



美联储会提前加息吗？

——基于历史数据的对比

要 点

- 通过对比过去三个经济周期中美联储开始加息时美国的整体经济运行情况，本文认为当前美国经济已进入“可考虑加息”空间。一边是就业增长的持续性表现最佳，失业率持续下降，经济增速和居民收入增长则处于中上水平；而另一边联邦基金目标利率处于 0-0.25% 的历史最低水平。美联储至今未修改加息措辞的关键原因在于通胀压力尚未达到必须加息的程度。
- 结合当前美国通胀压力全面抬头和经济继续快速反弹的趋势，我们预计美联储加息时点可能提前，2015 年二季度和三季度首次加息的概率分别为 60% 和 40%，2015 年末的联邦基金目标利率水平可能达到 1% 左右。
- 全球市场正在逐步消化这一预期，问题的关键将不在于前后几个月之差的加息时点，而在于开启货币政策正常化之门后的全局影响。一方面，这是对美国经济增长前景乐观的最终确认，美国经济增长强劲对全球的正溢出效应不容忽视。另一方面，美元的国际货币地位亦决定了美国货币政策转向将对全球产生重大影响。首先，美债收益率存在再次上行可能，全球融资成本可能会随之走高；第二，美国股市的超级盛宴或将阶段性落幕，美股恐将迎来大幅调整，但不存在“崩盘”风险；第三，全球跨境资本将进一步回流美国，新兴市场货币贬值压力增加；第四，美元步入升值通道，将进一步打压主要大宗商品价格。

金融研究总监：詹向阳

城市金融研究所所长：周月秋

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：王婕

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

相关研究：

2014/7/16 《“宽货币”支撑全球经济温和增长——2014 年上半年国际经济金融走势分析及未来展望》

2014/6/20 《非常规能源对美国的影响及中美能源竞争力比较研究》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

随着 7 月末以来美国重磅经济数据的陆续发布以及美联储议息会（FOMC）的召开，围绕美联储会否提前加息的争论弥漫市场，方向不一的数据更是增加了市场敏感度。总体而言，美国经济加速反弹的明朗态势已然全面点燃市场对美联储提前加息的忧虑，受此影响，7 月 28 日至 8 月 6 日，美元指数蹿升至 10 个月以来的高点，标准普尔 500 指数大跌 3%，衡量市场恐慌情绪的 VIX 指数也一改前期的超低状态，大幅跃升 30% 至 16.37。

美国的超级大国地位和美元的国际货币地位决定了美联储货币政策转向将对全球产生重要的外溢效应，因此，美联储在加息时点选择上的任意可能变化都会引起市场的高度紧张。本文旨在换个角度来评价美联储加息问题。我们选择了过去 30 年来的 3 个经济周期¹中美联储开始加息的时点，将彼时的美国整体经济环境与当前加以对比，以历史经验来对照当前的美国经济是否已进入美联储视角中的加息区间。虽然历史不会完全一样，但其背后的经济运行逻辑却有着相似之处，历史数据的对比将帮助我们进一步挖掘美联储的加息线索，并带来新的启发。

一、美国经济环境的历史比较

历史上，美联储的货币政策目标和中介目标曾历经多次变换，同时 1970 年代的两次石油危机令美国陷于“滞胀”，与本轮经济周期环境差异巨大。因此，参考美国经济研究局（NBER）的经济周期划分，我们选择了 1980 年代以后的三个周期加以比较，分别是 1981 年三季度至 1990 年二季度（首次加息时点为 1983 年 3 月），1990 年三季度至 2000 年四季度（首次加息时点为 1994 年 2 月），以及 2001 年一季度至 2007 年三季度（首次加息时点为 2004 年 6 月）。

（一）就业市场

与过去三个经济周期加息前相比，当前美国就业市场处于中等水平，非农就业岗位增长强劲，但劳动力未充分利用现象依然突出，居民收入增速居中。具体来看：

首先，持续就业增长的表现几个经济周期中最为强劲。截至 7 月，新增非农就业 3 个月移动均值为 24 万人，在四个经济周期中位列第三，已经连续

¹ 经济周期的界定依据为美国经济研究局（NBER）对美国经济周期的判断，详见 www.nber.org/cycles.html。



15个月保持15万人以上的增长，显著好于前三个周期加息前，在新增就业的带动下，当前首次申领失业救济人数也最低，仅为29.7万人，较最高水平的1983年2月的四周移动均值少19.2万人（见表1）。得益于就业的持续增长，当前美国已完全弥补2007年金融危机爆发以来损失的全部就业岗位，而且已额外新增62.4万个非农岗位，与前三个周期加息前就业回补情况相比，目前处于中等水平。

其次，广义失业率仍然偏高。虽然失业率U3已降至6.2%，为四个周期中的第二低，但这并不完全是由就业增长强劲带来，另外两个重要原因也不容忽视，一是大量职位为非全日制职位，说明已就业劳动力明显未得到充分利用。2007年金融危机导致美国非农部门因经济原因而从事非全日制工作人数在总就业人数中的占比蹿升至1970年代以来的最高水平，虽然目前已降至5.13%，但仍显著高于1990年代以来的平均水平（见图1）。二是受金融危机影响，大量放弃找工作的人群仍未回归就业大军。7月劳动参与率小幅回升至62.8%，但仍处于四个经济周期的最低水平。因此，虽然失业率U3在四个经济周期中表现不错，但广义失业率U63却是有纪录的三个周期中最高的，所以美联储主席耶伦反复强调当前美国就业市场仍存在显著的劳动力未充分利用问题。

第三，居民收入增速处于中等水平。目前FOMC在高度关注就业数量的同时也反复强调劳工薪酬增长缓慢问题。虽然我们认为薪酬问题已经超越了美联储的双法定目标范畴，但也不妨加以比较。由于劳工雇佣成本指数和平均时薪数据都是2000年以后才公开发布，此处我们以人均可支配收入指标来加以替代。当前实际人均可支配收入增长处于第二水平，环比和同比增速分别达到0.12%和1.58%，并已连续增长6个月。对比过去三个经济周期加息前，除了2004年加息前一个月人均可支配收入保持连续较快增长以外，1983年和1994年的人均可支

² 美国劳工部劳动统计局公布的失业率分为多个统计范畴，其中失业率U3是被提及最多，惯常所用的范畴，它是失业总人数与社会劳动力之比。

³ 广义失业率U6衡量指标包括失业总人数另加全部准待业人数，再加上基于经济原因而从事兼职工作的就业总人数，以占社会劳动力加全部准待业人数的百分比表示。其中准待业人士是指目前没有工作也没有主动寻找工作，但表示希望并能够就业，且于过去12个月某段时间内曾主动寻找工作的人士。基于经济原因而从事兼职工作的就业人士是指希望并能够从事全职工作但只能找到兼职工作的人士。

配收入均环比负增长,这或许也印证了彼时劳工收入增长情况并非美联储的关注点。我们认为,当前美联储不易过度强调对薪资增长的要求,工资变动所具有的黏性特点决定了它的变动较物价、经济增速等相对迟缓,待薪酬全面增长之时再考虑加息或为时已晚。而且从劳工成本指数来看,截至6月末,该指数同比增长2%,环比增长0.7%,均为2012年以来的最高水平,已经预示未来劳工薪酬将进一步走高。

表1 就业形势的历史对比

	1981Q3—1990Q2	1990Q3—2000Q4	2001Q1—2007Q3	2007Q3—现在
首次加息时点	1983年3月	1994年2月	2004年6月	对比2014年7月
首次加息前的联邦基金利率水平(%)	8.50	3.00	1.00	0.25
失业率(U3,%)	10.4	6.6	5.6	6.2
广义失业率(U6,%)	——	11.8	9.6	12.2
新增非农就业(3个月移动均值,万人)	4.5	28.2	29.6	24
新增非农就业3个月移动均值连续处于15万人以上的月数	1	14	3	23
首次申领失业救济人数(4周移动均值,万人)	48.9	36.4	33.9	29.7
危机发生以来非农就业岗位净增加(万人)	-268.4	272	-97.1	62.4
劳动参与率(%)	63.8	66.6	66.1	62.8
实际人均可支配收入环比增速(%)	-0.02	-1.94	0.44	0.12
实际人均可支配收入同比增速(%)	1.26	0.21	2.9	1.58
实际人均可支配收入连续环比增长月数	0	0	8	6

注:表中历史数据均为距离首次加息日最近的官方披露数据。

数据来源:彭博、万德数据库,以下图表数据若未作特殊说明,来源同此。



图1 非农部门由于经济原因从事非全日制工作人数占总就业人数之比

(二) 通货膨胀形势

对比前三个经济周期加息前美国通胀走势，当前美国通胀压力是最低的。个人消费支出（PCE）物价指数和消费者物价指数（CPI）的增速显著低于前三个时点，美联储更为关注的PCE和核心PCE同比增速分别较2%的长期目标水平低0.2和0.5个百分点。正是相对较低的通胀压力使得FOMC声明虽然确认了“通胀持续低于2%的可能性已经在消退”，但未改“在资产购买结束后的相当长一段时间内保持当前的目标利率区间仍是适宜的”措辞。

从历史来看，保持物价水平稳定一直是美联储的首要任务，通胀水平越高，美联储对物价连续环比增长的容忍度就越低。1983年物价整体水平较高，CPI仅连续环比增长2个月即触发了美联储加息，而1994年时美联储则容忍了连续11个月的物价上涨。虽然当前的通胀水平要明显小于前三个周期加息前的状态，但通胀压力全面抬升的势头已经非常明显。CPI已连涨6个月，并连续3个月位于2%以上，而且通胀的先行指标PPI进入二季度后加速增长，4-6月分别同比增长3.5%、2.5%和2.7%，处于两年半来的高位。从历史数据来看，PPI、CPI和PCE基本保持一致走势，但CPI会较PPI落后3-6个月，而PCE与CPI基本同步但振

幅要小（见图2）。以此推算CPI在未来几个月恐将加速增长，而PCE也将进一步趋近2%的长期目标。我们一再强调，美联储在今年3月FOMC会议上取消了2.5%的量化加息门槛就已表明其降低了对通胀的容忍度。结合FOMC声明的措辞来看，美联储不大可能容忍核心PCE突破2%，未来几个月的通胀走势将成为决定美国货币政策转向的关键。

表2 通胀形势的历史对比

	1981Q3—1990Q2	1990Q3—2000Q4	2001Q1—2007Q3	2007Q3—现在
首次加息时点	1983年3月	1994年2月	2004年6月	对比2014年7月
首次加息前的联邦基准利率水平（%）	8.50	3.00	1.00	0.25
PCE同比增速（%）	4.6	2	2.6	1.6
核心PCE同比增速（%）	5.9	2.2	1.9	1.5
CPI同比增速（%）	3.5	2.5	3.1	2.1
核心CPI同比增速（%）	4.7	2.9	1.7	1.9
CPI连续环比增长月数	2	11	5	6

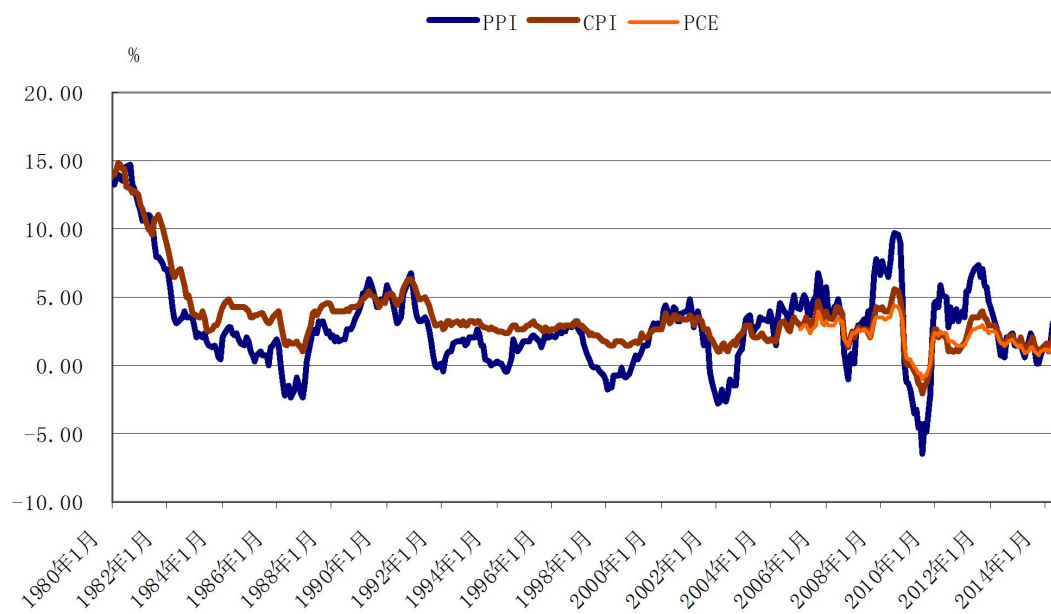


图2 美国PPI、CPI、PCE 同比增速



（三）经济增长态势

逐步摆脱今年一季度极寒天气的负面冲击后，美国经济在二季度强劲反弹，季环比折年率初值达到 4.0%，远高于市场预期，其中，耐用品消费和私人投资分别大涨 14% 和 17%，是带动经济加速增长最重要的原因。对比过去三个周期加息前，当前美国经济增长势头应处于中上水平。首先，产能利用率位列第二，仅低于处在“美国黄金十年”中的 1994 年。自 2009 年中美国经济触底反弹以来，全部工业部门产能利用率持续回升，6 月达到 79.09%，已接近危机前的高点，反映美国工业的持续扩张态势良好，将推动扩充产能的投资增长。其次，产出缺口位于第三位，增长潜力仍存空间。根据 IMF 的测算，美国的产出缺口与潜在产出之比已逐步缩小至 -3.268%，但缺口幅度仍大于 1994 年和 2004 年加息前，说明当前在保持物价相对稳定的前提下美国经济的成长潜力小幅高于前两个时点。从泰勒规则⁴出发，较大的产出缺口也在一定程度上压低了当前的名义利率水平。第三，以供应商协会制造业 PMI 反映的经济景气指标位列第二，预示下半年美国经济加速复苏势头仍将持续。7 月美国制造业 PMI 大幅蹿升至 57.1，为过去三年来的最高水平，处于四个周期中的第二高水平。更应关注的是当前制造业扩张的持续性，前三个周期美联储开始加息时制造业 PMI 连续处于 50 以上的月数分别是 3、7 和 11，而当前已经连续 20 个月处于扩张期，凸显美国经济强劲的扩张势头。我们认为一旦 PMI 蹿升至 60 以上，美联储很可能立刻将加息提上日程。

⁴ 泰勒规则公式， $i_t = \pi_t + r_f + h(\pi_t - \pi^*) + g y_t$ ，其中 i_t 为名义利率，即联邦基金利率， r_f 为均衡实际联邦基金利率， π_t 为近期通货膨胀率的均值(预期通货膨胀率)， π^* 为目标通货膨胀率， $\pi_t - \pi^*$ 为通胀缺口， y_t 为产出缺口， g 、 h 是调整项的反映系数，一般确定为 0.5。

表 3 经济增长态势的历史对比

	1981Q3—1990Q2	1990Q3—2000Q4	2001Q1—2007Q3	2007Q3—现在
首次加息时点	1983 年 3 月	1994 年 2 月	2004 年 6 月	对比 2014 年 7 月
当季 GDP 环比折年率 (%)	5.3	4	3	4
产能利用率 (%)	71.74	82.47	77.92	79.09
产出缺口/潜在产出 (%)	-6.407	-2.465	-2.295	-3.268
供应商协会制造业 PMI	54.4	56	61.4	57.1
制造业 PMI 连续位于 50 以上的月数	3	7	11	20

(四) 财政状况

对比前三个经济周期，当前美国财政状况处于“存量最糟，增量最好”状态，整体财政压力依然沉重（见表 3）。2007 年次贷危机爆发后，美国政府实施的一系列救助措施促使联邦政府债务总量急速攀升。根据美国财政部的统计，截至 2013 年末，公众持有的联邦债务占 GDP 的比例已达到 72.1%，较过去三个经济周期加息前的平均水平翻番，这一庞大的债务包袱在美国历史上是前所未有的，它迫使美国政府必须面对长期而痛苦的财政减支之路。过去两年，民主、共和两党围绕削减财政支出、国债上限等问题上演了一系列惊心动魄的大戏，目的就是寻找一条双方可接受的财政整固之路。经过近两年的努力，目前美国的财政整顿已初显成效，联邦政府赤字率已降至今年 3 月末的 2.9%，为过去六年来的最低水平，同时也显著低于过去三个经济周期加息前的赤字率。

作为中央银行，美联储本应保持政策独立性，不对联邦财政负有责任。但现实是，本轮金融危机所造成的庞大债务压力已无可避免地影响到美联储的政策抉择。可以说美国政府是美联储几轮量化宽松政策的第一受益者，被主动压低的长期利率极大缓解了政府的利息偿付压力。截至 2014 年 6 月，美国国债余额已达到 12.07 万亿美元，这一债务负担是前三个经济周期加息时美联储所不曾面临的特殊背景。虽然 7 月 FOMC 声明指出财政政策对经济的拖累程度正在消减，但美联储在决定加息时也必须考虑政府能否承受国债收益率的大幅上行。因此，即使美联储启动加息，也将是小步缓行的节奏，以给政府财政改善留出时间和空间。



表4 财政状况的历史对比

	1981Q3—1990Q2	1990Q3—2000Q4	2001Q1—2007Q3	2007Q3—现在
首次加息时点	1983年3月	1994年2月	2004年6月	对比2014年7月
公共债务/GDP(%)	27.9	47.8	34.5	72.1
联邦政府赤字率(%)	-3.8	-3.2	-3.5	-2.9

二、对美联储加息时点的判断

综合对比前三个经济周期加息前的经济环境,我们认为当前美国经济已进入“可考虑加息”空间。一边是就业增长的持续性表现最佳,失业率持续下降,经济增速和居民收入增长则处于中上水平;而另一边联邦基金目标利率处于0-0.25%的历史最低水平。美联储至今未修改加息措辞的最关键原因在于通胀压力尚未达到必须加息的程度。加之新增就业的质量有待进一步改善,而史无前例的财政负担亦需要尽可能低的利率,美联储恰在利用通胀回升至长期目标水平前的有限时间让超低利率尽可能地给经济增长“加油”。

目前,美联储FOMC成员之间对于何时加息的争论也日益激烈。继费城联储主席普罗索在7月FOMC会议上投下唯一的反对票后,鹰派和鸽派FOMC成员陆续公开就是否应更早考虑加息发表自己的观点。耶伦在上半年国会听证会上亦表示“如果劳动力市场改善速度快于预期,可能更早、更快加息”。虽然我们不知道目前就业改善是否快于FOMC的预期,但可以肯定通胀上行速度已经显著快于其预期。FOMC在2014年3月的核心预测是PCE和核心PCE增速会在2014年末分别达到1.5%-1.6%和1.4%-1.6%,而6月的PCE和核心PCE已然分别同比增长1.6%和1.5%,早于FOMC预测半年的时间。相信在接下来的9月和10月两次FOMC会议中,何时加息以及如何加息将成为讨论的焦点。

展望未来,美国经济仍将保持较快增长,预计2014年三、四季度增速将达到3.2%和3.4%,2015年将实现约3%的增长,同时核心PCE有望在2015年三季度以前达到2%的目标水平。因此,美国经济加速复苏的态势将支撑美联储在核心PCE达到2%以前就着手加息,加息预期有所前移。预计美联储在2015年二、三季度首次加息的概率分别为60%和40%。“加息”的方式不会是单纯地提高

联邦基金目标利率，而将综合利用超额准备金率、逆回购协议（ON RRP）、定期存款安排（Term Deposit Facility）等“政策工具组合”来实现短期利率“可控地”、“缓慢地”提高，2015 年末的联邦基金目标利率水平可能达到 1% 左右。

三、美联储货币正常化带来的影响

在享受了 5 年多的超宽松货币环境所带来的资本盛宴后，美联储可能提前加息的预期无疑会加剧市场紧张情绪，本文开篇所述股市、美元、恐慌指数的近期表现即是佐证。但恰是在这种经济数据与市场表现的反复纠缠和上下震荡中，全球市场正在逐步接受这一可能。因此，我们认为，在经过市场的充分吸收后，问题的关键将不在于前后几个月之差的加息时点，而在于以加息来开启货币政策正常化之门后的全局影响。一方面，在历经五年多的零下界利率后，美联储着手货币正常化是对美国经济增长前景乐观的最终确认，这本身是一件好事，美国经济增长强劲对全球的正溢出效应不容忽视。另一方面，美元的国际货币地位亦决定了美国货币政策转向将对全球产生重大影响。历史上，新兴市场经济体遭遇的多次经济危机都是因美国货币政策转向而起，对这一问题我们曾有过专门论述，此处不多加赘述。结合当前国际市场形势，美联储货币政策正常化可能带来的以下几方面影响应引起高度关注。

首先，美债收益率存在再次上行可能，全球融资成本或将随之走高。今年以来，受地缘政治风险此起彼伏的影响，市场加大对美元、美债的避险需求。尽管美联储持续减少资产购买规模，美国债收益率却不升反降，截至 8 月 7 日，10 年期美国国债收益率为 2.43%，已较年初下跌 57 个基点。下半年，受美联储加息预期提前影响，美债收益率将面临上行压力。美国高收益率债券市场已率先遭受重创，全球最大的高收益率债券 ETF——iShares iBoxx 高收益率 ETF 在 7 月大幅下跌了 2.9%。当然，下半年美国国债收益率的最终走势还将取决于上行压力与避险需求的博弈，一旦地缘政治风险缓解，美债收益率或将快速反弹，这将抬升全球融资成本。特别是近些年来，受海外资金价格低廉吸引，中国企业的外海融资规模不断飙升。根据国际清算银行发布的数据，2014 年一季度进入中国的外国贷款同比增长 38%，至近 8000 亿美元，较 2010 年增长三倍。一旦美联储



开始加息、美债收益率走高，不仅这些海外融资的中国企业将面临融资成本高企的压力，随着它们转回国内融资，亦可能将影响传导至国内，从而推高国内融资成本。

第二，加息预期提前将加速美国股市超级盛宴的阶段性落幕。自美联储实施QE以来，美国三大股指已累计上涨近3倍，廉价资金在资本市场累积了一定泡沫。根据汤森路透的数据，标准普尔500指数企业的整体动态市盈率已达15.1倍，高于14.8倍的长期平均水平。加息临近或将戳破当前的市场泡沫，令美股面临五年牛市中的首个深幅调整。但我们并不认为美股存在所谓“崩盘”风险，美国整体向好的经济形势和良好的企业盈利将是美国股市的重要支撑，预计未来几年标准普尔500指数的年均增幅将从过去5年的16%回落至约5%。

第三，全球跨境资本将进一步回流美国，新兴市场货币贬值压力增加。回忆2013年上半年，因市场预期美联储将要退出QE，跨境资金快速从新兴市场国家回流美国，导致这些国家股市汇市暴跌。如今受美元走强和美国加息预期提前影响，新兴市场资产未来一年仍将面临被大范围抛售的风险，新兴市场国家恐将被动通过货币贬值来调整外部失衡。如果欧洲央行果真在下半年实施量化宽松政策以避免欧元区滑入通缩，那将在一定程度上缓解资金流出新兴市场国家的压力。值得注意的是，未来跨境资金回流美国也将给中国带来一定资金流出压力，但由于我国尚未完全开放资本账户，整体风险仍将可控。尽管如此，在美联储逐步收紧货币政策的大背景下，国际市场环境的不稳定性仍趋向增强，我们认为中国应结合当前国际大环境来妥善设定金融改革的路径和节奏，一方面应避免过快开放资本项目可兑换，以降低跨境资本快速无序流动给金融稳定带来的潜在风险；另一方面应加快利率市场化和汇率市场化改革步伐，练好内功，优先实现资金要素价格的市场定价与双向浮动。

第四，美元步入升值通道，将进一步打压主要大宗商品价格。2011年以来，在美国非常规能源革命带动下，以石油、天然气等为代表的能源供给不断改善，同时，以中国为代表的部分新兴经济体经济增速有所放缓，从而降低了对主要商品的需求增长。在供需平衡的转换下，大宗商品牛市逐步终结。而美国退出QE，

并最终收紧货币政策推动美元再次步入升值通道，将进一步打击以美元标价的大宗商品价格。截至 2014 年 8 月 6 日，CRB 大宗商品价格指数收于 292.4 点，已较 2011 年 4 月的危机后高点累计下跌 21%。尽管今年受接连不断的地缘政治冲突影响，国际金价已累计上涨逾 8%，但长期来看，随着地缘风险等暂时影响的消退，黄金、原油、基础金属等主要大宗商品价格仍将面临下行压力，其中国际现货黄金和北海布伦特原油期货价格到 2016 年末的目标价分别为 1200 美元/盎司和 100 美元/桶，较当前仍有 9%和 5%的下跌空间。随着大宗商品牛市的终结，商品出口国的经常账户趋向恶化，其中俄罗斯受到的冲击将最为严重；而中国、印度等商品进口国有望从中获益。