

美联储三度首次加息的动因及启示

美联储三度首次加息的历史动因:



高华证券

回顾1994年2月、1999年6月和2004年6月的前三次“首次上调联邦基金利率”的经济状况和美联储相关会议纪要和思考过程,可以发现通胀、工资增长和就业市场疲软程度的异议,是决策过程中关注的三个大的方面。美联储会议纪要与记录显示,对通胀前景的担忧和令基金利率重回中性水平的愿望是过去几轮首次加息的主要动因。从历史决策看,三个不同的原因导致了加息。

三度首次加息动因不一

通胀前景以及对接近零的短期实际利率的担忧,是1994年2月首次加息的主要动因。

尽管美联储人员的结论为“更广泛的工资和价格衡量指标没有加速增长的迹象”,联邦公开市场操作委员会(FOMC)委员仍担忧未来通胀率的上升,其中有人表示他们的预测高于美联储人员的预测。尽管失业率达6.7%,却并不明显高于美联储人员预测的结构性失业率6.5%,而远高于之后的测算,其中一名委员表示这个水平依然过低。此外,FOMC决议进一步降低通胀率。克利夫兰联储主席Jerry Jordan认为隐含的对当前通胀率的接受“十分令人不安”,而其他也提到历史上“迟到的反通胀政策行动”所带来的警示。委员会希望即便是一次小幅加息也能释放“反通胀决心”信号并抑制通胀预期。

联邦公开市场操作委员会(FOMC),尤其是美联储主席格林斯潘,将1999年6月的首次加息描述为在应对早前金融市场失灵而加息后,随着市场的复苏回调至正常水平的举动。

FOMC委员对通胀前景的看法不一。虽然通胀水平“很低”,且物价指数

(CPI)和劳动力成本双双较上一年回落,部分人士却认为当时的有利条件——失业率处于1970年以来的最低水平,且远低于预测的结构性水平——是不具可持续性的。关键问题在于生产率增长(在劳动力市场十分紧张的情况下令通胀率停留在低位)是否可能保持甚至加速。达拉斯联储主席Robert McTeer警示联邦公开市场操作委员会不应“失去勇气”,格林斯潘主席也感同身受,并表示尽管经验与经济理论引发了“对生产率这种持续增长根深蒂固的抵触”,却没有迹象表明这已经结束。但最终,大部分成员认为加息是避免通胀上升风险的理想的和谨慎的先行举动。

产出和就业的持续增长、以及对联邦基金利率太过远离中性利率的担忧,导致了2004年6月的首次加息。

尽管近期迹象表明通胀上升,美联储人员和许多FOMC委员却将加息归因于“暂时性因素”,并自信地认为通胀预期处于掌控之内。时任旧金山联储主席的珍妮特·耶伦认为,通胀前景既存在上行风险,也存在下行风险,而Donald Kohn和Roger Ferguson则表示美联储对通胀格局的有限认识是值得谨慎的一个原因。尽管美联储人员认为仍存在“明显的就业市场疲软”,他们预计其将大幅缩减。某些委员表示担忧:比如,堪萨斯联储主席Thomas Hoenig就认为,产出缺口比人们认识的更小,如果美联储无法以“更为谨慎的步伐和十分系统的方式重回中性利率”,那么就会在通胀问题上冒落后于形势”的风险。此外,某些牢记历史教训的委员以“1960年代末和1970年代错误的货币政策”为由坚持目前的紧缩立场”。

对当下的启示

关于这三次“首次加息”会议的

记录与今日的政策辩论仍存在共鸣,并为当下的利率变化提供了启示。

首先,即使主要价格数据保持低迷,通胀也一直是担忧因素。在第一、二次首次加息时,美联储官员的报告和记录承认主要通胀指标并未显示出强劲上升的迹象。但委员们经常以缺乏关于就业市场疲软程度或不太重要的数据为由指出前景堪忧。1994年,美联储主席格林斯潘指出了ISM指数的价格成分指数以及关于技术型劳动力短缺的报道。1999年,美联储人员将褐皮书的坊间消息作为通胀压力上升的依据。2004年通胀水平上升,但起点很低,某些委员强调了中间原料价格和美元的贬值。目前与以往大为不同,价格数据更为持续地低迷,我们怀疑,在主要通胀指数没有上升的情况下,FOMC的决策者们是否能被说服。

其次,以生产率增长预期衡量的工资增长一直令人关注,但在工资通胀率更高的情况下才堪忧。1994年,FOMC委员担忧“顽固的工资通胀”,即美联储人员预计工资通胀率将保持在3.5%。1999年,生产率的上升提供了一定的缓解,但某些委员担忧3.5%的薪酬增长预期将最终造成价格压力。类似的,2004年,尽管薪酬未加速增长,生产率增长的放缓却引发了忧虑。联储官员通常以更长远的目光预测未来生产率的增长,这表明他们目前可能不太重视过去几年中生产率的疲弱增长,只在工资增速明显超过生产率增速时担忧。而目前工资增速仅较生产率高1.5个百分点左右。

第三,对于就业市场疲软程度的异议和不确定性较为普遍,但这在过去往往受U3结构性失业率的制约。正如图表1所示,美联储人员对结构性失业率的预测随着时间显著改变,但鹰派的FOMC委员时常指出,结构性失业率可能高于官员

们的预测。关于就业形势疲软的问题在1999年尤其受关注,当时通胀水平较低,而失业率却降至远低于预期结构性失业率的水平,这凸现了委员会的不确定性。当时,Donald Kohn强调了这样的研究,即当FOMC不确定真实的就业市场疲软程度时,它应该谨慎地计划如何维持当前失业率,除非有迹象表明通胀率开始上升。目前,委员们预测U3结构性失业率位于5.2-6.0之间。此外,过去几年内,其它失业率衡量指标之间的差异也较不寻常。观察U3结构性失业率以外的数据并非属于新尝试——2004年,继第一轮“就业复苏”后,美联储人员强调了低迷的劳动参与率和较高的非自愿兼职就业率,但目前U3与U6差距拉大,从而增加了关于总体就业市场疲软程度的不确定性。

比较实际失业率的实时走势,以及美联储偏好的核心通胀指标和每次加息前夕美联储官员的预测可以发现,1994年,美联储人员预测,FOMC希望令失业率停留在结构性失业率以上,从而试图在6年的时间内将核心通胀率降低至2.25%左右。但是,失业率和核心通胀率都以远快于预期的速度下滑。1999年,失业率开始位于极低水平,且通胀仅温和上升。失业率在两年后股市崩盘和衰退接踵而至才开始攀升。2004年的加息总幅度是三次中最大的,失业率较预测水平进一步下降,而通胀保持在接近2%的水平。

最后,此后每个周期内的加息路径正如我们最近发现的,在不同的三个情景中,最终的幅度都比美联储最初的预测和3月份SEP(美联储经济预期摘要)中第五个低点隐含的当前加息幅度更大,隐含的终端利率随时间变化的过程。1994年,官员们的基本假设是联邦基金利率以4.5%为起点;1999年它达到6.25%,但长期内降至5.75%;2004达到4.25%,在3月份的SEP中联邦基金利率为3.75%。

期金融市场已出现调整,表现在:1,成长股的大幅调整;2,美债收益率出现易跌难涨。从长期角度来看,美国企业投资有启动的积极信号,但仍未体现在企业投资上,而一直被寄予厚望的新一轮技术周期至今也未找到一个明确的主题,类似于90年代的信息技术。因此未来对于资本市场来说,一旦预期的假设——创新周期——没有兑现,那么基于这种预期的对美高估值就面临调整的风险。

(作者系兴业证券研究员)

5月贸易顺差去哪儿了?

谢亚轩

日前,中国人民银行公布的数据显示,2014年5月金融机构新增外汇存款387亿元,较4月下降782亿元。此数据一出,问题就来了:如果利用测算热钱的“残差法”来计算:当月海关统计贸易顺差359亿美元,折合人民币2203亿元,商务部统计实际利用外商直接投资(FDI)金额86亿美元,折合人民币528亿元,如此算来当月“热钱外流”高达2344亿元,5月的顺差绝大多数都不知道逃到哪里去了。事实果真如此吗?笔者并不认同。

5月外汇存款大增366亿美元

我们曾撰文《我们为何不测算热钱》分析过“残差法”在中国使用中的局限性,具体到5月来看,有两个重要原因可以解释外汇存款与贸易顺差及实际利用外资之间的差额。

第一、货物与资金流统计时间上的差异。外汇存款统计是资金流的概念,可以说是严格意义上的收付实现制,只有当资金的确结汇或者购汇了,才会真正计入外汇存款统计中。而海关统计的贸易顺差是一个物流的概念,当货物的报关出口或者进口了,就会计入贸易差额统计。如此,就会出现物流方面的贸易顺差已经发生,而资金流方面的收付外汇和结汇行为还未发生的情况。这也就是说,当海关统计贸易顺差环比明显上升时,使用残差法测算的“热钱外流”一定会上升。实际情况比较复杂,我们简单按照账期一个月左右来推算,那么5月的外汇存款更应该对应4月的贸易顺差。而4月海关统计贸易顺差184亿美元,折合人民币1122亿,比5月少175亿美元,折合人民币919亿元。

第二、5月的外汇收入更多以外汇存款的形式持有。根据中国人民银行的统计,2014年5月国内个人和企业外汇存款大增366亿美元,折合人民币2246亿元。大家都知道,只有当个人和企业的外汇收入净结汇的时候才会产生新增外汇存款,而外汇收入不结汇就会存入外汇账户,体现为外汇存款的增加。因此,我们在使用“残差法”进行分析时,一定要关注外汇存款余额的变化。就像一个人,月收入8000元,支出5000元,如果不看银行卡余额增长的3000元,他当然会奇怪收入去哪儿了?

有鉴于此,综合考虑统计数据时

间差和外汇账户余额的变化,“5月贸易顺差去哪儿了”的问题并不难解。不过,喜欢思考的读者一定会问,为何外汇存款的余额在最近几个月出现这么快的增长呢?

人民币汇率波幅加大

2014年2月中旬以来,人民币汇率的波动幅度明显加大。人民币兑美元即期汇率从年初升值到6.04至4月底贬值到6.26,6月初再回升至6.21左右,波幅明显加大。从过去的经验看,人民币汇率波动加大,汇率预期不稳定的情况下,个人和企业持有外汇存款的意愿会明显上升。以国内金融机构外币存款余额占本外币存款总额的比值为例,2008年9月至12月次贷危机期间,2010年5月至10月欧洲危机爆发期间,该比值都出现过明显上升。2014年以来,特别是2月中旬人民币汇率波动加大后,该比值连续五个月回升,从去年年底的2.48%上升至5月的3.12%。

央行逐步退出外汇市场日常干预

2014年以来,人民币汇率波动性的上升与央行再次启动汇改并逐步退出外汇市场的日常干预有密切关系。央行本次汇改的目的是提升货币政策有效性,为此央行就必须改变过去为稳定汇率而持续干预外汇市场的做法,其结果就会使得人民币汇率的波动更多由市场基本面因素来决定,汇率的波动性上升,导致经济主体出于投机性需求而增加持有更多外汇存款资产。从国际收支平衡表的角度看,经济主体增加持有外汇资产自然会体现为金融机构境外资金运用的增加,表现为国际收支资本和金融项目的资金流出或者是逆差,与经常项目顺差相抵,如此才能实现外汇储备资产不增或者是少增,实现国际收支基本平衡。日前,国家外汇管理局刚刚公布的《2014年第一季度中国国际收支平衡表》显示,一季度中国保持国际收支双顺差格局,经常项目顺差实现70亿美元,资本和金融项目顺差实现940亿美元,国际储备资产增加1255亿美元。可以预计,在汇改后,第二季度经常项目顺差规模继续扩大,但资本和金融项目顺差规模显著下降甚至转为逆差,国际储备资产增加的速度将明显放慢。经常项目的顺差更多通过资本和金融项目的逆差来消化,是汇改和资本项目可兑换改革所推动的市场调节和经济主体自由选择的自然结果。(作者系招商证券宏观研究员)

外汇储备增长动因在变化



汪涛

2014年一季度外汇储备增长1270亿美元,增幅低于2013年第三季度的1660亿美元和四季度的1590亿美元。国际收支平衡口径下,我们估算的一季度外商直接投资(FDI)以外的资本流入635亿美元,显著高于2013年四季度的101亿美元。不过,这一趋势可能无法延续——5月新增金融机构外汇存款从4月份的190亿美元降至60亿美元,远低于一季度月均的410亿美元。我们初步估算的4、5月份FDI以外的资本流出分别约为180亿美元和500亿美元。

数据背后的含义是,2014年一季度外汇储备增长背后的驱动因素与2013年四季度相比存在较大差异。尽管2月中旬以来人民币对美元出现小幅贬值,但一季度约一半的新增外汇储备来自FDI以外的资本流入。外商投资净额512亿美元依然较高,而贸易顺差76亿美元和估值变动10亿美

元的影响相对较小。相比之下,四季度新增外汇储备主要来自于贸易顺差的扩大890亿美元和外商投资净额730亿美元,而FDI以外的资本流入有所降低。5月份贸易顺差升至359亿美元,而新增金融机构外汇存款相比一季度和4月份却大幅下滑,这意味着近期的人民币贬值以及市场对经济前景的悲观预期可能使5月份出现了较大规模的FDI以外资本的流出。中国基础货币创造背后的驱动因素可能发生改变,这将在未来几个月给央行的货币管理带来一些挑战。

去年中国资本流动波动性增大基本可以归因于市场对于人民币升值的预期出现变化,美联储的QE退出计划,中国的宏观经济前景。我们预计,随着中国加快资本账户开放,人民币从稳步升值转为增加波动性和温和贬值,以及全球市场对QE退出做出反应,这种波动性在2014年将表现得甚至更为明显。我们预计2014年中国的经常账户顺差将保持在占GDP的2.1%,而资本账户全年将出现大幅波动。十八届三中全会的改革规划中将中国资本账户开放列为政府的首要任务。预计资本账户开放将通过以下方式以渐进方式推进:首先,继续提高人民币QFII额度;第二,扩大QFII在银行间债券市场的参与度;第三,放宽企业等层面的外债借款限制;最后,沪港通的机会。

(作者系瑞银中国首席经济学家)

美国经济运行进入敏感期

王涵

美国增长绕不开的问题:人口老龄化导致的总需求萎缩。

随着二战后婴儿潮出生的人口开始逐渐步入老年,美国劳动力对需求的贡献出现明显下移。同时,人口老龄化不仅是美国的问题,也是全球的问题,这意味着美国寄希望于从海外“抢需求”的难度也将增加。换句话说,当前美国中长期经济要启动正面临着此前周期中从未遇到的挑战。

美国较高复苏预期隐含的假设:技术革命创造新需求。无论是资本市场表现,还是经济预测均指向当前对于美国中长期经济前景的预期已提至高位。虽然已有迹象显示美国本轮周期启动是以企业投资为主,但企业的进一步追加投资需要以终端需求的持续增长为前提。而在老龄化导致美国自身以及全球需求匮乏的背景下,需求的扩张只能依赖于新技术带来的新需求。

过去几轮周期指向美国始终站在

世界创新的前列,因此这种高预期实际隐含了对美国企业创新的高期待。然而未来不确定性在于,本轮周期是否会复刻上世纪90年代的辉煌,是否有足够的新需求被激发来弥补已有需求的萎缩。

验证期:有积极信号,但并不足够。从短期数据来看,市场对于天气因素扰动后美国经济数据走强预期较高。然而事实上我们看到美国短期经济数据在好转,但是仍是“波动”上行。在这种“预期差”下,我们看到近