

## QE3退出对我无近忧须远虑

2014. 02. 21 / 中经专网

[摘要]美联储在去年12月议息会议上，宣布从2014年1月起，将每月850亿美元的资产购买规模削减至750亿美元。本文认为美国经济向好趋势趋于稳定，而QE3退出通过贸易和资本渠道影响新兴经济体。QE3退出对我国短期影响基本可以忽略，但是中长期的影响不容忽视，我国应及早谋划主动消化风险：严格外汇管理；有限度地主动刺破国内房地产泡沫；加快处理地方政府债务平台；增加国内投资机会提高资本收益率；把握好金融改革步伐。

（中经评论·北京）美联储在去年12月议息会议上，宣布从2014年1月起，将每月850亿美元的资产购买规模削减至750亿美元，其中国债和MBS各削减50亿；继续实施0-0.25%的低利率政策。这标志着美国退出第三轮量化宽松政策开始启动。国内对美联储政策有两种理解，一种认为QE3退出的“靴子”落地，我国面临的外部流动性环境稳定收缩，另一种则认为未来充满不确定性，甚至量化宽松出现反复也有可能，因为联储强调“资产购买步伐不会遵循任何既定路径，将根据就业和通胀前景分析做出决策”。

笔者认为，不确定性总是有的，但要判断哪一种情景的概率更大，才能未雨绸缪分析其对我国的影响和应对策略。这就需要对推出QE3的背景及其运行机理，当前和未来美国经济走势等作出分析。

### 美国经济向好趋势趋于稳定

美国2012年底推出QE3是因为当时面临经济增长疲软、失业率高企、财政吃紧、前两轮量宽政策到期且效果有限等问题。在实体经济复苏、量宽政策等因素作用下，2013年以来美国经济数据稳定向好。GDP连续四个季度走高目前已达3.6%，11月份失业率降至7%，CPI上涨1.2%持续低于美联储设定的2%目标，个人消费支出连续六个月环比增长，房屋新开工量升至五年来高点，三大股指一年来均明显上涨，作为先行指标的制造业PMI持续走高至57.3。美国多项主要经济指标呈现持续向好态势。因此可以判断，当前的复苏迹象基本具有较强可持续

性，如果不出大的意外，加上具有较强支撑作用的新能源和互联网技术等发展，美国实体经济真正走上稳定复苏甚至繁荣轨道的时间不会太久，美联储预计2015年美国实体经济将重回3%以上，失业率低于6%。也就是美国QE3相对稳定退出，两年左右开始加息的可能性比较大。

#### QE3退出通过贸易和资本渠道影响新兴经济体

如果上述判断成为现实，那么我国就要提早准备应对美联储退出量宽政策影响。这种影响主要有两个渠道，一是贸易渠道，美国经济稳定复苏，最大的消费市场进口需求增加，有利于新兴经济体扩大出口。二是资本渠道，美元流动性收缩短期可能带来美元升值和境外美元回流美国，其中资本流出我国可能直接影响我国金融市场稳定和资产价格，从其他新兴经济体流出可能影响流出国经济增长，进而影响我对新兴市场出口；如果美国经济进入长期繁荣轨道，投资收益率超过国内还可能引发实体经济中的外企撤资。

随着美国经济走向繁荣加息只是时间问题。美国在不久的将来很可能在新一轮科技革命方面取得最先突破，更高效率和更低成本的新技术和新产业对世界资本产生巨大引力，投资和消费的高涨难免推高物价。可见美国现在没有明显通胀压力不意味着将来没有加息空间。

而一旦加息达到一定程度，资本加速撤离新兴经济体不排除引发经济危机的可能。1980年代至今对新兴经济体影响较大的金融危机，无一例外爆发于美联储货币政策宽松后的收紧时期。尽管各国情况不同导致危机爆发的时点与美国加息周期不完全一致，有的有一定滞后期，但这一影响十分显著，不容忽视。

#### QE3退出对中国中长期影响需要关注

QE3退出对我国短期影响基本可以忽略。因为目前政策中，流动性收缩量有限且联邦基金利率仍维持不变，我国内较为严格的资本管制，外汇储备充足且经常账户持续顺差，都是限制资本大规模波动的有利因素，而且美国经济向好带动我出口一定程度上对冲了不利影响。

但中长期的影响不容忽视。流动性紧张和资本外流总是最先触动经济运行的那块短板，或

者资产泡沫，或者杠杆率过高，或者发展滞后产业。目前我国经济在这些方面问题比较突出。

首先，房地产开发和住房抵押贷款占全部银行贷款的20%左右，如果再加上与土地和房产相关的地方融资平台贷款，约占50%-60%。其次，2012年中央政府与地方政府加总债务接近28万亿，占当年GDP的53%。其中地方政府债务15.9万亿，占全部债务60%左右，须引起高度关注。另外，企业部门杠杆率已经达到113%，超过OECD国家90%的平均水平，如果将非金融企业、居民部门、金融部门以及政府部门的债务加总，那么全社会的杠杆率可能已达200%。一旦资本大量集中外流，将可能对我国房价、地方债务甚至整个经济运行带来严重冲击。再次，传统发展模式使我国潜在增长率下降，走出危机影响跨越中等收入陷阱，只能依靠技术创新和产业升级提高全要素生产率，而升级创新具有投入高、周期长、风险大等特点，需要大量资本和企业主体持续投入攻关，资本外流对创新升级甚至国家发展战略影响难以估量。

#### 我国应及早谋划主动消化风险

一是严格外汇管理，防止热钱大规模流入流出。密切关注资本跨境流动，适时运用逆回购、短期流动性管理等工具保持适度流动性。加强海关、外汇、商务、央行等部门合作监管，防止关注以贸易为名行套利之时的外汇进出。重点监测外汇持有和使用较多的企业，防止外汇大规模套利流动。

二是有限度地主动刺破国内房地产泡沫。金融危机以来我国房价持续快速上涨，一线城市人口多、限购早，刚性需求是主要支撑因素，但二三线城市房价泡沫不容低估。

三是加快处理地方政府债务平台。分类处理存量债务，竞争性项目债务由企业和银行自行负责。完善地方税体系，规范地方债务发行，增加地方政府收入来源，硬化其预算约束。改变唯GDP论英雄的政绩考核体系，把政府注意力从经济总量和税收转到民生改善、市场监管、公共管理和社会服务上。进一步明晰并严格规范地方和中央的支出责任，防止地方支出责任无限扩大。健全债务风险防控预警机制，及时发现和化解债务风险。

四是增加国内投资机会提高资本收益率。政府应加大知识产权保护，加大基础科研投入，重点攻关可能引领第三次产业革命的关键行业，鼓励企业发展战略性新兴产业和研发应用新技术新模式。把握节奏扩大开放领域，改革外商投资管理，加快实施准入前国民待遇和负面清单制度。营造一流的内外企业公平竞争的法治化营商环境，防止资本外流影响国内创新升级。

五是把握好金融改革步伐。适当加快利率市场化步伐，加快推出存款保险制度，推进商业银行市场化改革和业务结构调整步伐，增强银行业抗风险能力。稳步推进人民币资本项目放开，建立资本流动的监测甄别机制，保留限制外国机构持有国内金融机构股比等管理措施。加快货币互换步伐，推进人民币贸易结算和人民币计价金融工具创新，在美国加息导致新兴市场经济受挫之际，扩大人民币的信任度和接受面。与新兴经济体加强金融合作，共同开发金融避险工具，协调跨境资本流动管理，防范资本外流引发的风险。

（经济参考报，李洪侠）