

三大央行的滞胀选择

证券研究报告

2022年06月22日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

滞胀的根本问题是供给不足，效率下降。造成滞胀的原因是之前的技术进步速度减慢，与之相适应的内部分配方式和全球化秩序难以维持，人和资本的矛盾，发展和安全的矛盾，效率和公平的矛盾，资源和环境的矛盾，全球化分工的矛盾，一个个都暴露出来。由此带来了混乱和变革。旧的分配制度出现混乱，民粹主义回潮，推动各国分配制度的变革，薪资支出在企业收入中的占比正在趋势性回升（the return of the workers' economy）。国际秩序出现混乱，新的贸易协定正在各个区域诞生，并涵盖更多非贸易领域的内容，供应链正在朝着安全和效率再平衡的原则重新分工，推动全球化的变革。

风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国财政刺激超预期

过去一周，全球最重要的三家央行在 24 小时内相继召开了三场重要会议。美联储 15 日召开 6 月 FOMC 议息会议，一次性加息 75bp 幅度为 1994 年以来最高。欧央行 15 日召开紧急会议，应对欧元区边缘国家的债务危机。日央行 16 日召开货币政策会议，坚决捍卫超宽松货币政策。站在平行视角上，这三家央行做出了不同的选择，但站在更大视角来看，他们面对的是共同问题——滞胀。

滞胀的根本问题是供给不足，效率下降。造成滞胀的原因是之前的技术进步速度减慢，与之相适应的内部分配方式和全球化秩序难以维持，人和资本的矛盾，发展和安全的矛盾，效率和公平的矛盾，资源和环境的矛盾，全球化分工的矛盾，一个个都暴露出来。由此带来了混乱和变革。旧的分配制度出现混乱，民粹主义回潮，推动各国分配制度的变革，薪资支出在企业收入中的占比正在趋势性回升（the return of the workers' economy）。国际秩序出现混乱，新的贸易协定正在各个区域诞生，并涵盖更多非贸易领域的内容，供应链正在朝着安全和效率再平衡的原则重新分工，推动全球化的变革。

当前的世界经常与 70 年代的滞胀作类比。70 年代滞胀的原因是二战后重建带来的经济高速增长告一段落，信息革命还没有诞生，存量经济下美国陷入与德国、日本的出口竞争，资源短缺进一步加剧了效率下降和劳资矛盾。到了 70 年代末期，信息技术开始扩散，提升了生产效率，四小龙开始承接日本的产业转移，新的国际分工秩序出现，中美建交打破了冷战的两超格局，滞的问题开始得到根本解决。

在滞胀这个宏大议题面前，三大央行就像是旧约里手拿石头率众迎战巨人的少年大卫，货币政策既不是滞胀的根源，也不是解决滞胀的答案。所谓货币超发，其实是站在事后来看的，货币并不是滞胀的第一性原因。站在事中看，货币政策只能在滞和胀的两难中选择伤害相对较小的。滞胀的问题根源不在货币，解决问题的钥匙自然也不在货币政策。货币政策的使命，恰似伯南克卸任联储主席后那本回忆录的名字——行动的勇气。三大央行用勇气捍卫货币信用的根基，给财政当局、产业政策制定者以及国际关系博弈者赢得时间，用来解决长期供给、效率提升、利益再分配这些真正重要的问题。

美元的根基是作为全球储备货币和结算单位的纸币信用（inside money）。所以这一次，美联储尽职地“表演”了行动的勇气，即使通胀是联储无法控制的长期供给问题，但为了稳定美元信用的“政治正确”，联储也要把自己的信誉绑在不稳定的通胀指标 CPI（外生因素多、波动大）上，而不是长期以来更看重的核心 PCE 上。这并不是独立于政治、完全掌控通胀的“沃尔克时刻”，恰恰相反，这反映了联储所面临的压力——宁可降低货币政策的连贯性和可预测性，也要为了“政治正确”做出表态。

加息是“政治正确”的权宜之计，转折点来自于政治压力的变化，要么是通胀的政治压力下降（出现可信的证据表明通胀趋势回落），要么是经济和市场的政治风险上升（就业压力或信用风险）。

欧元的根基是欧盟经济一体化，从货币到财政甚至是军事的一体化程度越深，欧元的根基越牢固。所以这一次，欧央行要捍卫的“政治正确”是货币联盟的稳定。欧央行在 6 月议息会议刚刚发出了 7 月加息 25bp 的信号，就不得不又召开紧急会议讨论如何限制边缘国家和中心国家的债券息差，以避免债务危机和欧元区分裂的问题。现实情况是欧洲经济比美国更经不起连续加息，俄乌战争和能源价格高涨持续地输入衰退风险，统一货币和分割财政的制度安排是欧元区的内在缺陷。上一次德拉吉宣布欧央行将“不惜一切代价”保卫欧元，这一次欧央行可能将 PEPP 到期债券再投资到意大利西班牙这些边缘国家。

我们认为日央行面对的滞胀压力最小，日本在滞胀环境中的政策选择余地也最小，在美国领导的数字产业和欧洲领导的新能源产业的赛跑中明显落后，在国际关系和产业链重构上也没有选择余地。日元作为全球货币蓄水池和避险货币属性，根基是平稳的低利率和对美国的战略跟随。日本在国际政治上对美国的战略跟随已经做的足够到位了，积极加入印太

战略，与俄罗斯在产业链上做切割，并在亚太地缘政治中表现强硬。容许日元兑美元大幅贬值，可能是对日本积极参与印太战略和制裁俄罗斯的经济补偿，也是日央行在日本国债期货熔断之后，敢于宣布无限量购买日本国债，捍卫零利率和收益率曲线控制的底气。

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_43231

