

常殊昱

changshuyu@126.com

等待确切加息信号*

美国联邦储备委员会 4 月 27 日宣布，继续维持联邦基金利率 0.25% 至 0.5% 不变，对何时加息并未释放明确信号。

美联储当天在货币政策例会结束后发表的声明显示，3 月以来美国经济增长有所放缓，消费增速有所回落，企业投资和出口仍旧疲软，但是劳动力市场进一步改善，居民实际收入稳健增长，消费者信心维持高位，房地产市场也继续改善。

从近期的一些经济指标来看，美联储可能还需要更多时间进行考量。目前美国经济复苏进展和一些潜在风险因素交织，预计美联储下半年加息的可能性较大。与去年此时有所不同的是，目前市场对美联储的加息预期出现分化。

一种声音认为考虑到“英国脱欧”、“美国大选”、“欧日负利率”和“新兴市场增长显著放缓”等政治经济因素变化，美联储加息或推迟到 2017 年再议；另一种声音则认为，美国经济在回暖轨道上，年内加息势在必行，否则会影响货币政策的连

*本文已发表于《财经》。

续性和美联储信誉。

从经济增长、就业水平、通胀水平和外部环境四方面分析，美联储今年的加息决策节奏应当会和去年一致，即通过上半年数据，确认经济发展趋势，观察政治经济环境，当经济发展趋势被判定为回暖，政治经济环境判断为“扰动”而非“惊吓”，将会维持加息频率。

经济增长势头仍待确认

美国商务部 3 月 25 日公布的宏观经济数据显示，去年四季度其国内生产总值(GDP)被上修到 1.4%，这高于预期值 1.0%，也高于统计初值 0.7%和统计修正值 1.0%，去年三季度美国的 GDP 增速终值为 2.0%。全年 GDP 增速为 2.4%，与 2014 年一致，增速好于预期值。

刚刚公布的美国 2016 年一季度数据表明，0.5%的同比增长弱于预期的 0.6%，但是在接下来两个月的两次修正中，或许会补充更充分的数据，因为美国经济之前的修正中就不乏上修情况，所以对于美国经济增速是否下滑的判断，还要等待未来最终的数据修正。

从最新数据看，最大的不确定性和争议仍来自制造业，受石油走低、美元走强和全球经济增长放缓所累，跨国公司利润下挫，去年四季度企业获利年化季率初值大降 8.4%，为 2014 年一季度以来最大降幅，且连续两个季度下降。全年企业税后获利下降 5.1%，为 2008 年以来最大降幅，大大高于 2014 年 0.6%的降幅。从行业看，航空和汽车领域领降。与此同时，强势美元也让制造业与出口难承其重，去年全年逆差创四年来新高，ISM 制造业指数穿透分界线 50 以下。

从今年 4 月 1 日美国供应管理协会 (ISM) 公布的数据看，3 月的 ISM 制造业指数 51.8，回归 50 以上，前值 49.5，比前值提高 2.3 个点。新订单指数 58.3，前值 51.5，提升 6.8 个点。制造业指数 55.3，前值 52.8，提升 2.5 个点。原材料库存指数 47，前值 45，提升 2 个点。价格指数 51.5，前值 38.5，升幅较大，原材料价格自 2014 年 10 月开始首次提升。18 个制造业行业中有 12 个实现增长，13 个实现订单增长。

在 12 个成长增速的行业中有多项属于奥巴马政府重点鼓励提倡的高端制造业包括非金属矿产、其他杂项制造机械、金属制品、化工产品、纸制品、主要金属和计算机和电子产品。

这也是对 2008 年危机后政府实行的系列鼓励措施的正反馈，系列政策手段包括

减税、增加补贴、即使在经济困难时期也不降低科研投入，鼓励措施多样，但都遵循市场规律，这种政策对经济复苏的支持不是立竿见影的，但基础扎实。

作为重要的加息门槛指标，失业率自 2012 年底引入后就备受关注，但随着时间的推移，美联储似乎先后放弃了“6.5%失业率以下”的加息门槛（2014 年），也没有理会“完全就业”，即通常所说的 5%的加息门槛（如 2016 年一季度），而不断强调“长期失业率”“部分就业”、“资源剩余”、“新增薪资疲软”等失业率指标中隐藏的信息。选取不同时期耶伦关于就业市场的代表性发言，总结起来就是失业率数据本身过于单薄，不足以作为加息门槛的依据。

回顾这些时点，失业率实际是呈现不断下降的趋势，分别为 6.3%、6.1%、5.5%、4.9%和 5%，劳动参与率大体在 62.8%左右，就业人口比指标在下降，周工作时间变化不大，平均小时工资时增时减，从这些指标上看，比起失业率单一数据，美联储更加关注的是数字背后的就业质量的改善。

在 3 月公布的 2 月经济数据中，PCE 通胀率 1%，前值 1.2%；核心 PCE 指标达到 1.7%，与前值一样。可以说，美国的通胀指标处于 2013 年以来的历史峰值。

这种高值仍然具有不确定性，而不确定性来自预期。首先分析“过去的预期”，在 FOMC 去年 9 月和 12 月的货币政策会议中，对 2016 年 PCE 通胀预期中间区域为 1.5%—1.8%和 1.2%—1.7%，对核心 PCE 的预期中值为 1.5%—1.8%和 1.5%—1.7%。可以看出，PCE 并未达预期并较前值下降。PCE 未达预期的原因是石油价格的持续下降，导致能源商品和服务产品的价格下降，截至 2016 年 2 月，能源商品和服务品的价格较上年降幅仍达到 12.3%，这也解释了 PCE 通胀指标和核心 PCE 通胀指标环比变化方向的分离。

对于“未来的预期”，联储在对 2016 年核心 PCE 的预期中保持 1.6 中值，与 12 月会议预期中值相同，但下调了 PCE 的预期中值，预期今年通胀水平为 1.2，前次 12 月货币政策会议为 1.6。

调低预期是受市场预期和调查预期的影响，FOMC 在 3 月发表的声明中指出基于市场的通胀预期仍然较低，通常这被解读为美国财政部发行的通货膨胀保值债券（TIPS）的较低收益和通胀互换利率的低位徘徊。这种有些保守的预期源自石油产品价格下降对 PCE 的影响。原油问题涉及地缘政治博弈，预测难度较大。

可以肯定的有两点：第一，石油价格已比 2015 年下降 70%，进一步下行空间有限，石油价格下降和其带来的进口品价格下降对就业市场的影响会递减；第二，不论

是原油出口国还是原油企业，其所面临的压力都在大幅上升，这将提高油价企稳甚至出现反弹的可能。

外部环境仍有不确定性

欧元区在 2015 年增长了 1.5%，这是 2011 年来的最高，根据彭博新闻社 4 月 8 日—15 日对 51 位经济学家的最新调查结果，预期 2016 年全年仍保持这一增速。但是 2015 年欧元区的失业率仍然高达 10%，说明欧元区内还有大量未被实现的经济潜能。持续低迷的需求增长反映在欧元区的通胀核心指标只有美国的一半。

日本继续面临疲软的经济增长和低通胀，个人消费水平低于从前，这让日本中央银行 2% 的通胀率目标的实现是非常困难的。

最后，新兴市场的疲软是全球增长弱势的关键原因。IMF 估计新兴经济体 2015 年增长了 4%，比 2014 年的 4.6% 要少，标志着连续五年增长放缓。中国也正在经历必须面对但过程艰辛的由投资-出口拉动型向消费-服务拉动型经济转变的任务。

这变成了美联储不得不关注的“不确定”的外部环境。研究表明美联储货币政策和全球流动性呈正相关关系，故新兴市场十分关注加息决策，美联储则关心加息对新兴市场国家的冲击是“放缓”还是“衰退”，以及这种潜在风险会给美国带来什么。故 3 月时美联储声明和耶伦演讲中多次强调外部环境风险也许也是对外部市场的一种观察和测试，判断外部对加息进程的判断、恐慌程度和可接受程度。

从 2016 年 3 月的全球最新宏观数据看，有改善也有风险，但并未见“惊吓”。这也体现在了美联储 4 月 27 日的最新声明中，删除“全球事件对美国经济前景所构成的风险”，美联储已将外部环境判断为“扰动”而非“惊吓”。因此可以预期年内美联储加息概率大，考虑到美联储主席耶伦一贯谨慎的行事风格，她可能会等待更多利好数据，特别是通胀、就业两个门槛指标的改善，无论耶伦有多稳健，升息通道仍将铺设，这不只关乎面子上的央行信誉，更关乎实实在在的投资者信心。

（笔者为中国社会科学院世界经济与政治研究所博士后）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。