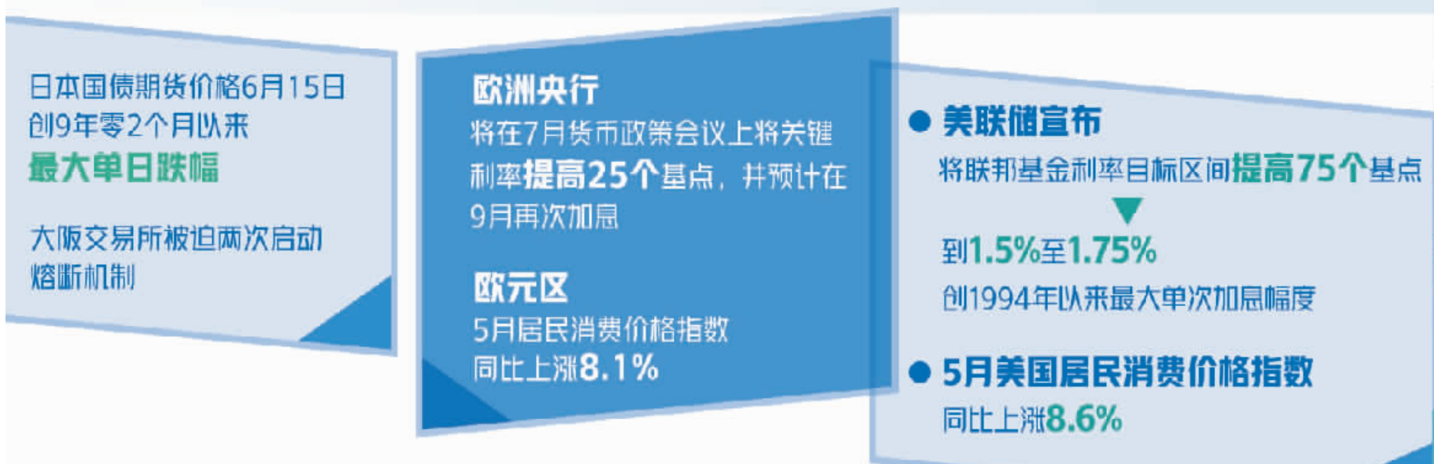
美欧日货币政策进退两难

当地时间6月15日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间提高75个基点；欧洲央行召开特别会议，讨论债券市场异动；日本10年期国债期货价格创9年零2个月以来最大单日跌幅，日本央行宣布将继续实施无限制买入国债期货的“连续限价操作”。面对高企的通胀和疲弱的经济，美欧日央行纷纷调整货币政策，其效果如何，有待观察。



图为6月10日，顾客在美国纽约一处加油站加油。 郭 克摄（新华社发）

欧洲央行加息箭在弦上

本报记者 翁东辉

欧洲央行货币政策迎来了转折点。日前该央行宣布，计划在7月份货币政策会议上将关键利率提高25个基点，并预计在9月再次加息。此举意味着欧元区紧跟美国加息步伐，持续11年的低利率政策即将结束。

欧洲央行利率政策大转变，有其深刻的时代背景。俄乌冲突给全球经济带来的冲击预计要持续多年，欧洲经济遭受重创。由于严重依赖俄罗斯油气供应，能源价格飙升不仅造成欧洲供应链受阻，而且进一步加重了通胀威胁。欧元区经济面临滞胀的危险。

欧洲央行加息与否已经争论了很长时间。去年底加息政策呼之欲出，但硬生生被决策者压了下来。回头看欧洲央行政策变化的过程，从侧面也可反映出当前欧洲经济所面临的严重困难。

去年12月以来，持续的物价上涨压力迫使欧洲央行改变政策。此前，央行高层一直强调通胀将是“暂时的”，并回避加息议题。有专家分析认为，长期低利率导致的通胀正在侵蚀欧洲人的购买力。根据欧盟统计局数据，去年11月份欧盟通货膨胀率上升到4.9%。当时欧洲央行认为，尽管存在很大不确定性，但仍有充分理由相信欧元区通胀率将在今年明显下降，并在中期逐步回落到2%的目标水平。现在看来这个预判并不正确。

欧洲央行认为，欧洲的通胀表面看是受能源价格飙升的影响，根源则是供应方面的问题。这意味着价格上涨的原因在于供应链受阻、与新冠肺炎疫情相关的工厂关闭以及俄罗斯大幅减少对欧洲的天然气供应造成的能源短缺。正是基于这样的判断，在没有受到“工资价格螺旋上升”迫在眉睫的压力时，欧洲央行拒绝采取加息行动，因为提高利率只会扼杀经济繁荣。

从相关数据看，4月份欧元区工业生产者价格指数达到37.2%，整个欧盟工业生产者价格指数同比上涨37%；5月份欧元区居民消费价格指数创下8.1%的新高，达到央行通胀目标的4倍。显然，欧洲通货膨胀日益严重，已经不能用“意外上升”来搪塞了。对此，欧洲央行行长拉加德的解释是，俄乌冲突继续给欧洲和其他地区的经济带来压力，并影响正常贸易，导致原材料供应短缺，使得能源和大宗商品价格持续上涨。有欧洲议员提出，既然近半年来经济环境已经变化，为什么欧洲央行的观点没有改变？

正因如此，能源价格失控导致通胀飙升，促使欧洲央行重新考虑政策取向，从支持经济复苏转为抑制通胀这个当下的“最大挑战”。他们将通胀预测大幅上调至2022年的6.8%和2023年的3.5%，而关键的中期通胀预测是将在2024年降至2.1%。欧洲央行有三个关键利率，再融资利率目前为零、边际贷款利率为0.25%、银行存款利率为-0.5%。其中，存款利率通常是商业银行将现金存放在欧洲央行过夜所获得的利息，2014年以来一直为负值。拉加德制定的路线图是在9月底前退出负利率。

欧洲央行此次下决心政策大转弯，对市场的影响不能小觑。自央行宣布加息计划以来，欧洲市场债券收益率一路飙升，基准10年期德国国债收益率一度达到1.7%，而意大利10年期国债收益率则突破4%，利差急剧扩大。这也引起了金融管理层的警觉，欧洲央行利率管理委员会6月15日紧急召开特别会议，专门讨论近期政府债券市场的异常动向。拉加德警告说，欧洲央行将“不会容忍超出基本因素并威胁货币政策传导的融资条件变化”。这意味着欧洲央行随时有可能出手干预。

债券利差问题为何引发如此大的关注？欧盟27个成员国为其各自的公共债务支付的价格各不相同。利差通常被视为投资者对不同政府债券或欧洲央行支持它们的承诺的相对信心的标志。利差越大，意大利或希腊等高负债国家越难以为其债务融资，就有可能再次爆发主权债务危机。所以，欧洲央行经常面临欧元区各成员国的压力，拉加德也不得不向欧洲议会保证，欧洲央行将确保其货币政策在整个欧元区得到适当传导。

经济前景不佳凸显了拉加德面临的艰巨任务，既要通过加息抑制高通胀，同时又不危及欧元区已经步履蹒跚的经济。特别是美联储已经采取了更为激进措施的情况下，欧洲央行确实左右为难。该央行已经将欧元区今明两年的经济增长预测分别下调至2.8%和2.1%，且认为俄乌冲突影响还会继续扩大。

欧元区经济出现疲软已成事实。根据经合组织统计数据，今年一季度欧元区GDP环比增长停滞在0.3%，二季度持续疲软。商业信心出现创纪录的下降，尤其是德国采购经理人指数在4月份降到15个月来的低点。失业人数也在增加，4月欧元区经季节性调整的失业率为6.8%。在天然气供应减少或工资增长强劲的情况下，欧洲央行货币政策可能比预期更迅速地收紧。面对紧张的能源状况和汹涌的通货膨胀，欧洲央行加息已经是箭在弦上。

美国激进加息非良策

胡 艺

美国正陷入自上世纪80年代初以来最严重的通货膨胀，这意味着美国普通民众正经历生活成本的快速上升。如今，美国应对通货膨胀左右为难，难有双全良策，而治理通胀带来的风险正在加大。

供需两端推高通胀

根据宏观经济理论，通胀率主要受总需求调节下的失业率缺口、供给冲击和预期通胀率三个因素影响。

在需求侧，美国激进的财政与货币政策将美国失业率从2020年4月新冠肺炎疫情暴发时14.7%的高位压低至近3个月的3.6%，明显低于美国5%左右的长期自然失业率。失业率低于自然失业率，意味着产出水平高于潜在产出水平，短期经济存在过热迹象，产生所谓的“需求拉动型通胀”。

自美国新冠肺炎疫情暴发至今，美两届政府的财政支出极尽扩张。特朗普政府于2020年3月和4月通过总额约2.5万亿美元的经济刺激法案和援助法案，拜登政府于2021年3月和11月分别通过总额为1.9万亿美元的疫情纾困法案与1.2万亿美元的基础设施投资和就业法案。激进的财政刺激将美国国家债务规模推至30万亿美元以上，政府负债率超130%，是国际警戒线60%的两倍多。美国2020和2021两个财年的财政赤字率分别为14.9%与16.7%，是国际警戒线3%的5倍左右。

美国的货币政策也不遑多让。早在2020年3月，美联储就打空了常规货币政策工具箱里的几乎全部弹药，将美国联邦基金利率目标区间下调到0%到0.25%之间，并开启新一轮的量化宽松，将法定存款准备金率下调到0%，将央行给商业银行提供的一级信贷利率下降到0.25%。同时，美联储还重拾次贷危机时使用的货币基金借贷便利、商业票据融资便利等工具为影子银行体系提供流动性支持。无底线的美元流动性泛滥，已经超出实体经济的货币需求和资本市场的蓄洪能力，最终成为当前严重通货膨胀的最重要推手。

在供给侧，美国单边推动的对华经贸摩擦、俄乌冲突以及新冠肺炎疫情，共同推高了美国企业的供给成本，造成所谓的“成本推进型通胀”。

2018年3月开始，特朗普政府单边发起多轮对华经贸摩擦，对中国出口至美国的超5000亿美元商品加征关税。2020年1月，中美达成第一阶段经贸协议后，美方仍保留了对华2500亿美元商品25%和约1200亿美元商品7.5%的特别关税。中国长期是美国的第一大进口来源地，为美国民众提供了大量物美价廉的消费品。美国对华加征的关税主要由美国企业承担，并通过涨价的方式转嫁给了消费者。

美国对华企业的多项制裁也降低了诸多行业的生产和供应链效率，使芯片等产品的价格走高。俄乌冲突的爆发使作为全球能源、农产品和矿产品重要供给方的俄罗斯、乌克兰和白俄罗斯的出口规模和出口效率下降，从而推高了全球大宗商品的价格。能源、农产品和矿物是各国企业生产的重要投入品，其价格的上涨推高了下游消费品的价格。新冠肺炎疫情也一度使美国各行业的开工率严重不足，各类商品的供给困难，从而也导致诸多商品价格不断走高。这些直接提高企业成本的负面供给冲击，使美国面临通货膨胀的同时还承受经济增长乏力之苦。

在预期通胀管理上，美联储和美国政府各部门从2020年4月此轮通胀开启之时，就小心“呵护”市场和民众。美联储主席和美国财政部长都曾表示，通胀是“暂时的”，以期让人们降低通胀预期，通过理性预期发挥作用，降低现实通胀率。5月美国居民消费价格指数同比上涨8.6%，对通胀预期的管理并不成功。官员们纷纷公开承认误判通胀，民众对美国降低通胀的信心正逐步减弱，高通胀预期的形成与自我实现会不断强化现实的通胀水平。这还会侵蚀美国治理通胀的公信力，使今后反通胀政策的效果大打折扣。

应对之策左右为难

面对严重的通货膨胀，美国政府多管齐下，从需求侧和供给侧两方面试图压低通胀率，但政策效果不尽如人意。

在需求方面，转入升息缩表通道的货币政策无疑是美国应对通胀的最有力武器。2021年11月开启降低资产购买规模的缩表程序，并于2022年3月升息25个基点开启升息程序，年内现已升息3次，共计150个基点。美联储的货币紧缩政策面临着稳定物价和经济复苏的权衡取舍，左右为难。面对超预期的通胀率，必须施以超预期的货币紧缩政策，这或许能稳定物价，但会付出产出下降、失业增加、股市大跌的代价。

2022年一季度，美国调整后的国内生产总值折合年率已出现1.5%的下降，年内美国道琼斯指数跌幅已达15%，纳斯达克指数跌幅达30%。美联储仍希望在治理通胀与坚定市场信心之间达成平衡，会继续实施有稳定预期的多次加息。但多次加息如未能如愿压低通胀，存在预期管理彻底失效的风险，最终或造成美国经济的硬着陆。

在供给方面，美国政府频繁发声，动作不断，希望通过多渠道降低企业生产成本以降低通胀水平。

一是美国总统拜登、财政部长耶伦和商务部长雷蒙多等在多个场合公开表示，倾向于放宽特朗普时期征收的部分对华关税。此举无疑是希望通过降低自中国进口商品的价格来帮助抑制美国的高通胀，可惜迟迟未见行动。可能的原因是担心共和党以此话题发难影响民主党中期选举结果。

二是拜登准备访问沙特，寻求海湾国家增加原油供给以平抑油价，降低美国国内飙升的燃料价格。但是，美国政府近年来的中东政策和与沙特的矛盾隔阂注定让拜登的沙特之行不会轻松。

三是美国不顾尚未结束的新冠肺炎疫情放开防疫措施，希望全面的复工复产能增加各类商品的供给。但是，新冠肺炎疫情未来发展仍充满不确定性，猴痘病例又不断出现，公共卫生危机对美国商品供给和通胀的影响短期内恐难彻底消除。

潜在风险须加防范

美国治理高通胀可能通过多个渠道对全球经济金融造成重大影响。

第一，美国货币政策的紧缩，可能带来一场新的经济衰退。上世纪80年代初，时任美联储主席保罗·沃尔克治理通胀而带来1982年至1983年经济危机这一幕或将重演。美国作为全球最大商品进口国的再一次经济衰退将给世界各国的出口和生产带来巨大负面冲击。

第二，美国升息导致的全球美元回流，在资本市场上会造成各国资产价格的暴跌，在外汇市场上会导致各国货币兑美元大幅贬值。这一迹象目前已经非常明显，各国如不审慎合作应对，多年积累的国民财富恐怕会付诸东流。

第三，美国会政治施压别国做出利益让渡，以缓解美国自身的通胀压力，甚至不排除在通胀问题难解之时，通过制造地缘危机甚至军事行动转移国内政治经济压力。各国更应对此提高警惕，未雨绸缪。

（作者系武汉大学美国加拿大经济研究所副教授）

日本艰难抑制国债收益率

本报记者 陈益彤

6月15日，日本国债期货市场一片狼藉。10年期国债期货价格较前一天暴跌2日元以上，创下9年零2个月以来的最大单日跌幅，大阪交易所被迫两次启动熔断机制。日本央行宣布将继续实施无限量买入国债期货的“连续限价操作”，并从16日开始举行为期两天的会议讨论下一步的货币政策。

日本媒体认为，此次日国债期货市场崩盘，是全球通胀和美联储加息预期背景下，海外投资者与日本央行之间“攻防战”激化的表现。

分析认为，当前全球通货膨胀加剧，近期欧洲央行计划上调利率，美联储加息动作频频，海外投资者认定，日元贬值叠加欧美“鹰化”背景下，日本央行难以承压，将跟随欧美修改目前量化宽松政策，因而对国债进行抛售。

为此，日本央行“严防死守”，艰难应对。据日本媒体报道，6月13日，日本10年期国债收益率已突破了日本央行规定的收益率曲线控制（YCC），一度达到0.255%。日本央行随之进行连续限价操作无限买进，极力抑制收益率上升。6月15日，又采取措施扩大了限价操作对象范围，以强力应对海外投资者的抛售行为，并宣布购买2.45万亿日元的国债。

分析认为，抑制长期国债收益率上升在技术上愈发困难，加之国内对此政策导致日元贬值加速的批判声水涨船高，可能推动日本央行修正其货币政策。从技术层面看，日本央行的量化宽松政策目标并不仅限于控制收益率曲线，还包括通过强力介入市场、降低市场机能来提高政策效果，这带来了国债市场混乱和日元贬值的副作用。日元贬值、物价上涨时应紧缩货币政策，但为维持长期国债收益率，反而必须进一步强化宽松政策，证明日本现行收益率曲线控制本就存在结构性缺陷，容易成为海外投资者集中攻击的对象。

从国内呼声看，日本央行政策与欧美“背道而驰”，继续维持宽松政策控制利率，将进一步扩大本国与海外的利息差，继续为日元贬值创造空间。货币贬值已经导致日本国内以能源和食品为中心的进口商品价格大幅上涨，国民可支配收入减少，生活压力陡增。日本媒体认为，这一问题将成为7月参议院选举主要争论点之一。日本官房长官松野博一在15日的记者招待会上对日元急速贬值表示担忧，称“希望日本央行与政府合作，适当采取必要的措施”。

也有观点认为，从日本央行目前坚决的行动和表态上看，因受外部因素冲击短期内调整政策的可能性较低，即便调整政策，效果也有限。日本自分银行首席经济学家山下周称，“即使日本央行修正政策，利息差短期也不会大幅缩小，日元贬值基调不会改变。供给政策导致的物价上涨将会持续下去。如果面临世界性的经济减速，持续量化宽松才是上策”。

本版编辑 周明阳 仇莉娜 美 编 高 妍