经济学家Hansen所指出的经济现象(台湾经济日报, 2013b)。他指出,资本主义并不经常处于快速增长与充分就业,也可能长期甚至无止境地处于一个缓慢增长、就业不足和产能过剩的状态。这种经济状态就是“长期停滞”。Spence(2013)的解释是,这种现象很大程度上与政府公共投资不足有关。当公共投资远低于维持经济持续增长水平时,充分实现潜在增长就非易事。可以说,对此种

现象论争与讨论还会继续下去,但有一点是十分明确的,即 QE 不退出增加了市场不确定性效应, QE 退出是一种必然。

三、QE 退出为何会导致市场巨大不确定性

从 2014 年 1 月 1 日起,美国 QE 开始退出,而 QE 的退出导致全球市场的巨大不确定性将是大概率事件了。那么 QE 退出为何会导致全球市场巨大的不确定性呢?这在很大程度上既与美国货币政策的特殊性 & 量化宽松政策之后美国货币政策变异有关,也与现代金融市场的本质异化有关。因为,美国 QE 的退出就是其货币政策的变化,而其货币政策变化的承受者既是本国也是全球市场。从这两个角度分析,也就容易理解为何 QE 退出会对全球市场造成巨大影响与冲击了。

首先,一般来说,货币政策是指一国政府或中央银行为影响经济活动所采取的措施,尤其是控制货币供给(数量控制)以及调控利率(价格控制)的各项措施。美国的货币政策既有货币政策一般性的特征,同时也具有与其他国家货币政策完全不同的特殊性。因为,当前是以信用货币美元为主导的国际货币体系,在这种国际货币体系下,由于美元是信用货币,它就无法形成一个单一明确的“货币锚”,或如金本位制下那样的一价机制,这种“无锚货币制”增加了对市场影响的不确定性。在以信用货币美元为主导的国际货币体系下,对美国来说,美元既是本币也是外币。美国的货币政策同样既是针对本国,也针对国际金融市场。所以,美联储的货币政策既是本国的货币政策,也是国际市场的货币政策。在这种情况下,美联储货币政策的任何风吹草动都有可能对国内外市场产生巨大的影响。还有,不仅美联储的货币政策具有国际化的性质,而且美联储也具有完全的国际清算银行的功能(林行止,2013)。美联储 QE 的迅速推出不仅令银行支付系统能够畅顺运作,而且也保证全球市场对美元及美国金融业的信心不下降。同时,美国货币政策国际化的重要性与美元作为绝对的国际储备货币有关。在这种情况下,美国 QE 退出当然会对美国国内外市场造成巨大的影响。

其次,美国 QE 推出之后,美国的货币政策在很大程度上出现变异,或货币政策向财政政策转变。但按照 1978 年修订的《联邦储备局法案》的规定^①,美联储的职责是“务须确保美国货币及信贷总额配合国家经济发展远景,以增加产值,从而有效实现全民就业、稳定物价,以及长期利率适中的三大目标。”从该规定来看,美国货币政策是以长期为重点,而不是着眼短期。但量宽货币政策不仅强调短期宏观变量的重要性,而且以短期内调控就业为重点。这不仅削弱了美联储履行职责的能力,也弱化了美联储货币政策的可信度及权威性。因为从长期来看,货币政策是根本无法左右就业之趋势的。而在“无锚货币制”下,稳定物价才是所能实现的长期目标。

还有,近年来,面对美国金融危机及随之出现的经济衰退,美联储采取非常规的货币政策向市场注入大量的流动性,这实际上严重超越了央行固有的业务范围。比如,在联邦基金利率接近为零的情况,实施大规模购买资产计划以加大货币政策宽松的程度,这当然有助于美联储资产负债表规模快速扩张,但受所购买资产组合影响难免令其资产负债表的成分变质。而且大量购买非国债类的固定类别资产(如住房按揭贷款证券化资产),实际上是具体地针对某类企业或某类行业的信贷配给,以此来刺激楼市。这样,美联储的货币政策也就异化成了美国政府的财政政策。而美国货币政策变异不仅会损害其政策的权威性 & 弱化其职责,也会增加美国 QE 退出的不确定性。

再就是,美国货币政策的变化与近 10 年来全球货币体系发生了重大变化有关。我们可以看到,一个多世纪以来,全球货币体系发生了翻天覆地的变革。20 世纪初,在黄金本位制下,货币单

^① 参见 <http://www.federalreserve.gov>。

位的意义由一价机制贵金属来决定,在这种情况下,货币就如实质性产品,货币在经济理论研究中是中性的,然后金属本位的货币为信用货币所取代,整个国际货币体系与货币政策也发生了巨大的变化,凯恩斯的货币理论大行其道。但到 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系崩溃后,特别 90 年代起电子货币及电子支付系统的发展,世界上的货币与实质性商品的最后一丝联系也被抛弃了。如今我们生活在纯粹的记账单位的世界中,每个记账单位的价值唯一地取决于对其负责的中央银行的相应政策(伍德福德,2010)。为了适应变化了的形势,各国央行货币政策及理论也取得巨大的进展。比如利率规则理论、利率走廊及利率微调理论等都是各国央行货币政策的理论基础,而这些理论的核心不是关注货币总量的变化及确定短期名义利率的合适水平,而是通过央行的基准利率所透露的前瞻性指引及变动,来影响企业和居民对未来的行为决策,来影响其他金融市场的价格。可以看到,近 10 年来,美国、加拿大、澳大利亚、新西兰、英国等中央银行都十分强调前瞻性利率规则或指引。而以前瞻性利率指引为主导的货币政策不仅强调企业及居民行为的未来指向,而且要面对未来世界更多的不确定性。因为,前瞻性利率指引本身就是不确定的,其参数指标随着可能变化了的经济形势而调整。前瞻性利率指引作为 QE 退出政策的主体部分,它的不确定性自然会增加 QE 退出的不确定性。^① 还有,近几十年来,金融本质开始异化,而这种金融市场本质的异化也增加了 QE 市场退出的不确定性(张云东,2013)。

可见,美国货币政策的国际性、美国 QE 推出后其货币政策职责的变化,以及金融本质的异化等因素,都增加了美国货币政策变化可能导致市场不稳定性的深度与广度,都给全球市场增加了更多的不确定性。从这样一个角度分析,不仅深化了我们对美国 QE 退出的市场不稳定性的理解,也有利于我们对美国 QE 退出应对工具的选择。

四、美国 QE 退出的实质及退出的不确定性

2013 年 12 月 18 日,美国 QE 退出的靴子终于落地。美联储宣布从 2014 年 1 月开始,把量宽规模由现时每月 850 亿美元减少至 750 亿美元,而国债和按揭抵押证券各减少 50 亿美元,这样,美国 QE 终于踏上退市之路。同时,美联储对利率“前瞻性指引”(Forward Guidance)作了一项重要的修订,指出即使失业率低于 6.5% 或以下达一段时间,尤其是如果通货膨胀率未能升越到美联储设定的 2% 水平,当局也会继续维持联邦基准利率目标在 0 至 0.25% 的超低利率水平不变,而且强调联邦基准利率上升预计要到 2015 年底才会开始(The Federal Reserve Board, 2013c)。也就是说,如果美国经济形势继续走好并在没有下行反复的情况下,那么这种小幅规模的 QE 逐渐退出,也得持续到 2014 年底,美联储基准利率上调更是要延续到两年之后。^② 所以,伯南克认为,减少债券购买并不等于货币政策紧缩(The Federal Reserve Board, 2013c)。不过,无论如何,美联储正式启动 QE 退出,标志着 5 年来廉价资金的盛宴结束,全球市场资金的风险偏好、流动方向、利益格局都会发生根本性的变化;而美元的强势,不仅会导致国际资金流出新兴市场,而且也会导致大宗商品市场及汇市价格剧烈波动。这些因素都会增加全球市场的不确定性风险,进而影响 QE 退出的步伐、节奏与难度,并由此进一步强化 QE 退出的不确定性。因此,对于美国 QE 退出的不确定性风险,下面将进行更为深化与细化的分析。

这次美联储 QE 退出策略可以分为两个方面,一是减少购买资产的规模;二是修改利率前瞻性指引。前者预示着美国 QE 正式退出市场,否则 QE 不退出将给市场带来严重的不确定性。但其

^① 比如美联储新任主席耶伦上任后 2014 年 3 月所主持的第一次议息会议,就对前瞻性指引作了修改。

^② 耶伦上任后,对购债计划退出更为明确,并认为在购债计划退出 6 个月后(即 2015 年上半年),就可能成为美联储加息起点,而不是购债计划退出两年后加息。

减少购买债券行为十分温和,美联储宣布 QE 退出的措辞也是十分小心的,以避免市场的负面解读。而修改利率的前瞻性指引就是给市场一个明确的承诺,美联储量化宽松的货币政策并没有结束,而且会持续一个较长的时间。其实质是美联储量化宽松的货币政策没有改变,只不过美联储货币政策的重点由以往的大规模的购买债券计划转向管理市场对短期利率的预期。

我们先来分析减少购买资产的规模。减少购买资产的规模受到影响的是国债利率及住房按揭贷款利率。而国债利率与美国政府的支出成正比,证券化按揭贷款利率则与居民购买住房的成本有关。而这两种利率水平高低很大程度上是与减少购买债券的力度有关。减少购买债券大小直接影响到这两种利率走向,同时也影响政府债务累积的速度,影响美国经济复苏,及最后又会影响美国 QE 退出的步伐与节奏。

比如说,美联储宣布把长期国债的购买规模从 450 亿美元减少到 400 亿美元,美国的 10 年期和 30 年期国债利率立即上升。2014 年初 10 年期国债利率上升到 3% 的水平。按照这样的变化,如果国债购买规模减少到 150 亿美元时,10 年期国债利率可能上升到 3.6%~3.7% 的水平。如果美国国债利率上升到这个水平,那么对于有 17 万亿美元债务的美国政府来说,其融资成本以 10 年期国债利率来计算,美国政府就得额外增加 1500 亿美元的支出。如此巨额的债务支出增加,美国政府是无法承受的。因此,美国政府一定要把国债利率控制在一个合理的水平,如果这样必然会增加减债退出时间的不确定性,或美联储减少国债的购买还得与政府财务支出能力联系起来。

还有,30 年国债利率又是与住房按揭贷款利率相关联的。前者是无风险收益率。而无风险收益率的上升,又决定了基准利率的水平,而由此向整个市场利率传导。同时,如果住房按揭贷款证券购买规模减少,按揭贷款的利率也会随之上升,如果住房按揭贷款证券一直减少购买,让按揭贷款利率由目前的 4.3% 上升到 5.3%~5.5%,即按揭贷款利率上升 1 个百分点以上,那么购买住房的居民负担就得增加 10% 以上。在这种情况下,除非美国住房的价格能够以一年 10% 以上的速度增长,才可以让居民购买住房的意愿不会减弱,否则美国人购买住房的意愿就会减弱,甚至退出住房市场。如果这种情况出现,拉动这次美国经济复苏的动力就可能停止,美联储减少购买债券的计划也将调整。

可见,从失业率和通货膨胀率的变化角度来看,减少债券的购买表面上看并不算紧缩,不过,美国 QE 退出信息是十分明确的。但如果从减少债券购买对国债利率及按揭贷款利率变化的角度来看,这种行为不仅意味着市场的流动性减少,相应的利率随之提升,而且这两种利率的变化不仅取决于减少购买债券的力度,而且会影响到政府债务支出水平,影响到住房购买者的购买欲望,这些都决定了美国经济复苏,都会影响美联储的 QE 退出步伐和节奏,从而严重增加美联储 QE 退出的不确定性。

对于利率前瞻性指引,它是指当央行没有意愿或空间进一步降低当前政策利率,仍通过改变未来利率承诺方式传达政策立场的措施(Woodford,2012)。利率前瞻性指引作用是以央行的承诺能够改变市场对未来政策的预期为基础。最为成功的范例是 2008 年美国金融危机爆发之后,2009 年 3 月加拿大央行政策声明提出了“前瞻性指引”(Fay 和 Gravelle,2009),该政策包括了下调基准利率及维持低利率的前瞻性指引,并以此来增加央行政策的透明度与前瞻性,引导及管理利率的市场预期,从而以此来保持当时加拿大金融市场的稳定。

2008 年美国金融危机爆发之后,美联储即将利率降低到一个极低的水平,同时宣布将低利率维持到一定时期,以此来引导与管理市场对利率的预期,即开始使用利率前瞻性指引工具。不过,以往美联储的利率前瞻性指引是以期限为基准,即宣布极低利率将维持在哪一时间段。这种以期限为基准的利率前瞻性指引,尽管简单明了,但缺乏弹性,面临变幻莫测的经济形势时,更是容易

自废武功。因此,这次美联储 QE 退出对利率前瞻性指引的修改,既有时间上的限制,也加上失业率及通货膨胀率变化的条件,并以此来引导利率的市场预期。不过,正如上面分析过的,这种以经济形势为基准的利率前瞻性指引,面对千变万化的经济形势与环境,不仅在无法确定就业、通货膨胀、经济增长如何发展的情况下,向市场承诺极低利率在多长期限维持不变,也无法确定所设定指标是否反映现实经济变化了的形势。因此,对于 QE 退出来说,修改后的利率前瞻性指引同样面临更多的不确定性。美联储宽松的货币政策何时真正退出(即基准利率上调)同样是面临着不确定性的。^①

可见,当前美国 QE 退出的实质是向市场宣示美联储量宽货币政策没有改变,只不过美联储货币政策的重点由以往的大规模的购买债券计划转向管理市场对短期利率的预期。但是,不可否认,只要 QE 退出启动,不仅 QE 退市操作会对市场产生紧缩的作用,而且市场预期的逆转也将对全球市场产生显著的影响。这些都可能增加美国 QE 退出的不确定性与金融市场的不稳定性。

五、QE 退出加大新兴市场不确定性及中国市场面临的风险

可以说,美国 QE 的退出不仅持续 5 年的廉价资本盛宴已经结束,而且长期推动新兴市场经济繁荣的动力即大宗商品的繁荣也将告终,再加上新兴市场国家政治及金融市场不稳定局势扩大,国际投资者对新兴市场也将失去信心。这就是今年以来全球新兴市场股价和汇价突然快速下跌、国际市场哀鸿遍野的原因所在。

2014 年 1 月 23 日,不少新兴市场国家货币出现了 5 年来最为严重的抛售潮,其中阿根廷比索暴跌 13%,这是 12 年来该货币最大跌幅(两天跌幅高达 16%);同时土耳其里拉、俄罗斯卢布、巴西雷阿尔、印度卢比、印尼盾、韩元等也都跌到各自货币新低。而且由此引发全球不少国家股市暴跌,迫使这些新兴市场国家不得不仓促应对。全球不少新兴市场国家货币突然快速下跌意味着什么?这不仅意味着国际投资者对新兴市场未来经济不看好,更重要的是意味着国际市场的资金流向发生了根本性变化,意味着新兴市场对美国 QE 退出根本就没有准备好。

因为,2008 年美国金融危机爆发之后,欧美国家推出了一轮又一轮的量化宽松的货币政策,从而使得大量的资金从欧美发达市场流向新兴市场(5 年内达 600 亿美元之多)。这不仅拉动消费需求,造就了经济繁荣,造成了信用扩张过度而导致各种资产价格暴涨及货币快速升值。Mauldin (2014)认为,近几年来,这些新兴市场的增长模式,就在于一是吸引发达国家资金流入,以此推动经济发展;二是生产迎合这些发达国家消费者的产品;三是输出原材料,供制造业经济体生产迎合发达国家消费者的产品。

美国哈佛大学豪斯曼教授(2013)研究表明,如果以当前价格衡量,2003—2011 年间美国、英国、日本和德国的名义 GDP 累计增长分别为 35%、32%、36%、49%(均以美元计算)。而同一时期,巴西、中国、俄罗斯、印度、哈萨克斯坦的名义 GDP 增长率分别为 348%、346%、331%、203%、500%。印尼等新兴国家的经济增长同样达到 200%以上。而这些国家的经济快速增长很大程度上与发达国家资金大量流入有关,也与这些国家货币升值及大宗商品价格上涨有关。比如,在这一期间,巴西的名义 GDP 增长比中国还强劲,但是其名义 GDP 增长只有 11%来自实体经济产出的增长,而 89%则来自物价上涨及巴西货币升值。俄罗斯、中国,及其他新兴市场也是一样。

但是,对于这种基本上依靠外来资金推动的经济增长,不少新兴市场不仅没有意识到所面临

^① 而耶伦上任后对前瞻性指引的修正,尽管指出了加息的时间表,但 2014 年未来几次议息是否还会对前瞻性指引进行修正同样是不确定的。

的风险,更没有为这些外资退出做好准备。所以,当 2013 年美国预示 QE 将要退出时,新兴市场之震荡就开始了。当 2014 年美国 QE 真正退出时,给新兴市场带来的影响与冲击更是不可复加。因为,从 2014 年开始,不仅美国 QE 退出全面启动,而且美国 QE 退出的力度、方式及时间是相当不确定的。也就是说,当大量的资金撤出这些新兴市场时,不仅会使这些国家的整体投资立即下降,消费需求减少,经济马上陷入衰退,而且早几年过高的杠杆化推高的资产价格将全面下跌,甚至泡沫破灭并可能引发金融市场的连锁反应(1997 年亚洲金融危机就是这样)。在这种情况下,这些国家所显现出来的经济困境,不仅为经济周期性的风险,而且也会把早几年信用过度扩张所导致的严重的结构性失衡也暴露出来。在这种情况下,新兴市场的不确定性更是会增加。

因此,对于当前新兴市场震荡,我们所要关注的问题有,一是当前新兴市场所受到的冲击到底有多大,它是否会引起区域性的金融危机?二是它是否会产生骨牌效应而引发一场全球性金融危机?三是是否会严重影响及冲击中国经济并引发金融市场危机及经济衰退?等等。对于这些问题,我们不可不密切关注。因为,2014 年以来,无论是脆弱五国(the fragile five,印度、印尼、南非、巴西及土耳其),还是暴露八国(the exposed eight,脆弱五国加上智利、匈牙利及波兰),一场货币危机正在向全球迅速蔓延。而且这场货币危机会蔓延到哪里,在什么时候结束是相当不确定的。比如,美国 QE 的退出及中国经济增长放缓,不少新兴市场国家货币都应声倒下。先是脆弱五国的货币遭殃,后有阿根廷比索及俄罗斯卢布等货币暴跌。还有,有数据显示,新兴市场股票基金 1 月份就流出资金达到 122 亿美元。

面对大量的资金流走,面对突然而来的货币危机及股市暴跌,2014 年 1 月 28 日,多个新兴市场国家都通过加息和干预汇市等手段来稳定本币汇价。印度央行上调基准利率 25 个基点,至八厘;土耳其央行更是把基准利率大幅上调 425 个基点,至 12%,以稳定里拉。同时,南非等国也开始加息。在采取应对政策之后,这些国家的汇市及股市有所喘定,但这些政策只能治一时之标,要让货币危机不向全球蔓延并非易事。因为,如果以下几个问题不解决,新兴市场国家的货币危机可能会没完没了。

首先,这次新兴市场国家所爆发的货币危机,并非主要是外部环境条件改变而造成(比如说美国及中国的经济条件与环境变化),而最为重要的是由这些国家自身的经济问题而引发。目前,这些新兴市场国家都面对通货膨胀率高、经济增长放缓、经常账赤字庞大、政府决策不透明、政治局势不稳定等问题。对于这些新兴市场国家来说,这些问题既有经济周期性调整问题,更有结构性调整问题。如果说这些国家不能够尽快地启动结构性的经济改革,扭转过度依赖海外投资的经济结构,令整个国家的经济实行全面转型,那么这些新兴市场国家要应对一次又一次的走资潮冲击是不容易的。

我们可以看到,尽管这些新兴市场国家希望提高利率来留住外资或吸引外资,但如果这些国家通货膨胀率高、经济环境不好、政治裙带关系严重,那么要吸引外资是困难的。有研究表明,这些新兴市场国家通货膨胀调整后的利率(inflation-adjusted interest rate,或实际利率)仍然偏低,其中,土耳其及南非的一年实际利率仅 3.6 厘及 1.4 厘,都低于近年的平均水平。更何况,这些新兴市场国家经济结构的调整不仅有政治决策上的原因,更有时间上的原因,即这些新兴市场国家要实现经济结构调整将是一个长期的过程,是短期内无法完成的任务。

其次,美国 QE 退出面临的不确定性效应问题。可以说,从 2014 年开始美国 QE 退出的启动,这当然是确定的事情,即美国 QE 2014 年正在退出。但美国 QE 的退出,既有减少购买债券的问题,也有联邦基准利率在什么时候上调的问题。至少减少购买债券,多数分析估计可能在 2014 年底完成。但是,其不确定性仍然很多。比如,最近新兴市场国家货币危机发生后,就有人分析该事

件发生后会影响美国 QE 退出减少买债的进度,但是实际上这种情况并没有发生。尽管这次市场预期情况没有发生,但在今后其他事件出现时是不是会发生,应该是不确定的。因为,这完全取决于美联储决策者对当时经济事件之判断。还有,最为重要的是美联储会在什么时候加息,因为美联储加息对量化宽松货币政策退出更为重要。就目前的情况来看,美联储是在用利率前瞻性指引引导市场行为及投资者预期,并设定了加息的相应指标。但是,一则经济形势变幻莫测,市场如何变化,这些指标什么时候满足都是不确定的。二则这些所设定的指标会不会调整变化同样是不确定的。因此,对于美国 QE 退出存在相当多的不确定性,而这些不确定性对市场之影响与冲击,特别是对新兴市场国家的冲击不可低估。

还有,新兴市场震荡对中国经济也将造成巨大的影响与冲击。因为,中国作为新兴市场经济国家,尽管最近一轮又一轮的新兴市场走资潮好像对中国市场波及不大,在今年 2 月份之前人民币仍然保持坚挺,国内股市震荡与外部市场因素的关联性也不是太大,特别是中国有资本账没有完全开放这道防火墙,更是能够把美国 QE 退出的风险阻止在外。但实际上,我们对此不可太乐观。特别是今年 2 月份之后,随着中国经济增长进一步放缓及人民币的贬值,美国 QE 退出对中国经济的影响与冲击开始显现。

因为,就目前的情况来看,近十几年来中国经济增长方式与这些新兴市场国家没有多少不同,基本上也是以货币升值及资产价格(特别是房地产价格)上涨为主导,而且中国资产价格上涨幅度只会有过之而无不及。从 2005 年人民币汇率制度改革以来,人民币兑换美元的汇率已经升值达 33% 以上了。而人民币的升值必然导致大量的外国资金涌入中国市场,2008 年美国金融危机之后,外汇占款增长超过 2 万亿美元以上。而大量的外资流入,不仅造就中国经济的短期快速增长,也加速了国内信用的过度扩张及严重推高国内房地产价格(不少城市房价上涨达到近 10 倍之多),国内金融体系面临的潜在风险也越来越大。

面对这些风险,无论是索罗斯还是 2013 年诺贝尔经济学奖得主席勒也都提出警告,当前中国金融市场之现状,与 2008 年金融危机爆发前的美国没有什么不同。无论是影子银行泛滥、地方债务危机之风险、房地产泡沫巨大,还是国内网络金融玩上火,及制造业增长低迷等都预示着中国经济面临着巨大的风险。因为,以币值上升及资产价格上涨带来的经济繁荣,只要人民币一出现贬值,不仅大量流入中国的资金会立即逃出中国市场,更为严重的是持有大量高负债的国内房地产企业都将面临着严重资金链断裂之风险(因为国内的许多房地产企业在量化宽松的条件下都通过借高息外债经营)。

现在的问题是,这次新兴市场震荡是否会引发中国金融危机?而要回答这个问题,必然要理清以下几个问题。一是当前中国影子银行及地方政府融资平台的风险有多高?如果按照政府的测算与统计,那么这两者的风险都是可控的范围。但实际上,这类资金不仅巨大,而且基本上都以高息的代价流入地方政府融资平台及房地产市场。而地方政府的融资平台资金不仅纷纷流入没有效率根本还不起债的大小项目,而且都是以房价持续上涨为前提条件。只要后者少许的价格下跌,地方政府违约风险所引发的问题都可以暴露出来,资金链断裂,并由此传导到经济各个领域(殷剑峰、王增武,2013)。

二是中国房地产泡沫在什么时候破灭或中国房地产经济能够持续多久?至于中国房地产泡沫,当前国际评估机构甚至都不纳入其评估体系了,无论政府是否承认,其严重性是任何一个新兴市场无法比拟的,中国房地产泡沫破灭只是一个时间问题了。现在问题的严重性是政府职能部门仍然在以侥幸的心理以为这个历史上前所未有的房地产泡沫可以在增加住房供给条件下逐渐地消化,以为这样既可保持经济增长也可减少对经济增长的冲击。但实际上,这是一厢情愿。吹大

的房地产泡沫必然会破灭,上帝也是无法拯救的。^①从温州房地产泡沫事件来看,中国房地产泡沫破灭已经不远了!如果这样,将可能引发中国的金融危机。

三是人民币的坚挺能够持续多久?可以说,当前人民币升值的问题很大程度上与政府干预有关,因为,面对正在下行的中国经济,保持人民币稳定或稍微升值是保持市场对中国经济信心的最重要因素,这点中国政府应该是十分清楚的。还有,人民币要国际化也只有升值才有可能,如果人民币贬值,人民币国际化就可能戛然而止。因此,2013 年人为干预人民币升值是政府的主要任务。但人民币单边升值所带来的严重负面影响一点都不可低估。比如利用人民币汇率套利盛行、国际热钱涌入、国内资产价格全面上升及房地产泡沫吹起等。所以,从 2014 年 2 月份开始,国内央行不仅放开人民币汇率浮动幅度空间,而且主导了人民币汇率逐渐贬值。如果人民币坚挺不能够持续或人民币贬值,那么早几年涌入中国的国际热钱外逃也是不可避免的。这也许是引爆国内房地产泡沫破灭的导火线。

四是政府职能部门对当前中国金融风险是否有足够与正确的认识?对此市场十分质疑。因为中国政府官员多是政治家,他们观察问题角度的政治性多于经济性或专业性。在这种情况下,其政策维稳多于改革,掩饰问题多于暴露问题。这就必然使得政府部门很少对以往政策效果进行反思,并容易低估当前风险的严重性,甚至可能存在政策误判的严重风险,如果这样,同样是引发国内金融危机的导火线。可见,新兴市场任何黑天鹅事件都增加了中国金融市场的不确定性,都可能引爆中国金融市场之危机。政府对此不得不密切关注。

六、小 结

由于美国货币政策的国际性及现代金融市场的本质异化,使得美国量化宽松货币政策的任何变化都会对全球市场造成巨大的影响与冲击。从 2014 年 1 月 1 日起美国量化宽松货币政策开始退出,尽管美联储量化宽松货币政策退出的力度十分温和,并修改利率的前瞻性指引来中和量化宽松货币政策退出市场的冲击与影响。但是,量化宽松货币政策退出的启动,也就意味着 5 年来全球廉价资本盛宴的结束、投资者风险偏好的变化、全球资金流向的逆转和金融市场利益结构的重大调整,特别是意味着市场预期根本性逆转。在这种情况下,美国量宽货币政策的退出不仅会对全球各市场造成巨大的影响与冲击,也会给全球市场,特别是新兴市场增加更多的不确定性。特别是当前美联储量化宽松货币政策退出的种种不确定性,由此而引致的市场不确定性会更大。因此,美国量化宽松货币政策的退出将是 2014 年全球市场最大的风险。对中国来说,也不会例外。我们对此必须密切关注。

参考文献:

1. [美]迈克尔·伍德福德:《利息与价格——货币政策理论基础》,刘凤良等译,中国人民大学出版社 2010 年版。
2. 国际货币基金组织:《世界经济展望》,中国金融出版社 2011 年版。
3. [委内瑞拉]豪斯曼, L.:《新兴市场派对结束,实力见真章》,《香港经济日报》2013 年 9 月 4 日。
4. 林行止:《美元泛滥仍受欢迎,货币政策一如旧贯》,《香港信报》2013 年 10 月 15 日。
5. 徐滢:《量化宽松货币政策理论、实践与效应研究》,中国经济出版社 2013 年版。
6. 殷剑峰、王增武:《影子银行与银行的影子》,社会科学文献出版社 2013 年版。
7. 张云东:《金融的价值取向与国家安全》,《中国证券报》2013 年 7 月 22 日。
8. [美]斯蒂格利茨:《停滞的五年》,《新加坡联合早报》2013 年 10 月 11 日。

^① 2014 年以来,国内房地产市场将出现周期性调整已经成了一种趋势,而且这种趋势正在向全国蔓延,甚至于国内一线城市也不可避免。只不过,这种周期性调整的程度在不同城市不同而已。

9. Dobbs, R. :《退市引发息升,平钱消失早防患》,《香港经济日报》2014年2月7日。
10. Mauldin, J. :《币政离经,增长乏劲》,《香港信报》2013a年10月4日。
11. Mauldin, J. :《量宽何价,温水煮蛙》,《香港信报》2013b年12月6日。
12. Mauldin, J. :《退市启动,量宽衡功》,《香港信报》2013c年12月24日。
13. Mauldin, J. :《退市不留手,新兴福自求》,《香港信报》2014年2月5日。
14. Spence, M. :《公共投资不足,美国仅局部复苏》,《香港经济日报》2013年12月24日。
15. 《QE全面退场是2014年最大风险》,《台湾经济日报》2013a年12月23日。
16. 《长期停滞:经济时代悄然而至》,《台湾经济日报》2013b年12月25日。
17. Bernanke, Ben S. , Federal Reserve's Exit Strategy. The Wall Street Journal, 2009. 7. 21.
18. Fay, C. and Gravelle, T. , The Market Impact of Forward-looking Policy Statements: Transparency vs. Predictability. Bank of Canada Review, 2008—2009, pp. 25—33.
19. Niels Jensen, Nick Rees, and Tricia Ward, Absolute Return Letter: A Case of Broken BRICS? 2013. 9. 11. http://www.advisorperspectives.com/commentaries/arp_091113.php.
20. Summers, L. , On Secular Stagnation, 2013. 12.
21. The Federal Reserve Board, For Immediate Release, 2013a. 6. 19. , <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130619a.htm>.
22. The Federal Reserve Board, For Immediate Release, 2013b. 9. 18, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20130918a.htm>.
23. The Federal Reserve Board, For Immediate Release, 2013c. 12. 18, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20131218a.htm>.
24. Woodford, M. , Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound. At the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on The Changing Policy Landscape, Jackson Hole, Wyoming, 2012. 8. 31.

Uncertainty Effect of the Exit of U. S. Quantitative Easing Monetary Policy

YI Xianrong(Institute of Finance and Banking, CASS, 100028)

Abstract: Due to the international nature of U. S. monetary policy and the alienation of modern financial markets, making any changes in the U. S. QE will have a huge impact and shock to the global market. Since 2014, the U. S. has started QE exit policy, which means the end of five-year banquet of the global cheap capital, and will inevitably lead to the changes in investors' risk preference, reversal of global capital flows, significant adjustments in interest structure of financial markets, and fundamental reversal of the market expectations. This will give the global markets, especially emerging markets more uncertainty. Coupled with the uncertainty of QE exit policy, market uncertainty is rising. Thus, QE exit will be the 2014 world's largest market risk. In response, the Chinese government should pay close attention and choose a proper response.

Keywords: U. S. Quantitative Easing Monetary Policy, QE Exit Policy, Forward-looking Guidance of Interest Rate, Uncertainty Effect of QE Exit

责任编辑:无 明