

## 联储“缩表”时点依然成谜，溢出影响或小于加息

- 美联储主席耶伦：FOMC 预期“缩表”将在今年开始，具体时点与资产负债表的最终规模依然未定。
- 美联储理事布雷纳德：由于“缩表”作用于期限溢价而政策利率作用于短期利率，并且汇率对于短期利率变化的敏感度要高于对期限溢价的敏感度，由“缩表”产生的跨境溢出影响或小于加息所带来的影响。
- 美联储副主席费希尔：政府应出台政策来解决私人部门所忽视或不愿承担的社会需要，包括对基础研究、基础设施、教育和公共卫生等方面的投资。
- 欧央行执委会委员普雷特：欧元区的通缩压力已几乎消失殆尽，但通胀表现依然面临很大的波动性，核心通胀也受到抑制，欧央行将继续采用极宽松的货币政策来保证欧元区的融资条件。

### 【美国央行】

美国国会听证会发言

美联储主席珍妮特·耶伦(Janet Yellen)，

2017-7-12

美联储主席耶伦近日在国会听证会上的发言只能算是“老调重弹”，除了重申美国经济复苏稳健以及联邦公开市场委员会（FOMC）将继续采取渐进加息的路径之外，

并未对市场所关注的“缩表”时点和美联储最终的资产负债表规模给出具体答案。

近几个月，美国无论是总体通胀还是核心通胀都有所回落，耶伦指出这是由于某些商品不寻常的减价引起的，并且这些影响还将拖累后续几个月的通胀读数。考虑到美联储实行的是对称的通胀目标，通胀持续低于2%应引起决策者的关注，FOMC 将仔细监控通胀的现状和走势。

就货币政策而言，有以下三个重点：1) FOMC 预期“缩表”将在今年开始；2) 最终资产负债表的规模取决于多个未知因素，包括银行系统对准备金的需求以及未来的货币政策框架，FOMC 预期最终规模会远低于目前水平但高于危机前水平；3) 在正常时期，联邦基金利率将是唯一活跃的货币政策工具。

### 资产负债表正常化的跨境溢出效应

美联储理事莱尔·布雷纳德 (Lael Brainard), 2017-7-11

美联储理事布雷纳德近日在演讲中表示，由于“缩表”作用于期限溢价而政策利率作用于短期利率，并且汇率对于短期利率变化的敏感度要高于对期限溢价的敏感度，由“缩表”产生的跨境溢出影响或小于加息所带来的影响。

目前，多数央行可以通过缩减资产负债表和提高政策利率来退出极宽松的货币政策。他们可以通过加息来抑制经济过热而维持资产负债表规模不变，也可以削减资产负债表的同时保持政策利率不变。联邦公开市场委员会 (FOMC) 决定推迟资产负债表的正常化直到联邦基金利率达到足够高的水平，来为经济下行风险留出政策空间。近期一个引起各界关注的重要问题是货币政策正常化是否会产生巨大的跨境溢出影响。

资产负债表对经济和金融市场的影响和短期利率不同，因为资产负债表更直接地影响了长期债券的期限溢价，而短期利率更直接地影响着货币市场利率。因此，虽然传统货币政策和非传统货币政策的跨境溢出效应类似，但其影响幅度可能有所不同。就对汇率的影响而言，一些研究表明汇率对短期利率变化的敏感度要高于对期限溢价变化的敏感度。模型显示，当由抬高政策利率

传导至长期债券收益率上升 100 个基点时，其对汇率的影响是期限溢价提高 100 个基点所造成影响的两倍。

当中央银行选择利用抬高短期利率来抑制经济过热时，实际汇率升值会削弱需求扩张的力度并导致实际净出口走弱。国内实际净出口的下降对应于外国净出口和 GDP 的增长。当中央银行选择调整资产负债表而非短期利率来收紧政策时，由于汇率对政策的敏感度不同，该溢出渠道产生的影响会相应较小。

随着全球经济回暖，各国央行可能面临着同时货币政策转向的问题。如果在加息和“缩表”中，两个央行选择同样的正常化工具并采取同样的调整幅度，那两个经济体之间的汇率、净出口影响将互相抵消，彼此之间的溢出影响很小。如果两个央行之间一个选择加息而另一个选择“缩表”，理论上选择加息的经济体会产生更大的溢出影响。

对于汇率制度采取固定汇率的国家来说，当所盯住的核心国家采取加息或“缩表”的政策时，该国也需要采取同样的手段来保证汇率稳定，这就会导致采取固定汇率国家的货币升值、国内需求和净出口减弱。虽然核心国家的需求强劲会对固定汇率国家的出口产生支撑，但其正面影响很可能会小于由于货币政策被动收缩所带来的负面影响。同样的，核心国家通过调整资产负债表所产生的溢出影响要小于利率调整带来的影响。

### 政府政策和劳动生产率

美联储副主席斯坦利·费希尔 (Stanley Fischer), 2017-7-06

美联储副主席费希尔近日表示政府应出台政策来解决私人部门所忽视或不愿承担的社会需要，包括对基础研究、基础设施、

教育和公共卫生等方面的投资。只有遵循促进劳动生产率增长的政策，社会才能进步。

劳动生产率在长期是影响人均收入增长的重要因素。1948至1973年间，美国劳动生产率年均增速为3.25%。但在1974-2016年间，该增速仅为1.7%，过去五年的劳动生产率增速尤为缓慢。

#### ● 决定生产率增长的因素

以下三种方法可以提高劳动生产率：一是企业在有形或无形资产上增加投资；二是通过教育、培训和经验抬升劳动力的质量和能力；三是通过对生产过程进行创新，可以在资本和劳动力投入不变的情况下带来更多的产出。

近期劳动生产率的下降主要是由于科技创新带来的贡献较小，而近期投资较弱也造成了一定的影响。

#### ● 创新

创新会产生更好的生产工具，比如3D打印机和基因测序设备等。企业一旦适应最新的科技创新，就能够如同享受蒸汽机、电气化和计算机带来的益处一样，继续提高劳动生产率。

支持研究与发展(R&D)是确保创新活力的一个方法。政府资助作为研究的主要资金来源，目前占美国GDP的比例处在近年来的低位。考虑到研究产生的应用会在未来带来更多的生产率增加，因此政府对研发资助的减少可能会导致未来劳动生产率增速的进一步放缓。

企业将创新进行应用主要通过以下三个渠道：初创企业将创新引入市场、创新企业扩张以及竞争公司模仿创新者。最近的研究表明，这三个反映了企业经济活力的渠道目前都进展缓慢。政府在制定政策时应考虑政策对工人、资本和思想的影响，从而激发企业和社会的创新活力。

#### ● 投资

近年来，投资对劳动生产率增长的贡献有所下降。2004-2016年，企业固定投资每年平均增长约为2.5%，远低于1996-2003年间5%的年均增长率。领先的IT公司，比如谷歌、亚马逊等的资本支出从2010年以来不断飙升，但整体而言，企业的投资意愿不强。这种谨慎的投资方式可能部分反映了企业对政策环境的不确定性，因此政府应明确政策未来发展方向，降低不确定性的阻碍影响。

政府投资也可以成为生产率增长的重要来源。自2005年以来，基础设施建设支出的实际增速每年下降近1%，政府应更多地关注该领域。

#### ● 劳动力素质

对人力资本的投资是提高劳动生产率的重要方式之一。政府可以制定政策来使受教育程度较低的人群接触到更多的教育机会并促进他们接受教育的意愿。美联储应该对那些想要就读大学的个人给予他们需要的资金援助。

人力资本的最终回报与公共卫生息息相关。工人因为疾病而不能发挥他们的潜力是整个社会生产力和福利损失。因此，政府可以推出类似清洁空气和饮用水的政策来加强现在和未来全社会劳动力的健康和寿命。

#### 【欧洲央行】

#### 欧洲的经济复苏及其货币政策的影响

欧央行执委会委员彼得·普雷特(Peter Praet), 2017-7-6

欧央行执委会委员普雷特近日表示自2014年以来，欧央行出台了一系列政策成功避免了欧元区经济陷入螺旋式通货紧缩的

危机，改善了金融与非金融部门的资产负债表，并加强了信贷的活力与国内需求。

根据欧盟统计局数据，欧元区实际 GDP 经历了连续 16 个季度的增长，2017 年第一个季度 GDP 同比增长 1.9%。六月，欧元区综合产出的 PMI 仍接近六年来的高点，调研的展望部分表明经济会在未来几个季度继续增长；经济景气指数也处在十年来的最高水平；失业率达到了八年来的最低水平。无论是国家还是行业间的经济增长率背离正处在 20 年来的最低水平，反映各国和各行业增长向一个更高水平收敛。在此基础上的经济复苏往往更稳定也更有活力。就业增长的背离也处于欧元区有史以来最低水平。

2014 年 6 月以来，欧元区银行贷款利率

对非金融企业下降了 120 个基点，家庭按揭贷款利率下降了超过 100 个基点，小额贷款利率下降了 190 个基点。不同国家贷款利率的背离也大幅收缩，过去三年以来，在金融危机中受影响最深的国家与其它国家之间的贷款利差缩小了约 100 个基点。

由于经济复苏正变得更加稳健，欧元区的通缩压力已几乎消失殆尽，因此欧央行在六月的议息会议上删除了有关“更低的利率水平”的前瞻指引。但通胀表现依然面临很大的波动性，核心通胀也受到抑制，欧央行将继续采用极宽松的货币政策来保证欧元区的融资条件。

