

美联储持续加息影响有多大

在持续高通胀压力下，美联储加快紧缩政策，2022年3月以来8次加息，其中4次连续加息75个基点，欧洲国家纷纷跟随，全球掀起新一轮加息潮。美联储持续加息引发全球金融市场波动，2023年美联储将如何走完货币紧缩进程，成为外界关注焦点。本期特邀专家围绕相关问题进行研讨。

智库圆桌
(第17期·总136期)

主持人

本报理论部主任、研究员 徐向梅

持续加息旨在抑制高通胀

主持人：美联储本轮快速大幅加息情况如何？原因是什么？

何德旭(中国社会科学院财经战略研究院院长)：从历史上看，2022年美联储加息是40年来节奏最快的加息操作。2022年3月至2023年2月，美联储快速连续加息8次，累计加息450个基点，联邦基金利率达到4.5%—4.75%区间。这一轮快速大幅加息操作在美联储历史上极其少见。

美联储上一轮大幅加息是在2004年至2006年，主要由房地产市场泡沫和通货膨胀压力引发。本世纪初美国互联网泡沫破灭后，美联储实施了以降低利率为主要特征的长期宽松货币政策，由此引发了房地产市场泡沫和显著的通货膨胀风险。2004年6月至2006年6月美国通胀中枢约为3%，在较长时间内偏离美国货币政策物价指数2%的目标。美国标普/Case-Shiller房价指数(10大城市)从2000年的100飙升至2004年6月的179.5，其后继续上扬至2006年6月的226.3，创出历史新高。为应对房地产市场泡沫和通货膨胀风险，2004年6月至2006年6月，美联储连续加息17次共计425个基点，将联邦基金利率从1%提高至5.25%。互联网泡沫后的宽松货币政策，低利率水平维持太长时间，被认为是美国次贷危机及其后国际金融危机爆发的基础性政策根源。

回顾美联储百余年历史，基于美联储保障物价稳定的法定职责，通货膨胀是其加息的基础性原因。本轮美联储快速大幅加息也是因为面临严重通货膨胀。国际金融危机后，美国虽然实施了史无前例的零利率政策和量化宽松等非常规货币

政策，但其通货膨胀水平基本保持在2%左右，甚至低至1.6%，呈现低利率、低通胀状态。然而，从2021年4月开始，美国通货膨胀水平一路走高，2021年11月达6.2%，2022年6月攀升至9.1%，创出上世纪80年代以来新高。为此，美联储史无前例地在2022年6月、7月、9月和11月连续4次各加息75个基点。

美联储以40年来最迅猛的节奏加息，希望在市场上维持甚至强化其通胀稳定目标的政策公信力，并凸显平均通胀目标制的政策有效性。

2020年8月开始，美联储从弹性通胀目标制转向所谓的平均通胀目标制，而2022年通胀高企并屡创新高，是对平均通胀目标制的一次压力测试。平均通胀目标制是以一段时期内的平均物价水平作为货币政策决策的指标或将通胀跨期相对平稳视为货币政策的目标。美国实施平均通胀目标制的初衷，是在物价稳定和经济增长权衡中，以更加强或中性的视角来实施货币政策，更多倾向于经济增长或就业促进。

平均通胀目标制采用盯住一段时间内平均物价指数符合政策目标的方式进行政策操作，也就是说，如果此前一段时间通胀水平低于政策目标水平，那么未来一段时间货币政策当局就将致力于将通胀水平提高至政策目标水平之上(超调)，以实现“平均”通胀水平接近政策目标。这一政策框架有三个特征：一是考虑历史因素，而不仅仅是考虑通胀目标制中的即期因素；二是倚重平均主义，通胀水平在短期内过低或过高不是政策的重大关切，平均值接近政策目标就是合意结果；三是注重跨期调整，将更多采用相机抉择的方

式跨期平均或削峰填谷。

平均通胀目标制虽然比传统通胀目标制具有更大的政策弹性，但是，平均通胀目标制回溯历史、削峰填谷和跨期调整的政策逻辑也会带来一些问题：一是市场预期相对混乱，市场不知道是过往数据更加重要还是当前形势更加重要；二是政策节奏难以把握，以相机抉择的方式进行政策调整，方向、时机和力度等都可能存在分歧或不确定性；三是政策存在超调风险，当过往物价水平低于通胀目标时，当前及未来通胀可能就需要远超过政策合意目标，存在通胀超调甚至“脱锚”风险，正如2020年前美国长期处于低通胀水平，要将平均通胀水平拉至2%—2.5%，意味着2020年后通胀水平需拉至3%甚至更高水平；四是政策举措存在负效应，货币当局需要用极大力度改变预期、调节市场以将通胀水平调整至政策合意水平，比如在前期物价低迷时，需要大幅降息以至实施零利率或负利率政策，甚至匹配规模巨大的量化宽松政策，这可能导致流动性过剩或通货膨胀失控。再比如2022年通胀高企时，又需要用大幅加息甚至超乎市场预期的力度快速打消通胀预期，这可能导致市场流动性扭转或旋即陷入经济衰退甚至通货紧缩。

美国平均通胀目标制的出台得益于其在国际金融危机后长期的零利率和量化宽松政策没有产生严重通胀后果的历史经验，对美国和全球经济低增长、低通胀和低利率的适应性调整，是对国际金融危机后美国货币政策特别是非常规货币政策成功实践的拓展性应用。但是，这种政策框架及上述几方面的重大不确定性尚未得到现实验证，其政策公信力亟待考验。因此，面临上世纪80年代以来最严重通货膨胀挑战，美联储可能不惜付出经济衰退的代价而实施40年来最为迅猛的加息操作，目标就是强化平均通胀目标制的政策公信力。

加息冲击扩散带来长期疤痕效应

主持人：美联储持续加息对世界经济产生了怎样的影响，世界主要国家如何应对？本轮加息未来将如何演绎？

程实(工银国际首席经济学家)：世纪疫情跌宕起伏，全球供应链遭遇了严重的供给冲击。在引致需求、成本抬升、货币超发以及预期自我实现四重合力推动下，美国通胀持续走高。2022年3月以来，美国迈入新一轮加息周期，年内连续4次加息75个基点是美联储自上世纪80年代以来最为激进的加息节奏。2023年2月，联邦基金利率升至2007年以来最高位。对于全球经济而言，美联储加息提速影响深远。

一方面，导致经济增速放缓。目前，美国通胀的高度、宽度与波动都维持在高位，通胀黏性仍然显著。历史数据显示，在高通胀压力下，美联储不得不接受失业率上升换取对价格稳定的有效控制。1950年以来，美联储共计10次去通胀，其中8次出现经济衰退，而且去通胀幅度越大，经济衰退程度可能越深。因此，美国或很难在避免经济衰退的同时实现通胀“软着陆”。放眼全球，经济增长中枢下滑。2023年1月国际货币基金组织(IMF)预计2023年全球经济增长将从2022年的3.4%放缓至2.9%，约57%的经济体预期经济增速低于其历史中枢水平，超过90%的经济体2020年至2023年复合经济增长速度低于其历史中枢水平。

另一方面，美联储快速收紧货币政策削弱了风险偏好，引发资本市场剧烈波动。2022年，美联储加息贯穿滞胀蔓延、政治局势动荡等负面消息之中，“股、债、汇、币”都经历了估值大幅下降与交易量大幅下滑，而流动性大幅萎缩更加剧了金融市场的波动性与脆弱性，引发全球金融市场混乱。2022年VIX指数上行31%，MSCI全球指数下跌19.8%，其中MSCI发达市场指数、MSCI新兴市场指数分别下跌19.5%、22.4%；美国10年期国债收益率大幅上行236个基点，欧元区10年期国债收益率也上行了275个基点；美元指数上涨7.8%，欧元、日元相对于美元分别贬值5.9%、13.9%，比特币价格跌幅超60%。

美联储加息外溢效应影响持续，主要发达经济体跟随美国进入加息周期，全球长达10多年的低利率时代结束。英国、加拿大、韩国、澳大利亚等国央行均连续多次加息，利率创近10年来高点。面对滞胀困局，新兴市场压力更甚，在欧美通胀外溢冲击与资本外流压力高企的双重挑战

下，普遍选择通过牺牲经济增长和失业率以换取通胀水平下降和资本外流减少。据统计，2022年全球共28个新兴市场选择跟进加息。然而，被迫紧缩的货币政策与透支发力的财政政策互斥而行，进一步加重了多数新兴市场国家的债务负担，债务危机风险不断提升。全球约60%的低收入经济体陷入债务困境，中等收入国家的偿债负担达30年来最高水平，全球债务总额处于极高水平且可能继续攀升。过去20年，虽然全球政府债务增长了两倍，但实际利率下行使较低的偿债成本成为一个缓冲因素。然而，全球主要央行激进的加息政策导致债务成本大幅上升，沉重的债务负担将弱化宏观政策对经济增长的刺激作用。不仅如此，财政赤字激增也可能放大全球政治局势的不稳定性。

目前，能源价格下跌、供应链修复和持续加息的三重共振，对美国高通胀产生了显著抑制，短期内通胀下滑存在一定惯性。短期通胀虽有下行，但核心通胀率回落未被充分验证，更高的利率水平对通胀反弹的限制是有必要的，预计美联储将继续加息，联邦基金利率或被抬升至5.25%—5.5%，预期2023年上半年停止加息。高利率状态还将维持一段时间，叠加货币政策对社会经济行为的影响存在滞后性，美联储加息冲击或持续扩散，可能给全球经济带来长期的疤痕效应。与2022年相比，2023年市场风险偏好有所回升，但持续紧缩的货币政策对金融市场的冲击仍不容忽视，地缘政治分歧或进一步加大金融市场波动。当前，美联储加息进程虽已接近尾声，但通胀预期回落仍处于下行通道的初期阶段，美联储对通胀是否反弹存在潜在担忧。根据IMF预测，全球通胀率将从2022年的8.8%降至2023年的6.6%和2024年的4.3%，但仍高于3%的警戒水平，更高的利率似乎还要维持更长时间。在高利率状态下，消费和投资持续降温，或较长时间内削弱全球经济增长动能。IMF预计占全球三分之一左右的经济体将在未来一年发生经济萎缩，而一旦发生重大经济衰退，经济增长将可能不会收敛到衰退前的发展趋势。



主持人：美联储持续加息背景下，人民币汇率表现怎样？如何应对未来加息节奏变化？

温彬(中国民生银行首席经济学家)：在美联储持续加息、中美货币政策分化背景下，2022年人民币汇率双向波动幅度明显加大，特别是4月至11月期间，人民币兑人民币即期汇率从3月末的6.3433跌至11月3日的7.3200，人民币对美元贬值幅度超13%。同期，美元指数由98.3618升至112.9842，涨幅近15%。由此可见，人民币贬值与美元升值幅度大体相仿，相较于其他非货币而言，人民币在美联储激进加息、美元大幅升值背景下币值相对较为稳定。

除美联储加息、中美利差持续倒挂因素影响外，本轮人民币贬值还表现出以下特征：一是受国内基本面因素影响更大。与美元持续走升不同，人民币在4月中旬至5月中旬、8月中旬至11月初出现两波急跌，主要是疫情反复延宕带来较大冲击并造成市场恐慌情绪高涨，这从同期上证指数大幅下挫以及GDP增速大幅回落中可见一斑。央行适时推出多项稳汇率预期政策，对平抑市场恐慌情绪起到了积极作用。二是对前期过度升值的矫正。本轮美元走强始于2021年6月，但在2022年3月前，人民币却呈现出“美元强、我更强”的态势，从而形成人民币对一篮子货币大幅升值的局面。2022年在外汇市场大幅动荡情况下，人民币对美元汇率弹性增强有助于人民币对一篮子货币汇率回到更合理均衡的水平，从而更好地发挥了汇率的自动稳定器作用。

2022年11月初以来，伴随美元指数回落，以及中美利差倒挂幅度收窄，人民币汇率连续三个月大幅回升。今年1月末在岸即期人民币汇率收于6.7571，人民币对美元较去年11月

联邦基金利率是美联储向成员银行提供贷款的隔夜拆借利率，是美国的政策利率。正常情况下，联邦基金利率提高可相应地引起中长期利率等其他利率提高，从而通过提高车贷、房贷及其他类型的借贷成本，减轻经济过热压力并抑制经济过热。美联储提高联邦基金利率通常采用多次加息且连续加息的办法，1980年至2021年，美联储共经历六轮加息周期，2022年3月17日开始，进入第七轮加息周期。

1980年以来的第一轮加息周期从1983年3月31日至1984年8月9日，联邦基金利率上限目标值从8.50%提高到11.5%，历时17个月10次加息，分为两个连续加息阶段和一个小幅降息阶段，累计净加息300个基点。第二轮加息周期从1987年1月5日至1989年5月17日，历时28个月22次加息，分为三个加息阶段和两个小幅降息阶段，累计净加息393个基点。第三轮加息周期从1994年2月4日至1995年2月1日，联邦基金利率上限目标值从3.00%提高到6.00%，连续提高7次，历时12个月，累计净加息300个基点。第四轮加息周期从1999年6月30日至2000年5月16日，联邦基金利率上限目标值从4.75%提高到6.50%，连续提高6次，历时11个月，累计净加息175个基点。第五轮加息周期从2004年6月30日至2006年6月29日，联邦基金利率上限目标值从1.00%提高到5.25%，连续提高17次，历时24个月，累计净加息425个基点。第六轮加息周期从2015年12月17日至2018年12月20日，联邦基金利率上限目标值从0.25%提高到2.50%，连续提高9次，历时36个月，累计净加息225个基点。第七轮加息周期从2022年3月17日开始，截至2023年2月1日，联邦基金利率上限目标值从0.25%提高到4.75%，加息幅度创1980年以来之最。

美联储通常依据通货膨胀目标缺口、总产出目标缺口等，来确定联邦基金利率的调整方向和调整幅度。按照启动原因，美联储加息周期可分为预期经济过热型、预期高通货膨胀型等类型。按照2%的通货膨胀目标，美联储历次加息周期都属于预期高通货膨胀型。1980年以前六轮加息周期开启前，美国通胀率分别为3.5%、1.1%、2.5%、2.1%、3.1%、0.5%，加息周期结束后分别为4.3%、5.2%、2.9%、3.7%、4.1%、1.6%。从加息结束后的通货膨胀率来看，除第六轮低于2%，其余都显著高于通货膨胀目标。按照5%的潜在实际GDP增长率水平，除第六轮加息外，前五轮加息周期均属于预期经济过热型，按照3%的潜在实际GDP增长率指标，更是如此。前六轮加息周期开启前一季度，美国实际GDP增长率分别为0.2%、2.2%、5.5%、3.8%、2.3%、1.3%，期间实际GDP增长率最

美联储历次加息的经

济影响

分别为9.4%、7.0%、5.5%、7.5%、5.5%、4.5%。从通胀率来看，第三、四、五、六轮加息后，甚至出现了明显经济衰退。与前几轮加息不同，第七轮加息周期属于预期经济过热型和预期高通货膨胀型兼有。从通胀率来看，加息周期开始前为7.9%，2022年6月达9.1%，2023年1月降至6.4%；从实际GDP增长率来看，2021年四季度为7.0%，2022年四季度为2.9%。同时，本轮加息具有先快后慢、加息与缩表同步推进特点。2022年6月1日，美联储启动缩表且缩表力度逐步加大，资产负债规模从加息周期开始前9万亿美元降至2023年2月8日的8.49万亿美元。

美联储历次加息周期前后美国劳动就业、美元指数等均会发生显著变化，因素各异，加息也不例外。不过加息周期开启以来，美国通胀下降幅度远不及市场预期。究其原因：一是多轮次疫情使美国经济供给侧和需求侧受到双向冲击；二是俄乌冲突升级，引起全球大宗商品价格持续高涨；三是美联储加息引发美元走强预期，国际资本流入美国，对加息的通货膨胀管理产生抵消效应。但是，本轮持续大幅加息，显著增加了美国经济衰退风险。2022年7月，美国10年期和2年期国债收益率出现倒挂，显示经营主体对长期资金需求相对不足，企业投资和借贷动力疲弱。2023年1月，国际货币基金组织发布《世界经济展望》报告，将美国2023年经济增长率预期调整为1.4%。

美国是全球经济中心，美联储加息会影响全球利率水平和国际资本流动方向，政策溢出效应会引发其他国家和地区爆发金融危机或债务危机。例如，1983年加息周期期间爆发了拉美债务危机，2004年加息周期后爆发了美国次贷危机和全球金融危机等。本轮加息对其他国家和地区的影响有两个方面，一是货币贬值导致各国主权债务问题更加严峻，二是美元预期升值带来资本流出和输入型通胀问题。2022年3月至7月，海外投资者对新兴市场股票和债券投资累计净流出超380亿美元。此外，发达国家货币汇率表现不及发展中国家，2022年前7个月，包括欧元、英镑等在内的23种货币对美元贬值。

同时，美联储提高政策利率，也迫使大多数国家实施紧缩性货币政策或加强资金流出管理，引发世界经济进入货币政策紧缩周期，并加剧了世界经济脱钩风险。截至2023年2月，英国、加拿大、澳大利亚、新西兰央行分别累计加息390个、425个、325个、450个基点。欧洲央行改变一贯实施的负利率政策，加息300个基点。部分国家则实施了宽松货币政策，中国、土耳其和俄罗斯处于降息周期，日本保持负利率货币政策不变。与此同时，俄罗斯、伊朗、叙利亚等国家正加速与美元脱钩。(作者系复旦大学经济学院副院长)

人民币汇率保持平稳双向波动格局

初低点升值逾8%，同期美元指数跌逾10%至102.1037。不过2月份以来，随着美国就业数据表现强劲、通胀黏性超预期，市场对美联储加息预期再度升温，截至2月24日，美元指数再次升逾3%至105.2618，人民币汇率承压贬值近3%至6.9442。

从全球来看，当前外汇市场走势仍由美联储加息所主导。通胀方面，尽管美国CPI同比增速连续七个月放缓，但今年1月份降幅明显不及预期，同时季节调整后CPI环比增速再度上扬。美联储最为关注的核心PCE(个人消费支出平减指数)1月份也出现反弹，美国通胀压力依旧较大。经济方面，美国2022年四季度GDP及个人消费支出、非住宅投资、固定资产投资等项环比增速均有所下滑，Markit(英国麦盖提金融信息公司)和ISM(美国供应管理协会)发布的制造业PMI(采购经理指数)均处于荣枯线以下，美国咨商会领先经济指数等领先指标预示衰退风险上升。不过美国就业市场表现十分强劲，今年1月份新增非农就业人数51.7万人，大大超过预期，失业率也进一步下行至3.4%。总的来看，尽管美国通胀下行趋势基本确定、经济内生动能走弱，但衰退步伐持续慢于预期，通胀率今年年底前大概率难以降到合意区间。在此情况下，不排除美联储后续加息节奏再生变数，从而对外汇市场带来新的扰动。

从国内来看，疫情防控措施逐步优化，助力经济回稳向好，对人民币汇率形成强有力的支撑。今年1月份制造业PMI企稳回升，标志着经济已进入修复阶段，这与春节期间高频数据所反映的国内线下旅游和服务

消费快速复苏相一致，春节后居民出行、购房等方面的热度也在显著提升。此外，由于海内外均对我国经济复苏有较好预期，国际资本持续看好中国金融市场，外资流入也在持续增长。今年以来，北向资金曾一度连续17个交易日净流入，1月份北向资金净流入1412.9亿元人民币，刷新2014年沪港通开通以来北向资金单月净流入纪录。近期由于地缘政治不确定性增加，跨境资本流动有所波动。

总体来看，在外部压力有所减弱、经济基本面修复、市场信心持续提升背景下，今年人民币汇率大概率将继续保持平稳双向波动格局，或还有小幅升值空间。这也意味着，我国货币政策将受到更少外部制约，从而可以更加精准有力地助力国内经济回稳向上。不过美联储加息节奏的变化，以及俄乌冲突演进、中美关系变化等外生因素也可能引发汇率预期和走势突变。若届时外汇市场再次出现“羊群效应”，我国央行仍有必要平抑非理性波动，央行逆周期调控工具较为丰富，足以维护市场平稳运行。长期来看，保证外汇市场平稳运行的“治本之道”仍在于推进多层次外汇市场体系建设，提高外汇市场的深度和广度，引导企业和金融机构树立风险中性理念。因此，一方面，应进一步完善外汇衍生品体系建设，继续推进外汇避险衍生品创新研发，为企业与金融机构提供更加丰富的外汇套保工具；另一方面，应吸引更多类型的经营主体参与外汇市场交易和外汇衍生品交易，进一步完善市场化价格形成和传导机制。只有持续提升经营主体对人民币汇率双向波动的适应能力，才能有效遏制汇率大起大落，保持预期平稳。