

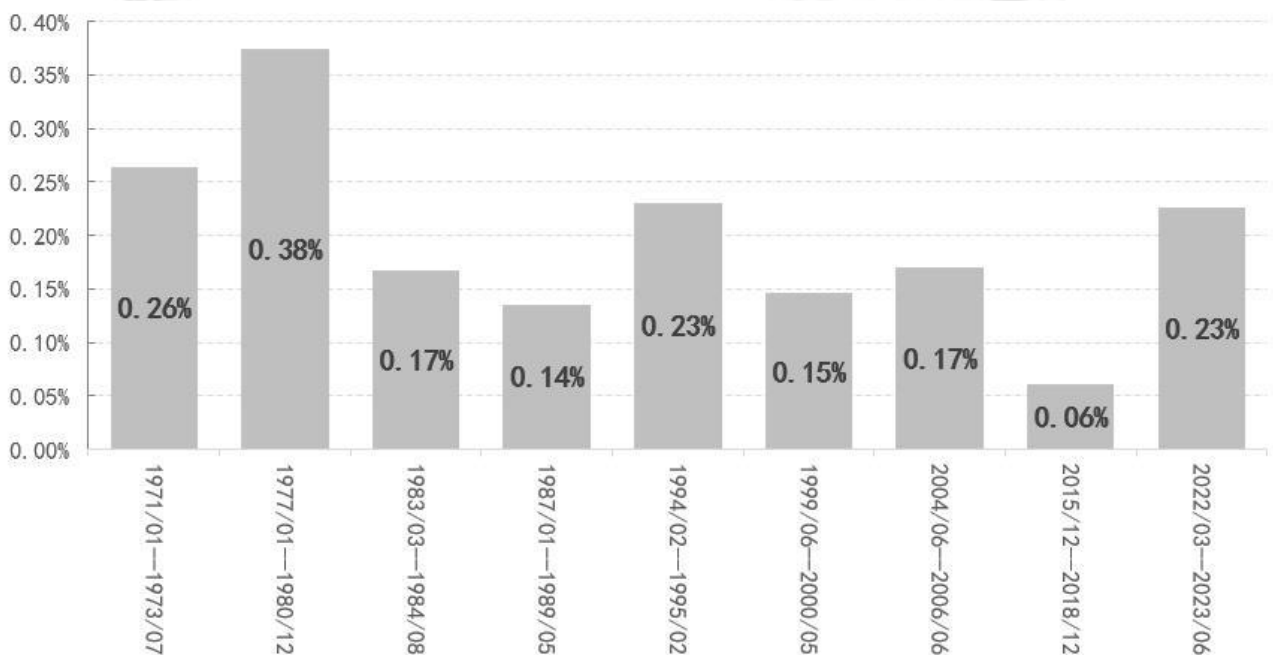


美联储无法驯服通胀



我们虽然于去年认识到了“全球化共识的破裂和跨境投资成本的抬升，给全球经济造成的影响短期内难有改变，这就意味着，疫后很长一段时期内，全球都要面临供需失衡的局面。”并基于此认为“本轮通胀不是暂时性”（参见《为何本轮通胀不是暂时性》），但之后的通胀形势及央行们的变化还是远超出我们预期，尤其是美联储的转变更是令我们年初对美债市场的预判完全落空。在6月份议息会议上，美联储不仅将加息幅度提高至75BPs，会后鲍威尔更是再次强调要“无条件”对抗通胀，且表示会尽快将政策利率提升至中性利率之上。按照6月份美联储公布的最新政策利率点阵图，目前本轮加息的预期速度已提高至23BPs/月，与1994-1995年加息周期时美联储实际操作节奏相当。

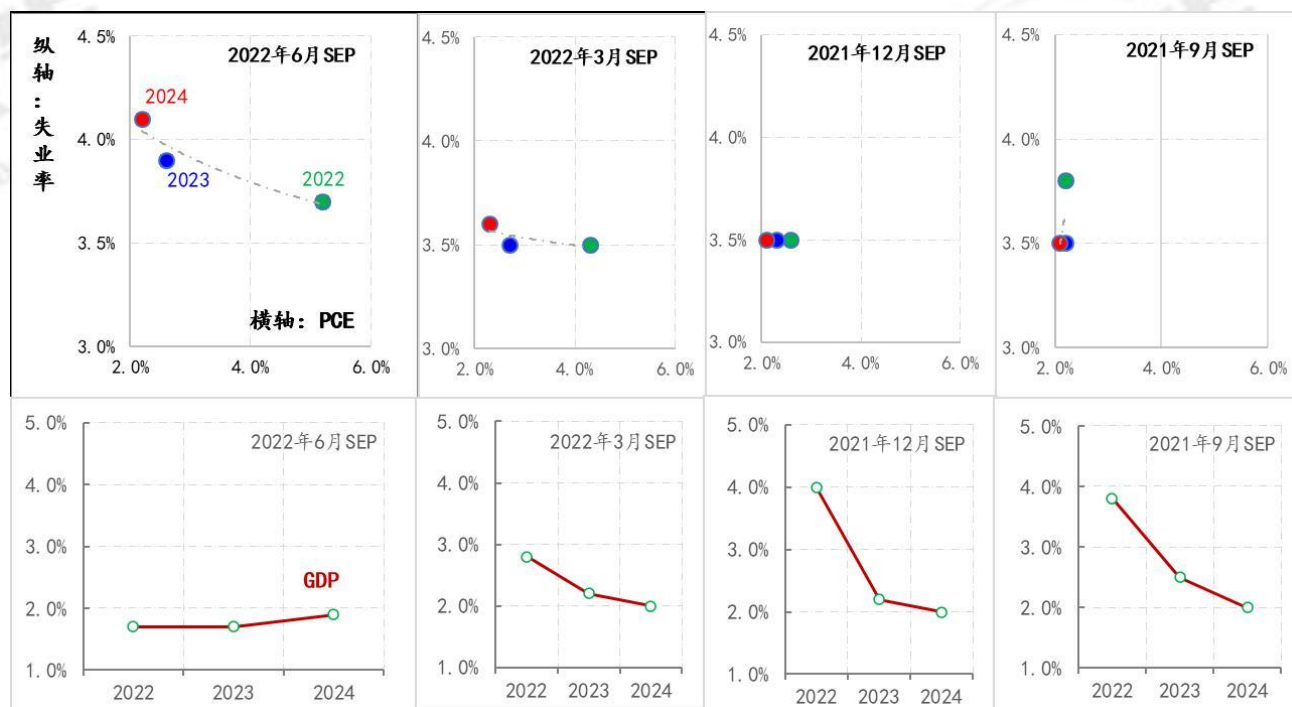
图 1:美联储历次加息周期的平均每月实际加息幅度与本次的节奏预期



另外，美联储于6月份开展的缩表操作（QT）也将起到加息紧缩的效

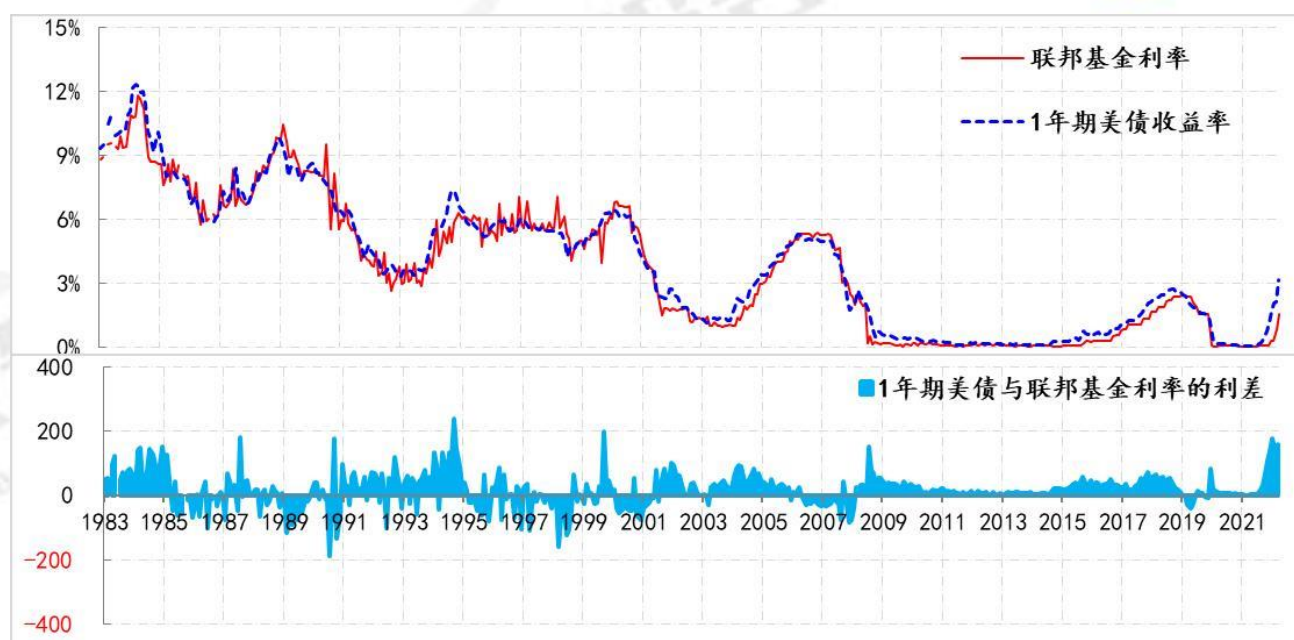
果，近日鲍威尔公开表示本轮缩表的规模可能在 2.5 万亿至 3 万亿美元，依据美联储研究，如此规模的缩表大致等同于 50-60BPs 的加息。

图 2：美联储的经济预测（2021 年 9 月至 2022 年 6 月）



然而，若观察过去一年间美联储对通胀、就业和经济增长预测的变化情况（SEP），美联储实现“软着陆”的难度越来越大。截至 6 月末，美联储预期 2022-2023 年的通胀中枢水平分别为 5.2%和 2.6%，较一年前的预测有了明显抬升，2022-2023 年的失业率预测分别为 3.7%和 3.9%，也较一年前预测也有所抬升，对应 2022-2023 年的 GDP 则下调了预期增速，从过去一年间的四次预测变化来看，美联储已将美国经济回归正常的时间延后至 2024 年左右。

图 3：联邦基金利率、1 年期美债收益率及利差变化情况



目前市场已将美联储释放出的政策信号提前交易 (Price in)，1 年期美债收益率中枢接近 3.2%，与现行联邦基金利率的利差最多扩大至 240BPs 左右，表明市场预期未来 12 个月内，美联储的加息幅度将接近 240BPs。以此推算，美联储的加息速度就将接近 25BPs /月，基本与沃尔克的加息节奏相当。当年沃尔克快速加息后，美国失业率大幅上升了 5 个百分点至 10.8%，最多时有超过 1200 万人失业，道指的跌幅也近 25%，即美联储激进紧缩的政策成本一定是巨大的。但即便如此，鲍威尔和美联储其他人员仍在持续说服市场相信其对抗通胀的决心，显示出美联储在尽力防止通胀固化成影响经济中长期良性运行的顽疾。

但我们依然认为美联储无法仅通过一轮加息和缩表的紧缩操作就能成功驯服通胀，对此我们在《为何本轮通胀不是暂时性》已有所提及：“全球范式转换完成之前，通胀压力很难被根除，因此，本轮通胀对经济的冲击绝不是一次性的，而是多轮冲击。” 尤其是我们当再次仔细梳理造成本

轮通胀的原因时，更多的线索和因素进一步强化了我们的判断。

一是，新冠疫情不仅对经济产生巨大的外生性冲击，严重扰乱了全球供应体系，还阶段性改变了人们的经济行为，居家时间大幅增长令耐用消费品需求井喷，另外多轮财政纾困对居民消费能力额外补充也刺激消费需求报复性反弹。当然这些因素都多多少少具有一定阶段性特点，会随疫情消退而弱化，这也是美联储为何此前认为通胀是暂时性的，不过这些阶段性因素消退的实际进程要比预期慢，但这些与疫情密切相关的因素基本还属于短期变量。

二是，美联储对美国经济存在严重误判，在 2020 年年初疫情暴发后，美联储依然在 2020 年 8 月份调整了政策框架，即基于“低增长、低利率、低失业率和菲利普斯曲线平坦化”的判断，将 2012 年确立的“通胀目标”

(IT)调整为“平均通胀目标”(AIT)。鉴于疫情前美国通胀长期低于 2%，因此按照新框架，在本轮通胀抬头时，联储没有马上反应，而继续促进就业最大化，很显然之后美国经济的实况证明美联储出现了严重误判，由此直接导致美联储错过了更好的政策窗口期，导致现在需要额外的政策成本

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_43330

