CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第39期）

美联储货币政策转向
会带来国际金融市场动荡吗？

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2021年12月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

2021年12月1日

美联储货币政策转向会带来国际金融市场的动荡吗？

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

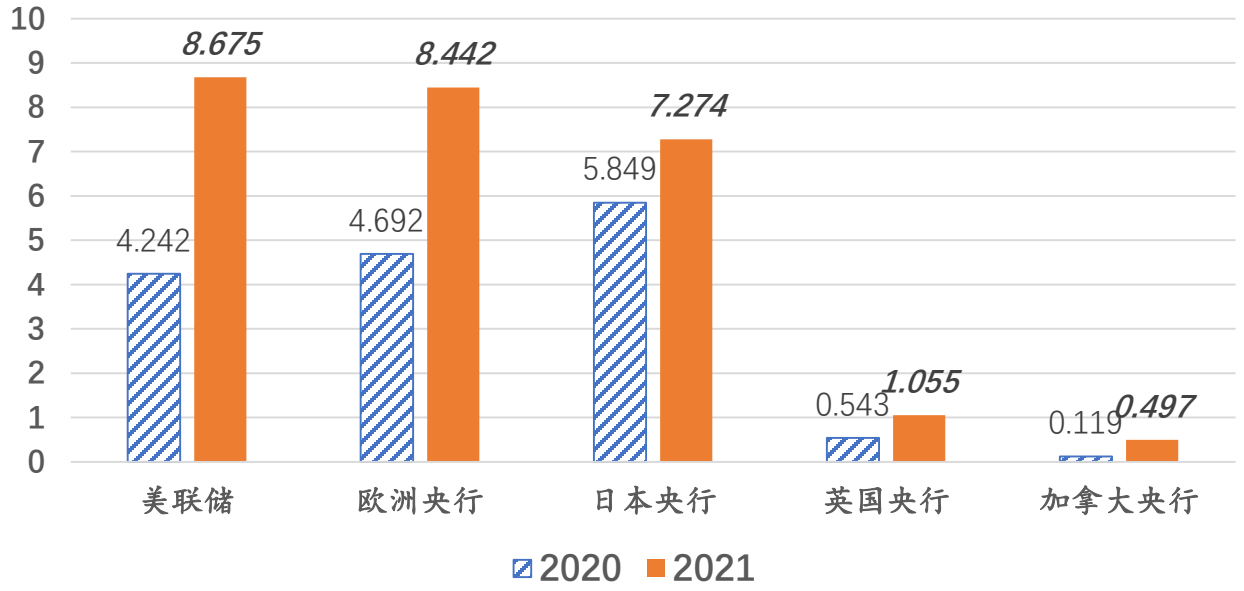
CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

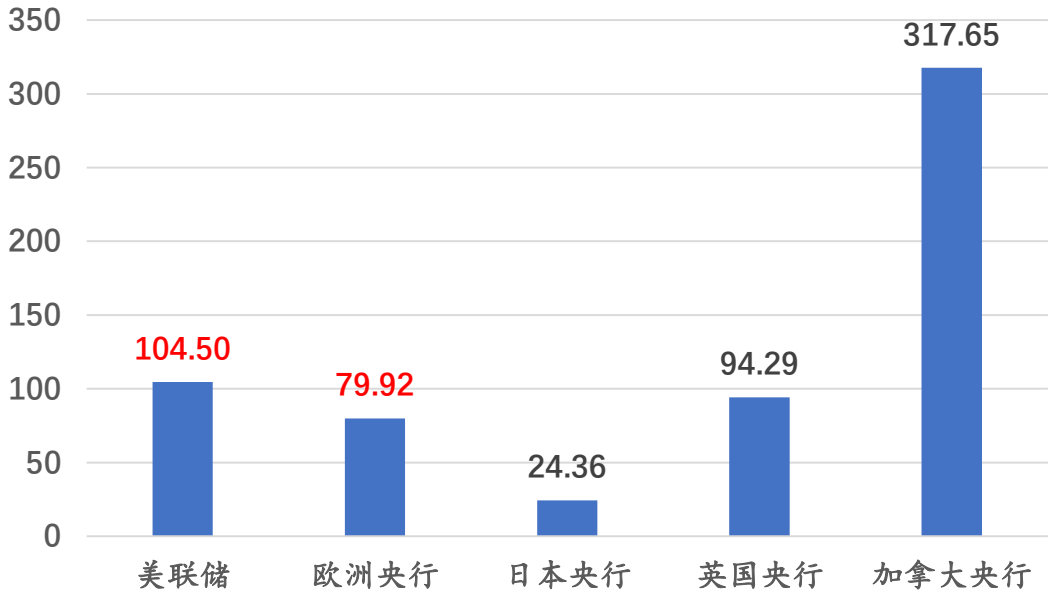
美联储货币政策转向会带来国际金融市场的动荡吗？

报告人：王晋斌

2021年12月1日

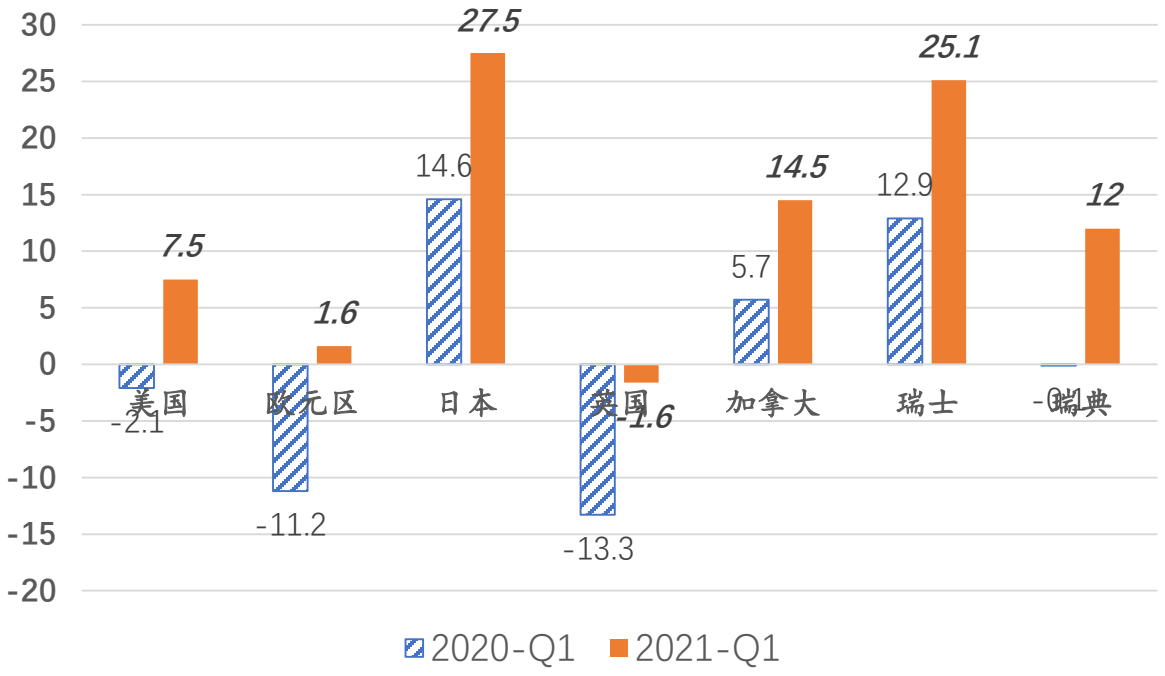
一、扩表是否带来信贷推动型的增长？



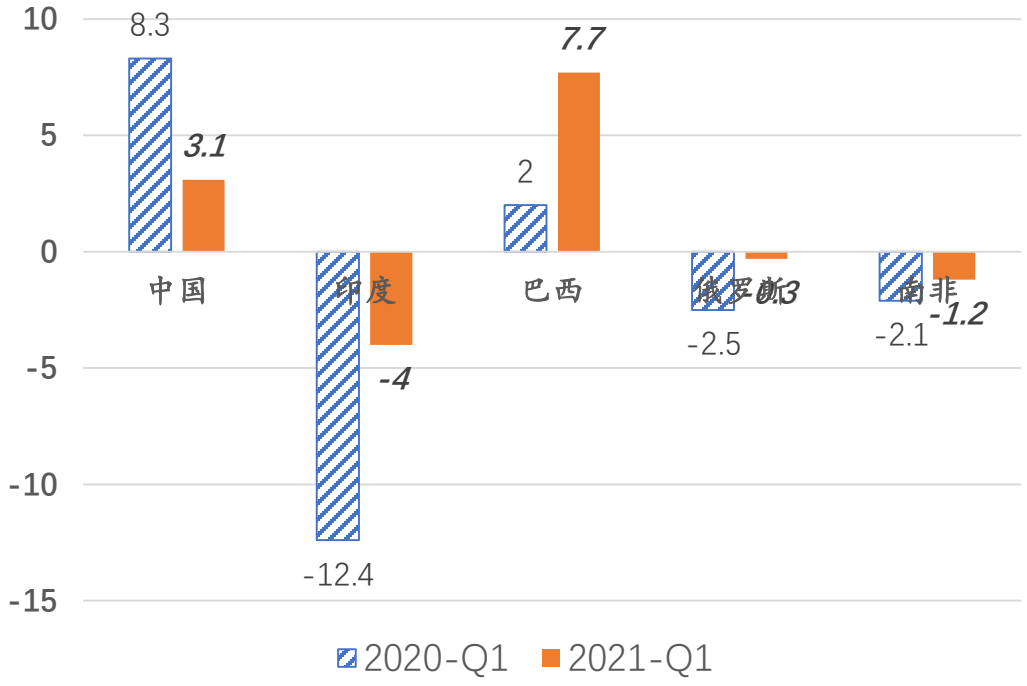


2020年3月初以来央行总资产增长率（%）

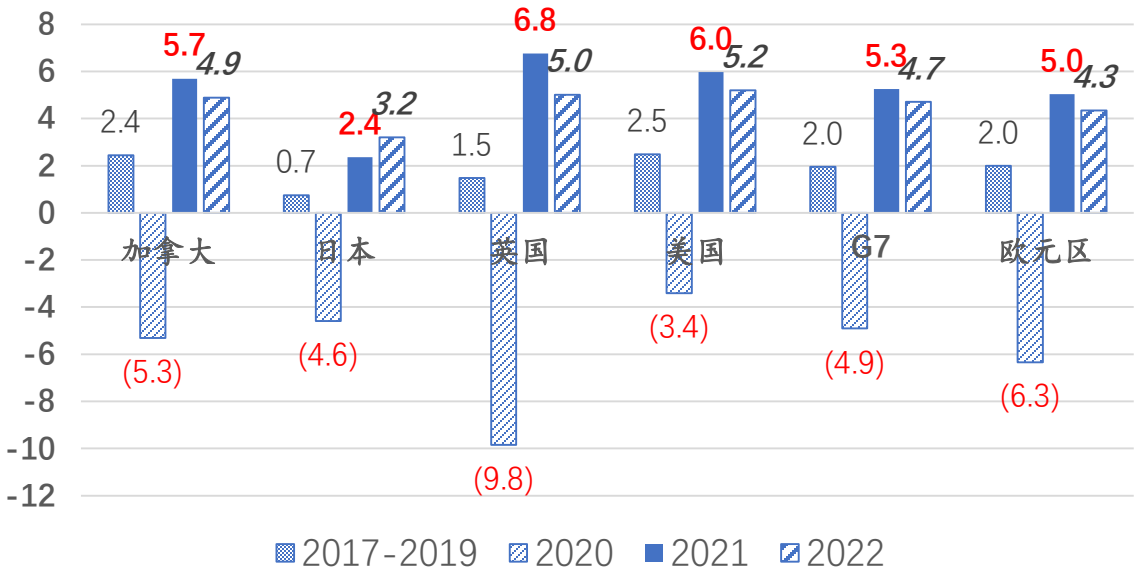
截至2021年11月中下旬，美联储和欧洲央行总资产分别高达8.675万亿美元和8.442万亿欧元。从2020年3月至今，美联储和欧央行总资产分别增加了4.44万亿美元和3.75万亿欧元。这就是说，2020年3月疫情冲击以来，美欧央行总资产新增了大约8.7万亿美元。再考虑到日本央行总资产增加了143万亿日元，英国央行总资产增加了0.52万亿英镑以及加拿大央行总资产增加了0.38万亿加元，这五家央行的总资产增加规模大约11万亿美元。



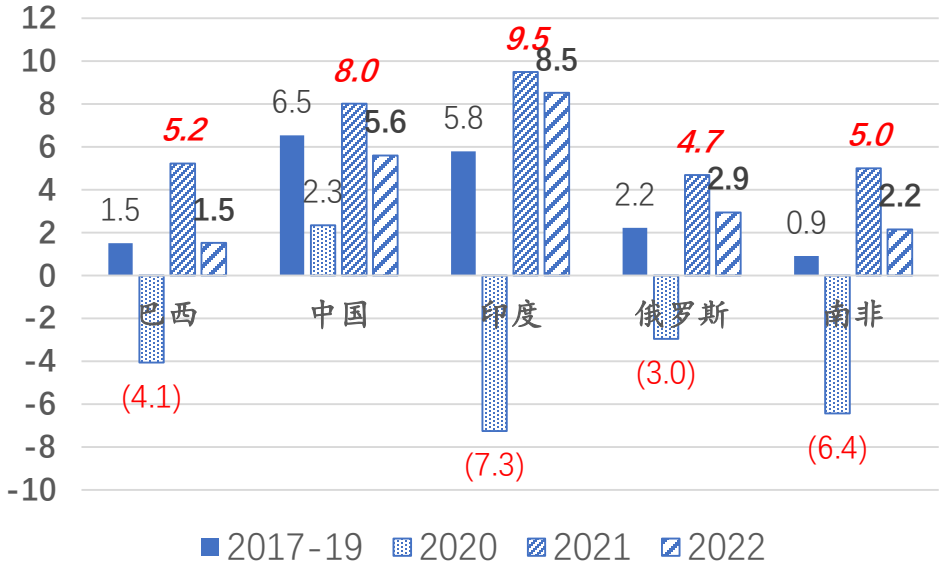
美元指数中经济体中的信贷/GDP缺口（%）



金砖五国经济体中的信贷/GDP缺口（%）



主要发达经济体经济增速（%）

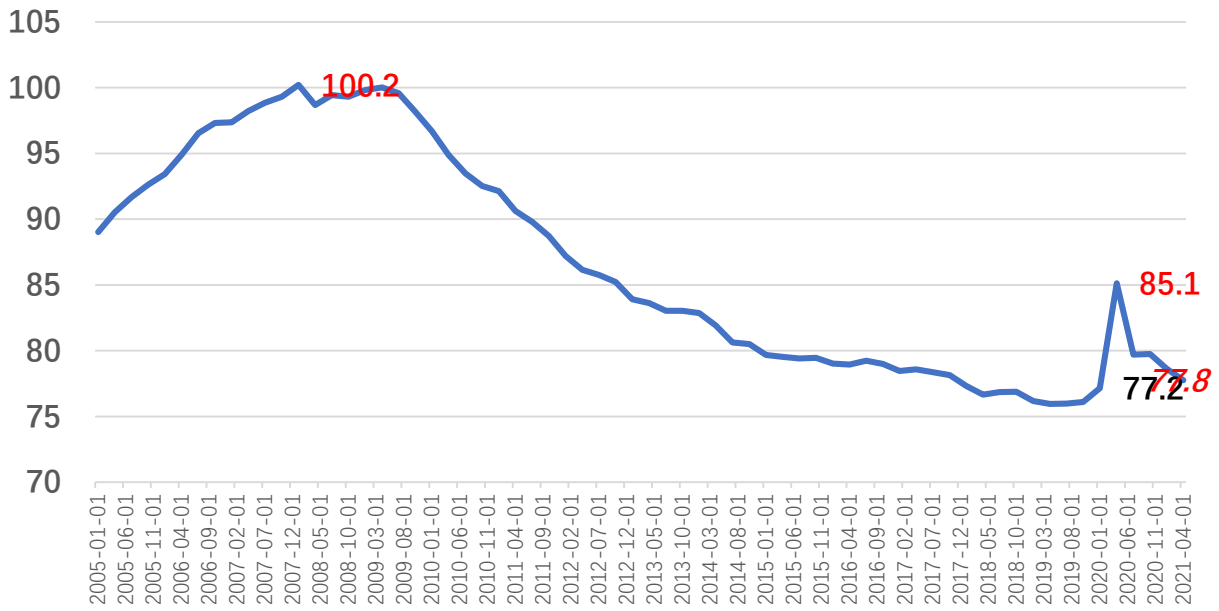


金砖五国经济增速（%）

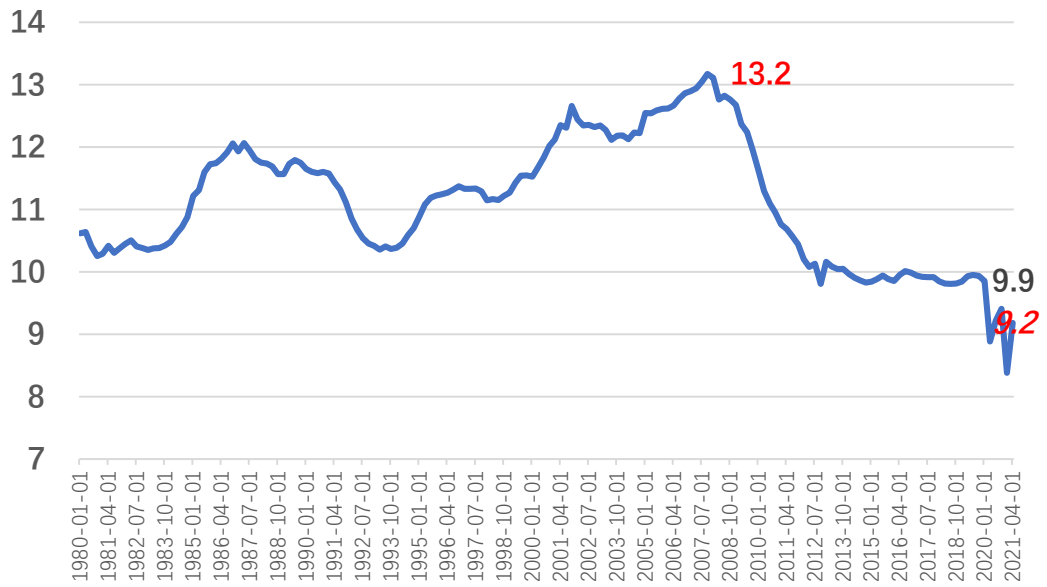
2021年美国1-3季度GDP年化增长率分别为6.3%、6.7%和2.1%；欧元区1-3季度GDP年化增长率分别为-0.3%、2.1%和2.2%。从IMF10月份的WEO预测来看，2021-2022年主要发达经济的经济增速会保持比较好的水平。美国2021-2022年GDP增速分别达到6.0%和5.2%；欧元区2021-2022年增速分别达到5.0%和4.3%。

2021-2022年金砖五国的经济增速出现了分化。中国2021-2022年GDP增速分别达到8.0%和5.6%；印度2021-2022年增速分别达到9.5%和8.5%。但巴西、俄罗斯和南非2022年的经济增速只有1.5%、2.9%和2.2%。

二、美国居民债务偿还能力：变强



美国经济中家庭债务/GDP的比例（%）

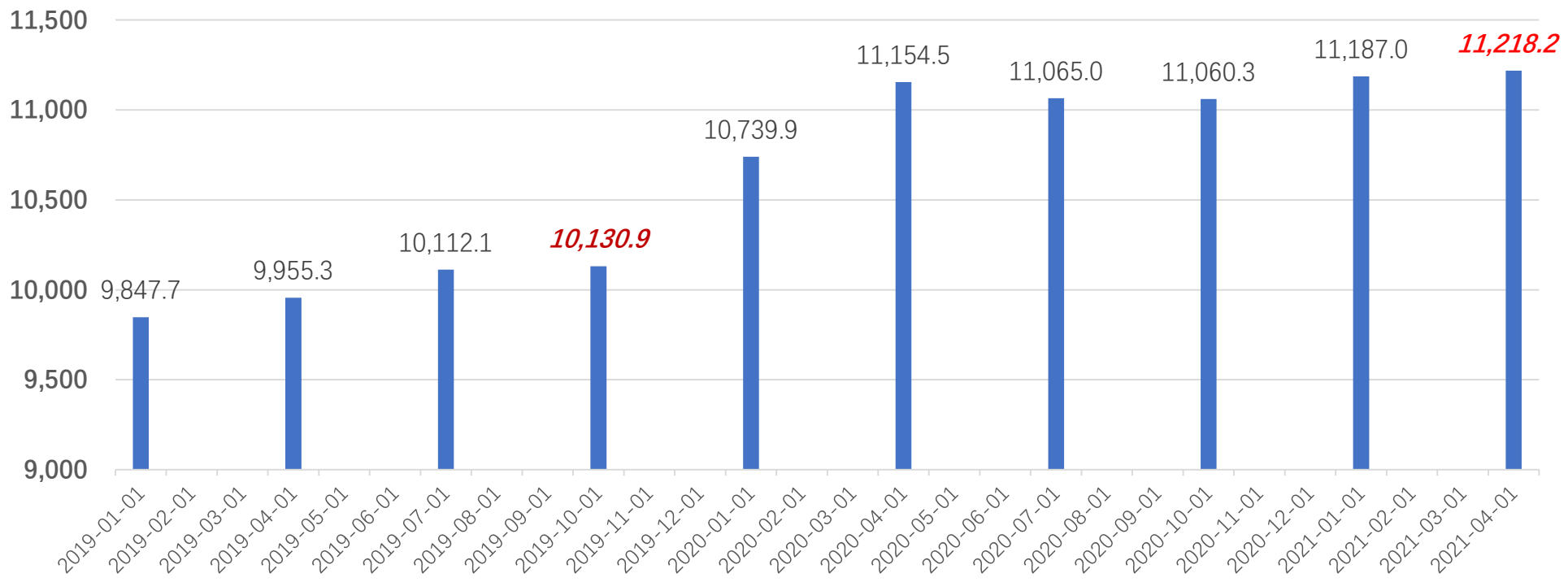


美国经济中家庭债务费用支出/可支配收入的比例（DSR，%）

2021年2季度美国经济中家庭债务/GDP的比例为77.8%，和疫情前2020年1季度77.2%很接近。次贷危机之后基本是处于去杠杆的过程。2020年2季度上涨至85.1%，此后一直下降至2021年2季度的77.8%。

2007年3季度美国经济中家庭债务费用支出占可支配收入的13.2%，是1980年有该项数据以来的最高点。次贷危机后随着美国经济中的家庭去杠杆，到2020年2季度这一比例下降至9.9%，截至2021年2季度这一比例为9.2%。

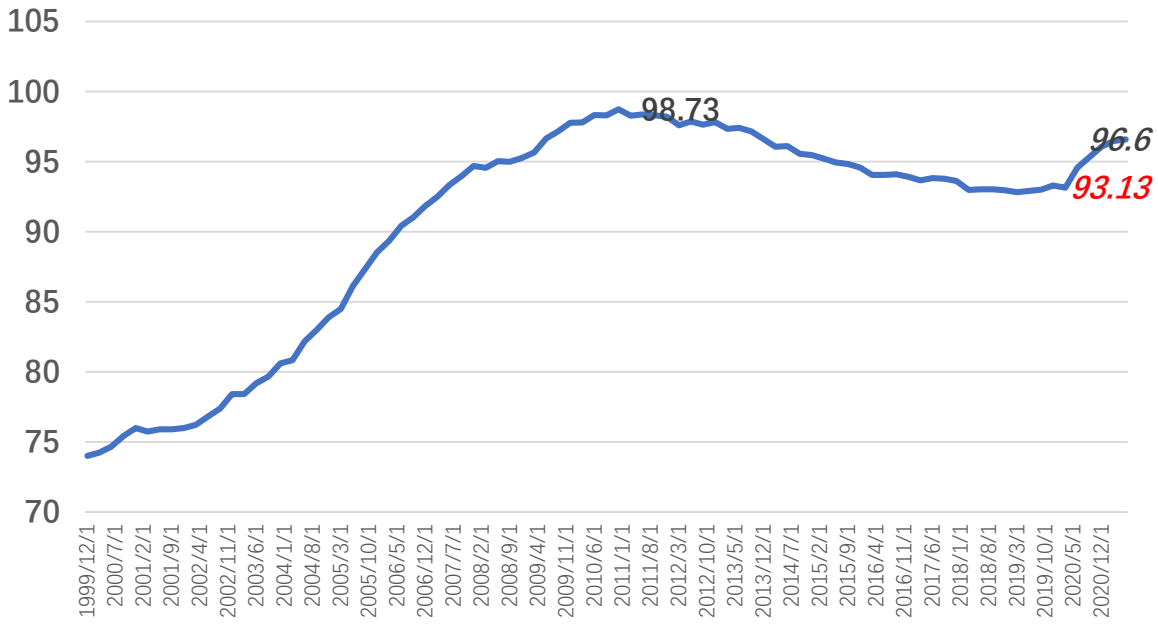
美国经济中非金融公司杠杆率：有所上升



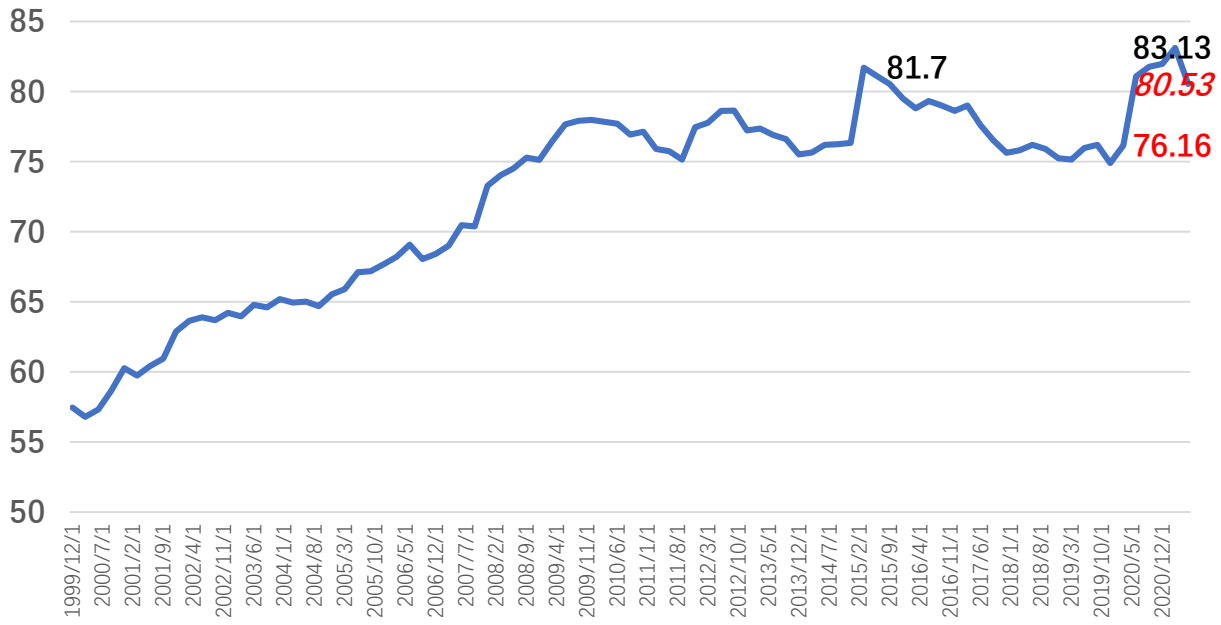
美国经济中非金融公司债务总量（10亿美元）

美国经济中非金融公司债务总量相对于疫情前2019年底来说，2021年2季度增加了1.087万亿美元。考虑到2019年和2021年2季度的年化GDP总量，美国经济中非金融公司债务/GDP从2019年底的53%上涨至58%，上涨了5个百分点。

欧元区居民和非金融公司没有经历去杠杆



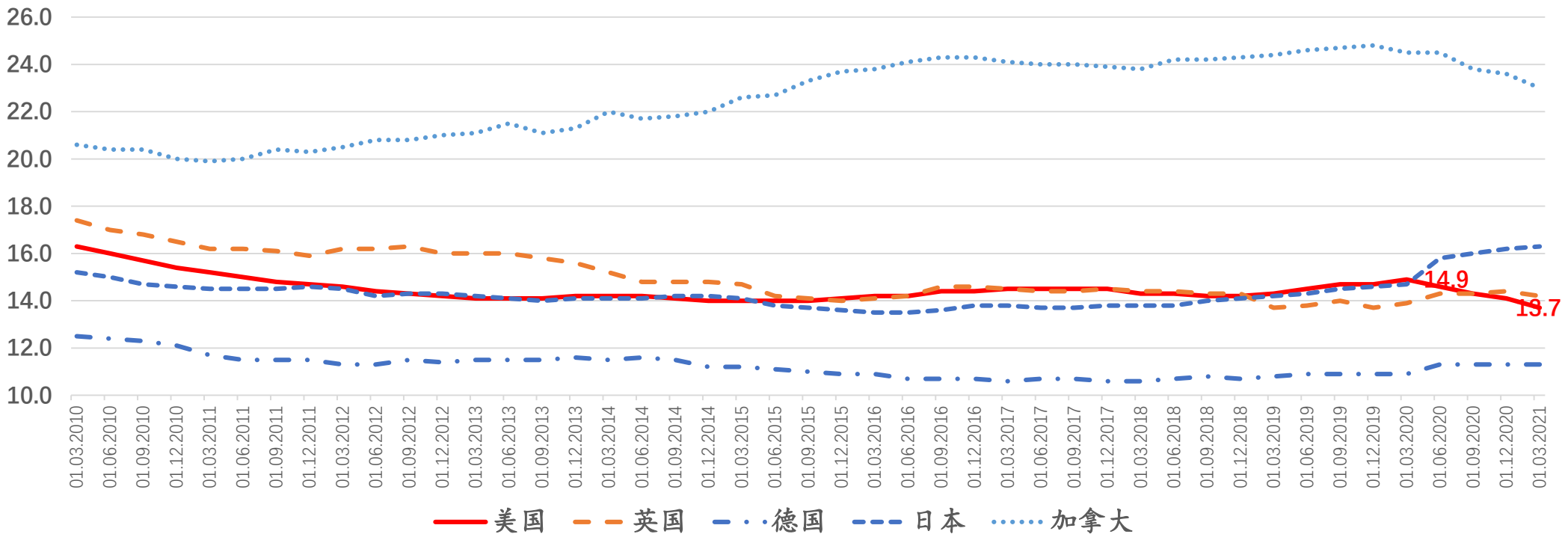
欧元区居民债务/GDP的比例（%）



欧元区非金融公司债务/GDP的比例（%）

从欧元区的情况看，欧洲居民债务/GDP比例相比疫情前所有提高。2021年2季度居民债务/GDP达到了96.6%，比2020年1季度93.13%提高了大约3.5个百分点。相比2010年底欧债危机时期的高点98.73%只差2个多百分点。

欧元区在次贷危机后没有经历过去杠杆的过程，主要是欧债危机，欧洲央行一直是扩表的。2014-2017年扩表是比较明显的。2020年1季度非金融公司债务/GDP为76.16%，2021年2季度为80.53%，杠杆率上涨了大约5个百分点。



主要发达经济体私人非金融部分债务服务比例（SDR，%）

从主要发达经济私人非金融公司债务偿还能力来看，疫情冲击以来，除了日本经济中私人非金融公司偿还债务压力增加之外，其他基本是稳定或者下降的。相比2019年底，2021年1季度美国和加拿大经济中私人非金融公司债务服务比例分别下降了1个和1.8个百分点；英国和德国增加了0.5和0.4个百分点，只有日本增加了1.7个百分点。美国企业杠杆率上涨了，但偿债压力下降，主要是筹资低利率成本的原因。

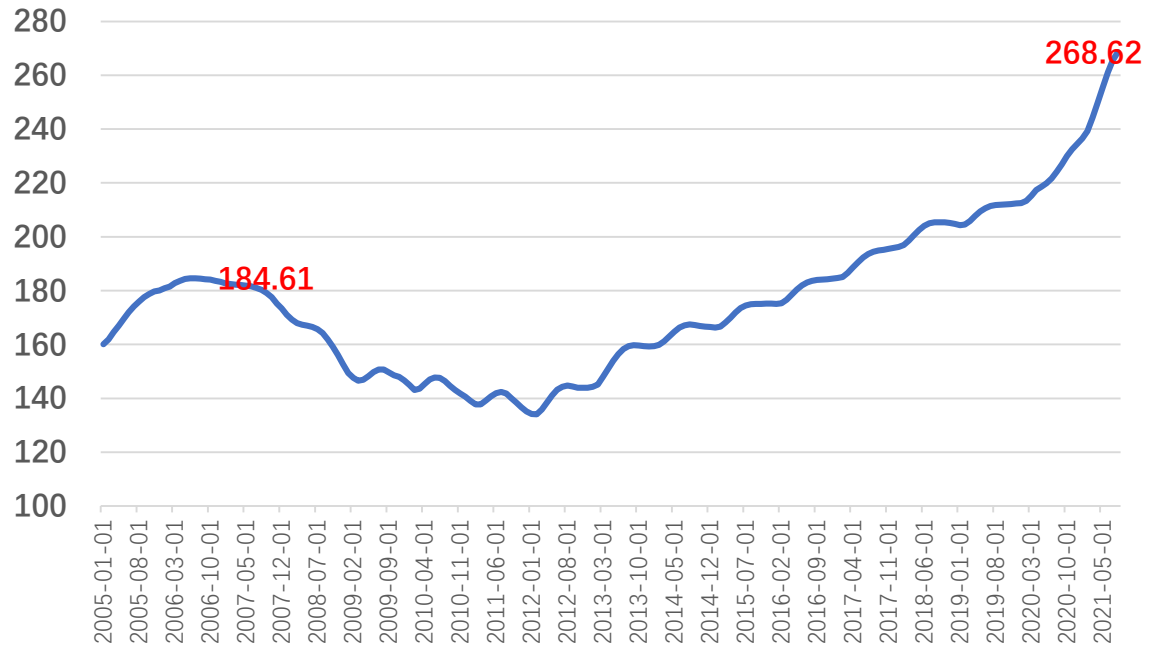
三、金融市场资产价格是否存在明显泡沫？

	自2010年以来累计（%）	2021年2季度（年率，%）
所有报告经济体	24.5	4.8
发达经济体	32.5	8.6
非欧洲经济体	42.8	10.3
欧元区	14.9	5.3
欧元区之外的欧洲经济体	31.5	8.5
新兴市场经济体	18.3	1.8
拉美	19.7	1.5
亚洲	26.3	0.7
中东欧（不包括欧元区）	-11.0	7.5
中东及非洲	10.7	1.5

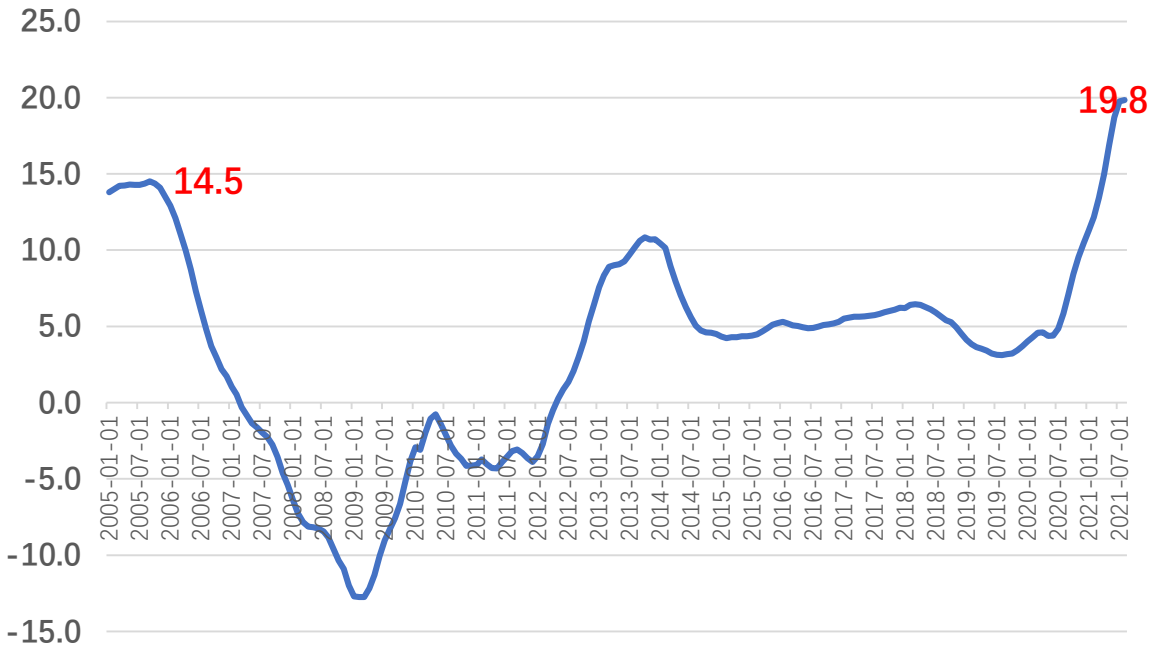
依据BIS（Residential property price statistics, Q2 2021）的数据），按实际价值计算，全球房价目前比GFC后的平均水平高出24.5%，AEs和EME分别高出32.5%和18.2%。在G20经济体中，印度、加拿大、德国和美国的实际价格自2010年以来大幅上涨，涨幅处于50%-65%之间。同时，也存在房价下跌的经济体，意大利、俄罗斯的房价分别比GFC后的水平下降了20%和40%左右。

2021年第2季度，全球实际房价累计同比上涨4.8%，这是自2007-09年大金融危机（GFC）以来的最快增长率。发达经济体（AEs）的增长尤为强劲，平均为8.6%，高于第一季度的7.2%和一年前的3.8%。新兴市场经济体（EME）的实际价格上涨较为温和，平均上涨1.8%，低于第一季度的2.6%。然而，主要欧洲、中东和非洲地区之间存在着巨大差异：中欧和东欧的实际房价增长率飙升7.5%，而新兴亚洲、拉丁美洲以及中东和非洲的实际房价增长率在0.7%到1.5%之间。

美国房价不断创历史新高

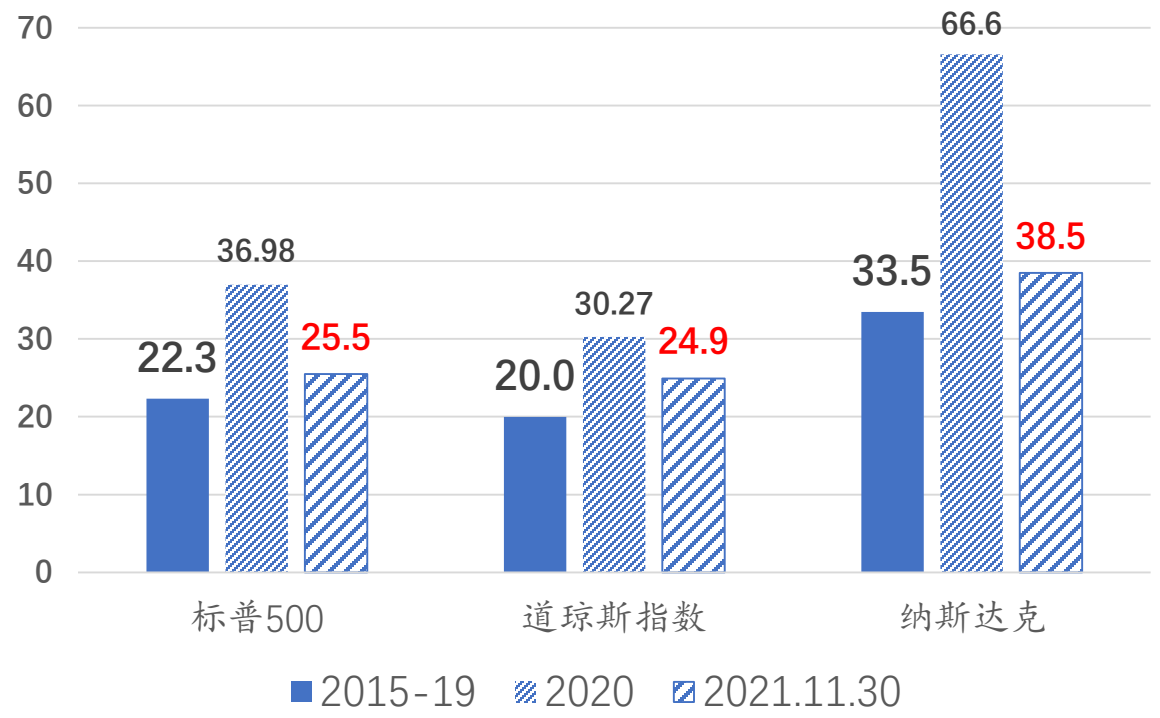


S&P/Case-Shiller U.S. 全国房价指数，Jan 2000=100,无季节调整

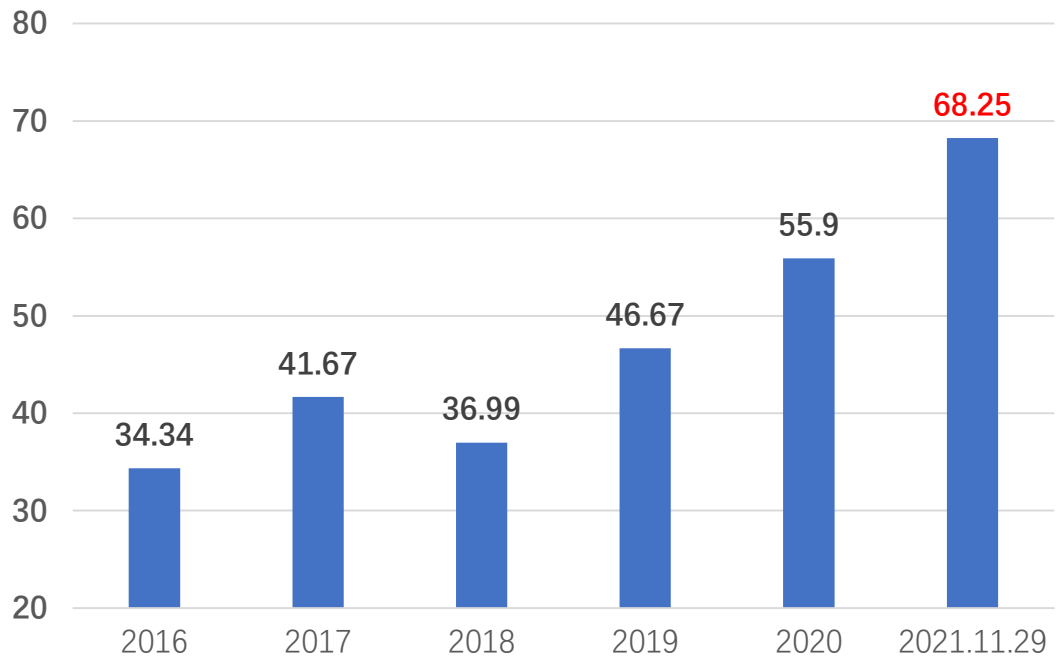


S&P/Case-Shiller U.S. 全国房价指数同比涨幅（%）

2、股市风险资产价格：普涨是常态



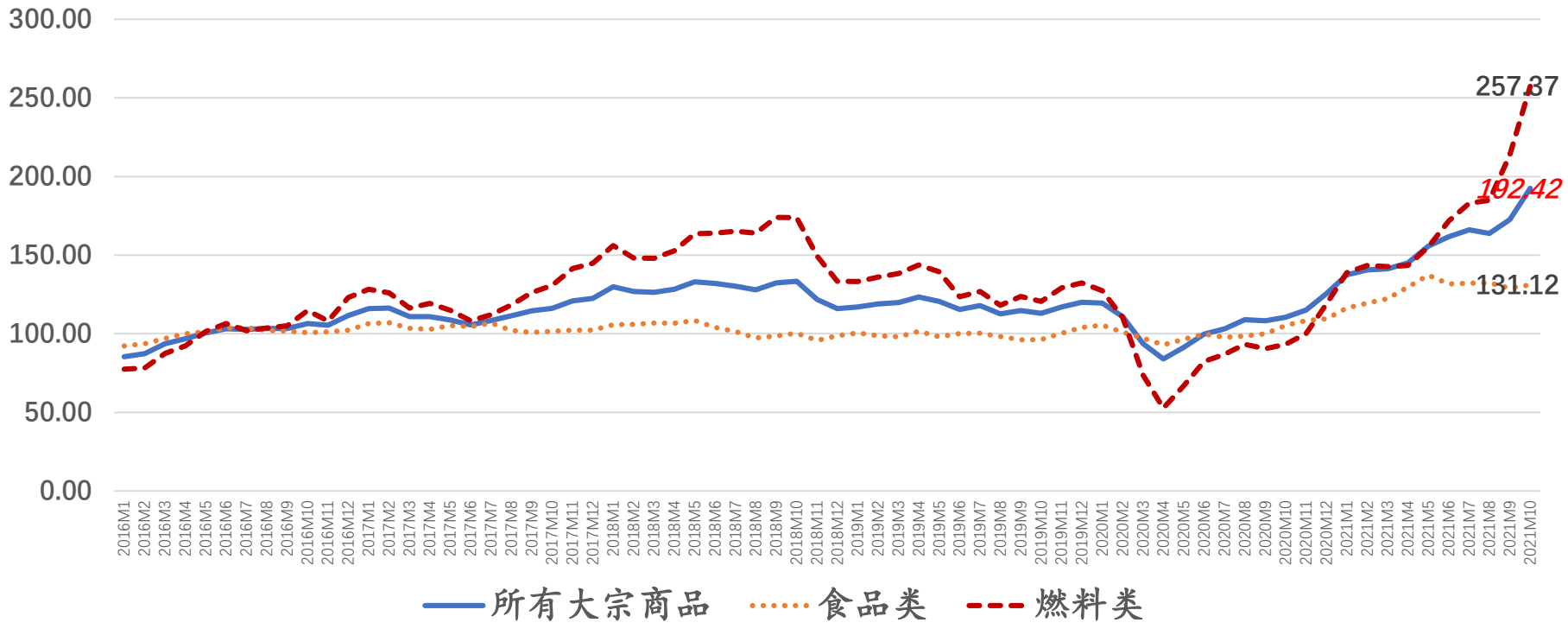
美国股市的P/E（TTM）



美国股市市值的变化（单位：万亿美元）

11月30日：P/B：标普500为4.66；DJ为6.90，纳斯达克6.11。

四、通胀会导致多快的货币政策收紧？



截至2021年10月，全球大宗商品价格指数达到192.42，食品价格指数达到131.12，燃料类价格指数大幅度上涨至257.37。疫情爆发前的2020年2月，大宗商品、食品和燃料价格指数分别为110.94、101.11和110.31。

从主要发达经济体来看，目前的通胀率是大幅度超调的。美国10月份PCE同比增长5%，连续8个月超调。欧元区10月份通胀率4.1%（HICP），达到2008年7月份4.1%的高点，连续4个月超调。英国10月CPI同比4.2%，加拿大10月份总CPI同比4.7%，核心CPI-trim 3.3%，只有日本经济基本是零通胀。

美联储相机抉择的TAPER

11月3日，Federal Reserve issues FOMC statement给出的相机抉择的TAPER实施方案：鉴于自去年12月以来经济在实现委员会目标方面取得了实质性的进一步进展，委员会决定开始将每月净资产购买速度降低150亿美元（100亿美元国债+50亿美元MBS）。从本月晚些时候开始，委员会将每月增加至少700亿美元的美国国债和350亿美元的MBS。从12月开始委员会将每月增加购买至少600亿美元的美国国债和至少300亿美元的MBS。委员会认为，每月类似的降低净资产购买速度可能是合适的，但如果经济前景发生变化，它准备调整购买速度。从上述表述中可以看出，美联储只公布了2个月的具体TAPER，美联储的购债规模从1200亿美元/月下降至900亿美元/月。同时保留了未来TAPER的相机抉择性。

强调购债缩减与加息完全不同，继续坚持流动性与利率分离管理的货币政策策略。

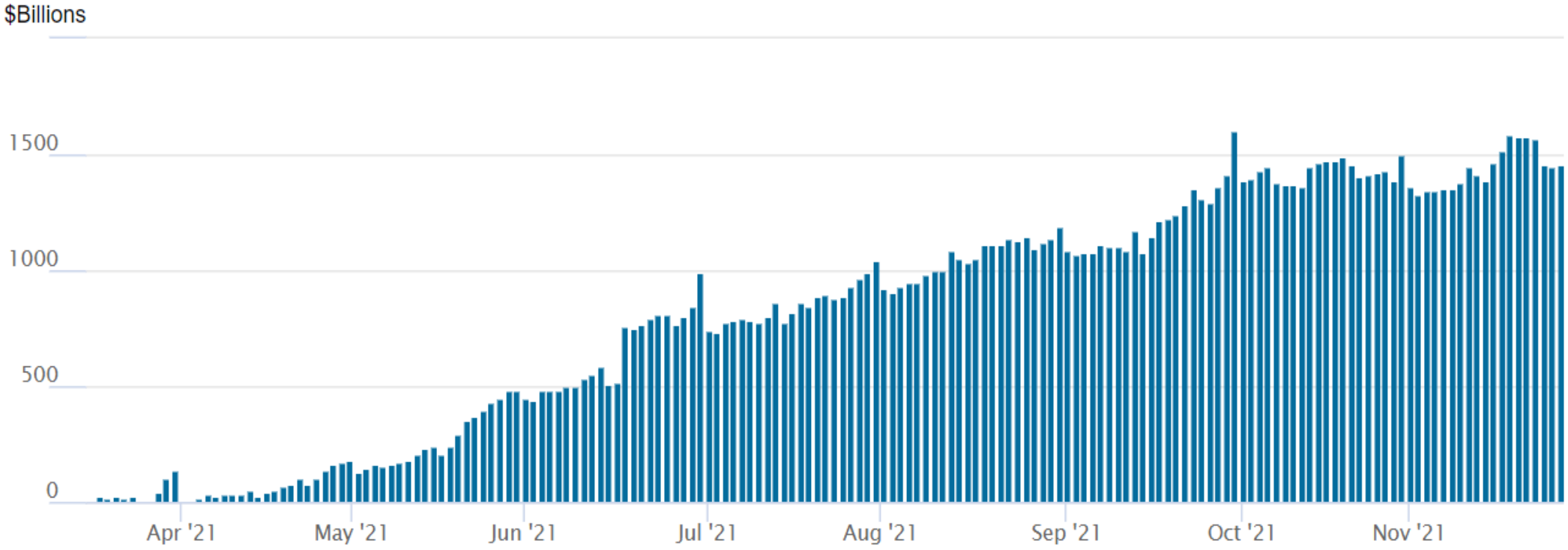
11月3日欧洲央行行长拉加德表态，12月份将考虑债券购买校准计划。

五、国际金融市场是否动荡？流动性与利率是关键

流动性是国际金融市场的基本支撑。 国际金融市场流动性极其充裕决定了国际金融市场不太可能出现连续较大幅度的调整。

从今年8月11日起至11月29日，美联储纽约分行的隔夜逆回购规模就稳定在1万亿美元以上，最大规模发生在9月30日，达到了1.60万亿美元。从逆回购利率来看，6月17日之前均为0%，6月17日及以后均为0.05%，逆回购利率处于极低水平。11月29日回购为1.46万亿美元。

国际金融市场：充裕的流动性



纽约联储逆回购规模：2021年3月18日-11月29日

风险溢价与投资者偏好

TED利差（%）

11月22日为0.12%，相比10月中下旬0.06%有所上涨。疫情爆发前大约在0.30%左右。

穆迪Aaa与10年美债收益率之差（%）

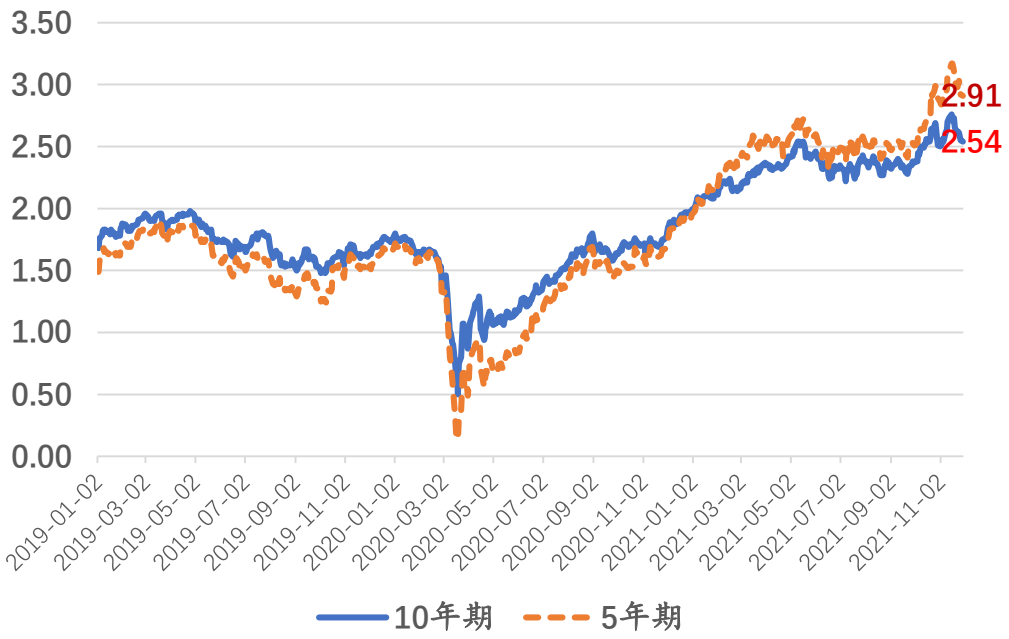
穆迪Aaa与10年美债收益率之差（%）在11月26日为1.13个百分点。

新兴市场债券风险溢价有一定上升

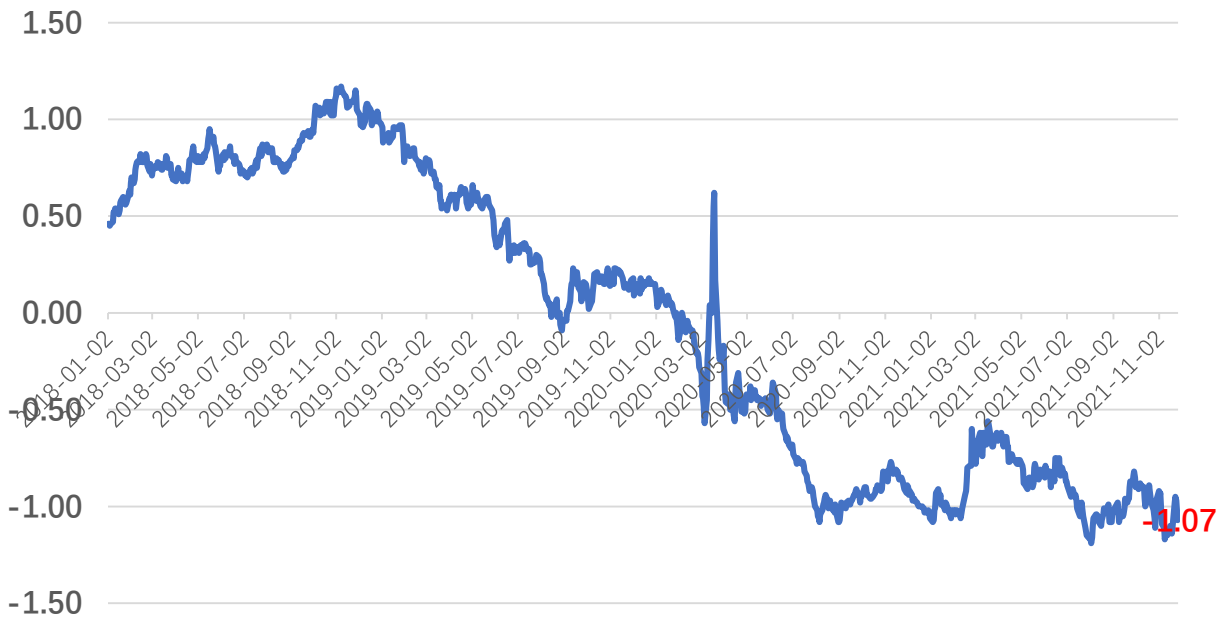
ICE美国银行新兴市场公司债券指数期权调整利差（%，未经季节性调整）

新兴市场债券风险溢价：金融大动荡高点达到了6.41个百分点，11月26为3.24个百分点，整个风险溢价较3-9月份的2.6%左右有一定的上升。

美国经济中长期通胀预期与实际利率



美国经济中的中长期通胀预期（%）



10年期国债隐含的实际利率（%）

2021年11月29日10年和5年期美国保本国债隐含的通胀预期分别为2.54%和2.91%，较前期高点2.76%和3.17%（11月15日）有所下降。但从今年年初完成了5年期通胀预期大于10年期通胀预期的调整。

2021年11月26日实际利率-1.07%。

10年期美债市场收益率（%）

11月29日10年期美债收益率1.52%，相比去年8月份最低点0.52%已有明显上涨。在通胀预期和实际利率作用下仍处于较低位运行。

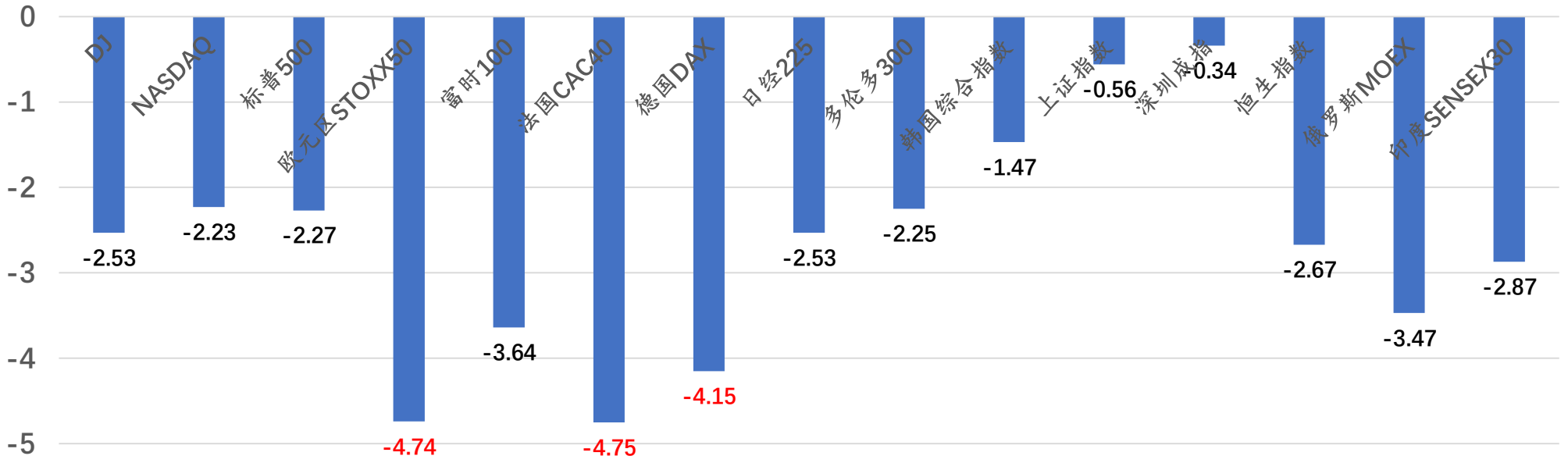
2022年美债供给会大幅度减少。2020-2021年美国财政赤字大约6.2万亿美元。2022年大约1万亿美元。流动性投放边际减少和美债供给减少有利率上扬有对冲作用，同时要充分考虑通胀预期和实际利率的变化。

今年年底美国债务上限问题即使出现了技术性违约，也会对市场造成冲击。

美元指数的近期上涨：美欧经济周期修复非完全同步

美元指数是一个金融利益集团。11月19日美元指数站上96，收盘价96.067。截至11月30日中午基本在96.10上下运行。今年以来美元指数上涨了6.85%。近2个多月以来，美元指数呈现出上涨态势其原因是欧元区和日本经济修复和美国经济修复的非同步性。但由于欧元区、英国、加拿大的经济周期与美国经济周期非同步性差异不大，美元指数应该没有持续走强的基础。这与2014年6月之后的美元指数一直持续走强到2017年初大不相同。

美国货币政策转向：国际金融市场会大动荡吗？冲击性的小动荡是常态



11月26日（星期五）博茨瓦纳、南非出现的新冠变异新病毒Omicron（B.1.1.529）引起了市场的短期较大幅度的调整，比利时、以色列等地出现了类似病例，多地出现变异新病毒对国际金融市场产生了瞬间冲击，依据WIND的数据，VIX指数一日大涨54.04%，收盘28.62，导致今年以来VIX指数上涨了25.80%。依据WIND的数据，11月26日ICE布油在一个交易日暴跌11.27%。

美联储货币政策转向：类似2020年3月的全球金融大动荡应该没有

✓ 居民和企业资产负债表质量好于2019-2020年。美国政府债务大幅度增长，但违约的概率应该没有。

✓ 货币政策转向不代表流动不充裕，流动性是充裕的。流动性充裕决定了不可能出现流动性危机。

✓ 高通胀存在不确定性，但从预期来看，近期出现了下降。美联储和欧洲央行预期2022年年中会回落，但疫情冲击造成的供应链瓶颈、运输费用等对物价上涨的压力还是存在不确定性。比如BDI下降了很多，但和疫情前比还是上涨了300%。

✓ 疫情的不确定性冲击决定了美联储不会采取超出市场预期的紧缩办法。TAPER，在很大程度上体现了流动性与利率分离管理的特征。这就决定了国际金融市场不会同时受到流动性收紧和利率上扬的同时冲击，国际金融市场利率上扬大概率将呈现出波动中的节制性上扬。

✓ 美元指数走强并不具备中期基础，原因在于欧元区、英国以及加拿大的经济周期与美国差异不大。

风险提示Ⅱ：本报告可能存在未预计到的黑天鹅事件。

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀经濟论壇

聚焦“美联储货币政策转向会带来国际金融市场动荡吗？”，CMF 中国宏观经济专题报告发布

12 月 1 日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 39 期）于线上举行。**百度 APP、网易财经、新浪财经、财经、凤凰网财经、Wind、证券时报、中国证券报、南方都市报、同花顺财经、好看视频**等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数**近六十万**人次。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦**“美联储货币政策转向会带来国际金融市场动荡吗？”**，知名经济学家**曹远征、毛振华、雷达、肖立晟、王晋斌**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院党委常务副书记、国家发展与战略研究院研究员、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**王晋斌**教授代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕**各央行扩表、美国债务杠杆和偿债能力、美国金融资产泡沫、美国通胀下相机抉择的 TAPER 以及政策转向的影响**五个部分展开。

一、扩表带来信贷推动型的增长以及发达与新兴市场经济体经济增速差距降低

美联储、欧洲央行、日本央行、日本央行、加拿大央行从 2020 年 3 月初到 2021 年 11 月中下旬，扩表速度非常快。美联储扩表 4.44 万亿美元，欧洲央行扩表 3.75 万亿欧元，五个重要发达经济体的央行扩表规模总额达到了大约 11 万亿美元。按照全球 GDP 增长来看，这个数很大。从央行总资产规模增长率来看，2020 年 3 月以来，整个美联储爆表超过 104%，欧洲央行爆表约 80%，日本央行小一些大约是 24%，英国央行大约 94%，加拿大央行是最高的，超过 317%。

央行扩表的方式有所差异，美联储主要是通过购债，2020 年 3 月以来，央行总资产多增加了 3 万多亿美元的国债，直接下场买债向金融市场吐现金成为了向市场提供流动性的主要方式。欧洲央行也是通过购买欧洲居民发行的证券来增加市场流动性。杠杆变化无疑会直接影响市场未来调整的程度。

根据 BIS 提供的今年一季度的数据，对比美元指数中经济体中的信贷/GDP 缺口和金砖五国经济体信贷/GDP 的缺口，发达经济体信贷缺口收敛速度比金砖五国的收敛速度要快，收敛后的信贷正缺口程度要大一些，这主要和央行扩表的速度和规模密切相关。**发达经济体这一轮增长在很大程度上可以看成是信贷推动型增长，是靠央行爆表、财政刺激以及通过加杠杆形式带来的增长。**

从增长速度的角度看，对于主要发达经济体，IMF（WEO）预测美国 2021 年 GDP 增速 6.0%，2022 年美国 GDP 增速会达到 5.2%，美联储 9 月份自己对 2021 年的经济增速预测是 5.9%。欧元区经济增速今年 5.0%，明年是 4.3%。中国经济增速 2021 年预测 8.0%，明年预测 5.6%，印度去年基数很低，今年增速很高为 9.5%，2022 年会达到 8.5%。整体上，对比经济增速，**金砖五国经济体经济增速与发达经济体经济增速之差，从历史长视角来看有所收敛，两者的差距在缩小，**从 1990 年中后期以来，或者说从 2001 年中国加入 WTO 以来，新兴经济体经济增速比发达经济体是要快的，两者增速差额是比较大的，但从这一轮反疫情危机之后的 2021-2022 年情况来看，两者增速差是缩小的。

二、美国居民和企业债务杠杆相对稳健

在信贷推动增长的条件下，美国居民的偿债能力变强了。次贷危机前夕，美国家庭债务占 GDP 比例超过 100%，今年二季度水平为 77.8%，在疫情冲击前的 2020 年一季度是 77.2%，在 2020 年二季度上涨到 85.1%，随后杠杆是下降的。现在美国居民杠杆率基本延续了次贷危之后的去杠杆趋势，整个居民的杠杆和过去相比，今年二季度是 77.8%，次贷危机高点是 100%，下降了 20 多个百分点。

美国经济中家庭债务费用（DSR）支出占可支配收入的比例 2007 年三季度高点时为 13.2%，在新冠肺炎疫情时前的比例 2020 年一季度是 9.9%，2021 年二季度达到 9.2%，

说明美国居民的债务偿还能力变强了。**美国居民杠杆的下降以及偿债能力的增强，与美国激进的财政政策有很大的关系。**新冠疫情以来，美国财政经历了 2020 年 3 月、2020 年 12 月和 2021 年 3 月三轮大规模的现金发放，美国应对新冠肺炎疫情的预算高达 4.7 万亿美元，到目前为止使用掉了 3.8 万亿美元左右。可以看出美国居民整个债务偿还能力是变强的，所以家庭资产负债表是比较健康的。

企业杠杆角度看，**美国非金融公司的杠杆率有所上升。**2019 年底这个值是 10 万亿美元左右，现在涨到了 11.2 万亿美元，2021 年二季度和疫情前相比增加了 1.087 万亿美元的债务。考虑到 2019 年和 2021 年二季度的年化 GDP 总量，计算出来的非金融公司债务/GDP 的比例从 2019 年底的 53%上涨到 2021 年二季度的 58%，上涨了 5 个百分点，非金融公司企业的杠杆率是有所上升的。

偿债能力包括两部分，一部分是包括居民用于抵押融资所有的费用，二是居民在信用过程中发生支出的费用，包括其他贷款和信用贷款之类。从两部分占收入的比例来看，主要发达经济体中，私人非金融公司债务服务比例，美国是由疫情前的 14.9%降到现在的 13.7%，整个发达经济体虽然杠杆增加了，但企业偿还债务支出的成本占企业收入的比例是下降的。因此，**虽然美国企业杠杆率上涨了，但偿债压力下降，主要是筹资低利率成本的原因。**现在整个市场利率还处在比较低的水平，所以偿债压力和过去相比减少了，利率上扬对债务来讲影响会大。

总体上，**美国企业杠杆率上升了，居民偿债能力和企业偿债能力还是不错的。IMF 预计 2022 年美国经济还有比较高的增长，整个债务杠杆从居民和企业角度还是比较稳健的。**

三、金融市场资产价格可能存在明显泡沫

对于资产价格是否出现明显泡沫，首先可以看 BIS 最近关于全球居民房价涨幅的统计。从 2010 年以来，全球实际房价（剔除物价水平变化的）上涨了 24.5%，其中发达经济体上涨了 32.5%，新兴市场经济体上涨 18.3%，发达经济体房价实际涨幅是超过新兴经济体的，这是所有报告经济体加总的数据。值得注意的是，2021 年二季度，发达

经济体房价涨幅达到8.6%，这是自次贷危机以来的最快涨幅。全球也是同样，2021年2季度全球所有报告经济体房价上涨了4.8%。五家发达经济体央行扩表规模达到11万亿美元，在流动性非常充裕的条件下，房价上涨很难避免。**除个别经济体外（意大利等），全球各国房价都是普涨的。**

根据统计到今年8月份的数据，美国房价创历史新高（标普500Shiller房价指数）为268.62，次贷危机前2006年左右最高点是184.61，美国的房价比次贷危机时高出很多。今年8月份同比涨幅19.8%，涨幅这么高和去年相对比较低的基数有关，但整体来讲同比涨幅也是次贷危机以来最大的同比涨幅。美国的房价不断创历史新高，是否有泡沫呢？学者观点有所差异，**有人认为美国房价还会上涨，主要是从供给和需求的角度分析，人们为了改善住房条件，房屋供给不足等原因，导致**美国的房价上涨是刚需。疫情问题导致人们对住房的多样性需求，疫情冲击导致房子供给跟不上需求，导致供需错配的问题，新建房屋跟不上需求，所以导致房价上涨。整体来讲，美国房价的水平是比较高的，但存在区域差异性。

除房地产之外，另一个重要的金融资产是股票。从2021年以来全球重要股市的涨幅来看，美国三大股指今年以来的涨幅都比较大，道琼斯接近15%，标普大约24%，纳斯达克大约22%。欧洲股市，英国主要因为英国脱欧等一些问题稍微差一些，法国上涨20%多，德国、意大利、欧元区整体上涨了15%，加拿大多伦多300也上涨了21%点多，俄罗斯股市今年上涨也不错，上涨到18%，中国创业板上涨了17%点多，香港恒生指数今年以来是负涨幅，截止目前下跌了13.4%。可以看出，**欧美股市普遍涨幅更好，因为流动性极其充裕。欧美股市涨幅比亚洲股市涨幅，甚至比一些新兴经济体股市涨幅的整体水平要高一些。**

对于美国整个股市的变化是否有明显的泡沫，可以简单从三个时间段对比分析：2015年-2019年、2020年，2020年-2021年11月30日的滚动的市盈率（TTM）。标普500指数2015年-2019年市盈率22.3倍，今天是25.5倍；道琼斯指数2015年-2019年是20倍，今天是24.9倍，纳斯达克指数2015年-2019年是33.5倍，今天是38.5倍。2020年美国股市的泡沫还是严重的，纳斯达克的PE达到66.6倍，道琼斯30多倍，

标普 500 大约 37 倍。从另外一个视角看，**市盈率虽然上涨，但美国市场利率水平跟 2015 年-2019 年相比基本是一半的水平，**目前十年期美国国债收益率大约 1.5%，2015 年-2019 年十年期国债收益率在 2.8%甚至是 3%左右的水平。**通过市净率数据来看，美国股市的估值是比较高的，不便宜。11 月 30 日标普 500 的 P/B 为 4.66；DJ 为 6.90，纳斯达克 6.11，是否有明显泡沫也不太好说。**

随着股市上涨，美国股市的市值涨幅是巨大的，2019 年底的时候，美国股市整个市值 46.7 万亿美元，最新统计到今年 11 月 29 日的数据，美国股市市值依据万得数据是 68.25 万亿美元。2020 年疫情以来大概上涨了 22 万亿美元的市值。这个数额已经超过了美国现在一年的 GDP，美国股市市值是大涨的。

美国股市和房市作为金融资产价格上涨之后，对美国经济很重要。美国非金融类企业金融资产占其总资产的比例大概在 45%。非金融类企业中股票和房地产占到金融资产的比例，房地产占到 70%，股票占到 11%，所以，**金融资产对美国企业的资产负债表是很重要的，如果股市大跌，美国企业资产负债表恶化会非常明显，因为资产负债表的 45%是金融资产，金融资产中 70%是房地产，11%是股票，其次是其它金融资产。**

金融资产在居民资产负债表中也是一样的。2019 年底美联储调查显示，美国收入最低的 50%和收入最高的 10%的人群中，房地产和金融资产占其总财富的比例，金融资产在越富的群体中占比越大，最高收入 1%中金融资产占其总资产 36%，在最低收入中占到 8.5%。在收入次低的人群，房地产占比较高，在 90%调研家庭中，房地产占整个金融资产的财富达到的比例大约是 22%多一点，股票占大概 10%左右的水平。所以，**美国股市和房市对美国的企业、居民的财务结构和资产负债表影响很大，美国是很金融化的经济体，杠杆和金融资产价格对实体经济影响很大。**

四、通胀压力下相机抉择的TAPER

金融资产在美国企业和家庭中这么重要，现在美国面临持续的通胀压力，需要关注的问题是物价通胀会导致多快的货币政策收紧，这会涉及到资产价格重估，也会涉及到企业和居民个人再融资的成本，利率或者说美国金融政策的变化对美国市场的影响是巨

大的。

从全球大宗商品价格来看，在全球流动性非常宽裕的条件下，再加上经济修复导致的需求拉动，大宗商品价格的涨幅巨大。依据 IMF 提供的数据，疫情暴发前 2020 年 2 月大宗商品价格指数是 110，到今年 10 月份的数据大约是 192。在疫情爆发前 2020 年 2 月食品类价格大约是 101，现在是 131。所以，**全球食品类价格上涨了 30%多。燃料类价格的上涨更是夸张，疫情前的 2020 年 2 月是 110，现在是 257，燃料上涨了一倍多。**

有研究显示，**美国经济系统中油价涨幅和它的 CPI 关联性非常强**。最近美联储的一项研究相关系数达到 0.7。比如，美国是能源消耗大国，原油上涨汽油就会上涨，汽油上涨美国人人都开车，立即会转递到所有的物价中，传递到 CPI 中。今年美国十月份的 PCE 私人消费支出物价同比涨幅 5%，已经连续八个月超调了。从今年 3 月份超过 2%，美国长期货币政策目标是 2%的话，已经是八个月超调了，未来还会持续超调数月。

美联储对通胀解释了很多原因，比如大宗商品价格上涨之外，还有供应链问题导致的供需错配问题等等。

在物价上涨的情况下，美国推出了 TAPER（11 月 3 日），但是一个相机抉择的 TAPER。这个 TAPER 明确了具体的时间只有两个月，每个月减少购债 150 亿美元，然后再看，根据实际情况再调整。美联储这么做的原因也是因为疫情未来存在很大的不确定性，包括供应链改善也存在不确定性，所以给出了这种相机抉择的 TAPER。近期，鲍威尔认为应该放弃通胀是“暂时性的”说法，说明通胀压力是明显的。但认为 TAPER 边际放松的收紧和加息是不同的，美联储还是会坚持流动性和利率一定程度分离管理的货币政策策略。

五、货币政策转向，预计冲击性小动荡是常态

一个市场只要有充足的流动性就不会出现流动性危机，只要有充足的流动性也意味着这个市场不太可能出现连续的较大幅度调整。从美联储纽约分行的逆回购操作来看，国际金融市场流动性现在是非常充裕的，从 8 月份以来突破 1 万亿美元以后，基本保持

在很高的水平，近期在 1.4 万亿美元以上，整个市场的流动性很充裕，现在的国际金融市场流动性和疫情前的国际金融市场流动性完全是两个概念。疫情前美联储资产负债表只有 4.24 万亿美元（2020 年 3 月 5 日），现在是 8.7 万亿美元。**因此，即使美联储现在不提供新增流动性，边际不增加了，市场流动性还是非常充裕的。**而且，不光美联储如此，欧洲央行，英国央行、加拿大央行等等也经历了大规模的扩表。

市场的流动性很足，投资者风险偏好上升，风险溢价就比较低，进取型的投资者就多。不管从 TED 利差数据，还是穆迪 Aaa 与 10 年美联储收益率之差数据来看，现在的利差相比疫情前是明显下降的，风险溢价比较低，整个国际金融市场投资者的风险偏好还是比较积极的，还是比较进取型的。相比之下，新兴市场债券风险溢价有一定上升，根据美国银行新兴市场公司债指数期权调整利差数据，今年 11 月 26 日的数据是 3.24 个百分点，这个水平和疫情前 2019 年相比，已经超过了疫情前一两年的平均水平，说明**国际金融市场对新兴市场整体性要求的风险溢价是比以前高的。换个角度说，市场投资者认为新兴市场经济体金融筹资和发达经济体相比，会认为发达经济体健康程度似乎更好一些。因此，部分新兴市场经济体的金融市场未来出现局部动荡的概率是有的。**

金融市场最重要的变量利率。未来货币政策转向的话主要涉及两大块，一是通胀预期，二是实际利率水平。从美国十年期和五年期现在的通胀预期看，根据 11 月 29 号数据，十年期是 2.54%，五年期是 2.91%，短期通胀率超过长期通胀率，这在美国次贷危机以来历史上是没有的，次贷危机之后美国长期通胀率相比短期通胀率，长期通胀率会更低一些，这种通胀预期方式导致短期通胀率更低。所以，可以看到，次贷危机以来是低通胀、低增长的大停滞周期。**美联储这次大规模放水之后，通胀预期发生很大的变化，中期五年期大于十年期。**在今年高点的时候可以看到十年期 2.76%，五年期 3.17%，相比过去美国十年期通胀率超过 2.5%已经是比较高了。最近有所下跌，但仍然处在 2.54%左右的水平，通胀预期最近有所缓和。3 月份是今年是十年期国债利率的高点，达到 1.74%，在 3 月份利率上涨时候，看到美国股市经历了大约 5%-8%左右的向下调整，这是一个小冲击，主要原因是实际利率上扬导致美国国债利率上升，导致整个市场估值有明显的反映。现在的实际利率是-1.07%。**通胀预期和实际利率下行，导致了美国整个国**

债收益率到 11 月 29 号的时候，美国十年期国债收益率只有 1.52%。

2022 年美债供给大幅减少，因为 2021-2022 年美国赤字 6.13 万亿美元，2022 年赤字只有 1.09 万亿美元。即使现在的流动性边际投放减少，2022 年整个国际金融市场美债供给规模将大幅减少。从疫情到现在，美国国债存量从 23 万多亿美元涨到现在突破 28.4 万亿美元，增加了接近 5 万亿的水平。**所以，国债供给减少对利率上扬有一定的对冲作用，同时也要充分考虑到市场通胀预期和实际利率变化，这两者共同推动国债收益率的上扬。**

此外，还存在美国国债是否出现技术性违约问题，即使出现技术性违约对市场造成的短期冲击也不容小觑。美国财政赤字的规模，2021 年是 3.13 万亿，2020 年是 3 万亿，2022 年是 1.09 万亿，2023 年是 7800 亿美元，这是美国财政赤字的规模。**所以，财政赤字规模减少，明年后年美债供给会减少，这对流动性边际收紧导致的利率上扬有一定的对冲作用。**

近期，美元指数有一个明显的上涨，目前一直在 96 以上。全球金融市场如果出现动荡，美元指数走势就是一个很重要的指标，比如去年 3 月份美元指数走到 102.7 左右的水平，全球金融大动荡后美元指数有急剧的上升。美元指数上升显然是国际金融市场动荡的很重要的因素。我的观点是，这次上涨主要是美欧和美日经济周期在修复周期上存在不完全同步导致的结果，因为美国经济修复的速度要快过欧元区，欧元在美元指数中占比很大，占比到 57.6%，所以导致美元走强。

这一轮美元指数的走势和 2013 年 TAPER 之后的走势应该会呈现一种不一样的情况。从 2014-2017 年的情况看，美元指数从 2014 年 6 月起持续走强，一直走到高点都超过 100，导致很多新兴经济体 2016-2017 年货币有很大的贬值压力，包括人民币，主要是因为 2014-2017 年，整个欧元区是处在欧债危机的后续阶段，要解决债务问题，整个欧元区在 2015-2017 这三年时间中，欧洲央行总资产增加了 2.26 万亿欧元。与此同时，美联储进入了加息和缩表阶段，所以美欧货币政策周期是完全反向的，导致了美元指数大幅持续走强。**这次由于经济周期的非同步性不是那么强，所以不太会出现美元指数**

的持续走强。

11 月 26 号，新冠变异病毒 Omicron 引起了市场明显的短期冲击的调整。我们认为疫情有很大的不确定性，这一天可以看到恐慌指数（VIX）大涨了 54%，ICE 布油一个交易日下跌了 11.27%，这种跌幅很大。瞬间冲击导致市场投资者风险偏好瞬间发生变化，金融市场投资者风险偏好修复还是很快的，可以看到昨天包括今天全球股市的表现，包括过一天之后全球油价都是有所反弹的。**由于 Omicron 的持续冲击力以及未来疫情均存在不确定性，所以小动荡是常态，包括今年三月份那一轮美国股市 5-8%左右的向下调整都是有的。但在这一轮货币政策转向中类似于 2020 年 3 月的全球金融大动荡应该是没有的。**

总结来说：

一是资产负债表质量比以前好，美国政府债务大幅增长，但违约概率没有，而且明年美债供给会减少。

二是货币政策转向不代表流动性不充裕，与 2020 年 3 月之前全球金融市场流动性相比，今天的全球金融市场流动性大幅度增加，五家央行报表都增加了 11 万亿美元。市场流动性很充裕，流动性充裕就不太可能有大的金融危机。

三是高通胀存在不确定性，近期美债出现了预期下滑的情况。运输的改善、供应链问题仍然存在不确定性，疫情对供应链的冲击导致的结果很难预计。

四是疫情的不确定性冲击、供给冲击物价而不完全是经济总需求导致的物价上涨决定了美联储难以采取超出市场预期的紧缩办法。

五是美元指数并不具备持续走强的中期基础，原因在于欧元区、英国以及加拿大的经济周期与美国的经济周期差异不大。

基于此，我们认为整体上冲击性的小动荡是常态，不排除部分脆弱新兴经济体出现金融市场的动荡，但类似 2020 年 3 月出现的全球金融大动荡应该是没有的。

论坛第二单元，各位专家围绕美联储爆表是否带来经济复苏中的债务风险，目前金融市场是否存在明显泡沫，通胀压力下的货币政策转向是否会引起资产价格较大幅度的调整，以及美联储货币政策转向对中国金融市场的影响以及我国的应对问题展开讨论，发表各自观点。

中银国际研究有限公司董事长，中国银行原首席经济学家**曹远征**教授认为，美国货币政策正在面临严重考验。一方面随着经济从今年下半年开始步入常态，经济增速相对去年或今年年初来说有所下滑，明年可能会进入常态化的增速。与此同时，面临成本推动和需求拉动共同作用的价格上涨。这种类滞胀现象是从八十年代开始到现在从来没有见过的。在这种情况下，**反通胀可能会成为全球货币政策的目标。其次，疫情冲击下美联储形成货币政策和财政政策同进同退的局面，现代货币理论（MMT）变成了一种现实。**而美国上个月已经开始实施 TAPER，每个月都在减少购买 100 多亿债券。同时，财政部方向也在减少国债发行，不出意外的话，明年发行量会减少 1 万亿美元左右，这是同步紧缩。货币政策和财政政策不能分离操作将会带来风险。如果明年货币政策和财政政策同步转向，不排除资本市场价格大的涨落。但是大幅涨落是瞬时的，只要瞬时的涨落不穿透杠杆墙，就可能不会引起资产负债表的衰退，不会出现 2008 年的危机。但这种涨落究竟有多大并不确定。**即使不穿透杠杆墙，我们也能看到全球市场的分化，**如果明年美国货币政策收紧，预示着美元上涨是大概率事件，资金很可能从发展中国家流出进入美国市场。**在发达国家市场比较稳健的情况下，发展中国家市场的大幅波动是一个需要注意的风险。**

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长**毛振华**认为人们对美联储政策调整的分歧在于：**第一，**转向是否被确认了。转向的必要性人们认识到了，但现实可能性还没有被确认。疫情还是一大主要的影响因素，我们观察这两年世界经济形势、各国的财政政策都要看疫情影响，疫情在美国现在还是值得认真研究的问题。**第二，**怎么看美国这次的通胀。美国通胀超过 6%，这是美国很多年没有看到的，听起来已经超过了过去对通胀的容忍度，但美联储的措施还没有太具体。美联储政策窗口指导还是希望提前释放概念，让市场自动对齐，美联储自己少动作，而达到目的。在市场量化宽松方面，美联储采取的政策都是很激进，但在

政策转向方面又非常谨慎。政策可能由强力 QE 变成了“温和”的 QE，这是相比常态，但是相比激进，它是某种收缩。**第三，**美联储政策对其他经济体产生影响。从 2008 年危机后，我们就发现危机的源头是美国，但最后受最大伤的不是美国，而是欧洲。因为美国是国际铸币国，其他国家消化了美国整个市场中多发的货币。但是疫情后，看统计数据美元并没有大规模流出，大量美元在美国国内的市场，这是和上次不同的新的特点。美国作为世界货币的巨大受益者，应该会想办法维护美元国际信誉，而不是通过一系列的波动性操作来获得短期的利益。美国货币政策转向对全球资金的流向还是有影响的，但其他国家也可以调整利率，提高利率对冲资本外流带来的影响，而且还要看经济体其他方面的表现，不能简单化。

中国人民大学经济学院**雷达**教授认为在今天全球经济格局变动的环境中，考虑到：第一，发达国家和发展中国家经济增速差距的缺口现在大大缩小，未来可能出现发达国家又重新回到高增长，发展中国家、新兴经济体的增速出现进一步调整；第二，疫情对全球经济的冲击已经不是外生变量、也不是短期冲击了。很可能随着疫情传播时间的延长，对全球供应链、供给侧产生非常大的影响。总体来看，反危机手段更多集中在总需求层面的手段上，而且这种总需求层面的手段和货币政策、财政政策是紧密相关的。从这两个因素考虑，**这次美联储的货币政策方向性变化影响意义是深远的。**随着现代货币理论（MMT）的出现，美国在利用全球贸易所创造的结构性变动的过程中，实际上改善了美联储的货币政策对通胀的影响力，美元贬值对通胀影响大约只有 2%左右的水平，所以它可以放心大胆地进行扩表和量宽。国际经济秩序在 2008 年后发生了根本的变化，而这些根本变化所要求国际经济体系中的改变和改革基本停留在原始状态。**在国际经济秩序改革和各国货币政策协调空缺的情况下，美国货币政策的变动对全球经济所可能产生的影响可能是隐蔽但同时又是巨大的。一旦美联储货币政策发生变化，欧洲的杠杆率 2008 年以后没有发生根本的调整，在金融层面对欧洲的冲击会大于对亚洲的影响。**在大宗商品价格上涨这样一种滞胀背景下，美联储货币政策方向的调整和逆转，可能会导致世界经济增长进一步的下滑，**这种对实体经济的影响在亚洲板块的体现有可能比在欧洲板块要更明显一些。**

中国社科院世经政所全球宏观经济研究室主任**肖立晟**研究员认为，**从宏观经济形势**

来看，当前全球经济周期并不同步，货币政策的节奏也存在差异。中国经济目前是处在从有些滞胀向下过渡的阶段，经济有下行压力。不出意外，中国经济需要政策支持防止经济下行。美国经济现在是扩张期，到明年才会进入到滞胀期。其他经济体都紧跟在后面。**美国量化宽松政策是有条理和有节奏的。**同时，财政政策快速发力是本轮量化宽松区别于过去的特征。本轮量化宽松期间，财政赤字占 GDP 比值一度达到 20%，并且在 15%的水平维持了近一年。受财政、货币政策双刺激作用，政府和居民同步加杠杆拉动了经济增长，从短期一两年来看不会出现问题，但埋下了很大的风险隐患。因此，美国不会突然之间就把做了很大牺牲获得的增长率的用一个加息刺破。其次，**这一次的量宽快速提升了资产价格。美联储要防范通胀螺旋式上升的背景下，加息的概率也不是特别大。**而且，纳斯达克指数与利差高度相关，这次新冠疫情二者相关性更强了。很明显美国明年下半年会进入一个接近短周期的衰退期，如果它在那个阶段加息，纳斯达克会有一轮暴跌。从更长的视野来看，美国股市的泡沫已经超越了以往任何时候，这种情况下如果冒然加息会使得市场出现崩塌式的下跌，因为它的头部化集中度很高。**所以，这个时候美联储很难有勇气刺破这个泡沫，应该还是会在经济基本面有相对更多的支撑后再做加息。**

曹远征：美联储货币政策和财政政策同步转向将带来新的金融风险

曹远征 中银国际研究有限公司董事长，中国银行原首席经济学家

以下观点整理自曹远征在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 39 期）上的发言

一、反通胀成为全球货币政策的目标

美国货币政策正在面临严重考验。一方面随着经济从今年下半年开始步入常态，经济增速相对去年或今年年初来说有所下滑。美国季调后实际 GDP 环比按年率已由今年一二季度的 6.3%和 6.7%回到第三季度的 2%。**明年可能会进入常态化的增速。**

与此同时，一个多年未遇的现象出现——物价高涨。美国 10 月的 CPI 同比增长 6.2%，是 1990 年 12 月以来最高水平，核心 CPI 也同比大幅上升 4.6%，并且 10 月 CPI 环比上升 0.9%，为 4 个月来最高，预示着物价上涨有加速的风险。物价高涨有两方面的原因，一方面是需求拉动，另一方面是成本推动。在需求侧，美国、欧洲在疫情冲击下极度宽松的货币政策特别是对弱势群体的直接财务补助，导致了需求的旺盛，拉动了物价上涨。其中房租的大幅上升就是例证。更重要的是在供给侧因疫情的冲击所产生的前所未有的问题。生产的停滞，供应链的风险以及运输、仓储等各方面等因素，致使成本上升导致了物价的上涨，其中航运价格的飙升就是例证。

经济下行，物价上行这种类滞胀现象是从八十年代开始到现在四十年来未曾出现过的。在这种情况下，鉴于物价快速上升的态势，**反通胀可能会成为全球货币政策的目标。**事实上多个国家，尤其新兴经济体，已在过去三个月中宣布央行加息。

二、疫情冲击下美联储形成货币政策和财政政策同进同退的局面

美国货币政策机制发生了重大的变化，现代货币理论（MMT）变成了一种现实，我

们称之为第三种货币政策。2008 年金融危机前的货币政策基本都是通过影响利率控制货币供应量，但是 2008 年危机后，利率已经降到 0 附近，影响利率几乎不可能了。于是，货币政策变成了影响资产负债表的大小，也就是所谓的央行的扩表和缩表。但新冠疫情后情况又出现了重大的变化，也就是基于现代货币理论的新实践，这个实践就是财政和货币政策“穿一条裤子”。财政的国债发行主要是靠央行货币发行来支持，换言之，就是发货币买国债。**于是就出现一个很新的情况，货币政策和财政政策几乎是同进同退。**过去还有分离操作，现在看来要么一块稳健，要么一块扩张。从今年开始，已经看到货币政策和财政政策正处于同步收缩的态势。

从资产需求来讲，上个月开始 TAPER 已经开始在实施，将资产购买总量下调到 1050 亿美元水平，并决定从 12 月开始进一步加快缩减进程，资产购买总量下调到 900 亿美元。按照现在的速度大概到明年 6 月份以后可以完成缩减购债过程。同时，从资产供给来看，财政部也开始减少国债发行，不出意外的话，明年发行量会减少 1 万亿美元左右。这是同步紧缩。在这种情况下，为了抑制通胀很可能出现经济超调。目前的困惑是病毒变异所带来的冲击可能还需要扩张性的宏观经济政策予以对冲，但与此同时物价又在上涨，现理应财政货币政策分兵把守，但这种不能分离操作的 MMT 安排只会产生或全进或全退的效果。这不仅造成了市场预期的紊乱，也成为政策制定的忌惮。美联储和财政部“怀抱琵琶半遮面”的表态就反映了这一点。所谓将加息考虑推迟到 2020 年下半年，就是期望，或许因疫苗的作用，全球物流可以正常化，因此使成本推动缓解乃至消失，而目前美联储的缩表只是给出一个信号，克服需求拉动与成本推动相互循环的市场预期。但如果未来的情形不是这样的呢？那将怎么办？这构成了全球经济的新问题。

三、货币政策和财政政策同步转向将带来对新兴市场的冲击

自 2008 年金融危机以来，市场的教训以及监管的加强使杠杆过高的情况有所缓解。四张资产负债表中的居民和金融机构的资产负债表都相对比较健康了，杠杆率有了较大的下降。但与此同时政府和企业的资产负债率依然还在高位。即杠杆率在两张表中下降和在其他两张表中的上升同时存在，于是就形成四张表之间的杠杆墙，客观上使快速去杠杆风险在四张表中的传递困难。去年初，突如其来的新冠疫情使人们担心会爆发类似

2008 年那样的，以快速去杠杆为标志的金融危机。但是事实表明，穿透这堵杠杆墙是不太容易的，金融市场的波动，仅表现为资本市场，包括股票债券在内的价格涨落，而不是杠杆的快速收缩，表现为负债类金融机构基本无大恙。

如果明年货币政策和财政政策同步转向，不排除资本市场价格还会有大幅的涨落，这种涨落是瞬时的，只要瞬时的涨落不穿透杠杆墙，就不会引起资产负债表的全面衰退，也就不会出现 2008 年的危机。事实上，前不久因病毒变异，市场担心可能导致疫情的再度恶化，也造成了金融市场的大幅波动，我们认为这种波动很可能成为明年的常态。

然而需要指出的是，在这种常态大幅波动下，**即使不穿透杠杆墙，我们也能看到全球市场的分化，主要体现在因汇率分化带来的新兴和发展中经济体金融动荡**。基于利率平价理论，美元指数的波动，以及各国货币对美元指数的波动将引起资金流向的变化。如果明年美国货币政策收紧，预示着美元上涨是大概率事件，资金很可能从新兴和发展中经济体流出进入美国市场，这会对新兴和发展中国家带来重大影响，例如最近土耳其里拉大幅贬值。市场担心如果资金大幅度流出发展中国家的话，是否会重现当年拉丁美洲债务危机或者亚洲金融危机。阻止资本外流，这也是新兴和发展中经济体央行率先加息的重要原因。

总的来说，目前世界经济正面对一个新挑战“类滞胀”在经济增速放缓的同时，通胀水平仍高居不下，从而货币政策转向是大概率事件，转向中带来的风险不容小觑。这既包括疫情带来的不确定的市场风险，也包括 MMT 实践下财政，货币政策绑定的同进同退政策风险。

毛振华：美联储货币政策调整：由强烈 QE 转为温和 QE

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 39 期）上的发言

近期美联储货币政策走向得到世界范围内的广泛关注。昨晚美联储主席鲍威尔发表了讲话，也引发各方解读。我认为其主要目的仍是意在引导市场预期，维护美联储的信用，压抑市场的投机情绪。当前市场处于高度敏感之中，一方面由于今年以来美国通胀超出预期，市场对美联储货币政策转向存在心理预期；但另一方面，这种心理预期又存在一定的不确定性，市场普遍预期美联储货币政策会调整，但这种预期却并没有被市场彻底消化，一旦有风吹草动或者说出现突发事件还是会引起市场波动从而动摇原有预期。为何市场对美联储政策调整依然存在分歧？我认为有以下几点值得关注。

一是政策转向的必要性已经被确认，但其现实可能性并未被确认。美联储此前公布或于明年三季度开始预期加息三次，但是最近市场又出现只会加息两次甚至一次的说法。为何会出现这样的论断？我认为主要原因是美联储旨在通过“窗口指导”来提前释放消息促使市场提前适应，通过管理市场预期最终达到少动作而又能实现政策调节经济的目的。疫情是美联储如此操作的主要原因。当前疫情仍是美国经济恢复的重要扰动项，特别是现在出现了病毒新变异品种，且目前对它的了解也不到位，疫情的常态化将会影响对经济增长的判断。

二是强劲的消费数据提高了美联储对高通胀的容忍度，货币政策即便调整，与常态时期相比仍较为宽松。通常来讲，通胀数据是美联储在制定货币政策时考察的重要指标之一。今年以来，美国通胀水平持续走高，当前更是超过 6%，达到近 30 年以来的高位，但美联储仍未采取强效或者较为具体的措施抑制通胀水平高企，对高通胀的容忍度

不断增加，其中一个非常重要的原因是美国消费十分强劲，消费增长甚至超过双位数，高消费和高通胀之间形成了一种对冲机制。美国消费如此活跃与其对居民发放消费补贴、就业补贴等一系列政策有关，考虑到供给端仍未出现明显好转，我认为在疫情未完全控制住前，美国不会采取激进的措施来限制消费端，这种补贴政策仍会持续一段时间。**综合考虑以上，未来美国宏观经济政策会出现大规模调整、维持现状还是小力度调整？我的判断是美联储希望通过提前释放预期来达到小力度的政策调整就能实现经济平稳增长的目标。**与此同时，我们也要看到另一面，在市场量化宽松方面，美联储采取的政策较为激进，幅度大且动作快。但在政策转向方面却非常谨慎，虽然采取了一些措施，如缩减购债规模，但这与其刺激政策所释放的庞大规模难以相比，不过美国退出激进的QE政策是可以确定的。**也就是说，当前美国货币政策的调整与应对危机时期的激进政策相比，由强力QE变成了温和的QE，可以认为是某种收缩，但和常态时期相比依然较为宽松。在此背景下，我认为美国资产价格不会出现大幅向下调整的总趋势，但是不排除受某些事件的影响出现波动，总体来看，明年美国资本市场可能处于在某个局部时点、某个事件来看出现强烈波动但全年总体较为稳定的格局中。**

三是要正确认识和理解美联储货币政策对其它经济体产生的外溢影响。与2008年危机后其它国家消化美国超发货币的情况不同，相关数据显示本轮量化宽松后美元并未大规模流出美国。此前社会上存在认为美国货币政策是“薅羊毛”、“美国是铸币国，美国的收割机又开始收割了”等观点。我总体不赞成这种观点，**我认为美元作为世界货币的巨大获益者，得失非在一城一池之间，而是作为整个国家的政治、军事、经济处于西方社会领导地位的重要支撑点，美国不会通过一系列的波动性操作来获得短期的利益，降低美元的威信，影响其中立、便捷和保值的形象，这是我的总体判断。**美国是世界货币的主导者，美国的经济政策可以看作世界性政策，不同国家在以美元为主导的货币体系下，由于自身经济处于不同周期或不同结构下，可能会受到不同的冲击，损失者与受益者并存。所以我们应主要研究美国的政策对我国的影响以及应对之法，而不是简单批评其“薅羊毛”。部分国家之所以被“薅羊毛”，既有结构性因素的影响，也有本国判断错误、应对不利的因素。当然美国货币政策转向或者说调整对全球资金的流向还是存在影响的，资本从发展中国家向发达国家、向美国流动或是大概率事件，但这种情

况即使出现也不会十分剧烈，其他国家可以相应调整利率来对冲资本由于逐利而回流所带来的影响。

总体而言，当前美联储货币政策虽然处于调整阶段，但与常态相比，美国货币政策依然处于较为宽松阶段，并且结合其它因素综合考量，美国经济明年仍将温和增长，美国货币政策并不会出现强力转向过程，美国资本市场全年来看处于温和上升通道。

雷达：美联储货币政策转向将对欧洲债务市场和新兴经济造成冲击

雷达 中国人民大学经济学院教授，中国宏观经济论坛（CMF）主要成员

以下观点整理自雷达在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 39 期）上的发言

在今天这样一个全球经济格局变动的环境中，考察美联储的货币政策调整的影响，除了关注一些短期的经济指标之外，有一些关系到长期格局变动的因素也是需要考虑的，这些长期的因素主要在于以下几个方面。

首先，美国宽松的货币和财政政策使全球经济处在超级宽松的环境下。2015 年之后随着经济复苏美联储一度采取了加息和“缩表”并举的紧缩政策。美联储资产规模从 2015 年初约 4.5 万亿美元下降至 2019 年 8 月 3.76 万亿的水平。2020 年初疫情全面爆发之后迅速突破 7 万亿美元，2021 年 5 月达到 7.9 万亿美元的水平，2021 年 8 月又迅速突破了 8.33 亿。如此迅速的货币扩张所带来的通胀风险，必然会引起市场的担忧。

从全球经济的视角看，美联储释放的流动性从来就不只对应美国经济的国内吸收部分，而是需要全球经济的扩张来吸收，然而 2008 年以来的全球经济，至少在如下几个方面表现出对美联储的流动性吸收潜力是有限的：1、新兴经济体的增长有所放缓，发达国家与发展中国家在经济增长上的差距正在迅速缩小，这说明全球化的增长红利正在消失，这种现象无论是周期性还是趋势性，其负面的影响都会使全球的跨国投资活动下降；2、与经济增长变化相一致的是全球贸易的增长也出现了增速下滑的现象，全球的价值链在重新塑造的过程中伴随着碎片化和分散化的景象。这两方面的形势限制了全球实体经济对美联储的流动性吸收，因此，美国的流动充斥的结果必然是资产价格和商品价格的上涨。

第二，新的变种病毒出现，使全球的抗疫趋于常态化，已经连续三年的疫情冲击，对全球经济的影响可能已成为一种内生性的影响，这种内生性的冲击很可能改变的是全

球的供给结构，是前一轮全球化所形成的全球生产网络体系的功能明显下降甚至失灵，这无疑会影响全球的实体经济，放大美联储释放流动性的负面影响。

第三 ，如果全球经济的实体层面对美联储释放的流动性是有限的，那么对应的结果是美联储的流动性充斥的负面影响会在美国经济的内部吸收部门迅速地显现出来，这种结果就是最近在美国国内市场所出现的对通胀和资产泡沫的担忧，**这种担忧一旦成为主流预期的话，美联储货币政策转向的可能性是很大的。**

如果美联储的货币政策出现转向，那么我们需要考虑的是这次转向同美国历史上的历次政策转向有何区别。

在我看来，如果这次美联储的政策转向是出于对通胀风险的担忧的话，这应该是上个世纪 90 年代以来第一次出现的情况，这至少说明上个世纪全球化快速发展时期所形成的美元循环体系的出现了问题，同时这也意味着针对全球金融稳定而实施的通货膨胀目标制为核心的货币政策框架转型面临着新的挑战。我们知道上个世纪 70 年代所出现的全球性通胀，其根源是全球经济失衡背景下美国的汇率政策造成的。特别是“尼克松冲击”和“卡特冲击”造成的资本外流和全球货币供给快速增长；然而到了上个世纪 90 年代，全球经济失衡规模进一步加大，美元贬值也更趋严重，但是，全球主要经济体并没有因为美联储的流动性扩张而出现严重的通货膨胀，这说明在全球金融自由化的转型过程中。美元在国际货币体系中已经形成了一个良好的自我循环系统，同时主要经济的中央银行在货币政策框架的转型过程中也找到了一个应对外部冲击的自动稳定机制。然而，今天美国面临的问题是过度宽松的流动性释放再度引发了美国国内的通货膨胀风险，其中的缘由必然是美元国际流动的循环体系出现了问题，抑或是各国央行的通胀目标制的稳定机制失灵导致的逆反馈，倒逼出了美国国内通货膨胀风险的显现。基于上述分析，我认为在目前复杂的全球经济环境中，美联储的货币政策转向都将是一次艰难的政策尝试过程，其影响也是巨大的。

从美国国内经济的角度来看，今年美国的经济增长表现良好，这本可以为货币政策的转型提供操作空间，但是，由于目前美国的经济增长很大程度上是在国内经济的扩张

中形成的，特别是财政和货币的双扩张效应，加上抗疫的补贴，是支撑美国经济增长的重要动力。一旦通胀的出现导致货币政策转向，为了维持美国的经济增长，财政的扩张仍将继续，这种“一松一紧”的政策组合，在以往通常需要 G7 和 G20 成员国的政策协调，然而从 2008 年危机以来，特别是新冠疫情暴发以来，国际社会在货币领域的政策协调鲜有成效，而全球化时代所形成的美元循环系统又出现了问题，这无疑会提高美联储货币政策调整的社会经济成本。

对新兴经济体而言，自 2008 年以来，由于全球化进程发生逆转以及国内经济的调整，新兴经济体的经济增长进入了下行的区间，世界经济的增长格局出现了明显的分化，发达经济的增长率与新兴经济体的增长率的差距明显在缩小，也就是说危机之后的结构调整尚未到位，新兴经济体的增长渠道远未修复，在这样的国际背景下，美联储的货币政策必然会加剧世界经济的收缩，对新兴经济体的增长产生负面的冲击。

而对于发达经济体而言，国别之间的结构调整也出现了非同步的现象，特别是在量化宽松的货币政策背景下所形成的高杠杆率的调整，欧洲的步伐远落后于美国，因此，美联储货币转向的调整一旦发生，全球资本市场进入高利率通道，必然会对欧洲的债务市场形成冲击。

肖立晟：美国货币政策短期内不会出现激烈转向

肖立晟 中国社科院世经政所全球宏观经济研究室主任

以下观点整理自肖立晟在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 39 期）上的发言

从宏观经济形势来看，当前全球经济周期并不同步，货币政策的节奏也存在差异。从 2018 年开始，中国经济就走在美国前面，因为 2018 年时中国经济金融去杠杆做得比较多，美国是减税的财政刺激，所以美国经济周期往上，而中国是往下。2019 年中国经济反弹，美国经济下行，随后 2020 年碰到全球疫情，中国抗疫政策处理得当，在这个阶段是走在全球最前面的。随着经济周期的演进，2020 年 7 月份开始，中国经济进入下行轨道。中国经济目前是处在从滞胀向衰退过渡的阶段。不出意外，在今年 12 月中国经济要进入衰退期，衰退期至少是半年起步。美国经济现在是扩张期，到明年才会进入到滞胀期。其他经济体都紧跟在后面。

疫情暴发后，美联储实施的量化宽松政策，我个人觉得是非常有节奏的。实际上在 2019 年，美国智库就举办过研讨会，研究怎样应对下一次金融危机和衰退。当时做主旨报告的是伯南克的老师菲舍尔教授，他讲得很清楚，下次要用积极的财政政策和宽松的货币政策来应对危机。这种政策主要是看政治上可行不可行。恰好 2020 年拜登总统同时控制了众议院和参议院，所以他们在面对疫情时，可以同时实施积极的财政政策和宽松的货币政策，量化宽松政策的效果是不一样的。但另一方面也说明了，他们所有的政策节奏都是非常有计划的。在这种情况下，美国现在顺利复苏。

对于中国来说明年外部环境会发生很大的变化。如果把外部环境分为发达经济体和新兴经济体，发达经济体 PMI 还在高点，中国和新兴经济体已经在下行。但新兴经济体未来还会上行，东盟这一段时间还是不错的。所以预计明年出口还是可以的，应该是 10-15%左右。通胀明年 CPI 应该会到 2-3%，是较好的一个通胀环境，PPI 全年应该在 4%左右，到年底可能会有负增长，这是因为基数效应，通胀有上行压力，但总体可控。

量化宽松是靠压低期限溢价和风险溢价，使经济的微观主体愿意去借钱。压溢价这件事情，理论上有很多研究，压溢价从 2009 年开始很大程度改变了美国经济增长的预测和预期。我们此前一直讲美国股市是美国经济增长的晴雨表，但从 2009 年开始用美国股票市场数据很难预测第二年美国经济增长的，它已经失效了。因为它的估值溢价模型发生了很大的变化，但如果用美国债券市场的期限溢价和债券市场的风险溢价，期限溢价是十年期和两年期的，风险溢价是用垃圾债 BBB 级债券减去十年期国债收益率，用这两个指标是能够相对准确地预测第二年美国经济增长的。这是因为在量化宽松之后美国信用扩张和美国垃圾债的风险溢价非常紧密地绑定在一起。

在量化宽松之前，美国的十年期国债收益率基本和风险溢价、期限溢价负相关，这可以理解，因为十年期国债收益率上行时，一般经济形势较好，期限溢价是下降的。但后来当美联储开始实施量化宽松之后就同步了，这是因为因果关系反过来了，是因为经济不好，所以美联储人为的压低风险溢价和期限溢价，鼓励企业和居民融资，刺激经济增长。

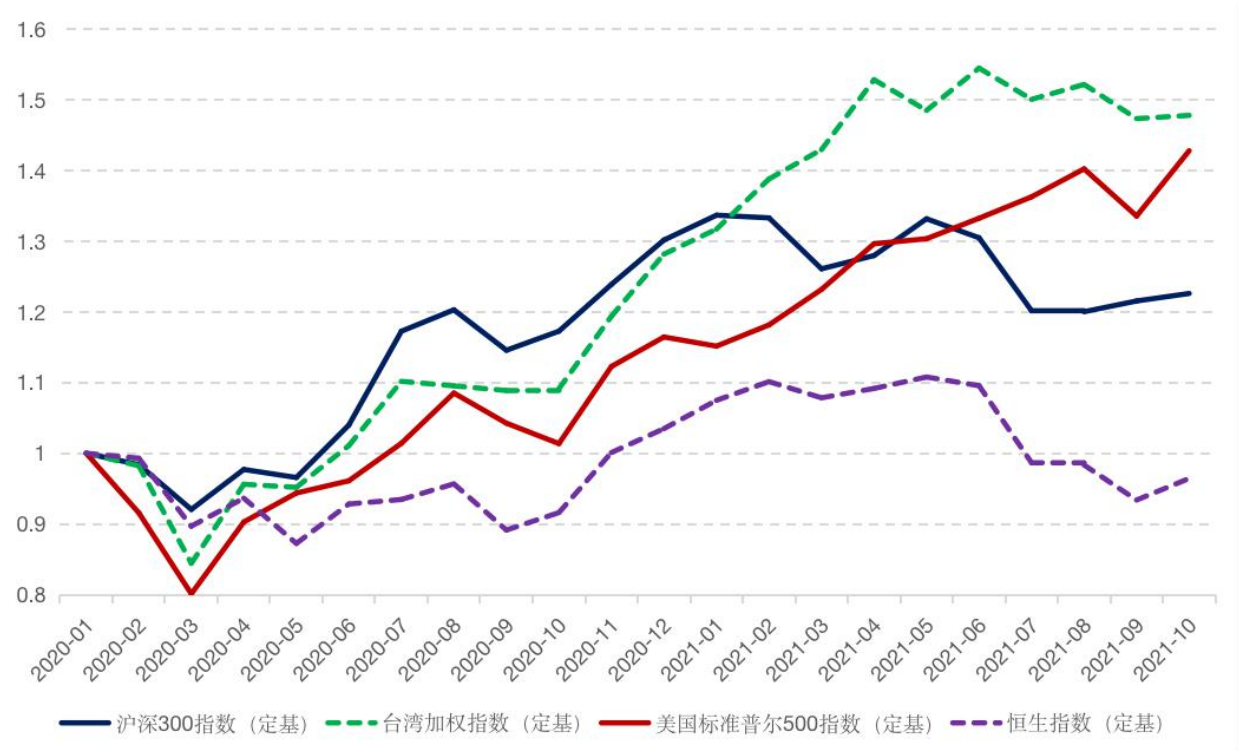
财政政策快速发力是本轮量化宽松区别于过去的特征。在非危机时期，美国联邦政府赤字占 GDP 比重一般低于 5%。本轮量化宽松期间，财政赤字占 GDP 比值一度达到 20%，并且在 15%的水平维持了近一年。根据白宫在 2021 年 8 月底公布的预测，美国政府 2021 年的预算赤字与 2020 年在规模上大致相当，考虑到名义 GDP 增速有限，预算赤字在 GDP 中占比在 2021 年年底仍然会在 15%左右甚至更高。

受财政、货币政策双刺激作用，美国个人消费支出和资本支出同 2009 年相比有很大的不同，经济复苏非常好，三季度最新的企业利润得到了很大的改善。这次政府和居民同步加杠杆拉动了经济增长，从短期一两年来看不会出现问题，但我认为美国经济埋下了很大的风险隐患。正是因为如此大的风险隐患，所以在下一阶段它会很谨慎，它不会自己突然之间就把做了很大牺牲获得的增长率用一个加息刺破，这是不现实的。

这一次的量宽快速提升了资产价格。本轮量化宽松政策实施后，美国房价上涨了 20%，而第一轮量化宽松时期，房价在 18 个月内反而下跌了 6.5%。股票市场的标普 500

指数上涨了 70%，此前仅上涨 30%。大宗商品 CRB 指数本轮上涨了 80%，此前仅上涨 20%。

为什么美国股票上涨那么快？以 2020 年 1 月作为基数，在中国大陆、中国台湾、中国香港、美国四个经济体当中，上涨最快的不是美国而是中国台湾。因为这一轮上涨完全就是利率下降后拉估值，拉估值最大受益者是信息技术产业。因为远程办公和很多新技术、科技行业受益于低利率环境，中国台湾的信息技术产业占比最高，占总市值比重的 30%，所以它的股市上涨了 50%以上。其次是美国，剩下是中国大陆和中国香港。中国大陆是最早涨起来的，但到了今年 5 月份之后就涨不动了，慢慢地跟着经济周期往下走了。



数据来源：Wind，下同。

我们做了一些对比，看上一轮次贷危机纳斯达克和垃圾债与十年期国债的利差之间的相关性。**纳斯达克指数与利差高度相关。**在危机发生期间，垃圾债与国债的利差会迅速走阔，同期，股市会随之快速暴跌。当市场对未来前景触底后，利差逐步走低，届时，股市也缓慢上行，并且股市上行速度与利差下行速度按比例非常接近。

这次新冠疫情下，二者相关性更强了。**很明显美国明年下半年会进入一个接近短周期的衰退期，如果它在那个阶段加息，纳斯达克会有一轮暴跌**。我想这不是美联储愿意看到的，而且明年还有政治周期，民主党还需要和共和党展开激烈的竞争。所以，我们觉得目前市场上对于通胀所引发的加息预期过高了。

从更长的视野来看，美国股市的泡沫已经超越了以往任何时候。很明显美国股市现在高估了，剔除通胀后它的估值也远远高出过去几轮大周期的高点，比 2000 年互联网泡沫的时候还要高。这种情况下如果冒然加息会使得市场出现崩塌式的下跌，因为它的头部化集中度很高。**所以我不认为这个时候美联储会有勇气刺破这个泡沫，应该还是会在经济基本面有相对更多的支撑后再做加息。**

目前根据期限溢价和期限结构的数据，预测美国 2022 年 GDP 增速接近 5%。一旦快速加息，信用扩张速度会迅速萎缩，增速就会马上下降。而且加息作为紧缩需求的措施对于非周期性通胀（例如疫情引发的供应链中断）的影响相对有限，如果寄希望通过紧缩需求来压低非周期性通胀，可能需要超出预期的加息力度。所以，我们认为美国明年还是一个比较温和的扩张向滞胀、衰退转向的过程，整体加息的次数可能就是年底一次。如果美联储单纯因为通胀上升而提前加息，可能对增长和资产价格产生超出预期的冲击，对全球经济都会有不利影响。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：