



美联储的危险误判



【财新网】(专栏作家 程实 特约作者 张弘瑛) “飒飒东风细雨来，芙蓉塘外有轻雷”。正如我们在7月《紧缩确定，Tapering 稳行》以及9月《美联储启动 Taper 的路径与影响》中的预期，11月美联储 FOMC 议息会议已正式确定将于本月早些时候启动资产购买缩减。按照 FOMC 的最新共识，Taper 将于 2022 年年中结束，历时 8 个月。美联储主席鲍威尔虽然还在空洞地坚持“通胀暂时论”，但也已正式承认通胀演化超出预期。结合过往信息和本次会议，我们认为，美联储今年以来对经济增长、通货膨胀和劳动力市场形成了一系列误判，误判是危险的，既将衍生更显著的金融市场波动，也将给美联储未来政策权衡带来更大的困难和挑战。此外，鲍威尔本次会议刻意回避了加息话题，暗示现在谈论加息不合时宜，这也符合我们此前判断，即美联储有意切割 Taper 与加息之间的联系。然而，市场对加息极端反应和美联储习以为常的“懒人”回复似乎已经反映出二者之间出现了沟通障碍，这也将削弱美联储前瞻指引的有效性。

Taper 如期而至

鲍威尔在本月 FOMC 会议上明确了 Taper 的具体启动时间和路径。目前美联储月度购债规模为 1200 亿美元，其中 800 亿为美国国债，400 亿为抵押贷款支持债券 (MBS)。缩减资产购买将持续 8 个月，其缩减规模共计 150 亿美元每个月 (其中国债 100 亿，MBS 50 亿)。同时，鲍威尔表示，资产缩减的额度会随经济增长情况和通胀变化而动态调整。面对持续的通胀压力，鲍威尔的表态似乎已经“服软”，他认为通胀预测存在复杂性并

且承认此前对通胀持续判断有误，但仍坚持通胀临时性的基本论调。而从 FOMC 的具体声明中看，联储对通胀临时性的基本表达也已不再坚定（声明中对通胀暂时论由过去的“通胀是临时性”的结论性表达转变为“当前通胀水平在很大程度上由临时性因素驱动...”）。关于加息，本次会议鲍威尔全程回避这个话题，并斩钉截铁表示 Taper 与加息无关。而对于 Taper 的影响，我们依旧认为本轮 Taper 的启动对市场产生的直接冲击相对有限。这主要是因为美联储在新的货币政策框架下，围绕 Taper 的启动计划已经对市场进行了充分的沟通，市场对 Taper 的预期已经提前反映在价格波动之中并被市场逐步消化。值得强调的是，尽管美联储有意回避，但市场依旧对加息给予了高度关注，目前期货市场隐藏概率显示，市场预期美联储将于明年 7 月或 9 月开启首次加息，市场甚至已经 Price-in 明年两次加息的可能性。

误判不一而足

本次 FOMC 发布会上，记者多次质疑了美联储此前的经济预测和政策表态。事实证明，美联储今年以来的确出现了一系列重要误判。在经济增长方面，美联储低估了下行压力。受到疫情和供应链瓶颈的影响，美国三季度经济增长仅录得 2%。个人消费支出增速疲软，商品消费增速由正转负。另外，贸易出口，联邦政府支出以及住宅固定投资均在不同程度拖累了 GDP 增速，这与上一次议息会议，鲍威尔所强调的“复苏的步伐超出了预期”明显偏离。此外，鲍威尔似乎对服务业复苏抱有很大信心，但从目前美国

个人服务消费支出表现与全球疫情的不确定性来看，我们对鲍威尔的自信仍存质疑。

在物价方面，美联储误判了通胀严重性。9月美联储对核心 PCE 全年的预测中值为 2.3%。但基于最新数据，截至 9 月全年核心 PCE 水平已经到达 2.88%。因此，我们预测今年美国全年核心 PCE 将高于通胀平均目标制下 2.5% 的超调水平。在我们 9 月份的报告《美联储的通胀暂时论可信吗》中，已经就联储通胀临时性的五个原因分别给予质疑。从当前的情况看，我们所质疑的第一点和第三点正在得到更多的实证支持。受到疫情影响，持续的通胀已经开始抑制个人消费支出，其中商品消费增速跌入负值，而服务消费复苏放缓。另外，尽管鲍威尔仍强调在非典型菲利普斯曲线模型下，“价格-工资”螺旋加速尚未有迹象可循，但从美国三季度就业成本指数 (ECI) 来看，该指数季度环比已经快速增长了 1.3 个百分点，创下 1980 年代以来的最快增速，就业成本指数高企将必然引致工资水平的加速增长。然而，针对 ECI 的变化，鲍威尔仍坚持实际工资增速并未超过通胀增速，因此不必过分忧虑，这显然有失审慎。

表 1：美联储通胀暂时论的支点与我们的质疑

通胀暂时论的支点	我们的质疑
一是当前高通胀不会影响广泛的价格水平	受疫情影响严重的商品或服务价格可能会传导影响其他商品（服务）的价格水平（实证已反映）
二是当前部分高通胀项目价格增速开始放缓	如果疫情反复，部分商品或服务价格未必能顺利随疫情的结束而同步回落
三是工资并未对中长期通胀水平构成威胁	不能轻言菲利普斯曲线已消失，工资与失业的非线性关系，工资增长可能会阶段性加速（实证已反映）
四是长期通胀预期仍保持稳定	在财政刺激影响下，短期通胀预期和实际通胀可能会传导影响长期通胀预期上行
五是全球经济的长期特性将抑制长期通胀水平	全球经济对长期通胀水平的一直作用正在边际弱化

资料来源：工银国际研究部

在劳动力市场方面，美联储误判了微观事实。尽管联储官员都表达过就业缺口的恢复将基本决定 Taper 是否年内落地，但从非农数据来看当前就业缺口仍有 490 万人（与 2020 年 2 月疫情前相比）。我们在此前基于其他联储重要官员（如 Brainard 及 Waller）关于就业缺口恢复与 Taper 操作的关系论述，测算了当就业缺口修复至 330 万上下时（就业缺口修复至疫情前 85% 的水平），联储才会启动 Taper。然而，受到通胀压力影响，美

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_28812

