

No. 1403

研究报告

IMI

# 2014年3月份 国际经济金融形势评论

曹彤 许元荣



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

# 2014年1季度国际经济金融形势评论

曹彤 许元荣<sup>1</sup>

## 美国经济金融形势：QE退出会不会驱动美元大幅走强？

### （一）1季度天气冲击之后的政策冲击更值得关注

2014年一季度，美国遭遇极端暴风雪天气，评估结果显示，GDP增速可能从上个季度的3.2%下挫至本季度的1.8%。受此影响，季初经济数据大幅受挫。进入三月份，经济运行开始回归常态，制造业PMI走势先抑后扬，近三个月表现为57、51.3、53.2，恢复趋势明显。非农就业也呈现加速增长趋势，读数分别为7.4万、11.3万、17.5万。从更高频的周度数据来看，ICSC-高盛连锁店销售增速长期在2%附近波动，2月份在天气冲击之下一度下跌至零增长，进入三月份重新恢复至1.5%左右。

一季度有部分数据变差，服务业PMI呈现持续下滑态势，去年8月份最高值为58，在2月份下滑至54，3月份进一步下滑至51.6，创下2009年以来的最低水平。美国经济服务业比重达到80%左右，而且服务业的周期性和波动性向来较小，现在出现持续下滑的局面值得警惕。此外，一季度失业率在触及6.6%的最低位之后，3月份小幅上升至6.7%，这虽然是个微小的变化，但是却使得美联储货币政策避免了一些尴尬，因为失业率降至6.5%一直被视为其政策反应的临界值。

对于美国经济的总体态势，一季度天气冲击之后，来自货币政策和财政政策的长期冲击值得深入评估。2014年是美国财政大紧缩之后的第一年，也是QE政策彻底结束的拐点之年，同时也是明年加息预期得以确认之年，多重政策因素叠加很可能对经济主体的预期产生重要影响，未来美国经济将更加倚重市场自身的“内生增长”。

### （二）美国国际投资头寸对美元走势的绑定与制约

3月份美联储的FOMC会议引起市场很大的震动，不仅确定在今年10月份彻底结束QE政策，而且首次提出可能在明年夏季开启加息。美元走势立即引起了市场的广泛关注，货币政策收紧会导致美元走强，这是一个外汇市场的基本逻辑。那么，美联储宽松的货币政策退出会导致美元中长期大幅走强吗？美元的涨跌究竟如何影响美国的整体利益？由于美元走势是牵一发而动全身的“系统重要性变量”，所以理清上述问题，是理解当前全球经济金融大局的前提。

分析美元走势的视角非常复杂，笔者将首先从美国的国际投资头寸表谈起，因为这是美元涨跌涉及的最大利害所在。在随后的研究中，笔者将进一步从更加多元的视角进行考量。

回顾美国的国际投资头寸表，从八十年代开始，美国的“对外资产”和“对外负债”开始迅速增加。美国经济研究局的最新数据显示，美国持有外国资产已经高达21.6万亿美元，而对外负债是25.8万亿美元。我们可以把美国的“对外负债”进行分解，一部分是美国持续的贸易赤字，导致顺差国家得到美元之后购买美国的资产；另外一部分美国存在大规模的资本输出，别的国家得到这些美元之后，反过来形成对美元资产的购买。

第二种情况显然占了绝大部分。美国投资者持有越来越多的别国资产；别国的投资者持有越来越多的美元资产，可以将此现象概括为美国与其他国家的资产置换。对于这种资产置换现象，至少有以下三点含义，值得深入研究。

<sup>1</sup> 曹彤，中国人民大学国际货币研究所联席所长、中国进出口银行副行长  
许元荣，中国人民大学国际货币研究所副研究员、第一财经研究院研究总监

一是美元汇率贬值会给美国带来资产增值收益。这可以从两个角度进行考察：首先，就美国对外的25.8万亿美元负债而言，美元贬值将导致对外负债总额的缩小，美元每贬值10%，将导致美国对外负债减少2.58万亿美元。其二，就美国对外的21.6万亿美元资产而言，情景相对复杂一点，美元贬值将导致非美货币计价的资产升值，而美元计价的资产贬值。考虑到美国对外的实业投资以外币计价为主，金融资产以美元计价为主，所以美元贬值对两者的总体冲击效果取决于两者的结构占比。

把以上分析合并起来看，美元贬值导致对外负债缩小、对外资产美元计价部分贬值、对外资产非美元计价部分升值，三项加总，美国将在贬值中获得总体性收益。反过来讲，美元升值将导致美国总体利益受损。

美国经济研究局一份报告印证了上述分析逻辑。该报告显示：2002~2006年，美国通过推动美元贬值、别国货币升值，共增加国民财富8920亿美元，平均每年增加国民财富1800亿美元。

二是美国的海外资产获得高收益，别国持有美国资产获得低收益，从而形成巨额的投资收益单向流动。美国经济研究局一份详细的研究报告（作者为Pierre-Olivier Gourinchas和 Helene Rey）显示：布雷顿森林体系解体以后的30年间（1973~2004年），美国持有的外国资产平均回报率为6.82%，而外国持有的美国资产回报率只有3.50%，两者相差3.32个百分点。以此来估算，按目前21.6万亿美元的资产规模，美国海外资产每年得到超额收益7560亿美元，这远远超过目前美国5340亿美元的贸易赤字规模。

三是美国长期贸易逆差积累起来的对外负债，将在“美元汇率变动”和“收益率之差”两个因素的作用下，逐步减少甚至消失。美国的贸易赤字从九十年代开始扩大，2006年达到7500亿美元，2012年依然保持5340亿美元的规模，即使简单加总一下，美国由于贸易赤字所积累的外部负债应该高达9万亿美元以上，计入投资收益应该在10万亿美元以上。但美国国际投资头寸表显示的美国净债务仅有4.16万亿美元，其余6万亿美元的债务哪里去了？

这就是学术界曾经探讨过的“消失的债务”，美元汇率贬值冲销一部分，“收益率之差”再冲销一部分，当这两种冲销的速度超过美国贸易赤字积累的速度时，美国对外净负债就开始减少。

因此，单纯站在国际投资头寸的视角来看，美元升值将导致美国海外资产巨大的价值损失，美元贬值则带来海外资产价值的巨额增加。21.6万亿美元的海外资产规模与九十年代4-5万亿美元的规模相比已经有了质的不同，我们由此可以得出一个初步的结论：美国海外资产对美元走势存在绑定和制约关系，美元可以发生阶段性的升值，但长期的、大幅的升值则与美国海外资产利益形成内在冲突，美元贬值才符合美国利益。

### （三）美国经济金融的四个战略大转向

回顾2013年以来的美国经济表现，在多个维度超出了观察者的预期。比如，量化宽松退出以及加息的节奏超出预期，对财政赤字严重失衡的纠正力度超出预期，对贸易赤字以及能源依赖的改善超出预期，重新振兴先进制造业的战略目标也进展迅速。悄然之间，美国完成了一系列关系经济金融全局的重大转向。

**第一，美联储从超级宽松的政策周期转向未来紧缩周期。**2013年12月18日，美联储宣布将开始每月缩减资产购买，这是美联储开始从过去5年的货币宽松周期转向紧缩周期的标志性事件。随着美联储退出QE完成，按照当前的一致预期，美国将在2015年底左右开始加息。美国的货币政策正在发生从极度宽松向紧缩的大转向。

**第二，美国财政从绝对扩张到相对收缩的转向。**美元是基于美国国债的债务货币，美国所有的扩张与收缩最后均表现为美国财政的扩张与收缩。2009财年是美国财政扩张最巨的一年。这一年，美国财政赤字达到1.4万亿美元，占美国GDP的比例高达9.8%。

但在2013年，美国财政经历了历史上最严厉的紧缩，财政收入达到2.77万亿美元，超过

2008~2012各财年，3.45万亿美元的财政支出则降低到2009年以来新低，最终取得6800亿美元财政赤字，占GDP比例为4.1%，较2012年降低38%，较2009年的峰值1.4万亿美元（GDP占比9.8%）降低一半以上（52%）。2013年，美国债务/GDP的绝对规模也已经开始下降。展望未来，我们预计美国财政赤字将于2015年或2016年下滑至十年来新低水平。

**第三，美国加大“能源独立”战略的实施力度，美国能源结构从依赖进口转向本土和西半球自给。**页岩气革命，是美国2010年至今在全球体系最具格局影响意义的变化，这不仅发生在能源领域，还对经济金融体系和国际关系体系带来了深远的影响。根据美国能源信息署（EIA）《2012年能源展望》，美国2010年能源自给率为78%，预计在2035年将达到87%。实现“能源独立”对美国来说已不再是一种奢望。

页岩气革命使得美国的天然气价格在国际上具有了无可比拟的低价优势，只相当于亚洲价格的1/4和欧洲价格的1/3。天然气的低价又进一步推动煤炭、电力等美国能源价格的整体下降，赋予了美国很强的能源价格比较优势。当前，美国工业用电的平均价格约合人民币0.4元/千瓦时，而中国工业用电电价约为0.9~1.0元/千瓦时，美国还不足中国价格的1/2。

**第四，美国从“制造业空心化”转向重新振兴制造业。**美国的制造业在近20年来不断出现空心化趋势。尤其是2000年之后，制造业产出占GDP比重和就业人数加速下滑。但是，这一趋势在2010年后出现了逆转，美国制造业的竞争力正在复苏，并且这一复苏的证据越来越多。美国制造业产出增加、投资加速、产能利用率上升、制造业就业人口回升等无不说明美国生产端复苏的事实。

由于美国政府一系列的复兴制造业政策措施和美国能源独立带来的成本下降、生产效率的提高、劳动力成本的相对下降等多方面的原因，美国开始变成一个相对具有吸引力的制造国，美国制造的增加直接对原有的外部需求产生“进口替代”效应。

## 欧洲经济金融形势：化解债务存量压力的三个方案

### （一）欧元区经济延续温和复苏，贸易顺差成为最大驱动因素

欧元区2013年4季度GDP终值实现了0.3%的环比增长，1%的同比增长，在结构调整与复苏的道路上又迈出坚实的一步。如果对GDP的环比增幅进行分解观察，可以发现国内需求贡献了0.2%，出口贡献了0.4%，库存则贡献了-0.3%，对外贸易增长成为最大的增长驱动因素。从逆差到顺差，这是欧元区结构性改革取得的重要成果之一。

一季度工业产出增长提速，2月份增长1.2%，3月份进一步升至2.2%。建筑支出改善也非常迅速，最新四个月的增速分别为-1%、-0.1%、1.3%、1.5%，表明欧元区房地产形势恢复良好。一季度CPI处于0.8%的低迷状态，改观不大，但是核心CPI却在悄然发生改变，从0.7%的水平，升至0.8%，再升至1%，欧元区的通缩压力进入减轻区间。经济数据最大的亮点集中在出口上，一季度末贸易顺差继续大增，达到253亿欧元，创下欧元区的历史最高水平，成为整体经济走出低谷的重要支撑。

欧元区经济的复苏之路并非坦途，未来仍然存在几个可能的变数。美联储退出QE以及加息预期的确立，会不会冲击到欧元区的货币市场、债券市场和金融稳定？新兴市场今年总体会比较艰难，增长失速的风险会不会“溢出”到欧元区？欧元区的债务存量还在攀升，债务体系来之不易的“稳定局面”能不能守住？当然，欧元区也在不遗余力地寻求突围的路径，前景值得期待。

### （二）欧元区化解债务存量压力的三个方案

尽管2013年至今欧元区的经济增长、赤字整顿、股票和债券市场，以及欧元走势都呈现出了系统性的好转趋势，但债务危机依然遗留了两个隐忧不容回避：一是赤字水平虽然大幅压缩，但依然不是盈余，依然给债务存量压力带来新的积累。例如，过去四年里，希腊赤

字从15.6%调整到4.1%，爱尔兰从30.5%调整到7.6%，葡萄牙从10.2%调整到5.5%，西班牙从11.2%调整到6.7%。二是如何为困难国家找到化解债务存量压力的途径，仍然悬而未决。目前几个风险偏大国家的债务水平分别为希腊176%、爱尔兰123%、意大利132%、葡萄牙124%、西班牙94%。

梳理历史上大大小小的债务危机解决方案发现，化解债务压力的途径主要有以下五种：经济恢复快速增长、财政赤字的收紧和整顿、通货膨胀、显性或隐性的债务重组、金融抑制。当然，一般都是几种政策方案的组合。

欧元区主要倚重前两种途径，希望通过自身严厉的财政紧缩和自律，以及经济的良好复苏，来逐步化解沉重的债务负担。但 IMF 经济学家莱因哈特 (Carmen Reinhart) 和罗戈夫 (Kenneth Rogoff) 最新发表详细的研究报告，认为这两种政策手段不足以使欧元区摆脱沉重债务压力，需要考虑更强的方案才能根除债务风险。回顾历史上的大量债务危机样本，大多数发达国家都是通过后面三种途径来解决债务压力的。

**先看通货膨胀途径。**欧元区国家试图推进劳动法改革、财政改革、经济结构改革，但涉及到削减居民已有的福利和利益，改革进程必然充满反复，迁延持久。如果经过几年温和通货膨胀的话，会有助于解决问题。IMF 的研究结果显示，无论是全球统计结果还是单个国家的案例分析，持续高企的政府负债多伴随着债务重组和高达20%的通货膨胀，三者数据上的相关性非常显著。在二战前，解决债务压力主要采取债务重组和违约的方式，二战之后，通货膨胀和金融抑制则成为主要途径。过高的通货膨胀是要避免的，但温和、适度的通胀对债务压力会有显著缓解效果。

**再看债务重组途径。**目前发达国家政府债务占 GDP 比例已经达到85%，是二战后的最高点，同时也正逼近200年以来的历史高位。欧元区又高于发达国家平均水平，达到 GDP 的96%，外围国家则又远远高出欧元区债务水平。目前只有希腊、塞浦路斯尝试进行了债务重组，对于金融稳定和债务可持续起到了化险为夷的作用。

**最后一种是“金融抑制”，这可能是最为适宜的一种途径。**金融抑制指的一种政策组合，包括政府体系内的金融机构（养老基金）直接给政府提供融资，显性的或者隐性的利率管制，对资本跨境流动的管制，以及政府和银行更加紧密的协作等。Brunnermeier 等学者认为，金融抑制是一种摩擦更小、更易于被市场接受的债务重组方式。以利率工具为例，利率提高补贴了储蓄者，利率降低补贴了借贷者，政府债务压力过大的情况下，可以利用利率工具的再分配效应，尽可能压低政府融资利率，使政府得到储蓄者的补贴。

Reinhart 等学者则认为，金融抑制措施可以看成是一种税收机制——“金融抑制税”。回顾历史上严重的金融危机和债务危机，随后的“金融抑制税”对化解危机起到了非常关键的作用。二战后美国和英国的金融抑制和负利率使得其负债年均减少2-4%，意大利和澳大利亚由于更大力度的金融抑制，债务年均减少近5%。对比之下，欧元区的债务压力高于历史上很多案例，但是金融抑制政策的力度却远小于以往的历史，未来存在很大的政策空间。

总而言之，欧元区的情况虽在好转但毕竟没有那么乐观，特别是考虑到除公共部门外，私人部门和隐形债务的规模也高于适宜水平，当局可以评估债务重组、适度通货膨胀和金融抑制等政策组合的历史经验和效果，为化解债务存量压力提供切实可行的路径。

## 中国经济金融形势：对人民币贬值走势与波幅扩大的解读

### （一）经济数据下滑，协调“稳增长”、“调结构”、“去杠杆”三重目标的难度加大

今年一季度，我国经济数据显著降温。1-2月工业增加值同比增加8.6%，比去年12月回落1.1%，明显低于市场预期。固定资产投资增速为17.9%，比去年整体水平回落1.7%，若进一步分析固定资产投资的三大板块，基建投资回落2.2个百分点至19.2%，房地产投资

0.5个百分点至19.3%，制造业大幅回落3.4个百分点至15.1%。固定资产的增速回落，基建拖累了0.5个百分点，房地产拖累0.1个百分点，制造业拖累1.1个百分点。

一季度社会零售品总额也出现明显下降，从去年总体13.5%的增速下滑至11.8%，其中与房地产相关的家电消费从14.5%下滑至7.3%，装修类消费从20%以上的增速下滑至12%。出口形势也不容乐观，1月份出口增长10.6%，2月份则大幅下滑至-18.1%，为了排除春节的干扰，把1、2月份合并起来看出口仍然减少1.8%。价格类指标也比较疲软，2月份CPI同比涨幅为2%，PPI则实现-2%的通缩。

货币金融数据明显回落。1月份的社会融资总额高达2.58万亿，创下历史新高，但2月份大幅减少至9387亿，比去年同比减少1318亿，其中委托贷款、信托贷款和债券融资均大幅减少。从货币供应量来看，2月份M1增长6.9%，M2增长13.3%，但货币供应增加受春节因素影响较大，并不能显示经济活动的真实趋势。

我国经济局面的复杂之处在于，稳增长、调结构、去杠杆三重目标都很迫切，但三个目标又有很多内在矛盾之处，调结构会拖累增长，稳增长会延缓调结构。有没有什么政策方向可以将这些目标协调和统一起来？或许可以考虑“向创新投资”，不削弱投资强度的前提下，大幅改变投资的方向。因为我国产业普遍存在过剩现象，传统的基础设施饱和度也日益凸显，投资空间已经不大，但我国支撑创新型经济模式的物质条件尚且薄弱，比如创新经费投入、创新人才、创新的基础设施、创新的要素、创新的激励、对创新成果的采购、企业的创新平台、创新集群建设、创新型城市建设等等，对创新领域加大投资力度，既可以保证投资强度和有效需求，又可以为未来的产业升级和经济增长模式转变蓄力。

## **（二）对人民币贬值走势与波幅扩大的解读**

2014年以来，人民币汇率持续地牵动着全球投资者的神经，先是1月底开启的贬值走势，从6.04不停歇地贬至6.23，两个月内贬值幅度超过3%。紧接着央行3月15日公告，自2014年3月17日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由1%扩大至2%，外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由2%扩大至3%。市场反应颇为紧张，该如何看待人民币汇率出现的这些重大变化？人民币会不会就此打开贬值周期？笔者认为，可以从以下三个方面看待汇率市场的新变化。

**第一，从我国金融改革的总体布局来看，以上两点均是“市场机制在汇率市场起决定性作用”的应有之义，均在金融改革的议程之内。**回顾十八大的总体改革部署以及金融领域的改革路线图，未来的汇率市场的主题将从单边升值转变为“保持汇率在合理均衡水平上基本稳定”，人民币汇率“浮动区间扩大”以及“双向浮动弹性增强”，既是汇率市场化改革的重要议程，又是人民币国际化的内在要求。因此，人民币汇率呈现出的新变化，是改革推进的具体表现，做出消极的解读并不合理。

**第二，从与投机热钱博弈的角度来看，人民币汇率的新变化也有积极含义。**由于我国长期存在的“双顺差”格局，以及国内外的利差较大，导致人民币长期存在单边升值的预期。这些因素导致投机热钱持续涌入，2013年外管局和海关出台了一些列的严厉打击热钱政策，热钱通过特殊监管区贸易进来有所减少但很难根除。随着人民币实现“双边浮动”并“扩大浮动区间”，热钱的套利难度增加，收益风险上升，未来热钱流入现象会得到明显改观。

**第三，从我国汇率的均衡水平来看，这并不意味着人民币即将进入贬值周期，而是进入“在均衡水平附近双向浮动模式”。**事实上，人民币即不存在大幅升值的基础，也不存在大幅贬值的可能，可以预期的前景是在当前水平上下波动。一方面，中国的经常账户顺差占GDP的比重从2007年的10%下降至2.1%，今年可能进一步下降，这表明中国经济的再平衡已经取得重大进展，人民币继续大幅升值既无必要，也无驱动因素。另一方面，中国“双顺差”的现象虽然有所削弱但并未出现逆差，热钱套利难度加大但国内外利差依然存在，3.8

万亿美元的外汇储备也是防范汇率市场风险的坚实基础，所以担忧人民币会大幅贬值并不合理。对于人民币走势合理的预期是，大幅升值和大幅贬值均不可能，而是进入“在均衡水平附近双向浮动模式”。

### （三）房地产市场：警惕调整风险，备好对冲策略

房地产对中国经济具有“系统重要性”，考虑到 2009 年以来全球央行集体制造“史上最牛”宽松周期，房价顽强上涨有其必然性。但是，一旦从 QE 周期切换到去 QE 周期，全球各类资产都面临被釜底抽薪的挑战，我国房地产市场出现调整的可能性大为增加。

房地产对中国经济有多大权重？先看一组数据：2013 年，中国 GDP 为 56.8 万亿，房地产投资为 8.6 万亿。从房地产在各个领域所占比例来看，占到 GDP 的 15%，固定资产投资的 33%，未清偿贷款的 20%，新增贷款的 26%，政府收入的 39%，是中国经济实实在在的第一支柱。因此，房地产若走下坡路，对中国经济的冲击不容轻视。

如何看待刚性需求对房地产的支撑？刚需概念被争论者广泛援引，以增强人们对房价的乐观情绪。在 2008 年以前使用这一论据是经得起推敲的，但最近越来越多的研究表明，中国人口数量的若干拐点正在或者已经发生。首先是劳动年龄人口数量的拐点在 2012 年出现，统计局数据显示，2012 年中国处于 15~59 岁的劳动年龄人口数量为 9.37 亿，比上一年减少 345 万，同时占比下降 0.6 个百分点至 69.22%，为历史上首次减少。其次是年轻人数量的绝对减少，教育部公布的高考报名人数五年连续下降印证了这个趋势。因此，2012 年之后，房地产市场刚性需求的概念将随着中国人口的上述拐点而逐步松动。

始于 2013 年 6 月的“钱荒”和利率上升，将促成房地产向调整周期的切换。2013 年 6 月份，国际上美联储退出 QE 的预期骤然出现，国内监管层着手控制金融体系的信用膨胀，压缩银行部门过高的杠杆水平，多个因素叠加发酵，导致中国货币市场利率大幅飙升，进入下半年债券市场利率亦大幅上扬，中国的利率环境变得极为严峻，并开始逐步向实体经济传导。这将从三个方面对房地产市场造成深远的冲击。其一，利率渠道。货币市场的高利率迅速向房贷利率传导，估算目前房贷利率上升幅度约为 200bp 左右。回顾历史上每次利率上升，均导致房地产出现局部性风险释放。其二，银行调整资产负债表制约信用供给能力。同时，监管部门对同业业务和理财业务的整顿，也对影子银行体系造成打击，社会融资总额增长将大受抑制。没有充足信用供给的支持，房地产处境势必艰难。其三，金融资产对房贷的挤出效应。货币市场、债券市场、理财产品、信托市场的收益率提升之后，房贷利率的吸引力大为减弱，资金配置的格局会向金融资产倾斜，房贷资金的供给会受到明显的挤出。

此外，对中国房地产的风险部位须有一个清晰的判断。尽管一线城市的房价持续大涨并伴随着高需求低库存的现象，但三、四线城市的情况却并非如此。根据中国指数研究院针对 100 个城市的最新调查数据：一线城市的房价持续呈现可观的涨幅，但 29%的二线城市和 43%的三、四线城市处于下跌态势。由于三四线城市的房地产行业数据较难获取，而且很大一部分并未包括在此次调查中，所以实际的情况可能更加严峻。**很多投资者可能会低估三四线城市房地产的份量，事实上，三四线城市占到在建规模的 67%，销售规模的 69%，房地产投资总额的 57%，一线城市（北京、上海、广州、深圳）的在建规模仅占到全国总量的 5%。**因此可以得出结论，中国房地产行业的风险主要集中于三四线城市，而不是大多数投资者关注的北、上、广、深。

目前广泛存在的悲观观点和“危机论”存在很大的偏颇，这并非未来房地产市场发展的必然路径。第一，目前房地产新购置土地、建设、销售等指标的下滑，会对当年的 GDP 增量有较大影响，但后续对增长的冲击会迅速递减，而且，房地产指标在一个较低基数的基础上实现增长更加容易。第二，房地产投资增速的下降，对房地产行业本身是积极信号，意味着房地产供给相对于需求将开始主动收敛和收缩，这有利于稳定供求关系，防止供过于求。第三，房地产真正的风险在于价格剧烈波动对二级市场造成冲击，从而冲击财富效应、消费力、

银行资产质量、经济信心等等。但目前房地产增量、增速开始降温收缩，恰恰是对二级市场存量的最大保护，是稳定二级市场价格预期的重要条件。第四，在调控政策方面，政府不应为维持当年 GDP 增长而逆行业规律鼓励房地产扩张，当然也不应人为推动刺破泡沫，适宜的政策是让行业自我调节，同时稳定价格预期，防止二级市场反应过度，从而防止行业的周期性调整扩大为经济的周期性调整。

## 日本经济金融形势：基础货币创造遭遇技术难题

### （一）一季度日本经济形势盘点

在安倍经济学的推动下，2014 年 1 季度日本经济形势仍然保持强劲，核心经济指标表现稳健。2013 年 4 季度 GDP 实现同比 2.6% 的增长，增速环比提升 0.3 个百分点。制造业 PMI 也保持扩张趋势，一月份为 55.2 的水平，二月份升至 56.6，三月份为 55.5，全球对比来看，这属于相对较高的水平。三月份机械订单大幅增长 29%，增速比前月提升 14 个百分点，对于非常倚重制造业的日本来说，这对整体经济动能带来明显提升。

但是，我们也观察到日本经济数据中的若干“疑云”。第一，三月份公布的 CPI 数据为 1.4%，比二月份 1.6% 的水平小幅回落，这是去年年初以来通胀率的首次回落。事实上，通缩压力加大是美欧国家的一个普遍难题，并且缺乏良好的理论支持和政策方案，日本现在试图沿用传统的“货币数量论”政策框架走出通缩，能否成功并不清晰。

第二，日本服务业 PMI 持续下滑，3 月份为 49.3，跌入萎缩区间，自去年 10 月录得 55 的高水平之后，这已经是连续四个月出现下滑趋势。前面提到，美国服务业也出现连续数月的回落态势，发达国家的服务业似乎在经历同步的降温。

第三，日本的进口额增速在 1、2 月份均实现 25% 的高增长，但 3 月份增速大幅回落至 8.8%。这如果可以归因于日本贬值暂歇带来的“本币计量效应”，即持续贬值导致进口额不断放大，贬值暂停则进口膨胀速度相应下降，那这个变化并不意味着经济活动的放缓；但如果这是由于下个月消费税上调的冲击效应开始呈现，那未来几个月日本经济将迎来考验。

### （二）日本经济“收入、支出、产出”良性循环的局面能否持久？

在 11 日召开的央行货币政策会议上，黑田东彦突出强调了即将到来的消费税上调对**投资、消费和出口的冲击**。受即将在 4 月份上调消费税影响，日本居民和企业的国内外需求大幅增加。公司利润提高激发了企业的资本投资兴趣，同时公共投资也在持续扩张。就业和收入的改善又促进了房屋投资和私人消费反弹。**日本央行同时上调了对资本支出和工业产出的看法，是本次会议的重要转变**。本次会议明确地上调日本资本支出和工业产出的预期，反映出央行对日本经济复苏的信心在增强。

单纯就三月份的数据来看，收入数据（利润和工资）、支出数据（消费和资本支出）以及产出数据似乎形成了良性循环，稳定地支撑着日本经济。但这种局面究竟是经济的真实复苏，还是在 4 月份提高消费税预期下，消费者的提前“预支”了消费？若是前者，可以认为安倍经济学在进一步取得积极的效果；但若是后者，随着 4 月份提高消费税的兑现，短期内国内需求势必大幅减少，加上出口疲软，日本经济很可能再次陷入泥潭。

### （三）日本央行实施量化宽松遭遇技术性故障

2014 年初，日本的基础货币规模为 201 万亿日元，日本央行的目标是在年底达到 270 万亿。这就要求全年新增基础货币 70 万亿日元，平均每月增加 6 万亿日元左右。日本央行自身量化宽松进度设置的下限是，每个月不少于 5 万亿日元。

但是，日本央行向市场增加基础货币供给时，面临的难度在不断加大，存在一个技术性的难题导致日本央行无法操作：央行在公开市场上试图买入国债时，在合理的价格区间之内没有足够的卖盘促使交易成功。这使得央行创造基础货币的速度跌落至每月 4 万亿日元左

右，持续低于 5 万亿的最低目标值，更低于 6 万亿的目标规模。

也就是说，日本商业银行每个月愿意卖出的债券资产是有限度的，商业银行并不愿意大量的卖出债券，转化为对现金头寸的持有。这主要是因为商业银行获得的现金，主要以超额准备金的形式存在，而商业银行不愿意积累过多的超额准备金。可见，央行在创造基础货币时存在内在约束，并非无所不能。

由于基础货币供应量的增加受到商业银行持有货币意愿的限制，日本央行政策重心不得不从“增加多少货币”向“如何供给货币”转移。目前采取的方法是创新量化宽松的工具组合，调整资产购买的结构。未来最可能的情况是：日本政府债券的购入量缓慢增加，但证券市场 ETF、房地产投资基金、公司债的购入量可能会大幅增加，大量购买资产支持证券（ABS）也是可能的补充方案。



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn