



徐奇渊：美联储实现经济
软着陆，除了智商情商还
要运气



意见领袖 | 徐奇渊、杨子荣

当前美国货币政策正面临困境。美联储希望经济能够实现“软”着陆，但历史经验表明，美联储加息背景下实现“软”着陆的概率较低。

1965 年以来的 11 轮加息中仅有三次成功实现了“软”着陆，胜算不到三成。而且当前形势和历史三次成功“软”着陆的形势完全不同，目前美国经济形势面临高通胀、负的实际利率，以及过度紧绷的劳动力市场，这意味着美联储很难不以失业率为代价来抑制通胀。

这一次美联储要想实现经济“软”着陆，不仅需要智商——准确预判宏观经济形势和做出准确决策，还需要情商——与国内外各部门的政策协调，甚至更有赖于运气——供给端意外的加速修复。三者如果缺少其一，美国经济的“硬”着陆就仍然是一个值得担忧的问题。



01

美联储加息实现“软”着陆需要什么条件？

为了应对经济过热，美联储通常会开启加息进程。然而由于货币政策存在的时滞不好把握，美联储的决策本身以及作为决策基础的、对未来的预期都可能会出现误判，而且市场情绪也可能出现过度反应，这些都导致加息后期可能会引发经济衰退。

美国前财长萨默斯在其最新的一篇合著论文中指出，通过梳理历史发现：1955 年以来，在所有通胀率高于 4%、失业率低于 5% 的时期里，美

国经济在接下来两年内都陷入了衰退。

因为在劳动力市场如此紧张的情况下，企业只能通过提高工资才能吸引雇员，而这将进一步推高通胀。这也意味着，如果美联储希望通过加息来抑制通胀，除非失业率出现显著上升，否则通胀难以回落至目标区间。

1965 年以来，美联储共经历了 11 次加息周期，其中，美联储分别在 1965 年、1984 年和 1994 年的加息周期中降低了通胀水平，而且没有引发经济衰退。事实上在 2015 年-2018 年的加息中，美联储本来也可能实现经济“软”着陆，但之后由于新冠肺炎疫情冲击也导致了短时间的衰退。

在这几次相对成功的着陆过程中，美国经济存在明显的共同点：其一，劳动力市场并不十分紧张。其二，通胀水平相对较低，供应链相对稳定。其三，利率水平高于通胀水平。

为什么这三个条件如此重要？

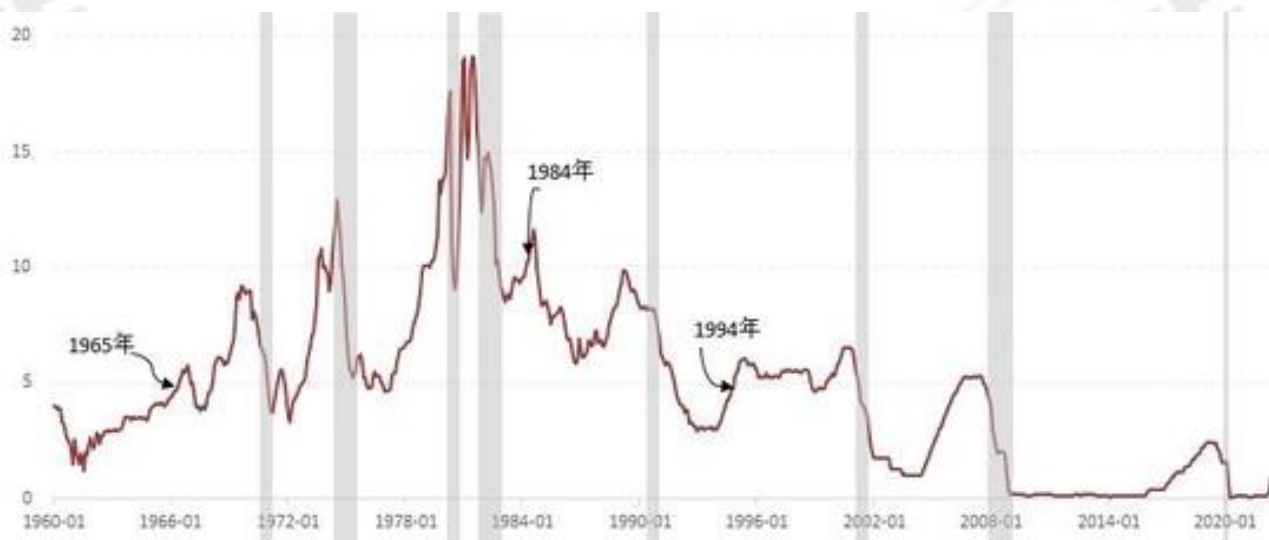
首先，相对松弛的劳动力市场意味着企业可以通过降薪来应对加息，因此经济不存在螺旋式上升的通胀压力。

其次，较低的通胀意味着美联储的紧缩压力较小，因此货币政策可以有更大的空间兼顾就业与通胀。而且，供应链相对平稳意味着经济不存在“滞胀”风险，美联储的货币政策可以通过抑制需求来给经济降温。

最后，利率水平高于通胀水平，这表明美联储在“工资—价格”螺旋式上涨现象形成之前已提前采取行动，而不是等到通胀失控之后才开始加

息。这种情况下货币政策的紧缩将更加有效，反之其紧缩的有效性就比较存疑，且代价也将更大。

美联储历次加息与经济衰退



注：图中阴影部分为美国国家经济研究局（NBER）认定的美国经济衰退时间，线性部分为联邦基金利率水平。

历史经验表明，美联储很难不以衰退为代价来治理“滞胀”。20 世纪 70、80 年代美国为了应对“滞胀”四次加息，四次都引发了经济衰退。



四次衰退时间分别是：(1) 1969 年 12 月-1970 年 11 月；(2) 1973 年 11 月-1975 年 3 月；(3) 1980 年 1 月-1980 年 7 月；(4) 1981 年 7 月-1982 年 11 月。

另外还有几次失败的着陆分别是：1990 年 7 月至 1991 年 3 月的衰退，主要由美联储加息，叠加储贷危机和伊拉克入侵科威特的战争造成。2001 年 3 月至 2001 年 11 月的衰退，由美联储加息刺破互联网泡沫危机，叠加“9·11”恐怖袭击事件造成。2007 年 12 月至 2009 年 6 月的衰退，由美联储加息刺破房地产泡沫，并演变为次贷危机引发。

当前经济形势与过去三次“软”着陆比较

	1965年	1984年	1994年	2022年
失业率	4.5%	7.5%	6.1%	3.8%
通胀率	1.6%	4.3%	2.6%	8.1%
实际利率	2.5%	5.9%	1.6%	-7.9%

注：通胀率为 CPI 同比增速，实际利率为联邦基金利率减去 CPI 同比增速。2022 年为 2022 年 1-4 月的数据。

02

当前要实现“软”着陆难度较大

当前美国劳动力市场过度紧张、实际利率为负、通胀高企且供应链遭遇重大冲击，与历史上美国经济实现三次“软”着陆时存在很大差异。

首先，劳动力市场比失业率显示的更为紧张。2022 年 3 月，美国职位空缺率上升至 7.1%，离职率上升至 3%，皆显著高于疫情前水平。4 月失业率低至 3.6%，几乎接近疫情前水平。低失业率和高离职率，叠加企业旺盛的招聘需求，可能引致工资继续加速上涨。

其次，实际利率长时间为负，美联储采取行动过于迟缓。去年 4 月美国 CPI 同比增速跃升至 4.2%，此后一直高于 5%，但美联储对通胀形势产生了误判。直至当年 11 月美联储始终坚称通胀是“暂时的”，且迟至 2022 年 3 月开启首次加息。由于美联储对通胀形势的误判和采取行动过于迟缓，

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_43041

