



美国政策组合的变化：全球收益与风险

作者：[Maurice Obstfeld](#)

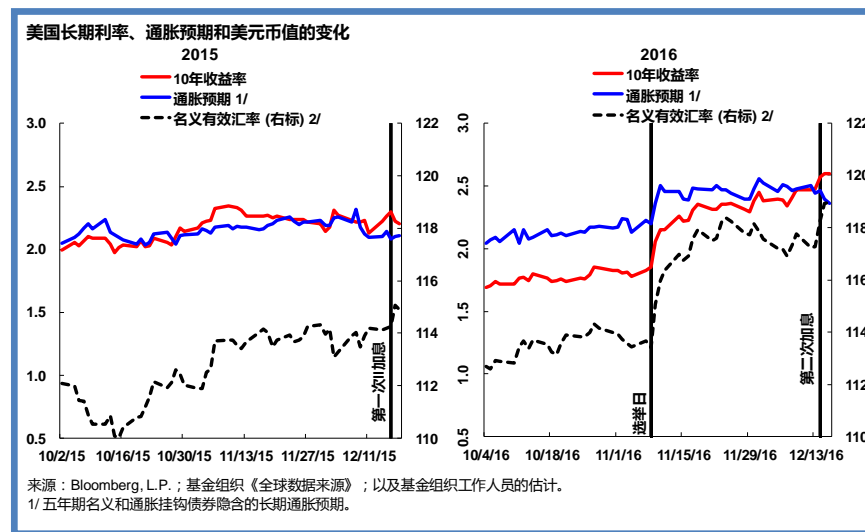
2016年12月20日

继全球许多经济体过去一年经历了金融动荡、政治风波和不稳定增长之后，美联储本月决定提高利率。这是美联储十年以来的第二次加息，表明美国这个世界上最大的经济体正如期实现复苏。

美联储的行动并不出乎意料：市场几个星期以来已经预期，美联储上周会作出那样的决定。但美联储作出决定之前几周的市场情况却使许多市场观察人士感到惊讶。

尤其引人注意的是，11月8日美国总统和国会选举之后，美国长期利率、美元币值以及基于市场的长期通胀预期衡量指标大幅上升。在美联储2015年12月上一次加息之前，市场没有出现类似的剧烈反应（见图）。

在美联储最近作出决定后的数日内，美元进一步升值。



时间会证明这些市场动态是否构成一种新趋势。但选举很可能标志着美国政策体制的变化，这种变化在未来可能对美国自身和其他国家的价格和经济活动产生更大的影响。美国产生的溢出效应对新兴市场经济体的影响尤其大。在其中一些经济体，本币贬值使其竞争力提高，但同时经济也存在脆弱性。

发生了一些变化

从2016年初到选举，美国国债收益率一直处在很低的水平。有关全球前景的讨论，包括基金组织开展的讨论，都强调了经济增长一直低迷不振和持续存在通缩压力（甚至出现[长期停滞](#)）以及利率持续处于低水平的风险。

然而，长期名义利率在很大程度上受到对美联储政策利率未来路径预期的影响，而这种预期进而受到通胀压力和经济基本面的影响。因此，选举之后美国长期利率走势的急剧改变导致了一些变化：它可能不仅仅反映了将在 12 月作出的加息决定（对此已有广泛预期），而且反映了对未来利率路径和未来美国经济需求的预期的变化。

与这些预期相一致，尽管上周提高利率的决定本身并非意料之外，但联邦公开市场委员会成员预期的未来利率路径也已变得更陡，目前显示今后两年内将加息三次。

资产价格出现急剧变化的时间——美国选举之后的几天之内——为我们判断市场变动的驱动因素提供了关键线索。唐纳德·特朗普当选美国总统，加上共和党继续控制国会，这结束了美国政府六年的分治状态。

对未来的影响

国会共和党长期以来一直支持降低个人和企业所得税。当选总统特朗普在竞选中提出的政策不仅包括大幅下调税率，还包括增加某些类别的政府支出，特别是国防和基础设施。

目前仍处于早期阶段，难以判断财政政策究竟会怎样变化。但有一点可以肯定，通过增加支出和降低税率的某种组合，财政政策会变得更为扩张。

总的来说，美国总需求的增加会使实际产出有所上升——新的工人被雇用，其他工人的工作时间延长，机器得到更多使用——并会产生一些通胀压力。总体失业率目前为 4.6%，其他衡量劳动力市场压力的指标基本上也从八年前的金融危机中恢复，因此，美国经济几乎不再存在产能闲置。除非劳动力参与率大幅提高、超时工作显著增加，否则通胀压力有可能明显上升。这看来是美联储预期将更快提高联邦利率时考虑的因素。

美国利率的更快上升预示着美元的进一步升值。为鼓励美国企业将过去留在境外的利润（一些人估计数额达 2.5 万亿美元）汇回美国而提供的税收优惠也可能促使美元升值。鉴于需求增长加快，结果将是美国经常账户逆差扩大，也就是说，美国会从境外借入更多资金。其中一些借款可能会为联邦财政赤字的扩大提供融资，取决于美国财政政策方案的具体特征、赤字在多大程度上由其他领域的预算削减所支付、政府借款利率的路径，以及经济增长对相关变化作出的反应。

如果基础设施支出得到妥善安排，起到促进潜在产出的作用，并且税收措施能够促进投资、劳动力供给和经济包容性，那么美国的经济增长将作出更有力的反应，而通胀会处于更低水平。

今后面对的国际挑战

鉴于美国在世界经济中发挥的核心作用，其政策组合的显著变化会对其他经济体产生重要影响。

本币对美元贬值的发达经济体将从美国增长加快和汇率竞争力提高中受益。这些经济体中的多数目前正在应对通胀低于目标的情况，因此，上述变化带来的通胀压力将是令人欢迎的（至少在初期）。这些经济体的利率可能也面临上行压力，给那些负债很高、但没有从推动利率上升的有利需求溢出效应中充分受益的国家带来财政挑战。

新兴市场经济体也能从货币竞争力提高、美国需求上升中获益。但是，尽管很多新兴市场经济体增强了其政策缓冲（如外汇储备），减少了货币错配情况，并改善了金融监管框架，但一些经济体仍可能面临压力，特别是如果已经存在政治或经济紧张状况。

历史上看，美国利率是新兴市场经济体净资本流入的关键驱动因素之一。灵活的汇率能够对资本迅速外流起到缓冲作用，因为它使国际资金能够通过汇率变化而非储备流失来实现再平衡调整。然而，在美元利率上升和本币贬值的共同作用下，流动性可能减少，资产负债表可能恶化，特别是考虑到新兴市场经济体居民和非居民企业美元借款的重要性。此外，货币贬值可能导致通胀上升。因此，新兴市场的政策制定者将继续保持警觉。

如果美国政策体制变化后出现汇率大幅变动和全球失衡加剧，保护主义压力就会成为一个重要风险，正如过去发生的类似情况。鉴于发达经济体的政府希望保留制造业，而新兴市场最近几十年在这一领域取得了重大突破，最有可能的情况是，新兴市场经济体成为发达经济体竖立的更高贸易壁垒的主要目标。

因此，各国政府应该记住，如果采取保护主义措施，即使是在贸易伙伴实施报复之前（而它们往往会试图这样做），这些措施在本国也很可能**适得其反**。发达经济体融入真正的全球供应链的过程突出表明了这一风险。在政策组合差异明显的环境下——我们目前可能就面临这样一种情况，全球贸易体系规则将变得比以往任何时候都重要。



莫里·奥伯斯费尔德是国际货币基金组织经济顾问兼研究部主任，目前从加州大学伯克利分校休假。他是伯克利分校 1958 届经济学教授，曾担任该校经济系主任（1998-2001 年）。在 1991 年前往伯克利分校担任教授之前，他曾正式任教于哥伦比亚大学（1979-1986 年）和宾夕法尼亚大学（1986—1989 年），并在哈佛大学担任客座教授（1989-1990 年）。他就读于宾夕法尼亚大学（1973 年获学士学位）和剑桥大学国王学院（1975 年获硕士学位），并于 1979 年在麻省理工大学获得经济学博士学位。

2014 年 7 月到 2015 年 8 月，奥伯斯费尔德博士担任奥巴马总统经济顾问委员会成员，在此之前曾担任日本银行金融研究所名誉顾问（2002-2014 年）。他还是计量经济学会和美国艺术和科学院成员。奥伯斯费尔德博士获得的荣誉包括蒂尔堡大学特亚林·科普曼斯资产奖、Rajk Laszlo 高等研究学院（布达佩斯）约翰·冯·诺伊曼奖和德国基尔世界经济研究所的伯恩哈德·哈姆斯奖。他还发表了许多著名演说，包括美国经济协会的年度理查·伊利演讲、印度储备银行的 L.K.Jha 纪念演讲和普林斯顿大学的弗兰克·格雷厄姆纪念演讲。他还曾在美国经济协会执行委员会工作，并担任该协会副主席。此外他还在基金组织和全球多家中央银行从事咨询和教学工作。

奥伯斯费尔德博士是两本主要国际经济学教科书的联合作者——《国际经济学》（第 10 版，2014 年与 Paul Krugman 和 Marc Melitz 合著）和《国际宏观经济学基础》（1996 年与 Kenneth Rogoff 合著）。他还著有 100 多篇关于汇率、国际金融危机、全球资本市场和货币政策的研究文章。