

如何应对发达国家量化宽松政策退出？

李稻葵

提要：今年美联储杰克逊霍尔会议的焦点是量化宽松政策的退出。综合各种观点和信号来看，全球范围量化宽松政策（QE）退出将是一个漫长的、逐步的、非对称的、有针对性的过程。其最开始的着力点是美联储减少对美国财政部债券的购买，其次是对其他金融产品的购买，随后跟上的会是英格兰银行，欧洲央行和日本央行则将是最后的退出者。

对于那些没有国际货币发行权且宏观基本面不佳的新兴市场国家而言，QE 退出的后果将是灾难性的。中国目前的宏观经济情况相对超脱，不用担心 QE 退出的直接影响，但要提防来自其他新兴市场国家的间接影响，并在加快金融体制调整改革的基础上，站稳脚跟，严控资金大规模外逃的渠道，同时，积极主动调整外汇储备资产结构，提前预判，降低部分国外主权债务的持有比重，且利用这一机遇，在一定条件下出手布局一些新兴市场国家，有所作为，推进人民币国际化。

杰克逊霍尔年会上的争论

在本轮金融危机总爆发的标志事件——雷曼兄弟公司破产 5 周年之际，国际金融界最关心的一个话题就是美联储何时退出量化宽松政策。针对这个话题，在 2013 年 8 月底于美国大提顿国家公园召开的全球央行杰克逊霍尔（Jackson Hole）年会上，参会者们展开了激烈的争辩。

属于少数派的观点是传统的、保守主义的，持此观点的以大部分老派学者为主。他们认为，量化宽松政策当时就不应如此大规模地推出，因此应该尽快退出，而且要明确地、按照事先公布的规则逐步退出。

另一派的观点则认为，目前量化宽松政策全面退出的时机并不成熟，美国经济不稳定因素仍然存在，实际失业率仍然居高不下，而统计数据中失业率的下降，实际上是把一部分长期失业的劳动人口剔除在失业大军之外的算术游戏。与此相关的另一种观点认为，当前美国的通货膨胀率远远低于 2% 的水平，因此扩张性货币政策的空间仍然巨大。

如果说上述主要来自美国经济内部的两派观点还有分歧的话，那么外部新兴市场国家的观点则是高度一致。墨西哥央行行长、曾是 IMF 总裁候选人的阿古斯丁·卡斯滕斯（Agustin Carstens）明确指出，量化宽松政策的退出对于新兴市场国家意味着巨大的灾难，将带来直接的冲击。巴西央行行长亚历山大·通比尼（Alexandre Tombin）原计划参加大会发言，但是由于国内金融市场的动荡不定——这正是由于各种退出信号带来的——而不得不取消杰克逊霍尔之行。

量化宽松何时退出？

综合杰克逊霍尔会议中各方面的信号以及最近的美联储表态，应该可以得出一个基本的结论：量化宽松政策的退出将会是逐步的，非对称的，以及有针对性的。

量化宽松政策的退出是逐步的，因为从整个西方，即便是美国这种恢复得比较好的经济体来看，经济复苏仍是步履蹒跚，而不是一帆风顺的。在这种情况下，金融市场的神经极其脆弱，任何退出过快的信息都会引起市场的波动。西方主要央行力图推行前瞻指导，告诉市场未来相当长时间内利率仍然很低，但其效果在量化宽松政策跃跃欲退的背景下微乎其微。

从政策主体上看，美联储的政策指导者伯南克，主要政绩就是在金融危机爆发之时采取了非正常的货币政策，即 UMP（Unconventional Monetary Policy）。如果量化宽松政策退出过快，从而引起金融市场的巨大波动，这对于巩固伯南克执掌美联储的政绩是非常不利的。因此 2013 年年底伯南克退位前，基本可以肯定，量化宽松政策不可能大规模退出。

伯南克之后的接任者众说纷纭，当前比较公认的、最有力的竞争对手是珍妮特·耶伦（Janet Yellen）女士。笔者在这次会议上与耶伦女士有比较多的接触，她是一个比较传统的学者，追求稳健，为人低调随和，不愿特立独行。其长期的学术观点比之于伯南克更为左倾，认为市场经济自身有诸多缺陷，政府干预是必须的。近年来美联储的会议记录，基本核实了她的这一学术理念。她在美联储的发言记录中曾经提到，量化宽松政策退出的条件是美国失业率下降到正常水平，在此过程中即便通胀短期略微超过 2%也在所不惜。所以有理由相信，如果耶伦接过伯南克手中大印的话，她不会贸然行事，不会大规模地退出量化宽松政策，相反，在退出问题上，她会比伯南克来得更加谨慎。

为什么说量化宽松政策的退出会是非对称的呢？因为美国与日本、欧洲的经济情况完全不同，虽然美国出现量化宽松政策退出的信号，但英国、欧洲不可能立刻随之而动，而日本恰恰相反，仍然沉醉在量化宽松的狂欢节情绪之中。在杰克逊霍尔会议上，日本央行行长黑田东彦反复申明，日本央行的量化宽松政策已经取得成效而且必须继续坚持，即央行大规模购买日本政府债券，以此推高市场通胀的预期，同时抬高名义利率。因此，量化宽松政策的退出一定是非对称的，美国先行一步，英国随后跟上，而欧洲和日本则是遥遥无期。

根据以上分析，最有可能的情形是 2014 年上半年，美联储开始减少美国国债的购买，如果美国经济持续恢复，其需要 1 到 2 年时间完全退出量化宽松政策。英国经济目前有微弱增长，通胀基本稳定，所以仍然维系量化宽松，英国央行有可能在 2014 年下半年步美国后尘，逐步减少国债购买。欧洲经济仍然处在调整之中，欧洲央行的非传统货币政策的退出目前杳无音信。日本更是如此，扩张性货币政策的退出很可能是 2 到 3 年以后考虑的问题。

量化宽松政策将以什么形式退出？

综合各种信息，最有可能的退出形式是，美联储先缩小美国国债尤其是短期国债的购买规模，然后再逐步退出国债的购买，最后逐步退出对房屋抵押金融产品的购买。

在杰克逊霍尔会议上，来自美国西北大学的学者提出了比较严谨的证据，那就是美联储实施量化宽松政策以来，其所购买的产品的收益率呈下降态势。而当前推动美国经济恢复的主要因素是房地产价格。在这种情况下，美联储一定会想方设法保护房地产市场复苏的苗头，绝对不敢轻言大幅缩减购买房地产抵押金融产品的力度。

因此，就全球范围来看，量化宽松政策退出最开始的着力点是美联储对美国财政部债券的购买，然后才是对其他金融产品的购买，而随后跟上的会是英格兰银行，欧央行和日本央行则将是最后的退出者。

量化宽松政策退出有什么后果？

量化宽松政策退出的后果也将是非对称的，对于那些没有国际货币发行权而且宏观基本面不佳的新兴市场国家而言，其影响将是灾难性的。

历史经验告诉我们，一旦国际货币发行国的货币政策收紧，资金流动就会逆转，大量的资金会从新兴市场国家流回发达国家。这一基本格局已经在历次新兴市场国家的金融危机中充分体现。笔者曾经研究过新兴市场国家所发生的金融危机的基本规律，发现每当发达国家资金收缩的时候，资金马上会出现逆转，最明显的一次就是 1997 年 7 月亚洲金融危机开始时，美国在该月的货币政策是最紧的。

这次量化宽松政策退出的后果将与历史十分相似。最近一个时期以来，当美国量化宽松政策退出的信号刚刚发出时，印度、巴西的经济都出现了明显的动荡，其中印度货币卢比出现了 50% 的贬值，大量的资金开始逆流，巴西也出现了类似的情况。对于英国、日本和欧洲而言，美国量化宽松政策的退出对其影响相对有限，这些国家手中控制着国际货币发行权，有可能通过进一步放松本国货币政策的方式来应对。

中国应该如何应对？

今年美联储杰克逊霍尔会议上,我发言的核心观点是,中国经济有着若干极其特殊之处,包括货币存量极高、国民储蓄率高达 50%、投资者行为并非完全市场化并具有极其强烈的国内投资偏好,这一系列因素必然使得中国的货币政策是非常规的,而中国金融体制的基本问题是扩张性的。在这个背景下,西方的量化宽松政策,导致热钱流入,加剧了中国经济过分扩张的倾向,并使得一些资产泡沫的特征出现。而即将到来的量化宽松政策的退出,对中国经济的直接影响比较有限,甚至堪称是利好,但是问题在于,中国周边一些国家以及贸易伙伴将会受此影响,由此将使中国经济受到间接的影响。为此,中国必须做好应对准备。

第一,必须抓紧时机整顿银行体系的呆坏账。金融危机爆发后,中国金融体系出现了大规模扩张的倾向,过去 5 年以来,信贷占 GDP 的比重从 100%上升到 200%,其中不乏呆账坏账。如果不采取及时的措施清理这些呆账坏账的话,在当前背景下,国际金融市场将会有新一轮唱衰中国经济、鼓吹从中国撤资的刺耳之声。虽然这不能从本质上动摇中国经济的格局,但是国内外投资者将会担心中国金融体系的安全性,导致资金外逃,妨碍金融体系的正常运行。

第二,要及时做好准备,应对周边国家以及贸易伙伴由于量化宽松政策退出引发经济衰退或者危机所带来的间接影响。比如,印度、巴西等国家很可能出现资金外逃、汇率贬值、经济通胀高企等经济问题,在这种情况下,中国与这些国家的贸易将受到负面的冲击,当地的贸易保护措施将会加剧。同时,与这些国家有正常投资信贷关系的中国公司很可能会受到连带损失,正常的投资信贷得不到回报。对此,要有充分的准备,从现在开始帮助这些中国公司提前进行风险分析,想方设法规避损失。对那些以这些国家为主要出口目的地的中国企业需要提前预警,引导其分析判断风险,转型转向。

第三,提前判断资本市场有关金融产品的价格变化,逐步调整外汇储备的资产结构。美元对其他储备货币会有所升值,美国国债收益率会有所上升,短期国债的收益率尤甚,长期国债次之,因为首先退出的可能是美联储对国债尤其是短期国债的购买。这些变化一般是受美联储政策宣布或信号发布所影响,如果能够对大趋势有一定的判断,有可能在宣布效应发生之前提前布局,获得主动。具体分析,应该逐步减少持有美国短期国债,增加信用评级高的私人债券等国债券的替代产品。

第四,利用退出之机推进人民币国际化。一部分新兴市场国家一定会受到量化宽松政策退出的影响,从而出现外汇储备紧张的情况,中国可以有条件地提供资助,启动之前签订的货币互换的各种条约,想方设法推出以人民币计价的各种金融产品和信用,帮助这些国家度过难关。同时也可以以实物的方式与其进行以物易物的贸易活动,帮助一部分中国产能过剩的企业打开当地市场大门。

总之,美联储量化宽松政策退出的窗口很可能在在明年上半年开启,这一过程将会是缓慢的、波折的,也是有针对性的,分阶段的。全球范围内的量化宽松政策退出也将是一个比较漫长的过程,其主要受害者可能是一部分宏观经济基础面不好的新兴经济体。中国在经济站稳脚跟、加快金融体制调整改革的基础上,要利用好量化宽松政策退出的机遇,积极在国际上有所作为,推进人民币国际化。

(2013 年 09 月 02 日 搜狐财经)