

肖立晟

nkxls@126.com

张琛

18600132617@163.com

美联储未来的加息路径及其不确定性*

2017年3月15日，美联储会议决定加息25bp，将联邦基金利率提升至0.75% - 1.00%的区间，并小幅上调经济预期。决议发布后，美元汇率、美债收益率下跌，美股、黄金上涨。其中标普500指数盘中一度上涨超过1%。美联储公开市场委员会认为2月份以来，劳动力市场进一步改善，经济活动继续温和扩张；家庭支出渐进增加，商业固定投资有所稳固；通胀近期更加接近2%的长期目标。

美国经济基本面延续复苏态势，经济接近充分就业，通胀持续走高。2016年下半年美国实际GDP增长率为2.75%，收入改善和财富增加推升家庭支出，房地产市场逐步复苏，商业固定投资相对较弱但从2016年底开始大幅好转。失业率连续10个月在5%以下徘徊，接近自然失业率，近三个月新增非农就业平均20.9万，劳动参工率为62.9%。从通胀来看，油价和海外经济复苏推升美国2月总体CPI同比至2.7%，核心PCE物价同比已经连续6个月维持在1.7%的水平。核心PCE物价剔除能源和食品价格，能够反映未来的通

* 肖立晟，中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员；张琛，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究助理

胀预期。市场反映的通货膨胀补偿和调查反映的长期通胀预期仍处于低位。

美联储加息仍然是一个相对缓慢的过程。在加息会议后新闻发布会上，美联储主席耶伦维持去年 12 月对美国经济做出的判断：2017 年经济增长 2.1%，通胀 1.9%，失业率 4.7%，加息仍然是一个相对缓慢的过程。耶伦强调当前全球主要经济体中性利率都存在下降趋势，未来美国的中性的联邦利率会非常低，市场不应该以 2004 年时的加息速度来衡量现阶段的加息过程。当前 0.75% - 1.00% 依旧属于宽松的货币利率，支持劳动力市场的进一步改善，以及通货膨胀率向 2% 的目标稳步收敛。支持年内加息三次的联储官员由 12 月会议的 6 人升至 9 人，联储预计年内将再加息 2 次。当前市场对 5 月联储会议的加息预期为 13%，6 月会议前再次加息的预期为 50%。大多数官员认为，直到 2019 年货币利率应维持在长期利率水平以下。

未来美联储加息政策仍然有三方面的不确定性仍值得关注。

第一，美联储联邦基金利率如何向中性利率收敛。中性利率是指通胀保持稳定时与潜在经济增长率保持一致的利率。传统的货币政策计量工具，泰勒法则，根据金融危机前真实利率的历史平均值，假定长期中性利率为 2%。然而最近的研究表明，由于劳动生产率放缓、人口结构老龄化、全球经济增长放缓等原因，美国的中性利率在过去 25 年呈下降趋势，在金融危机发生后位于历史低位。

美联储货币政策委员会大多数成员认为，目前的长期真实中性利率为 1%，且暂时呈现下降趋势。由于金融危机后全球经济复苏缓慢、企业和家庭恐慌情绪未完全消除，美联储货币政策委员会成员预测短期真实中性利率在 0% 附近。假设短期真实中性利率为 0%，当前剔除通货膨胀的真实利率大约为 -1%，那么在 3 月中旬的加息决议后货币政策依旧宽松。真实利率持续低于中性利率，印证了当前新增就业人口（平均每月 18 万）显著高于长期潜在就业增长（每月 7.5 万到 12.5 万）。美联储判断短期中性利率会随时间收敛于其长期趋势，部分是基于家庭、企业缩减开支的谨慎和避险立场会逐渐消散。美联储加息的过程，是推升目标利率逐步向中性利率收敛

的过程。2018年、2019年短期中性利率的提升将产生更大的加息空间。

值得注意的是，中性利率的估算结果并不稳定。例如，FOMC对长期真实中性利率的预测，2014年7月为1.75%，2015年12月1.5%，2016年12月为1%。有两个原因解释中性利率预测的波动：其一，对中性利率的预测基于对劳动生产率和全球经济增长的预测，而这两个因素都存在很大程度的不确定性。其二，中性利率可能受到财政政策变化的影响，具体将取决于政策的具体内容、规模和政策对经济供需两端的影响。总体来看，美联储加息的理论基础并不成熟，随时会出现新的调整。

第二，能源价格和全球经济景气的不确定性带来的通胀预期的变化，可能会改变加息频率。美元指数快速上涨会抑制美国国内通胀。在美联储加息预期引导下，美元指数迅速上升，大宗商品价格随之下降，美国生产和消费的能源成本也相应降低，一定程度上抵消了经济增长对通胀的推动作用。美联储主席耶伦和副主席费希尔都曾公开表示美元走强对通胀的限制作用。在全球需求不振，大宗商品价格低迷的前提下，美联储加息进程会起伏不定。

第三，美联储“缩表”问题成为美国货币政策正常化新的焦点。美联储“先加息，再缩表”的货币政策正常化规划逐渐接近第二阶段，今年要开始关注联储“缩表”的可能性。利率政策调整和缩表独立实施还是组合实施取决于两种政策相互替代的程度，相对的精确度，以及其各自对经济活动产生的影响。

一种方法是让“缩表”和利率政策调整相互补充，共同实现美联储的政策目标。“缩表”与利率政策调整对经济和金融市场的影响不同，“缩表”更直接影响长期证券的期限利差，而利率政策调整对货币市场影响更大，利率调整是比“缩表”更精确的货币政策。然而，这种互补方法在利率低于中性利率时，尚无经验可循。另一种方法是先提高利率水平，当其足够高、空间足够大时，渐进地、以可预期的方式缩表；这种方法假设“缩表”和利率政策调整以同样的方式影响利率市场、资本市场、资产价格、美元

指数等，进而以同样的方式影响经济活动。

目前短期名义中性利率处于历史地位，即使其收敛至长期名义中性利率，仍然偏低。如果经济经遭遇与过去同等程度的负面冲击，受到有效下限的约束，名义利率没有足够的空间做出调整应对危机。相对于同时采取利率政策调整和缩表，维持资产负债表规模将有助于名义利率以更快的速度提升，以应对经济在低利率边界的不对称风险。

面对美联储起伏不定的加息节奏，中国政府应稳步推进国内经济金融结构性改革。做好各类预案措施，针对不同情景，加强政策储备。建立快速反应机制，控制风险蔓延范围和程度，降低应对外部风险的成本和风险造成的损失。

（作者单位为中国社会科学院世界经济与政治研究所）

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。