

## 美联储货币政策锚与 A 股的市场底

兼谈为什么说鲍威尔不是“沃尔克”？

## ● 核心结论

为何说沃尔克时代大幅升息并非是货币独立的体现？1) 沃尔克之所以能够大幅升息对抗高通胀是因为该做法迎合了政治诉求。70-80 年代四任美国总统任期支持率与通胀的负相关特征极其明显。高通胀形势下，福特总统未能连任，1979 年卡特总统支持率也降至 30% 下方。为了扭转颓势，卡特总统任命保罗·沃尔克出任美联储主席。可惜，沃尔克上任之际已经临近美国大选且其鹰派做法使得 1980 年美国的经济衰退，因此未能助力卡特扭转败局。对于里根来说，沃尔克固然由前任提名，但仍然符合其打压高通胀的政治承诺。2) 打压高通胀是否沃尔克的唯一政策目标？美联储亦兼顾经济与就业。沃尔克上任后 1980 年 4-7 月美联储曾中断加息并且采取了短暂降息的操作，期间美国实际 GDP 同比增速转负且失业率加速攀升。1982 年美国的经济衰退期间美联储也采取了降息操作。换言之，即便在高通胀时代，美联储在打压高通胀的同时也会兼顾经济增长和就业。70 年代的长期滞胀会否重现？美国通胀拐点或已出现。1) 美国 70 年代长期滞胀是需求强劲、制造业转出、供给冲击共振的结果，当下难以重现。2) 美国本轮通胀或已于 3 月（接近）见顶。

鲍威尔时代美联储货币政策锚的切换。1) 2021 年 9 月前美联储的政策锚是财政。去年 9 月前美联储始终表示高通胀是暂时的、不会持续，是因为彼时的政策锚是财政。2021 年 3 月 11 日拜登政府实施了第三轮疫后财政转移支付政策。随后数月美国均保持较高的财政赤字水平，进而美联储无法 Taper、加息。在财政约束下，美联储无法承认高通胀的持续性。2) 2021 年 9 月美联储政策锚的切换：财政→高通胀。2021 年 Q3 中后期美国财政发债压力有所缓解，与此同时随着通胀走高，总统拜登支持率骤降。这令美联储货币政策锚开始由帮助财政部压低债务支出成本转向打压通胀。3) 既然通胀即将见顶，为何 5 月还要加息 50BP？这恰恰说明美联储没有太多加息空间，进而通胀不见顶就不能单次议息会议升息 50BP。待 4-5 月美国 CPI 等通胀指标公布并证明了通胀降温事实后美联储不仅可以自我肯定还可以重新缓和紧货币压力。4) 重申美联储加息周期大概率止步于年内。一旦经济转差并存在衰退风险或是美股大跌，通胀因素就不再是美联储货币政策的主要矛盾。往后看，一方面下半年美国经济放缓、明年经济衰退风险较高；另一方面目前美股风险溢价已经转负，调整压力不断加剧。进而，美联储于年内结束加息为大概率。

美联储加速紧缩，人民币汇率贬值以及 A 股的市场底。人民币汇率突发加速贬值的同一日美股重挫。看似不相关的两类资产背后却在反映相同的宏观逻辑：中国突发疫情与美联储加速紧缩。假若未来 1-2 个月人民币汇率进一步贬值，5 月 FOMC 美联储正式缩表后美股加速下探并诱发流动性冲击，那么就意味着美联储有望提前结束加息、货币政策将边际转松。一旦如此，A 股的市场底也将渐近。

风险提示：全球疫情形势超预期；美联储货币政策超预期；中国稳增长政策力度超预期。

## 分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 内容目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 一、为何说沃尔克时代大幅升息并非是货币独立的体现？ .....         | 3  |
| （一）沃尔克之所以能够大幅升息对抗高通胀是因为该做法迎合了政治诉求 ..... | 3  |
| （二）打压高通胀是否沃尔克的唯一政策目标？美联储亦兼顾经济与就业 .....  | 4  |
| 二、70 年代的长期滞胀会否重现？美国通胀拐点或已出现 .....       | 5  |
| 三、鲍威尔时代美联储货币政策锚的切换 .....                | 7  |
| （一）美联储是否误判高通胀？ .....                    | 7  |
| （二）2021 年 9 月美联储政策锚的切换：财政→高通胀 .....     | 8  |
| （三）既然通胀即将见顶，为何 5 月还要加息 50BP？ .....      | 8  |
| （四）重申美联储加息周期大概率止步于年内 .....              | 8  |
| 四、美联储加速紧缩，人民币汇率贬值以及 A 股的市场底 .....       | 9  |
| 五、风险提示 .....                            | 10 |

## 图表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1：美国基准利率水平 .....                      | 3  |
| 图 2：上世纪 70-80 年代总统任期支持率与美国 CPI 同比 ..... | 3  |
| 图 3：1975-1983 年美国联邦基金利率与美国 CPI 同比 ..... | 4  |
| 图 4：1975-1983 年美国联邦基金利率与失业率 .....       | 4  |
| 图 5：1975-1983 年美国联邦基金利率与实际 GDP 同比 ..... | 5  |
| 图 6：1975-1983 年美国联邦基金利率与标普 500 指数 ..... | 5  |
| 图 7：美国不同收入家庭占比（%）：中产占比为右轴 .....         | 6  |
| 图 8：美国财政赤字 .....                        | 7  |
| 图 9：美国总统拜登任期支持率 .....                   | 8  |
| 图 10：美国通胀与基准利率 .....                    | 9  |
| 图 11：美股风险溢价 .....                       | 10 |
| 表 1：各个分项对美国 3 月 CPI 同、环比贡献 .....        | 6  |

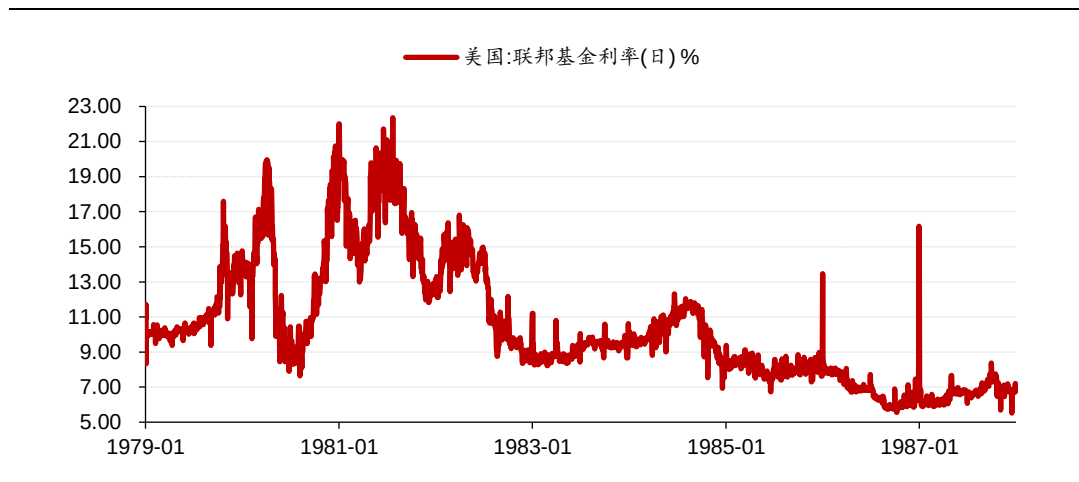
## 一、为何说沃尔克时代大幅升息并非是货币独立的体现？

### （一）沃尔克之所以能够大幅升息对抗高通胀是因为该做法迎合了政治诉求

很多市场人士认为沃尔克时代因美联储货币政策更为独立而通过大幅升息遏制了高通胀。但我们认为当年沃尔克之所以会在其上任初期（1979年-1980年）将联邦基金利率由约10%上调至20%，并在1980年5-8月短暂调降基准利率后于1981年两度将基准利率再次调高至约22%是因为“政治正确”。理由很简单，美联储主席是由总统提名产生的。

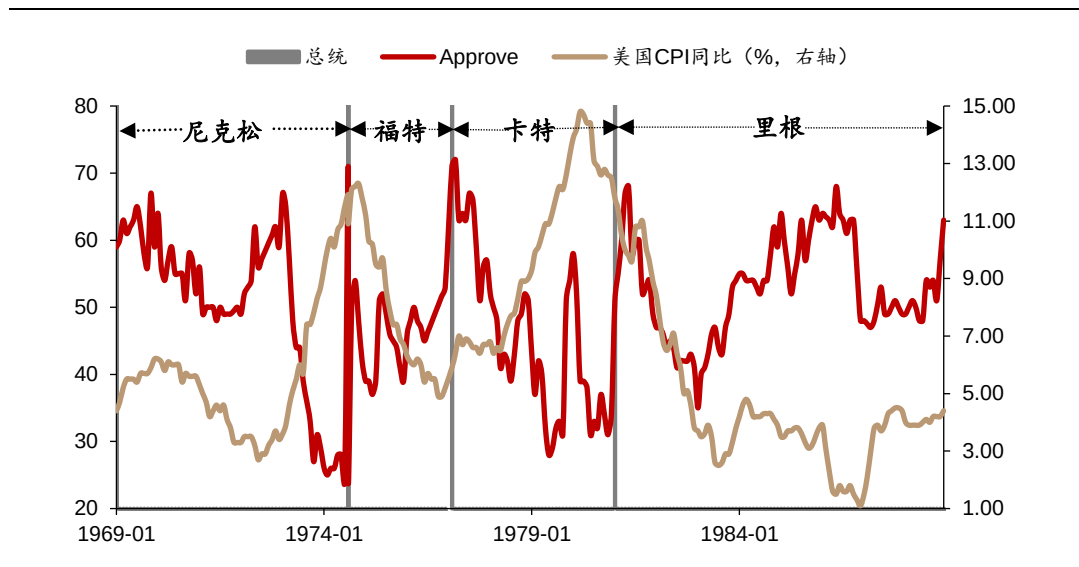
如图2所示，70-80年代四任美国总统的任期支持率与通胀的负相关特征极其明显，不仅高开低走是常态，只要任期通胀高企其支持率也势必断崖式下滑。甚至于水门事件对尼克松支持率的打击看似都不及通胀。高通胀形势下，福特总统未能连任，1979年卡特总统支持率也降至30%下方。为了扭转任期支持率颓势，1979年7月15日卡特总统曾发表著名演讲《信任危机》，随后将内阁13名成员全部换掉并任命保罗·沃尔克出任美联储主席。换言之，沃尔克临危受命接管联储就是为了打压高通胀提振政府公信力。

图1：美国基准利率水平



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：上世纪70-80年代总统任期支持率与美国CPI同比



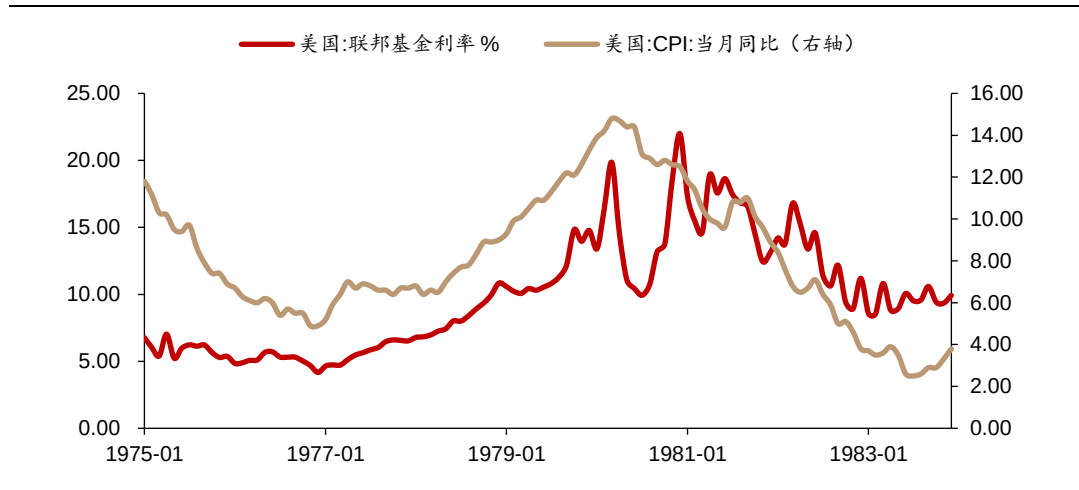
资料来源：Gallup，Wind，西部证券研发中心

可惜的是，卡特的时间并不多，1980年初开始为大选造势之际美国通胀仍在攀升令其支持率再度低迷。1980年美国大选里根承诺遏制高通胀并因此大获全胜，而沃尔克带领的美联储在里根上台后继续大幅加息就是里根兑现竞选承诺的象征。尽管沃尔克由卡特提名，但沃尔克上任之际已经临近美国大选且其鹰派做法使得美国在1980年经济衰退，因此未能助力卡特扭转败局。对于里根来说，沃尔克固然由前任提名，但仍然符合其打压高通胀的政治承诺。沃尔克紧货币政策也曾导致1982年美国的经济衰退并令此间里根支持率骤降，但1983年美国的经济就已企稳回升且通胀降至低位，里根随即重新获得民众支持。

## （二）打压高通胀是否沃尔克的唯一政策目标？美联储亦兼顾经济与就业

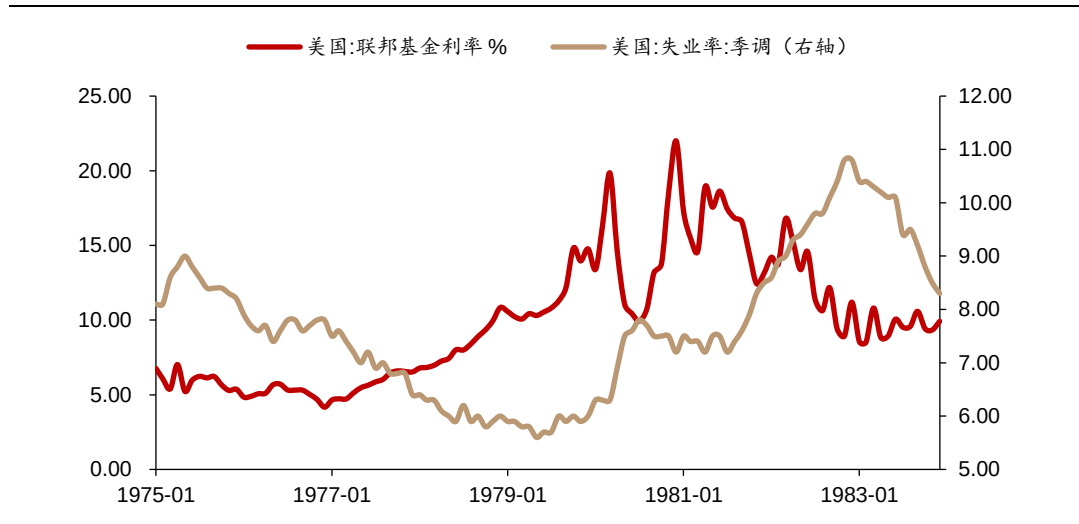
沃尔克上任后1980年4-7月美联储曾中断加息并且采取了短暂降息的操作，结合图3-6可知，美联储降息期间美国实际GDP同比增速转负且失业率加速攀升。而当经济回升、失业率回落后，美联储又重新启动加息。1982年美国的经济衰退期间美联储也采取了降息操作。换言之，即便在高通胀时代，美联储在打压高通胀的同时也会兼顾经济增长和就业。

图3：1975-1983年美国联邦基金利率与美国CPI同比



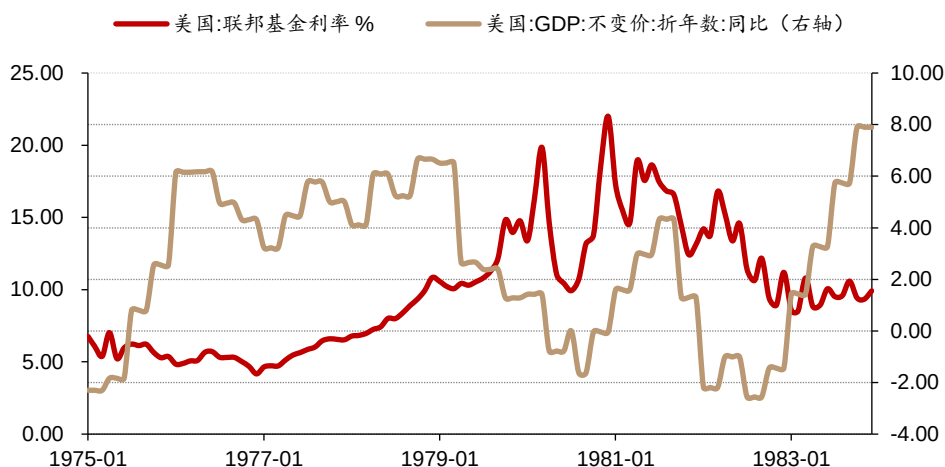
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：1975-1983年美国联邦基金利率与失业率



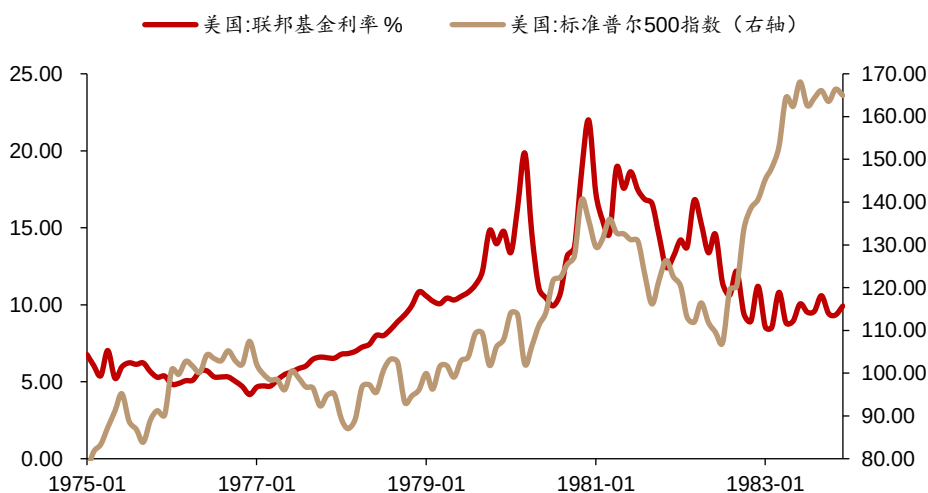
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：1975-1983 年美国联邦基金利率与实际 GDP 同比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：1975-1983 年美国联邦基金利率与标普 500 指数

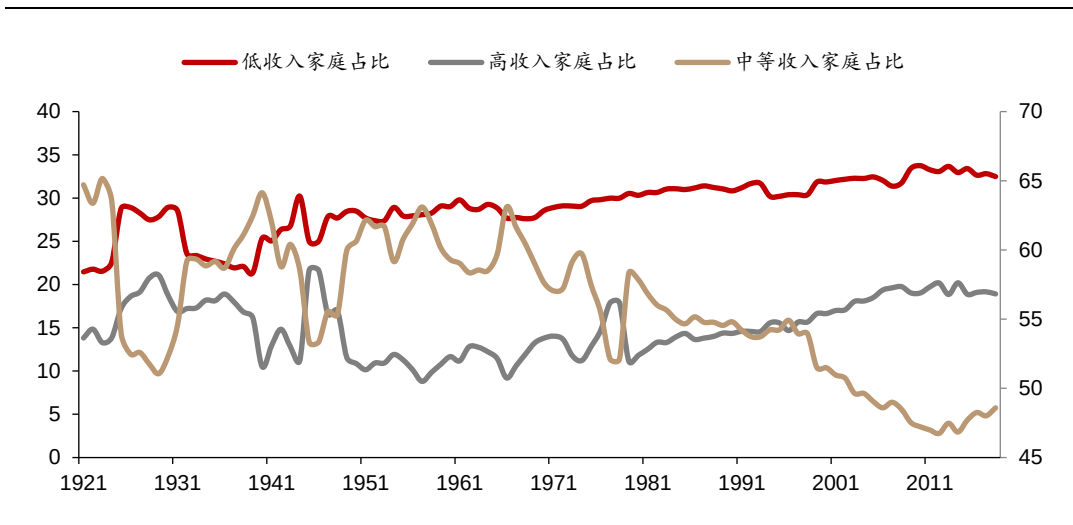


资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 二、70 年代的长期滞胀会否重现？美国通胀拐点或已出现

美国 70 年代长期滞胀是需求强劲、制造业转出、供给冲击共振的结果，当下难以重现。首先，1970-1980 年婴儿潮时期出生的新生儿转化为美国的“人口红利”，这批年轻人的崛起刺激美国了消费与地产需求。此外，60 年代末到 70 年代初美国中产占比超过 60%（当下则低于 50%），并对美国消费形成了进一步地提振。但高成本导致美国制造业于 70 年代大规模转出。加上两次石油危机引发的供给冲击，以及美元贬值，美国才出现长期滞胀。当下，美国人口结构及中产占比都不可与 70 年代同日而语，加上拜登的新兴产业战略也将令制造业占比有所回升，进而美国不具备持续高通胀乃至滞胀的基础。详细分析请见 2 月 4 日报告《美国通胀拐点：早则 Q1；迟则 Q2》。

图 7：美国不同收入家庭占比（%）：中产占比为右轴



资料来源：Census Bureau，西部证券研发中心

**美国通胀或已于 3 月（接近）见顶。**去年 Q4 以来美国高通胀主要由三个分项驱动：能源、二手车及居住。3 月美国 CPI 同比 8.5%再创新高，但主因仍是上述三点。只不过 3 月 CPI 中涨价因素集中于能源分项，只要俄乌局势稳定，该因素将在 4 月逆转。二手车所在分项（运输产品,不含汽车燃料）对 3 月 CPI 环比贡献已然转负，表明疫情引发的结构性通胀矛盾已经显著缓解。随着基数抬升，二手车所在分项对 Q2 的 CPI 同比贡献也将大幅转弱。居住型通胀因素对 3 月的同、环比贡献并未较 2 月上升，表明该分项相对稳定，由于去年 5-7 月美国房价增速见顶，进而今年 Q2 末 CPI 居住分项亦有望高位回落。总体而言，美国 CPI 同比或已于 3 月（接近）见顶。

表 1：各个分项对美国 3 月 CPI 同、环比贡献

|                      | 权重           | 同比          | 环比          | 同比贡献           | 环比贡献           |
|----------------------|--------------|-------------|-------------|----------------|----------------|
| <b>CPI</b>           | <b>100</b>   | <b>8.5</b>  | <b>1.3</b>  | <b>100.00%</b> | <b>100.00%</b> |
| <b>食品</b>            | <b>13.41</b> | <b>8.8</b>  | <b>1</b>    | <b>12.90%</b>  | <b>10.30%</b>  |
| 家庭食品                 | 8.234        | 10          | 1.5         | 9.00%          | 9.10%          |
| 非家用食品                | 5.171        | 6.9         | 0.3         | 3.90%          | 1.10%          |
| <b>能源</b>            | <b>7.547</b> | <b>32</b>   | <b>11.4</b> | <b>27.10%</b>  | <b>63.60%</b>  |
| 能源类商品                | 4.173        | 48.3        | 19.6        | 22.10%         | 60.60%         |
| 能源服务                 | 3.374        | 13.5        | 1.2         | 5.00%          | 3.00%          |
| <b>商品（能源和食品商品除外）</b> | <b>21.82</b> | <b>11.7</b> | <b>-0.1</b> | <b>30.30%</b>  | <b>-1.30%</b>  |
| 家用家具和供给              | 3.985        | 10.8        | 0.9         | 4.70%          | 2.70%          |
| 服装                   | 2.551        | 6.8         | 0.8         | 1.90%          | 1.50%          |
| 运输产品,不含汽车燃料          | 8.753        | 21.8        | -0.9        | 20.90%         | -5.80%         |
| 医疗护理商品               | 1.517        | 2.7         | 0.2         | 0.40%          | 0.20%          |
| 娱乐商品                 | 1.931        | 4.7         | -0.2        | 1.00%          | -0.30%         |
| 教育和通讯商品              | 0.835        | 1.3         | -0.8        | 0.10%          | -0.50%         |



|                   |              |            |            |               |               |
|-------------------|--------------|------------|------------|---------------|---------------|
| 酒精饮料              | 0.886        | 3.7        | 0.5        | 0.40%         | 0.30%         |
| 其他商品              | 1.357        | 5.3        | 0.6        | 0.80%         | 0.60%         |
| <b>服务（能源服务除外）</b> | <b>57.23</b> | <b>4.7</b> | <b>0.6</b> | <b>29.70%</b> | <b>27.40%</b> |
| 收容所               | 32.7         | 5          | 0.6        | 17.90%        | 14.50%        |
| 水、下水道和垃圾回收服务      | 1.109        | 4          | 0          | 0.50%         | 0.00%         |
| 家政服务              | 0.832        | 8.4        | 1.1        | 0.80%         | 0.70%         |
| 医疗护理服务            | 6.932        | 2.9        | 0.6        | 2.20%         | 3.10%         |
| 交通运输服务            | 5.635        | 7.7        | 2          | 4.80%         | 8.30%         |
| 娱乐服务              | 3.185        | 4.8        | 0.5        | 1.70%         | 1.20%         |
| 教育和通讯服务           | 5.463        | 1.6        | -0.2       | 1.00%         | -0.80%        |
| 其他私人服务            | 1.382        | 5.7        | 0.4        | 0.90%         | 0.40%         |

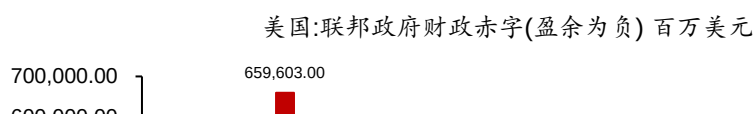
资料来源：Wind，西部证券研发中心

### 三、鲍威尔时代美联储货币政策锚的切换

#### （一）美联储是否误判高通胀？

去年 9 月前美联储始终表示高通胀是暂时的、不会持续，因此未能及时紧货币，市场普遍认为这是联储因误判通胀形势而出现的政策失误。但我们认为之所以美联储否认高通胀的持续性是因为彼时的政策锚是财政。2021 年 3 月 11 日拜登政府实施了第三轮疫后财政转移支付政策。随后数月美国均保持较高的财政赤字水平。金融危机后以及疫后美联储 QE 操作就是财政赤字货币化手段，意图是通过购债行为帮助美国财政部压低债务支出成本。进而，在第三轮财政转移支付刚刚落地后的两个季度内美联储依旧无法 Taper，进而无法加息。不能解决的问题就不是问题，在无法紧货币的背景下，美联储亦无法承认高通胀的持续性。

图 8：美国财政赤字



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\\_40733](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40733)

