

美联储近期的救市政策及其潜在风险

□何 帆(中国社会科学院)

金融危机爆发之后,美国实施了各种救市政策。有些措施是直接针对出问题的金融机构,如对AIG、花旗银行等的救助,也有一些措施是对金融市场加强监管或修改过去的监管条例,如对“卖空”的限制,对按市定价(mark-to-market)会计准则的修改等,但对美国经济影响最为深远的主要是扩张性的财政和货币政策。

从财政政策来看,2008年2月13日,小布什仍然在任时,美国就推出了1680亿美元的经济刺激法案。奥巴马上台之后,又增加了7000多亿美元的资金,这些资金一是用来减税,另外一个是用来增加投资,包括基础设施投资、对新产业的扶持等、帮助贷款人再融资等。

另外,联邦存款保险公司提高存款保险的上限,提高担保水平,也是为了给消费者提供更多的存款安全,减少恐慌。美国财政部还有一个解决不良资产的计划(TARP, Troubled Asset Relief Program),允许一些出问题的机构向美国财政部发行优先股和认股权证,最低规模是加权风险资本的1%,最高不超过3%,这实际上是通过注资来补充金融机构的资本金。最近,美国财长盖特纳推出了公私合营的政策,通过引进私人资本,让私人资本参与购买金融机构的不良资产。

从货币政策来说,美联储从2008年以来就一直降低利率,包括联邦的基金利率、再贴现率、银行同业间拆借利率,现在已经没有降息空间。美联储声明将在非常长的时间内保持零利率。当利率传导政策失灵后,美联储采取了数量宽松政策,即改变美联储资产负债表的规模或结构,试图对金融市场和经济活动产生影响。这主要是通过三类措施实现的:第一类是向商业银行提供流动性,比如通过TAF、PDCF,向商业银行注入更多流动性。但出问题的不仅仅是商业银行,还包括货币市场、衍生品市场等。美联储数量宽松政策的第二类措施是向其他金融市场提供流动性,比如购买商业票据,实际上是为了救货币市场。通过TAF,美联储购买了一些ABS(证券化资产)、汽车、房贷等贷款的证券,购买的时候是以低于市场的价格买进(Haircut)的,这是为了解决其他金融市场出现的问题。第三类措施是购买长期国债和一些长期证券。美联储2009年3月份宣布购买两年到十年的长期国债,同时购买期限较长的MBS和ABS。这将会改变美联储资产负债表的结构。原来美联储持有美国国债,多为一年期到四年期,现在它通过购买长期国债,进行了

资产的调整,并和商业银行进行了资产置换。

以上应对危机政策实施的后果就是美国财政赤字的增加,这是不可避免的。根据美国国会预算办公室的估计,2009年预计赤字规模达到1.7万亿美元,约占GDP比例高达11.9%,2010年赤字/GDP比例达到7.9%,规模为1.1万亿美元,为1945年来最高,但随后赤字规模将逐渐缩小。到2019年,根据估计,赤字最后基本会稳定在占GDP1%~2%左右的水平。

如果为财政赤字融资,最有效的办法还是发行国债。2007年,美国政府债务占GDP比例为65.5%。美国经济刺激政策意味着未来国债发行规模将继续扩大。美国公债余额占GDP的比例低于日本和一些欧洲国家,进一步发行国债的空间仍然较大。我们估计美国将会以更大的规模、更快的速度发行国债。这就给中国带来很大的影响。从目前来看,在持有美国国债的国外投资者中,中国比日本等其他国家持有的比例都要高。如果美国发行新国债,对中国来说就是一个两难的选择,中国若不买,美国新国债卖不好,美国就会被迫提高新国债的收益率,这就会影响到中国过去买的那些美国国债的价值;如果中国继续购买美国国债,那么,中国购买的美国国债存量已经很大,现在又有国债泡沫,继续增持,会使得风险扩大。按道理来说中国应该减少持有的国债,但因为中国购买的国债数量太多,不可能在一夜之间减持。对中国来说,现在已经处在一个被深度套牢的地步。

美国扩张性货币政策带来的结果是美国央行的资产负债表迅速膨胀。美联储现在采取的数量宽松政策,和传统的货币政策不太一样,主要是从商业机构来购买证券,通过改变央行的资产负债表,实际是要影响市场上的利率和贷款水平,所以伯南克不太愿意把他的政策称为数量宽松,他说和日本的不一样,这是信贷宽松,旨在解决当前信贷紧缩的问题。

从信贷宽松的影响机制来说,第一,数量宽松政策释放了政策信号,意味着即使利率为零,美联储仍然将通过数量宽松保持宽松的货币政策。第二是资产组合途径。各种资产不是完全可替换的,现在美联储不断增加货币供给,现金可能太多,如果居民觉得现金太多,则会把一部分现金转为其他资产。如果转为其他资产,这些资产的价格就会提高,资产价格提高的话,根据托宾Q理论,就会刺激投资,从而刺激经济增长。第三是通过财政的渠道,央行购买美国国债的方式,实际是通过印钞票的方式为财政赤字融资。这样正好打

个时间差。随着美国经济的复苏,美国国债占GDP的余额慢慢减少,现在它通过花钱方式为赤字融资,以后预算状况就会改善,这可以使得现在的美国政府放开手脚,可以减税或者增加公共支出。第四,通过相对价格的渠道,央行可以改变自己的资产负债表。美国现在担心的问题是,中国和其他国家都在减持长期国债换成短期国债,美国希望通过对长期国债的购买把长期国债的收益率压低,同时,美联储希望能够借此压低按揭贷款的利率,这样就能刺激美国的消费。

美国实施数量宽松政策的一个主要原因是要弥补国债发行的缺口,现在无论是美国国内还是国外的投资者,购买美国国债的意愿都不是特别强烈,美国自己购买长期国债,实际上是要阻止外部投资者大量抛售美国长期国债。另外一个动因是美国希望改善私人信贷市场的条件。但关键是看政策是否有效果,第一,能不能降低有效长期利率和抵押利率。我们看到,当数量宽松政策的消息出来之后,长期国债利率立刻下降,但又慢慢回升。另外,从传统上来说,抵押贷款利率和长期国债利率是比较稳定的关系,金融危机之后,风险进一步加大,现在抵押贷款利率和长期国债利率差距不断扩大,即使能把长期国债利率降低,能不能同时压低抵押贷款利率?这还不太确定。第二,数量宽松政策是否能改善信贷紧缩的困境?美国金融危机不仅仅是流动性危机,还是一个资产负债表的危机,如果企业和家庭出现了资产负债表的恶化,比较长的时间内都不敢借款,有点钱都要赶紧拿来还债,这在未来对借贷刺激也不会很强烈。

数量宽松政策是否会导致美元进一步贬值呢?现在各国央行都在采取扩张性的货币政策,英格兰银行比美联储实行数量宽松政策的时间还要早一点,从货币角度来说,美元相对于其他货币贬值的可能性不是太大。但我们同样看到,美元相对黄金、石油等大宗商品的价格还会出现贬值。

目前全球都在关注,美国的这些“宽松政策”未来是否会带来通货膨胀?从短期来看,数量宽松政策没有带来通货膨胀的压力,尽管基础货币大量增加,但货币乘数在下降,所以广义货币并没有明显增加。第一,美国基础货币增长快,但 M_1 、 M_2 的增长并不非常大,商业信贷增长也没有明显改善,最后是商业银行又把大量放出的钱放回央行,变成了超额存款准备金。

第二,即使 M_2 增长速度加快,但是经济仍然处于衰退时期,未实现充分就业,因此 $PT=MV$ 的货币数量论公式并不成立。因为 M 的增加会在经济衰退时期刺激经济产出增长,这意味着总产量 T 也相应增加,物价水平 P 未必会提高。

但是,我们担心,通货膨胀预期的出现可能会早于市场预期。现在美国发行国债和数量宽松政策都在增

加国债的泡沫,大家出于安全都还在买国债,但这个泡沫早晚要崩溃,如果投资者放弃国债选择其他的资产,就会导致其他资产的价格上涨。国际油价的价格和初级产品价格的反弹可能也会超过预期,这些商品价格的上涨,一是由于过去的超跌出现了回调,但是,也可能意味着流动性正逐渐释放出来,投资者正放弃国债,进入石油和大宗商品市场。

从长期来看,增发货币为赤字融资,迟早会带来通货膨胀。美联储在非常时期实施了数量宽松政策,一旦经济出现复苏,它是否能及时实施退出策略,将前期释放出来的流动性及时回收呢?

从乐观的角度来看,有一些因素可能导致退出策略会自发、有序地实施。随着市场信心的恢复,金融机构对美联储贷款的需求就会减少,美联储就不需要再向金融机构提供服务。另外,美联储法案第13条要求市场处于非常时期时才能贷款。一旦市场不处于非常时期,按法律的要求,它就要终止数量宽松的政策。再者,美联储有很多和其他商业银行、机构做的交易,买的是短期证券,短期债券可能很容易脱手。最后,伯南克在前段时间政策中体现的是他对大萧条的研究,之后就是对通货膨胀目标制度(Inflation Targeting)等的理论研究、央行信誉的研究,因为未来解决通货膨胀的预期肯定需要先下手为强,这些方面可能会对他有影响。

我们看到在2008年9月份后,给商业银行的准备金已经可以支付利息了,如果到时美联储想收回流动性,也可以通过给商业银行准备金增加利息的支付,从财政部角度来说可能也会有一些配合,发一些债券,这样等于又从市场上赎回了一些现金。但困难在于,第一,现在美联储已经开始越来越多地买很多长期证券,这是很难出手的,尤其它买了很多烂资产,这些品种将来可能没了,到时你怎么出手呢?另外可能有很多政治上的压力,央行的独立性受到影响,一方面来自国会,另一方面来自财政部,如果需要财政部的配合,它就会更多介入。第二,从时间和承受选择上来说也有很大不确定性,毕竟这些事情以前没有做过,如果选择的时间太慢、程度太少,通货膨胀预期一下就会起来。

那么,美国的“宽松政策”对中国会产生那些影响?

我们要设想最坏的结果,做最坏的准备。通货膨胀风险可能会过早到来,这会中断美国和中国经济的复苏。本来经济危机就是病来如山倒、病去如抽丝,进行缓慢调整,如果一定要经济在很短的时间内很好的反弹,它又带来风险,在最坏情况下可能会使你前面所有的救市政策前功尽弃。

另外,要关注流动性出来后,国际资本流动可能逆转。现在热钱流出,以后热钱会流入。中国国内现在增发信贷,同时又有很多热钱流入,当国外热钱、国内

热钱在中国资本市场上胜利会师时，资产价格的泡沫就出来了。最后，如果能源和大宗产品价格上涨就会加重中国企业经营负担，中国外汇储备依然面临巨大风险。

如果从全球经济互动的角度，美国采取宽松货币政策以后，很多新出来的流动性很可能会向新兴经济体和其他国家转移，在美国还没有出现很大通胀压力的情况下，其他经济体会更早出现通胀压力。▲

美国政治变革与这场金融危机

□王缉思(北京大学)

一、美国政治的三十年轮回

已故美国历史学家小阿瑟·施莱辛格在1986年出版的《美国历史的轮回》一书中，描绘了美国政治中“三十年河东、三十年河西”的历史循环，指出美国政治总是在公共生活和私人生活、大政府和小政府的两端之间徘徊，其周期是大约三十年的一个代际。

1970年代中后期，美国经济陷入所谓“滞胀”困境。二战结束以后主导美国经济政策三十多年的凯恩斯经济学遭到了巨大挫折。在国内推进“伟大社会”福利计划，同时在海外进行耗资巨大的越南战争，使美国联邦政府财政赤字激增，国际收支状况恶化，被迫放弃了国际货币领域的布雷顿森林体系。石油危机则彻底扰乱了国内宏观经济环境，造成严重的通货膨胀局面。

于是，美国人开始排斥政府对经济和个人空间的过分干预，保守派代表人物里根得以于1980年以极大优势当选总统，开始了一个保守主义占据统治地位的时代。以后虽然有民主党克林顿当政的八年，但克林顿没能成功推进民主党的传统主张，共和党盘踞的国会给了他太多的掣肘，保守浪潮仍然是美国政治的主流。

大约三十年之后，施莱辛格的“美国历史轮回论”又一次得到验证。我们不是宿命论者，但不能不承认这一事实：三十年的保守浪潮撞到了岸边巨岩，美国正在经历着一场几十年来空前的政治变革。2008年的总统和国会选举，伴随的是美国金融危机的加深，以及公众对华盛顿政客和华尔街大亨肆意侵占公共空间的强烈愤懑。私人资本过度扩张导致金融动荡绝非偶然，强劲政府干预势在必行。2008年选举的潜台词是：不管黑人白人，能拯救美国公共空间的就是好人。其实，奥巴马的肤色不是美国精英的最重要考量。他当选的最大意义，是竖起了一个风向标，标志着美国保守势力和思想的退潮，相对自由开放思想和扩大覆盖面的公共政策正在涨潮，从而有可能开始美国历史上一个新的轮回。

二、三十年保守主义政策积重难返

应当肯定，美国过去的三十年，总体上是综合国力

提高的三十年。同当年卡特政府时期(1977—1980)经济疲软、国际地位下跌的局面相比，今天美国的硬实力和软实力都要强大得多。

美国国力的复兴始于里根政府时期(1981—1988)。里根政治主张的核心命题是反对大政府。他的一句名言是：“在现在这场危机中，政府不是我们问题的解决办法，政府本身就是问题。”里根经济和政治主张的理论基础是芝加哥学派和奥地利学派。所谓“里根革命”利用了美国核心价值中的有限政府观念，通过减税、解除监管、削减社会福利等一系列举措，迫使政府从经济社会领域大步后退。同时，美国经济走出滞胀，得到了高速发展。虽然美国的复苏在何种程度上应当归功于里根的社会经济政策是有争议的，但里根时期对政府干预的怀疑和反感，已经深深植根于美国社会，至今产生强大影响。

美国经济在20世纪80—90年代总体表现良好，掩盖了许多隐患。贸易赤字激增、储蓄率低、制造业外包、各个阶层之间的经济收入分配严重不均等问题越来越突出。新移民迅速增加，避免了美国陷入像西欧、日本那样的老龄化和劳动力不足的困扰，但同时产生了劳动力素质下降、社会凝聚力和国家认同被削弱的问题，导致了保守势力的反弹。

乔治·布什时期(1989—1992)和比尔·克林顿时期(1993—2000)，美国领导人试图在左右之间寻找“第三条道路”。但美国的中间道路比欧洲偏右，其理论和政策来自所谓“战略贸易学派”，强调政府塑造国家竞争力，追求“公平贸易”。克林顿政府通过增税和削减福利开支双管齐下的措施，成功地实现了联邦预算平衡。然而它的经济政策和“文化多元”的社会政策遭到共和党国会和其他保守派势力的强烈反抗。因此民主党掌握白宫的八年并没有改变美国政治“向右转”的基本方向。

自称奉行“富有同情心的保守主义”的乔治·W·布什，2001年上台之后在社会经济领域却基本否定了克林顿的政策，回归到里根经济学。“9·11”事件发生，更使新保守主义大行其道。布什的减税和放松管制的措施毫不掩饰地倾向资本、富人和垄断财团。在金融投机、虚报利润、安全标准和服务水平下降、欺诈公众造