

杨子荣

yangzr@cass.org.cn

徐奇渊

xuqiy@163.com

美联储枕“鸽”待旦：加息进程可能先慢后快¹

6月16日美联储公开市场委员会（FOMC）召开了议息会，会后发布的货币政策声明及其点阵图显示，18位官员中有13人支持在2023年底前至少加息一次，其中11位官员预计到2023年底至少加息两次，另外还有7位官员预计在2022年开始加息。议息会议的结果表明美联储官员对加息的支持增加，但联储主席鲍威尔的表态则仍然偏鸽，联储处于十分纠结的处境。

从就业与通胀指标来看，实际上美联储缩减QE窗口期已经临近，但美联储仍然枕“鸽”而按兵不动。疫情和经济复苏存在不确定性是美联储保持谨慎的主要原因。可以预见，一旦疫情得到有效控制，经济复苏前景更加确定，美联储枕“鸽”待旦之势将为提前加息作好准备。

¹ 文章作者杨子荣，中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员；徐奇渊，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。本文于6月17日发表在《财经》杂志，标题为《美联储加息进程可能先慢后快》。

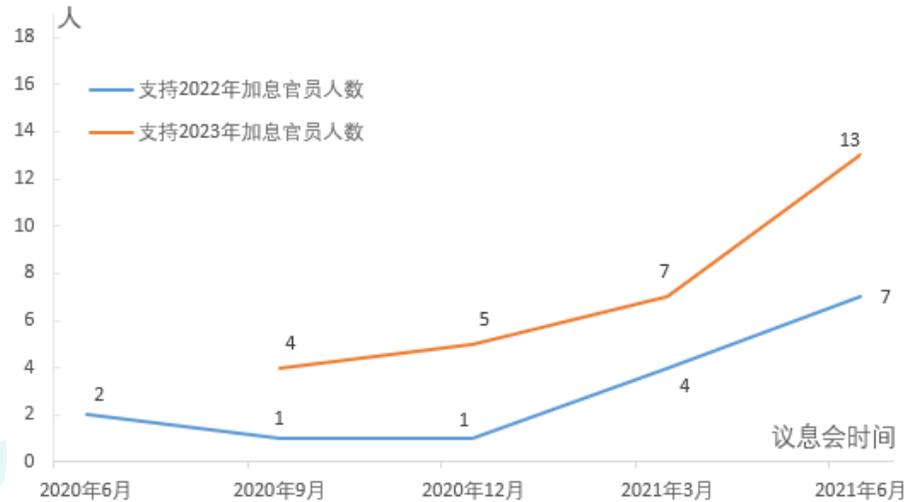


图1 美联储议息会上官员的态度变化

说明：美联储议息会议成员包括 19 人（如果全部出席），包括 7 位美联储理事会理事和 12 位地方联储主席。其中在议息会议有投票权的人包括：纽约联储和另外 11 家地方联储主席中的 4 位，以及 7 位美联储理事会理事。上图反映的是全部议息会议官员的态度变化。

美国经济已经满足缩减 QE 的触发条件

实际上，当前美国经济复苏水平已经满足缩减 QE 的触发条件，但是美联储选择继续维持宽松的货币政策。美国缩减 QE 的触发条件是什么样的呢？回顾历史，在 2008 年金融危机的多轮 QE 之后，美国经济开始恢复，美联储为了给货币政策正常化道路提供操作指引，在 2012 年对传统的泰勒规则进行了修正，并得到了伊文思规则。伊文思规则采用失业率和通货膨胀率作为触发货币政策转向的临界值，其中失业率大于 6.5%；未来 1-2 年内通货膨胀率预期大于 2.5%，并且稳定。但两个临界值均为必要条件，而不是充分条件（陆晓明，从泰勒规则到伊文思规则，《国际金融研究》，2013 年第 4 期）。

从实践结果来看，美联储基本遵循了“伊文思规则”，且更加重视就业。2014 年 1 月美联储开始缩减 QE 时，美国失业率为 6.6%，核心 PCE 为 1.52%。但是在 2021 年 4 月，美国核心 PCE 已经达到 3.06%，显著高于 2014 年 1 月

美联储开始缩减 QE 时的核心 PCE (1.52%)，而且也高于伊文思规则的临界值 (2.5%)，并且美国通胀率在 5 月进一步上升，5 月 CPI 通胀率达到了 5%，比 4 月高出了 0.8 个百分点。另一方面，5 月美国失业率为 5.8%，这也显著强于 2014 年 1 月的 6.6%，同时也显著强于伊文思规则的失业率临界值 6.5%。可见，无论是通胀水平还是失业率水平，当前美国经济都明显强于 2014 年 1 月美联储开始缩减 QE 时的状况。

当然，疫情也可能影响到部分人群找工作的意愿、以及找全职工作的难度。因此我们可以使用最完整的失业率统计口径 (U6) 来全面评估。该口径在官方公布的基准失业率的基础上，还覆盖了失业求职者、准待业人口、以及兼职劳工。结果可以发现，U6 口径的就业情况也已经满足美联储缩减 QE 的条件。该口径的失业率显示，2021 年 5 月美国的失业率为 10.2%，也明显低于 2014 年 1 月 12.6% 的失业率水平。

不过，美联储认为当前的通胀只是暂时的，且美国就业市场远未恢复至正常水平，距离美联储的目标还有一段距离，因此仍然选择继续观望。

枕鸽：疫情和经济复苏不确定性使得美联储继续偏鸽

既然通胀率、就业指标均已显著强于 2014 年 1 月上次缩减 QE 的水平，同时也达到了触发缩减 QE 的伊文思条件，美联储为什么仍然在行动上继续偏鸽？

在新货币政策框架下，美联储对于短期通胀容忍度提升，更加重视就业。2020 年 8 月美联储修改了货币政策框架文件《长期目标和货币政策战略声明》，决定采用平均通胀目标制，美联储将追求在长期内实现 2% 的平均通胀目标，如果前期的通胀率持续低于 2%，货币政策将在此后的一段时间内实现略高于 2% 的通货膨胀率。而且美联储确实认为当前的通胀具有暂时性。

但是，这还不是美联储对于货币政策转向保持谨慎的主要原因。即便不考虑短期通胀走高，当前的失业率和产出缺口已远低于 2014 年 1 月美联

储开始缩减 QE 时的水平，但美联储依然选择继续维持购债速度不变。

我们认为，疫情和经济复苏存在不确定性，这才是美联储继续偏鸽的核心原因。2008 年次贷危机引发了金融危机和传统的经济衰退，2020 年新冠疫情则是一场公共卫生危机，更类似一场“暴风雪”这样的灾害。传统经济衰退的特征是复苏的耗时较长、斜率较缓，而公共卫生危机之后的复苏的斜率则非常陡峭。



图 2 两次经济衰退比较（周频经济指数，WEI）

资料来源：纽约联储。注：根据美国国家经济研究局的数据，美国经济分别在 2007 年 12 月和 2020 年 2 月两次陷入衰退。限于数据的可得性，T=0 分别表示 2008 年 1 月（蓝色线）和 2020 年 2 月（红色线）。

周频经济指数（WEI, Weekly Economic Index）是反映美国经济运行状况的周频数据。该数据显示 2008 年美国的经济衰退历时 18 个月，而 2020 年美国的经济在 2 月开始衰退，4 月下旬即触底反弹（图 1），衰退历时仅不到 3 个月。在疫情期间，美国先后出台了六轮财政纾困政策，规模史无前例，并配合无限量宽松货币政策，最大程度地保障了居民和企业部门资产负债表的完整性，消费和私人投资恢复能力较强，并推动经济快速复苏。

然而，对于疫情和经济复苏不确定性的担忧，使得美联储对于采取行

动更为谨慎。美联储不再以经济预测值作为货币政策转向的条件，而是倾向于在确认疫情得到有效控制、而且充分就业和物价稳定两大目标取得实质性进展后，才开始讨论货币政策转向。目前，这个状态仍然需要一段时间才能得以确认。尽管美联储在 6 月的议息会议声明中，认为疫苗接种的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景面临的风险依然存在。

待旦：后疫情时代美联储加息时点可能提前

不过，只要疫情的不确定性消除，就业和通胀形势稳定，美联储加息的步伐可能大大加快。前文我们介绍了缩减 QE 的触发条件是伊文斯规则，而修改版的泰勒规则是加息路径的决定因素。2008 年以后，美联储实际上遵循的是修改版的泰勒规则，又被称为伯南克规则。伯南克基于传统的泰勒规则，赋予了产出缺口更高的权重，并用核心 PCE 替代 GDP 平减指数来衡量通货膨胀。基于伯南克规则的核心思想，我们使用模型对美联储的利率决策进行了拟合。

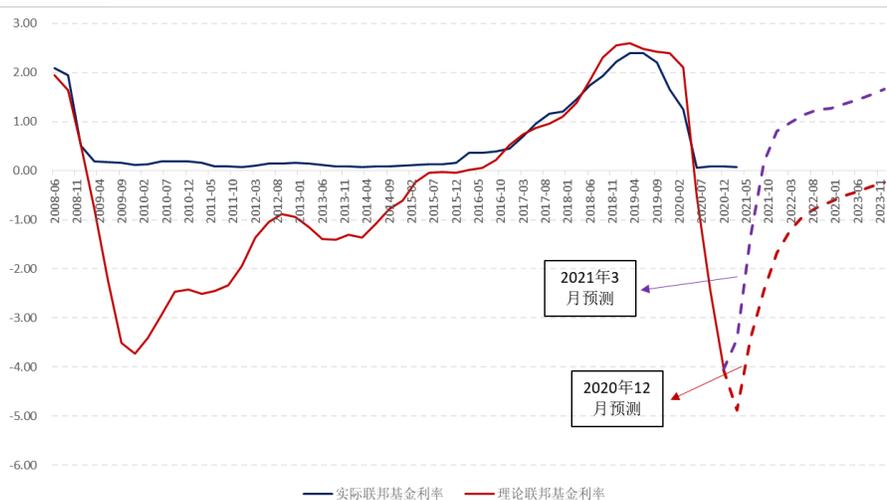


图 3 美联储加息时点预测

资料来源：美联储。注：虚线是笔者的模型对于联邦基金利率理论值的预测。红色的虚线是模型基于 2020 年 12 月美联储的经济预测值做出的模拟结果；紫色的虚线是模型基

于 2021 年 3 月美联储的经济预测值做出的模拟结果。其中,考虑到零利率下限约束的存在,模型中联邦基金利率理论上的负值将等于联邦基金利率实际上的零值。

在图 3 中,我们使用模型计算出了联邦基金利率的理论水平。该结果可以准确给出上一轮货币政策周期中美联储降息与加息的时间节点,而且与 2016 年至 2020 年期间实际的联邦基金利率走势拟合度很高。

然后我们根据 2020 年 12 月美联储关于未来产出缺口和核心 PCE 的预测值,该模型显示:美联储将会维持零利率至 2023 年底,这与当时的美联储议息会上的点阵图结果一致。

到了 2021 年 3 月,美联储对于经济前景更为乐观,根据更新后的经济预测值,该模型显示理论上的联邦基金利率将在 2021 年 3 季度由负值转为正值,而当 3 月份美联储议息会议的点阵图预示美联储仍将维持零利率至 2023 年底,模型结果与美联储议息会议的点阵图结论出现背离。考虑到美联储对于短期通胀的容忍度提升,笔者对模型中的通胀目标进行了调整,将危机期间的通胀目标提升至 5%,结果发现理论上的联邦基金利率将在 2022 年 3 季度转为正值,仍然早于美联储点阵图预示的加息时点。

值得注意的是,与 2021 年 3 月议息会相比,2021 年 6 月份议息会议的点阵图显示,美联储官员中支持 2022 年加息的人数由 4 人增加至 7 人,支持 2023 年加息的人数由 7 人增加至 13 人,这表明随着经济超预期复苏,支持提前加息的官员数显著增加。

在此基础上,美联储存在提前加息的可能。在下列情况下,美联储可能会提前加息。第一,如果美国疫苗普及进展顺利,将在近几个月实现群体免疫。同时,中国、欧洲等主要经贸伙伴的疫苗也正在实现大范围普及。届时,美国经济面临的疫情不确定性将有显著改善。第二,美国劳动力市场超预期走强。当前美国劳动力需求旺盛,而新增就业不及预期,主要源于疫情不确定性和纾困政策对于失业人群的高标准救济。2021 年 9 月美国大概率将完成疫苗的广泛接种,叠加纾困政策到期,美国劳动力供给将大

幅增加，劳动参与率将有显著改善，劳动力市场可能超预期复苏，这为美联储提前加息提供了条件。第三，美国通胀意外持续走高。疫情期间，美国居民和企业资产负债表受损较轻，经济的内在动能仍相对健康。后疫情时期，美国消费和私人投资恢复能力较强且具备可持续性，拜登政府的“大基建计划”将进一步撬动社会投资，叠加疫情后全球需求向上，美国的通胀压力可能较预期更为持久和强劲，这为美联储提前加息提供了压力。

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。