



## 海外央行观察系列（第3期）

# 美联储有能力带来通胀么？

### ■ 核心摘要

第一，虽然美联储此次并未公布“平均通胀目标”的计算公式，但可以肯定的是，通胀短期波动对美联储政策的影响将让渡于通胀中期的趋势，且劳动力市场的强劲程度在美联储货币政策框架中的比重也将加大。

第二，就未来数年看，劳动力市场可能仍将维持缓慢恢复的过程，相较最高就业水平可能仍有差距。这决定了在新框架下，美联储难以在未来 2-3 年摆脱当下的宽松货币政策，除非劳动力市场出现意外的强劲回升。相对于基准利率调节的价格政策，美联储未来 2-3 年使用更为频繁的将是 QE 及一系列其他工具的数量政策。

第三，美联储进行“灵活形式的平均通胀目标制”改革的有二：提升劳动力市场在货币政策中的重要性、提升近年来一直低企的通胀水平，我们认为这两个目标均有很大难度。另外，新政策框架还面临“滞胀”风险。

第四，除了市场情绪之外，市场的分歧也开始凸显。宽松利好与新框架带来新问题的担忧相互交织，这将导致未来一段时间，投资者对未来预期的混乱，全球金融市场的波动率也将显著抬升。而对于股市、债市、汇市与大宗商品，波动率提升可能是目前唯一可以确定的事。

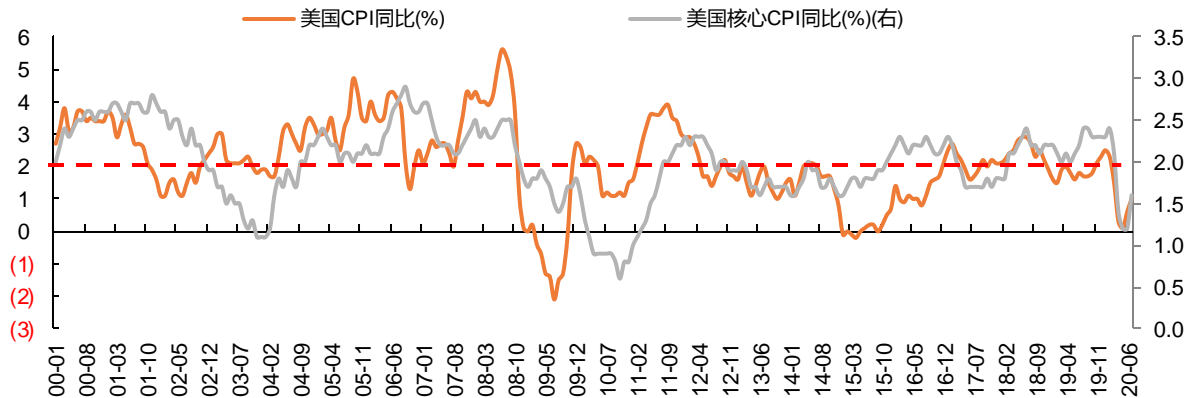
## 一、“灵活形式的平均通胀目标制”——美联储的新框架

### 1.1 鲍威尔宣布引入“平均通胀目标”

在杰克逊霍尔全球央行年会的开幕致辞中，美联储主席鲍威尔宣布：美联储一致通过有关“长期目标和货币政策战略声明”的更新，将正式引入“平均通胀目标”的政策；同时将就业市场评估标准进行了调整。随后，美国联邦公开市场委员会（FOMC）宣布一致通过有关“长期目标和货币政策战略声明”的更新，阐明了其对货币政策和货币政策的立场，内容与鲍威尔此前的讲话并无二致；另外，FOMC 还计划未来在每年 1 月份继续评估“长期目标和货币政策声明”，并大约每 5 年对货币政策策略、工具和沟通方式进行公开审议。对于以稳就业与控通胀为最核心任务的美联储来说，此次对政策目标、评估标准与政策框架的调整具有重大意义。

按照鲍威尔的说法，此次调整可以类比 1980 年代时任美联储主席沃尔克通过持续加息驯服恶性通胀的举动。与 1980 年代的“滞胀”不同，全球经济早已于 30 多年前彻底摆脱了恶性通胀；但从 2008 年金融危机后，全球经济就陷入了“低通胀”陷阱，特别是从 2012 年以来，美国通胀水平（按 CPI 同比计）从未上过 3.0%，绝大多数时间均处于 2.0% 的目标水平以下。在这种背景下，现有的美联储货币政策框架，也就是 2012 年正式采用的包括“2% 的对称通胀目标，对充分就业的支持，以及美联储可采取的一系列政策行动来达到上述目标”在内的框架，已经不适应近年来“低通胀”顽固的格局。特别是，低通胀带来的实际利率下行过度依赖名义利率下行的问题，导致政策利率处于极低位置的美联储在应对危机时，缺少常态政策的使用空间，同时也会减弱联储刺激政策的效果。

图表1 2008年金融危机后美国通胀在2.0%目标水平以上的时间明显小于2.0%以下的时间



资料来源: WIND, 平安证券研究所

基于上述考虑, 鲍威尔在 2018 年上任后便寻求对现有货币政策框架进行重新评估, 并在此基础上对框架进行调整, 终于在当下迎来了结果。

引入“平均通胀目标”, 意味着美联储将允许通胀率在某些时候“适度”地高于 2% 的政策目标, 防止在就业市场尚未完全恢复的时候仓促收紧流动性, 进而给就业与经济带来负面冲击的情况发生。而针对就业市场评估标准作出的调整——将先前的就业偏离度 (deviation) 改为就业缺口程度 (shortfalls), 也是为了突出美联储对强劲劳动力市场的欢迎。

虽然美联储此次并未公布“平均通胀目标”的计算公式, 但可以肯定的是, 通胀短期波动对美联储政策的影响将让渡于通胀中期的趋势, 且劳动力市场的强劲程度在美联储货币政策框架中的比重也将加大。

## 1.2 劳动力市场缓慢恢复, 宽松政策或维持数年

出于对市场解读为货币政策极度宽松的警惕, 鲍威尔在致辞中还指出: 现在仍在寻求实现平均 2% 的通胀率, 如果通货膨胀上升到“高于目标水平”的程度, 美联储将“毫不犹豫地采取行动”, 尽管应对通胀的行动一直是“温和”的。对于就业目标的设定, 鲍威尔表示衡量“就业缺口”的最大就业数难以简单衡量, 因为会随时间变化。

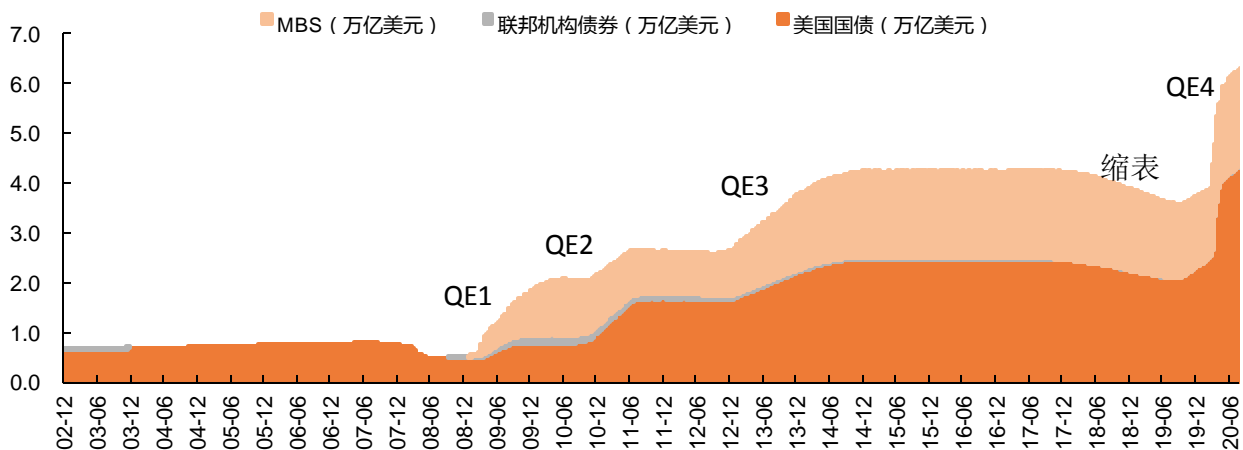
对于当前经济形势与未来复苏的判断, 鲍威尔表示, 在主体街项目正取得进展的背景下, 除受疫情影响严重的地区之外, 美国经济仍然健康。当前美国金融市场已经趋于稳定, 但实体经济仍然面临一些问题。就业市场难以迅速恢复, 将呈现缓慢恢复的态势。

由于美联储“灵活形式的平均通胀目标制”大概率将在 9 月推出, 所以对未来美联储货币政策的判断需要从新的框架入手。根据目前新框架的相关公开信息, 可以看出美联储将“就业目标”置于“通胀目标”之前了, 也就是说在就业缺口仍较大的背景下, 即使平均通胀高于目标水平, 也将保持宽松的货币政策来刺激就业市场的恢复。这也是鲍威尔口中美联储所做的关于缓解贫富差距的行动。

姑且不论新的政策框架能否缓解贫富差距，就未来数年看，劳动力市场可能仍将维持缓慢恢复的过程，相较最高就业水平可能仍有差距。这决定了在新框架下，美联储难以在未来 2-3 年摆脱当下的宽松货币政策，除非劳动力市场出现意外的强劲回升。

相对于基准利率调节的价格政策，美联储未来 2-3 年使用更为频繁的将是 QE 及一系列其他工具的数量政策，就灵活性而言，数量政策既有规模上的可调节性，也有目标对象上的可操作性，大概率将是未来 2-3 年美联储货币政策的主要内容。

图表2 美联储 QE4 规模是其货币政策取向的重要跟踪指标



资料来源：WIND，平安证券研究所

## 二、美联储能带来通胀么？

### 2.1 近年历史证明宽松未必会带来通胀

美联储进行“灵活形式的平均通胀目标制”改革的目的是有二：提升劳动力市场在货币政策中的重要性、提升近年来一直低企的通胀水平。

对此，我们认为：对于第一个目标，虽然提升就业市场对政策的影响力是可行的，但劳动力市场的“最大就业水平”到底如何测算或判断却具有相当大的难度和不确定性。适龄劳动力总数是通过抽样调查或人口普查进行的，特别是在现今的大数据时代，上述数据的搜集并非难事。但是，如何理清不同时期人们的就业意愿却是一个难题，这恐怕不是抽样调查能够解决的，毕竟针对美国大选的民调都有较大水分和偏误，何况更为私人的就业意愿问题；另外，如何量化摩擦性失业等有就业意愿但仍处于失业状态的劳动力数量也是一大难题。所以，第一个目标看似容易，实际上在操作中会有一些障碍需要克服。

我们的重点放在第二个目标上，有个很自然的问题随之而出——美联储能带来通胀么？

虽然鲍威尔自信满满的表示当下的举动可以类比 1980 年代时任美联储主席沃尔克的“驯服”恶性通胀之举，但是我们对其能够完美的实现“健康的通胀”保有一定的疑虑。原因有三：首先，从 2008 年至今的历史看，美联储的宽松政策力度是过去几十年无可比拟的，但通胀却显著低于过去几十年，这至少说明了常态的宽松政策对提振通胀的无效。其次，从欧日等央行的宽松政策及效果看，收益率曲线控制、负利率等非常态宽松政策对提振通胀也是无效的，甚至与使用常

态宽松政策的美国相比，欧、日的通胀率更低。再次，从理论推导上看，沃尔克的加息政策只要进行到一定程度，是肯定会驯服通胀的，毕竟资金成本的持续提升会给信贷活动带来抑制，进而抑制通胀；但是，鲍威尔意图进行的持续宽松政策，但仍可能面临“流动性陷阱”和资金持续涌入金融市场的“脱实向虚”，进而导致资金并未真正进入实体经济，提振通胀与就业或许也就成为了泡影。

所以，我们认为，美联储此举想带来健康的通胀，难度将显著大于 1980 年代沃尔克加息“驯服”通胀。

## 2.2 美联储新框架恐临“滞胀”困局

另外，我们还发现美联储的新政策框架可能面临一个潜在风险，那就是在通胀持续上行而失业率仍较高的情况，也就是我们所熟知的“滞胀”。

按照美联储新框架的设定，“滞胀”之下，失业率高企，决定了美联储宽松货币政策的取向；而宽松货币政策将进一步刺激通胀继续上行，进而达到恶性通胀的程度，导致“滞胀”危机加剧，最终可能不得不再次采用沃尔克的加息策略来遏制恶性通胀。

我们假设这种情况：失业率并不低，而通胀略高于目标水平。在这种情况下，劳动力市场并不满足最大就业水平的条件，决定了美联储货币政策的宽松取向，进而刺激通胀从略高于目标水平的位置上行至更高水平，而这将加大居民的生活成本，高通胀同时也会降低企业的运营效率，从而带动失业率上行。如此反复，经济将自然走到“滞胀”的困局之中，最后只能求助于沃尔克的加息策略，经济必然经受剧烈动荡。

其实，从当下的经济形势看，我们假设的这种情况并非不可能。从劳动力市场看，疫情的冲击给消费、投资信心带来的影响是深远的，就业市场恢复势必是个缓慢的中长期过程；而从通胀角度看，逆全球化、自主可控潮流将推升中长期通胀，而基数效应与大宗出口国疫情恢复缓慢带来的中短期通胀提振，通胀在未来半年至数年都会有一个震荡抬升的态势。我们假设的上述情况发生的概率还是有的。

## 2.3 贵金属剧烈震荡，市场分歧凸显

在 8 月 27 日晚-28 日凌晨，全球金融市场的波动率显著抬升。其中，最明显的就是国际贵金属市场。金银价格从会前的上涨，到鲍威尔发言之初的加速上涨，再到之后的迅速回落转跌。美股也经历了下跌-上涨-回落的波折。从市场的反应中可以明显看出，市场在会前已经 Price in 了美联储关于“灵活形式的平均通胀目标制”的宽松利好，在利好落地后，

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\\_2934](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2934)

