



美联储未能预见高通胀 并非失误



年初至今，通胀未能如美联储预期出现回落，反而屡创新高。面对不断上升的通胀，2021年11月美联储主席鲍威尔终于在国会听证会上承认将价格压力描述为“暂时”已不再恰当。为了抑制高通胀，美联储自3月以来不得不快速加息，至2022年7月末已加息4次，累计225bp。美联储激进紧缩引发市场动荡。股票市场方面，2022年3-7月，标准普尔指数累计下跌8.8%，纳斯达克综合指数累计下跌12.9%，黄金累计下跌8.3%。美国10年期国债收益率也在美联储今年首次加息后快速上行，从3月14日的2.14%上升至6月14日的3.49%这一阶段性高点，美国国债因此出现明显下跌。

美联储未能预见高通胀饱受诟病。很多观点认为美联储未能提前预判高通胀并尽快紧缩是决策失误。市场一般习惯于美联储总是能够完全洞悉经济的各种变化，预测到所有可能出现的结果并提前采取行动。然而，美联储也有其自身的局限性。即便是历史重演，美联储也很难避免这一所谓的“失误”。回顾疫情后美国经济的发展过程，会发现美联储紧缩时间偏晚有其合理性，认为美联储存在决策失误有失偏颇。

2020年下半年以来，虽然美国通胀水平不断上升，然而至2021年11月以前通胀走势仍不确定。首先，通胀上行速度并不快。CPI至2021年3月才超过2%，核心CPI至2021年4月才超过2%。其次，2021年上半年以前美国通胀上升主要体现为结构性通胀，上涨幅度较大的主要是受疫情影响明显的二手车、房租等类别。最后，长期通胀预期指标上行一

直较为温和。2021 年 10 月末美国 10 年期盈亏平衡通胀率只有 2.51%，依然在疫情前合理水平以内，并且与 2% 的长期通胀目标较为相符。除了 10 年期盈亏平衡通胀率以外，其他中长期通胀预期指标也大都较为稳定。通胀数据释放的复杂信号也令市场对未来通胀走势产生了较大分歧。在 2021 年 3 月美联储议息会议后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示未来几个月的通胀同比增速可能较高，但这将是暂时的。斯蒂格利茨认为眼下对通胀的担忧“肯定不成熟”，而且“完全没必要”。然而，前美国财长劳伦斯·萨默斯则在华盛顿邮报上发表社论，警告可能出现“我们这一代人所未见的通胀压力，将给美元价值和金融稳定带来严重后果”。虽然事后来看 2021 年下半年美国通胀水平已经处于上涨趋势中，然而以当时掌握的信息来看并不足以判断通胀未来走势。

美国经济自 2020 年下半年以来开始回升，受疫情反复等因素影响经济复苏一直充满不确定性。2021 年 1 月，美联储主席鲍威尔在众议院金融服务委员会作证时表示，美国或需三年才能实现通胀目标，要实现充分就业还有很长的路要走。此后的数次议息会议美联储均认为虽然受疫情影响较大的几个行业经营有所改善，但经济前景风险依然存在，直至 2022 年 3 月美联储才放弃经济前景存在风险的表述。

美联储之所以对经济复苏前景担忧主要有以下几个原因：一是疫情形势存在不确定性。自 2020 年 2 月全球疫情暴发以来，美国疫情经历多重反复。2021 年第四季度美国疫情再度恶化，过去 7 天平均新增确诊病例数

从 2021 年 11 月末的 8.25 万人大幅上升至 2022 年 1 月 15 日的 80.8 万人，创疫情暴发以来新高。疫情反复也使得经济随时有转向的可能。二是供应链持续受到扰动。受疫情影响全球供应链持续面临压力。纽联储全球供应链压力指数 (GSCPI) 显示，2020 年 11 月至 2021 年 12 月全球供应链压力指数不断上升，由 0.7 大幅上升至 4.32。全球供应链压力上升不仅加大了通胀上行风险，而且对经济复苏也产生了不利影响。三是劳动参与率恢复一直不及预期。受退休人数激增、照料责任增加和对感染新冠病毒的恐惧等诸多因素影响，疫情暴发后美国劳动力参与率大幅下降，由 2020 年 2 月的 63.4% 大幅下降至 4 月的 60.2%。此后虽然劳动力市场持续改善，但劳动参与率上升十分缓慢。2022 年 7 月美国劳动力参与率为 62.03%，仍未恢复至疫情前的水平。四是就业人数回升速度偏慢。疫情暴发后美国非农就业人数出现大幅下降，从 2020 年 2 月的 1.525 亿人大幅下降至 4 月的 1.305 亿人。此后非农就业人数开始持续增加，直至今年 7 月才上升至疫情前水平。上述原因令美联储对加息一直持谨慎态度，以避免打断脆弱的经济复苏势头。

疫情暴发至今美国通胀可以分为两个阶段：

第一个阶段是结构性通胀阶段（2021 年上半年以前），由于二手车、房租等价格大幅上涨导致通胀持续上升；第二个阶段是全面通胀阶段（2021 年下半年至今），即物价上涨已经不再局限于少数产品和服务，而是几乎所有产品和服务。

美国通胀由结构性通胀发展为全面通胀，除了经济持续复苏的原因以外，主要有以下两个因素超预期：一是俄乌冲突。俄乌冲突暴发令全球能源供应紧张，导致能源价格大幅上升。虽然美国是能源净出口国，但能源价格大幅上涨对经济增长依然不利。不仅使利润由非能源企业向能源企业流入，抬高非能源企业生产成本，而且加大通胀上行压力。二是疫情持续时间过长。随着疫苗广泛接种，群体性免疫的建立以及特效药的出现，原本预计疫情会在 2021 年结束。然而，由于病毒变异导致疫情形势出现反复，美国在 2020 年底、2021 年第三季度以及 2022 年初先后出现三轮较大规模的疫情。2022 年 5 月以来美国过去 7 天平均新增确诊病例数又再度上升至 10 万例左右，并且迄今为止尚未看到疫情结束的迹象。由于疫情持续时间过长，供应链迟迟难以恢复至正常水平，导致通胀回落难度较大。为了应对不确定性，全球供应链出现多元化迹象，这又进一步提升了生产成本，导致通胀加剧。上述超预期因素的出现令美国通胀水平进一步上升。

全球金融危机后，主要发达经济体逐渐进入“低增长、低通胀、低利率”新常态。虽然货币政策总体维持宽松，然而通胀依然低迷。为了摆脱低通胀困境，美联储开始反思通胀目标。2020 年 8 月，美联储修改了其货

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_45355

