



# 预期管理失败与美国货币政策的“急弯”风险



【财新网】(专栏作家 白雪石 特约作者 沈非若) 11月22日, 美国总统拜登提名鲍威尔连任美联储主席, 同时提名现任理事布雷纳德为副主席, 预计该提名将获得参议院批准通过。此前, 市场对提名鲍威尔和布雷纳德获得提名的预期基本对半。

鲍威尔的连任保持了美联储领导层的连续性, 但其因“落后于曲线”的现状应对通胀政治压力, 而不得不驱使FOMC在向偏鹰派的方向转变。从沃尔克、格林斯潘到伯南克、耶伦, 我们看到美联储在增强透明度和市场预期管理上发生了巨大的进步。鲍威尔担任联储主席以来, 通过增加FOMC会后新闻发布会频率, 展示出更为主动的增加市场沟通的意愿。但鲍威尔并没有完整继承耶伦重视市场信号反馈的做法, 对自身引导的预期管理方向和市场的实际吸纳之间的差距缺乏敏感。

例如, 耶伦时期的FOMC会议声明都会使用美国通胀连接债券(TIPS)隐含的盈亏平衡通胀水平作为市场通胀预期的观察变量(market-based inflation expectation), 但鲍威尔时期已经将其修改为长期通胀预期(long term inflation expectation), 从鲍威尔在2021年Jackson Hole会议讲话上的图表中可以看到, 他关注的长期通胀预期更侧重于来自针对消费者的密歇根通胀预期调查和针对专业投资者的SPF调查, 这种重调查数据、轻市场交易的视角, 意味着其预期引导可能会形成与市场预期的缺口而无法察觉, 政策制定者可能经常不得不在预期管理受挫之后进行巨大的政策转向。

鲍威尔的此种风格使我们看到美联储的货币政策在不到 4 年当中，已经出现了至少三次预期管理失败之后的“急弯”式调整：

一是 2018 年底在缩表进程中，由于高估了市场可以承受的中性利率水平，最终在国债市场流动性冻结引发风险资产超调之后停止缩表并转为降息；二是 2019 年对美国国债收益率曲线频繁倒挂的衰退警示无视，仅使用“中期调整” (mid-cycle adjustment) 来定义降息，为新冠疫情之后不得不剧烈调整利率埋下伏笔；三是 2020 年从新冠之初过度忽略到金融市场暴跌之后不得不史无前例地扩张资产负债表，并让临时的金融稳定工具与长期的非常规货币政策之间的界限变得更加模糊，也是当前全球通胀出现失控风险基本前提。

今年下半年开始，美国经济出现了三个自我强化的通胀螺旋，使美联储“落后于曲线”的问题更加突出，也使美国不再具备继续进行货币与财政政策协调宽松的基础，政策面临大幅的“急弯”风险。

第一个螺旋是“离职-工资”螺旋，疫情后美国劳动力市场局部过热，公司为了填补职位空缺许以高薪，而劳动者频繁更换工作又加剧了这一过程（图 1 左）；第二个螺旋是“通胀-工资”螺旋，尽管名义薪资上涨，但爆发式的通胀使得实际工资反而下降，占据主动地位的劳动者可能要求工资上涨，这将进一步带来通胀压力（图 1 中）；第三个螺旋是“工资-通胀”螺旋，疫情后美国低技能劳动力的薪资增幅更大，逆转了此前 25 年的趋势，而这将带来全社会生产率的降低，反而推升通胀，也即“鲍莫尔病”（图 1

右)。三个螺旋目前仍处于较为初步的阶段，但通胀也使现代货币理论的可行性受到质疑，因该理论对政府债务货币化的一个基本前提是不应看到明显的通胀上升。美联储将不得不在 12 月或之后的会议上更快行动以防止通胀螺旋加剧甚至失控的风险。

图 1：（左）主动离职率上升至 20 年最高(%)；（中）名义工资同比上涨而实际工资同比下降(%)；（右）低学历工资增速首次超过高学历工资增速(%)



数据来源：Haver

鲍威尔在获得提名后的讲话表现出此前“通胀暂时论”观点的进一步动摇。在讲话中，鲍威尔用“通胀爆发” (a burst of inflation) 来描述美联储面临的挑战，并将使用工具防治通胀失控。在三周前的 FOMC 的会议中，

**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\\_30029](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30029)

