



连平：本轮美联储货币政策 正常化将如何演绎？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 连平



进入 2022 年，美联储货币政策转向正常化似乎已经没有悬念。由于本轮美联储量化宽松规模史无前例，紧缩路线很可能较以往不同。在当下通胀压力大幅抬升、期限利差低、美联储资产负债表规模大的背景下，美联储已开始探讨提前缩表的可行性，但是否提前、提前多久却依然存疑。

美联储货币政策正常化面临的挑战

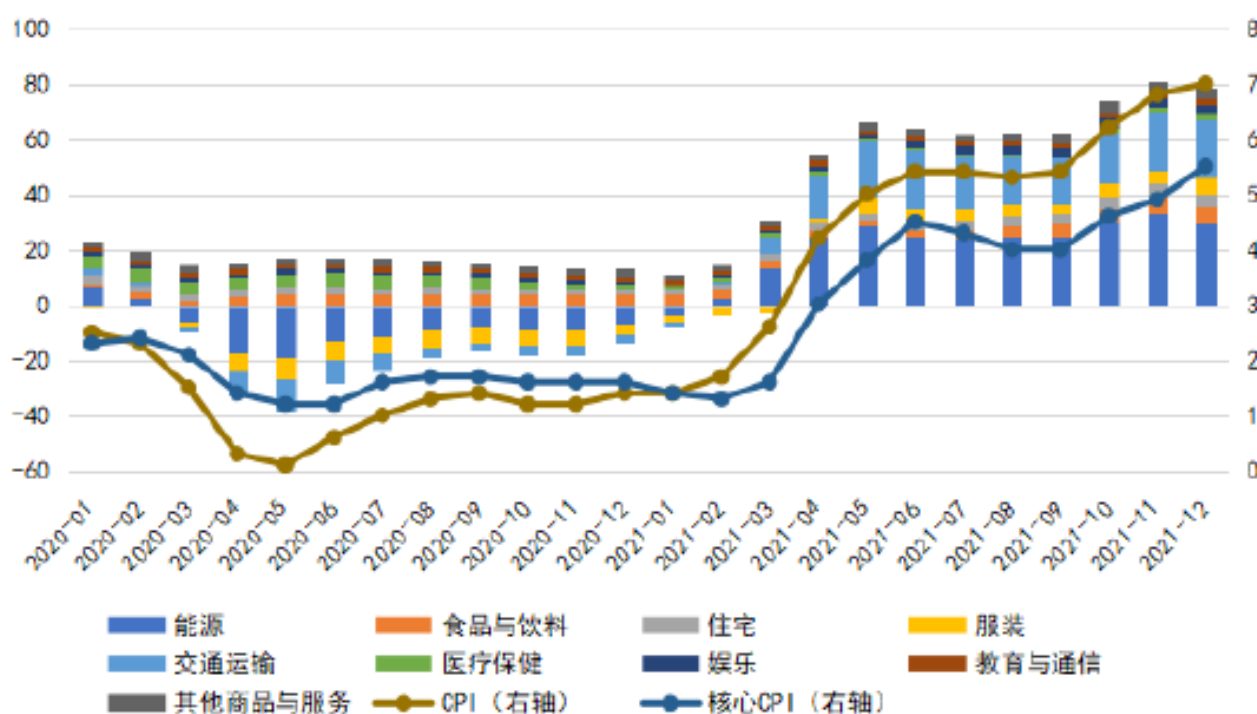
尽管“Taper-加息-缩表”的货币政策正常化路径在 2014-2019 年运行平稳，但今时的经济环境与往日不同。美联储面临的挑战在于，面对更高的通胀压力和充满不确定性的经济前景，如何在尽量不惊扰资本市场的情况下，用比以往更快的节奏执行货币政策正常化操作，以有效控制通胀

预期；同时还需要妥善处理货币政策正常化对美国国债偿债成本的溢出效应。

通胀高企、就业市场偏紧，美联储需要尽快开启货币政策正常化操作以重建信誉

与 2015 年第一次加息开启之前相比，当前的美国通胀高企、就业市场偏紧，在 Taper 结束后，美联储不再有时间耐心观望市场反应，并逐步出台、修改货币政策正常化原则和计划。由于前期对于通胀形势的判断失误，美联储需要尽快抑制通胀预期，以重建市场对于美联储的信心。

图表 1：美国 CPI 各分项情况（当月同比）



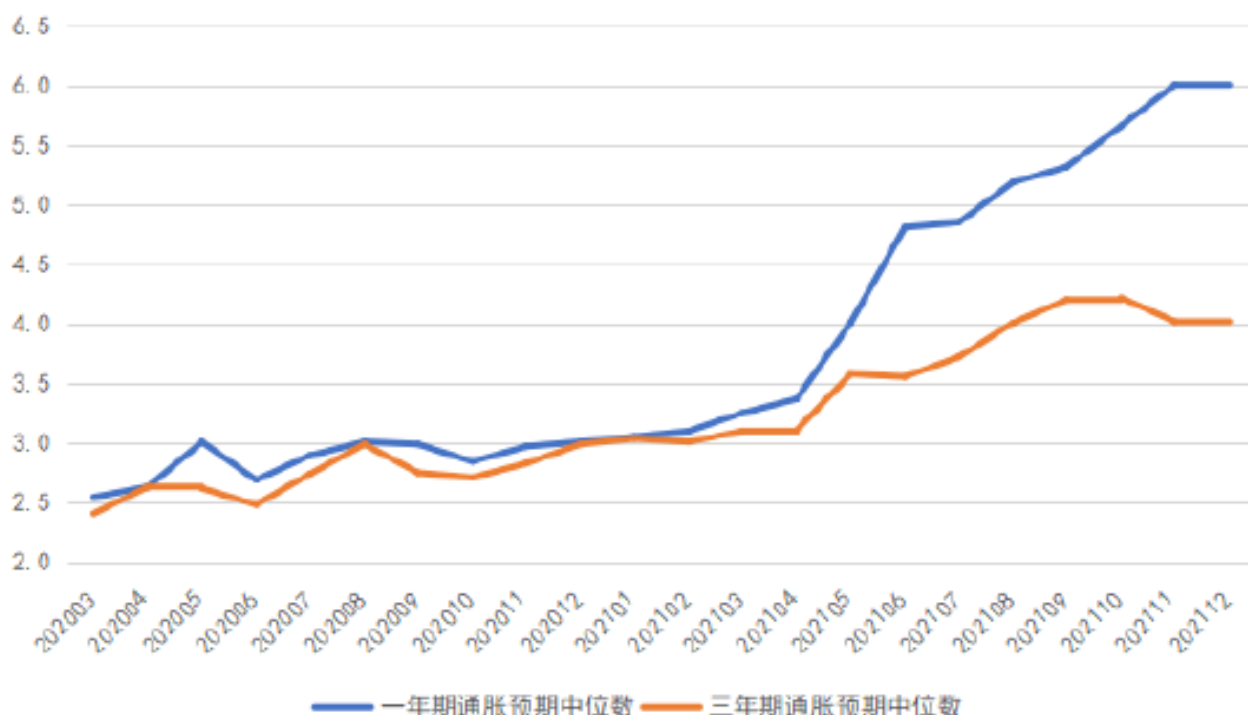
美国通胀高企，12 月同比 CPI 通胀率上升至 7.0%，核心 CPI 通胀率上升至 5.5%。从分项来看，通胀有扩散趋势，除能源、交通运输、服装等

受基数效应影响较大的分项之外，住宅和食品饮料领域通胀依然处于高位，而娱乐和其他商品与服务项下通胀压力也开始有所提高。

对于美国民众来说，通胀率在各领域的扩散带来的直接感受便是各方面生活成本的增加，尽管工资也有所增长，但仍难敌高通胀带来的负面效应。因此，无论美联储对于未来的通胀走势判断如何，都需要首先帮助美国政府在中期选举之前稳定民心，稳定住消费者对于通胀的预期，防止通胀预期自我强化。

自 2020 年下半年以来，美联储对于通胀的态度经历了从咬定通胀暂时性到承认通胀持续性的转变。前期的判断失误对于美联储的信誉造成了一定损害，在“工资-通胀”螺旋有可能形成的情况下，美联储需要尽快行动以挽回市场信心。因此，在 12 月的 FOMC 会议中，美联储做出了偏“鹰”的姿态。只要让市场相信美联储加快紧缩的决心，就可以首先稳定通胀预期，而以后美联储的态度仍有可能会随着通胀压力的消退，再次转向偏“鸽”。从纽约联储调查来看，消费者的三年期通胀预期中位数拐点已经在 2021 年 10 月出现，一年期通胀预期中位数拐点或也已经在 11 月出现；从美国国债中包含的通胀预期来看，远期盈亏平衡通胀率已有所下降，预示着美国通胀或许已面临拐点。

图表 2：纽约联储消费者调查通胀预期



尽管近几个月的新增非农就业数据不及预期，但失业率已降至 4% 以下、离职率位于 3% 左右的高位、职位空缺率虽边际下滑但仍在 6.6% 的高位，说明劳动力依然供不应求，劳动力市场偏紧，短期内就业不会成为美联储收紧货币政策的障碍。

图表 3：美国劳动力市场偏紧



经济前景的不确定性影响美联储操作手段选择

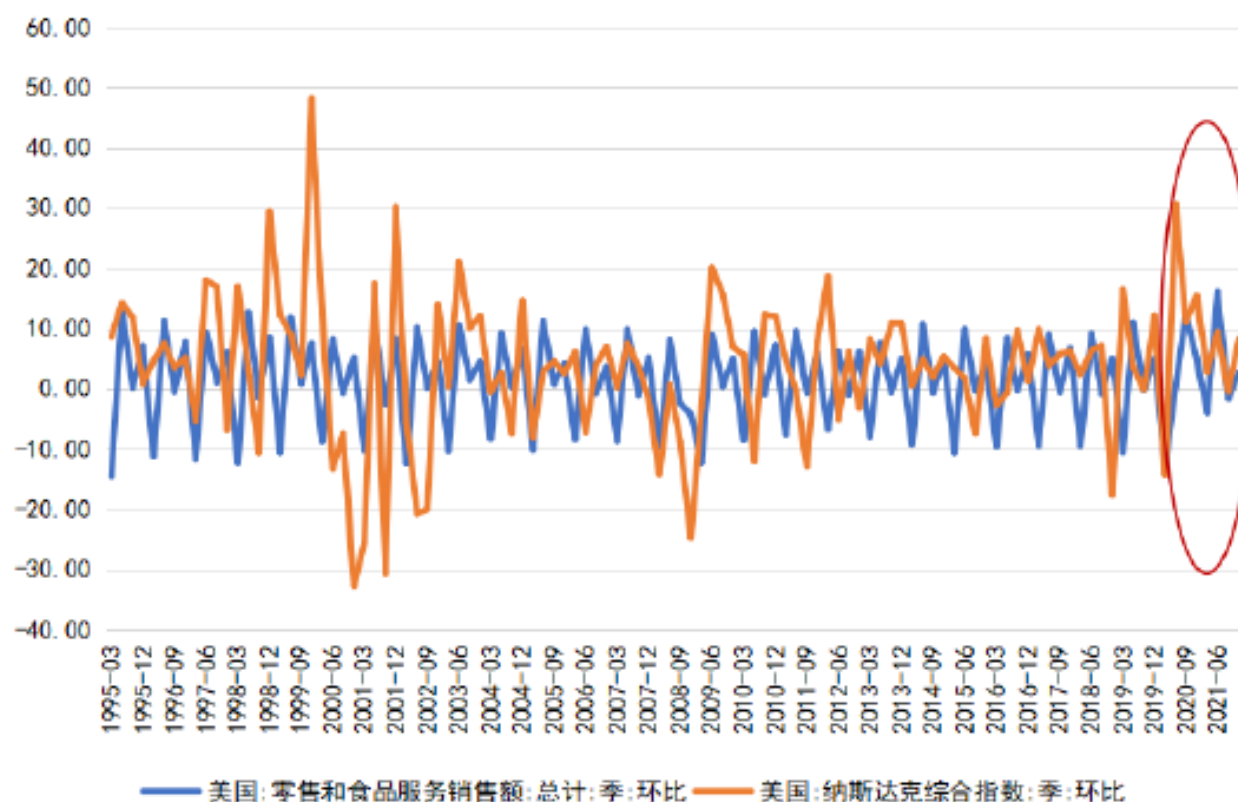
在 12 月的 FOMC 会议上，美联储对于经济前景的表态相当乐观，将 2022 年的 GDP 增长预期上调至 4%。会议纪要指出，居民消费和企业补库需求将支持经济强劲增长，美国经济增长动力充足、前景可期，而非处于滞胀或衰退阶段之中。市场预期直接影响资产价格，在很大程度上决定了美联储的货币政策转向是否能成功“软着陆”。美联储希望建立市场对于经济前景的信心，以稳定资产价格。但 2022 年美国经济增长的前景仍存在不少不确定性，对美联储货币政策的操作手段选择提出了挑战与限制。

一是疫情的后续演变趋势较难确定，需要美联储的操作保留一定可逆性。疫情是最大的不确定变量，虽然奥密克戎的致病性较低，但仍不能排除后续会再有新变种、新情况出现，对全球供应链恢复和经济发展形成制约。因此，对于美联储而言，理想的货币政策正常化手段应具有一定可逆性，在疫情发展趋势更为明朗之前，美联储需要保留能够逆转其紧缩操作的能力。

二是美国居民消费与股市的关联性上升，美联储为支撑经济增长需要尽量保证权益类资产价格的稳定。2020 年 3 月至 2021 年 12 月，美国零售数据与纳斯达克指数的相关性明显增加，相关系数达到 51.7%。其原因主要在于量化宽松后流动性泛滥，伴随着 Robinhood 等低门槛交易平台的出现，大量散户进入美国股市，尤其是投资了纳斯达克指数中所包含的新兴科技领域公司。股市的上涨推动家庭财富增加，尽管很多散户实际并

未进行获利了结，但在财富效应的推动下，其消费倾向依然明显上升。

图表 4：美国零售消费与纳斯达克指数相关性上升



数据来源：wind，植信投资研究院。

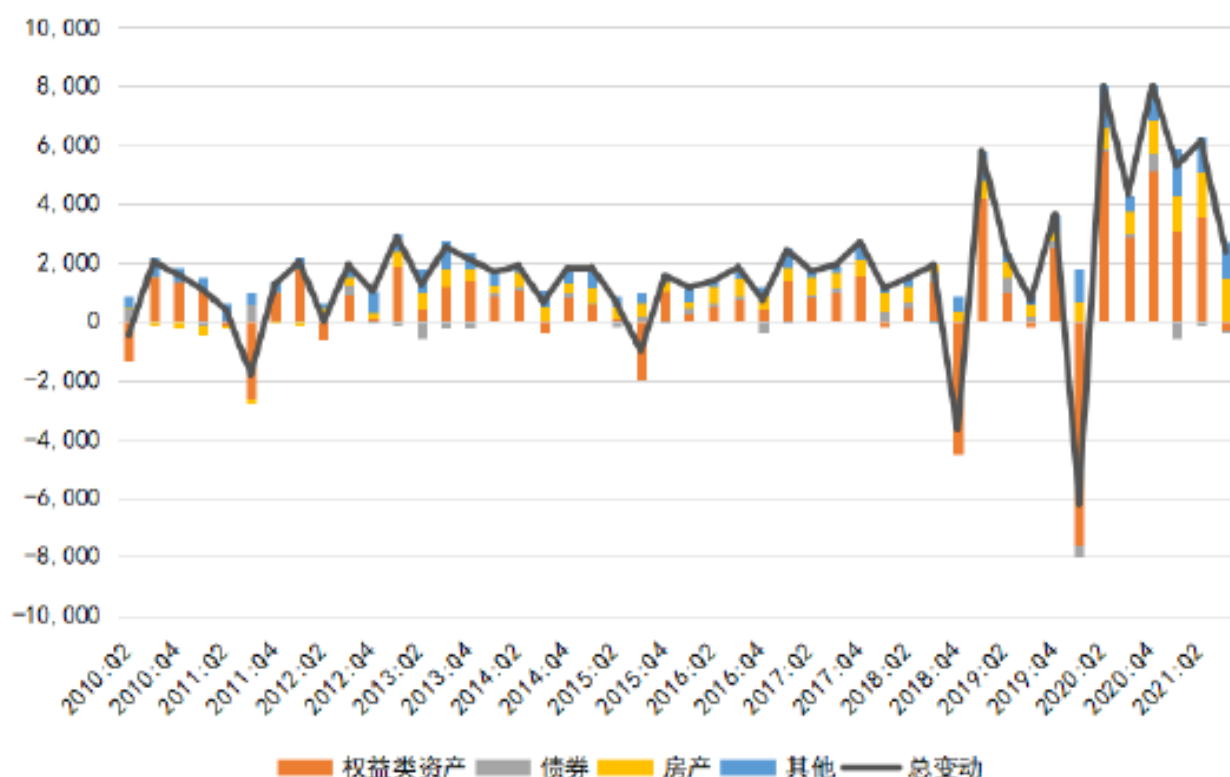
12月FOMC会议纪要指出，美国家庭的资产负债表情况较为健康，有望推动消费、支撑经济增长。的确，疫情爆发以来，在美联储大量放水之下，美国金融资产价格飙升，导致美国家庭财富积累增加；美国政府发放的财政补贴更是为其锦上添花，截至2021年三季度，美国家庭的净资产总额达到144万亿美元，为人均可支配收入的796%，比2019年同期高出了100%。

从资产负债表结构来看，2020年疫情爆发以来，美国家庭资产的增长中，约有73%来自于金融资产价值的增加；同时金融资产占总资产的比重

也在不断增长,从2019年第三季度的69.4%增长到2021年第三季度的70.1%。在金融资产中,权益类资产是导致资产净值波动的主要来源,2020年三季度至2021年三季度,美国家庭净资产波动约有55%来自于权益类资产。

图表 5: 美国家庭净资产变动分解

单位: 万亿美元



数据来源: wind, 植信投资研究院。

权益类资产的高波动性为美国居民消费埋下了不确定性的种子。如果

美联储收紧货币政策引起股市大跌 散户被迫平仓 可能导致股价雪崩

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_36511

