

通胀很顽固，美联储很“鹰”

在美国经济下行、全球通胀高企的大背景下，美国堪萨斯联储于 8 月 26 日举办 Jackson Hole 经济政策论坛[1]。本次论坛的主题是“重新评估经济和政策的制约因素”（Reassessing Constraints on the Economy and Policy），美联储主席鲍威尔做主旨发言[2]。市场对鲍威尔的言论高度关注，投资者希望从中获取关于加息路径的更多线索。

鲍威尔说了什么？有哪些超预期？

► **鲍威尔强调抗通胀决心，暗示通胀失控风险之下，“长痛不如短痛”。**鲍威尔在会上表示，降低通货膨胀可能需要经历一段时间持续低于趋势增长的“阵痛期”（a sustained period of below-trend growth），美联储货币紧缩将打压需求、减缓企业投资与招聘的速度，在降低通胀的同时，也会给家庭和企业带来一些痛苦（bring some pain to households and businesses）。这些是降低通胀需要付出的成本，但如果不能恢复价格稳定，将意味着更大的痛苦。鲍威尔的发言或意味着美联储已经预料到了未来增长放缓与失业率上升的可能前景，但愿意付出此等代价来换取通胀重回稳定。

► **以史为鉴，过早“放松警惕”或带来更严重的后果。**鲍威尔称，上世纪 70 年代的经验证明，阻止高通胀需要一个漫长的非常限制性的货币政策（a lengthy period of very restrictive monetary policy），过早放松政策是值得警惕的（The historical record cautions strongly against prematurely loosening policy）。针对 7 月 CPI 通胀回落，鲍威尔称单月的改善还远远不够，我们认为这是在对市场过早庆祝通胀见顶与政策转“鸽”的预期进行纠偏。对于未来的加息路径，鲍威尔称美联储会坚定加息至足够限制性的政策区间，以确保通胀能回落至 2%。而在打压需求方面，鲍威尔将其描述为坚定有力且迅速的行动（taking forceful and rapid steps to moderate demand），这或意味着加息仍将“马不停蹄”，未来一段时间内美国货币政策将保持从紧态势。

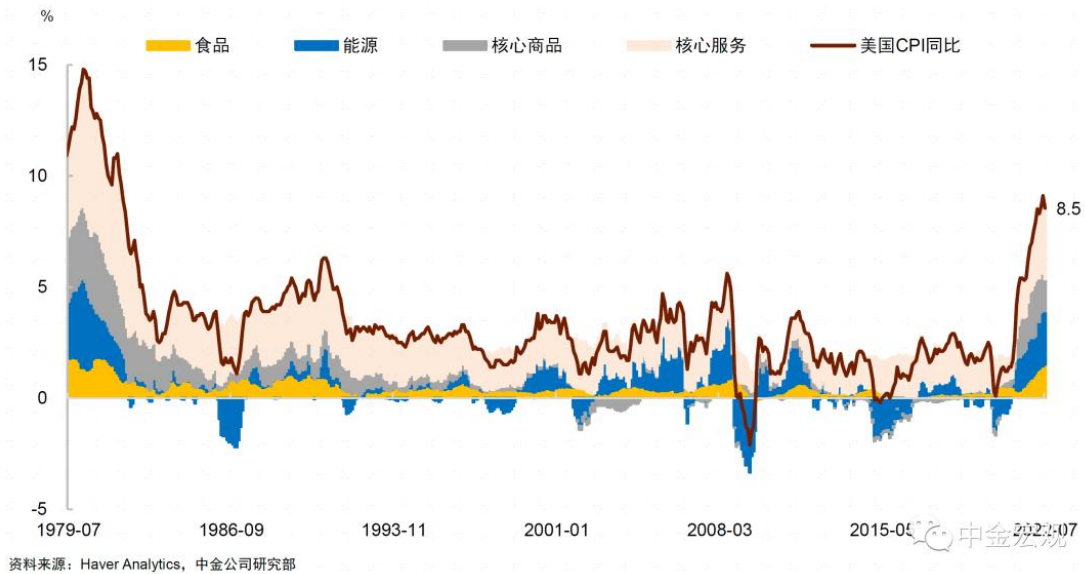
► **总体上，鲍威尔的讲话比较强硬，这与近期其他联储官员的“鹰派”表态如出一辙。**2022 年票委、圣路易斯联储主席布拉德称支持美联储在 9 月继续加息 75 bp，且称他不愿轻言通胀已经见顶，美联储应在年底前将目标利率提高到 3.75% 至 4% 左右，然后再考虑明年怎么做[3]。旧金山联储主席戴利也支持 9 月加息 50 或 75 bp，称美联储不会很快停止加息步伐，紧缩至少会持续至 2023 年[4]。2023 年票委、明尼苏达州联储主席卡什卡利曾是最鸽派的联储官员之一，如今也“调头转鹰”，称当前 8~9% 的通胀率可能引发通胀预期失控，一旦预期失控，就必须采取非常激进、沃尔克式的行动才能重新锚定

通胀预期[5]。

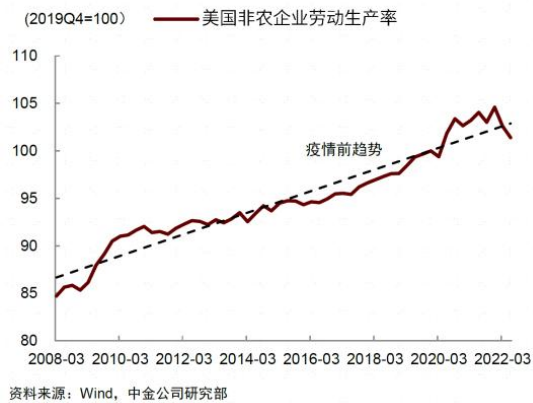
美联储的“鹰”源于通胀顽固：

► 鲍威尔表示，恢复价格稳定需要在一段时间内保持限制性的货币政策（Restoring price stability will likely require maintaining a restrictive policy stance for some time），这相当于承认通胀顽固，“扑灭”通胀需要更多时间。是什么在支撑通胀？我们认为除了疫情带来的供给冲击、前期政策刺激“用力过猛”外，**企业生产效率下降、单位劳动力成本上升也是重要原因**。以今年二季度为例，美国新增非农就业总人数高达 115 万人，而 GDP 却下降了 0.6%，这意味着更多的劳动力创造了更少的产出，劳动生产率在下降。根据美国劳动统计局的数据，今年上半年非农企业劳动生产率下降了 6%，为 1947 年以来最大连续两个季度的降幅[6]（图表 2）。而在整个疫情期间，生产率的增速也比疫情前要慢。自 2019 年四季度以来，生产率以每年 0.6% 的速度增长，低于 2007-19 年 1.3% 的年化增速，更不及 2017-19 年的 1.7%（图表 3）。

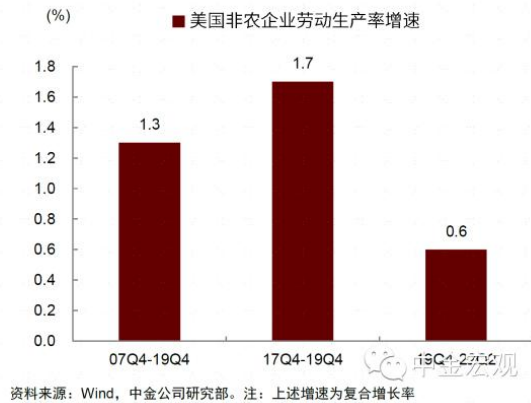
图表 1：美国 CPI 通胀及贡献



图表 2：今年以来美国非农企业劳动生产率下降



图表 3：美国非农企业劳动生产率增速低于疫情前



► **生产效率为何下降？** 一个解释是疫情导致资源再配置，同时加大摩擦，降低效率。我们发现，疫情后住宿餐饮、娱乐休闲服务业的从业人数较疫情前显著下降，而专业商业、运输仓储、信息服务业的从业人数大幅增加，这反映经济活动从线下转向线上（图表 4）。然而，部分从业人数增加的行业，其劳动生产率也在下降，比如运输仓储业；从业人数下降的行业，其劳动生产率也并未上升，比如住宿餐饮和娱乐休闲业（图表 5）。为什么会这样呢？一个解释是在疫情环境下，

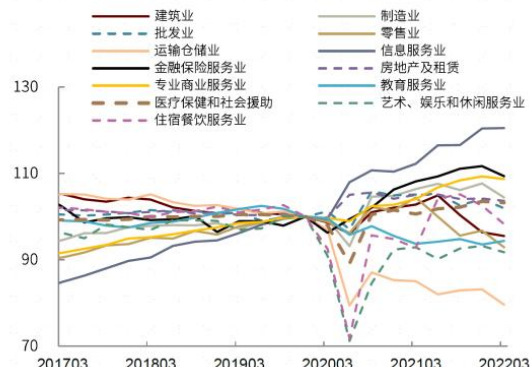
企业需要花费更多资源用于确保员工健康、工作场所清洁、供应链稳定等, 如果没有疫情, 这些资源本可以用于创造更多价值的生产活动, 从而带来更高的生产效率。

图表 4: 疫情后美国各行业就业人数变动



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 5: 美国各行业劳动生产率变动



资料来源: Haver, 中金公司研究部。注: 劳动生产率为以 2019 年 12 月=100

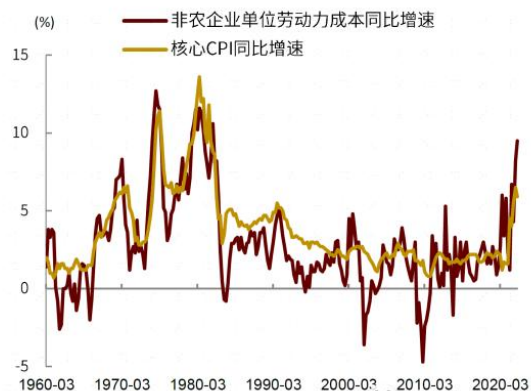
► **生产率下降意味着企业难以消化劳动力成本压力, 当企业将成本转嫁给消费者时, 就会推高通胀。** 举一个例子, 假设劳动者每小时工资增长 5%, 每小时产出增长 3%, 那么单位劳动力成本 (unit labor cost) 增速就是 2%, 企业只要让价格增长 2% 就可以保持利润不变。但如果每小时产出增长降至 0%, 企业维持 2% 的价格增长就会亏损, 此时企业将不得不提高价格, 比如将价格增长提高至 5%, 以此保护利润。由此可得到两个推论, 1) 当价格增长 (即通胀) 与工资增速差距缩小时, 往往说明劳动生产率增长放缓甚至停滞。2) 通胀更多取决于单位劳动力成本增速, 而不只是工资本身。最新数据显示, 美国核心 CPI 通胀与工资增速水平已经几乎相等 (图表 6), 单位劳动力成本增速也在过去两年迅速攀升, 对通胀造成上行压力 (图表 7)。

图表 6：美国核心 CPI 通胀与工资增速处于同一水平



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 7：单位劳动力成本增速上升支撑通胀



资料来源：Wind，中金公司研究部

总之，美联储对抗通胀还有很长的路，我们建议投资者勿对美国货币重回宽松过度期待。近期市场存在一种观点，认为随着美国经济下行压力增加，美联储将放缓加息，并在明年某个时候开始降息。**我们认为这种想法或是不成熟的，站在当下，不应对降息有过多奢望。**在 7 月 FOMC 会议后，鲍威尔就曾明确表示不会因为某个季度 GDP 负增长就放弃货币紧缩，在今天的讲话中，他再次暗示在通胀没有明显回落之前，美联储不会轻易松手。此外，鲍威尔还提到 6 月点阵图预计至 2023 年底联邦基金利率都将在略低于 4% 的水平（running slightly below 4 percent through the end of 2023）。鉴于此，我们预计美联储将继续加息至 2023 年，如果 8 月非农就业和 CPI 数据表现良好，不排除在 9 月 22 日的议息会议上再次加息 75 bp。

[1]<https://www.kansascityfed.org/research/jackson-hole-economic-symposium/>

[2]<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

[3]<https://www.wsj.com/articles/feds-bullard-leans-toward-favoring-0-75-percentage-point-september-rate-rise-11660842768?mod=djemCentralBanksPro&tpl=cb>

[4] <https://www.cnn.com/2022/08/18/economy/mary-daly-fed/index.html>

[5]<https://www.minneapolisfed.org/speeches/2022/neel-kashkari-qa-at-wharton-club-of-minnesota-alumni-event-in-minneapolis>

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-23/kashkari-says-very-clear-fed-needs-to-tighten-monetary-policy>

[6]<https://www.pii.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/record-us-productivity-slump-first-half-2022-risks-higher>