



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2021.9.1 (Y-Research RN105)

柯马克/第一财经研究院高级学术顾问

www.cbnri.com

研究简报

热点

美联储需要控制“过度需求”吗？

摘要

近日，美联储主席鲍威尔在发表演讲时表示，美联储可能会在今年晚些时候开始放慢资产购买速度。不过，在美联储加息之前，必须满足“达到就业最大化的条件”。尽管目前劳动力市场明显疲软，但经济可能很快进入过度需求期，这可能使美联储难以实现其较低和稳定的通胀与就业最大化的双重目标。另外，由于通胀已经很高，经济进入过度需求、劳动力市场趋紧的状态，美联储可能不得不以比预期更快的速度和更高的幅度加息。利率意外的突然大幅上升将对金融市场和消费者造成损害。

正文

柯马克/第一财经研究院高级学术顾问

8月27日，美联储主席杰罗姆·鲍威尔发表了题为“新冠肺炎疫情时期的货币政策”的演讲。该演讲是在堪萨斯城联邦储备银行主办的杰克逊霍尔全球央行年会上发表的。由于今年的研讨会在线上举行，与会者无法欣赏怀俄明州的美丽风景。

鲍威尔主席的讲话为货币政策的短期实施提供了重要指引。他表示，美联储可能会在今年晚些时候开始放慢资产购买速度。就美联储的双重目标而言，在实现通胀目标方面取得了“实质性进展”，在实现就业最大化目标方面取得了“明显进展”。

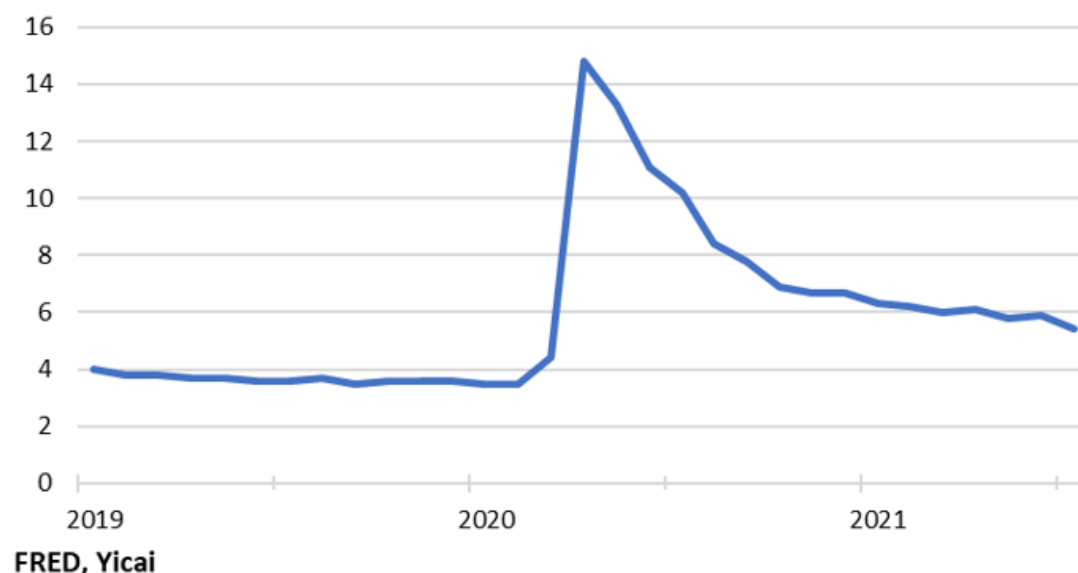
不过，他强调，在美联储加息之前，必须满足“达到就业最大化的条件”。他认为，由于就业人数与2020年2月的峰值相比减少了600万，“要达到就业最大化，还有很多工作要做”。

虽然“就业最大化”在货币政策执行中非常重要，但美联储并没有为其设定固定目标。美联储的政策制定者们也确实提供了他们对在没有冲击的情景下失业率的预测，在6月的预测摘要中，他们估计中位数为4%，估计范围为3.5%至4.5%。

7月的失业率为5.4%，从中我们可以知道美联储在加息之前需要付出多大的努力（图1）。在6月的预测摘要中，美联储的政策制定者们预计联邦基金利率将保持在0.1%，直到明年。到2023年，利率

仅会升至 0.6%，远低于 2.5% 的长期预期。

图 1 美国失业率（%）



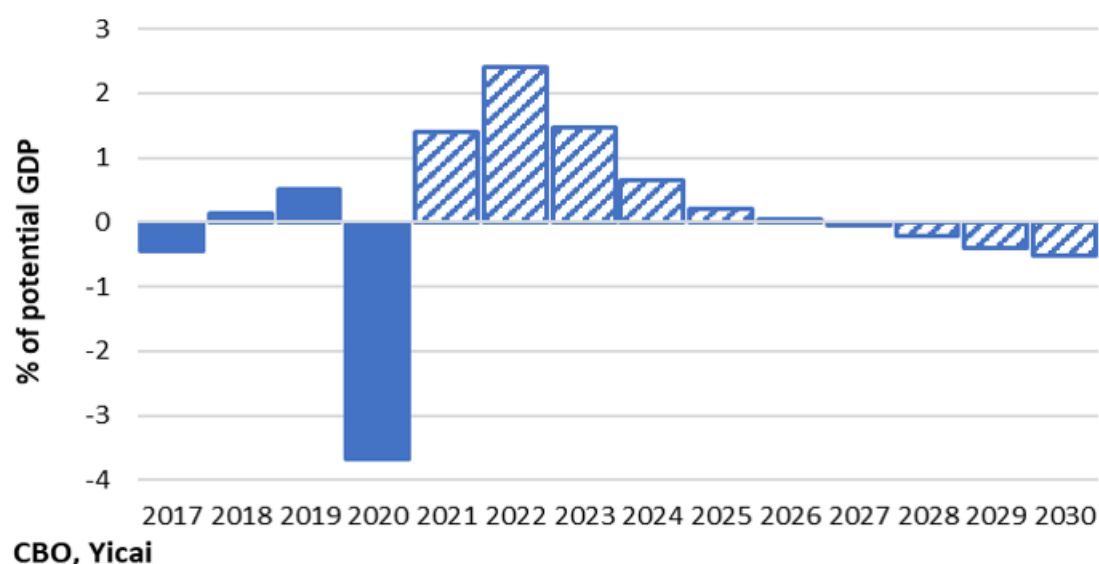
尽管劳动力市场明显疲软，但经济可能很快进入过度需求期，这可能使美联储难以实现其较低和稳定的通胀与就业最大化的双重目标。

国会预算办公室（CBO）发布的 7 月预算和经济展望为评估美联储双重目标的短期风险提供了一个有用的基准。让我们关注 CBO 对“产出缺口”的估计——其预测的国内生产总值（GDP）水平与其对经济生产能力（潜在 GDP）的估计之间的差异。产出缺口是衡量经济供求不平衡的一个指标，其值在衰退期间为负，而正产出缺口表明经济过热。

CBO 预测，今年下半年 GDP 将高于其潜在水平，部分原因是 3 月份通过的经济刺激法案。全年来看，产出缺口将从 2020 年的 -3.7% 大

幅上升至 1.4%（图 2）。到 2022 年，刺激措施预期将推动经济产出进一步高于潜在水平，产出缺口将达到潜在 GDP 的 2.4%。CBO 预测，巨大的过度需求将持续到 2024 年。事实上，产出缺口可能比 CBO 预测的要大。这是因为 CBO 的预测只考虑了已经颁布的立法。1 万亿美元的基础设施投资法案和 3.5 万亿美元的预算框架草案很可能会进一步刺激经济。

图 2 CBO 产出缺口预测

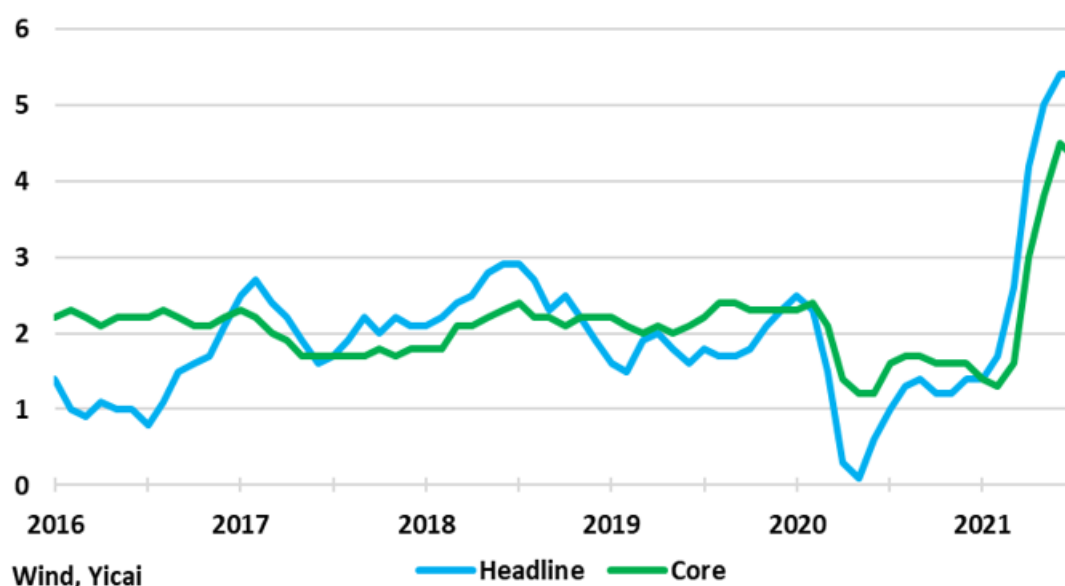


关于火热的经济对消费者价格通胀的影响，CBO 相对乐观，其预测通胀率今年将上升到 2.8%，明年回落到 2%。尽管经济运行将远高于其潜在水平，但 CBO 预计美联储将在未来几年保持低利率。根据 CBO 的预测，虽然产出缺口很大，但 2022 年和 2023 年美国三个月期国债利率平均水平分别为 0.1% 和 0.7%。

然而，如果通胀实际上远没有 CBO 预期的那么温和呢？

今年通胀明显回升（图3）。7月整体通胀率达到5.4%，为2008年8月以来最快的同比增速。剔除了波动性较大的食品和能源成分的核心通胀率从6月的4.5%降至7月的4.3%。但是6月的数据是30年来的最高点！

图3 美国消费者价格通胀同比增速（%）

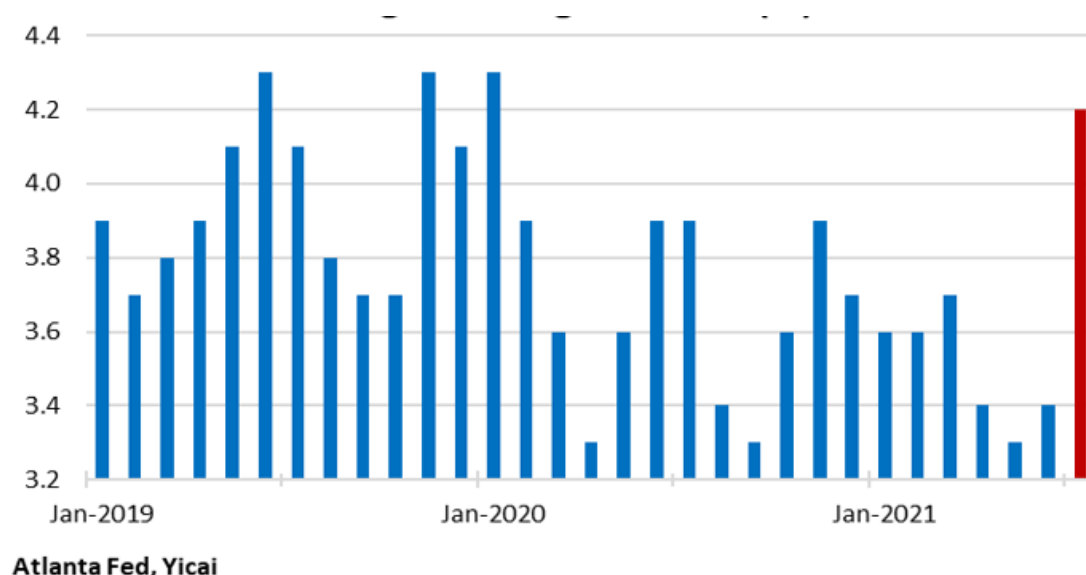


多数分析师认为，今年通胀飙升是暂时的供给效应的结果。例如，由于计算机芯片短缺，新车和二手车的价格大幅上涨。仅汽车价格就对整体通胀贡献了1.6个百分点。汽油价格的上涨也产生了类似的影响。美联储不通过加息来抵消这些“供应冲击”是正确的。然而，随着物价的快速上涨，美国经济将进入过度需求期。这使得通胀更有可能保持高位，对高通胀的预期将更加根深蒂固。

劳动力市场的僵化加剧了通胀上升的风险。尽管失业率仍然很高，但害怕感染病毒、找不到儿童看护服务以及失业救济金的可获得性增

加往往被认为是工人短缺和工资上涨的原因。根据亚特兰大联储的工资增长追踪系统，“加权工资增长”——经济顾问委员会（Council of Economic Advisors）的首选指标——在 7 月达到 4.2%（图 4），与疫情前记录的增长率相同，当时失业率低于 4%。目前存在着一种风险，即有效的劳动力市场紧缩与通胀上升预期结合在一起，很可能导致工资和价格失控。

图 4 亚特兰大联储工资追踪系统：加权工资增长（%）



通胀变化最终将取决于货币政策的反应。去年，美联储采用了“灵活形式的平均通胀目标制”。在这一框架下，货币政策将寻求实现 2% 的平均通胀率。但这将允许通胀率在低于 2% 的时期后的一段时间内升至 2% 以上。目前，还不确定美联储将如何在实践中实施该框架，这可能会导致通胀预期变得难以锚定。

市场认为美联储不太可能在 2022 年 12 月前加息。然而，由于通

胀已经很高，经济进入过度需求、劳动力市场趋紧的状态，存在着这样的风险，即美联储可能不得不以比预期更快的速度和更高的幅度加息。利率意外的突然大幅上升将对金融市场和消费者造成损害。

美国国债的超低利率鼓励了对利润的追求。投资者已将资产价格推至泡沫水平。例如，目前标准普尔 500 指数的远期市盈率为 21 倍。过去二十年，该指数的平均远期市盈率为 14 倍。这意味着股价贵了 50%。

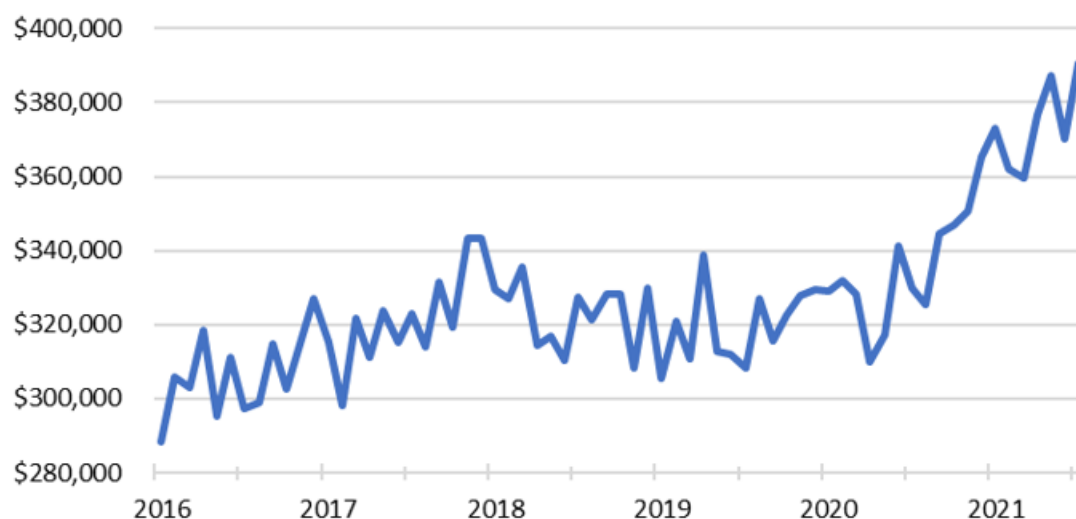
此外，投资者越来越多地购买高风险资产，以在回报下降时保持收益率。例如，去年美国公司债券市场发行了创纪录数量的高收益（非投资级）债券。截至 7 月的数据表明，今年将发行更多高收益债券。如果目前的趋势持续下去，高收益债券将占今年所有公司债券融资的 30% 以上——这是有史以来的最高比例。投资者还对“杠杆贷款”表现出浓厚兴趣，这种贷款是低质量借款人信贷，被打包成结构化产品在市场上出售。优质资产的高价格和高风险资产的激增意味着，如果利率意外上升，风险偏好下降，这两类资产都容易受到大幅调整的影响。

但不仅仅是金融市场面临风险。纽约联储微观经济数据中心（Center for Microeconomic Data）主管乔尔·斯卡利（Joelle Scally）指出，美国人在过去一年中借了很多钱：“过去四个季度，随着抵押贷款和汽车贷款的新扩张，以及信用卡贷款需求的反弹，我们看到贷款发放非常强劲”。

正如低利率导致投资者抬高股价一样，低抵押贷款利率正在推高房价。7 月，新房销售价格中位数为 39.05 万美元，比去年 1 月上涨

了 19%（图 5）。

图 5 新房销售价格中位数



FRED, Yicai

像金融市场一样，家庭预期利率保持在低水平，他们的偿债能力将保持不变。然而，利率的急剧上升可能会给这些借款人带来严重的困难。此外，斯卡利女士提醒我们：“……目前仍有 200 万借款人在办理房贷展期，一旦展期结束，他们很容易陷入财务困境。”因此，对于家庭部门来说，利率的意外上升可能会抑制支出，并使复苏面临风险。

鲍威尔主席在讲话中煞费苦心地强调需要“密切关注新数据和不断变化的风险”。他预计，新数据应该会提供更多证据，表明一些供需失衡正在改善，通胀正在放缓。希望他是对的。