



中国社会科学院经济研究所

中国宏观经济运行与政策模拟实验室

中国社会科学院经济研究所决策科学研究中心

经济研究所《宏观经济与政策跟踪》课题组

2014/04/02

经济走势跟踪 No.2014-014

美联储加息影响几何？

导读：美联储将如何加息？加息影响几何？这是近一段时间人们最为关注的焦点，金融市场也随着耶伦和美联储的表态而上下波动。3月22日，美联储主席耶伦的一句“美联储可能于QE结束后6个月首次加息”，让市场震荡不已。3月31日，耶伦再次发言，称美国经济仍需要“一段时间”的非常规的支持，暗示高度宽松的货币政策在可预见的未来还将持续，金融市场转而走强。而造成美联储政策摇摆不定的根本原因，恐怕还是经济增长的不稳定。

整理、编写：王砚峰；责任编辑：王砚峰

声明：本文版权属中国社会科学院经济研究所所有，未经允许请勿转载，或以任何方式刊登、发表。

美联储加息影响几何？

[导读:美联储将如何加息？加息影响几何？这是近一段时间人们最为关注的焦点，金融市场也随着耶伦和美联储的表态而上下波动。3月22日，美联储主席耶伦的一句“美联储可能于QE结束后6个月首次加息”，让市场震荡不已。3月31日，耶伦再次发言，称美国经济仍需要“一段时间”的非常规的支持，暗示高度宽松的货币政策在可预见的未来还将持续，金融市场转而走强。而造成美联储政策摇摆不定的根本原因，恐怕还是经济增长的不稳定。]

美联储为何转向鹰派？

3月份发表的FOMC声明所表明的鹰派倾向，令很多市场参与者感到意外，其中很多人在之前预期，美联储会明确表示容忍通胀的短期走高。然而，声明中不单没有新增这种说法，甚至还删除了关于2.5%通胀的内容，而只是明确地提及了2%的通胀目标，似乎美联储对通胀的容忍程度降低了。

问题在哪？著名的日本经济学家辜朝明从一个“过来人”的角度试图解读美联储的想法。大概可以认为，日本是近代货币政策历史上QE政策的开创者，日本央行实施的QE次数已经突破两位数，大概只有经历过相同处境的人，才能有感同身受的想法。辜朝明指出，美国已经陷入了QE陷阱，而大部分人并没有认识到这个事实：

辜朝明指出，市场和媒体都没有意识到，美国已经陷入了QE陷阱。话虽如此，在经历数年QE以后美联储开始正常化货币政策的时候，预测美联储将要向这个方向行动仍非易事。媒体因市场和参与者抱怨缺乏进一步的宽松而批评耶伦的言论，向我们证明了，他们大部分人仍没有认识到美国经济已经掉入了QE陷阱。我认为，他们的无知是更大的问题。很简单，参与者和媒体并没有理解，一个使用过QE的国家在经济复苏上要比没有使用过QE的国家要困难的多。

在实施QE以后，央行对通胀的容忍已经大幅降低。他们需要了解的是，一家使用过QE的央行对通胀预期的容忍程度要远低于没有使用过QE的央行。只是用传统货币政策的央行，可以安心地坐下来，等待私营部门贷款需求的复苏拉动经济的反弹。只有在经济接近充分就业，以及物价和薪酬水平开始上涨以后，加息才需要被考虑和逐步实施。在这种情况下，央行或市场没有理由担忧经济的复苏——完全可以敞开双臂迎接复苏的来临。

美联储将如何加息？

目前，市场普遍预期美联储将于2015年某个时候加息，但没有人知道具体的时间。

亚特兰大联储主席洛克哈特接受《华尔街日报》采访时表示，他认为联储首先会将联邦基金利率提升到0.25%水平，然后再进一步提高。不过洛克哈特表示他并不着急做决定。因为他认为在2015年下半年之前没有加息的必要。他表示，“现在谈这个技术细节还为时过早”明尼阿波利斯联储主席柯彻拉科塔（Narayana Kocherlakota）也表示：“对于这个问题我没有答案，我还没想好。”

有“美联储通讯社”之称的《华尔街日报》记者约恩·希尔森拉斯（Jon Hilsenrath）在一篇文章中指出，目前美联储如果要加息，有三种方法，并且可以通过联邦基金利率和逆向

购利率两个工具来实施。但由于最早明年才会加息，联储官员们目前并不急于做决定。

目前，美联储将联邦基金利率目标设定在 0 至 0.25% 之间。希尔斯拉斯认为，如果美联储将来要加息，有以下三种选择：首先将利率提高到目前的 0.25% 上限附近，过一段时间再升高；或者直接将利率提高到 0.5%；还可以将利率目标从 0 至 0.25% 提高到 0.25% 至 0.5%。

美国银行隔夜贷款利率，即联邦基金利率是美联储调节市场融资成本的主要工具。许多其他利率都是以联邦基金利率为基准。2008 年 12 月，联储将该利率下调至 0，并在金融危机期间始终维持这一水平，以确保金融系统稳定，促进经济增长。

不过，美联储如今正在考虑一个另外的利率调节工具：全额供应（full allotment）隔夜逆回购。华尔街见闻网站在此前的系列文章中对“和全额供应隔夜逆回购”做过详细的介绍。

相比于主要针对存款机构的超额准备金利率工具，这个逆回购工具将使得“相对较大范围的市场参与者”有资格可以在隔夜的基础上借钱给美联储，这些贷款是以美联储通过公开市场操作账户（SOMA）持有的证券作为抵押。

这么做美联储一方面可以通过向相当大范围的投资者弹性地供应无风险资产，缓解市场“高质量抵押品”短缺的压力。更重要的是，美联储可以借此对非银行机构的借款利率施加影响，解决目前美联储基准利率“联邦基金利率”与市场脱节的问题，夺回短期利率市场的控制权。

有数据表明，联邦基金利率对于隔夜抵押利率的影响已经微乎其微，两个利率之间的相关性已经基本消失。

纽约联储主席杜德利（William Dudley）3 月份曾表示，美联储可能会使用逆回购这一新的利率调节手段，但他希望先测试一段时间再做决定。费城联储主席普罗索（Charles Plosser）也表示，在是否采用逆回购的问题上还需要慢慢做决定。

美联储货币政策常态化举步维艰

2013 年 5 月份，美联储突然宣布将会很快开始缩减 QE，虽然事后来看，美联储的这个“很快”是指半年以后，但在当时还是给全球金融市场带来了不小的震动，债券市场波动的剧烈程度超出了大多数人的想象。

美联储缩减 QE 实际上标志着全球货币政策正常化的开始。之后，美国国债收益率开始上升，期间虽有波动，但至少都维持在 2013 年债券收益率最低点的上方，但联邦基金利率，包括其他发达经济体的政策利率都维持在接近于零的水平。

伦敦政治经济学院的经济学家古德哈特（Charles Goodhart）认为，这次货币政策的收紧带来的效果与 2004-2006 年货币政策紧缩带来的效果截然相反，当时的情况是联邦基金利率上升了 425 个基点，而长期债券利率几乎保持不变。与 1994 年的紧缩周期也不相同，当时投资者对政策预期的改变曾带来了债券市场的大抛售。

了解货币政策带来的反常的市场后果有两个潜在的意义：

一是，对于实行浮动汇率的国家来说，短期内，他们的政策利率决策可以独立于美联储的政策利率；但在长期内，全球金融市场是一个整体，一旦美国债券收益率上升，其他国家的债券收益率也将上升，那些宏观经济和金融市场状况不佳的国家的债券收益率甚至会上升的更多。

自美联储宣布收缩 QE 以来，新兴市场国家普遍出现了外国投资大量流出的现象，因为外国投资者们发现他们在新兴市场的投资面临双重风险。首先是利率风险，利率上升带来的资产价格的下跌可能会让他们损失惨重；其次是汇率风险，新兴市场国家货币贬值的风险几乎威胁着他们在新兴市场国家所有的投资。

当然，利率风险并不仅仅存在于新兴市场国家。在过去几年里，发达国家为了刺激经济增长发行了大量的低利率债券，持有这些债券的投资者面临巨大的利率风险。

养老金、银行和保险公司是市场上利率风险敞口最大的玩家，如果市场利率上升的程度超出他们此前的预期，他们又该如何应对？况且，利率风险的上升会降低金融机构的信用评级，这会反过来进一步放大金融机构的风险敞口。

二是，短期融资成本依然非常低，这意味着银行依然可以通过借短贷长来获取丰厚的利润。目前来看，美联储有意将几乎等于零的短期利率维持到年底，之后缓慢上升。

这种一厢情愿的想法也许不会维持的太久，许多国家的央行都有发布未来利率展望的传统，不幸的是，最近的一项研究发现央行的利率预测在半年内还是比较准确的，时间再长一些就不好说了。

这项研究还发现央行在利率上升的早期阶段往往会低估未来的政策利率，这对于理解当下的情形有重大意义。目前的货币政策框架虽然还没有改变，但一些紧缩性措施还是要比之前预计的激进一些。宏观经济状况的改变往往会让央行迅速改变自己的货币政策。

另一个更大的不确定性来自于，当经济状况转好时央行如何收缩他们的资产负债表。一个办法就是让债券“自生自灭”，也就是说不要提前赎回债券，等到债券到期偿付即可，这样一来货币收缩的时间路径就完全被之前的债券发行路径决定。这样的办法受到的阻力也许比较少，但货币政策必须无视宏观经济环境的变化，甚至到了下次经济衰退，还在赎回当前经济周期发行的债券。

与央行大幅扩张的资产负债表相对应的是大量积累的银行储备。央行要么尽早赎回这些债券，要么在政策利率上升的时候付给银行更多的利息，无论哪一种办法都让未来存在很大的不确定性。

金融危机以来，美国和一些发达国家的央行长期采取的非常规的货币宽松政策带来了许多遗留问题，如今想要将货币正常化的努力将会面临很多前所未有的困难。

美联储一成不变的策略还能适应经济发展吗？

从格林斯潘时代开始，美联储就开始主动试图平滑经济增长，并留下了著名的“格林斯潘看跌期权”（也就是当股市下跌 20%，就降息刺激经济），美联储这个传统延续到了伯南克时代，虽然伯南克时代所面对救市的困难大多了，而且除了降息还加入了更激进的 QE，但美联储干预市场的本质并没有变化——压低利率水平。

然而，虽然美联储的应对招数并没有发生变化，但经过 10 多年的发展，美国经济基本面已经发生了变化，资产管理公司 GMO 联合创始人格兰汉姆（Jeremy Grantham）认为，80 年代，美国的总负债水平只有 GDP 的约 1.3 倍。接下来的 20 年里，美国的总负债水平飙升至 GDP 的约 3.3 倍。在这段时间里，美国 GDP 增长不断放缓。继续以制造更多负债支持经济增长的思路，当前还有多少空间呢？

格兰汉姆认为，美联储“一本天书读到老”的应对措施可能已经“过时”了。特别是这次长时间刺激也未见经济强劲复苏。而且也没有证据说明，经济因 QE 而更强劲了。的确有一些迹象显示，如果美联储不干预，市场崩溃会更严重，经济下滑也会更严峻，但到现在这种经济衰退应该已经被忘记，现在的系统已经会更健康，我们也已经重拾了增长。

那么压低利率刺激经济增长的经济学“铁逻辑”究竟出了什么问题呢？经济学的教条认为市场是有效的。但格兰汉姆认为，经济并非真的基于一些规则运行的。理论上低利率有助于刺激资本支出。但当前周期到了这个阶段资本支出仍然萎靡。

美联储正在制造下一场泡沫？

当面对金融危机决策者应该怎么做？经济学家会分为两派。

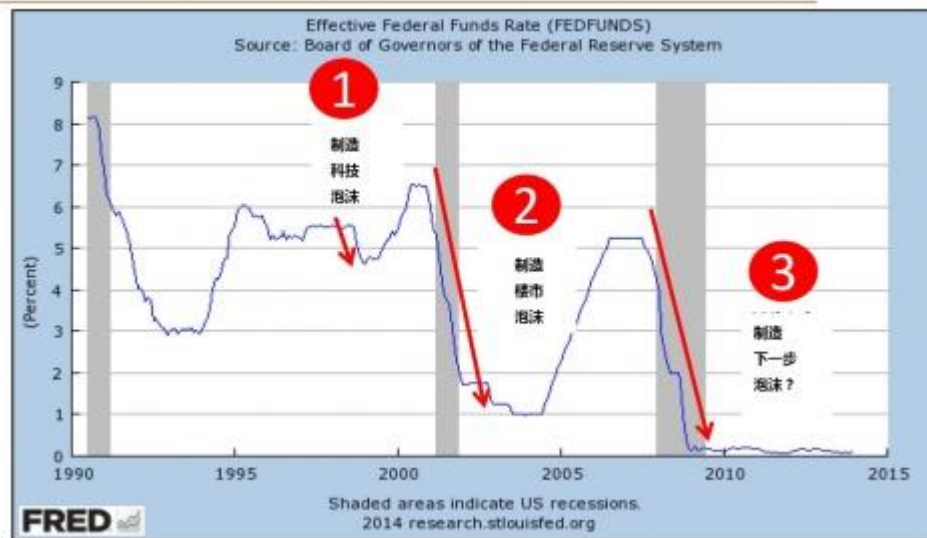
第一种选择基于哈耶克，这个奥地利人宣称经济不能够也不应该按照基准的指标人为操纵。他认为政府只要简单保证系统中有足够的钱就足够了，仅此而已。

第二种选项建立在对凯恩斯的理论上（更有可能是误读之上），这个英国人认为决策者可以通过改变利率，税率，花掉比你实际拥有更多的钱消灭经济周期。凯恩斯的理论上看上去很美，但是当理论照进现实后，情况还是这样么？当不能继续降息，减税，花更多钱的时候该怎么办？

IceCap 资产公司就此做了一番分析，他们通过美联储近十几年的利率政策实例来加以说明：

下面这张图显示美联储如何成功的使用了利率政策：它每一次把经济拯救出危机后，都埋下了下一次更大危机的种子。

Chart 1: Bubbles created by the US Federal Reserve



在 1997 年东南亚金融危机和俄罗斯危机连续打击后，美国央行开始宽松货币政策，这埋下了科技股泡沫的种子。之后美联储开始执行超低利率货币政策，但是这又造就了美国房地产市场巨大泡沫，而房地产泡沫的崩溃导致了更严重的全球金融危机。

自 2009 年以来，伯南克领导的美联储祭出零利率、量化宽松等一系列救助政策。

IceCap 资产公司估计 40% 的美国经济刺激留在美国国内，而剩余的刺激流入了全球其他市场。而目前股市畸形高涨，和低利率环境进一步证明了美联储拯救经济的低效率。

而更为奇怪的现象是，全球央行显示似乎都在照抄美联储的剧本。尽管名字、规模不同，但是英国央行、欧洲央行和日本央行都与美联储唱着同样的调调。这意味着全球主要央行都在实施零利率政策、印钱、或明或暗的为企业借贷担保。

这正是你把现在零散的线索，与未来下一场危机联系起来的关键线索。表面上，极低利率，印钱和央行对债务担保，让一切看上很美：股市飙升，而那些破产的国家还能利用债券市场度过难关。然而当你抛开漂亮的头条新闻时，你会发现没有一个国家开始减少印钱。更糟糕的是，新增的工作岗位和工资不足以支撑经济加速复苏。这意味着对经济宣判死刑：我们的债务总额将继续上升，而不是下降。

耶伦为安抚市场暗示持续低利率？

3 月 31 日，美联储主席耶伦在芝加哥发表的演讲中，称美国经济仍需要“一段时间”的非常规的支持，暗示高度宽松的货币政策在可预见的未来还将持续。这番讲话相当于做出了一个新的保证，即美联储将会继续维持低利率。

希尔斯拉斯认为，耶伦讲话再次为当前美联储的宽松政策辩护，也做出了新的保证，美联储将会继续维持低利率。她以少有的个性化方式解释了为什么需要这些政策来支持疲弱的

就业市场，安抚了市场的恐慌情绪。根据耶伦讲话内容，耶伦认为美国经济依然疲软的五大理由是：兼职工作者多、劳动力市场的流动性低、工资增幅低、长期失业者占比高、劳动力参与率低。

1. 兼职工作者。除了失业率和非农就业人数外，劳动力市场的其它地方显示美国经济依然疲软。想要全职工作却只能找到兼职工作的人共有 700 万，劳动力市场状况并不理想，6.7% 的失业率未能反映出来。

2. 劳动力市场的流动性。尽管当前企业辞退员工人数变少了，但它们也一直不愿意加大雇佣。自愿辞职人数比经济危机前要少了，这表明人们不愿自动离职，因为他们或许无法顺利找到下一份工作。企业不愿意从同行竞争者那里激进地挖员工。

3. 工资。尽管失业率下降，但员工工资没有像过去复苏期那样上涨。经济危机以来，平均每年劳动力报酬只增长 2% 多点，远低于历史平均水平。经济危机之前的几十年里，由于经济全球化和其它原因，大多数人的工资增幅是适度的，这些影响薪酬大增的因素仍然存在。不过目前，劳动力市场疲软是抑制薪酬增长的重要原因。希尔森拉斯认为，这表明美联储的工作还未完成。

4. 长期失业者。在所有失业者中，失业超过 6 个月的人占比很大。这些人很难找到稳定的、常规性工作，在求职过程中处于劣势。值得注意的是，长期失业者可能会保持观望状态，最终退出劳动力大军。

希尔森拉斯指出，数据表明长期失业者与短期失业者在职业、教育程度和其它方面并没有显著不同，他们主要是找到工作的速度没有短期失业者快。目前，没有明显迹象表明，短期失业者比长期失业者找工作更容易，希尔森拉斯预计，大比例的长期失业者还是会受益于劳动力市场走强的。

5. 劳动力参与率。劳动力参与率是指：工作年龄的成年人中，有多少比例是有工作或是在找工作的。经济不好的时候，想工作的人可能放弃找工作，劳动力参与率就会下降。经济危机开始时，劳动力参与率为 66%，与正常经济衰退期差不多；然而随着经济复苏，劳动力参与率仍在下降，目前仅为 63%，与 1978 年相同，那时女性工作的比例很低。劳动力参与率过低意味着，6.7% 的失业率夸大了劳动力市场的改善程度。

美国投行 Jefferies 首席市场策略师大卫·泽沃斯 (David Zervos) 认为，耶伦此次讲话清楚表明她支持宽松的鸽派立场，让外界对耶伦是何立场的争议画上句号。

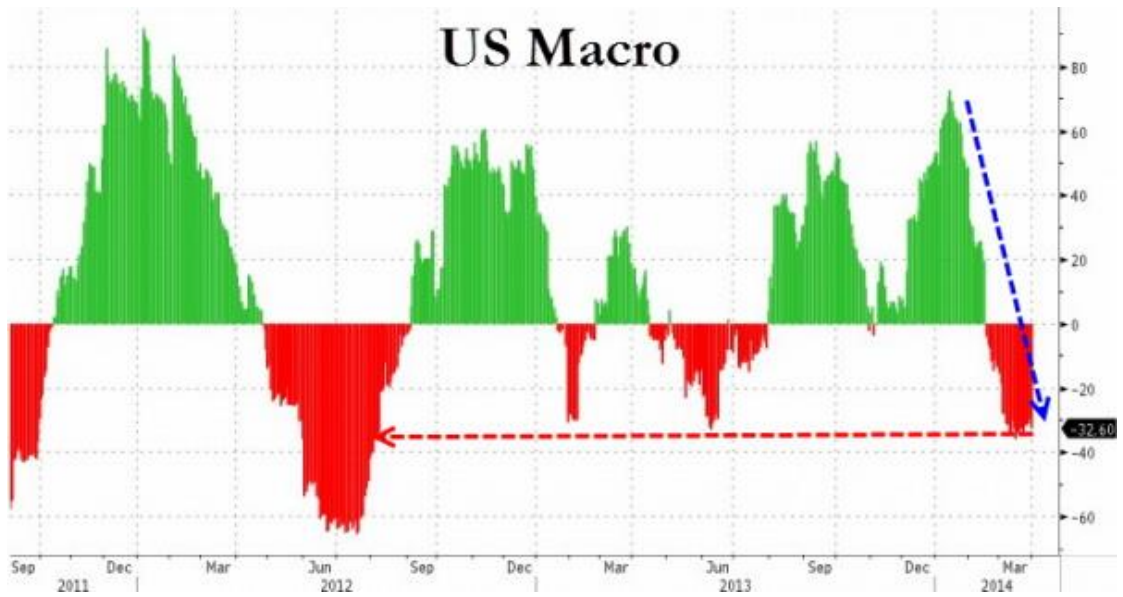
耶伦表示：“虽然经济有了显著的进步，但毫无疑问经济和就业市场还没有回归健康状态。对于许多美国人而言，经济复苏仍然感觉像是衰退。从某些方面说，就业市场比任何衰退期更严峻。”希尔森拉斯点评称，耶伦的表态，明白地强调了她在经济走强之前维持低利率的承诺。

和联储官员往常的讲话不同，耶伦并没有对经济理论和经济数据大讲特讲，而是举了三个非常个人化的案例，描述人们在获得全职工作时有多么困难。“Jermaine Brownlee 是一个熟练的建筑工人，同时还是水暖工学徒。在经济衰退中，他不得不依靠接散活和打零工生活，收入大幅下降。现在，他的处境有所改善，但仍然比不上衰退前水平。”

为了准备这次讲话，耶伦和 Brownlee 及另外两位求职者通了电话。耶伦的同事是通过芝加哥的非盈利就业促进计划 NLEN 找到的 Brownlee。Brownlee 今年 39 岁，他在接受采访时称正在一家芝加哥企业 Sweet Beginnings 打零工，领着最低工资。

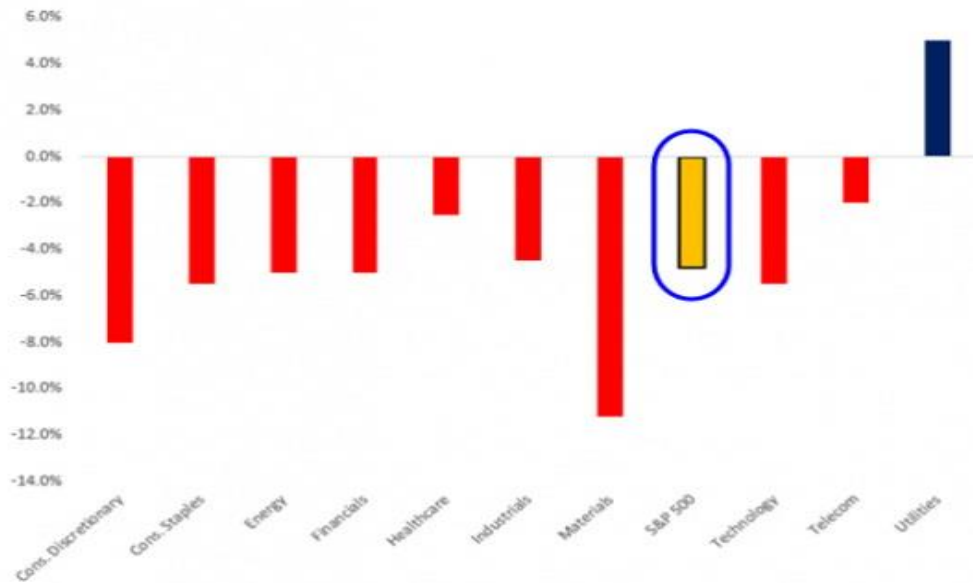
一季度美国经济有多糟？

耶伦的表态其实并非简单地安抚市场，更重要的还是美国经济仍然糟糕。在严寒的影响下，无论是就业市场、制造业还是房地产，一季度的数据都并不好看。以下两张图从宏观和微观两个层面展现了美国经济一季度经济素描。



宏观经济上来看，在去年下半年各项经济指标呈现复苏迹象之后，今年一季度的经济急转直下，各项数据全面倒退。

S&P 500 Q1 2014 Estimated EPS Growth Rate – Change Since January 1*



*Current EPS Estimated Growth Rate Minus Growth Rate on January 1

从微观企业层面来看，自1月1日以来，美国标普500成分股的每股预期盈利出现环比增长（-5%）。

（以上部分内容摘自《华尔街见闻》网站。）

地址：北京阜外月坛北小街2号
中国社会科学院经济研究所

邮编：100836
电话：(010) 68034160

E-mail: tsg-jjs@cass.org.cn
kingwyf@cass.org.cn

传真：(010) 68032473