

美联储走向“鸽派加息”几无悬念

中国社会科学院亚太与全球战略研究院助理研究员 清华大学全球私募股权研究院
兼职研究员 肖宇

靴子终于落地。北京时间 11 月 4 日凌晨，备受全球市场瞩目的美联储货币政策委员会正式公布了 11 月决议。和市场预期一致的是，会议决议将正式启动 Taper（缩减购债规模），每月递减 150 亿美元。虽然在会后，美联储主席鲍威尔专门强调，在加息时间上美联储还有足够的耐心。但从一系列政策组合拳背后蕴含的深意来看，曾经在全球大放水中鸽声嘹亮的美联储，恐怕已走到不得不转向的十字路口，全球流动性泛滥或将渐行渐远。

通胀预期升温是转向启动关键。虽然美联储在多个场合坚持此轮通胀可能是暂时的。但在全球大宗商品价格普涨之际，沿着货币主义学派代表人物弗里德曼的观点向上追溯，很容易找到这一现象背后的源头货币超发。为了应对突如其来的新冠疫情对经济社会的冲击，西方许多国家都推出了规模庞大的经济刺激计划。疫情发生之后，德国迅速实施了一项总规模高达 1300 亿欧元的经济刺激方案，日本政府刺激计划总投资高达 73.6 万亿日元，而美国政府包括《美国家庭计划》在内的最终经济刺激计划总金额达到了史无前例的 5 万亿美元。

毋庸置疑，这些政策在刺激迅速下降的总供给和总需求，并继而形成新平衡上的作用功不可没。用支出法衡量的国民收入核算公式： $Y=C+I+G+(X-M)$ ，可以很容易地解释这一经济现象。其中，Y 代表 GDP（国内生产总值），C 代表消费，I 代表投资，G 为政府购买，(X-M) 为净出口。就美国而言，常年的贸易逆差，高企的政府债务（IMF 预测，2021 年美国全年赤字可能高达 GDP 的 15%，占全球总赤字 40%，为全球赤字最严重的国家）和高消费、低储蓄的生活方式，使得其只能借助于投资来拉动经济增长。

如此一来，通过量化宽松营造出较低的市场利率空间，看起来似乎毫无疑问是明智之举。虽然供应链受阻、劳动力短缺导致的供需失衡是观察这波通胀的重要窗口，但毕竟，“通货膨胀在何时何地都是一种货币现象”。大放水导致的最直接后果就是价格的重新锚定（菜单成本）。最新公布的 9 月份美国 PCE（个人消费支出物价指数）数据显示，在剔除了能源和食品类成本后，美国核心 PCE 同比增幅高达 3.6%，为近 30 年以来的最高值。这使得一向以独立著称的美联储面临着越来越多来自各界的指责。

美联储整体走向鹰派也并不现实。在现代中央银行学中，根据对通胀的态度可以将政策制定者划分为“鹰派”和“鸽派”，一般来说，后者对通胀的态度更为温和，前者则认为应该通过加息的方式来应对通胀，并将控制通胀视为货币政策的主要目标。

就公开观点而言，从伯南克到格林斯潘，美联储多位主席都是“杰克逊·霍尔共识”（Jackson Hole consensus）的忠实拥戴者，即在一个完全竞争和有效监管的市场环境中，资产价格只是经济基本面变化的正常反应，除非发生大的金融危机，否则独立的中央银行不需要考虑这些价格的波动。

这就是为什么现任美联储主席鲍威尔，在会后专门强调此次会议的重点是 Taper 而非加息。考虑到之前日益升温的加息预期，该言论虽然有一定的“逆周期”作用，但美联储货币政策的整体转向，恐怕已是板上钉钉了。

值得一提的是，纵然有千万个理由支持“经济学家并不害怕通胀”，但一个稳定的物价水平对社会资源配置和经济发展的作用却是显而易见的。首先，如果未来的价格水平难以估计，则企业和居民将会把手中的金融资产进行规避，以降低通胀或通缩的风险，这势必降低生产要素投入

社会生产的规模，社会生产将逐渐陷入萎缩。其次，稳定的价格预期，有利于形成一个长期较低的均衡利率，从而刺激投资。最后，保持价格稳定也有利于避免通胀对居民财富和收入的影响，从而保持社会稳定。

正是基于这些考量，世界各国央行都把保持价格稳定，作为货币政策的基本目标。欧盟《马斯特里赫特条约》中第 105 条就明确指出，欧洲中央银行的首要政策目标是维持价格的稳定。虽然美联储货币政策强调多目标的协调，比如就业、经济增长和金融风险防范。但在创出历史新高的通胀率面前，或许所有教条主义都得为现实让路。

因此，未来美联储政策的走向主要将取决于通胀水平。按照规模计算，如果接下来保持缩减速度不变，那么此次 Taper 进程将在明年的 6 月份结束；若通胀持续走高，则加息势必箭在弦上。毕竟美联储的工具显而易见，而且新凯恩斯主义理论在西方拥有大量拥趸，在他们看来，要想实现控制通胀和稳定产出的目标，实施利率调控的货币政策不可或缺。

有意思的是，在美国国内，市场显然充分消化了此次会议预期。靴子落地后，美股三大股指齐创新高，美元、黄金等贵金属短线跳水，十年期国债收益率飙升，两年期国债收益率显著高于五年期。

但就全球市场而言，一旦美联储开始紧缩货币，势必会对大宗商品价格和资本市场带来深远影响。考虑到美元作为世界货币的特殊地位，全球资产价格可能会进入新一轮的调整周期。