



美联储预测偏差的合理性



上周召开的 Jackson-Hole 会议上，美联储主席鲍威尔的讲话展现出了异乎寻常坚定的抗通胀立场，令市场颇感意外。他在讲话中开门见山提出“FOMC 当下的首要任务是将通胀降到 2% 的目标水平，并认为 7 月份通胀的下行不足以确认通胀的拐点已经出现”。鲍威尔明确提出在 6/7 两个月加息 75 个基点之后，9 月再实施一次不同寻常的大幅加息是合适的。虽然这可能会导致经济增长在一段时间内低于潜在增速和就业市场的放缓，但鲍威尔认为“长痛不如短痛”，如果能换来通胀回落，一切都是值得的。令人印象深刻的是，在讲话的后半部分，鲍威尔总结了七八十年代大滞胀时期的三点抗通胀教训，分别为聚焦（1）央行需要责无旁贷的维持物价稳定；（2）稳定通胀预期的重要性；（3）抗通胀政策要果断和坚持。我们可以理解为这是鲍威尔对演讲前半部分政策指引的进一步解释和加强。

即便 Jackson-Hole 会议之前，已经有多位美联储高管在不同场合发表偏鹰派的言论，警告市场不要过度乐观估计通胀形势，但投资者对鲍威尔超预期的鹰派讲话还是颇感意外，连续一周上涨的美股出现大幅跳水。市场认为过分激进的加息可能会导致经济从目前的技术性衰退而进入实质性衰退。

鲍威尔在去年 Jackson-Hole 会议做出了“通胀暂时性”的判断，并从五个方面做出全面的阐述，例如认为疫情导致供应链的问题会逐步缓解，工资温和上涨并没有导致“工资和价格螺旋”，长期通胀预期相对平稳并贴近 2% 的通胀目标；人口、全球化、技术进步等长期结构性因素依然持续

压制长期通胀。当时鲍威尔认为无须急于加息。但事实上，从去年年底开始，鲍威尔开始承认通胀不是暂时的，并从今年 3 月开启了激进加息的模式。因此市场普遍认为鲍威尔在去年对美国通胀存在重大误判，而他在 2021 年 Jackson-Hole 会议上为他的“通胀暂时论”的辩护和之后的转向就是最好的佐证。目前市场普遍认为美国通胀在 7 月份已经坚定，未来通胀会持续回落，美联储应该顺势放缓加息的节奏来确保就业稳定。但鲍威尔在 Jackson-Hole 会议认为“7 月份通胀的下行不足以确认通胀的拐点已经出现”，当下的紧缩政策不能动摇。因此市场分析人士有理由怀疑，鲍威尔是否有可能在这次的 Jackson-Hole 会议上依然“误判”了通胀形势，从而造成过度加息，在经济和就业市场受到重创之后被迫停止加息甚至提前重新转入降息通道？

去年大部分时间内，美联储坚定认为通胀是暂时的，在政策层面无需做出重大调整。这遭到市场绝大多数投资者和分析人士的诟病，认为美联储在通胀判断上出现重大失误。美联储是否真的对持续攀升的物价视而不见，从而犯下了致命的错误？

鉴于央行政策的首要目标是维持物价稳定，对于如此显而易见的通胀压力，拥有非常专业的经济学家团队的美联储不可能比普通市场投资者更后知后觉。因此只有一种解释，也就是美联储认为在当时情况下过早承认通胀压力并采取行动并非最优政策选择。

去年年初以来美国通胀上涨背后，一方面是大规模刺激政策使得需求

端没有因为疫情而明显受损，另一方面疫情对全球供应链的冲击造成了供给端出现很大问题。很明显，无论是全球大宗商品价格暴涨，还是国际航运价格飙升，供应链问题是拉高通胀的主要推手。而通胀本身是由看得见的物价上涨和看不见的通胀预期两部分推动，而物价和通胀预期在一定时间内又是互为因果的。美联储如果公开承认通胀不是暂时的并存在失控的风险，则不得不采取激烈的政策应对。鉴于货币政策并不能阻止因为商品短缺而造成的价格上涨，即便美联储在去年年中就开始加息，物价水平依然难以避免大幅上涨。但如果美联储开始收紧政策之后，物价依然持续上涨，这必然会进一步推升通胀预期，从而加速通胀的上行，进而迫使美联储进一步加大政策收紧的力度。如果届时美联储依然无法控制通胀上升，则会造成市场恐慌，从而造成通胀预期失控。因此在预期到政策收紧无法遏制通胀上行，反而有可能会造成通胀预期失控的情况下，美联储在口头上坚持通胀的暂时性，同时在政策操作层面引而不发，未尝不是一种无奈且合理的政策选择。当然，后来发现，供给端的冲击力和时间比预想的更强和更长，物价持续大幅上涨已经开始推动通胀预期持续攀升，通胀预期有失控的风险，这时候美联储放弃“通胀暂时论”转向紧缩，并非是突然意识到自身的政策错误，而更多是一种政策调整。

如果说在去年 Jackson-Hole 会议上，鲍威尔的“通胀暂时论”是一种预期管理，那么鲍威尔在这次 Jackson-Hole 会议上的鹰派立场是否也同样是预期管理呢？我们认为答案是肯定的。

首先，最近纽约联储公布的全球供应链压力指数（GSCPI）显示：全球供应链压力虽然仍处于历史高位，但也开始小幅回落。这意味着长期困扰美联储的供需失衡问题从供给端开始得到缓解，在此时继续释放持续紧缩的信号可以起到进一步压低通胀预期的效果，从而减轻需求端的压力。此前公布的7月份美国通胀数据开始见顶回落，而最新8月公布的密歇根消费信心指数显著反弹，这背后是消费者通胀预期显著回落。这说明供需两端形成的合力在推动物价和通胀预期形成了向下螺旋。因此美联储在这个时间节点对可能已经见顶的通胀视而不见，继续保持对通胀前景的谨慎，并维持鹰派政策立场，很大程度上可以理解为也是一种预期管理，目的是为了加速物价和通胀预期的向下螺旋，以期望在年底中期选举之前，有效缓解民众对高通胀的不满。

其次，在鲍威尔提到七八十年代大滞胀的三个教训中，关于第一和第三个教训并没有太多着墨，而重点阐述的是第二个关于通胀预期。正如鲍威尔所言，因为在20世纪70年代，随着通胀的攀升，对高通胀的预期在家庭和企业的经济决策中变得根深蒂固，并反映在工资和定价策略上。而前美联储主席保罗沃克尔在1979年美国通胀到达顶峰的时候也曾说“通

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45638

