沙楠

美国2024年经济走向与货币政策取向

本文先回顾了美联储本轮紧缩政策的操作，以及金融市场对此的反应，在此基础上分析美国2024年经济实现软着陆的可能性，以及美联储2024年货币政策取向，并进一步剖析了美国经济、美联储动向对中国经济的外溢影响。

美联储本轮政策操作回顾

美国此轮紧缩周期始于2022年3月，至今一年多时间来已加息525个基点，从政策实施力度看，限制性利率水平将保持足够长时间（higher for longer），直至对经济降温的累积效应与滞后效应逐步显现。从政策操作节奏看，此次货币政策正常化速度较以往明显更快，这不仅考虑到工资—通胀螺旋上升的风险，还有供应端受到破坏短期不能恢复正常的隐患。尤其近期地缘政治冲突对石油大宗商品市场的冲击抬高通胀预期也是美联储在政策操作中不得不考虑的因素。

从政策操作范式看，鲍威尔与伯南克时期有相当大的区别。伯南克相对依赖前瞻指引，鲍威尔则弱化了前瞻指引，对数据更加依赖。这是因为短期名义利率处于0或有效下界（ELB）时，前瞻指引确实是一种强有力的工具，在货币政策正常化阶段，其有效性显著减弱。外部环境上，大缓和已演变成大动荡，全球化趋势减弱、劳动力老龄化趋势加强以及大宗商品市场紧俏等因素都要求美联储操作范式要因势而变。内在逻辑上，此次美联储加息太晚导致当前央行的公信力面临较大挑战，这也要求政策制定者不能照搬旧的范式，需要一定的灵活性。

从政策操作顺序看，当前与2013—2019年类似，同样是逐渐缩减资产购买规模（Taper）、加息、缩表。回顾上一次紧缩周期，2013年12月美联储启动Taper，至2014年10月结束量化宽松（QE）操作，2015年12月首次加息，2017年10月开始缩表，2019年9月缩表结束。与加息着眼于短期利率和价格不同，缩表着眼于长期利率和数量。简单来说，就是直接从市场抽走流动性，因此市场对缩表的频率和规模也较为关心。根据美联储公开市场委员会（FOMC）的会议纪要，美联储在2022年6月启动缩表，方式为减少到期证券再投资。最初每月至多为475亿美元，含300亿美元国债和175亿美元抵押支持证券（MBS）。2022年9月将缩减规模上限增至950亿美元，即每月至多600亿美元国债和350亿美元MBS。在实际操作中，美联储会根据最新披露的经济数据和金融体系的流动性状况来对政策节奏和力度进行调整，如果核心通胀降低仍然缓慢，减持规模或将渐进上升直至区间上限。当意外冲击发生时，也能灵活调整减持节奏，权衡价格稳定与金融稳定目标，避免系统性金融风险的出现。2023年10月数据显示，美联储总资产已降至7.93万亿美元，与2022年紧缩周期开始前8.95万亿美元相比，降低约1万亿美元规模，其中国债减持8000多亿美元，MBS减持2000多亿美元。受2023年硅谷银行倒闭事件影响，缩表节奏略有调整，冲击影响平复后，政策操作随即恢复正常。

金融市场反应

与美联储较快的加息速度相比，金融市场反应一直相对平稳。用美联储前主席伯南克的话来说，就是让金融市场站在我们一边，并替我们做一些工作。逻辑上看，风险资产价格有序温和下跌对于降低通胀是有利的。首先，居民部门持有较多的金融资产，金融状况持续收紧带来的风险资产价格下跌导致居民部门的财富出现损失，有利于抑制过热的需求。现实中，以人工智能（AI）和创新药为代表的结构性上涨导致美股自2022年紧缩周期开始一直保持稳健，财富缩水效应有限。

周皓

其次，房地产市场的降温有利于降低服务业的通胀水平，服务端价格尤其是住房租金价格是导致通胀高企的重要因素。历史数据显示，房屋价格领先于租金价格12～18个月，美联储加息将直接抬升抵押贷款利率，抑制房地产市场的火热状况。实际中的状况要比理论链条复杂，从房屋价格来看，高利率环境下购房需求是被抑制了，但房屋供应的情况也不容乐观，库存偏紧也使得房价保持一定的韧性，2023年8月数据显示，美国房价同比上涨5.6%，环比上涨0.6%。这也为限制性利率水平维持更长时间提供了支撑。

最后，美债利率维持高位一定程度上也起到了加息效果。紧缩周期启动至2023年11月，共发生了两次事件扰动，一是美国地区性银行倒闭潮，二是美债抛售潮。两次危机均与债市波动高度相关，流动性压力增加时，错配严重的金融机构抛售债券，未实现损失变为了实际亏损，进而导致了资不抵债。2023年8月以来，期限溢价上升推动了10年期与30年期国债收益率升至5%以上，国债市场出现严重暴跌，金融条件才进一步收紧。

美国经济2024年能否软着陆

美联储政策操作的目标是将通胀降至2%左右，同时实现经济的软着陆。软着陆通常定义为，未来10个季度中，有4个季度的GDP保持正增长，与此相对的硬着陆则是，未来10个季度中，至少有1个季度的GDP增速低于-1%。我们认为，美国经济2024年仍有可能实现软着陆，但难度依然不小。能否成功实现软着陆极其考验美联储政策操作的水平，尤其是预期管理的成效。在降温的过程中，美联储应避免预设路径，从而在过早退出紧缩政策带来的风险，以及硬着陆带来的风险中寻得平衡，积极引导市场预期，尽可能实现其政策目标。

从美国2023年三季度经济数据看，季调环比年化增长率为4.9%，前值为2.1%，经济增长仍超预期，其中个人消费中的服务业支出较为强劲，私人投资对经济增长也有显著贡献。从就业市场看，紧缩政策操作至今，也一直保持强劲，非农业部门新增就业人数频频超出预期，2023年8月职位空缺数量意外反弹，限制性利率水平产生的滞后效应并未充足展现。

尽管滞后公布的经济数据和就业数据如此火热，但我们认为其拐点将在2023年四季度或2024年初出现，事实上，美国2023年10月的非农就业数据出现弱于预期的情况。超过5%的融资成本，将显著对新增融资需求带来遏制，对消费和其他支出形成挤占，进而将过热的经济降温下来。一是对利率敏感的制造业和房地产业已出现明显疲态，二是消费支出当前看似强劲，但后续增长的助推力在慢慢减弱。具体来看，从超额储蓄推测，疫情期间对居民的大幅财政补贴未来将逐渐耗尽，消费支出动力将变弱。从工资收入推测，尽管当前劳动力市场仍具韧性，但工资增长已显现分化与疲态，其中私营工人工资显著降低，工资增幅跑不赢通胀也从另一层面削弱了消费支出继续拉升GDP的后劲。

截至2023年11月，转向的信号或已出现。例如，美国2023年三季度核心个人消费支出平减指数（PCE）年化初值环比升高2.4%，低于预期。初次申请失业金人数为21万人，高于预期。10月由自动数据处理公司（Automatic Data Processing，简称ADP）发布的ADP数据显示，私营部门就业新增人数11.3万人，低于预期。滞后效应的逐步显现，结构性问题的渐渐缓解都使得软着陆具备一定的可能性。

美联储2024年货币政策取向

考虑到加息的累积效应、政策的滞后效应，以及宏观整体与微观主体感受的温度差，偏紧的金融环境正在抑制通胀上逐渐显示其效果，消费支出和投资在高融资成本的信贷状况下将慢慢降温。虽然难言限制性利率时间上会持续多久，但水平上应该接近上限。持续多久取决于关键经济数据，即核心通胀指标下降速度。如果下降仍然缓慢或停止下降，2023年底或2024年初存在再次加息1次的可能。从美联储角度看，与通胀的战斗一旦开始，不达目的就难言结束，这也是这个机构预期引导管理的威信所在。另外，过度紧

缩也容易导致软着陆失败，以2018年为例，美联储在12月最后一次加息引发了市场恐慌，这也是美联储不愿看到的情形。综合评估，美联储在当前复杂环境下保持耐心，这也意味着降息时间会相应延迟。加之地缘政治冲突对石油价格的冲击风险依然存在，边走边看仍然会是美联储2024年政策操作的主基调。预期数据显示，美联储推迟了降息的时间点，2023年12月不加息概率较高，2024年开始降息，到2024年9月，利率较峰值下降50个基点，降息次数或为2次。

从缩表节奏看，根据疫情发生前，美联储资产负债表规模与名义GDP的比例来估计，紧缩政策实施前30%多的比例应降至20%左右才算合理。为避免再次发生2019年缩表带来的意外波动，美联储此次量化紧缩（QT）操作更为谨慎，截至2023年11月缩表减少的更多是逆回购机制（RRP）规模，银行体系的储备金仍较充裕（约3.2万亿美元）。随着RRP的持续抽水，QT的速度在2024年或将放缓，月度减持规模抑或一直低于上限。

除美国经济数据外，另外一个或对2024年货币政策取向产生影响的便是日本收益率曲线控制（Yield Curve Control，简称YCC）政策的意外冲击。日本持有大量的美国国债，若日本货币政策发生转向，债券市场波动抑或导致美联储政策取向发生变化。以2022年英国迷你预算风波为例，其对美债市场也有显著的溢出效应。此外，2024年美国国债供给也是不容忽视的一个因素，发行增多供给增大会导致供需失衡、收益率上升，进而收紧金融环境，这些同样会影响美联储的政策取向。以2023年10月美国国债期限溢价大幅升高为例，当时便是财政部的借贷计划远超市场预期，长端债券供给激增，进而30年期国债拍卖低迷，这也是美联储取向动态调整不得不考虑的事件。

对中国经济外溢影响

当前美国经济的核心矛盾是需求过热，中国经济的核心矛盾是需求偏弱。因此，美国选择加息来遏制，中国选择降息来拉动。鉴于中国金融市场开放度有限，美联储加息缩表对中国经济的总体冲击较为有限。即便如此，考虑到美元在全球支配性的地位，资本回流美国还是会对中国经济带来一定的影响。最为直接的冲击是，资本外流导致人民币贬值预期增强，汇率的波动幅度也变大。

我国当前通胀水平总体可控，若人民币贬值压力过大，会在价格端形成压力。此外，考虑到中美经济周期错位，美国加息而中国降息，或加剧资本流出趋势。分市场看：股票市场方面，北上资金净流出规模增大和频率增多。债券市场方面，中美10年期国债利率倒挂幅度加大，资本外流下贬值压力对我国进一步宽松的空间形成挤压。此外，外资近年来持有我国债券的比例不断增加，其净流出也会带来短暂的冲击。

中国经济目前还在持续恢复中，较美国经济周期慢了半个身位，2023年11月至2024年中尽快将经济拉回潜在增长水平是关键。对货币政策而言，在经济触底回弹期，应减少结构性货币政策的过度使用。与此同时，当前降准仍有空间。此外，2023年底中央财政的发力对财政政策与货币政策协调配合提出了更高要求。地方政府债务风险正在逐步化解中，时间换空间的思路为城投转型与金融风险化解提供了缓冲窗口，解决了地产和城投两大风险隐患后，中国经济发展的内生动力必将进一步增强。

展望2024年，出口处于恢复期，制造业投资保持平稳态势，消费支出对GDP增长的贡献将发挥积极作用，房地产投资与基建投资也可保持乐观（地产投资修复与中央财政发力）。随着改革开放进入攻坚期和深水区，短期内调整举措会对经济增长带来放缓的阵痛，也会带来一定的风险隐患。为此，要统筹处理好防风险与稳增长的关系，坚持高质量发展方向不动摇，保持政策定力，维护政策预期的稳定，积极应对转型压力，切实守住不发生系统性风险的底线。

（沙楠为清华大学国家金融研究院新结构金融学研究中心副主任、南方科技大学商学院访问学者，周皓为清华大学五道口金融学院讲席教授、南方科技大学商学院讲席教授。本文编辑/王茅）