



管涛：美联储退出“低通胀、低利率”的荆棘之路



意见领袖 | 管涛

2022 年 7 月，美联储背靠背再次加息 75 个基点，连续四次议息会议累计加息 225 个基点，同时继续实施缩表。如此激进的货币紧缩是近 40 多年未曾见到的，这离不开美国当前的高通胀。7 月份美国 CPI 增速依然高达 8.5%，处于 1982 年来的高位。美联储多位官员表示无法容忍如此高的通胀水平。2022 年 6 月底拉加德在欧央行峰会上发表“告别低通胀”讲话，认为“我们不会再回到低通胀的环境”，随即在 7 月 21 日宣布加息 50 个基点，一举摆脱负利率。尽管美联储不断上调 2022 年通胀预期，但是依然坚持 2023 年底美国通胀增速预计将回落至 2.6%，长期通胀中枢保持在 2.0%。宏观预测工作非常困难，美联储预测也不断被证伪。但只有理解造成今天这个局面的原因、美联储在其中扮演的角色和通胀的底层逻辑，我们才能猜测未来的通胀和利率走势。



高通胀是如何炼成的

首先，供给端冲击前所未见。主要集中为两方面：一方面，疫情是一次逆全球化的预演。1990 年代起，随着中国和其他新兴国家加速开放融入全球化，巨大的劳动力、资本投资和产能建设大幅提升了全球生产能力。根据世界银行和世贸组织的数据显示，1990 年至 2010 年全球指标中位数上升近 20 个百分点，是此前 20 年增幅的 4 倍；全球贸易规模从 1990 年的 7.14 万亿美元增长 5.3 倍至 2021 年的 44.80 万亿美元。全球化和比较优势令美国出现制造业“空心化”。疫情后，各国不得不大规模停工停产，同时加强海关检疫。虽然中国尽最大努力保证供给，但是部分国家复工缓慢、疫情反复、关键零部件缺失、国际物流堵塞和地缘政治风险等一

系列因素让供给修复缓慢，美国既无法生产又拿不到商品。Shapiro (2022) 研究表明，拉动美国 PCE 高企的二分之一贡献来自供给端，三分之一来自需求端和剩余的六分之一来自其他因素。另一方面是地缘政治风险引发能源危机。欧洲受俄乌冲突直接影响，结构性矛盾集中爆发，天然气价格不断暴涨。而能源商品又是国际市场，主要经济体都难以独善其身，当前情景与 1970 年代两次石油危机颇为相似。

其次，需求端刺激史无前例。近百年来，发达国家从未有过经济骤停的经验。疫情初期，经济衰退产生的通缩压力如期而至。美国通胀在 2020 年上半年不断走低，CPI 同比最低跌至 0.1%，同时失业率飙升，创下有数据新高的 14.7%。美联储在 2020 年 3 月火力全开，非会议期间两次紧急降息至零区间，同时启动大规模资产购买计划——无限量宽。美国财政政策则更为积极。相对于其他发达国家补贴担保的“扭扭捏捏”，美国政府直接向居民发钱，有些不工作拿的钱比工作还多。部分商品需求的激增，供需失衡集中爆发，引发了 2020 年下半年第一波通胀上行。随着美国进入 2021 年防疫“躺平”，集中释放的服务消费、出行相关的商品消费和低利率刺激的耐用品消费接踵而至，加上美国新任总统拜登上台即刻兑现了 1.9 万亿美元财政刺激的承诺，造成 2021 年通胀加速上升。

再次，美联储落后于曲线。早在 2020 年底，不少美联储前官员已经开始质疑货币超发不会引发大通胀的观点。美联储前副主席布兰德多次指出，在如此巨量的货币追逐有限的商品情况下，货币通胀理论不可能失效，

通胀不得不防。纽联储前主席达德利也持相同观点。2021 年质疑美联储行动缓慢的声音越来越多。美国前财长萨默斯就是其中的代表，其本人不断呼吁美联储应该加紧行动，避免通胀失控。在 2022 年初美联储急速掉头实施罕见的紧缩政策后，美联储前主席伯南克在 5 月新书发布会上委婉指出，2021 年下半年（美联储）可能犯了“错误”，行动太晚，导致美国经济衰退几乎已成定局。

都是平均通胀目标制“惹的祸”

美联储的现代货币政策框架始于 1977 年《联邦储备改革法案》。在经历第一次石油危机惨痛的滞胀后，美联储正式被赋予“物价稳定和就业最大化”双重法定目标。第二次石油危机时期，美联储历史上最杰出的主席沃尔克走马上任，强化货币数量控制工具并远离政治干预，最终成功让美国摆脱了 1970 年代的高通胀。这为美联储赢得了宝贵的公信力。继任的格林斯潘从货币数量工具转向货币价格工具，并从幕后走向台前，逐渐重视预期管理。伯南克时期，美联储正式将 2% 通胀目标制显性化，进一步锚定通胀预期。而现任鲍威尔在 2020 年 8 月杰克逊霍尔会议上推出了饱受争议的“平均通胀目标制 (AIT)”，利率政策既要向后看（即先发制人），更要向前看（即后发制人）。结果仅一年多，2021 年 12 月美联储货政声明就不再提 AIT，而会议纪要显示“与会者认同一段时期内通胀超过 2% 的目标已经实现”。随后，关于 AIT 的言论也逐渐消失。

AIT 存在“致命”的非对称性矛盾。2008 年金融危机后，美国与其他

发达国家一样陷入了低通胀的“怪圈”，仅个别季度通胀达到美联储 2% 的通胀目标。为此，AIT 允许在未来一段时期通胀超过 2% 来弥补此前的通胀低迷，以此强化通胀预期。问题是，AIT 源自对低通胀的反思，但没有解决或明确通胀持续超调时货币政策该如何应对。AIT 旨在让过热的劳动力市场惠及更多的劳动者，但前提是劳动力市场紧俏不会使得通胀大幅偏离美联储的目标区间。

美财长耶伦和美联储主席鲍威尔在 2021 年上半年均认为通胀是暂时的，2022 年会自然回落。2021 年 8 月杰克逊霍尔会议上，美联储主席鲍威尔还在坚持“通胀暂时论”。实际情况是，2021 年，美国 CPI 同比增速从年初的 1.4% 飙升至年底的 7%，失业率下降 2.5 个百分点至 3.9% 历史低位。劳动力市场已经有“薪资追赶通胀”的迹象，进一步强化美国通胀韧性。如果通胀持续超调，通胀预期可能会脱锚，治通胀的政策成本可能超乎想象，最终让美联储的 AIT 得不偿失。

美联储的通胀目标制和治通胀的公信度是过去 40 多年通胀稳定的重要原因。“通胀过热、货币紧缩”的观念已经深入人心。值得庆幸的是，

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_46276

