

多国纷纷降息 全球经济何处去?

上海国际金融与经济研究院特聘研究员、上海社会科学院研究员 徐明棋



徐明棋

今年起,多国宣布降息,从2月的印度、埃及,4月印度再次降息,5月马来西亚、新西兰、菲律宾,到6月印度、韩国,7月印尼、乌克兰、南非、土耳其。最近,欧洲央行也暗示要降息。7月31日美联储在降息问题上的表态也早早引起各方关注。这一轮大降息为何如此吸引人们的眼球?会对世界经济有影响吗?本版编辑特请专家来解读。

2 新一轮货币宽松周期在即

问:如何看待今年以来多国宣布降息?这对全球经济来说释放了怎样的信号?

答:近期,不少国家中央银行宣布降息,尤其是7月18日韩国、印尼、乌克兰和南非同天宣布下调政策利率,引起媒体高度关注。今年上半年,澳大利亚、新西兰、埃及、菲律宾等国央行都曾下调利率,印度央行连续三次降息。多国央行降息主要是面对不乐观的全球经济

增长趋势以及受美国保护主义措施冲击贸易受挫而采取的应对措施。由于大多数国家并未陷入衰退,降息乃属防御性的措施,反映了各国央行对经济走势相对悲观的预期。全球金融危机后,各国政府动用了大规模扩张性财政政策刺激经济,政府的财政赤字不断升高,继续动用财政政策的空间十分有限,货币政策变成了刺激经济的主要手段。同时,由于石油价格相对平稳,各国通胀率在低位徘徊,这也给了各国中央银行动用货币政策的空间。另外,随着对美联储降息的预期,各国央行预期全球会进入新一轮货币宽松的周期,纷纷降低利率也有率先获得刺激效应,避免美联储降息后本国货币对美元升值等考虑。

降息和宽松的货币政策具有双重效应。一方面,宽松的资金供应会在一定程度上导致信用扩张,刺激投资和消费,带来经济的繁荣,可能会延长这一轮经济增长周期。从降低利率国家货币当局意图看,也希望通过降息带动本国货币贬值,利于出口,抵消保护主义对本国出口带来的不利影响。但另一方面,货币政策是一个短期的宏观经济政策手段,长期看对经济增长的影响并不显著。当前的经济周期进入下行通道当属正常的经济调整,要想通过降息来维持长期经济增长效果并不理想,很有可能会随着资金成本下降而导致企业和政府的负债率进一步上升,催生金融泡沫,为金融风险积累能量。

问:此前摩根大通、巴克莱、荷兰合作银行等都预测美联储今年会宣布降息。为什么外界对于此次美联储宣布降息的预期会这么高?10年来首次降息意味着什么?

答:美联储此前给市场发出了7月底降息的明确信号。如果以美联储传统的货币政策调整原则和标准看待美国目前的经济增长、就业、股市以及通胀形势,美联储并不应该降息,而是应该继续提高利率并收缩资产负债表,起码应该稳定在目前的水平。尽管经济学家和美联储官员对中性利率水平的判断已经有了明显下调,目前2.5%的美联储基准利率并未远远高出大多数人认为的中性利率水平。但是在特朗普的压力下,美联储主席鲍威尔从6月份开始就吹下半年将降息。而后市场确信美联储将在7月30-31日的货币政策会议后会宣布降息。市场普遍认为,美

3 美联储为何十年来首降息

联储现在降息主要是美联储主席鲍威尔为了配合特朗普应对2020年大选以及与中国打贸易战等政治因素的需要,美联储内部鸽派与鹰派对降息意见并不统一。

美联储10年来首次降低利率给市场发送的信号将是矛盾的。一方面,从降息给出的传统信号看,说明美国经济增长在走下坡路,特朗普政府大规模减税刺激经济增长的效果已经释放完毕,现在需要货币政策来刺激。从这个角度给出的信号是消极的。另一方面,在美国经济仍然处于增长阶段降息,可能会导致美国经济增长的周期延长,提振市场的信心,这又是一种积极的信号。由于存在这种矛盾,市场对于美联储降息的反馈可能会集中在表现在

股市上,导致美国股市持续走高,而实体经济未必能够在本来并不紧缩的货币信用环境下得以扩张,因为投资和需求的扩张是建立在边际利润和收入预期上升的基础上的,而融资成本对于投资消费决策是次要的。也正因为如此,我认为美联储此次降息将进一步推动美股上扬,而美元将会走低,对美国的出口可能产生一些积极影响,但不会很显著。降息是双刃剑,美国股市已经不断创历史新高,房价也已经超过金融危机前的水平,再用宽松的货币政策刺激,很可能继续扩张。而避险情绪也可能随之增长,一旦因为某个突发事件引发预期逆转,泡沫就会被戳破,进而发生新的危机。

4 美联储降息对华影响可控

问:美联储宣布降息会对世界经济、中国经济有什么影响?

答:由于美元是国际货币,美联储降息对世界经济将会有重要的影响。首先,将可能在全球推动新一轮的宽松货币政策,导致金融市场短暂的繁荣,并且会可能带动大宗商品价格和能源价格的上涨。我们目前仍然在全球低通货膨胀的历史阶段,这主要得益于经济全球化带来的生产要素价格均等化的影响。越来越多的低收入国家参与到了全球生产链分工当中,为提高整体劳动生产率以及维持工业制成品的低价做出了贡献。特朗普目前采取了反全球化和贸易保护主义政策,不仅不利于国际分工和经济增长,还将削弱甚至在摧毁维持低通胀的全球化机制。如果美国带头实施的全球化的政策进一步蔓延并得以持续,高关税将推动物价水平的上升,叠加美联储的降息效应,有可能会使美国率先终结目前的低通胀状态,令通货膨胀重启。

其次,美联储降息将使美元汇率与其他主要货币汇率出现波动,而变动方向呈不确定性,因为其他国家为应对美联储降息也会采取相应的政策来对冲,这对于国际金融市场的稳定存在不利的影响。欧元可能对美元上浮,英镑也将对美元升值,日元则可能对美元震荡下行,因为日本央行可能会步美联储的后尘推出新一轮的宽松政策。而对于一些发展中国家货币而言,汇率下行的压力会减少,使他们的货币操作的空间得到拓展,这也是很多国家央行在美联储下调利率之前已经降息的原因。

最后,美联储下调利率后,会有资金从美国市场流向一些新兴经济体的金融市场,推动一些国家金融资产价格的上涨,制造新的资产泡沫,从而形成新的未来可能暴露的风险点。

美联储降息对中国的影响也是双重的。从积极的角度看,人民币贬值预期和压力将得到释放,对于维持人民币汇率的稳定有好处。而从消极的角度看,可能会有投机炒作的资金反向流入,对中国金融市场的稳定和风险监控带来不利的影响。如果美联储降息导致大宗商品价格上涨,也是对中国不

利的。美联储降息是否会令中国人民银行也跟着降息?笔者的看法是并无必要。人民银行调控货币的政策手段相对比较丰富和多样化,当前通过下调行政性基准利率的可能性并不大。央行可以通过公开市场操作(OMO)以及对金融机构的常备贷款设施(SLF)、短期流动性调节工具(SLO)以及中期借贷便利(MLF)等工具来影响市场利率,并向贷款利率传导,而且,目前的市场流动性和整体信用的供应处于充裕合理的区间,与中央要求的适配性相符,没有必要通过降低政策基准利率进一步放松银根。人民银行还可以通过降准以及其他政策手段来增加流动性,并实现其结构性调节的目标,而且,维持人民币汇率基本稳定也是中央银行的政策目标,这对于稳定市场预期,抑制投机性和避险性资金外流有重要意义。而降低政策性基准利率并不利于维持人民币汇率的稳定。因此,中国人民银行的货币政策调整将会根据国内经济和金融形势的要求出发,运用中国特色的政策工具,在稳健性和配合经济增长需要相结合中进行适当调整。美联储下调利率对中国的影响是完全可以隔离并得到管

1 本轮增长周期进入尾声

问:如何评价上半年的全球经济情况?

答:今年上半年,全球经济遭受美国挑起的单边主义贸易战的负面冲击,增长率出现下滑。国际货币基金组织(IMF)从去年10月到今年7月16日最新发布的报告,连续三次下调对全球经济增长的预测,从3.9%下调至3.3%,为全球金融危机以来的最低水平。尽管如此,世界经济尚未陷入衰退。美国的经济状况也是如此,2019年第一季度经济增长同比折年率3.2%,超过预期;第二季度开始放缓,最新的公布数据是2.3%,比原来预期的要高。美国的失业率也降至3.7%的低位,6月份新增就业22.4万,通胀率6月份虽然只有1.6%,但核心通胀率上升至2.1%。这些数据表明,美国经济受贸易战的影响增长速度放缓,但衰退尚未来临。欧洲经济尽管增长乏力,欧元区今年第一季度增长率1%,欧盟28国整体为1.6%,也未陷入衰退。日本经济在宽松的货币政策刺激下,今年第一季度环比增长率达到2.2%(同比为0.8%),受贸易战的影响第二季度增速放缓,但离衰退尚远。大多数新兴市场经济体,也只是出现了经济放缓的趋势,并没有陷入停滞和衰退。IMF和其他国际金融机构只是担忧贸易战将造成世界经济增长损失0.5个百分点。

从经济运行周期的角度看,大多数国家经济增长开始下行有其内在的规律,是这一轮增长周期进入尾声的信号。世界经济经历了2008-2009年全球金融危机和严重衰退,从2010年开始复苏至今已十年,本轮的增长周期超过了上个世纪90年代的长度。经济学家们普遍担忧增长的周期即将结束,担心特朗普单边主义贸易战可能会把世界经济带入衰退的泥潭。因此,市场变得相对敏感,一有风吹草动,股市便震荡波动,避险情绪浓厚,对未来经济增长前景的预期相对悲观。

英国新首相约翰逊的“三把火”

新官上任“三把火”。英国新首相约翰逊的“三把火”烧得正旺。

约翰逊的“第一把火”烧向“脱欧”。约翰逊上台正值英国“脱欧”进入百日倒数的关键时期,他作为党内选举产生的“脱欧首相”,最受关注的自然是他的“脱欧”政策。

与前任特雷莎·梅不同,约翰逊从竞选阶段开始,就做出“破釜沉舟”的姿态,强调英国将努力与欧盟达成一份新“脱欧”协议,彻底取消此前“脱欧”协议中有关北爱尔兰边界问题的“备份安排”;但他也始终强硬,多次强调英国必须在10月31日的新期限前完成“脱欧”,即使这样做的代价是“无协议脱欧”。

就任首相后,约翰逊组建强硬的“脱欧内阁”,将多名强硬的“脱欧派”人士揽入其中。

虽然约翰逊表示希望与欧盟领导人会面,但29日他也通过首相府发言人强硬表态,若欧盟不接受取消“备份安排”,就不准备与欧盟展开新谈判。这一表态意味着英国“无协议脱欧”的可能性大增。受此影响,市场担忧情绪弥漫,英镑对美元汇率一度下跌至1英镑兑1.223美元,为2017年3月以来的最低点。

约翰逊的“第二把火”力促国内团结。众所周知,约翰逊一直对苏格兰不满,曾多次在专栏文章中贬损苏格兰人,甚至称不能让苏格兰人成为英国首相,他也因此受到舆论批评。

然而,约翰逊在就任后的首次演讲中高调宣布将促使英国各地区团结。他上任后不久就到访苏格兰,并宣布一项对苏格兰、威尔士和北爱尔兰高达3亿英镑的投资计划。约翰逊在访问期间说,只有各地区紧密联合,英国才能更强大、更安全、更繁荣。

但约翰逊加强团结的努力可能因他的“脱欧”强硬立场而受挫。苏格兰政府首席大臣斯特金就曾致函约翰逊,称“无协议脱欧”将损害苏格兰经济,她将继续为推动第二次苏格兰独立公投做准备。

约翰逊的“第三把火”意在加温英美“特殊关系”。上任伊始,约翰逊就与美国总统特

朗普通电话,一致认为“脱欧”为加强英美间的经济关系带来了“无与伦比的机遇”,并表示将在英国正式“脱欧”后尽快开始谈判,要达成一份“雄心勃勃的”自由贸易协定。

特朗普在今年6月到访英国时就强调,愿在英国“脱欧”后与其签署“非常可观”的双边贸易协定。

但英国舆论认为,英国国民保健制度(NHS)向美国投资者开放问题被认为是两国贸易谈判的一个难点。目前英国政府不允许外国资本参与NHS的运营,但美国驻英大使此前已放话称,两国的贸易协议谈判将涵盖一切相关的商品和服务,包括英国引以为傲的NHS。分析人士认为,两国贸易协议谈判将在包括NHS问题在内的诸多议题上遇到很大阻力,“非常可观”的贸易协议可能遥不可及。 桂涛