



## 坚定不移抗通胀

### ——美联储 Jackson Hole 会议点评

美东时间 8 月 26 日，Jackson Hole 全球央行年会在疫情爆发后首次于线下举行。在当前高通胀和美联储政策快速调整的背景下，本次会议成为市场关注的焦点。

#### 一、基本面判断：通胀具备粘性，衰退尚有距离

美联储主席鲍威尔在本次会议上发表了主题为“货币政策与价格稳定”的演讲。他开头便开宗明义的重申美联储控制通胀的目标，将控通胀优先级置于增长和就业之上，在高通胀和低增长中“两害相权取其轻”。

鲍威尔认为经济底层动力仍强（**strong underlying momentum**），劳动力市场强劲但供需持续失衡。尽管当前美国 GDP 增速连续两个季度为负，已经进入“技术性衰退”，但主要受库存、出口等拖累。劳动力市场需求远超供给，就业缺口仍然处于高位，大部分关键指标均离衰退有一定距离，为美联储的紧缩政策提供了空间。

尽管 7 月美国通胀有所回落，但单月的改善不足以使 **FOMC** 确信通胀将实质性回落。CPI、PCE 和密歇根消费者调查等数据均显示美国可能已经见顶，但回落将很缓慢。核心通胀的关键指标租金和薪资显示出很强的粘性，未来一段时间仍会远高于 2% 的通胀目标，鲍威尔强调短期通胀下降不会改变美联储紧缩的决心。

#### 二、货币政策立场：坚定不移抗通胀

鲍威尔认为目前还不是暂停加息的时候（**not a place to stop or pause**）。回看上世纪七、八十年代美国“滞涨”时期，鲍威尔提出三个



教训：一是央行能够且应该承担控制通胀的责任；二是公众的通胀预期对通胀走势有关键影响；三是美联储必须坚持紧缩立场，直到通胀得以有效控制。其中鲍威尔重点强调通胀预期的自我实现机制，持续的高通胀将使公众长期预期“失锚”，形成“工资-物价”螺旋。“理性疏忽”(rational inattention) 可以很好解释这一现象：低通胀时期人们不会对价格变动产生多大的关注，高通胀时期则相反。鲍威尔的发言反映出美联储当前认为“紧缩不足”的损失会比“紧缩过度”更加严重，释放了明确的鹰派信号，意在有效控制通胀预期。

**9 月美联储或加息 75bp。**鲍威尔表示连续第三次“非同寻常”的大幅加息 (**unusually large increase**) 将是可能的。近期由于通胀回落，市场预期偏“鸽”，风险资产价格反弹，金融条件不紧反松。但在近期一系列美联储官员的“鹰派”发言后，市场对加息 75bp 的预期概率超过六成。

总体上看，鲍威尔在 Jackson Hole 会议上的发言更加明确了美联储坚定不移抗通胀的货币政策立场。市场对此轮加息周期幅度和时长的预期或相应上修。鲍威尔提到 FOMC 预测显示，到 2023 年底联邦基金利率中位数略低于 4%，较 6 月 FOMC 预测边际上行 (3.75%左右)。在这一路径下，美联储或在 9 月加息 75bp，11 月和 12 月加息 50bp，全年加息 350bp，明年再视情况加息 25-50bp。

(评论员：谭卓)

感谢实习生王奕群对本文的贡献



图 1: 美国经济离衰退尚有距离

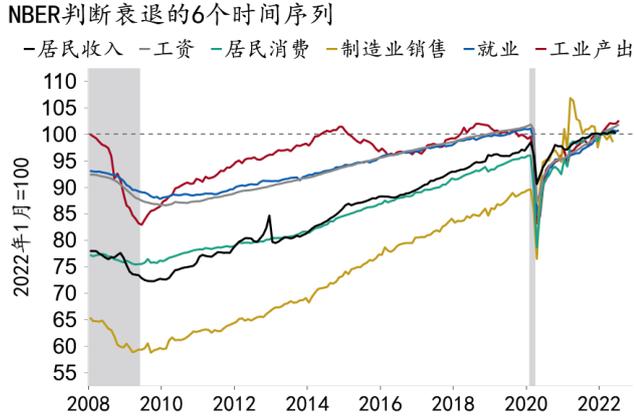


图 2: 美国通胀已见顶回落

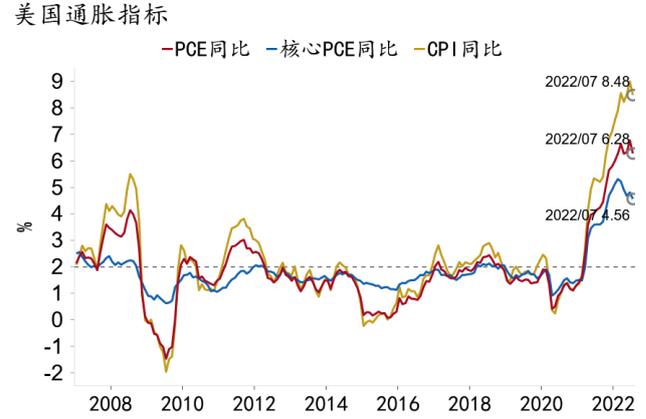


图 3: 长期通胀预期仍然保持锚定

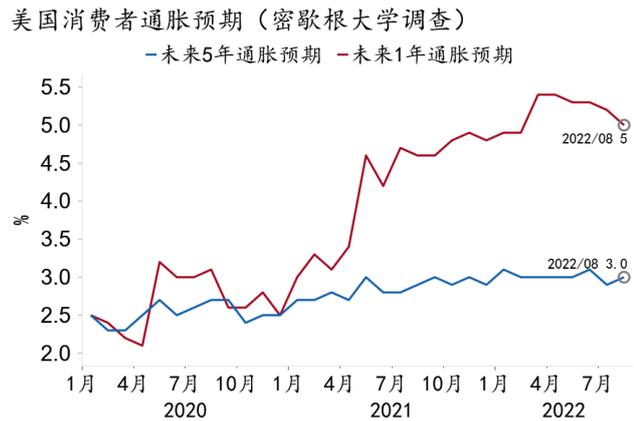


图 4: 核心通胀指标粘性较强

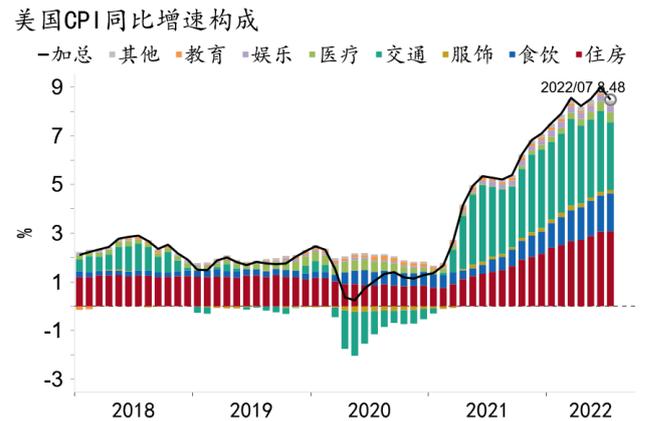


图 5: 劳动力市场缺口处于高位



图 6: CME 数据显示 9 月加息 75bp 概率超过六成

