



程实点评 11 月美联储 FOMC: 危险的误判



文/新浪财经意见领袖专栏作家 程实 张弘硕



“飒飒东风细雨来，芙蓉塘外有轻雷”。正如我们在 7 月份报告《紧缩确定, Tapering 稳行》以及 9 月报告《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，MBS50 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，截止 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，美联储已提前行动。另外，我们有理由担心劳动力市场结构变化对通胀水平的影响正在变得更为显著。2021 年二季度美国劳动市场参与率为 61.6%，比疫情前少了 1.6 个百分点，约有 525 万人退出了劳动市场，其中，我们估算“超额退休人士（excess retirement）”超过了 200 万人。这意味着

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_28808

