

## 病毒新变种，但美联储货币政策将收紧。

### ——海外宏观每月观察（2021年12月）

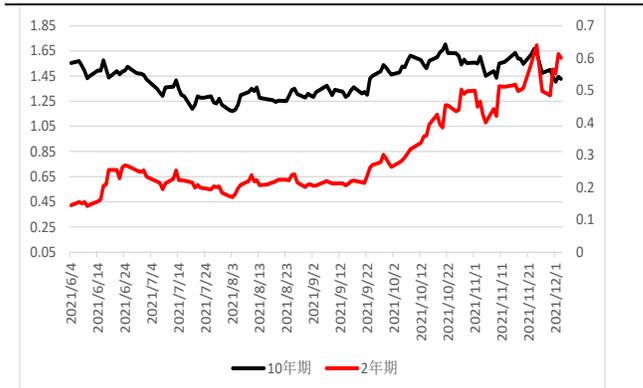
11月26日，世卫组织公布了在南非快速传播的新变种病毒 Omicron，美国市场刚从感恩节假期回顾就遇上了市场大跌的“黑色星期五”。随后 Omicron 已经迅速传播到亚洲、欧洲，美国最近也有确诊病例。

参考上一轮 Delta 变种病毒对世界的影响，一方面快速传播的新变种病毒会阶段性减少人员流动，导致经济活动减慢；但另一方面，Delta 病毒更持续的影响是在导致亚洲供应链局部停摆后，影响到美国本土货运“瓶颈”问题的进一步严峻，同时由于疫情反复减少人们找工作意愿，码头工人、货运司机等劳动力供不应求下大量货物积压在美国码头外围，没法正常运输到商家和客户手上，结果是更高和更持续的通胀。而我想强调的是，**供应链和通胀演绎路径的不确定性，恐怕比新变种病毒的不确定性还要高。**

11月30日，鲍威尔在美国国会听证会上首次承认通胀不再是“暂时的”，经济不错，通胀很强，是时候考虑加速 Taper（减少买债）。12月中旬的 FOMC 会议上宣布 Taper 加速机会在持续上升，可能明年3月就会提前完成 Taper，市场预期明年加息次数也增加到3次。

然而本轮利率的上行更多集中在以5年期和2年期为代表的中短久期美债，长端利率（10年期或更长）上行空间有限，我们明年会看到一条更为平坦化的美债收益率曲线。（图1）

图1: 美债短久期利率（2年期）上升速度比10年期快



数据来源：东方证券（香港），彭博

张楠 (SFC CE: BFE323)

+852 3519 1242  
 nathan.zhang@dfzq.com.hk

## 一、30 多年来最强的通胀

11 月公布的 10 月 CPI 年化增长高达 6.2%，即使撇除食品和能源价格的核心 CPI 也达到 4.6%。更重要的是此次通胀细项看到全面上涨的趋势，二手车、房租（OER）、餐饮服务等相关价格指数均出现上涨，考虑到美国房价过于一年多的明显涨幅，以及过去几个月劳动工资的持续上涨，房租和餐饮服务相关的通胀项目未来还有上涨空间。“芯片荒”的问题在近期有一定缓解，预计汽车产能到年底有所恢复，但因为销售渠道库存很低，预计价格短期内大幅回落空间不大。综合来说，多项价格和通胀相关指标已经达到过去 30-40 年以来的高位（图 2），但可能还有上升空间，市场此前已经预期通胀会比较，但没想到比高预期的还要高，因此当超预期通胀数据公布时，美债利率出现一波明显的上行。

本轮通胀的形成底层逻辑是美国供应链的“瓶颈”和劳动力市场的紧张双重问题。供应链的瓶颈问题曾经以为只是生产的端的问题，市场曾期许只要亚洲的工厂恢复产能，把稀缺的芯片和各种产品运到美国就能解决问题。但现在发现问题却在在美国本土，大量货轮把商品运到美国港口，但却无法正常卸货运输到终端客户的手上。美国货运码头自动化程度较低，又同时遇上了劳动力紧张的问题，还有一些例如集装箱货架由于货运司机不足无法及时拉回码头承接下一个集装箱的看起来不大，但却关键的“瓶颈”问题，造成了一环接一环的恶性循环。

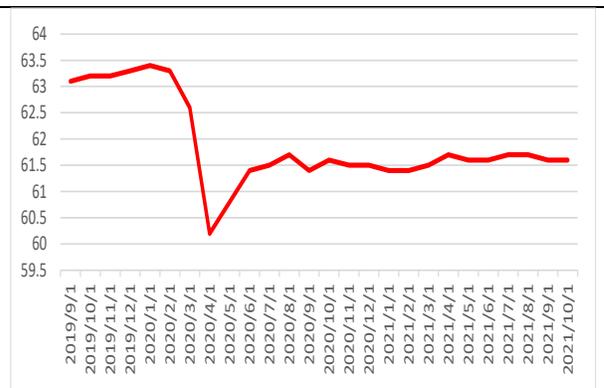
终端商家即使提前从亚洲供应商订货，也无法及时拿到商品应付传统的感恩节、圣诞节消费季，商品供不应求只能提高价格。而餐饮、酒店行业为代表的服务行业则因为劳动力市场紧张而不断提高工资，最终反应在各种服务消费价格的上升，这些都会使通胀问题变得更难解决的原因。笔者在上月“每月观察”中也曾分析美国劳动力市场恢复困难的问题，这里就不再详细展开分析劳动力市场的供应不足问题。（图 3）

图 2: 美国通胀指数 CPI (单位: %)



数据来源: 东方证券 (香港), 彭博

图 3: 美国劳动参与率 (单位: %)



数据来源: 东方证券 (香港), 彭博

## 二、鲍威尔是“鸽派”还是“鹰派”？

鲍威尔本次获得提名连任即是“意料之中”，也是“意料之外”。事实上在拜登宣布提名前的 2 周，市场一度认为民主党背景的布雷纳德（Brainard）取代鲍威尔成为美联储主席的机会不小。虽然鲍威尔得到拜登政府财长耶伦的支持，但拜登由于此前诸多施政的不力，支持率在持续下降，而 11 月提交众议院的财政刺激法案“重建美好”（Build Back Better），规模则大幅小于此前民主党“左派”议员（Progressive Democrat）的诉求。而民主党“左派”议员同时也要求更为严格的金融监管，更关注少数族裔的平权，这些都是民主党背景的布雷纳德所能代表的诉求。拜登如果做出政治妥协，改为提名党内更为喜欢的布雷纳德作为美联储主席，也并不意外。因此，当拜登最后选择鲍威尔作为主席，而布雷纳德作为副主席，对于市场也是一定程度的超预期，美债利率因此在消息公布后有所上升。

鲍威尔是“鸽派”还是“鹰派”？有些朋友可能疑惑鲍威尔不是在去年才主导了历史最强的“货币放水”，应该是“鸽派”代表？但是，鲍威尔相对副主席布雷纳德肯定是偏“鹰派”的，布雷纳德更为关注劳动市场的恢复，暗含意思是劳动力市场恢复不好的情况下货币政策还可以宽松一些。不像研究大萧条的伯南克，以及研究劳动力市场的耶伦，他们几十年的学术研究已经决定了本人对于货币政策的相对倾向，而鲍威尔作为美联储历史上少有的非经济学家背景的主席，他更能体现某程度的灵活性，他自己也定义自己为“狐狸”型。著名西方学者赛亚·伯林多年前提出“狐狸和刺猬”理论来区分两种代表性人格，“刺猬”是更为专注和坚持己见，而“狐狸”则更为灵活。鲍威尔在去年疫情最为严重时采取极为宽松的货币宽松，然后在通胀起来后依然一直辩护通胀是“暂时性的”，但最近国会听证会把“暂时性的”丢掉，明确说要讨论加速 Taper，就很好的体现出这种“灵活性”。

当然，有市场声音认为美联储现在行动太晚了（Behind the curve），美联储的“左右为难”在于通胀压力持续时间的不确定性，大部分通胀分项看起来是“瓶颈”问题造成，到明年下半年可能也会逐步消退（此前预计可能今年内就消退）。如果货币政策收紧过早或过猛，市场需求收缩过快，到时再刺激经济可能就来不及了，货币政策的“左右摇摆”反而会严重削弱美联储的公信力，对经济造成更大的困扰。这是美联储一直坚持到最近，高于 2% 目标的通胀已经持续半年，才终于放弃通胀是“暂时性的”论述的原因。

### 三、总结

笔者上月曾提到‘突破“瓶颈”后，世界不再一样。’但现在看来，这个“瓶颈”的突破，比预期更为困难，新变种病毒可能还会使这个“瓶颈”变得更难突破。海外市场最近因此也出现了较大幅度的调整，这个时候只能需默念“市场总是高估短期影响，同时低估长期影响。”

在通胀严重，新变种病毒又造成更多的不确定性的时候，我们应该也留意到，此前快速上涨的一些大宗商品和能源价格已经出现明显的回调，供应链问题最初的“主角”——芯片荒问题也开始缓解，亚洲的芯片厂产能在快速恢复，美国的车厂产能预计年底也能恢复。需求在价格上涨到一定程度也会出现下降，涨了一年多的美国房价也看到回调压力，汽车价格高涨的前提是实际购买数量的减少，不论这个数量减少是因为缺货还是购买意愿的下降。换句话说，在通胀价格上升这个“大趋势”的背后，具体商品价格的“小趋势”有的在涨，但有的已经在下跌，什么时候会扭转“大趋势”的方向，那是众多因素博弈再均衡的结果。

明年全球央行都会进入疫情后的首次货币政策收缩周期，部分央行在今年已经提前行动，货币流动性的宽松环境将会逆转，新的变种病毒对于中国出口的拉动作用恐怕不会有 Delta 病毒时的强劲。但对于身处中国的投资者来说，好消息是中国人民银行已经领先全球央行完成了阶段性的货币收缩，并释放逐步宽松的讯号。美国的补库存需求依然较强，但是在供应链“瓶颈”问题严重的情况下的传导机制会否发生变化需要关注。既然现在下单给中国工厂也没法及时送到美国消费者手上，他们还会下单吗？另外，洛杉矶码头工人的谈判让我想起上世纪 70 年代工会和罢工的流行，在西方平权主义兴起的今天会否演变成持续影响劳动力市场和工资通胀的因素也是需要关注“慢变量”。

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\\_30547](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30547)

