



关注美国宏观政策的外溢效应

Focus on the Spillover Effects of U.S. Macro Policies

黄海洲

为了应对新冠疫情，全世界不少国家都采取了积极主动的政策措施，美国是其中一个值得我们研究的国家，因为它是第一大经济体，有全球最大的资本市场；而且其应对新冠疫情的政策力度也最大，远超市场预期，对市场已经造成了比较大的影响，可能还将造成持续的影响，因此我们应该关注美国宏观政策的外溢效应。

2020年全球股市表现差异

从2020年的全球大类资产表现来讲，表现比较好的基本跟科技创新等相关，表现差的是一些新兴国家本国的货币，包括当时的石油。2020年3—4月，新冠疫情在全球暴发，美国股市出现过4次熔断，当时全世界有一些恐慌的情绪，有观点是认为其是承继2008—2009年这样的全球金融危机而来，更悲观的观点认为是类1929—1933年大萧条式的冲击。也有少数派观点认为这两者都不是，一是因为美国本身的资本市场体系是稳健的，二是当时是特朗普总统任期的最后一年，可能会有更大力度的货币和财政政策支持来影响市

作者系中国国际金融股份有限公司董事总经理。

市场预期。结果就是我们看到的上述2020年全球资产价格表现。2020年全球经济增长是几十年来最差的，但全球资本市场总体表现不错，有一些表现靓丽，包括中国的资本市场。

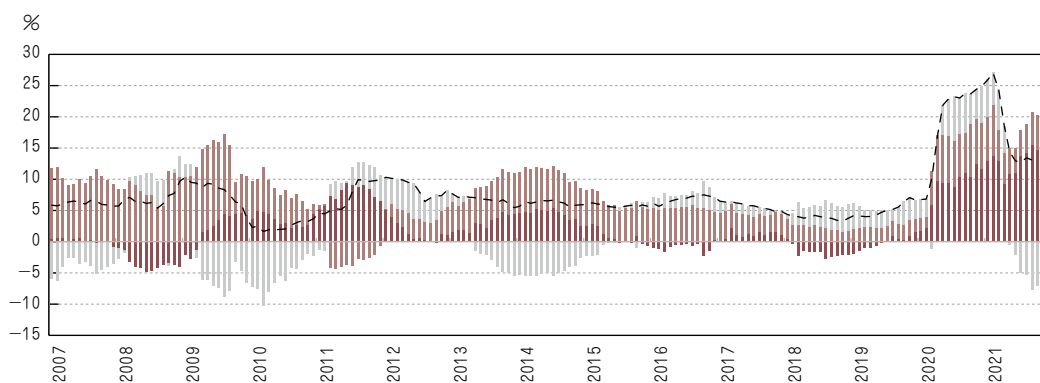
美国货币和财政政策

我们提供了一个解释框架，是美国提供需求，中国提供供给；美国提供货币，中国提供增长。美国提供需求，受新冠的冲击，美国国内的生产基本停滞了，GDP是收缩的状态；中国提供供给，是因为中国新冠疫情控制得比较好，不仅给美国也给全球提供商品供给。从资本市场价格来讲，虽然美国经济巨幅收缩，但是因为流动性提供相当充裕，包括货币和财政政策，对资产价格有很好地稳定预期的作

用；同时中国提供的稳定性增长，使得资产价格有向上增长的空间。

从美国的政策来讲，值得关注的是美国的货币政策和财政政策，也即流动性拐点和外溢效应。我们应该关注2020年4月—2021年4月这段时间，美国的M2增长速度一度达到了二战以来的最高水平，超过20%。我们上一次看到美国M2增速超过20%是二战期间，当时美国的GDP增速是超过10%的。

美国M2增速的正常水平大概是4%—5%。而2020年的M2增速相当于正常水平的4—5倍，这里面很大一部分是财政贡献。美联储扮演了一个非常积极的角色，大幅度扩张了它的资产负债表。2020年4月美联储开始扩表，扩表6个月之后，美联储资产基本上扩大了3万亿美元。3万亿



资料来源：Wind，中金公司研究部（数据截至2021年10月）。

图1 美国M2增速一度升至二战以来最高水平，财政是主要贡献



美元的规模是2008年危机以后5年内美国三次量化宽松的总和。2008年之后美国用了60个月完成三次量化宽松，但这一次完成3万亿美元的扩表规模却仅用了6个月，这样的速度和规模值得关注。

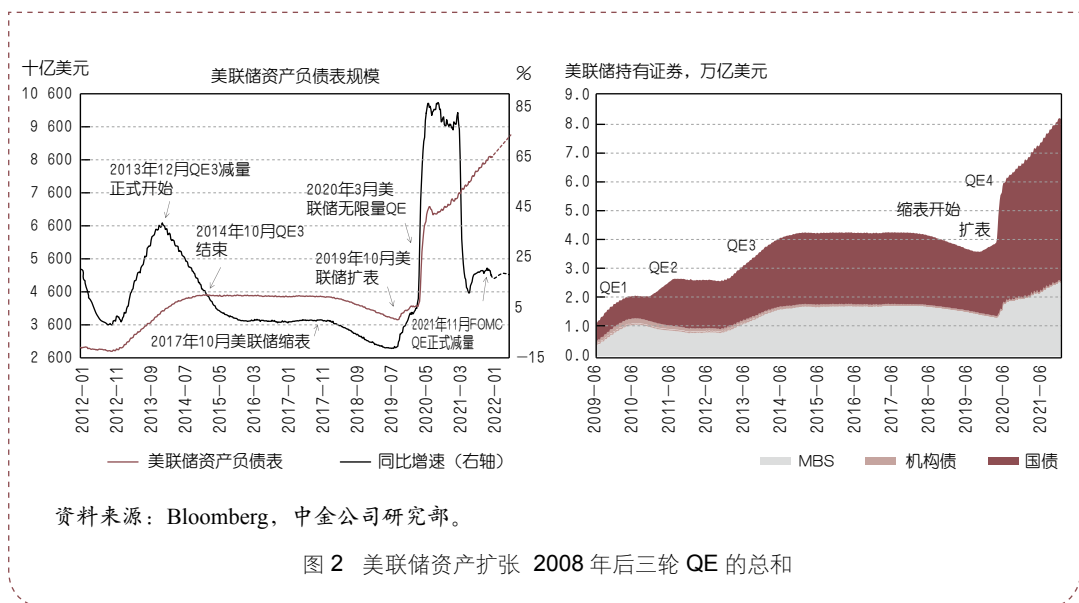
从财政政策来讲，从2020年4月到2021年4月，拜登成为总统之后，政府也推了1.9万亿美元的财政刺激。以财政赤字来讲，美国的财政赤字从2020年4月到2021年4月增加了6万亿美元；对应美国的20余万亿美元的GDP，实际上占到了近30%，达到《马斯特里赫特条约》所规定的实施财政赤字逆周期调节上限的10倍。

疫情后增长引擎

到了2021年，全球经济包括中美经

济从年初的共振向上逐渐转为增长和政策的差异。2021年初，资本市场相对比较乐观，认为随着疫情得到进一步管控，特别是疫苗的普及，全球经济会共振复苏。但到了2021年中的时候，全球经济并没有共振复苏，不少新兴市场国家增长相当困难，一方面是一些新兴市场国家疫情控制得不好；另一方面是一些新兴市场的政策力度没有到位。中国是疫情发生后最早的增长接力棒，美国2021年增长速度的动能比较高。大家对2022年及以后全球增长相对来说还是偏悲观的，全球共振复苏可能还是比较难的。

如果从资本市场和资产负债表等方面来看的话，美国2022年总体增长放缓，但GDP增长在2022年可能会在接近5%的水



平。对美国这样的经济体而言，接近5%的GDP增长水平是相当高的。它的主要增长动力一是超额储蓄，二是低杠杆，三是进一步的政策刺激。

低杠杆实际上是政府杠杆和居民杠杆进行的某种置换。如果看美国的资产负债表，政府储蓄占GDP比例和私人部门储蓄占GDP比例基本上是-1的相关性，所以私人部门储蓄的增加是以政府部门储蓄的减少置换而来的。

疫情发生以后，美国本身的财政赤字往上涨了30个百分点。而30个百分点的上涨是因为居民、金融机构和企业的负债率上升的势头下降，实际上是做了一个置换。

美国以外的其他国家做的置换不够多。现在资本市场关注的美国国内政策，一是基建，二是财政政策的剩余空间，包括国债上限。

关于基建，民主党推了一个新的基建计划。这个计划跟原来民主党希望推进的计划比相差较大，但仍有一定的支撑作用。如果搞更大规模基建的话，它需要在全世界资本市场来借钱。

美国2021年遇到了通货膨胀上升，最新CPI指数上升至接近7%的水平。自1982年以来，美国还没经历过这么高的通胀。

从CPI角度来讲，这里面很大一部分的问题还是供给侧的瓶颈效应。供给侧瓶颈效应的主要原因是新冠疫情的影响，随着新冠疫情得以控制，由新冠疫情所造成

的约束是可以得以缓解的。

随着过去20年的国际化以及全球化，全球总供给的产能是相当充裕的，是足以满足全球总需求的。从这个意义上来讲，美国有通胀，且通胀还是有韧性的，但2022年一、二季度通胀会逐渐回落。现在市场有不同的看法，有担心美国会出现滞涨，但现在谈滞涨可能还是为期过早。美国在20世纪70年代出现的滞涨有长期结构性的原因，也有一些短期的特殊原因。

长期结构原因是布雷顿森林体系的崩溃，以前是美元跟黄金挂钩，一盎司黄金等于35美元，1971—1972年开始脱钩以后，一盎司黄金从35美元飙升到100美元以上，最高的时候接近800美元。而石油价格是以美元计价的，从3美元左右上升到30多美元，涨了10倍。当时这些国家都还是处在工业化阶段，都面临着较大的输入性通货膨胀，输入性通货膨胀的主要是石油价格。这是20世纪70年代滞涨的一个非常重要的结构性的原因，而这个原因在今天并不存在。

另外的短期特殊原因包括当时有比较强势的工会，还有美国和西方其他的国家在二战之后基本上采用了凯恩斯总需求扩张政策，这些靠财政刺激才能起到一个比较重要的作用。

全球流动性拐点

2022年，市场会担心全球流动性拐点



是否以及何时到来。在2021年12月FOMC会议上，美联储将资产负债表减量规模提高至每月300亿美元。按照这一路径，QE

预计将于2022年3月结束。在一定意义上加息预期也相应前置，12月FOMC会议更新的“点阵图”预计2022年会加息三次。

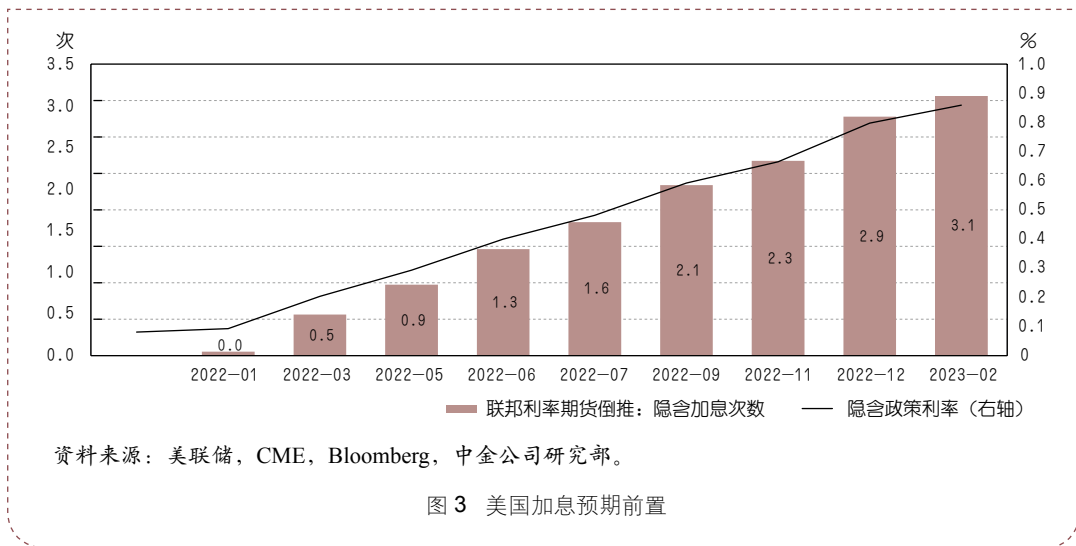


图3 美国加息预期前置

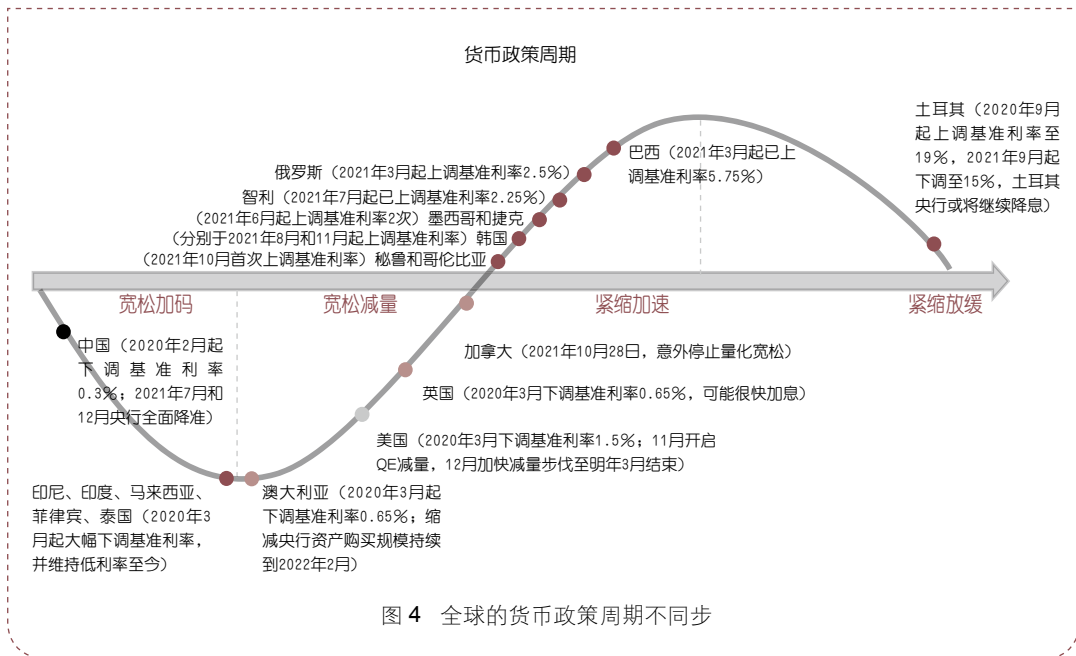


图4 全球的货币政策周期不同步



对美国以外的全球新兴市场和其他国家而言，市场主要担心的是随着美国提前加息，是不是会出现全世界的资金从新兴市场国家往美国倒流，部分国家汇率出现重大调整，而且这些新兴市场国家经济还没有复苏，在需要货币、财政政策支持的时候，其货币政策反而被迫提前加息。

我们看到的一个例子是土耳其汇率危机正在发生。在某种意义上讲，南非、俄罗斯、阿根廷、巴西等国都面临类似的压力，这是美国货币政策外溢的一种体现，值得我们关注。

就全球货币政策而言，各国面临的问题不一样，美国在加快减量然后准备加

息，欧洲受消费端价格压力而更为棘手，欧洲央行表达其加息预期需要暂缓，还有一些新兴市场国家要被迫加息。中国的政策跟其他国家政策的周期不一样，中国正转向宽松，中国的货币和财政均有空间。

随着全球流动性拐点的临近，发达国家之间可能会存在增长落差的放大效应。被迫提前加息的那些新兴市场国家增长速度也会进一步回落。美国在应对通货膨胀，在加息的早期，其GDP增长速度回落不会太快。

发达国家和一些新兴市场国家本身的增长落差，会导致美元汇率和其他新兴市场国家汇率之间的差异。美元汇率走强，



而一些新兴市场国家汇率会受到贬值的压力，进而可能会导致资本大量的流出，形成恶性循环。

美国增长放缓，其货币政策的退出是相对有序的，是主动措施，不用担心美元汇率问题，只是有潜在的通胀风险。欧洲的问题在于供给约束，也有通胀的问题。还有相当多的一些发达国家经济复苏乏力，比如法国，供给约束导致的消费端价格压力更大，政策更加捉襟见肘，并不需要跟随美国同步加息。日本的增长和政策没有太大的亮点，但相对而言日本的通胀压力不大，可以采取观望的政策。

一些新兴市场国家有两个重要的风险点，一是流动性拐点带来的增长落差；二是疫苗供应不足，疫情控制有相当大的困难。增长落差进一步扩大的同时，被迫加息，然后导致经济进一步回落。从这个意义上讲，2022年有部分新兴市场国家不排除会出现金融危机的风险，这也是美国宏观政策外溢效应。

经济增长展望的历史观

从增长而言，按照IMF的预测，中国在2020、2021和2022三年的GDP增长总和大概有15个百分点。如果把美国这三年的GDP增长加起来，是7个百分点。对美国、中国而言，经过三年的修复，新冠疫情对经济的影响相对较小。法国2020年GDP增长是-8%，2021年是6%，2022年是

接近4%，三年内平均每年GDP增长不到1%，2022年底的GDP规模跟2019年相比几乎没有增长。英国、日本也面临类似问题。

根据IMF的预测，到2022年底，不少国家的GDP规模跟2019年实际相当。从这个意义上讲，全球总需求不足，总供给的产能并没有大幅度减少，通货膨胀的担心还是暂时的。

现在也有一些人士对美国本身的通胀上升，包括美联储要加息的姿态表示关切，尤其是关切美国股市的调整。2021年全美国主要的股指表现总体是不错的，2022年上半年市场可能明显波动，但总体表现可能不会太差。原因是其GDP增长速度相对比较高，而且通胀上涨是一个相对比较缓慢的过程。温和通胀的上升早期实际上对资本市场是有利的。

1945年11月，美国十年期国债收益率达到了历史低点1.55%。1945年之前二战期间，美国M2增长速度超过20%，财政政策也相当宽松。美国实际上从1929—1933年大萧条之后就开始施行凯恩斯主义政策，结果是20世纪70年代之后遇到的滞涨。1945—1955年，美国10年期国债的收益率上升，但1955年美国10年期国债收益率还不到4%。^[N]

学术编辑：卢超群