

美联储加息： 会改变美国通胀和经济增长势头？

张际

由于经济活动数据和就业数据的持续向好和通货膨胀持续升温，美联储如外界预期一样，在3月16日宣布加息25个基点，并预计在不远的将来开启缩表的进程。

基于对美联储加息的充分预期，市场已经提前消化了加息可能带来的不确定性和负面影响，因此此次宣布加息并未对市场造成强烈冲击。

虽然各国面临的国内经济形势各有不同，而此前多个国家和地区为了应对通货膨胀和可能即将到来的美联储加息对汇率和国际资本流动的压力，已经上调政策利率，但此次仍有经济体随着美联储的加息采取行动，例如，新兴市场经济体中，巴西央行将基准利率上调1个百分点，这也是自新冠疫情以来巴西央行第九次上调利率，并有可能再次上调，发达国家央行（如英国央行）也紧跟美联储加息的步伐。

基于目前美国的经济状况，尤其是通货膨胀水平（如图1），此次以及接下来的加息和缩表是势在必行的。

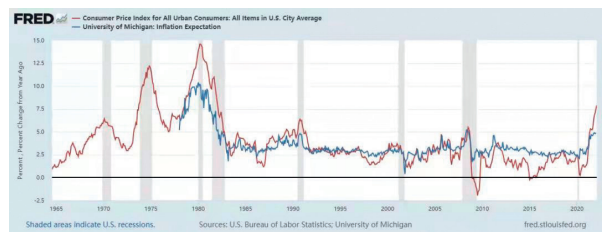


图1：CPI（消费者物价指数）

有很多经济学家以及多国央行认为，美国的通货膨胀已经稳定了超过20年，近20多年来，全球货币当局面临更多的是通货紧缩而非通货膨胀的压



张际，清华大学五道口金融学院副教授，于2013年获得美国加利福尼亚大学圣地亚哥分校经济学博士学位，主要的研究领域包括宏观经济学、货币政策、财政政策和失业理论。

力，现在短短的一次通胀，失控的可能性微乎其微。而且，此轮通胀被主要归咎于石油供给不足引起石油价格暴涨，只要石油供给如大家预期逐步恢复，并不会出现商品价格的普遍上涨，更不会引起通货膨胀率长期持续高涨。但是事实是否如大家期待的那样呢？

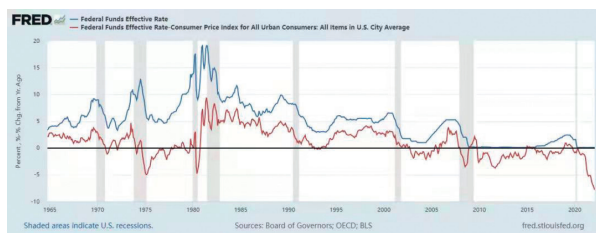


图2：FFR and real interest rate
(美国联邦基金利率和实际利率)

首先，石油的供给是否能够稳步回升存在着不确定性。而马上到来的春夏季节是石油消费的高峰时期，石油需求的季节性激增比石油供给的恢复和稳定更加确定。

其次，石油价格的上涨是否会推动物价的普遍

上涨？美联储主席鲍威尔根据经验法则，推断石油价格每上涨10美元，会导致通货膨胀上涨0.2%。那么，根据此法则，简单计算一下，原油期货价格2020年4月的-37.63美元每桶，到现在的100美元左右一桶，两年以来，石油价格上涨幅度大概在130美元。据此推断，目前的通货膨胀中有不到3个百分点来自石油价格的上涨，因此其他商品的价格上涨也不容忽视。与此同时，平均小时工资的上涨带动需求，也进一步推高了市场的通胀预期。**比起通货膨胀本身，通胀预期是更加令货币当局头疼却又不得不面对的问题。**

以上世纪七十年代为例，同样是由于石油供给不足导致的石油价格上升，进而推动整体价格上扬，而通胀预期和鸽派的货币政策立场将原本只是暂时性的高通货膨胀变成了一个长期的趋势。而为了稳定高涨而急剧波动的通胀预期，八十年代的美联储不得不采取更加激进的态度应对通胀。对比上世纪七十年代，美联储近年的政策似乎有过之而无不及。

简单地以实际利率（名义联邦基金利率减去CPI）为例，从图2可以观察到上世纪七十年代的实际利率长时间大幅度低于0，而根据大家通常理解的货币政策规则，实际利率在通货膨胀上升的时候应该上升，这样才能有效地将通货膨胀拉回到较低的目标水平。据此，七十年代大幅低于0的实际利率显示，美联储的货币政策过于宽松，对通货膨胀的敏感度不足，而这也是导致美国在七八十年代通货膨胀率一度超过10%的重要原因。但是对比七十年代和2020年以来的实际利率，我们发现，**近年来的实际利率低于0的幅度更大更加持久，这可能意味着过去一段时间美联储的政策刺激过度了。**

这还只是考虑了以单一的联邦基金利率作为货币政策工具，而事实上，虽然联邦基金利率受到零利率下限的约束维持在0附近，但是美联储仍然采取了其他的货币政策工具继续刺激经济，比如资产

购买和前瞻性指引，这些政策刺激都没有反应在联邦基金利率中。如果将这些非常规的货币政策转换成利率的变化，那么美联储总体的货币政策力度可以用影子利率来衡量，而这时的实际利率就是影子利率减去CPI，如图3所示，由于影子利率在非常规货币政策的作用下为负，低于联邦基金利率，那么实际利率下降的幅度则更大。



图3：shadow rate and real interest rate
(影子利率和实际利率)

虽然美国的通货膨胀率已经稳定了20年，美联储也认为自去年以来的价格上涨是由暂时性的供给短缺造成的，但是稳定市场预期、防止通货膨胀像七十年代一样由暂时上涨变为持久上涨至关重要，不可掉以轻心。

另外，回顾历史不难发现，历次石油市场的混乱之后都会出现经济衰退。值得庆幸的是，美国经济活动的其他指标目前表现仍然十分乐观，因此美联储暂时不必面对七十年代抑制通货膨胀和提振实体经济的两难局面。但石油价格的大幅上涨通过影响相关行业生产、挤出消费者汽油之外的其他支出以及打击消费者信心等渠道对经济产生的后续影响也需要引起足够的重视。

所以，虽然此番美联储终于下定决心，进行三年以来的首次加息，意义重大，但接下来通货膨胀和经济形势会如何发展，以及美联储持续加息和缩表的进程如何推进更为关键，需要持续关注。