



# 沈建光：美联储的底牌和中国的应对



文/意见领袖专栏作家 沈建光

2022 开年，美国增长和就业数据均超市场预期，复苏态势良好，但 1 月通胀却创下了近四十年来的新高。上述情况似乎支持美联储加速加息，诚如美联储主席鲍威尔的强硬表态“不排除每次会议都加息（全年加息 7 次）”，圣路易斯联储布拉德最新表态称希望未来三次 FOMC 会议合计加息 1%。

去年美联储曾坚持通胀暂时论，但笔者在本专栏发布《拜登刺激新政的风险和机会》，提出通胀是美国实践现代货币理论（MMT）政策的致命伤，并反复强调六大因素将推动美国通胀大幅上升。据笔者在海外央行十年工作经验的判断看，美联储并非没有认识到通胀风险，只是迫于增长压力下的政策选择，不得已而言不由衷，正如社科院李杨在近期文章中提出“不要轻蔑地评论美国货币当局及其货币政策”。



在笔者看来，尽管表面上正大步转向紧缩，但在抑制通胀和经济复苏之间，美联储今年依旧面临极大挑战。目标冲突显然对美联储本轮紧缩操作构成了制约，其对加息节奏的选择已成为影响 2022 年全球经济走势的关键变量。如能摸清美联储的选择和底牌，将有助于中国准确把握 2022 年外部形势，进而针对性做好应对。

近年美联储政策目标越发多元，但通胀和增长（就业）依然是其核心关注。当前条件下，有效抑制狂奔的通胀需要更快加息，这大概率将威胁到美国经济复苏和金融市场稳定，目标冲突使紧缩节奏选择变得困难。

一方面，通胀水平空前，抑制难度加大。1 月 CPI 同比大幅提速至 7.5%、创 40 年来最高水平、连续 9 个月高于 5%。笔者在去年《美国经济持续复苏的三大挑战》（《中国外汇》2021 年第 22 期）中曾提出“六大因素”将

共同推升美国通胀，当前不仅得到充分验证，且多数因素依然存在。例如，持续带来困扰的供给瓶颈在疫情反复冲击下迟迟不能有效缓解；职位空缺率、离职率居高不下，就业结构失衡仍在推动工资上行，1月美国工资增速达到5.7%；房价和租金上涨也成主要助推因素，1月住房和租金分别上涨4.4%和3.8%；此外，全球能源供应持续紧张、近期油价连续飙升，进口品价格也仍然保持高位、输入通胀压力不减。

另一方面，货币紧缩制约财政扩张，威胁经济复苏。去年四季度GDP实际环比折年率6.9%、同比达到5.5%；今年1月新增非农就业46.7万人，失业率4%，显示经济复苏颇为强劲。但疫情反复冲击下：供给瓶颈仍在。1月美国制造业PMI创2020年10月以来新低；去年四季度私人投资对GDP增长贡献中，建筑、设备机械投资表现较差，对制造业生产恢复和扩大产能不利。全球运力紧张仍未缓解，1月末CCFI运价指数飙升至3565.3，再创新高。需求拉动也在减弱。政府补贴退坡后美国私人储蓄率已降至疫前水平，2月密西根大学消费者信心指数降至十年以来的最低水平，美国12月零售额创10个月来最大跌幅。

去年美国经济强势复苏主要受益于新货币理论实践下的财政货币强刺激，货币紧缩不仅对经济和市场有负面影响，也将限制财政扩张，进而对经济复苏带来挑战。IMF最新预测已大幅下调美国2022年经济增速1.2个百分点至4%。

美联储本轮紧缩的底牌何在？

短期来看，压制通胀预期已成为美联储决策的首要目标，货币政策加速转向紧缩已成定局。美国 1 月 CPI 公布后，CME 利率期货隐含的 3 月加息 50bp 的预期直接跃升至 90% 以上，全年加息幅度预期也提升至 175bp（对应 6—7 次加息）。但全年而言，面对抑制通胀和经济复苏双重目标挑战，美联储仍面临不同选择。笔者针对四种可能情景，对美联储最可能采取的加息路径及政策效果进行了研判。

第一种情景，加息遏制通胀，但增长稳定。这是美联储所希望的最优结果。如果美联储紧缩政策操作得当，存在既有效抑制了通胀、又能保持经济复苏的可能性。但实际来看，由于对政策把握要求过高，前文分析的基本面条件也不支持，最终出现这一理想状况的可能性极低。

第二种情景：加息没能遏制通胀，但导致经济停滞，即滞涨。如前文所述，当前通胀持续飙升迫使美联储不得不加快紧缩步伐，但问题的复杂性在于，本轮通胀受到多重因素推动、并非单一的货币现象。仅依靠货币紧缩手段来抑制当前通胀，就需要美联储更快加息。如力度不足，则存在高通胀持续更长时间的可能。这意味着，加息力度不足以抑制通胀，同时又因为紧缩政策伤害到经济复苏，导致滞涨局面。此为美联储的下下策，发生可能性也较低。

第三种情景，加息遏制了通胀，但导致经济衰退。此情景下，美联储为控制通胀预期，选择更快、更大力度的加息，推动通胀快速下行，但同时制约到经济复苏，最终引发“衰退”局面。通胀之外，当前美联储对经

济复苏的担忧未有丝毫减轻，也导致了内部对于加息节奏的意见并不统一，如克利夫兰联储梅斯特、亚特兰大联储博斯蒂克等官员的最新表态就有所缓和。因此，“衰退”结果同样是美联储不愿意看到的，发生可能性也不高。

第四种情形，是加息没能遏制通胀，但缓和通胀上升势头，同时也保持经济复苏进程。美联储基于通胀和增长目标之间的权衡，前期选择加快紧缩步伐、抑制通胀水平，在通胀预期得到一定控制后，则开始放慢加息节奏，保障政策面对经济复苏的支持。在笔者看来，全年前快后慢的加息节奏将成为美联储最为现实的选择，这一选择下，预计美国未来通胀将有所缓和、但仍保持较高位置，经济复苏进程放缓、但总体势头能够得到延续。笔者认为这种情形是美联储的最现实选择，也是最有可能发生的。

### 中国应对的关键在于稳内需

基于上述分析，对中国而言，排除疫情不确定性影响，2022年外部经济形势并未显著恶化。一方面，美联储加息环境下，原材料价格可能下行，将减轻中国输入性通胀压力，推动能源、工业金属等原材料价格下行，前

**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\\_37349](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37349)

