

美联储加息或助推各国结构性改革

规划研究部 侯方玉

近期公布的一连串美国经济数据纷纷向好，令市场对美联储12月加息预期再起。短期看，美联储加息会推高美元指数走势，令大宗商品价格承压，风险资产尤其是权益类资产也会遭受一定冲击，波动加大；但长期而言，美联储加息对全球经济增长仍具备积极的推动作用。一方面，通过利率、汇率的传导机制，不仅可以在一定程度上抑制资产价格过高，有利于防范金融风险；另一方面，对全球经济体而言，客观上形成倒逼机制，从而推动各主要国家深化结构性改革，提振市场信心，激发潜在积极增长因素，最终维持经济可持续、稳定增长。

2008年以来的各类金融危机尤其是欧洲主权债务危机后，发达经济体主要倚重于持续宽松货币政策，基础利率不断下行甚至为负，央行购买国债向市场持续投放流动性，这一措施短期内降低了社会融资成本，刺激总需求，但其背后的推动力是债务扩张，引发资产负债率上升；同时，容易助长道德风险，出现金融资源错配问题，一些资产价格虚高，导致金融风险持续累积。无论是美联储上年12月份加息，还是在今年的12月再次加息与否，很大程度也是基于对金融风险控制的考虑。

对全球多数主要经济体而言，结构性问题带来的金融风险由来已久，不少国家早就注意到这一问题并启动相关改革。2011年欧洲债务危机严重时期，欧元区各国就财政政策如何改革开展了深入探讨。核心国德国、法国与主要债务国包括希腊、意大利、葡萄牙、西班牙及爱尔兰的政府债务削减措施达成了基本框架协议。在规定的期限，上述各债务国若能将政府债务规模降到基本要求内，核心国愿意提供财政帮助，欧洲央行提供再融资支持等条款。但随着欧洲经济略有好转，希腊等国因财政整顿的深入，加剧了短期的经济衰退，民众反对意见上升，政权频繁更迭。债务国的财政整顿措施暂被搁置，财政结构性改革问题未能达成长远有效机制，尤其是核心国与边缘国的税收补助、财政性转移支付，不同国家之间的生产效率差距的应对措施等问题，远未触及。经济一旦下滑，仍主要倚重宽松货币政策。

预计美联储再次加息后，此类持续量化宽松货币政策的效果将会更加打折扣。欧洲必然要寻求其他改革路径，通过深层次的财政政策变革等结构性改革措施，以推动经济回升。日本同样也将面临类似问题。

结构性改革内容多而复杂，但总体突出了财政政策作用。笔者认为，以下几方面应是侧重点。

一是通过财政扩张促进公共投资。公共投资具有正的外部性特征，通过财政刺激，在直接作用于公共投资拉动总需求的同时，

还通过财政支出的乘数效应，带动私人投资。

二是财政支出需要侧重于公共资源的均衡布局，体现出公共服务均等化，引导要素均衡流动。对公共财政理论有杰出贡献的蒂伯特模型表明，若消费者可以充分自由流动，在收入相等条件下，人们更愿意迁往具有更完善、更优的公共产品的地区。实证研究发现，货币资本与人们的迁移选择具有高度的相关性。这意味着，通过公共服务均等化，有利于引导要素的合理流动，在此基础上实现区域经济均衡增长。

三是税率结构的调整。对低收入阶层适当减税，而对高收入人群适当增税。不仅低收入人群的边际消费倾向高而更能拉动消费需求，而且有利于平衡贫富差距。但这一政策需要各国间的协同，否则增税国容易出现资本流失。

四是降低技术创新型企业税率等，鼓励各类社会资本参与技术创新的风险投资，以促进技术创新。内生增长理论表明，从长时期看，拉动经济增长的源泉还是技术创新等。

五是微调福利政策。降低福利支出的增速，减轻福利支出对财政的压力，并就人口结构、人均寿命的变化相应微调公共政策，包括鼓励女性就业，鼓励自主弹性选择退休年龄等，既降低因人均寿命延长带来的社会保障支出压力，也充分利用了人力资本。

对大部分新兴市场国家而言，因美联储此前加息，均出现了不同程度的资本流出压力，本币贬值、外汇储备明显下降。若美

联储再次加息，预计上述问题仍较突出。新兴国家更加需要采取结构性改革措施，以提振投资者的信心，减少或避免资本外流。