

联储货币政策考虑政治而非经济

证券研究报告

2022 年 09 月 23 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

理解联储面临的压力是预测联储行为的核心。金融市场关心的并不是（经济意义的）通胀，以及联储是否真的能控制（经济上的）通胀，而是联储这次（为了政治）又要加息多少。接下来，政治上的关键节点是中期选举，12 月 13-14 日的议息会议，则是联储反常行为发生转变的关键时点。

风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国劳动力市场走弱超预期

美联储的挑战和其他央行一样，都是如何控制一个无法控制的东西——通胀。

今天大多数的美国通胀都是由供给原因所产生的，我们认为供给原因包括但不限于：能源和食品供应短缺，战争和地缘政治导致的供应中断，贸易规则冲突导致的全球供应链重构，以及长新冠（long covid）和老龄化导致的劳动力缺口等。

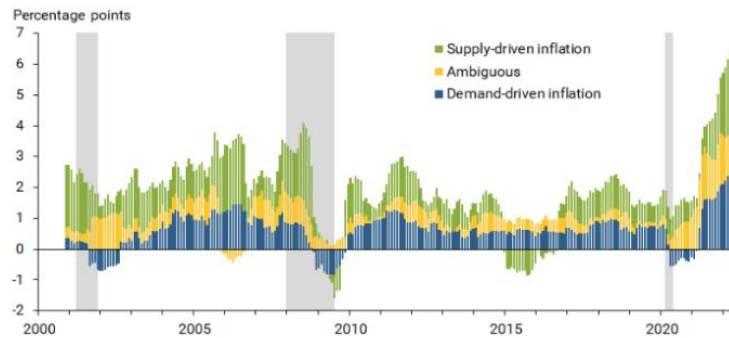
而这些因素对于利率不敏感。

今年 6 月，旧金山联储的一篇研究报告《How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?》拆解了美国通胀的供给因素和需求因素的贡献，结果显示供给因素对于疫情后美国 PCE 通胀上升（4.8pp）的贡献，超过了一半；而需求因素对于 CPI 通胀上升的贡献，大概是三分之一。

这并不令人意外，特别是考虑到俄乌战争之后，全球的能源和食品价格出现了剧烈上涨。

图 1：供给因素对于疫情后美国 PCE 通胀上升（4.8pp）的贡献超过了一半

Supply-driven and demand-driven contributions to year-over-year PCE inflation



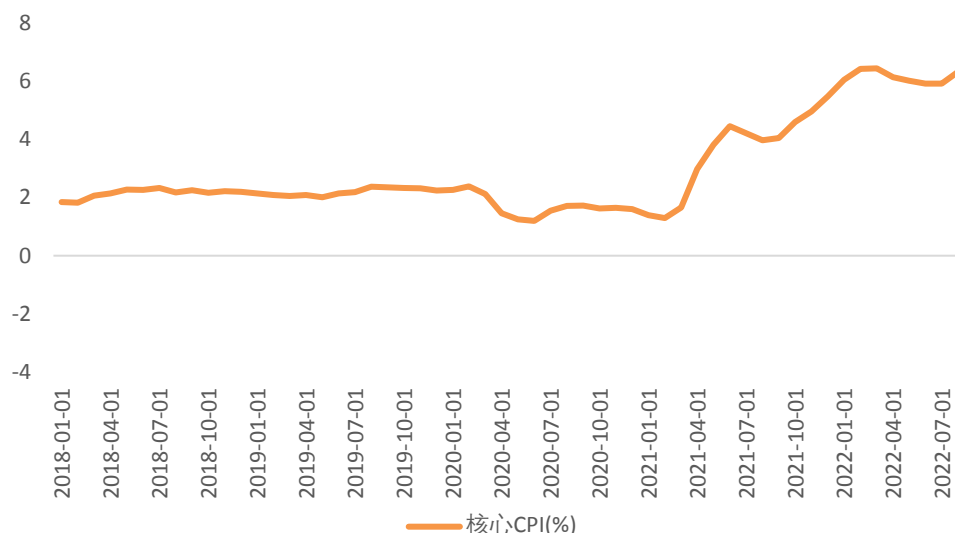
Note: Data available at [Supply- and Demand-Driven PCE Inflation](#). Gray shading indicates NBER recession

资料来源：Federal Reserve Bank of San Francisco，天风证券研究所

联储自认为能通过加息抑制需求而压低的通胀指标，是核心通胀。但是这篇报告发现，供给因素对疫情后美国核心 PCE 通胀上升（3.3pp）的贡献因素，也接近一半。核心通胀中占比 70% 的是服务，服务通胀面对的问题是结构性和持续性的劳动力供给短缺，这也是联储无法控制的因素。

所以 8 月美国核心 CPI 从 5.9% 反弹至 6.3% 对市场是个不小的震慑，因为这说明联储加息控制通胀的办法基本没有效果。

图 2：核心 CPI 8 月反弹



资料来源：FRED，天风证券研究所

然而 6 月以来，联储出现了两个重要的转变。一是把通胀目标从“无法完全控制”的核心 PCE，转向了“完全无法控制”的 CPI。二是取消了对市场预期的前瞻指引，每一次议息会议的利率决议都由最近一段时间的数据驱动。

这曾经令市场费解，为什么联储要丢掉赖以自豪的预期指引，转为一会一议，制造市场波动？为什么联储明知不可为，还要以 CPI 为目标？

答案是联储当前的货币政策更多考虑政治，而非经济。

在伯南克和耶伦时期，联储泰勒规则（伯南克规则、耶伦规则）采用的通胀率都是核心 PCE，鲍威尔的第一个任期，也没有修改过通胀目标。如果算经济账，联储的通胀目标应该是核心 PCE，通过加息抑制房地产和核心消费品的需求，实现降低通胀的目的。

但是在今年 6 月议息会议新闻发布会上，鲍威尔表示“联储现在非常关心总体通胀而不单单是核心通胀，因为总体通胀与群众的通胀预期有关”。尽管联储对于总体通胀中的能源和食品价格、地缘因素、供应链因素、劳动力因素等束手无策，这显然不是正常的货币政策规则。

在 9 月联储公布的季度经济预测中，联储令人意外地大幅下调了今明两年的经济预测，22 年美国 GDP 增速预测从 6 月 1.7% 下调至 0.2%，23 年增速预测从 6 月 1.7% 下调至 1.2%。如果考虑经济，联储应该立即停止加息。但是在对经济如此悲观的同时，联储又大幅上调了联邦基金利率目标，从 6 月的 3.4% 上调至 4.4%，这意味着今年接下来的两次议息会议可能还有 125bp 的加息。

图 3：九月联储 FOMC 经济和通胀预测

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2022

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0		1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2		1.6-2.2
Unemployment rate	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1		3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3		3.5-4.3
PCE inflation	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2.0	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5		2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0		2.0
Core PCE inflation ⁴	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2		4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5	
June projection	4.3	2.7	2.3			4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5			4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6		2.3-2.5	3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1		2.0-3.0

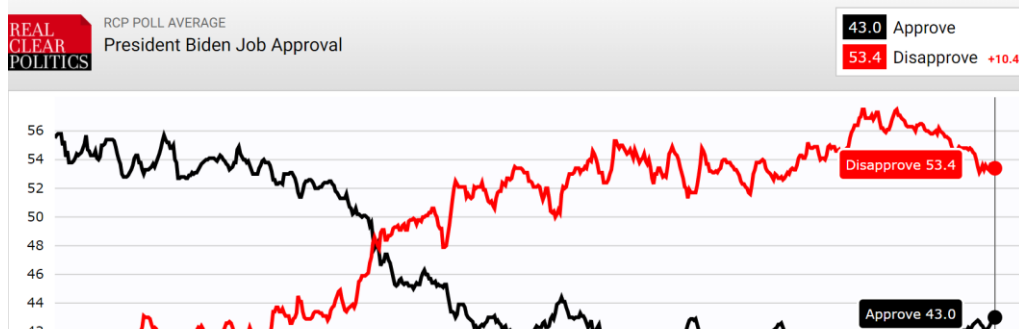
资料来源：FED，天风证券研究所

这些在经济视角里无法解释的自相矛盾，其实都源于政治压力。

联储不知道以上道理吗？当然不是，但政治不允许。

根据 realclearpolitics 上的民调结果，拜登的最新支持率仅有 43%，不支持率有 53%，他处理通胀问题的支持率只有 33%，不支持率有 65%。通胀问题是民主党中期选举的致命弱点，压通胀本该是拜登的政治任务，但是失败的中东旅行只换来了 10 万桶增产，而且不久之后这 10 万桶又被减回去了。为了减轻政治责任，拜登只能把问题抛给了美联储，这是拜登今年以来数次就通胀形势发表讲话的原因，总统出面喊话通胀施压联储，这在过去是不太可能出现的。

图 4：拜登支持率仅 43%



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_46537

