



美联储“放鹰”，是福是祸



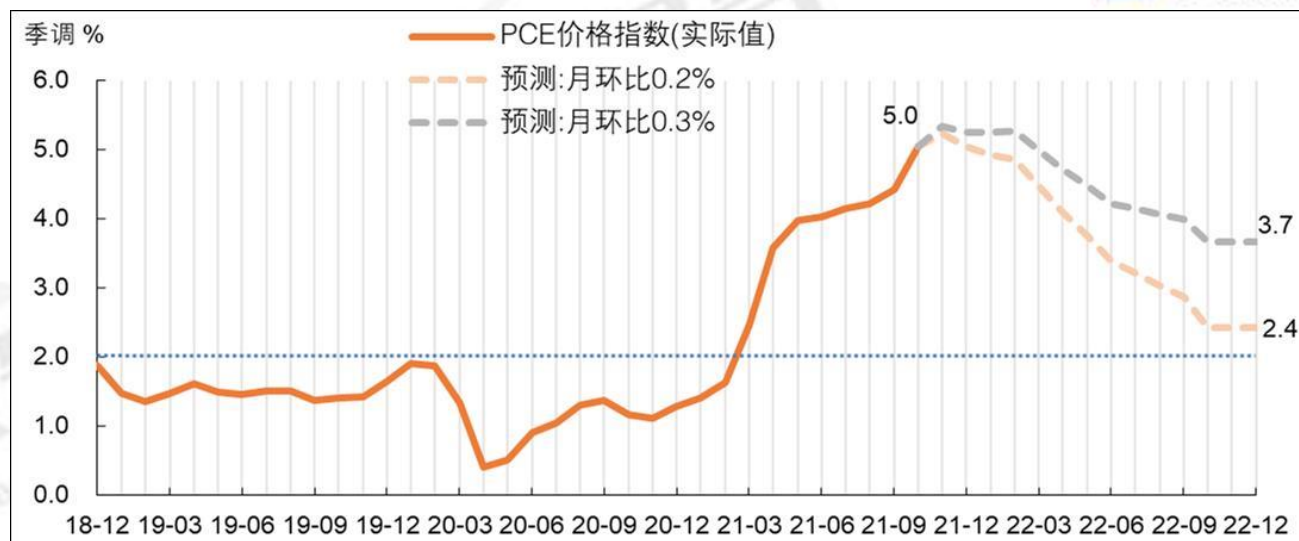
【财新网】(专栏作家 钟正生 特约作者 范城恺) 美国时间 2021 年 11 月 30 日, 美联储主席鲍威尔在国会发言时称, 可能弃用“暂时性”一词来描述通胀, 并表示 12 月会议应该讨论是否提前几个月完成减码。在 Omicron 变异病毒“崭露头角”之际, 美联储此时“放鹰”令市场始料未及。

“长痛不如短痛”, 由于美国通胀屡屡蹿升且后劲不止, 如果不就加息提前进行引导预期, 那么“平均通胀目标制”及其背后的美联储声誉都可能不保。在美国经济体质尚强、通胀压力陡增的背景下, 美联储此时“放鹰”可能并非坏事, 提早开始预期引导比“久拖不决”更好。未来数月, 市场不宜低估美联储在紧缩路上提速的决心, 但也不必过忧其扰动。至于中国货币政策, 仍可更多“以我为主”, 人民币资产将彰显韧性。

近期美国经济体质不错是美联储“放鹰”的根本保证。财政刺激方面, 目前拜登已经正式签署总额高达 1.2 万亿美元的基建法案, 另一份规模达 1.5 万亿-2 万亿美元的“重建美好法案”(Build Back Better Act) 也正在路上, 市场对美国经济的信心有较为坚实的基础。居民消费方面, 美国 10 月零售消费总额环比增加 1.7%, 大超市场预期, 环比增速为 2021 年 3 月以来最高。就业方面, 美国每周初请失业金人数自 10 月中旬以来保持在 30 万人以内, 截至 11 月 20 日的一周更是大幅下降至 20 万人以内, 已经低于新冠疫情暴发前水平。预计 12 月 3 日(本周五)即将公布的 11 月非农就业数据较为积极。

目前美国经济前景最大的变数是 Omicron 变异病毒传播风险上升。但是，除非新一轮变异病毒被事实证明对公共安全和美国经济造成显著破坏，否则美联储可能继续看淡疫情风险。鲍威尔在国会证词中称，在南非发现的病毒变体有加剧供应链中断的风险，供应链中断已致今年通胀意外飙升，同时也可能抑制劳动力供应。言外之意，美国经济所受疫情影响可能反应在通胀加剧和就业复苏缓慢上。那么，美联储更合适的行动可能是聚焦通胀（同时把就业问题“甩锅”给新冠疫情反复，何况美国累计就业复苏情况可观），放缓紧缩步伐可能只会为通胀提供温床。此外，近期新冠变异病毒的出现使市场加息预期有所降温，恰为美联储提供了开启预期引导的窗口。

在经济前景相对明朗时，美联储和市场都需要进一步审视通胀风险。基数因素下，我们预测，未来 5 个月的美国 PCE 同比将轻松“破 5”，这样的走势客观而言并不符合“暂时性”的描述。美国 2021 年 10 月 PCE 物价指数 PCE 同比达到 5%，核心 PCE 同比也高达 4.1%，两者均创下 1990 年 12 月以来最高。2021 年 1-10 月，美国 PCE 月均环比达 0.45%，2019 年这一数字仅 0.14%。往后看，即使保守估计未来一年 PCE 月均环比在 0.2-0.3% 区间，由于基数原因，未来 5 个月（截至 2022 年 3 月）美国 PCE 同比增速都可能超过（或至少接近）5%，2022 年底 PCE 同比或回落至 2.4%-3.7%，仍将高于 2%。



分项来看，美国通胀指标和通胀预期演绎仍有诸多不确定性。在美国CPI的主要组成中，预计2022年美国能源、食品、二手车价格同比增速可能回落，但房租成本大概率仍将快速上涨，供应链瓶颈引发的商品和服务成本上升，以及就业市场紧俏下的工资上涨等，仍有不确定性。尤其是，美国运输设备和服务价格上涨，直接拉动核心通胀指标上升，这意味着美联储很难将通胀压力归咎于能源和食品价格的短期波动。此外，近期居民与市场通胀预期进一步上行，例如11月密歇根大学未来一年的居民通胀预期达4.9%。这不仅可能促进实际通胀“自我实现”，也可能直接触及美联储对于通胀预期的容忍边界。

最后，前期美联储选举风波可能拖慢紧缩进程，鲍威尔成功连任后更可心无旁骛地“提速”。值得注意的是，鲍威尔作为美联储主席，在所有美联储官员中偏向鸽派。这与其在2013年重视金融风险累积、2018年不顾特朗普反对而加息的表现，有较大出入。2021年11月美联储议息会议后，鲍威尔面对加息问题（包括与之相关的“最大就业”问题）基本避而

不谈，放任市场加息预期的剧烈波动，可能并非明智之举。本次美联储换届压力，也许一定程度上迫使鲍威尔选择“偏鸽”，继而在与其鸽派竞争对手布雷纳德的比拼中不会太过被动。往后看，成功连任的鲍威尔更需要证明：其领导的美联储不仅在应对危机时的慷慨是理性的，为防止后续通胀失控、捍卫其个人及美联储的信誉，在紧缩过程中把握更多主动也是必须的！

未来数月，美联储将显著加强加息预期的引导。我们认为，应具体关注三大信号：对通胀的预测，对通胀的描述，对 Taper 节奏的把控。但整个过程可能被切割为多个阶段，尽量避免制造更大的“鹰派意外”。

先看对通胀的预测：在即将到来的 12 月议息会议上，美联储对通胀的预测或较保守。12 月即将发布的经济预测备受瞩目，尤其是美联储对于 2022 年通胀指标的预测。无论是对市场还是美联储而言，通胀预测值太低或太高都不是一件好事：预测值太高，则有点自我否定“通胀暂时论”的意味；预测值太低，则可能继续误判通胀，市场也可能“押注”美联储犯错而出现恐慌性调整。美联储在 9 月的预测虽然已将 2021 年美国 PCE 同比提高至 4.2%，但预计 2022 年 PCE 同比仍将大幅回落至 2.2%。我们预计，12 月预测中，美联储对于 2022 年 PCE 同比预测或在 2.4-2.8%，仍会表达出通胀的可控性。

再看对通胀的描述：美联储在对通胀的描述上或更强调持续性。事实上，美联储近两个月以来已经开始考虑调整对通胀的形容词。9 月 28 日，

鲍威尔在国会听证会上承认，通胀飙升的程度和持续时间都超过了预期；10月12日，亚特兰大联储主席博斯蒂克称，比起“暂时的”，用“阶段性的”（episodic）一词来描述通胀会更好；11月议息会议声明中，美联储将引起通胀上升的因素由“暂时性的”调整为“预计是暂时性的”。预计在12月议息会议中，美联储有可能删去“暂时性”一词，同时可能继续强调供应链问题、乃至疫情风险对于通胀的促进作用。

最后看对 Taper 节奏的把控：在今年12月或明年1月的议息会议上，美联储可能宣布加快 Taper，最快可能于2022年3月结束。在今年11月议息会议后，美联储只宣布了未来2个月的具体计划。对于更远的未来，声明仅提到：美联储会以“类似的”节奏执行 Taper，但补充道若经济前景发生变化，美联储对于调整购买速度也是有准备的。随着美联储调整对于通胀的描述，以及即将开始就是否加快 Taper 进行讨论，美联储加快 Taper 步伐的可能性已然上升。一种可能的选择是，美联储选择“加倍”目前的减码节奏，即最早从2022年1月开始，每月减少资产购买的金额由150亿美元提高至300亿美元，并于2022年2月中旬至3月中旬执行最后一轮资产购买。如此，与不改变节奏相比，美联储将总共减少购买资

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30470

