

人大国发院十大核心产品系列

政 策 简 报

2022年9月 第19期 总第138期

美联储持续加息：转向通胀优先的货币政策

王晋斌



—— 中國人民大學 ——
国家发展与战略研究院
National Academy of Development and Strategy, RUC

人大国发院简介

中国人民大学国家发展与战略研究院（简称“人大国发院”）是中国人民大学集全校之力重点打造的中国特色新型高校智库。现任理事长为学校党委书记张东刚教授，院长兼首席专家为校长林尚立教授。2015年人大国发院入选全国首批“国家高端智库”建设试点单位，并入选全球智库百强，2018年初在“中国大学智库机构百强排行榜”中名列第一。

人大国发院积极打造“小平台、大网络，跨学科、重交叉，促创新、高产出”的高端智库平台，围绕经济治理与经济发展、政治治理与法治建设、社会治理与社会创新、公共外交与国际关系四大研究领域，汇聚全校一流学科优质资源，组建跨学科研究团队，对中国面临的各类重大社会经济政治问题进行深入研究。

人大国发院以“中国特色新型高校智库的引领者”为目标，以“国家战略、全球视野、决策咨询、舆论引导”为使命，扎根中国大地，坚守国家战略，秉承时代使命，致力于建设成为“最懂中国的世界一流大学智库”。

地址：北京市海淀区中关村大街59号中国人民大学崇德西楼8楼

网站：<http://NADS.ruc.edu.cn>



人大国发院微信

作者简介

王晋斌，中国人民大学国家发展与战略研究院研究员、经济学院党委常务副书记、副院长、教授，中国宏观经济论坛（CMF）主要成员。2007年入选教育部新世纪人才。

欢迎媒体摘发、转载或采访。

媒体热线：张雯婷；办公电话：010-62625159

主办：中国人民大学国家发展与战略研究院（首批国家高端智库试点单位之一）

主编：刘青

编辑部主任：邹静娴

本期责编：邹静娴 张雯婷

摘要

美联储的货币政策已经从就业优先急转通胀优先。激进的刺激政策叠加事前难以预计的供给冲击，导致美联储货币政策从一个极端走向了另一个极端。美联储在维持就业和物价稳定的货币政策目标之间没有表现出平衡关系的意向，二者反而更像是一个“钟摆”关系。这种“钟摆”关系使得美联储货币政策对世界经济的负面溢出效应最大化。

一、美联储新一轮加息意指通胀

8月26日，在杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔再度强调“通胀不停，加息不止”，并认为利率“再一次地异常大幅度上调可能适宜”，这意味着9月份美联储再次加息75个基点的可能性将大为增加。鲍威尔暗示利率将在一段时间内保持高位，这显著减低了市场有关美联储货币政策可能会在2023年转向的预期。

目前对于美国经济而言，控制通胀比支持增长更为重要。在此次会议上，鲍威尔的讲话与前几次不同，这一次更加明确了前瞻性的指引，并强调了通胀优先。如果通胀水平得不到较好地抑制，那么美联储就不会停止加息。美联储加息至中性利率水平之上基本已成定局，并很可能使这一高利率持续运行一段时间。

美联储今年3月份开始加息，3月份美国失业率为3.6%，消费者物价指数（CPI）同比上涨8.6%，美国核心物价指数（PCE）同比上涨6.6%。事实上，直到2021年下半年后期，美联储才开始重视通胀，2021年10月份，美国经济通胀率已经达到了很高的程度，CPI同比上涨6.2%，PCE同比上涨5.1%，但失业率仅为4.6%。由于美联储偏执地坚持了就业优先的货币政策，失业率从2020年4月份的峰值14.7%一直下降至今年7月份的3.5%，回到了疫情前2020年1—2月份3.5%的失业率水平，这也是60年来美国经济中的最低失业率。

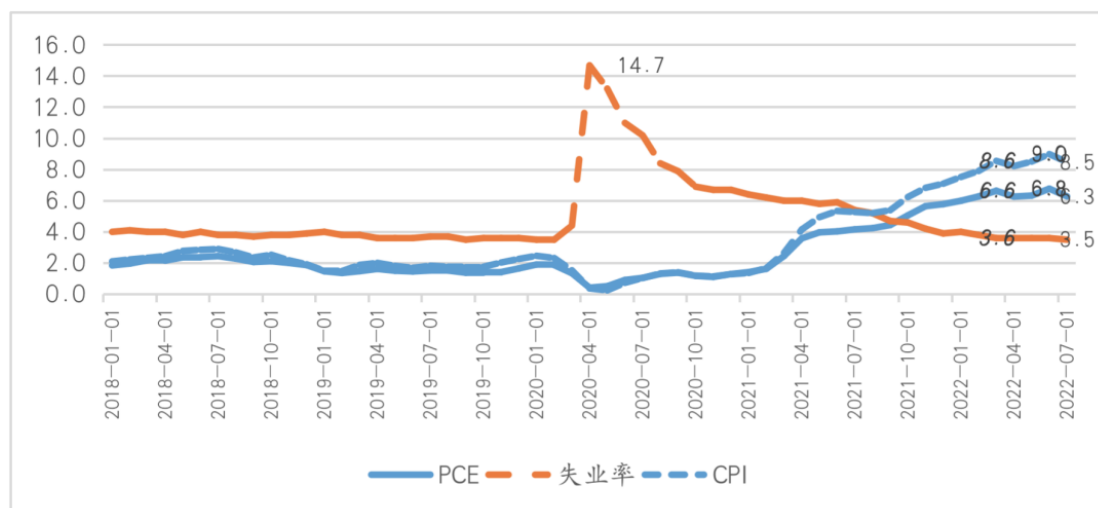


图 1. 美国经济中的消费者物价指数（CPI）与美国核心物价指数（PCE）趋势图（%）

数据来源：Federal Reserve Bank of St. Louis.

美联储直到失业率降至今年 3 月份的 3.6% 后才开始加息，一方面是因为美联储对于供应冲击的持久性出现了误判；另一方面也在于美联储新货币政策框架纵容了美联储对通胀过高的容忍。

从图 1 可以看出，美国 7 月份 CPI 和 PCE 同比增幅分别为 8.5% 和 6.3%，两者与 6 月份的 9.0% 和 6.8% 相比，已有较为明显的下降，且市场预期美国通胀率可能在 6 月份已经见顶。但鲍威尔依然发表了控制通胀的强硬立场，这在某种程度上超出了市场预期。而美国三大股指均出现了 3%~4% 的暴跌，这也是市场对鲍威尔讲话作出的回应。

二、美联储可能异常大幅度加息的原因

鲍威尔的强硬表态提供了美联储可能继续异常大幅度加息的指引，对此美联储可能有如下几个动机。

首先，美联储需要帮助市场形成严格控通胀的预期。如果不释放降通胀的强力信号，市场会反向博弈，不仅不利于控通胀，也会打乱

美联储耐心控通胀的节奏。就像目前市场反映出来的，剔除 8 月 26 日鲍威尔讲话当天的跌幅，道琼斯指数和标普 500 指数今年以来的跌幅在 10% 左右，完全不符合 4 个月美联储快速加息 225 个基点的市场表现，因为市场预期明年美联储货币政策会转向。因此，美联储必须要为市场形成明确的严格控通胀预期。

其次，美联储认为工资物价螺旋机制已经形成。从图 2 可以看出，美国 7 月份核心 PCE 同比上涨 4.6%，比今年 2 月份的 5.3% 有所下降，但依然处于 33 年以来的高位。核心 PCE 的上涨和持续说明了美国经济中的工资物价螺旋机制已经形成，必须以增加失业率为代价来降低通胀。3.5% 的失业率给了美联储进一步紧缩的底气，也许只有在失业率超过 4% 之后，美国经济中的核心 PCE 才有可能出现较为明显的下降。

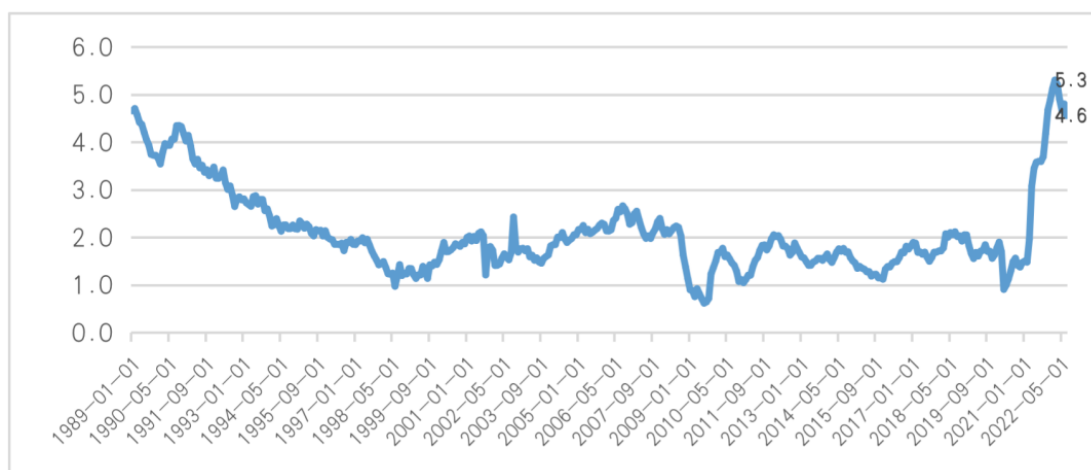


图 2. 美国经济中核心物价指数（PCE）趋势图

数据来源：BEA.

再次，美联储看清楚了通胀的演变，但货币政策除了紧缩别无他法。美联储纽约分行的一项研究表明，2019—2021年，美国60%的通货膨胀是由商品需求激增所致，另40%是供给侧的问题，供给冲击放大了需求对物价的影响。美联储旧金山分行的一项研究也表明，今年以来美国经济中的供给冲击对通胀的贡献率首次超过了需求对通胀的贡献率，截止到今年5月份，供给冲击的贡献率略超50%。一般情况下，货币政策紧缩对供给冲击型通胀的抑制作用并不敏感，除非大幅度的紧缩，才可能会通过总需求大幅度下降影响到供给价格的下降。

最后，美联储判断如果货币政策不及时紧缩，成本冲击形成“滞胀”的概率会显著增加。在继续异常大幅度加息的预期下，如果通胀在明年上半年出现了较为明显的缓和，2023年美国经济就可能会减少出现停滞的概率。目前，国际机构及美联储自身对2023年美国经济增长率的预测是比较低的。如果通胀维持高位不下，居民实际购买力下降带来的内生性需求下降和成本冲击将会加大美国经济“滞胀”的风险。

三、美联储的通胀优先货币政策对世界的影响

美联储也许作出了地缘政治冲突带来的政治成本具有长期性的判断，叠加疫情、极端天气等因素，使得能源食品价格具有高位运行的支撑；而逆全球化思潮和行为导致全球化“套利”带来成本下降的机会大幅度减少，受疫情冲击，劳动力就业习惯的改变使得提升劳动参

与率也很困难，劳动力成本持续上涨。在全球成本处于较快上涨的通道中，努力增加供给的能力在减弱，只有更大的紧缩才能控制高通胀。

由于美联储“异常大幅度紧缩”的预期以及这种预期并未结束，欧元区货币政策的步伐进一步落后于美联储的步伐，高通胀下的强美元对全球经济的负面溢出效应还会持续，欧元跌破欧元美元平价的情况可能会持续出现，全球货币普遍贬值会带来物价上涨的压力，这是美联储紧缩政策通过美元货币体系向全球转嫁通胀的基本方式。由此，美联储货币政策对世界经济的负面溢出效应将最大化。

供稿：中国人民大学国家发展与战略研究院。所有权利保留。任何机构或个人使用此文稿时，应当获得作者同意。如果您想了解人大国发院其它研究报告，请访问 <http://nads.ruc.edu.cn/zkcg/zcjb/index.htm>