



张涛：美联储无法实现“软着陆”目标



文/张涛、路思远

导读：本次对抗通胀对美联储的挑战较大，对通胀误判不仅令其错过了更好的时间窗口，有限的选择空间还对其政策形成制约，因此，美联储无法实现“软着陆”

作者|张涛 路思远 ‘中国建设银行金融市场部’

文章|《中国金融》2022 年第 13 期

快速攀升的物价大幅增加了美国民众的生活成本，据彭博经济研究所估算，购买相同的消费品，2022 年美国家庭平均要比 2021 年多支出 5200 美元，即每月多支出 433 美元；另外，盖普洛、皮尤等机构调查显示，美国民众对通胀的抱怨与担忧一直在攀升，相应对拜登政府的支持率持续下滑。由此可见，若不尽快扭转通胀带给美国家庭的福利损失，拜登与民主党将更难赢得中期选举，而美联储的公信力也必将遭受严重打击。因此，无论从政治层面考虑，还是从经济层面考虑，通胀都是当前美国的首要问题。

但是，自 20 世纪 60 年代以来，每当美国通胀水平超过 5%，随之而来的必然是经济衰退，甚至还会发生金融危机、经济危机。在今年 3 月美联储启动新一轮加息周期时，美国的 CPI 和 PCE 同比涨幅已分别攀升至 8.5%、6.6%，核心 CPI 与核心 PCE 的同比涨幅则分别为 6.5%、5.2%。如此高的通胀水平让市场对美联储实现经济“软着陆”的信心并不充足，

而美联储自己的预期也不是很强。例如，亚特兰大联储 GDPNow 模型预测第二季度美国 GDP 增速已大幅降至 0，6 月初与 5 月中旬的预测值分别为 1.3%、2.5%，反映出美国增长前景的不佳。再如，纽约联储 DSGE 模型估算 2022~2024 年美国经济的增速依次为-0.6%、-0.5%和 0.4%，并预计 2022~2024 年美国核心 PCE 涨幅依次为 3.8%、2.5%和 2.1%，即今明两年美国经济可能出现轻微衰退，而通胀水平会高于美联储 2%的目标值，反映出美国经济还面临“滞胀”风险。当然，在美联储丰富的历史经验中，确实曾多次实现过“软着陆”，对此，今年 3 月美联储主席鲍威尔在美国商业协会第 38 届经济年会上强调，“在 1965 年、1984 年和 1994 年的三次加息周期中，美联储虽然大幅提高了联邦基金利率以应对经济过热，但没有引发衰退”。

表 1 美联储历次加息周期节奏与本次节奏预期

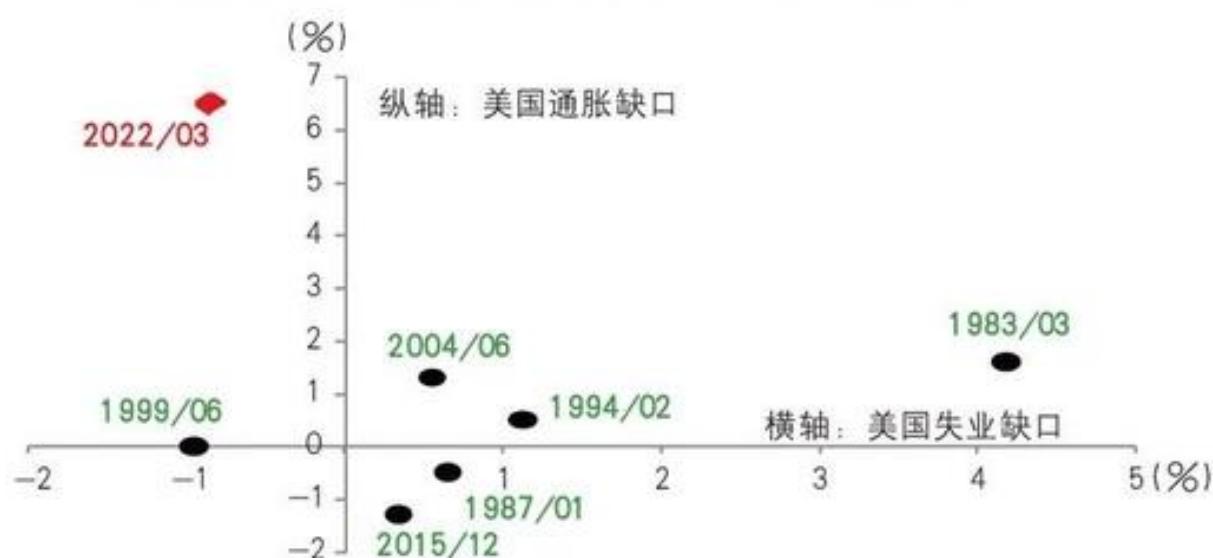
加息周期	加息周期 时长	加息启动时的 利率水平	加息结束时的 利率水平	累计加 息幅度	平均每月 加息幅度
1983 年 3 月至 1984 年 8 月	18 个月	8.50%	11.50%	3.00%	17 BP
1987 年 1 月至 1989 年 5 月	29 个月	5.88%	9.81%	3.94%	14 BP
1994 年 2 月至 1995 年 2 月	13 个月	3.00%	6.00%	3.00%	23 BP
1999 年 6 月至 2000 年 5 月	12 个月	4.75%	6.50%	1.75%	15 BP
2004 年 6 月至 2006 年 6 月	25 个月	1.00%	5.25%	4.25%	17 BP
2015 年 12 月至 2018 年 12 月	37 个月	0.25%	2.50%	2.25%	6 BP
2022 年 3 月至 2023 年 6 月（预测）	16 个月	【0%. 0.25%】	【3.63%. 3.87%】	3.63%	23 BP

数据来源：美联储。

美联储对通胀的误判加大了政策成本

市场普遍认为，本次美联储对抗通胀的举动明显落后，即“美联储落后于曲线”，这是因为2022年3月美联储启动加息时，美国的通胀和就业均明显偏离了美联储的目标。按照美联储设定的2%通胀目标和美国自然失业率，分别测算出1980年以来历次加息启动时的通胀缺口和失业缺口（缺口均为实际值减去目标值），2022年3月美联储启动加息时的失业缺口与通胀缺口分别为-0.85%、6.5%，与之前的六次加息启动时相比，很明显，本次美联储抗通胀的紧缩举动大幅落后于美国实际情况。

图1 美联储历次加息时的实际通胀、失业与目标的差距情况



数据来源：美联储、美国国会预算办公室。

令美联储对通胀误判的原因主要有两个方面。一是美联储认为因新冠肺炎疫情引发的供应紧张、劳动参与率的下降、财政纾困政策效应的释放、耐用品消费需求骤增等因素都是暂时性的，会伴随疫情而自然消退，所以当美联储看到密歇根大学的通胀预期指数快速攀升、美债收益率隐含的通胀预期大幅抬升等经济信号时，依然一直维持“暂时性通胀”的判断，而

将政策重心继续侧重于就业市场。二是 2020 年 8 月美联储对其政策框架进行了重大调整,将其于 2012 年确立的“2%通胀目标”(IT)调整为“2%平均通胀目标”(AIT),其背后的政策含义是若一段时期内的美国通胀水平持续低于 2%,那么随后通胀水平即便超过 2%,只要前后两个阶段通胀中枢未明显偏离 2%,美联储就不会调整既有的利率政策。鉴于在 2021 年 4 月之前,美国的 CPI 和 PCE 近十年左右的时间都处于 2%的下方,因此在新政策框架下,面对 2021 年通胀的上升,美联储也不应马上加息,而是继续以最大就业为首要政策目标。

但是,随后的通胀形势迫使美联储只能重返锚定通胀的政策路径,而且为了尽快弥补前期误判造成的落后,唯有加快紧缩节奏,但需要承受巨大的政策成本。

政策的有限选择降低了美联储对抗通胀的有效性

比较过去四个季度美联储的经济预测,一个很显著的变化就是美联储在大幅下调美国经济增长速度的同时,降低了通胀回落的速度。例如,2021 年 9 月美联储预测 2022 年美国经济增长速率为 3.8%,到 12 月预测时进一步将

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_43990

