

厦会财经研报

2022年
第13期
(总第21期)



厦门国家会计学院
XIAMEN NATIONAL ACCOUNTING INSTITUTE



“一带一路”财经发展研究中心
RESEARCH CENTER FOR THE BELT & ROAD FINANCIAL AND ECONOMIC DEVELOPMENT

2022年11月12日

当前美联储激进加息的逻辑、展望及其对策

摘要：2022年5月份以来，美联储超预期激进加息，给全球外汇市场、资本市场带来巨大压力。由于美国通胀居高难下，国内理论界与实务界普遍认为美联储激进加息是表明其对抗通胀的强烈决心，同时也会带来美国经济的新一轮衰退。然而，本文研究发现，美联储本轮激进加息是经过充分理论准备与耐心把握时机的结果。初步判断，本轮美联储加息可能高达6.0-6.5%的水平，在时点上，可能至2023年年中结束。为此，提出如下政策建议：一是加强亚欧大陆政策沟通，通过与欧洲主要领导国家，如德国、法国等加强政策沟通，共同抗击美国激进加息；二是警惕亚洲经济体再次重现货币危机，中日韩（印）可尝试合力促进东盟10+3（或10+6）成员国形成紧急磋商机制，商讨联合干预方案；三是加强外汇市场、证券市场、房地产市场等关联性市场监测，进行压力测试，以应对美元可能的进一步激进加息。

当前美联储激进加息的逻辑、展望及其对策

江日初¹

一、本轮美联储加息过程的简要回顾及其理论准备与 时机把握

(一) 本轮美联储加息过程的简要回顾

本轮美国通货膨胀是自 2021 年 4 月开始的,至 2021 年 6 月份,其核心 CPI 已经升至 1992 年以来最高点,为 4.5%,同期美国 GDP 增速为 12.46%, GDP 不变价水平(195,442 亿美元)也已超过美国 2019 年四季度(192,157 亿美元)的水平,已经具备加息抗通胀的经济基础。至 2022 年 1 月,美国 CPI 与核心 CPI 分别为 7.5%和 6%,如图 1 所示。然而,1 月 27 日,美联储利率决议宣布维持基准利率在 0%至 0.25% 区间不变。美联储主席鲍威尔依然表示:继续保持高度宽松政策,缩减购债还为时过早。3 月份,美联储作出加息 25 个基点的决议。5 月份,美联储加息 50 个基点,开始了加息提速。6 月、7 月、9 月、11 月,更是连续各上调基准利率 75 个基点。到目前为止,美联储已累计加息 375 个基点,相当于加息 15 次。

¹ 江日初: 厦门国家会计学院“一带一路”财经发展研究中心副教授

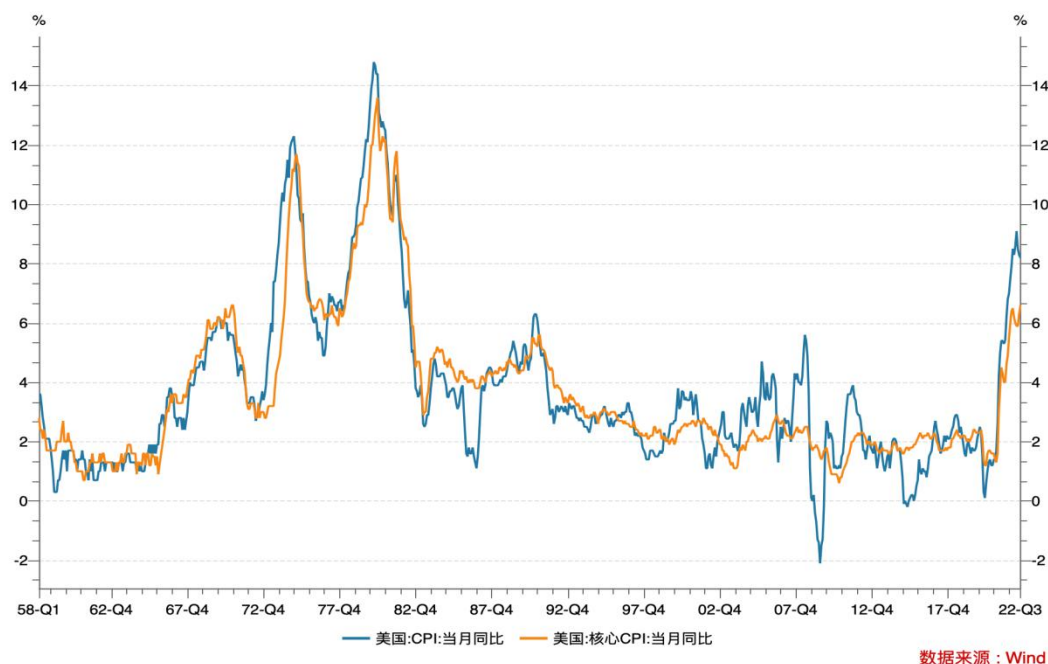


图 1 美国 CPI 与核心 CPI

本轮美联储加息过程是历史上最激进的，国内无论是理论界还是实务界普遍认为美联储激进加息仅为抑制其过高的通货膨胀，缺乏经济基础，不可持续，很容易让美国经济再次快速陷入衰退。但如果仔细分析，美联储本轮激进加息绝非是抗通胀那么简单，而是要恢复强势美元与美联储利率政策的全球主导性地位，是拜登政府“美国回来了”的口号在金融领域的强力再现。

（二）本轮美联储激进加息已经过充分的理论准备与时机把握

2008 年全球金融危机以来，由于天量的货币宽松政策，美联储联邦基金利率长期处于接近于零的利率水平。扣除核心通货膨胀率后，美元实际利率近 14 年来绝大多数时间为

负利率，为 1958 年以来美国处于负利率区间最长时间，如图 2 所示。对于美元是否陷入以及如何走出低利率困境，2014 和 2015 年纽约货币政策论坛进行了充分讨论，其中包括两种争议的观点：一种是“新中性”的低利率观点。2014 年，由哈佛大学名誉校长、克林顿总统的第 71 任财政部长、奥巴马总统的国家经济委员会主任、发展经济学副总裁和世界银行首席经济学家劳伦斯·H·萨默斯（Lawrence H. Summers）在论坛中提出，即美国经济可能陷于长期停滞，进而导致均衡利率长期处于低位，实际利率难以超过 2%。另一种是 2015 年由汉密尔顿（James D. Hamilton）提出，明确认识到战后通胀的不确定性，美联储基金利率的正常化可能更晚，但更陡峭。值得注意的是，汉密尔顿该观点是在美国经济研究局与美国国家科学基金会资助的研究项目基础上形成的，其本人是计量经济学、货币政策与二战历史的研究专家。

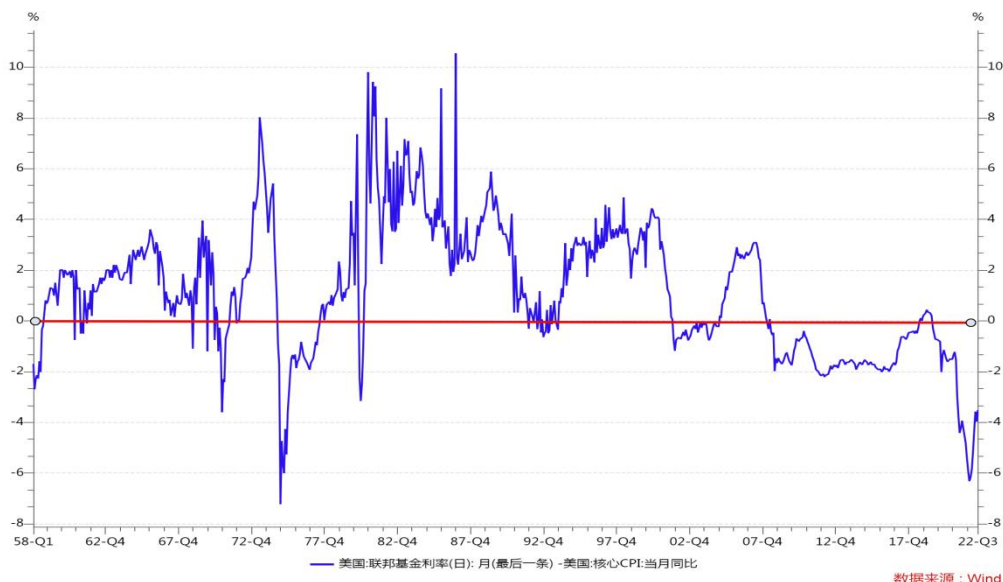


图 2 1958 年以来美国实际利率走势

汉密尔顿在 2015 年纽约货币政策论坛上的演讲内容中，有几个特别值得注意的措辞：“官方圈子之外的共识指向一个更低的均衡利率。”“德国和芬兰在一战后出现恶性通货膨胀，日本和意大利在二战后出现恶性通货膨胀。在任何情况下，战后通胀的飙升都远远大于名义利率的上升。”“明确认识到这种不确定性会导致基金利率的正常化路径更晚，但更陡峭。”“这与有关逃往安全地带的故事是一致的。”

回顾 2022 年以来的国际政治与经济形势，美联储加息时点的把握与俄乌冲突、欧洲通胀的走高、台海联合军演等在时间节拍上高度符合汉密尔顿所描述的不确定性特征。

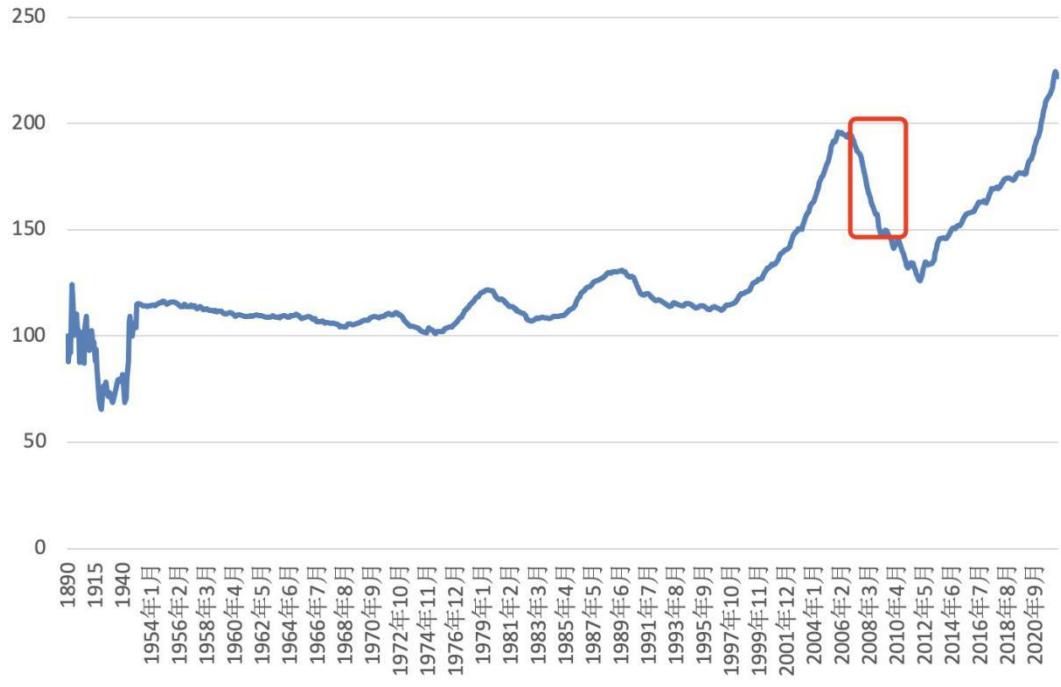
二、本轮美联储加息的美国经济背景、国内承受能力及其展望

（一）本轮美联储加息的经济背景及其国内承受能力分析

当前，市场普遍预期美联储激进加息不可持续且极易导致美国经济重陷衰退，但本研究认为，本轮美联储加息极有可能像 1994-1997 年加息周期一样，为亚洲乃至欧洲带来极大的经济压力，而美国经济的承压能力却远高于 2004-2006 年加息周期。因此，需要客观多角度地观察美联储加息效果及其可能的高度，以及时做好国内应对措施。

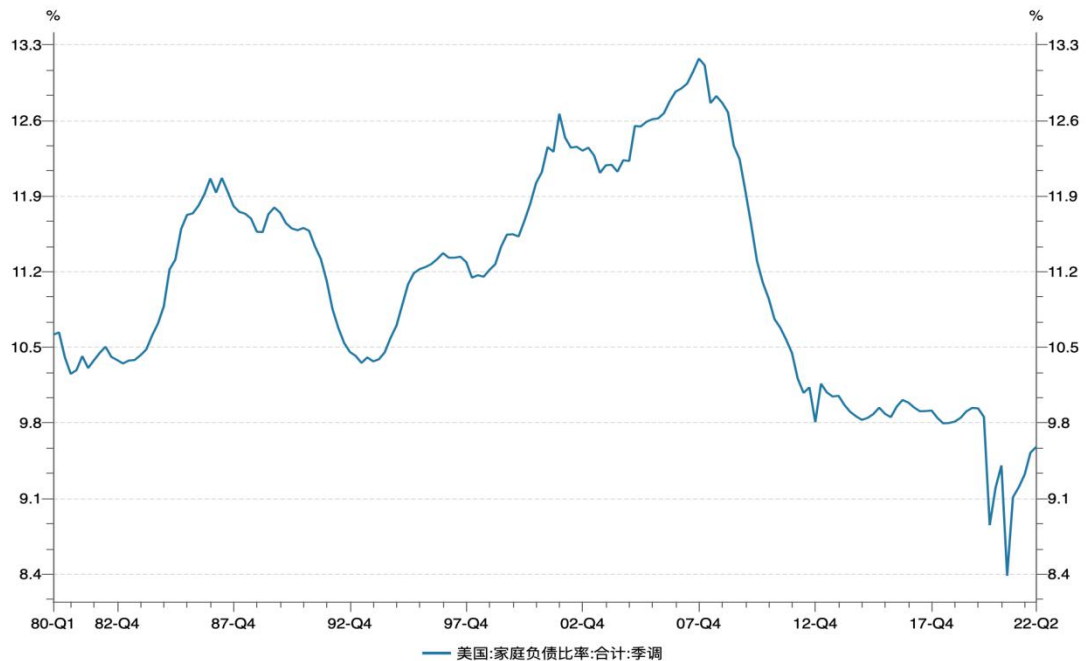
首先，尽管本轮美国房价创下历史新高，但由于多轮量化宽松，当前美国家庭负债比率处于历史低位，参见图 3 与

图 4，大幅增加了美国内加息的抗压能力。



数据来源：席勒美国房价指数

图 3 美国实际房价指数



数据来源：Wind

图 4 美国家庭负债比率

其次，强势美元为美国带入大量的国际资本流入。2022年，在美联储激进加息背景下，国际资本加速流入美国。2022年上半年，美国国际资本净流入高达11,500.80亿美元，超过2021年11,113.67亿美元的全年流入量。2022年3月以来，俄乌冲突、美国联合盟友举行亚太海上军演，更是进一步促进了欧亚紧张局势，加剧了私人资本流向美国。

再次，移民人数的大量增长，为美国房地产价格的增长与稳定注入了动力。根据美国国土安全局统计数据显示，2022年第一季度总共有将近122.8万人成为了美国的永久合法居民，同比增长379%。从近年美国移民政策来看，相比特朗普时代，拜登政府极大地放宽了移民政策。

最后，美国就业形势与前景短期内仍难以阻止美联储进一步激进加息。9月份美国失业率仍处于低位，为3.5%，战后历史平均失业率均为5.8%。此外，美国当前非农职位空缺数为登记失业人数的1.67倍，根据美联储官员Barnichon等人2021年的研究，自1960年以来该数据平均为0.6倍，只有当该指标降至0.6倍以内，核心通胀率才会低于2%的目标水平。

此外，一方面，受强势美元影响，美国出口货物价值上升，受高科技产品需求弹性小的因素影响，对美国产品出口量影响较小。另一方面，亚洲主要生产国货币贬值，作为主要货物进口国的美国居民生活成本也大幅下降。

综合美国失业率、居民杠杆率变动周期、资本流入及相

关因素，本文认为，此次美联储激进加息可能仍只进行到60%左右，至加息末端，美联储政策利率可能达到6.0-6.5%的水平，具体加息时点可能将至2023年二季度暂停。短期内受俄乌局势、欧洲通胀持续走高等影响，美联储可能依旧采取激进加息的手段。

当前，国内对美联储继续加息的一个普遍怀疑是由于国债利率走高，美国联邦财政的可持续性，如图5所示，美国财政收入持续创下历史新高，2022年9月份，在激进加息背景下，美国联邦赤字率依然保持在2021年底的水平。

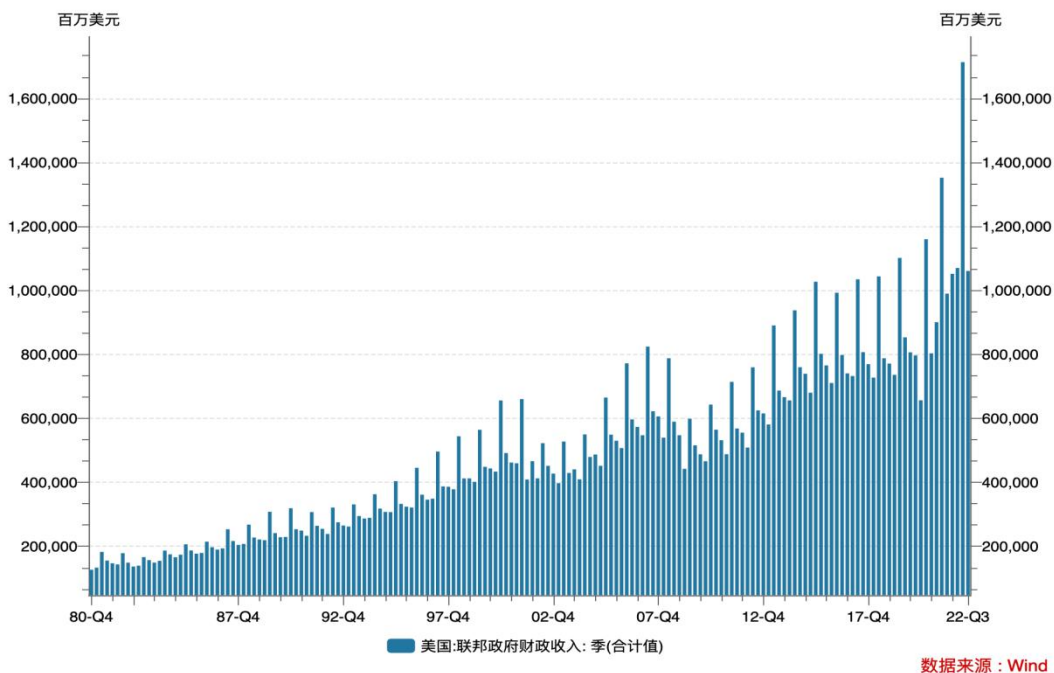


图5 美国联邦政府财政收入

（二）美联储本轮加息与2004-2006年以及1994-1997年加息周期比较

1. 与2004-2006年加息周期比较

目前，国内主流观点普遍认为，美联储激进加息难以持续，极可能伤害美国经济导致重新快速陷入衰退，这主要是受 2004-2006 年加息周期及其结果导致的印象。

本轮加息与 2004-2006 年加息周期的背景相同点均为房地产价格创下历史新高且快速上涨；不同点是 2004 年美国通胀只是温和上升。

学术界普遍认为，美联储 2004-2006 年加息是主动刺破其房地产泡沫，从而带来了经济坍塌并引发全球金融危机。然而，本研究认为，上一轮加息时美元处于弱勢趋势中，欧元自 1999 年成立后，正处于强劲上升趋势中，而人民币 2005 年汇改后强势升值，两大强势货币制约了美元随着加息而走强，也阻止了美元随着加息而回流美国，相反，由于次贷危机潜在风险，最终导致了美元流入大幅减少，2007 年三季度更是净流出 3000 多亿美元。

2. 与 1994-1997 年加息周期比较

1994-1997 年美联储加息周期有以下几个特点：（1）美国房地产价格处于阶段性低位水平，产出缺口依然为负，核心通胀率并不高，且处于缓慢回落阶段，从 1997 年的 3.7% 逐步回落至 2.8%。（2）利率维持较高水平时间较长，1999 年还启动了二次加息。（3）美元指数出现了大幅上升，最高升至 120，资金回流美国持续创下历史新高。

（三）警惕亚洲区域经济体重现货币危机

值得警惕的是，本轮亚洲生产国货币贬值很像 1997 年

亚洲货币危机前夕的情形。1990年代，日本是亚洲区域的经济龙头，泰国、韩国对日本均为持续性贸易逆差。美联储加息之前，日元率先贬值，而泰铢、韩元等明显滞后贬值，导致其对日本贸易逆差持续扩大，在索罗斯投机攻击下，被迫加入贬值行列。1997年7月，泰铢单月巨幅贬值16.46%，导致430亿美元外汇储备快速耗尽，并产生连锁效应，韩国、印尼等数百亿美元外汇储备均先后快速归零。亚洲货币危机导致亚洲各经济体陷入长达4、5年的衰退。

三、相关政策建议

1. 加强亚欧大陆的政策沟通

2022年9月16日，国家主席习近平在出席上海合作组织成员国元首理事会第二十二次会议时提出“共建亚欧大陆美好家园”。值此欧洲各国对美国货币产生高度怀疑之际，可通过与欧洲主要领导国家，如德国、法国等加强政策沟通，共同抗击美国激进加息。

2. 警惕亚洲经济体再次重现货币危机

2022年10月20日，刘昆部长视频出席第二十九届亚太经合组织财长会议时指出，当前亚太经济金融形势更加严峻，经济增长面临较大下行压力和风险挑战，APEC成员国应加强宏观政策协调，防止一些经济体政策产生严重负面外溢效应。当前，日韩印等央行已经高度重视本国货币贬值问题，联手行动适逢其时，中日韩（印）可尝试合力促进东盟10+3

(或 10+6) 成员国形成紧急磋商机制，商讨联合干预方案。

3. 加强国内金融监测、预警与管理机制

对于潜在货币危机，持续的贸易逆差（出口持续下降）、一次性汇率贬值过大以及持续单向汇率贬值、货币市场利率大幅升高是非常危险的信号，应予重点监测与管理；证券市场、房地产市场等关联性市场须同步重视，避免形成一致性悲观预期。相关金融部门做好压力测试，以应对美元可能的进一步激进加息。