



盛松成：美联储应加力缩表， 而非一味激进加息



意见领袖 | 盛松成

摘要：

美联储持续大幅度加息虽然对抑制通胀有效，但是效果不及预期。同时，通胀仍未成功逆转的同时，美联储激进加息的副作用已逐渐显现。一方面，美国本土经济滞胀与衰退风险加剧；另一方面，加息的溢出效应引发全球经济金融深层次问题，多国货币兑美元出现大幅贬值，发展中国家资本外流加剧。

美国在 20 世纪 70 年代经历了一段较长时期的通胀，美联储为控制通胀，紧缩货币、提高利率，取得了明显效果。但是当前的经济金融基础和环境与 20 世纪 70 年代已大不相同，完全沿用当时的解决方案带来的收效可能远不及预期。比如，当时的传统货币政策工具较目前具有更高的传导效率，联邦政府的债务率也较低，加息带来的副作用较小。

加息意味着提升美元的使用成本，而缩表意味着收紧美元的流动性，后者在一定条件下对于抑制通胀可能更为有效。美联储需要充分考虑加息与缩表的“组合拳”，才能减小迈入滞胀或衰退的风险。



从今年3月起，美联储开启加息周期应对高通胀，截至9月已连续加息5次，累计加息300个基点。自6月起，美联储启动量化紧缩（QT），维持每月475亿美元的缩表规模，9月后加码至950亿美元。尽管缩表进程按计划进行，但美联储持有的美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）的规模仅减少约1%，其资产负债表规模仍有8.87万亿美元，超过新冠肺炎疫情发生前的2倍。综合考虑通胀等重要因素，美联储本轮政策收紧进程不仅滞后，缩表速度可能也会“慢半拍”。

首先，美联储持续大幅度加息虽然对抑制通胀有效，但是效果不及预期。8月美国消费者物价指数（CPI）经季调后环比上涨0.1%，预期值为下降0.1%；同比上涨8.3%，高于预期值8.0%。核心CPI（剔除食品和能

源) 环比上涨 0.6%，高于预期值和前值 0.3%；同比上涨 6.3%，分别高于预期值 0.3 和 0.4 个百分点。其次，通胀仍未成功逆转的同时，美联储激进加息的副作用已逐渐显现。一方面，美国本土经济滞胀与衰退风险加剧，继第一季度经济增速下滑 1.6% 之后，美国国内生产总值第二季度按年率计算下滑 0.9%。另一方面，加息的溢出效应引发全球经济金融深层次问题，多国货币兑美元出现大幅贬值，发展中国家资本外流加剧。

相比 20 世纪 70 年代和 2008 年金融危机后时期，当前的经济环境和货币政策的影响已经发生了显著变化，单一加息的作用较为有限，同时加大缩表力度、收紧流动性或许是解决当下危机的有效手段。加速量化紧缩政策可有效抑制需求，减少政策时滞性。同时，收紧流动性对于各类投资和消费带来的紧缩效果一视同仁，可有效舒缓通胀并缓解美国国债收益率倒挂的问题，部分解决经济金融中的结构性问题。

一、加息抑制当前通胀的效果不及预期

(一) 仅靠加息难以解决当下供需失衡

首先，加息是通过抑制需求从而对抗通胀的惯用工具，对于治理供给推动的通胀效果并不显著，而且很可能对扩大投资和产出起到反向作用。疫情暴发后，全球供应链断裂问题凸显，供需错配成为商品价格不断上涨的重要原因。从美国 CPI 的细项指数中可以看出，能源、交通运输和耐用品的同比增速均迅速超过 20%，一定程度上反映了供给冲击是通胀的先行因素。加息将会通过信贷途径提升资金借贷成本，不仅会抑制企业投资，

还可能减缓企业产能扩张，进一步压制供给。

其次，理论上加息可以通过抑制消费需求带动通胀下行，但在前期极度宽松的货币和财政政策下，效果极为缓慢。根据牛津经济研究院的报告，今年4月，面对价格上涨的负担，美国家庭储蓄今年锐减6000亿美元，但仍坐拥1.8万亿美元。2022年6月末，美国净储蓄占GNI的比重达4.6%，为近20年的高点。这部分储蓄都将成为推高日后通胀的重要来源。当前，美国17个州的政府正在发放通货膨胀救济支票，以帮助其居民应对家庭开支的增多，这将进一步增加控制通胀的难度。

再次，加息本可通过降低资产价格进一步抑制消费需求，但是对利率敏感的房地产市场虽然已明显降温，但租金仍持续上升。随着美元指数上升，大宗商品价格有所回落，房租价格逐渐成为本轮美国核心CPI上涨的主要原因。今年6月，美国S&P/CS20座大城市房价指数同比上涨18.65%，虽然增幅有所下降，但仍处于有统计以来的最高水平区间。美国这一轮房价上涨幅度远远高于以往历次上涨周期中的涨幅，S&P/CS20座大城市房价指数是次贷危机前的1.5倍。从房价回落发展到房租回落的时间可能更长，自疫情暴发以来美国通胀细项指标中的住房CPI同比增速从未出现回落。

（二）货币政策框架和传导机制均已发生变化

20世纪70年代，在两次石油危机和粮食危机的双重打击下，美国经济陷入滞胀，CPI同比增速跃升至10%以上。保罗·沃尔克（1979年至1987

年任美联储主席) 为控制通胀, 紧缩货币、提高利率, 联邦基金利率在 1980 年 4 月达到 19.96%。美国 GDP 同比增速迅速降至负值, 但却有效遏制住通胀, 奠定了 80 年代繁荣增长的基础。

当前的经济金融基础和环境与 20 世纪 70 年代已大不相同, 完全沿用当时的解决方案带来的收效可能远不及预期, 产生“东施效颦”的结果也并非不可能。美国在 20 世纪 70 年代经历了一段较长时期的通胀, 当时的传统货币政策工具较目前具有更高的传导效率, 联邦政府的债务率也较低, 加息带来的副作用较小。此外, 当时美联储的加息周期与全球石油价格下跌周期刚好重叠, 加息对通胀的作用也有待验证。

2008 年全球金融危机之后, 由于已不存在降息空间, 美联储开始采取量化宽松 (QE) 政策。从通胀水平来看, 无论是 CPI 还是美联储更关注的 PCE, 均大部分时间维持在 2% 以下的水平。该轮量化宽松政策在没有引发大规模通胀的情况下, 推动了经济恢复。美联储在 2008 年降息扩表后, 直至 2015 年才重启加息, 2017 年才开始缩减资产负债表。而本轮货币政策紧缩期间面临的全球经济环境已发生重要转变。

疫情暴发前, 发达经济体处于持续低通胀时期, 在全球化背景下, 通胀对各国国内经济环境的敏感性降低, 而全球供需关系、运输成本和产业链变化对通胀影响更为显著。美国甚至两次修正其货币政策框架, 通过提升对通胀的容忍度来实现经济增长。因此, 在全球通胀初露苗头之际, 美联储迟迟不肯开启紧缩进程。

然而，目前支撑过去“大缓和”时期的经济全球化、和平稳定等因素正在逐步消失，随之而来的是挥之不去的通胀压力。疫情及气候变化等因素的影响具有持续性，疫情前后的生产方式可能会发生显著变化，供应链管理方式将从效益优先转变为安全优先。疫情本身对供应链的影响本应是短期的，但是随着疫情持续，全球供应链重塑的步伐加快，向区域化和多元化方向发展。企业经营成本相较疫情前已经显著增加，此时持续大幅加息对于有信贷需求的企业来说，无疑不堪重负。

二、激进加息损人不利己

（一）基础较强的美国经济出现衰退风险

美国第一和第二季度 GDP 折年化季调环比增速分别为-1.6%和-0.6%，连续两个季度增速为负，符合“技术性衰退”特征。美国就业市场虽然表现强劲，但近期增长放缓，失业率已经开始上升。8月失业率为3.7%，比上月高出0.2个百分点。此外，美国10年期国债与2年期国债收益率持续倒挂已经长达近3个月时间，金融市场判断后续美国经济陷入衰退的概率明显上升。如果美联储未来继续大幅度加息，可能会阻碍经济增长并导致

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46574

