



美联储真的由鸽转鹰了吗



近期美联储政策转向的速度令人惊讶，在 2021 年底如期启动 Tapering 之后的短时间内大幅提速，在最近公布的 12 月份联储会议明确表示要在 2022 年内启动加息并随后公布的会议纪要中考虑启动缩表的可能性。

美联储在上一个紧缩周期（2013-2018）启动 Taper/加息/缩表的时间间隔都有 2 年左右，期间美联储可以从容进行预期管理和给市场以充分的时间来消化和调整。但现在来看，美联储在 3 月就能完成 Tapering，目前利率期货市场走势反映了美联储在 3 月份 Taper 完成之后立即启动加息的概率达到 70%，而且市场预计美联储会在 3 月份结束 Tapering 之后的会议上提出更为详细和具有可操作性的缩表计划。

目前市场对美联储年内加息本身已经形成一致预期，分歧仅仅是在启动时间是二季度还是三季度。如果美联储在年内启动缩表，Tapering/加息/缩表三管齐下对全球经济和资本市场的冲击将是前所未有的，国际货币基金组织已经担忧美联储过快收紧货币政策会对新兴市场造成极大的负面冲击。目前大部分市场分析都是参照上一个紧缩周期来分析 Tapering/加息/缩表对经济和市场的冲击，但对三者在短时间内叠加形成的冲击并没有充分估计。考虑到如此剧烈的政策操作没有任何历史经验可以参照，相信即便是美联储对此也摸着石头过河。在疫情依然反复和全球经济增长已经开始出现疲态的背景下，其中的风险不言而喻。

2021 年大部分时间内，美联储坚定认为通胀是暂时的，在政策层面无

需做出重大调整。这遭到市场绝大多数投资者和分析人士的诟病，认为美联储在通胀判断上出现重大失误。而 2021 年底美联储转而认为目前的通胀不是暂时的并启动 Tapering，更是被市场认为这是美联储和鲍威尔本人对此前错误判断的承认和纠正。

美联储是否真的对持续攀升的物价视而不见，从而犯下了致命的错误？鉴于央行政策的首要目标是维持物价稳定，对于如此显而易见的通胀压力，拥有非常专业的经济学家团队的美联储不可能比普通市场投资者更后知后觉。因此只有一种解释，也就是美联储认为在当时情况下过早承认通胀压力并采取行动并非最优政策选择。

2021 年年初以来美国通胀上涨背后一方面是大规模刺激政策使得需求端没有因为疫情而明显受损，另一方面疫情对全球供应链的冲击造成供给端出现很大问题。很明显，无论是全球大宗商品价格暴涨，还是国际航运价格飙升，供应链问题是拉高通胀的主要推手。通胀本身是由看得见的物价上涨和看不见的通胀预期两部分推动，而物价和通胀预期在一定时间内又互为因果。美联储如果公开承认通胀不是暂时的并存在失控的风险，则不得不采取激烈的政策应对。鉴于货币政策并不能阻止因为商品短缺而造成的价格上涨，即便美联储在 2021 年年中就开始 Tapering 甚至加息，物价水平依然难以避免大幅上涨。但如果美联储开始收紧政策，物价依然持续上涨，这必然会进一步推升通胀预期，从而加速通胀的上行，进而迫使美联储进一步加大政策收紧的力度。如果届时美联储依然无法控制通胀

上升，则会造成市场恐慌，从而造成通胀预期失控。

因此在预期到政策收紧无法遏制通胀上行，反而有可能会造成通胀预期失控的情况下，美联储在口头上坚持通胀的暂时性，同时在政策操作层面引而不发，未尝不是一种无奈且合理的政策选择。

但为何从 12 月底到现在短短的一个多月的时间内，美联储政策出现了 180 度的大转弯，不仅放弃了通胀是暂时的判断，而且以超出市场预期节奏开始收紧货币政策。难道是美联储真的意识到之前出现了重大政策误判，所以再亡羊补牢，还是另有原因？我们认为美联储政策调整的背后存在以下两方面的原因：

首先，12 月底的最新民调显示，拜登政府支持率下降到 44%，下降幅度接近特朗普政府执政首年支持率下降的幅度，大部分民众对拜登处理经济事务和应对新冠肺炎疫情的表现不满意。在经济事务中，美国民众对目前物价飞涨的不满尤为突出。与此同时，拜登政府给予很高期望的 1.75 万亿美元“重建更好未来”计划也由于缺少民主党议员曼钦的关键性一票而陷入僵局。如果按照目前民调支持率下滑的趋势，不用等到 11 月的中期选举结果出来，基本上就可以断定民主党会在中期选举中惨败，至少会丢掉参议院的控制权。这意味着拜登政府会成为跛脚鸭政府，在余下的两年中无所作为，进而会拖累 2024 年民主党的选情。因此美联储政策突然大幅转向背后存在较为明显的政治考量，这也在一定程度上加大市场对美联储政策独立性的质疑。

其次，美联储之前坚持通胀是暂时的，背后是押注今年全球供应链问题会有所改善从而导致通胀压力会有所减轻。最近纽约联储公布的全球供应链压力指数(GSCPI)显示：全球供应链压力虽然仍处于历史高位，但已经达到顶峰，并且可能开始有所缓和，这对美联储而言无疑是个好消息。在此时适度收紧政策可以起到压低通胀预期的效果，因为供应链问题改善减轻通胀压力可以为政策收紧提供背书，而政策收紧带来的通胀预期减弱可以进一步降低物价，从而形成物价下行和预期改善的良性循环。届时通胀回落很难说究竟是供应链改善、需求转弱的结果，还是美联储政策操作的结果。但从拜登政府角度出发，一定会把这点当成改善民调支持率的契机。

美联储是否会像市场预计的那样连续加息？在 3 月份美联储完成 Tapering 之后，即便通胀已经开始回落，美联储依然可能在二季度加息。这是因为美联储需要在二季度看到通胀实质性下行，为三季度政策转向提供铺垫。因为在下半年通胀回落的同时，经济增长和就业也可能开始回落，届时民众的关注焦点会回到就业问题。从历史上看，就业出现问题一定会拖累选情，因此无论是拜登政府还是美联储都需要在三季度给自己有留政策转圜的空间。所以这轮美联储加息未必会像 2015 年一样 一旦启动加

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_36020

