

美国不会轻易实施负利率

在全球经济没有出现持续逆转的情况下，负利率还不会成为美联储的政策选项。

文/孙杰 编辑/孙艳芳

自从美联储启动加息进程，特别是进入2016年以来，全球经济形势似乎更趋严峻：继欧元区、瑞士、丹麦和瑞典之后，日本也宣布实施负利率；德意志银行出人意外地发布巨额亏损公告，全球股票市场随之大幅波动；原油价格更是让人大跌眼镜，一度下破每桶30美元，而黄金价格则开始出现反弹行情；美国第四季度的经济增长数据也一反常态，呈现出明显的疲弱走势。所有这些都使得美联储的加息政策受到质疑，TED利差也一度出现攀升。而正是在这个敏感时刻，美联储副主席费希尔1月3日在美国经济学年会上发表的演说中特意讨论了零名义利率下限、金融稳定与货币政策的关系。如果说费希尔还只是为学者们提出了一个研究课题的话，那么作为美联储主席的耶伦在2月10日回答国会提问时明确表示不会排除负利率选项，则难免引发市场联想：美国货币政策正常化的进程会发生逆转吗？

如何看待美联储的货币政策走向，本文将从长期停滞假说、对美国经济基本面评估以及货币政策沟通策略等三个方面展开分析，力求给出一个明确的判断。

长期停滞、负利率及其潜在危害

货币政策属于宏观经济调节政策，也就是说政策利率水平在短期内不可避免地偏离长期均衡利率，所以对

于长期实际均衡利率水平的判断无疑是我们判断货币政策中长期走势的一个重要依据。毕竟宏观经济政策只能熨平而不能改变经济基本面的大趋势。

近年来，萨默斯提出的长期停滞假说在很大程度上影响了学术界对自然利率水平的看法。对自然利率的标准解释可以从可贷资金供给和需求两个角度展开，这又不可避免的涉及到储蓄和投资两方面。长期停滞假说的基本判断就是存在过度储蓄和投资不足。从当前世界主要国家的情况看，预期寿命上升、人口增长率下降和老龄化趋势是造成储蓄水平上升的主要原因，而资产负债表衰退又造成了总需求持续不足。此外，相比传统的重资产制造业，现代新兴服务业部门的发展也降低了对投资的需求。结果，美国在一个完整经济周期中的平均实际利率在二十世纪八十年代大约还是5%，到九十年代就降为2%，2000年以后进一步降至1%，而在2008年国际金融危机后就只有-1%。这种趋势被认为是出现长期停滞的重要标志。因为在经济疲软、大宗商品价格低迷和工资增长缓慢导致通货膨胀徘徊在低位，政策利率又受到零利率下限约束的情况下，就会出现无法回到充分就业的状态而陷入长期停滞。

从长期停滞的政策含义上看，要走出长期停滞，就必须使实际利率为负，而在政策利率受到零利率下限约束的情况下就应该提高货币政策的目标通

货膨胀率。这虽然在政策上可能引起很大争议，但却是理论上的必然逻辑。事实上我们也看到，在日本长期超低通货膨胀的环境下，安倍经济学已经明确推高通货膨胀的目标，而美联储也明确2%的目标通货膨胀率。然而事与愿违，在长期停滞的巨大阴影下，传统的货币数量论似乎已经失效了，超常宽松的货币政策并没有带来预期的通货膨胀，乃至一些国家的中央银行被迫对商业银行的超额准备金存款实施负利率。

尽管从理论上说，实现负利率是摆脱长期停滞的必要条件，但是问题可能远没有经济学逻辑那么简单。现实的情况很可能是过低的实际利率诱发资产价格泡沫并导致金融不稳定。例如在低利率环境下，投资者为了追求高收益而可能愿意承担更高的风险，甚至导致出现庞氏骗局。而可能更具有普遍性的是，低利率使得借款人降低了付息压力，催生了不负责任的借贷行为。因此，就连萨默斯也指出低利率的另一面：“以当前方式组织和操作的宏观经济政策，难以实现充分就业和潜在生产能力，而如果让这些目标真能得以实现，又意味着将牺牲一定程度的金融稳定”。对于本文的主题而言，这与其说是长期停滞的困境，不如说是低利率的负效应。长期停滞将迫使政策制定者在增长疲软和金融稳定之间，低利率和资产泡沫之间进行权衡。这一点美联储应该最有体会，费希尔在美国经济学会

上的讲话就充分表明了这一点。

从欧元区、瑞士、瑞典、丹麦和日本的实际情况看，超额存款准备金负名义利率的效果在各国各不相同。在对汇率的影响方面，可能对小型开放经济更有益，但却不一定适用于大型经济体。负利率还可能因为降低了银行的盈利能力而导致新的风险，甚至可能因为银行将成本转移给客户而增加了企业的融资成本。这显然违背了实施负利率的初衷。事实上，负利率在刺激投资与消费方面的效果并不显著，因为它可能会使人们更加节约，减少开支。

对于美国而言，除了要面对上述问题，还要考虑与其他国家的一些重要差异。例如，货币市场基金是美国金融市场上的重要参与者，负利率将使得这些基金的运作陷入困境。更重要的是，一旦美国采取负利率政策，将不可避免地会加剧当前若隐若现的汇率战，而且美元贬值造成资本流出的压力，也是美联储决策中一个不可忽视的因素。

再退一步说，在金融危机之后长达七年的时间中，美联储一直是以量化宽松作为政策工具，目前即使需要再次放松货币政策，有什么新的理由会使得他们改弦更张，转而实行负利率呢？更不要说这样做还可能向市场传递出美联储已经在政策工具方面黔驴技穷这样一种负面信息，对金融稳定造成冲击。总之，尽管利率水平下降是趋势，但是美联储不会轻易实行负利率政策。

美联储对经济评估谨慎乐观

对美国是否将采取负利率政策的担心主要起源于耶伦2月10日在国会面对质询时的回答，也就是后来被广泛关注的那句话：不会排除负利率选项。

其实，要分析耶伦的本来态度，主要应该看她2月10日在国会发表的讲

话本身。因为那次的讲话稿真实反映了美联储同日发布的货币政策报告的核心观点，且显然是经过深思熟虑的判断。尽管相比此前的基调有了一些变化，但是主要还是肯定了美国经济基本面的状况。第一，就业形势继续改善。截至2016年1月，经过季节调整的失业率已经从2015年11月的5%进一步下降到4.9%；与此同时，导致失业率指标饱受争议的劳动参与率因素也从33.7%猛增到35%，显示就业市场有了实质性好转。第二，通货膨胀保持在低位，同时也呈现出在中期迈向2%目标值的趋势。而按照长期停滞假说、零名义利率下限以及长期实际均衡利率为负的逻辑，这一变化趋势并非负面，而是具有积极的意义。第三，尽管从美国常用的季度年化环比实际经济增长率来

外，她还特别指出，市场上的通货膨胀预期也处于市场上的历史低位。相比此前美联储货币政策报告和耶伦在各种场合讲话的基调，她这次讲话的导向出现了比较明显的变化，即从泛泛的中性客观提醒为主转变为对具体风险的主观判断。

虽然这些风险提示变得更加具有指向性和倾向性，但是耶伦还是强调了美联储在2015年12月做出的加息决策反映了对美国经济增长和劳动市场持续改善且趋势不断增强的判断，只是通货膨胀指标依然处于长期目标之下。耶伦还解释说，由于货币政策的效应具有时滞性，因此如果美联储货币政策正常化启动过晚，即在经济已经出现过热或通货膨胀已经过高后再推出，就不得不比较突然地实行紧缩，从而造成经济衰退

从美联储一如既往地关注经济的不确定性角度看，耶伦显然增加了对一些负面因素的关注。

看，2015年第四季度的经济增长率仅为0.7%，但是从更常用的季度年化同比实际经济增长率来看，则为1.8%，表明不论是与去年同期相比还是与上一个季度相比，经济形势都远没有那么严峻。

不过，从美联储一如既往地关注经济的不确定性角度看，耶伦显然增加了对一些负面因素的关注，包括国际经济形势的下滑，特别是中国经济减速的影响，造成的对净出口的拖累；受股票价格下跌、高风险借款人在借款中的比重上升以及加息以后美元升值等因素的影响，金融条件对经济增长的支撑力度在减弱；还有低油价对美国经济增长的助推作用能否持久，也值得警惕。此

的风险。她同时表示，美联储相信当前经济状况的改善进程能够保证渐进的加息进程，基于目前联邦基金利率还保持在其长期均衡水平之下，所以即使出现诸如信贷约束、外国经济减速或美元升值等不利状况，也依然能够维持对经济增长的促进作用。但耶伦也强调，货币政策依然具有高度的可调节性。这也就是说，加息的进程肯定没有一个预定的轨道，而且还要取决于包括劳动市场状况、通货膨胀压力和通货膨胀预期以及金融市场和国际经济等指标的变化，还有联邦公开市场委员会的经济展望在内的诸多因素。她甚至特别指出，最近通货膨胀指标的快速上升，意味着联邦基金利率也应该更快地上升才是恰当的。

显然，耶伦的本意更应该体现在她讲话的发言稿中而不是她即席回答的提问中。所以，如果我们能更仔细地理解耶伦事先准备好的讲话稿而不是她对提问的即席回答，我们就可以清楚地看出，在没有发生新的重大变化的情况下，目前美联储依然坚持认为其加息决策是恰当的，唯一不确定的是加息的节奏。

耶伦的货币政策沟通技巧

关于货币政策的沟通，格林斯潘有一句名言：如果你觉得听懂了我说的话，那你就一定误解了我的意思！从理性预期的角度看，这应该是保持货币政策有效性的最高境界。

不过在金融危机以后，当联邦基

■ 目前美联储依然坚持认为其加息决策是恰当的，唯一不确定的是加息的节奏。

金利率目标触及零名义利率下限以后，美联储则明显在反其道而行之——试图通过加强货币政策沟通来达到经济刺激的目的。虽然，货币政策沟通不是零利率时才采取的一种政策工具，但是毫无疑问，零利率增加了采取政策沟通的必要性。这有助于央行走出利率工具的困境，影响公众对未来政策路径的预期，从而维持货币政策的效力。在这方面，美联储的一个主要办法就是发布美联储对目标变量（如通货膨胀、就业率和GDP增长率等核心指标）的预测，使市场形成对未来货币政策的预期。

从2012年开始，在美联储每次发布的货币政策报告中都增加了一页有关“货币政策战略和长期目标的声明”，努力向公众尽可能清楚地解释货币政策

的取向。但需要引起我们注意的是，这份声明特别指出，“由于货币政策对经济活动和价格水平的影响具有时滞，因此货币政策的决策依据是公开市场委员会的中期展望、长期目标以及对风险的评估”。按照这样的思路，对于通货膨胀来说，货币政策要稳定的不是当前的通货膨胀指标本身，而是通货膨胀预期。只有将通货膨胀预期稳定了，经济才能稳定下来。失业率也一样，关键是要确定一个长期的失业率目标水平。而在货币政策报告中的经济展望部分给出的这个长期失业率目标水平是美联储主席和联邦公开市场委员会委员的主观判断，而且还是一个范围，且时有变动。也就是说，要判断美国货币政策走势，仅仅看当前的通货膨胀率和失业率指标

是不够的，甚至是错误的，应该关注的是通货膨胀和失业率的长期目标或中心趋势，或者更直白地说，就是要看美联储认为的合意值。

其实不仅是决定货币政策走向的关键指标，就连货币政策决策的规则在近年来也发生了值得注意的变化。以前的泰勒规则曾一度被更加明确的埃文斯规则所代替，但是从2014年初开始，面对失业率的持续下降，美联储又刻意淡化失业率的门槛，而用一系列含糊的指标对劳动市场状况进行综合判断。这样，货币政策事实上就成了美联储的相机抉择。结果是，格林斯潘的名言可能又再度适用了。

有意思的是，在2014年3月19日耶伦刚刚上任美联储主席后的第一次新闻

发布会上，她曾经主动透露在量化宽松结束后半年可能加息。对于耶伦披露的这个信息，当时一些媒体的评论是：她在对付媒体提问的时候还不够老练。

两年后的今天，在美联储加息后全球经济随之动荡的敏感时刻，在货币政策决策的相机抉择更重要的背景下，在耶伦念完事先准备好发言稿以后，当被问及负利率的时候，她显然完全没有必要接过话茬。但是，我们关注的重点肯定不应该是“不排除选项”这个不置可否的回答。结合她随后透露对负利率正在研究而尚未完成评估，以及还不完全了解负利率政策法律障碍等实质内容的表态，及其在讲话中流露出的基调，我们不难看出，耶伦的这个回答应该只是一个圆滑的辞令，她接下来的那些解释也许才是真实情况的反映，即美联储对负利率的预案研究很可能还没有起步，潜台词则是美联储对当前加息的政策节奏基本满意。退一步说，即使美联储做出了经济形势恶化的判断，那么最先的应对措施也应该是调整加息的节奏而不是直接进入负利率，而且也只有当美联储放慢加息节奏以后，负利率才可能作为下一步应对的预案提上日程。

综上，笔者认为，在全球经济没有出现持续逆转的情况下，负利率还不会成为美联储的政策选项。■