



程实：抗击通胀之路依旧漫长



意见领袖 | 程实（工银国际首席经济学家）、张弘瑛（工银国际资深经济学家）

回顾鲍威尔就任联储主席的三年时光，杰克逊霍尔（Jackson Hole）会议几乎都成为了美联储政策转向的关键时刻。在这些关键时刻，既有致命误判，也有幡然觉醒。具体来看，19 年 Jackson Hole 刚刚结束，市场回购利率大幅飙升，而美联储在毫无防备的状况下直接导致利率管理失控，最终联储十年来首次被迫启动了正回购工具。2020 年，鲍威尔在 Jackson Hole 会议上重点讨论了“菲利普斯曲线”失效和长期劳动生产率低下问题。对结构性和长期性问题的关注使得美联储忽略了疫情蔓延对经济带来的冲击影响。2021 年，Jackson Hole 会议上鲍威尔大谈“通胀暂时论”并抛出了五大理由来印证通胀仅仅是暂时的。然而，最终的结局却是美国深陷通胀失控并不得不加速加息节奏以抑制通胀。今年 Jackson Hole 会议上，鲍威尔围绕通胀失控风险，双重目标取舍以及终端利率调整进行了讨论并做出判断。鲍威尔大改往日讲演风格，以更加直接、清晰、简短和坚定的态度表达了联储对抗通胀失控的决心。具体来看，一是美国通胀仍有再次抬头的可能，控制通胀仍是重中之重；二是美国需要牺牲掉一定的失业率来换取通胀回落；三是联储利率终端将被上调，“加息并保持”同时避免“驼峰式利率调整”将是未来一段时间美联储政策利率路径的主基调。



通胀并未见顶，控制通胀是长期首要任务。7 月通胀数据回落主因能源价格大幅回调导致美国总体通胀率下降。然而鲍威尔认为当前美国总体通胀率回落仍不支持美国通胀已经见顶。因为通胀预期和核心通胀仍未看到显著且持续的下行趋势。从通胀失控的风险成因来看，除了我们在报告《警惕薪资-价格螺旋的潜在风险》和《美国通胀的假象》中强调的劳动力市场不平衡（工资螺旋价格效应）和企业向消费者转移生产成本（劳动生产率下降）外，美国房租价格连续增长也支持了核心通胀。具体来说，美国加息抬升了美国按揭利率导致居民部门购房意愿开始回落，但对租房的需求大幅上升，从而支持房租价格向上（房租价格几乎占据核心 CPI 一半的比重）。另一个重要因素来自 2-3 季度的全球气候异常加剧。近两年以来全球极端气候频发已成为新常态，今年夏季，全球主要市场（美国、欧洲、中国）均遭受到了全球暖化带来的极端干旱灾害影响。热浪席卷北半球大部分主要经济体，导致北美、中国及欧洲主要北半球经济体干旱严重，全

球六大河流干涸见底。具体来看，美国中西部地区遭遇历史性干旱，导致美国西南部主要河流科罗拉多河出现部分干涸。联邦政府不得不对家庭部门强制性实施限制性用水。不仅仅是美国，中国长江和欧洲莱茵河多条支流均出现干涸见底的情况。降雨量及水库蓄水不足导致全球再次遭遇电力供应短缺问题。全球主要经济体（美国、欧元区及中国）限电政策接连落地或将进一步加剧能源危机对通胀的传导影响。然而，面对劳动力失衡和气候异常等供给侧因素，欧美央行实际的应对措施极为有限。鲍威尔及联储多为理事也承认央行能够做的就是通过货币政策打压需求端而非供给端，当总需求下降，私人部门劳动生产率进一步下降可抑制工资价格螺旋效应的上升。

双重目标的取舍：牺牲失业率换取通胀回落存在必要。尽管从美国GDP增长再次萎缩，期限利差和高通胀率均加剧美国经济明年迈入衰退的可能。但美国劳动力市场表现仍然强劲。具体来看，7月美国非农数据大幅好于预期，非农就业总人数和失业水平均回到了2020年2月疫情前水平，支持美国进一步强势加息的底气。尽管从多位经济学家（Blanchard 及 Summers 2022）构建的H型曲线来分析当前美国通胀回落势必导致生

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_45612

