

关于经济刺激政策退出战略及主要国家进展情况

任 晴

(中国人民银行济南分行货币信贷处, 山东 济南 250014)

[摘 要] 随着世界主要经济体经济的复苏, 一些金融经济好转、市场信心恢复的国家和地区, 危机时期的经济刺激政策退出已经提上日程。本文对 G20 所倚重的 FSB 与 MF 两大国际金融货币机构的退出战略指引进行了比较, 分析了一些国家和地区已经或者将要采取的退出措施及其进展情况, 提出了经济刺激政策退出的几点思考, 尤其是新兴市场经济国家如何规避国际资本流动对本国经济金融可能造成的新一轮冲击。

[关键词] 经济刺激政策; 退出战略; 相关国家措施; 思考

[中图分类号] F113.4 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1000-971X(2010)04-0073-04

随着世界主要经济体经济复苏迹象显现, 危机时期经济刺激政策的退出已经提上日程, 并成为金融稳定理事会 (FSB) 及国际货币基金组织 (MF) 等国际组织关心的重要议题。FSB 和 MF 分别就经济刺激政策制定了退出战略指引, 两者互为补充, 为成员经济体制定适时、全面、协调的退出战略提供了参考。一些经济金融持续好转、市场信心有所恢复的国家和地区, 特别是新兴市场经济体已开始保持“继续实施经济金融支持政策”主基调的同时, 着手实施财政、货币或非常规金融支持措施的退出。

一、FSB 与 MF 退出战略指引的比较

FSB 与 MF 是 G20 所倚重的两大国际机构, 二者在促进全球金融稳定方面既有分工又有合作, 这种分工与合作也体现在退出战略指引中。

(一) 分工: 目标与侧重点略有不同

FSB 退出战略的目标是增强金融稳定性, 要求政府制定相应的备用措施, 使市场确信政府已为应对形势逆转做好充分准备。FSB 的战略指引针对的是危机时期采取的非常规金融支持措施的退出, 侧重于批发债务担保、存款担保、向金融机构资本注入、市场范围内直接资产购买、资产担保计划、特殊借贷工具等非常规中央银行流动性工具的退出计划, 而未涉及为应对危机采取的紧急的财政政策和

货币政策。

MF 的退出指引强调要为强劲、稳定、平衡的经济增长铺平道路, 这就要求将退出战略建立在物价和金融稳定、财政和债务可持续性、央行独立性以及推行促进增长的结构改革基础之上。结构改革包括引入加强金融监管的新方法。为此, MF 制定了财政政策、货币政策以及金融部门支持措施的退出原则, 强调财政整顿 (包括增收节支和改善结构) 是多数国家, 尤其是发达国家的首要工作, 基本盈余应成为财政调整的主要驱动力。财政政策的退出要确保债务的可持续性, 并为政策的机动调整预留空间。一旦私人需求恢复, 就要削减财政赤字, 出台债务管理措施。对于货币政策, MF 认为, 在非常规货币政策完全退出之前, 货币当局可以首先使用加息手段进行调控, 尤其是在像亚洲新兴市场等信贷市场受损的国家。MF 还认为, 相对于财政政策, 货币政策的调整和退出较为灵活, 但各国货币政策的差异可能会引起新兴市场国家资本流入的增加, 因此强调制定鼓励全球资源平衡政策的必要性。对于出口导向型经济并且具有足够财政空间的新兴市场国家, MF 建议通过加强社会保障体系等改革措施降低预防性储蓄, 并通过改善公司治理结构、促进金融业发展来降低企业存款。

[作者简介] 任晴 (1977-), 女, 山东济南人, 中国人民银行济南分行货币信贷处科长、经济师。主要研究方向: 金融学。

(二)合作:均强调退出的灵活性、透明度、可信性、引入市场机制的必要性以及国际协作

1 退出时机的灵活性

FSB与MF均强调,退出措施必须在确保经济复苏稳固后才能实施,过早的退出对各国经济和市场都是破坏性的。由于市场环境和复苏步伐各不相同,各国要依据各自宏观经济和金融形势选择退出时机和退出顺序,并根据市场和经济形势的变化动态调整退出时间表。

2 退出政策的透明度

FSB与MF均强调,货币和监管当局与市场 and 公众就退出战略进行沟通非常重要,认为有必要保证有关各方能够充分理解退出战略的目标、时间表及相关调整标准等。对于退出战略和应急方案的沟通有助于稳定预期、减轻市场担忧。

3 退出措施的可信性

FSB与MF认为,各货币和监管当局制定的退出战略要基于现实的市场和经济条件,并充分考虑退出的顺序和可能后果,避免出现措施终止后再重新启用等情况的出现,以避免对政策可信度的损害。

4 退出战略引入市场机制的必要性

FSB与MF鼓励各国通过运用价格杠杆等基本市场机制,增加市场主体接受支持的成本,使其有动力在市场趋于正常的情况下主动减少对支持性措施的使用,从而实现循序渐进地市场化退出。

5 国际协调与跨境合作

FSB与MF认为,一国退出战略的实施可能对其他经济体产生溢出效应(Spillover Effects),一国就某项政策的单独退出还可能引致市场套利行为,因此各国在制定和实施退出战略时要加强国际协调与跨境合作,这有利于世界各国的经济恢复与增长。同时强调,国际协作并不意味着同时退出。

二、相关国家采取的退出措施

目前,尽管各国经济复苏仍存在很多不确定性,有些国家和地区的失业率仍在上升,但出于对可能的通货膨胀的担心,部分国家和地区已经开始逐步采取退出措施。已采取的退出措施大致可以分为两类:一是终止非常规货币或财政措施,例如美国、法国、墨西哥及欧洲等国家;二是采取常规的货币政策手段调控经济,例如美国缩短贴现贷款期限以及澳

大利亚等国加息等政策。

(一)终止非常规金融救助措施

1 美国调整了问题资产救助计划(Troubled Asset Relief Program, TARP)的救助目标

美国政府12月中决定延长问题资产救助计划至2010年10月,并表示尽管经济局势稳定下来了,但继续推行TARP是较为审慎的做法,将能援助美国家庭、稳定金融市场和维持美国接下来应付未知威胁的能力。美国国会在2009年10月批准的“不良资产救助计划”原计划12月31日到期,原定救助重点是向银行、美国国际集团和汽车商注入救助资金。

2 美国、英国、墨西哥终止按约定到期或无必要延续的政策

美国、英国部分经济刺激政策在出台之时便已经设定了明确的期限,如美国联邦存款保险公司(FDIC)债务担保安排的到期日为2009年10月31日,美联储与其他经济体央行的美元互换安排的到期日为2010年2月。上述措施都已经或将按照期限到期终止。英国银行将于2009年12月31日按照约定期限终止信用担保安排。美、墨还终止了未明显产生市场影响、无必要延续的政策,如美于2009年9月终止了货币市场共同基金担保计划,墨于2009年7月停止了公司债再融资最初损失担保计划。

3 法国多家银行陆续提前偿还政府救助资金

巴黎银行于10月底还清政府51亿欧元的救助资金,同时支付了2.26亿欧元利息。法国兴业银行于11月4日回购了政府持有的34亿欧元股份,还清了政府救助资金。农业信贷银行、工商互助银行也将于近期偿还政府的救助资金。提前偿还政府救助资金的原因之一是银行的业绩得到改善,统计数字显示,2008年年底至2009年6月,法国银行的平均核心资本充足率已由8.2%升至9.4%,银行已经可以通过盈利充实资本并在市场上融资。

4 欧央行将终止低息融资计划

欧央行在12月3日的货币政策制定会议上宣布,将于2010年3月结束目前执行中的半年期低息融资计划,并表示12月15日将最后一次提供12个月的长期再融资操作(Long-term Refinancing Oper-

ations, LTRO)。欧央行同时证实,即将启动的针对金融机构的一年期低息融资计划将根据市场需求决定利率水平,而不再采用1%的利率。

5 有关国家将终止临时性存款保险措施

25个在危机时期采取临时性提高存款保险保额或提供全额存款担保的经济体将按照明确的到期日终止临时性存款保险措施,这些措施将于未来四年内到期,大部分将于2010年和2011年完成退出,之后这些经济体需尽快完善常规的存款保险制度。

(二) 采取常规货币政策手段调控经济

1 美国缩短贴现窗口贷款最长期限

美联储2009年11月17日宣布,从2010年1月14日起将存款机构的一级贷款贴现(primary credit loans)最长期限从90天下调至28天,如贷款方需要,可再做延期。贴现窗口贷款是美联储在危机之初最早使用的货币政策工具之一,用于缓解银行资本市场融资困难。2007年8月,为增强银行同业拆借市场流动性,美联储将最长期限延长至30天。2008年3月在贝尔斯登(Bearsteams)几近倒闭之际,又将最长期限延长至90天。

2 以色列、挪威、澳大利亚加息

以色列、挪威和澳大利亚央行分别上调了基准利率。2009年8月25日,以色列央行将基准利率调升25个基点至0.75%,成为危机后全球率先加息的中央银行。2009年10月28日,挪威央行宣布将基准利率调升25个基点至1.25%,成为危机后欧洲率先加息的中央银行。2009年10月6日、11月3日和12月1日,澳大利亚央行连续三次将基准利率调升25个基点至3.75%,成为危机后率先加息的G20成员。澳大利亚在危机后三度加息的原因,一是相对于发达经济体,澳大利亚外债少,赤字和失业率水平较低,因此受经济危机的影响相对较小。二是澳大利亚是资源出口为经济主导的国家,我国是其第一大贸易伙伴国,危机中各国的经济刺激政策,尤其是我国的经济政策使得澳大利亚的经济快速恢复和回升。澳大利亚政府12月2日公布的经济和财政前景报告显示,在截至2010年6月为止的当前财年,澳大利亚GDP上升1.5%,好于下滑0.5%的预期,并下调了对最高失业率的预期,从此前预测的8.5%下调至6.75%。三是随着经济的回

升,澳大利亚通货膨胀预期不断上升,数据显示,澳大利亚2009年三季度CPI上涨1%,增速快于预期。

(三) 终止其他救助措施

近期,由于国内消费需求的增加和食品供应的短缺使得国内通货膨胀迹象开始显现。为此,印度政府表示,如果通胀继续发展,将从2010年起通过调整消费税和削减财政支出来结束部分财政刺激政策。为应对危机,印度曾两次调低消费税。随着国内消费需求的增加,印度将根据物价走势重新调整消费税政策。同时,印度政府准备将财政赤字降低1-1.5个百分点,目标是到2010年11月将财政赤字占国内生产总值的比例削减至5.5%,比2009年10月降低一个百分点。此外,印度央行决定从2009年11月7日起,将商业银行法定流动性比率(the Statutory Liquidity Ratio)上调100个基点至25%。法定流动性比率是印度国内银行按规定投资政府公债的存款所占比率。

(四) 出台新的回收流动性工具

美联储于2009年12月28日推出一项针对银行的定期存款工具提案,该定期存款支付利息,可回收银行体系流动性,有利于避免信贷供应过量引发资产泡沫,防止通货膨胀。

三、对经济刺激政策退出的几点思考

(一) 退出措施基本反映了退出指引的要求和原则

若干经济体已经实施的退出措施基本反映了FSB和MF退出指引中强调的灵活性、透明度、可信性以及引入市场机制的原则。

首先,各国根据自身经济和金融状况采取了不同的退出措施本身体现了灵活性的原则。美国、英国以及危机中加强了临时性存款保护措施的国家,其刺激政策在设计之初就已经设定了到期日,如果没有新决策出台,这些刺激措施自动退出,体现了政策设计的前瞻性与灵活性。而美国与墨西哥果断终止一些市场效果不明显的救助政策,也体现了货币当局对市场的客观判断和应变处置。

其次,美国、印度、等国在实施退出之前与市场进行了必要的沟通,即将采取退出措施的欧盟也向市场提前释放政策信号。早在2009年7月20日,

美联储主席伯南克就在《华尔街日报》撰文,详细阐述了美联储未来的退出战略,表示当美国经济需要收紧货币政策时,美联储具备必要的工具,可以平稳及时地退出宽松货币政策。印度总理辛格在 11 月世界经济论坛第 25 届“印度经济峰会”上表示,将于 2010 年采取适当行动逐渐取消经济刺激措施。欧洲央行行长特里谢 9 月在《金融时报》上撰文表示,一旦欧洲经济及金融状况恢复正常,非常规经济刺激措施就会退出。

再次,各国的退出战略基于客观现实的经济条件,具有可信度。例如,美国 2009 年三季度国内生产总值按年率计算增长 2.8%,是美国经济在连续四个季度下滑后首次出现增长,表明美国经济可能已摆脱衰退,开始步入复苏。印度在全球经济危机中的表现好于大部分国家,预计 2009 年经济增速为 6.5%,2010 年则将超过 7%。

最后,退出战略引入了市场机制。如法国多家银行提前偿还政府救助资金另一个重要的原因就是较大的经营压力,因为政府的救助资金并非无偿,而是收取较高的利息。危机发生后,法国政府曾先后向六大银行注资约 200 亿欧元,以鼓励银行向个人和企业发放贷款。据测算,若以近期还清为限,利息将逾 7 亿欧元。

(二) 加强退出战略的协调

从目前情况看,各国由于经济复苏阶段和市场环境不同,一些国家已率先采取行动,使全球基本上很难在退出的政策和节奏把握上协调一致。退出步伐不一致凸显出各国退出政策在设计和退出时机上保持政策沟通与交流的重要性。美国等对全球经济有重大“溢出效应”的国家更应就其退出战略与其他国家及时进行沟通和交流,使其他国家有时间做出合理反应或制订应急预案,避免受到市场剧烈波动的冲击,以维护全球经济金融稳定。

(三) 新兴市场经济国家要避免国际资本流动对经济金融可能造成的新一轮冲击

在此次经济危机中,新兴市场经济国家表现出较好的抵御风险的能力,危机后期部分新兴市场经济国家经济快速反弹,吸引了大量海外投资和资本流入。资金流向追踪机构 EPFR 的数据显示,2009 年以来投向新兴市场股票基金的资金达 530 亿美

元,成为新兴市场国家资产价格快速上涨的主要推动因素之一。由于国际资本的投机性和短期性,国际资本的大量流入给新兴市场经济国家带来了不稳定因素。2009 年 10 月,为打击股市和资本市场的过度投机行为,巴西就采取了对流入股市和购买巴西固定收益证券的外国资本开征 2% 金融税的应对措施。为巩固经济发展的良好势头,新兴市场经济国家需在维护币值稳定、加强资本账户管理、汇率政策和外汇储备操作等方面的研究,避免国际套利资本流入可能对资本市场乃至实体经济带来的新一轮冲击。

参考文献:

- [1] 谢鹏,刘洪,宜. 经济刺激计划何时退出[J]. 金融博览,2009(11).
- [2] 简析经济刺激政策退出战略[DB/OL]. 亚太财经与发展中心网站.
- [3] 金融稳定理事会网站.
- [4] 国际货币基金组织网站.
- [5] 美联储网站.
- [6] ECB announces details of refinancing operations up to 7 April 2010[DB/OL]. 欧央行网站.
- [7] India's central bank hikes statutory liquidity ratio [DB/OL]. <http://www.yahoo.com>.

(责任编辑:韩斌)

