

量宽退出：“晚些时候”，晚到了2014年

文 / 刘仕国

量宽，即量化宽松货币政策的简称，其最终目标在于拯救疲弱的经济。它本是一个专业性很强的词汇，但在2013年“地球人都知道了”——记者在超市里问购物大妈知不知道什么是“量宽”，大妈回答：“知道，是美国的一个什么东西。”

2013年下半年，随着人们对美联储何时退出量宽的一次又一次猜测，致使全球金融市场跌宕起伏，宛如坐过山车。

美联储第一轮和第二轮量化宽松政策分别于2010年4月和2011年6月结束。2012年欧债危机爆发，导致欧洲经济快速收缩，也严重拖累了与之关系密切的美国经济复苏步伐，大幅增

加世界经济下行风险。为此，美联储2012年9月15日推出第三轮量化宽松政策，2012年12月13日又推出第四轮量化宽松政策。自2012年12月开始，美联储每月购买资产850亿美元的量宽政策持续至今。客观而言，对于美国经济走出危机、恢复增长来说，量宽是有功之臣。

按市场主流的预估，2013年美国GDP同比增长1.7%，较2012年放缓1.1个百分点；欧元区GDP收缩0.6%，日本增长2%，均大致持平2012年；英国增长0.9%，比2012年有较大改善；新兴经济体低位温和增长，其中中国增长7.8%，印度增长5.6%，巴西和俄罗斯增长2.5%，南非增长2%。上述增速

为近年来相应经济体的最低增速或最低增速之一，与此相应，世界经济增速仍处于近十年来的较低位置（仅优于2008年和2009年）。因而到2013年底，美、欧、日尚未退出最新轮次的量宽政策。

退出量宽，得“摸着石头过河”

不过，世界经济的逐季温和回暖，使量宽政策退出的可能性逐步上升。2013年6月19日美联储主席伯南克表示，如果经济复苏达到预期，“晚些时候”可能削减购债规模，2014年中结束购债，而7%的失业率将是结束购债的门槛。7月底，联邦公开市场委员会几乎所有委员都认为，2013年底前将开始缩减资产购买规模。但9月19日美联储称，将等待更多经济和就业证据，随后才会调整资产购买计划。10月底美联储又称，如果数据良好，联储可以考虑削减资产购买的可能性。事实上，11月美国失业率已跌至7%，触及美联储声称的“结束购债”门槛，但直到12月18日美联储才终于宣布，将从2014年1月开始，将每月购买资产规模减少100亿美元——从850亿美元削减至750亿美元。

美联储退出量宽的路线图早已基本绘就。2013年6月19日，美联储主席伯南克披露了相关信息：第一步，减少各类证券新购入规模，从每月850亿美元逐渐下降。市场主流预期，该行动将于2013年“晚些时候”开始——事实上晚到了2014年1月。第二步，调整联储债券资产期限结构，或“反向扭转”，减持长期债券，增持短期

美联储货币政策不会改变，
但会加大QE调整的灵活度。



图片来源/CFP

债券,使总资产持有期逐步缩短。第三步,交替采取定期存款工具、回购、逆回购协议,调控回收流动性的期限和节奏,尽量减少市场震荡。第四步,停止购买各类证券。市场主流预期这可能发生在2014年中期。第五步,进入加息周期,先提高超额准备金利率,然后谨慎提高联邦基金利率。市场主流预期这最早也要到2015年了。第六步,美联储“减肥”,逐步出售所持巨额资产,以恢复资产负债表的正常状态。

量宽的上述退出路径和时间表具有如下特点。其一,退出过程较长。这使得量宽退出对美国和世界其他地区的负面冲击效应不会是一次性的,或者说不会是极端猛烈的,而是分散在较长时期的各个时段内,因此在各时段的效应是相对温和的、“逐渐的”,“就像蒸发一样”。这为美国货币当局和全球其他央行的应对提供了相对从容的空间。其二,恰如美联储主席伯南克多次声明的——退出量宽没有预设程序,完全需要“相机抉择”或“摸着石头过河”,其中最重要的“石头”就是美国经济运行态势及量宽退出的外溢效应。毕竟,在经济全球化如此深入的背景下,美国经济“独秀”的可能性几乎为零。

2014年世界经济的最大风险

按市场主流预计,2014年全球GDP将增长3.6%,比2013年快0.7个百分点,并超过潜在GDP增速。其一,私人消费加快回暖,是引领世界经济增长的主导力量。消费将增长2.5%,比2013年快0.5个百分点。消费增长的主力来自家庭部门——家庭消费加快0.8个百分点至2.9%,而政府消费放缓0.2个百分点至1.3%。其二,投资温和回暖。资本总形成将增长3.4%,比

2013年快0.2个百分点。其三,全球贸易温和复苏步伐略有加快,其中出口将增长5%,进口将增长4.9%。

新兴经济体低迷态势略有缓解,GDP增速将加快0.6个百分点至5.1%。发达经济体将是世界经济增长的主要引擎,发达国家GDP增长加快0.8个百分点至2%,其中:

美国经济增长将加快。随着实体经济内生向上动力的大大增强,非常规货币政策逐步退出,但常规宽松政策不会改变。按市场主流预计,美国GDP增速分布在2.3%至3%之间,均值为2.6%(概率达75%),比2013年快1个百分点。其中,私人消费加快0.5个百分点至2.4%;私人投资加快2.3个百分点至5%,几近翻番。支撑美国经济加快增长的主要原因是:一,劳动力市场继续复苏,加上资产价格上涨和债务杠杆率下降。二,银行资产负债表进一步改善,对私人企业的信贷条件将趋于宽松,加上企业自身充足的现金流,推动企业投资继续增加。三,往昔的减税到期以及财政支出的削减,将使财政预算状况得到改善,财政收紧额/GDP从2013年的2.5%缩窄至0.75%,将推动GDP增速升1个百分点。

日本经济小幅回落,很可能也会退出量宽政策。按市场主流预计,日本GDP增速将从1.9%放缓至1.7%(概率为52%)。这主要是因为财政整顿将加强。为降低结构性财政赤字(核心赤字率从2013年的9%降至2015年的5%),日本消费税将从2013年的5%提升至2014年的8%和2015年的10%,并减少财政刺激和重建支出,这势必压制GDP增长势头,但会提振市场对中长期公共债务的信心。为冲抵该放缓效应,日本拟另推“一揽子刺激”举措。此外,外需将继续走强,因为美国、欧洲和中国市场回暖,且日元继

续处于低位。不过,十分重要的是,市场主流预计,日本通胀率2014年将达到2.3%,超过2%的预定目标,跨越退出量宽的门槛,最早可能在第二季度就会提上日本央行的议程。

量宽护航欧洲经济持续回暖。欧元区GDP增速将从2013年的负增长跃升至2014年的0.9%(概率达68%)。其中,私人消费从-0.6%升至0.5%,政府消费从0.1%升至0.2%,固定资本总形成从-3.6%跃升至1.3%。支持欧元区经济回暖的主要理由如下。其一,金融市场继续改善,带动资产价格上涨,相应的财富增长效应使核心国家与外围国家的企业信心均趋于稳定,推动投资大幅跃升,私人消费继续回暖。其二,美国、日本和中国的进口需求继续回暖,继续拉动欧元区的出口加快增长。其三,财政减赤步伐大大放缓,减赤规模/GDP缩减0.5个百分点至0.5%。其四,继续推进劳动力市场和产品市场的结构性改革,为经济与就业的增长提供必要的支持。但房地产价格继续下跌,引起相关市场主体(含银行)进一步去杠杆化,信贷依然从紧(尤其是外围国家),以及高失业和大量过剩产能缓慢改善,将拖累经济复苏强度。因此,货币政策仍将保持宽松,包括进一步的非常规宽松政策。不过在英国,2014年GDP增速将升至2.5%,创2008年以来新高,通货膨胀率达2.4%,退出量宽的压力很快就会上升。

美、日、英即将退出量宽政策,是2014年世界经济的最大风险。这将导致全球流动性收紧,进而美国股价重挫;新兴经济体金融市场波动加大、资产质量降低和实体经济增长放缓;欧洲重债政府的融资困境加剧,主权债券的价格降低/收益率提高。

(作者为中国社科院世界经济与政治研究所研究员)