

# 研究简报

(2017年 第4期 总第35期)

清华大学国家金融研究院

2017年 7月 30日

## 全球经济向好 各大央行货币政策由松转紧成趋势

货币政策与金融稳定研究中心

摘要：世界四大经济体复苏的趋势一致，经济发展态势良好，但低通胀是全球普遍问题，因此央行需要在稳定产出和通胀两个目标之间权衡。全球经济形势的高度关联导致了各大央行政策的趋同，各经济体都开始或准备开始将宽松的货币政策转为紧缩。而政策调整在步调上的先后不一致则是由各国经济复苏的先后和程度决定的。

### 一. 各国经济相互关联和影响的渠道

从新闻中不难发现，政策制定者、学者和市场参与者都正在越来越多的讨论各个国家和经济体的宏观经济互相依赖并且联动性逐渐增强的问题。比如2016年初世界对中国经济增长减速的担忧，在一定程度上导致了美国资本市场的动荡，与此同时，中国经济的减速对其他国家意味着什么成为大家讨论的重要话题。

为什么一个国家或者经济体的经济状况，会引起如此大范围的

影响和广泛的关注呢？这当然是因为随着全球化的发展，和全球市场的不断深化和完善，任何一个国家的经济波动，都会通过国际市场进行传播并波及其他国家，而规模大的经济体对其他国家的影响自然更大。那么，一国经济通过国际市场影响其他国家的主要渠道有哪些呢？首先是国际贸易渠道。一国经济的波动会通过进出口的变动影响与其具有双边贸易关系的国家，尤其当这个国家的进出口在另一个国家的 GDP 中占重要比重的时候，影响会更大。其次是大宗商品市场。以中国为例，作为一个快速发展的国家，中国对大宗商品的需求会显著影响国际大宗商品的价格。如果中国经济减速，那么对大宗商品需求的降低会压低大宗商品价格。这对大宗商品出口国，比如巴西等新兴市场国家，当然是坏消息，但是对大宗商品的进口国，比如美国，反而是好消息，因为他们可以用更便宜的价格买到原材料。此外，国际资本流动也是一个重要渠道。资本的逐利性促使资本向回报率高的经济体流动，会导致资本流入国和流出国在汇率、通胀率等方面的非对称反应。而金融市场全球化的深入和完善，使得各个渠道的传导更加迅速，一国遭遇经济波动时，危机在全球的传染和散播也会因为金融市场的介入而加速，并且更加严重和难以控制。

## 二. 各经济体的货币政策的联动性

除了经济基本面的高度相关，货币政策在各经济体之间也呈现一定的联动性。这在一方面是由于经济的联动性造成的。一国危机时，需要采取扩张性货币政策，而危机通过上述渠道传导到其他国家，导致其他国家也需要主动采取扩张性货币政策来抚平本国的经济波动。另一方面，各国货币政策的相关性也有一部分是被动反应，

比如某些国家货币政策的溢出效应使得其他国家不得不调整货币政策进行应对，或者某些重要经济体不得不考虑自己的货币政策的反溢出效应而在制定本国政策时会考虑到其他经济体的状况。举个例子，在美国实行扩张性货币政策期间，由于大量外资流入中国，中国的外汇储备急剧增加，为了避免高通胀和经济过热，作为货币政策工具之一的中国的法定存款准备金率不断调升，从原来的 6.5% 左右升至最高时的 22% 左右。而在 16 年 1 月底，美国经济稳步发展的时候，美联储保持联邦利率不变的决定也在很大程度上被归咎于整个世界经济的弱势，例如中国的经济放缓和其他新兴市场国家的波动。但是需要强调的是，虽然有的时候不得不做被动的调整，一国的货币政策最终还是为本国的经济服务，各国自身的经济状况才是货币政策最根本的依据。因此在制定政策时，即使会受到其他经济体的经济状况和货币政策的影响，但最终起决定性作用的，还是本国经济发展的现状和前景，因此，各经济体货币政策的联动并不奇怪，但也不是必然。

### 三. 各大经济体的发展现状和货币政策

#### 1. 美国：

近期美国经济分析局公布美国第二季度的实际 GDP 年增长率为 2.6%，美国的连续经济扩张已经进入第九年。这个数字虽然低于长期历史平均水平 3.1%，但是却比 09 年大衰退之后的平均值 2.1% 要高。消费的增长是美国经济增长的最大动力，超过 2% 的实际 GDP 增长都是消费拉动的，而非住房投资的增长也贡献了超过 0.5% 的实际 GDP 增长。图一为根据 Chauvet and Hamilton (2005) 计算出的基于 GDP 的经济衰退指数，指数对应给定历史信息条件下每季度发

生衰退的可能性，指数越低说明发生衰退的可能性越小，目前这个指数值只有 8.2%，这进一步证实了美国正稳步行进在经济周期的扩张阶段。

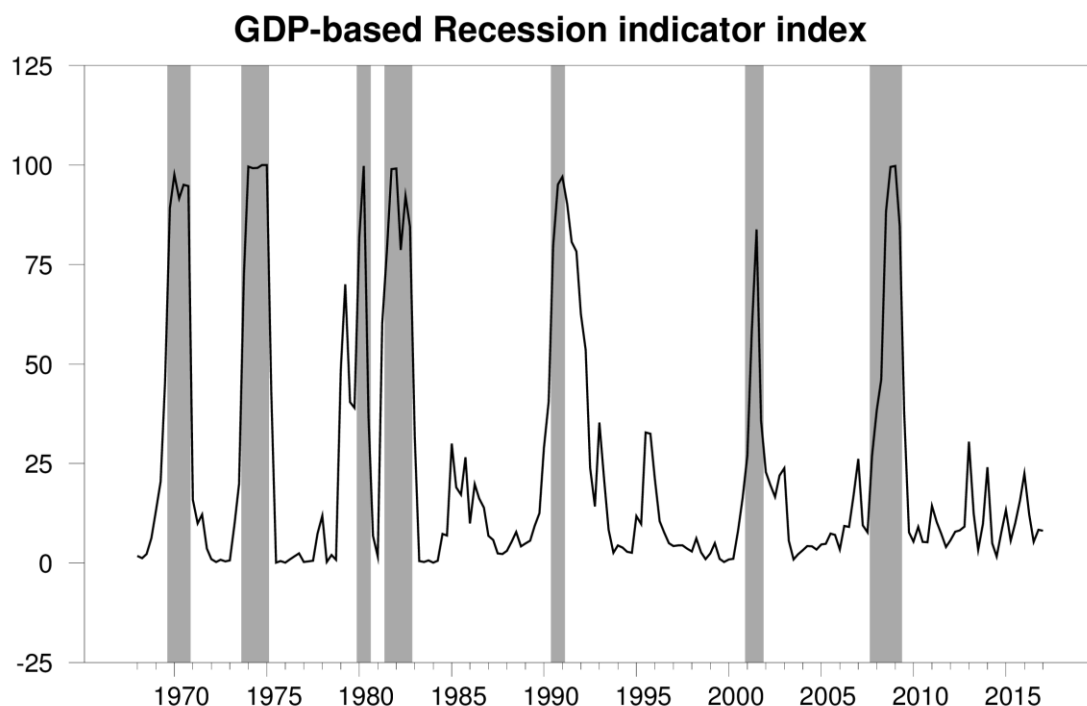


图 1：基于 GDP 的美国衰退指数（图片来源：Econbrowser）

另外，消费者信心本月跳升，金融市场表现强劲，再创新高，失业率仅有 4.4%。唯一使得市场对美联储的货币政策产生不确定性的就是通货膨胀率。耶伦在早前的国会述职中表示，通胀率的低迷部分是由暂时的因素引起的，但是除此之外可能还有其他的原因，美联储正密切关注通胀率的走势。耶伦的这次演讲，使得市场普遍认为 7 月份的 FOMC 会议不会宣布升息，而事实也证实了市场的预期。虽然核心通胀率低于 2%，但此次美联储的 FOMC 会议并没有对通胀预期表示出进一步的担忧，而是维持了原有的观点，认为通货膨胀在中期会稳定在委员会设定的 2% 的目标左右。耶伦也不止一次的表示，劳动力市场和收入增长的强劲表现会提升资源的利用率，并最终会反应在通胀率上。FOMC 内部对如何看待通胀率低于

目标也有分歧。除了通胀，工资率的增长并不尽如人意。由于失业率已经接近正常水平，这意味着雇主需要提供更高的工资来吸引劳动力，因此大部分经济学家认为工资的增长会加速。但事实并非如此，截止到六月底，工资在过去三个月的增长率只有 0.5%，低于第一季度的 0.8%。

虽然此次 FOMC 会议并没有加息，但是缩表的期限看起来更近了，市场普遍认为美联储很有可能从 9 月份开始缩减其高达 4.5 万亿美元的资产负债表。作为货币政策常规化整体计划的重要一步，缩表也势在必行。从理论上讲，缩表其实和升息的作用非常类似，虽然它们在具体实施和操作上存在差异，对不同金融资产的影响也不尽相同，但是本质上都是紧缩型的货币政策。因此，在缩表的同时，联邦基金利率应该不会大幅快速上升。

## 2. 欧洲：

欧元区，整体增长形势比较乐观，欧元走强。

德国七月份的通胀率为 1.7%，较前两个月的 1.6% 和 1.5% 稳步上升。消费者信心指数也创 2001 年 10 月以来的最高水平，失业率也屡创新低。消费者对接下来的经济增长非常乐观。

最新数据表明，作为欧元区第二大经济体的法国，自马克龙当选总统以来，经济增长稳定，其第二季度的 GDP 增长率为 0.5%，年度 GDP 增长率预期从 1.1% 急升至 1.8%，这是自 2011 年以来的最高值，各项经济指标中，出口对法国经济增长的贡献很大。法国的失业率目前已达到欧元区危机以来的最低值，通胀水平温和，商业调查显示信心指数达到 10 年以来最高。

除了德法，西班牙和奥地利的经济表现也非常突出，两国第二季度的经济数据都好于预期，其增长率都达到了几年来的最高。

普遍的经济形势稳步好转使得欧央行开始考虑收紧目前宽松的货币政策，多位欧央行高官发表了类似的观点。虽然从时间上看，欧央行是追随美联储的脚步实施紧缩的货币政策，但这并不能被解读成对美国货币政策的“跟随”。对照前面提到的欧洲的经济形势，准确的说，欧央行正在考虑的紧缩政策是对其自身经济状况的恰当反应。与美联储一样，欧央行同样面临两种收紧货币政策的工具：升息和资产负债表操作。欧央行行长早先表示，在量化宽松结束以前，利率将会保持不变。虽然负利率政策的有效性和可行性在学术界和政策界依然被质疑，欧央行内部关于先升息还是先退出量化宽松也还是存在争议，但是维持利率在一段时期内不变的策略应该不会轻易改变，否则市场预期将被打乱，欧央行行长引导市场的能力也会受到破坏。和美国类似的是，如图二所示，欧元区在经济增长表现良好的同时，通胀率也低于目标通胀率，因此，对于何时开始退出量化宽松，欧央行也面临一个两难的局面。

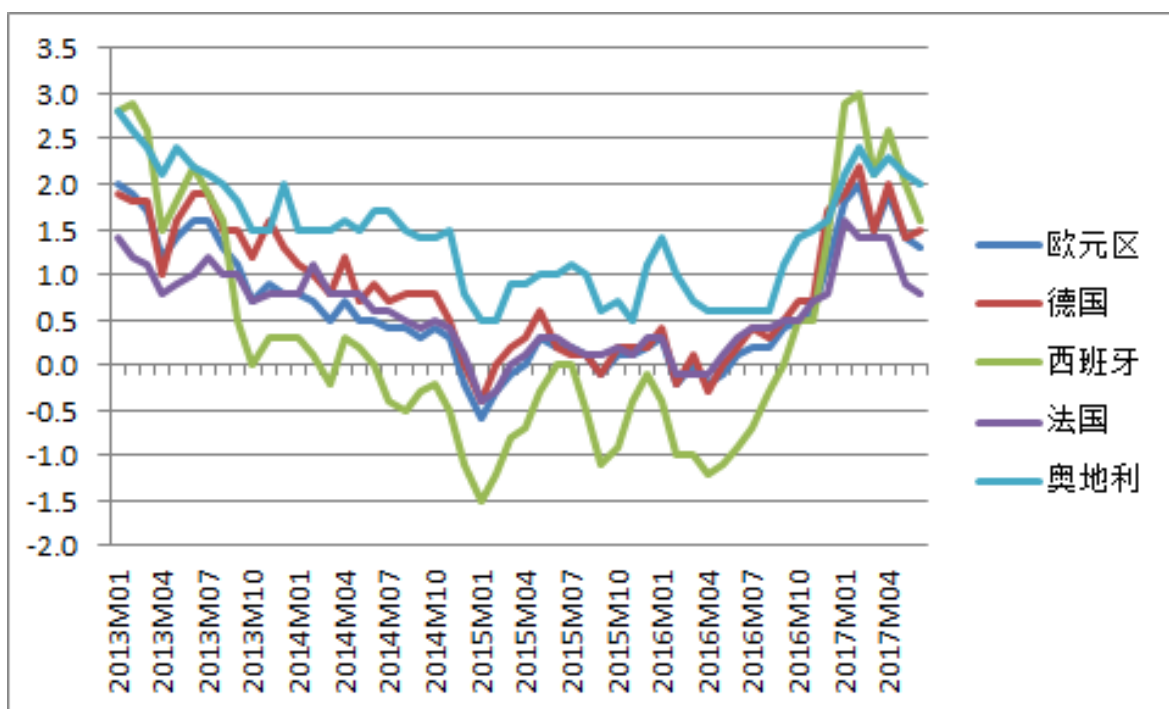


图 2：欧元区以及主要国家通货膨胀（数据来源：Eurostat）

### 3. 日本:

经济稳步增长，出口和消费开始加速。六月份家庭消费比去年同期上升 2.3%，是 16 个月以来的首次增长（如图三），六月份零售额比上月增长了 0.2%。劳动力市场逐渐收紧，劳动力缺乏的问题日益凸显。目前日本的通货膨胀数据表现差强人意，日本央行近期将其对至 18 年 3 月的通胀预期从 1.4 % 下调至 1.1 %。面对温和的复苏和疲软的价格，进一步的货币政策刺激并无必要，但是日本央行对于通胀的悲观预期使得近期升息和缩减量化宽松的可能性也非常低。

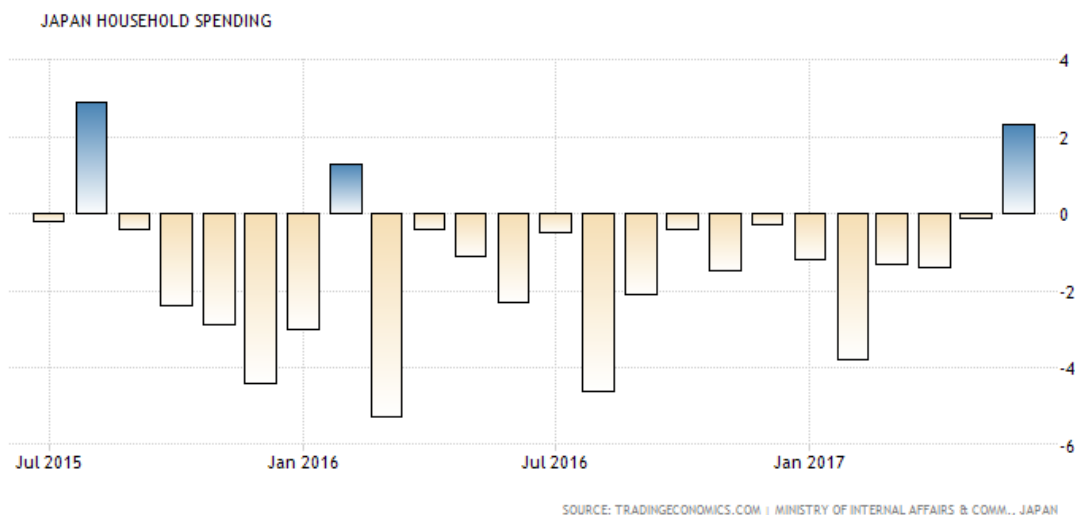
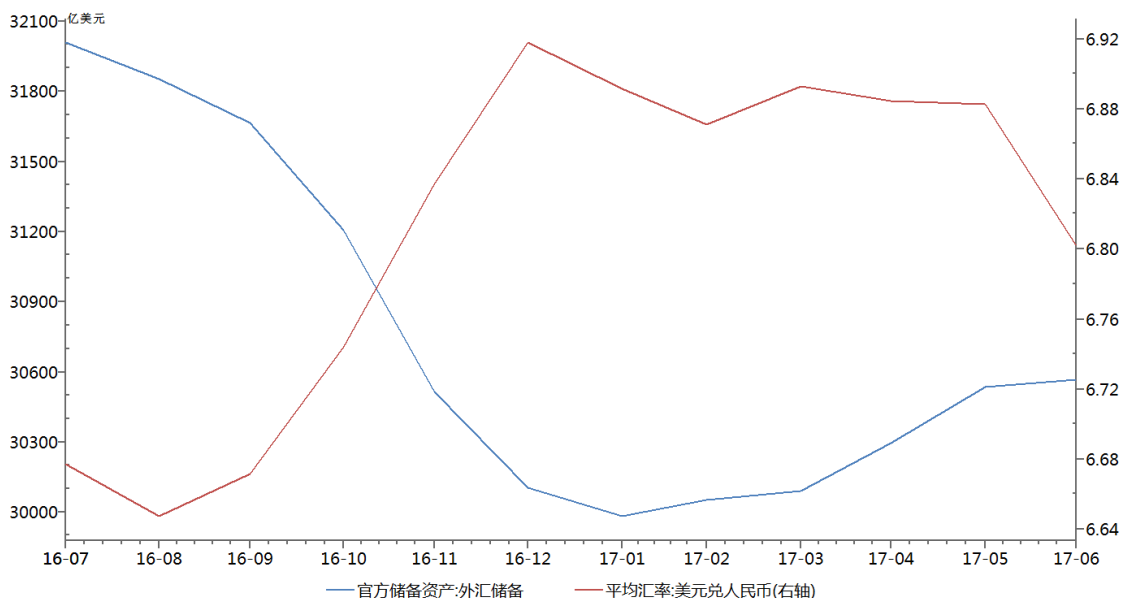


图 3：日本家庭消费增长（图片来源：tradingeconomics.com）

### 4. 中国:

中国第二季度 GDP 增长率仍然保持了 6.9 % 的水平，略高于普遍预期。虽然我国经济形势很好，并处于升息通道，但这并不意味着美国加息我们就要马上跟进。从外汇的角度看，人民币币值保持稳定并达到了八个月以来的最高，并没有贬值压力，外汇储备已经连续五个月增长，并在六月份的时候达到了自去年十月份以来的最高点，并没有资本外流的迹象。这些都表明美国的加息并没有对我们的外汇和外资有明显的负面影响，因此我们没有必要为此升息

以作应对。根据具体情况，找到合适的节奏，按照自身需要调整货币政策才更符合我们自己的利益需求。



数据来源:Wind资讯

图 4：中国官方外汇储备和美元对人民币汇率（数据来源：wind 咨询）

总而言之，世界四大经济体复苏的趋势一致，经济发展态势良好，产出都在稳步扩张阶段，但低通胀是全球普遍问题，因此央行需要在稳定产出和通胀两个目标之间权衡。各大央行纷纷由宽松的货币政策开始或准备开始转向偏紧的货币政策并不是偶然，也不是简单的“美国先行，其他经济体跟随”可以解释的。事实上，是全球经济联系日益紧密，经济形势的高度关联导致了货币政策的趋同。而政策调整在步调上的先后不一致则是由各国经济复苏的先后和程度决定的。

（2017 年 7 月 30 日）



(本课题牵头人为周皓，课题组成员为张际)

---

报 送： 中财办，国务院参事室，人民银行

---

联系人： 付静仪

电 话：

010-62797519

---