



彭文生：当周期拐点遇上 范式更迭



目前美国正处于新旧两轮宏观范式的更迭期。我们预计在未来十年甚至更长维度，美国通胀和利率中枢将趋势上行，宏观波动加剧，一定程度上将逆转过去 30 多年“大缓和”的范式。同时市场正在面对美国经济周期下行、货币周期收紧，当周期拐点遇上范式更迭，海外市场可能正在驶入过去 30 多年未曾经过的水域。

近两个月，市场较关注某次会议联储是否会加息 75 个基点，或者何时退回到 25 个基点。诚然与预期不符的加息幅度可能会在当天或者随后几个交易日对市场产生影响，然而很难实质性改变紧缩进程，以及相应的，市场对未来几个季度的预期。

因此，紧缩周期的整体力度和终点更为重要。

在通胀仍很顽固（由于房租、工资等因素）且美联储以控通胀为头等要务的当下，鲍威尔等多位联储官员表示美联储需要坚定紧缩，快速达到中性利率并最终高于其一段距离，以实现紧缩性货币政策，进而有效抑制需求并控制通胀。

那么，什么是紧缩性货币政策？我们认为，加息甚至大幅加息仅是在边际收紧，然而并非一定对应紧缩性货币政策。根据维克赛尔关于自然利率的理论，只有当实际的货币政策利率大于当时的自然利率时，此时可称之为紧缩性货币政策。

自从 1950 年代开始掌握一定独立性后，美联储确实在践行该理论。

在加息周期的顶点处，终端利率对应的实际联邦基金利率均大于当时的自然利率。即加息周期往往经历了从初始阶段仍较宽松且刺激性的货币政策逐渐过渡到最终紧缩性货币政策的过程。整个过程，市场将见证流动性持续收紧，以及经济景气从强劲到疲软。

我们基于美联储官方模型 FRB/US 测算，加息 25 个基点往往降低 GDP 增速（季度环比折年）0.15 个百分点。因此，伴随加息周期深入，货币紧缩终将影响盈利。假设美联储这次仍遵循紧缩性货币政策的理论和历史规律，我们预计明年一季度联邦基金利率将达到 3.0%-4.0% 的终端利率，泰勒规则具体指向 3.5%。

过去几个月，加息预期的持续升温是推升十年期美债利率大幅上行的重要推手。在未来通胀同比持续走低的情况下（基准情形），我们预计加息预期亦难以显著升温，而 6 月份开启的缩表将接棒加息预期，或将进一步推升长端利率。虽然近期资金由股转债，美债超跌反弹，但我们仍维持今年十年期美债利率将趋势上行至 3.2% 的判断，并于三季度中后期见顶回落。

提示关注缩表后经由流动性渠道和资产组合再平衡渠道对于长端利率的潜在冲击。2008 年全球金融危机后，由于补充杠杆比率 (SLR) 的限制，银行倾向于尽可能少持有美国国债，这也是导致 2019 年 9 月份“回购危机”的根本因素。我们认为虽然去年联储新设的流动性工具常备回购便利 SRF，将一定程度上有助于缓解缩表过程中的流动性紧张，但仍不能从根本上解决问题。目前由于美联储负债端隔夜逆回购和政府存款账户里余额较

大，短期内尚不至于引起显著流动性危机，但当这两个账户余额降到较合理水平后，银行储备金账户余额或将开始明显减少。历史上，该余额变化往往与股市收益率有着较紧密的关系。

历史上，美联储以担心通胀为动机的加息周期往往导致硬着陆，但有三次例外：1965年、1984年以及1994年。通过研究这三次软着陆的关键经济指标，我们发现在经济刚有过热苗头或者仅有过热预期时美联储及时“踩刹车”，是实现软着陆的共同特征。通过对比，本轮紧缩周期如果要实现软着陆，将面临很大挑战，尤其在供给冲击尚未明显缓解之时。基于偏离通胀和就业双重目标的幅度，我们构建了美联储滞后指标，用以衡量其滞后于双重目标的程度或者经济过热的程度。具体来说，该指标等于通胀和失业率分别偏离通胀目标和自然失业率的幅度之和。

目前的滞后或者过热程度已达历史相对高点，接近1970年代的程度。历史上三次软着陆，有一共同特征：联储基本没有滞后经济曲线或通胀就业未偏离其目标，即当经济刚有过热迹象或者仅有过热预期时联储果断加息，进而实现软着陆。

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_42288

