

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

从鲍威尔在全球央行行长会议上讲话看美联储政策取向

分析师：

王鹏

执业证书编号：S1380516030001

联系电话：010-88300851

邮箱：wangpeng@gkzq.com.cn

2022 年 08 月 29 日

2022 年 8 月 26 日，2022 年全球央行行长年会在美国的杰克逊霍尔召开，美联储主席鲍威尔发表鹰派讲话。总结而言，其讲话包含三方面主要内容。第一，旗帜鲜明的表达了当前的主要矛盾仍然是通胀问题，即虽然当前存在货币政策紧缩过度的风险，但是当前的首要矛盾仍然是货币政策紧缩不足风险。第二，阐述了美联储严控通胀的逻辑。即当前通胀的成因是供给因素所致，而货币政策是需求端政策，为了降低通胀，需要平衡供给和需求，提高利率的货币政策就是要从需求端收缩需求以降低通胀，但降低通胀就需要家庭和企业承担利率成本上升、经济增长低于潜在增长、劳动力就业市场疲弱等代价。由于当前通胀水平远远高于 2% 的中性通胀目标水平，且就业市场劳动力供给极度紧张，因此，加息不能停止且力度要充足。第三，从上世纪七八十年代的政策实践中，总结了美联储在管理通胀上的三个经验教训，即向市场传递出美联储有能力将通胀稳定在 2% 目标的信心；强调通胀预期作为“锚”的作用；明确了政策紧缩不足的风险。

通过梳理鲍威尔在本次年会上讲话内容，可以从当前通胀成因、价格稳定的重要性、美联储的责任以及未来政策取向四个方面帮助我们认清当前美联储政策的政策逻辑。

风险提示：美联储利率上升过快加剧市场波动风险。

2022年8月26日,2022年全球央行行长年会在美国的杰克逊霍尔召开,美联储主席鲍威尔发表鹰派讲话。总结而言,其讲话包含三方面主要内容。第一,旗帜鲜明的表达了当前的主要矛盾仍然是通胀问题,即虽然当前存在货币政策紧缩过度的风险,但是当前的首要矛盾仍然是货币政策紧缩不足风险。第二,阐述了美联储严控通胀的逻辑。即当前通胀的成因是供给因素所致,而货币政策是需求端政策,为了降低通胀,需要平衡供给和需求,提高利率的货币政策就是要从需求端收缩需求以降低通胀,但降低通胀就需要家庭和企业承担利率成本上升、经济增长低于潜在增长、劳动力就业市场疲弱等代价。由于当前通胀水平远远高于2%的中性通胀目标水平,且就业市场劳动力供给极度紧张,因此,加息不能停止且力度要充足。第三,从上世纪七八十年代的政策实践中,总结了美联储在管理通胀上的三个经验教训,即向市场传递出美联储有能力将通胀稳定在2%目标的信心;强调通胀预期作为“锚”的作用;明确了政策紧缩不足的风险。通过梳理鲍威尔在本次年会上讲话内容,可以从当前通胀成因、价格稳定的重要性、美联储的责任以及未来政策取向四个方面帮助我们认清当前美联储政策的政策逻辑。

一、当前通胀的成因

(一) 供给短缺是当前通胀的主要动能之一

除了全球疫情持续和俄乌地缘冲突引发全球供应链受阻之外,鲍威尔在本次年会上提出,虽然一方面美国失业率不断下降,但是就业市场供给却严重不足,他认为持续的疫情导致了美国劳动力退出就业市场,劳动参与率持续下降,官方失业率显著低估了真实失业水平和失业缺口,平均时薪不断上涨,而工资持续上升是则通胀向上的主要动能之一。

(二) 通胀预期的自我实现机制

在通胀上涨过程中,通胀预期在持续高通胀的形成过程中至关重要。从历史经验来看,上世纪70年代,随着美国通胀的攀升,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。通货膨胀率越高,人们就越预期它还会保持在高位,他们把这种信念嵌入在工资和定价决策上。正如前美联储主席沃尔克在1979年通胀达到顶峰时说的,“通胀在一定程度上是自我反馈的,因此,要想恢复一个更稳定、生产率更高的经济,必须将一部分精力放在控制通胀预期上。”

当前,美联储关注通胀预期主要是考虑其对定价行为的影响,包括物价

和工资，以及二者之间的正反馈关系。当预期通胀居高不下时，劳动者一般会要求更高的工资，当企业预期到要素成本存在上行压力时，会根据议价能力和商品的需求价格弹性的大小选择将一部分成本转嫁给消费者，从而形成“工资-物价螺旋”。这是 20 世纪 70 年代“大滞胀”形成的重要原因。而且，在紧张的劳动力市场、较高的集体谈判权、宽松的货币政策、较高的中长期通胀预期的背景下，工资和物价的粘性也很强。虽然自美联储实施近十多年量化宽松政策以来，市场和政策制定者都习惯了通胀预期稳定或存在通胀缺口的宏观环境，忘却了“工资-通胀螺旋”的风险，但是，在当前就业市场高度紧张的背景下，任由工资的长时间上涨，通胀上升的预期根深蒂固的可能性越来越大，这是通胀预期的自我实现机制。

二、价格稳定的重要性

（一）收入分配不均

近几十年来，美国贫富分化问题不断恶化，其结构性原因主要有：技能偏好性技术进步、经济的全球化和金融化、市场集中度和企业议价能力的提升、数字经济的“赢家通吃”等。同时，2008 年金融危机引致的美联储量化宽松政策也通过资产价格重估效应而加剧财富分配的不均等。

（二）价格不稳的危害

疫情爆发之前，收入分配不均从收入端降低了低收入人群的收入和消费能力，进而导致物价下跌和自然利率下降，通缩风险增加，但疫情爆发之后，生产要素受阻导致物价上涨使得低收入人群和企业从成本端承受了较大生产与生活的负担，正如鲍威尔在此次年会上明确强调：“高通胀最沉重的负担将会落在那些最无力承受的人的身上。”因此，无论是物价下跌还是物价上涨，对低收入人群均是不利的，物价不稳与收入分配不均的相互影响会形成通胀或通缩风险的负向反馈。

三、美联储的责任——通胀与衰退？两害相权取其轻

在本次年会上，鲍威尔认为，“维护价格稳定，我们责无旁贷。的确，目前的高通胀是一个全球现象，许多经济体都面临着高通胀压力，有的国家甚至比美国还要高。在我看来，美国目前的高通胀也是强劲的需求和受限的供给共同的结果。美联储的工具主要针对总需求。但这不会削弱美联储承担维护价格稳定任务的责任。显然，我们需要做的是缓和需求，

使其与供应更好地匹配。”因此，美联储需要运用有力地货币政策工具，使需求和供应更好地平衡。为了降低通胀，经济增长速度可能在一段时间内会持续低于潜在增速。而且，劳动力市场状况很可能会有所弱化。利率的上升、经济增长速度的放缓和就业市场的疲软都会降低通胀，这样会给家庭和企业带来一些痛苦，这些都是降低通胀不幸的代价。但是，两害相权取其轻，忍受经济衰退是抑制通胀必须承受的。

四、未来政策取向

在本次年会上，鲍威尔从历史经验出发，阐述了上世纪 80 年代初沃尔克抗通胀的成功是在此前 15 年多次降低通胀的尝试失败之后发生的。因此，为了遏制高通胀，需要长期执行非常紧缩的货币政策，以将通胀降至低而稳定的水平。由于目前美国通胀远高于 2%，且就业市场极度紧张，因此，不能停止或暂停加息。至于美联储货币政策在未来何时转向，鲍威尔也提出“在未来某个时点，随着货币政策的立场进一步收紧，放缓加息的步伐可能是合适的。”而所谓的“某个时点”的确定则主要取决于美联储是否确认通胀正在稳固地朝着 2% 目标收敛，衡量标准包括美联储内部的通胀路径预测、就业与通胀的基本面数据印证以及疫情的扰动因素等。

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_45649

