

美国经济能实现软着陆吗？

相对市场表现

——兼评鲍威尔 NABE 上的演讲

事件：

鲍威尔在美国商业经济学会（NABE）会议上的讲话中说美联储政策将不基于供给侧因素近期能够缓解，不排除可能在近期会议上加息超过25个基点。我们认为鲍威尔的讲话表明在通胀数据出现实际显著改善之前，美联储将连续加息。但是，美国在遏制通胀的过程中可以避免经济衰退似乎仍是大概率事件。

点评要点：

➤ 鲍威尔讲话的微言大义就是通胀预期管理

所谓市场的预期其实也就是NABE会上商业经济学家们的预期。美联储将采取必要措施确保价格恢复稳定。如果在一次或多次会议上加息超过25个基点来采取更积极行动是合适的，或者如果确认需要在中性利率之外采取更收紧的立场，美联储会那样行动。

➤ 恢复价格稳定，经济软着陆确实是可能的

不同于70年代，考虑到供给瓶颈的影响未来会缓慢消退，那么当前美国可能只需要让失业率上升2个百分点便可以将通胀拉回疫情前水平。经济学家们已经理解加速通胀的原理。除了美联储对通胀预期管理的进步之外，长期自然失业率的下降趋势也使得实现价格稳定和经济软着陆更为可能。

➤ 通胀预期目前仍在美联储目标附近

从市场的角度看对美联储控制通胀的能力目前仍然是有信心的。可以看到代表市场预期的SPF通胀还略低于美联储的通胀预期，其他通胀预期衡量也仍然在美联储2%目标值的附近。10年长期通胀补偿还在美联储2%通胀目标附近，更长期的通胀预期仍然稳定；5年通胀补偿似乎有一些抬头，风险值得关注。

➤ 暂未观察到工资和物价通胀的恶性螺旋

工资通胀的压力似乎有回落的势头。工资上涨没有预期中的失控，劳动力参与率有所回升，供给问题得到一些缓解。近期的通胀数据中工时的贡献已经明显回落，工资增速也有所下降，皆有助于通胀的回落。同时，物价通胀和工资通胀之间也没有出现70年代的乱象。

➤ 风险提示

疫情反复超预期，地缘政治风险超预期

分析师 樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《加息落地》— 2022.03.18
- 2、《高增长数据源于低基数，稳增长方向不变》— 2022.03.16
- 3、《稳增长的政策不会放松》— 2022.03.16

正文目录

1	鲍威尔讲话的微言大义就是通胀预期管理	3
1.1	美联储改变通胀近期缓解假设	3
1.2	预期，预期，还是预期	3
1.3	鲍威尔的三个自问自答问题	3
1.4	我们应该相信鲍威尔的回答吗？	4
2	本周加息恢复价格稳定，经济软着陆确实是可能的	4
2.1	也许2个百分点的失业率就够了	4
2.2	要想控制通胀，通胀预期管理和自然失业率都很重要。	5
3	美联储通胀预期管理下通胀预期仍稳定	5
3.1	不同通胀预期指标目前仍稳定在2%通胀目标附近	5
3.2	通胀补偿是债券交易员的通胀预期，它对短期通胀预测更有价值	6
4	自然失业率长期下降趋势有助于降低通胀	9
5	暂未观察到工资和物价通胀的恶性螺旋	11
5.1	工资通胀的压力似乎有回落的势头	11
5.2	物价通胀和工资通胀没有出现70年代的乱象	11
6	风险提示	13

图表目录

图表 1: 70 年代失业率和工资通胀的关系	5
图表 2: 2020 年后失业率和工资通胀的关系	5
图表 3: 核心 PCE 预期	6
图表 4: PCE 预期	6
图表 5: 通胀预期	6
图表 6: 债券交易员和经济学家长期通胀预测都不太准	7
图表 7: 通胀补偿和经济学家预测的回归结果	8
图表 8: 10 年期通胀补偿和对应的 10 年平均 CPI	8
图表 9: 5 年期通胀补偿和对应的 5 年平均 CPI	9
图表 10: 长期自然失业率	10
图表 11: 美国劳动力人数 (单位百万人)	10
图表 12: 美国非劳动力人数 (单位百万人)	10
图表 13: 工资通胀拆解, $工资 = 周薪 \times 工时$	11
图表 14: 70 年代核心 PCE 和工资通胀的关系	12
图表 15: 70 年代核心 PCE 和工资通胀	12
图表 16: 2000-2009 年核心 PCE 和工资通胀的关系	12
图表 17: 2000-2009 年核心 PCE 和工资通胀的关系	12
图表 18: 2010-2019 年核心 PCE 和工资通胀的关系	13
图表 19: 2020 年后核心 PCE 和工资通胀的关系	13
图表 20: 美国工会参与率	13

1 鲍威尔讲话的微言大义就是通胀预期管理

1.1 美联储改变通胀近期缓解假设

3月21日美联储主席在美国商业经济学会(National Association for Business Economics)会议上发表了题为“恢复价格稳定”的主旨演讲。5天前FOMC的议息会议上美联储刚以8比1的票数通过加息25个基点。

在这个讲话里,关于通胀的表述出现了较大的调整,鲍威尔首次提出未来货币政策路径将基于通胀条件不会明显好转的假设。鲍威尔说,“我们认为,美国通胀短期内不会有改观。价格稳定对维持强劲的劳动力市场必不可少,美联储将采取必要措施确保价格恢复稳定。特别是,如果我们得出结论认为,在一次或多次会议上用加息超过25个基点来采取更积极行动是合适的,我们将这样做。如果确认需要在中性利率之外采取更收紧的立场,我们也会这样做。”

我们认为鲍威尔的讲话表明在通胀数据出现实际显著改善之前,美联储将连续加息,而且不排除可能在近期会议上加息超过25个基点。

1.2 预期,预期,还是预期

鲍威尔选择在美国商业经济学会(National Association for Business Economics)的会议上做这个演讲,也许并不是巧合而是特意安排。所谓市场的预期其实也就是这些商业经济学家们的预期。让市场上的经济学家们都认为美联储将非常鹰派地应对通胀对于稳定通货膨胀预期肯定是有好处的。

鲍威尔在演讲中还直接明确提到,美联储开始担忧“一段过长时期的高通胀可能将通胀预期推高到令人不安的水平”,因此FOMC可能需要迅速地采取行动。美国商业经济学会会议似乎是一个安抚市场预期的很好机会。

1.3 鲍威尔的三个自问自答问题

鲍威尔自问自答了三个问题,这三个问题也是大家目前最关注的问题。一俄乌危机对经济和货币政策有什么影响,二货币政策可以在不引致衰退的情况下对付通胀吗,三怎样实现价格稳定。

对于第一个问题,鲍威尔的回答是俄乌危机会冲击大宗商品市场、拖累经济和打乱供应链、增加经济中的不确定性,但是美国经济现在和70年代的时候应付油价冲击的能力不可同日而语。美国已经是全球最大的石油生产国,而且与70年代相比,美国经济的石油密集程度明显降低。

第二个问题,鲍威尔指出在1965,1984和1994,美联储都大幅加息但是并没有引发衰退,另外2015年的加息后的衰退也不是因为美联储加息而是来自新冠疫情。

对于第三个问题的回答，鲍威尔除了强调通胀预期的重要性外，还表示美联储会采取必要措施确保价格恢复稳定，在必要的时候也可能一次加息超过 25 个基点，表现出十足的鹰派立场。

1.4 我们应该相信鲍威尔的回答吗？

听完鲍威尔的回答，我们也许想追问以下几个问题：美国经济软着陆真的是大概率吗？要恢复价格稳定，有哪些因素仍对美联储有利？我们要担忧工资和物价通胀的恶性螺旋了吗？

2 本周期加息恢复价格稳定，经济软着陆确实是可能的

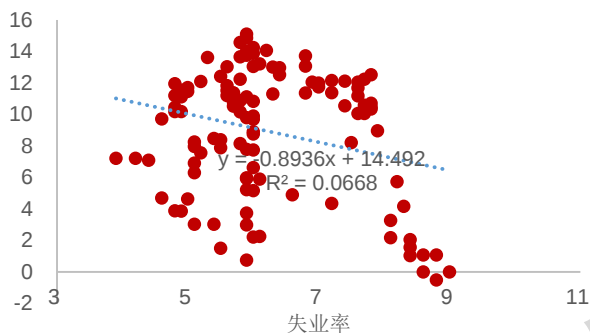
2.1 也许 2 个百分点的失业率就够了

如下图所示，对比通胀和失业率之间的关系（纵轴为通胀率），我们发现在 70 年代美联储如果要接受一个百分点的失业率上升可以降低 0.9 个百分点的通胀，但是在 2020 年后的数据显示美联储如果要接受一个百分点的失业率上升可以降低 2 个百分点的通胀。从以上关系简单估算，如果不考虑供给瓶颈的影响，需要 3.5 个百分点的失业率可以将通胀拉回疫情前水平。根据我们之前的深度报告《债务周期、供给约束和美国通胀》中的估算，当下通胀中可能有 40% 来自于供给瓶颈的影响，于是考虑到供给瓶颈的影响未来会缓慢消退，那么其实只需要 2 个百分点的失业率便可以将通胀拉回疫情前水平。

根据我们的分析，本轮周期里鲍威尔要实现对通胀的胜利似乎并不需要如 70 年代的沃尔克那样将经济带进高失业率的衰退，并不需要大幅加息付出失业率显著上行的代价才能控制住通胀，实现经济的软着陆仿佛是有希望的。根据奥肯定律粗略地估算¹，2 个百分点的失业率上升对应 1 个百分点的经济增长损失。即使只考虑 1 年的时间，美国经济 2022 年从目前 2.8% 的预期增长下降 1 个百分点仍然可以维持接近 2% 的增长。如果让整个过程分散到 2 年甚至 3 年更长的时间周期，那么对经济增长的拖累会更易被消化。

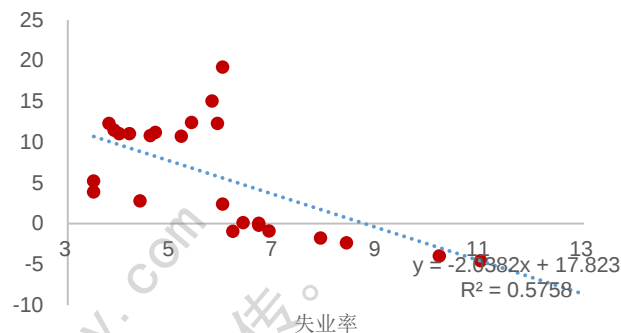
¹ 根据堪萨斯联储的研究，奥肯定律并不是一个精确和稳定的关系，但它提供了一个粗略估算的好框架。Knotek, E. S. . "How useful is Okun's law?." *Economic Review* 92(2007):73-103.

图表 1：70 年代失业率和工资通胀的关系



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：2020 年后失业率和工资通胀的关系



来源：Wind，国联证券研究所

当然，这并不是说在这轮周期内实现价格稳定和经济软着陆就将是容易和一帆风顺的事情，但至少可能不见得需要像 70 年代那样付出相当大的代价。

2.2 要想控制通胀，通胀预期管理和自然失业率都很重要。

当然，上文提到的适当的牺牲经济增长就能导致通胀较快回落的前提条件是菲利普斯曲线是稳定的，而这还需要两个先决条件：1) 实际失业率没有低于自然失业率；2) 通胀预期管理是成功的。实际上，这两个条件常常互相交织在一起。

经济学家们对 70 年代通胀失控的一种解释是，菲利普斯曲线当时并不稳定。1968 年弗里德曼在就任美国经济学会主席时发表的著名演说中提出了自然失业率或者叫做非加速通货膨胀失业率 (NAIRU)，他指出可能并不存在一个稳定的“菲利普斯曲线”可以给央行选择。

这是因为当失业率低于自然失业率经济出现过热时，预期通货膨胀就会加速上升，实际通胀也会随之上升，导致经济进一步过热。通胀预期失控和失业率低于自然失业率把实际通胀的水平提高到偏离菲利普斯曲线预测的水平上——菲利普斯曲线变得不稳定。这种情况下，通胀预期不稳定叠加就业与通胀的关系不稳定，治理通胀的难度就会比较高。

那么，联储对通胀预期的管理和实际失业率的水平到底是什么样的呢？

3 美联储通胀预期管理下通胀预期仍稳定

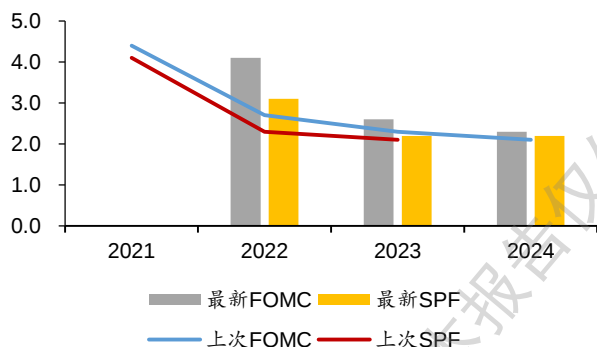
我们认为，总体而言大部分通胀预期指标显示美国通胀预期仍然稳定，当然，短期通胀补偿指标近期有上行风险，值得关注。

3.1 不同通胀预期指标目前仍稳定在 2% 通胀目标附近

对比美联储自己的通胀的预期和代表市场预期的专业预测者调查 (SPF)，可以看

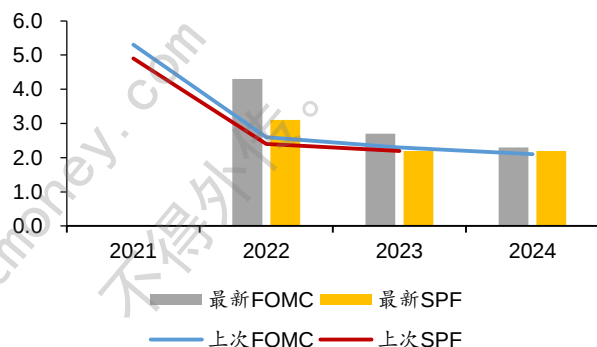
到市场预期的通胀还略低于美联储预期的通胀,市场对美联储控制通胀的能力目前仍然是有信心的。

图表 3: 核心 PCE 预期



来源: SPF, FOMC, 国联证券研究所

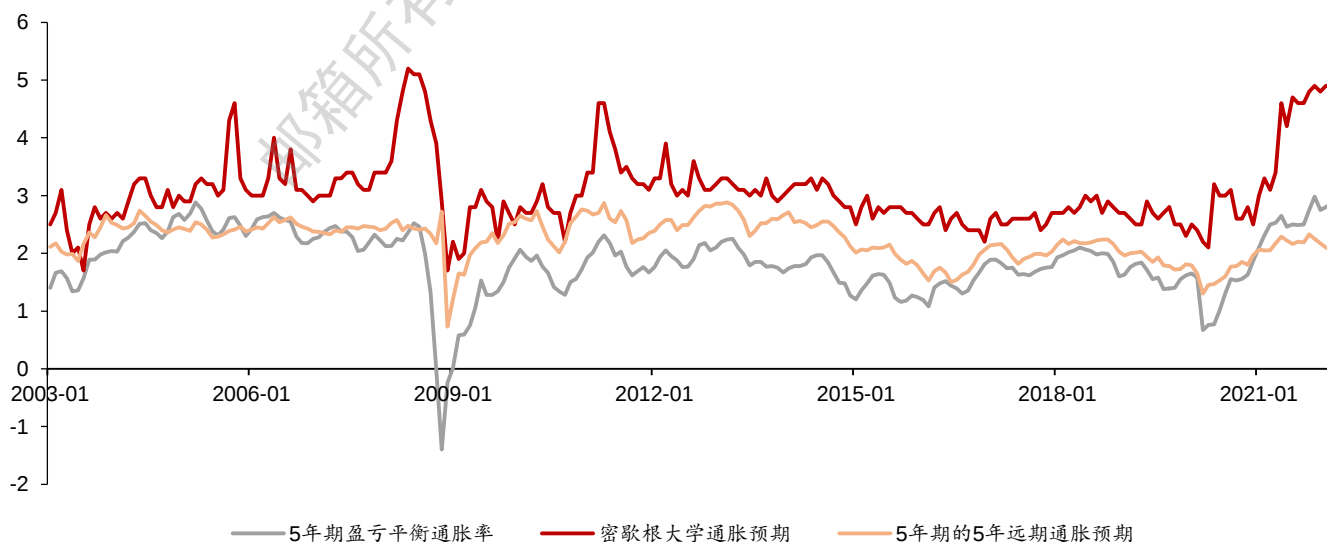
图表 4: PCE 预期



来源: SPF, FOMC, 国联证券研究所

除了短期的通胀衡量有上升,例如密歇根大学未来 1 年的通胀预期随着实际通胀的上行出现了比较明显的增长,目前水平已经显著高于 2% 的通胀目标,其他通胀预期衡量仍然在美联储 2% 目标值的附近。

图表 5: 通胀预期



来源: Wind, 国联证券研究所

3.2 通胀补偿是债券交易员的通胀预期,它对短期通胀预测更有价值

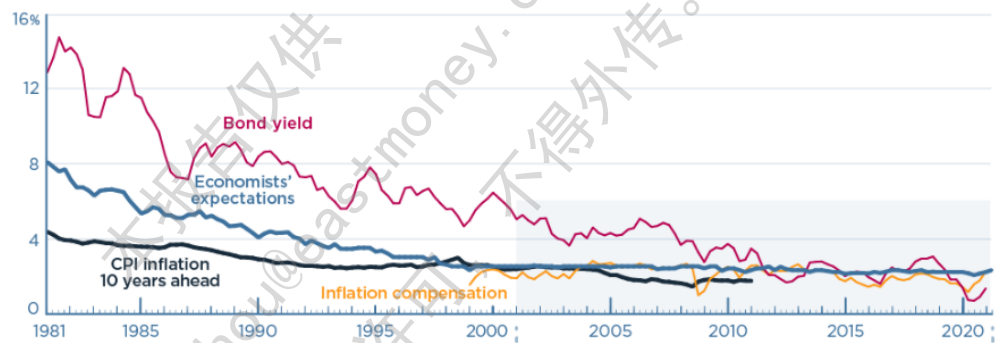
除了调研获得的通胀预期之外,通过 TIPS 国债收益率计算的通胀补偿也是获得通胀预期的一种方式——获得的是债券交易员的通胀预期。

实际上，无论是债券研究员还是经济学家在预测通胀上的记录都不算好。Joseph E. Gagnon 和 Madi Sarsenbayev (2021) 的研究²发现经济学家和债券交易员都没有预测到多数长期通胀的大波动（如下图所示）。

图表 6：债券交易员和经济学家们的长期通胀预测都不太准

Bond markets and economists miss most swings in long-term inflation

10-year inflation and inflation predictions, 1981Q1–2021Q2



来源：PIIE，国联证券研究所

但相对而言，在短期通胀预测中通胀补偿比经济学家们的表现还要稍好一些；而长期预测经济学家略好。他们的回归结果显示 2 年的通胀补偿有显著为正的系数，而 1 年的经济学家通胀预测系数为负且不显著。R 方的值偏低，表明预测力非常有限。经济学家的长期预测系数为正且显著，R 方也有 0.35，不算太低。

² “Who are the better forecasters of inflation, bond traders or economists?”,
<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/who-are-better-forecasters-inflation-bond-traders-or-economists>

图表 7：通胀补偿和经济学家预测的回归结果

Table 1 Regressions of inflation on lagged inflation compensation and professional forecaster survey expectations				
	1-year inflation	2-year inflation	5-year inflation	10-year inflation
Lagged 1-year inflation	-0.29	-0.17	-0.09	-0.01
	(0.23)	(0.14)	(0.06)	(0.04)
Lagged 2-year inflation compensation	1.07**	0.69*		
	(0.34)	(0.31)		
Lagged 5-year inflation compensation			-0.25	
			(0.26)	
Lagged 10-year inflation compensation				-0.57**
				(0.12)
Lagged 1-year-ahead inflation forecasts	-0.34	-0.45		
	(0.86)	(0.70)		
Lagged 10-year-ahead inflation forecasts			3.11**	1.87**
			(0.90)	(0.50)
Lagged dummy variable	3.54**	2.01*	-0.98	-1.05**
	(1.22)	(1.00)	(0.71)	(0.22)
Constant	1.60	2.23	-4.72*	-1.20
	(1.77)	(1.45)	(1.87)	(1.11)
Observations	85	81	69	49
Adjusted R ²	0.11	0.07	0.35	0.35

Note: Variables are lagged four quarters when regressing one-year inflation, eight quarters when regressing two-year inflation, twenty quarters when regressing five-year inflation, and forty quarters when regressing ten-year inflation. The first column uses quarterly observations from 2000Q1 to 2021Q1, the second column from 2001Q1 to 2021Q1, the third column from 2004Q1 to 2021Q1, and the fourth column from 2009Q1 to 2021Q1. Newey-West standard errors in parentheses. The ** and * symbols denote significance at 1 and 5 percent levels, respectively.

Sources: Authors' calculations using data from Federal Reserve Bank of Philadelphia Survey of Professional Forecasters, and Federal Reserve Board and US Bureau of Labor Statistics via Macrobond.

来源：PIIE，国联证券研究所

10 年长期通胀补偿还在美联储 2%通胀目标附近。更长期的通胀预期仍然稳定，但是短期通胀预期似乎有一些抬头的风险。

图表 8：10 年期通胀补偿和对应的 10 年平均 CPI

3

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_39774

