



The Red and the Black of
Global Economy

全球经济的 红与黑

| 程 实 著 |

■ 美联储的鹰与鸽

■ 英国退欧的罪与罚

■ 实体经济的喜与忧

■ 政策水位的收与放

■ 金融市场的惊与愁

■ 特朗普时代的虚与实

 中国金融出版社

全球经济的红与黑

程实 著



中国金融出版社

责任编辑：仲 垣 张黎黎

责任校对：刘 明

责任印制：程 颖

图书在版编目（CIP）数据

全球经济的红与黑（Quanqiu Jingji de Hong yu Hei）/程实著. —北京：
中国金融出版社，2017.4

ISBN 978-7-5049-8941-3

I. ①全… II. ①程… III. ①世界经济—文集 IV. ①F11-53

中国版本图书馆CIP数据核字（2017）第055794号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 （010）63266347，63805472，63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

（010）63286832，63365686（传真）

读者服务部 （010）66070833，62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 170毫米×230毫米

印张 21.5

字数 258千

版次 2017年4月第1版

印次 2017年4月第1次印刷

定价 66.00元

ISBN 978-7-5049-8941-3

如出现印装错误本社负责调换 联系电话（010）63263947

自序：刹那间的永恒

一沙一世界，一花一天堂。每一个轰轰烈烈的现在，最终都会浓缩成一个极易被遗忘的瞬间。记录下现在正在经历的历史，刹那间也就随之定格为永恒。而这恰是我出版这本小书的真正理由。这本书汇聚了我2015年8月至2017年2月作的一系列市场研究，在观察全球经济风云变幻的同时，我有困惑，有思考，有触动，有震惊，有担忧，有欢喜，这星星点点的切身体验让一年半的刹那间变得尤为丰满。这些体验是“宏观乱纪元”的初体验，它看上去有些杂乱，实际上记录了2008年金融危机以来最惊心动魄的一段异变过程，这也是这个刹那所蕴含的永恒意义。

世人总是习惯于把2008年以来的这场金融危机称作“百年一遇”。而近百年前的“大萧条”告诉我们，任何一场“百年一遇”的危机都不会简单结束。在经历了欲说还休的二次探底或三次探底之后，危机不可避免会向一种无解的复杂状态转变，经济问题异化为政治问题，并最终带来整个世界政经格局的大破坏、大洗牌和大重构。

而2015年8月以来，这场危机恰恰进入到冲突升级、风险转换和矛盾激化的混乱时期，也就是我所说的“宏观乱纪元”：全球经济秩序深度紊乱，地缘政治格局动荡不安，一系列可以写进历史的黑天鹅事件接连发生。

美联储不再是过去一百年里那个审慎理性的美联储，2015年12月起，耶伦开启了美国货币政策史上最鸽派的一段加息之旅，鹰与鸽的分歧令人讶异；欧洲不再是过去七十年里那个抱团取暖的欧洲，2016年6

月起，英国退欧打开了欧洲一体化倒退的潘多拉之盒，罪与罚的煎熬令人唏嘘；美国不再是过去两百多年里那个精英主义的美国，2017年1月起，特朗普开始了民粹主义总统的执政历程，表与里的差异令人叹息。

世界经济不再像过去那样同呼吸、共命运，全球化黯然倒退，结构分化日益凸显，喜与忧的混杂令人困惑；政策水位不再像过去那样同高低、共进退，美国与全球政策周期彻底分道扬镳，收与放的抉择令人忐忑；金融市场不再像过去那样同步调、可预期，共识经常性落空，主流习惯性失败，惊与愁的对比令人心悸。

这些矛盾，既是“宏观乱纪元”留下的印记，也是世界即将新生的标记。所以，我将过程中的思考记录在这里，同你一起感受动荡中世界重构的新鲜气息。

为了还原在矛盾中的挣扎和顿悟，我没有刻意调整文章顺序，而是将对一个命题的思考按照时间顺序进行简单排列。这些文字痕迹里，有正确，例如事前预测了英国退欧，也有错误，例如低估了耶伦的非理性。我相信，结果对错并不重要，真正重要的是感知的过程和思考的逻辑。

在本书成书之际，编辑建议我加上“程实 2015—2017 年报告集”的副标题，我没有采纳。因为我相信，这段历史值得铭记，英国退欧、特朗普胜选、美联储异化以及金融市场一系列史诗级的变化，都足以支撑起一段独一无二的历史。这本书与其说是一本报告集，更像是这一段重要历史的真实记录。

不是每一段历史都值得记录，希望这本书让这段不平凡的现在凝聚成永恒值得回味和思考的瞬间。

程实

2017年2月于香港

目 录

第一章 美联储的鹰与鸽	1
美联储将如何选择?	3
暂不加息,美联储的中庸选择	13
美联储在宴会开始前拿走酒杯	15
加息,耶伦的“圣诞礼物”	18
美联储尚未亮出底牌	23
美联储未亮牌,市场已 All In	26
鸽派耶伦令人担忧	35
美联储“突然”变鹰了吗?	39
7月加息?	43
从“浮动标尺”看美联储的非理性	47
美联储亮出底牌	53
行动的勇气	60
贝弗里奇曲线的阴影	68
尘埃落定	73
第二章 英国退欧的罪与罚	77
英国退欧,这次为何不同?	79
英国退欧,权威言论可信吗?	84
不值得庆贺的峰回路转	98

英国脱欧闹剧的笃定受害者	101
英国脱欧，世界重构	106
英国脱欧与民众力量	109
英国脱欧的全球冲击	113
英镑急贬，会否引发蝴蝶效应？	117
第三章 实体经济的喜与忧	123
多元化涨潮，全球化退潮	125
全球“慢”步增长路	131
风险在风中飘扬	142
欧洲经济凛冬将至	157
日本经济白夜行	172
美国深处的忧虑	186
第四章 政策水位的收与放	201
诺奖的启示	203
全球政策分道扬镳	206
新供给冲击	209
放下执念，直面现实	213
政策的水位	216
戏剧性变化与预期纠偏	219
内生性过热与刺激性过热	223
流动性拐点？尚未到来	228
宽松续杯	232
饮鸩止渴	235

第五章 金融市场的惊与愁	239
美联储加息后会发生什么?	241
冰冻星球	253
数据迷雾	256
危机引力波	259
金油比与风险轮转	263
美国经济、美联储和美元还会变弱吗?	268
美元汇率,宏观“风暴眼”	272
这个市场无所畏惧?	275
市场疲态	279
主流的失败	284
乱纪元,新开始	288
油价之变和通胀拐点	292
第六章 特朗普时代的虚与实	295
美国大选的“表”与“里”	297
特朗普当选美国总统不改中美关系前景	303
贸易摩擦与货币博弈	311
特朗普的赤字财政:带着枷锁跳舞	317
特朗普的赤字财政能否成功?	325
后记:手掌中的无限	335

第一章 美联储的鹰与鸽

“东边日出西边雨，道是无晴却有晴。”在“宏观乱纪元”的冲击下，百年中央银行——美联储也陷入了摇摆不定的犹疑之中。鹰乎？鸽乎？美联储加息进程何去何从，成为全球市场的“哈姆莱特之问”。从美国经济看，“鹰派”的加息节奏更加符合内生增长的现实需求。宽松货币的作用已近极致，长期复苏已经积累足够的物质基础并足以承受加息挑战。从美联储行动看，耶伦的极端鸽派本性却显露无疑。2016年美联储屡次延迟加息，不仅违背了隐性政策承诺，更背离了长期货币政策传统。“鹰”、“鸽”争锋之下，2015—2016年美联储的政策偏好晦明不定，频频搅动全球市场的风云变幻。

“鹰”、“鸽”之争背后，潜藏着“宏观乱纪元”下的关键特征——美联储的货币政策决策机制已完成重大转变。围绕这一要点，本章收录的文章从两个方面进行了细致探讨。在广度上，本章追踪了2015—2016年美联储的各个重要动向，逐步解读了最近一百年中央银行如何偏离政策传统，如何在“鹰”、“鸽”之间反复摇摆，最终又如何尘埃落定、确立了美国基准利率缓步上行的大趋势，进而分析了这一曲折进程对全球市场的深远影响。在深度上，本章层层探视了“耶伦模式”的决策机理，依据“浮动标尺”辨析了美联储的非理性，凭借“贝弗里奇曲线”验证了长期货币宽松对美国就业市场的严重扭曲。这些基础性研究穿透“鹰”、“鸽”之争的喧闹表象，为“乱纪元”下理解美联储货币政策提供了新工具。

美联储将如何选择？

发表时间：2015 年 9 月 11 日

2015 年 9 月 16—17 日，美联储将决定是否调升基准利率。在国际金融市场大幅震荡的背景下，美联储的选择将产生深远影响。笔者认为，QE4 没有现实可能性，美联储加息只是个时间问题。具体到 9 月的议息会议，美联储有三种选择：一是加息，二是不加息也不改变即将加息的前瞻指引，三是不加息并对货币紧缩表现出一点犹豫。结合美联储政策目标和美国经济基本面的情况，笔者认为，按概率排序，选项二大于选项一，再大于选项三。如果美国选择选项二，市场对美国货币紧缩的担忧不会立刻结束，金融市场还将延续大幅波动的态势。

产出缺口和通胀压力决定了加息只是时间问题

政策目标决定了货币政策的选择。虽然学术界对货币政策是采取单一目标还是多重目标，以及政策风格是选择单一规则还是相机抉择一直存在争议，但从美国的现实看，美联储的货币政策目标包括物价稳定、经济增长和市场稳定三项内容，其重要性从高到低排列。从通胀维度分析，笔者认为，长期看，美国加息是必然的，市场一度盛传的 QE4 并无任何现实可能，但短期看，加息时点的选择没有“抢进度”的必要性。

加息势在必然，核心原因在于，伴随着美国经济持续多年的强势复苏，产出缺口（实际增长 - 潜在增长）的绝对值显著缩小。考虑到

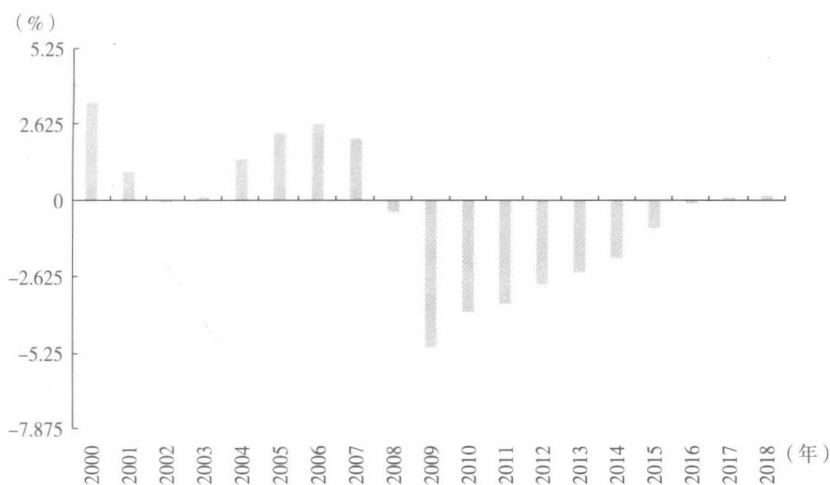
货币政策的短期效应一方面体现为带来物价上涨压力，另一方面体现为刺激产能利用进而推动经济增长，如果产出缺口由负转正，那么，宽松货币政策的通胀效应将明显超出增长效应，甚至会带来产能过剩、经济过热的长期危险。根据 IMF 的数据，2015 年，美国的产出缺口为 -0.97% ，绝对值较 2014 年下降了 1 个百分点，连续第六年下降；2016—2018 年，产出缺口预估值分别为 -0.14% 、 0.12% 和 0.17% ，即将由负转正。这意味着继续保持极低利率水平没有必要，而推出 QE4 更是有害无益。

从通胀数据看，美国剔除油价和食品因素的核心物价水平缓慢上升，已经接近美联储默认的加息门槛。2015 年 7 月，美国核心 CPI 和核心 PPI 同比增幅分别为 1.8% 和 2.2% 。美联储副主席 Stanley Fischer 在 8 月末的 Jackson Hole 全球央行会议上明确指出，美联储不会等到通胀率升至 2% 再开始加息，这意味着短期通胀压力的逐步加大已经让美联储加息“箭在弦上”。此外，虽然油价因素并未包含在核心通胀数据之中，但近期大宗商品市场的剧烈波动也对美联储的政策选择产生了一定影响。不过，美联储对此的核心观点是，大宗商品价格波动只是一个噪音，油价的持续下跌是暂时现象，长期中大宗商品价格向均衡位置的上行趋近将加大美国实际的通胀压力。国债市场的收益率结构数据显示，美国长期通胀预期有所下降，这将在一定程度上削弱美联储加息的紧迫性。

总之，为实现物价稳定的政策目标，美联储加息只是时间问题，不会有 QE4，但数据并不完全支持 9 月就立刻加息。

内生经济复苏和强劲就业增长支持加息

从经济增长和就业复苏看，美国实体经济已经基本达到了加息门槛：一方面，美国经济复苏势头较为强劲，2015 年第二季度，实际



注：2015-2018 年为预测数据。

数据来源：IMF。

图 1-1 美国产出缺口即将由负转正

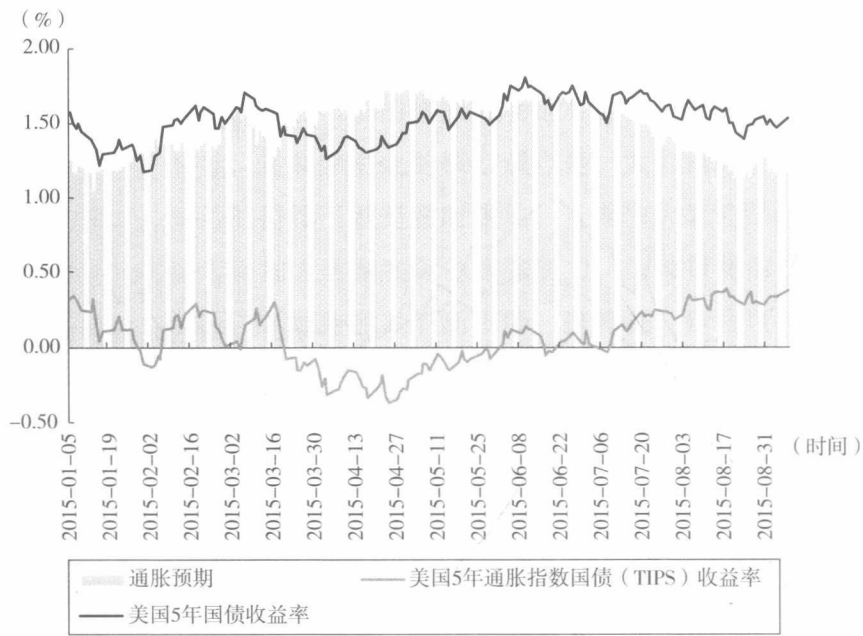


数据来源：Wind。

图 1-2 美国短期通胀率接近 2% 的加息门槛



图 1-3 油价大幅下跌是暂时的



数据来源：Wind。

图 1-4 长期通胀预期下降

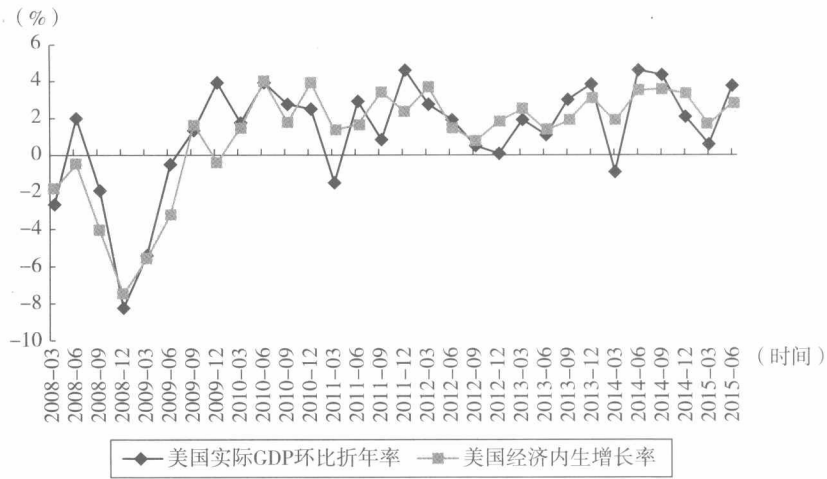
GDP 季环比年率增长 3.7%，不仅较第一季度的 0.6% 明显上升，还高于 1947—2014 年 3.26% 的增长均速；此外，根据笔者的测算，第二季度美国经济内生增长动力为 2.78%，高于 2.7% 的历史均值，第一季度为 1.66%，也高于经济增长的水平，由此可见，美国经济内生性复苏势头稳健。另一方面，美国就业市场恢复稳定，2015 年 5—8 月，美国非农就业实现月均 23.5 万人的增长，8 月失业率降至 5.1%；IMF 预测的 2015 年全年失业率为 5.47%，也已低于 1980—2014 年 6.45% 的平均水平；此外，高频数据显示，中长期失业比例降低，每周工作时长增加，职位空缺率上升，表明劳动力市场的基本面改善还在持续。

但实体经济复苏并非无懈可击，消费信心下降、就业参与率不高、收入增长放缓等问题还客观存在。更重要的是，美元汇率始终处于强势地位，对美国出口带来了抑制性影响，2015 年 1—7 月，美国出口同比增长连续 7 个月同比为负。从美国经济结构看，1947 年以来净出口的季均增长贡献为 -0.1%，可以说无足轻重，但受美元波动走强的影响，净出口的增长影响显著放大，2015 年第一季度和第二季度，净出口分别造成了 1.92 个百分点的拖累和 0.23 个百分点的贡献。如果美联储快速加息，美元指数可能将快速冲顶，既会拖累第三季度的经济增长，还将给实体经济复苏带来较大的波动性风险。

总之，美国经济基本面已经达到了加息门槛，但强势美元对美联储快速加息带来一定抑制性影响。

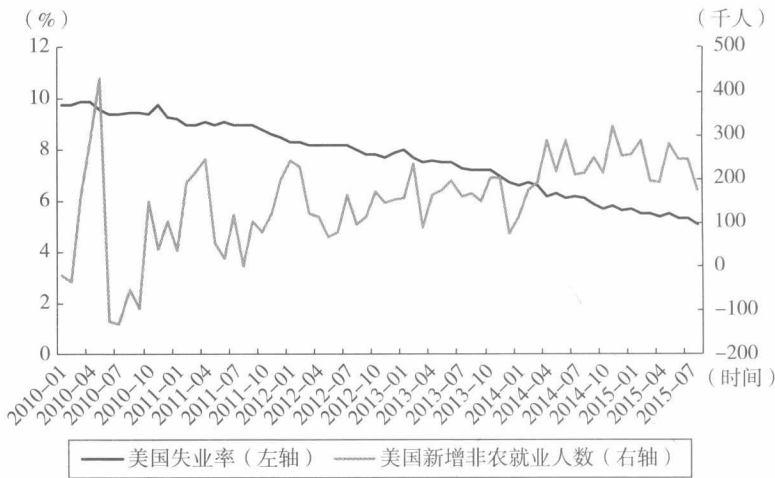
中国因素给美联储选择带来一定影响

2015 年 8 月 11 日以来，中国正以一种意料之外的方式显示着其对全球市场的重要影响。尽管 Stanley Fischer 在 Jackson Hole 会议上对中国影响的用词非常谨慎，但在这样一次重要会议中正面讨论中国，已



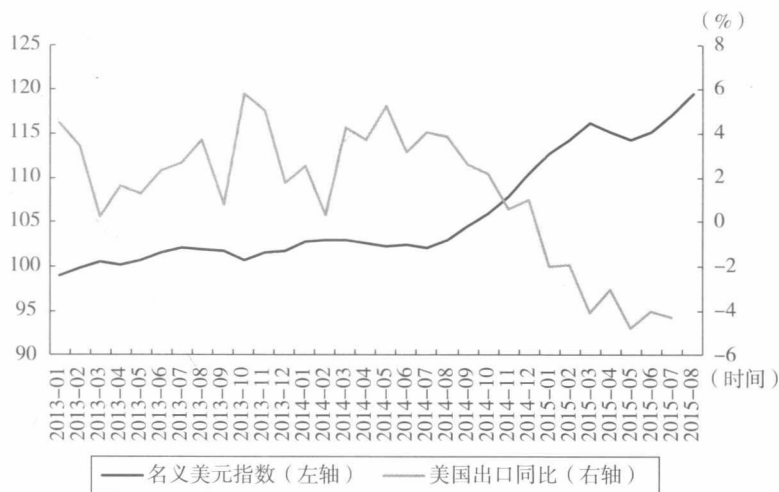
数据来源：BIS、Wind、IMF 和笔者的测算。

图 1-5 美国经济内生复苏稳定



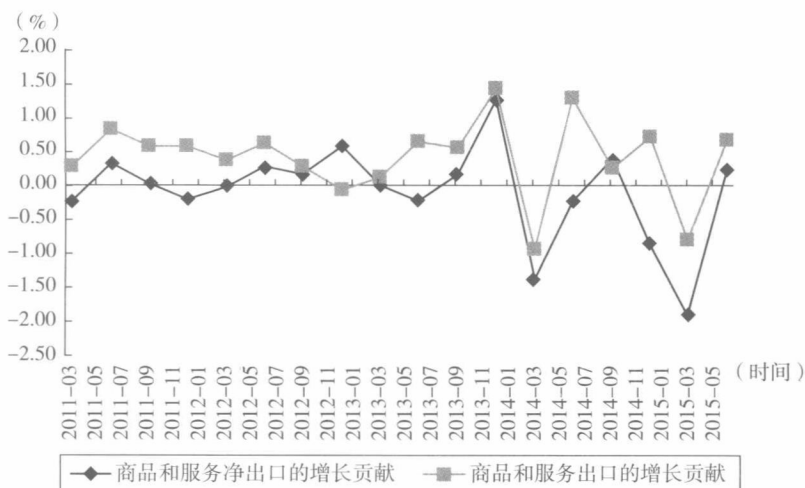
数据来源：BIS。

图 1-6 美国就业复苏较为强劲



数据来源：Wind。

图 1-7 美元升值拖累美国出口



数据来源：Wind 和笔者的测算。

图 1-8 出口干扰美国经济稳健复苏