

美联储 QE 退出对中国经济影响

周皓

2013 年 9 月 19 日

货币政策与金融稳定研究中心

清华大学五道口金融学院

摘要：预计美联储今年之内将开始退出 2009 年以来实施的货币数量宽松政策 QE。退出标志着美国经济的良好复苏、股市中长期将进一步改善、房地产（融资）泡沫减弱及金融稳定的加强，进而对中国经济产生正面的影响。新兴市场经济体将出现分化：那些出口导向型、外汇盈余充裕、金融政策稳健的国家会受益于美国利率的回升，反之会面临资本外逃和经济衰退。类似的新型经济体分化，在过去历史上三次美联储收紧货币政策的过程中都曾经反复出现过。中国长期实施比较优势的经济发展战略，国际收支状况良好，没有过度依赖消费，货币政策稳中偏紧。所以中国经济对 QE 退出的初期反应是无损甚至得益的，而印度则正好相反。

QE 退出对于美国经济的含义

如果美联储公开市场委员会在近期开始退出 QE 政策，这首先是关于美国经济的非常正面的信号。虽然美国经济复苏的速度较为温和为 2%左右，但是今年第二季度的增速近期被修正上调为 2.5%；甚至有些资深研究分析人士认为美国实际经济增长可能为 3-3.5%。因为现有

的 GDP 统计方法可能没有很好地反应房地产频繁交易的收益、数字化的制造业复苏、新能源革命的产业升级等重要正面因素。美国是中国最主要的经济贸易伙伴，美国实体经济的有力复苏，必然通过出口需求等渠道，对中国经济产生正面的影响。

美联储 QE 退出对美国金融市场会产生重大影响。利率回升必然对国债市场产生负面作用，但是短中期国债可能受到更大的冲击，而长期国债未必会显著下跌，类似于 2004-2006 年美国国债市场上的“困惑状况”（Conundrum，格林斯潘用语，指短期利率上升，长期利率不升反降）。股票市场虽然会出现短期波动，但是长期趋势非常看好；因为 QE 退出预示 GDP 增长加速，企业利润增长强劲，股票价格的长期趋势是由企业利润所决定的。所以 QE 退出，将减少市场上的过度流动性，而各种资产的定价将逐渐恢复正常；金融资产泡沫的减少和金融稳定的加强，会有助于美国实体经济的健康复苏，从而有利于中国对美国出口的恢复增长。

QE 退出带来新兴经济体的分化

从历史上看，每次联储从利率下行的低谷退出进入利率上升的通道，新兴市场经济体都出现了严重的分化现象。1980 年代初沃克尔大幅提升利率治理通胀，墨西哥等拉美国家违约，但是日本德国反而获益高速增长。1994 年格林斯潘反市场预期升息，墨西哥再次违约并接受 IMF 救助，但是亚洲四小龙同时期反而维持了优良的经济增长表现。2000 年美国提升利息治疗网络泡沫和股市泡沫，阿根廷出现历史上最大的违约，但是中国同期不仅高速增长反而加入了 WTO。

可见历史上三次美联储“退出”低利率环境，并没有出现新兴经济体的全面崩溃，而是出现了两极分化。为什么？

其实不难理解。那些在联储退出时得益的国家都具有以下特点：外汇盈余多、财政赤字少、出口导向型、无过度消费、采用资源比较优势的经济发展战略。而那些破产的新兴经济体则正好相反。

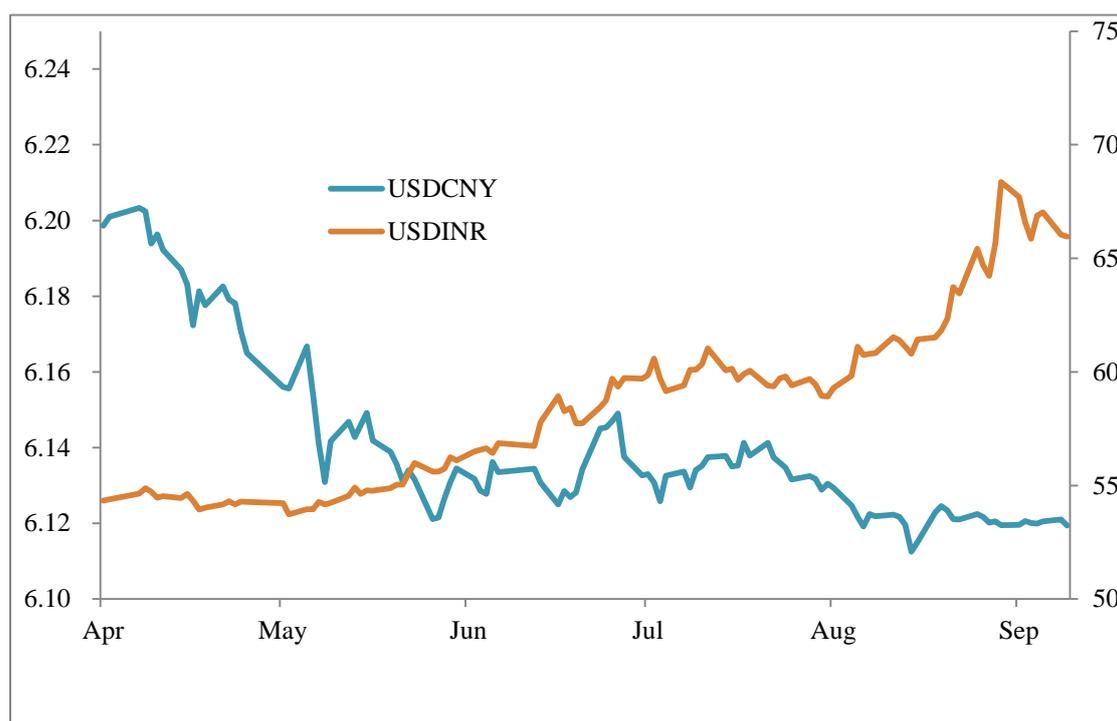
在 QE 政策的鼎盛时期，新兴经济体出现了一些很不正常的现象：
(1) 所有新兴国家股市几乎都在上涨，无论其实体经济的表现好坏；
(2) 热钱到处充斥，似乎每个新兴国家的债券都是好的投资；(3) 在经济增长模式、发展战略、宏观政策方面，选择好坏似乎对经济没有差别影响。所以美联储退出 QE，对于新兴经济国家来说，可能会有助于奖励好的经济政策、惩罚坏的经济政策。

年内美联储如果实施退出 QE，可能获益的新兴经济包括墨西哥、波兰、匈牙利、南韩、中国，可能受到冲击的有巴西、印度、印尼、土耳其、南非。

QE 退出早期阶段中国和印度的对比

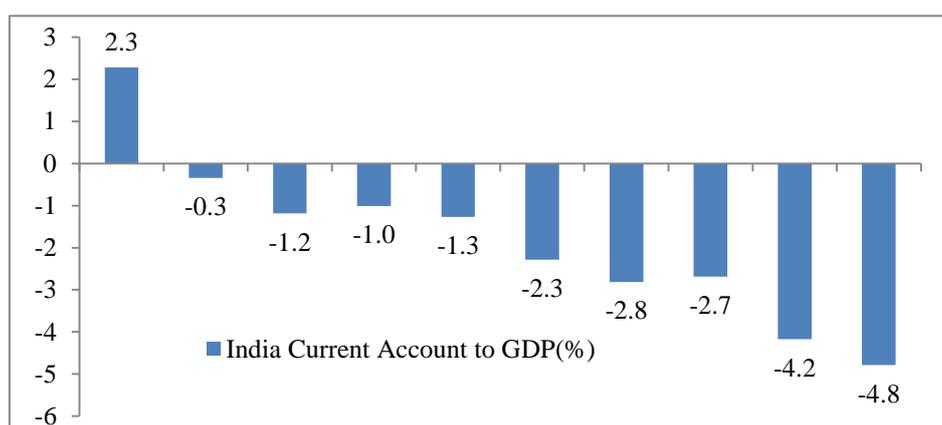
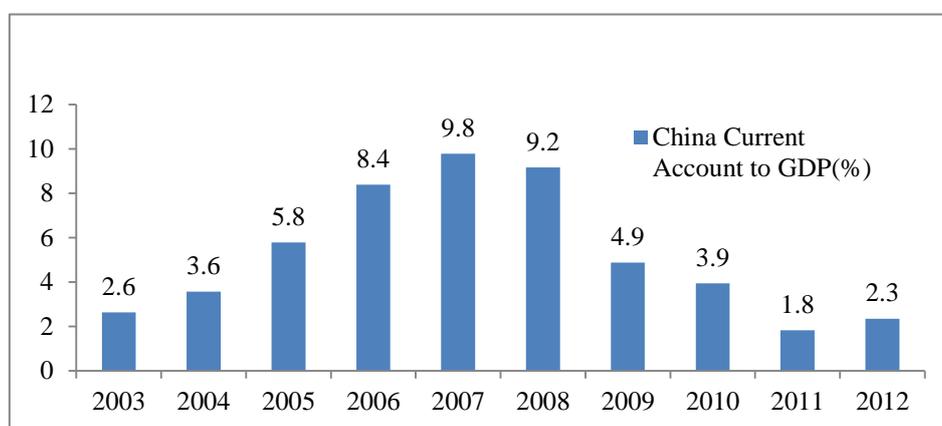
虽然美联储年内可能启动正式退出 QE，并随后退出零短期利率，但是非正式的 QE 退出和长期利率的提升于今年 4-6 月份就开始了。这些非正式 QE 退出措施包括：伯南克 5 月 22 日关于消减 QE 的讲话，美联储公告政策倾向由松向紧的转变，以及 4 月 10 日联储会议纪要向国会和业界的提前泄露。正是这些非正式 QE 退出措施，可以给我们以实证数据来预测未来正式 QE 退出可能对中国经济造成什么样的影响。

如下图所示，自从 4 月美联储 QE 非正式退出以来，中国人民银行对美元的汇率从 6.21 上升到 6.12，升值幅度接近 1.5%；而印度卢比对美元从 54 下降到 69，贬值幅度接近 20%。可见市场预期美联储 QE 退出对中国经济影响是稳定的和正面的，所以人民币稳健升值；对印度经济的影响是不稳定的和负面的，所以卢比大幅度贬值。在 QE 政策鼎盛时期的 2010 年，印度 GDP 增长 10.5%，刚好超过中国的 10.4%。一些经济分析师纷纷预言印度将成为第二个中国，甚至超过中国。然而一旦 QE 退出开始，甚至是非正式退出，所谓“印度神话”随即破灭。2013 年 4-6 月中国 GDP 增速为 7.5%，而印度为 4.4%。



其实中国和印度在 QE 退出背景下，经济金融表现的鲜明对比，是很容易用基本面的差异来解释的。如下图所示，中国经常账户盈余从 2003 年的 2.6% 上升至 2007 年 9.8%，然后回落并稳定在 2012 年的 2.3%。与之相对照的，是印度经常账户余额从 2003 年的盈余 2.3% 几乎直线

下跌至 2012 年的赤字 4.8%。可以预见，未来 QE 政策的全面正式退出，必将奖励比较优势的发展战略和市场化出口导向的经济政策，同时惩罚进口替代的发展战略和政府导向扭曲的经济政策。



总之，美联储年内预计将开始退出 QE 政策。美国国债利率回升，将预示美国经济增长恢复，企业利润长期看好，和金融机构的稳。中国作为美国重要的贸易伙伴将从中受益。同时新兴经济体在 QE 退出的环境下将出现严重的分化：比较优势发展战略将获益，而进口导向政策面临压力。今年 4-6 月的经济金融数据表明，在 QE 退出的条件下，中国 GDP 增长稳定、人民币汇率稳中有升、外汇账户保持适度盈余。可见，美联储退出 QE 对于中国经济是有益的。