

美国降息周期开启

——鲍威尔 2024 年杰克逊霍尔全球央行年会讲话点评

美东时间 8 月 23 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会发表讲话，明确“政策转向时机已经到来”，并对疫情以来的通胀起落和美联储政策操作进行总结性回顾。

一、政策前瞻：9 月降息已成定局

鲍威尔首次释放明确降息信号，9 月降息已成定局。鲍威尔在讲话中表示，通胀上行风险有所减弱，就业下行风险有所增加，政策调整的时机已经到来。

美联储政策重心已由“抗通胀”转向“稳就业”。鲍威尔认为，劳动力市场已经大幅降温，不太可能继续推升通胀。一是失业率逐步上行，7 月已较低点上行约 1pct 至 4.3%。二是新增就业动能放缓，职位空缺比回归疫前水平，雇佣率和离职率均已低于疫前水平。值得注意的是，8 月 21 日，美国劳工部将截至 2024 年 3 月的 12 个月新增就业人数大幅下修 82 万，其间月均新增就业人数已从 24 万降至 17 万，完全回归疫前水平。三是薪资增速有所放缓，7 月薪资同比降至 3.7%，为 2021 年 5 月以来最低水平。鲍威尔特别指出，当前美国劳动力市场紧张程度已低于疫前，而彼时美国通胀水平并未超过 2%。

鲍威尔强调，有信心在保持劳动力市场强劲的同时实现 2% 通胀目标，“软着陆”仍是基准情形。一方面，本轮就业转冷主要源于疫后劳动力供给大幅增加，而非裁员，但此前强劲的雇佣已然放缓，劳动力供求正在趋于平衡。另一方面，美联储有充足的政策空间用于应对可能面临的各种风险。当前美联储政策利率水位已经升至 5% 上方，次贷危机以来的利率“零下限”问题早已成为历史。即使经济形势非线性走弱，美联储也可以通过大幅降息稳定形势。



二、前情回顾：对“通胀暂时论”的反思

鲍威尔表示，2021年的“通胀暂时论”在当时是主流共识，大家普遍认为疫情导致的供应链紧张会很快结束。鲍威尔将“通胀暂时论”比作一艘拥挤的船，船上挤满了大多数主流分析师和各国央行官员，大家都相信汽车等商品的供应短缺很快就会过去。然而，2021年末通胀从商品扩散至服务，出于对通胀预期上行的担忧，美联储开始采取行动。2022年，俄乌冲突导致了新的供给短缺，劳动力市场亦极度紧张，美联储开启史上最快加息周期。

鲍威尔强调，尽管发生阶段性误判，但是美联储最终完成了抗通胀任务，各阶段操作所遵循的经济学原理也都是正确的，很大机会最终实现“软着陆”。鲍威尔回忆了自己在2022年杰克逊霍尔会议上的讲话，当时他作出了“美联储将无条件致力于全面恢复价格稳定，直至工作完成”的表态，事实证明2022年夏天就是本轮大通胀的顶峰。鲍威尔特别指出，根据标准经济模型，只要通胀预期牢固受控，货币紧缩就可以在不伤害经济的前提下实现通胀回落，这一理论在本轮大通胀的起落中得到了证实。由于长期通胀预期保持稳定，本轮货币紧缩在经济未见显著放缓的前提下有效控制了通胀。而稳定的通胀预期则来自于美联储几十年以来对稳定物价的坚持。

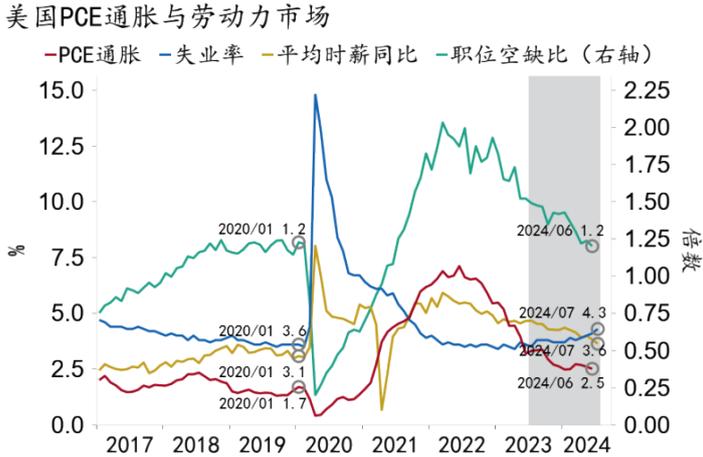
三、小结：美国降息周期开启

总结而言，鲍威尔宣告了抗通胀基本胜利，软着陆基本实现，同时对“通胀暂时论”做了一定反思及解释。鲍威尔通过通胀预期相关理论为“通胀暂时论”做出解释，并将可能到来的软着陆归功于美联储坚决行动与长期坚持的结合，前者控制短期通胀，后者稳定通胀预期。鲍威尔承认新冠疫情期间的判断暴露了现有知识的局限性，指出仍需保持谦逊和质疑精神。

前瞻地看，随着财政扩张放缓及美股涨势趋弱，货币宽松将成为美国经济的新支点。考虑到大选前财政仍将进行最后冲刺，美国经济基本面整体稳健，不宜高估降息斜率，预计年内合计降息2-3次，每次25bp。

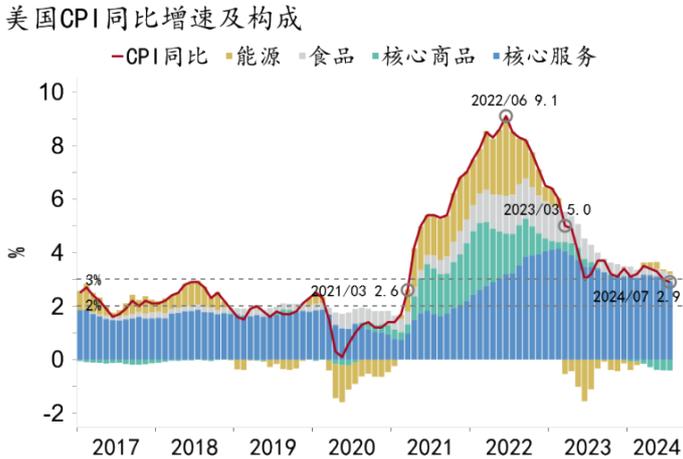
（作者：谭卓 王天程）

图 1: 劳动力市场不太可能继续推升通胀



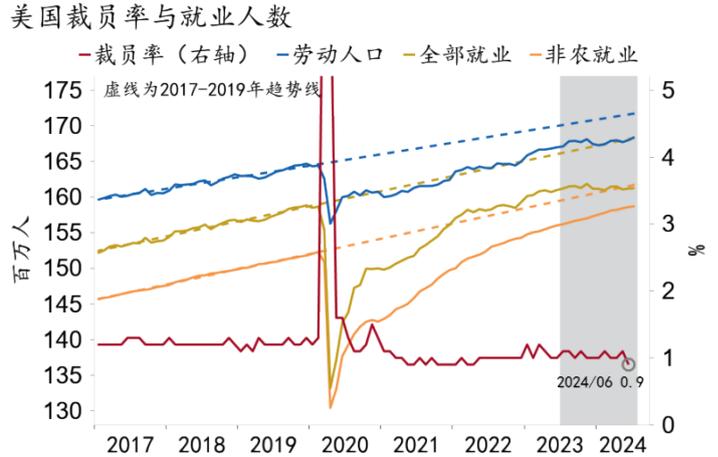
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 2021-2022 年通胀从商品驱动转向服务驱动



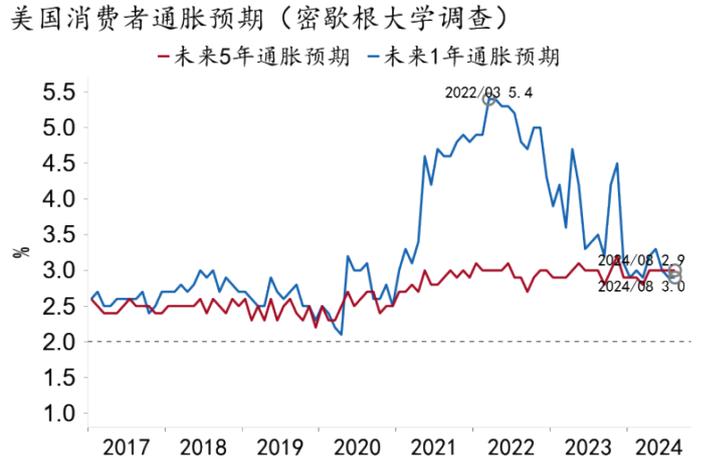
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 就业降温源于劳动力供给修复放缓



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 长期通胀预期未见显著上行



资料来源: Macrobond、招商银行研究院