



管涛：美联储激进治通胀 我国“稳增长”政策仍有 空间





美联储超预期紧缩席卷全球

此次美联储大幅加息的原因是什么？

在宏观政策过度刺激、供应链修复缓慢、全球疫情频发和地缘政治冲突等多种因素作用下，美国通胀持续“爆表”，不断超出市场预期。今年5月，美国CPI同比升8.6%，创下41年以来新高；核心CPI同比升6.0%，为美联储通胀目标的3倍。继“通胀暂时论”破灭后，“通胀见顶论”也饱受质疑。去年底今年初，美联储主席鲍威尔在不同场合表示，去年上半

年错估了美国通胀形势。货币政策退出偏慢和高企的通胀严重损害了美联储的公信力。

此次加息 75 个基点凸显了美联储治理通胀的决心。因为只要经济处于供不应求的状态，通胀压力就会偏向上行，所以既然无法保证供给如期修复并追上需求，只能通过采取紧缩政策降低需求。参考 20 世纪 70 年代经验，一旦通胀预期固化，未来治理通胀的代价可能会更大。近期，美国 30 年抵押贷款平均利率飙升至 5.78%，是去年同期的 2 倍，耐用品消费压力可能开始显现。

美联储此轮加息与前一轮相比，两者之间有怎样的差异？

由于在上一轮经济危机中，财政政策没有积极参与，美国的通胀压力并不明显。2009 年希腊危机爆发并最终演变成欧债危机，叠加 2013 年美国陷入财政悬崖，美联储面临的是低通胀、低增长和低利率的“三低”环境。为此，美联储不得不将缩减购债规模的时间推迟至 2014 年，将加息和缩表的时间分别推迟至 2015 年底和 2017 年底。在上一轮经济复苏中，美国 CPI 同比增速的高点都未曾达到 4%。

而在这一轮美联储加息前，美国财政刺激规模史无前例，总额已经超过 5 万亿美元，大幅超过 2009 年奥巴马时期的规模，并且许多财政资金都直接发到居民手上，导致美国需求过旺。货币政策主要影响总需求，对供给的作用较为有限，而且像绳子一样，好拉不好推。

目前，由于对通胀形势的误判，美联储的加息行动已经严重落后于市场曲线，只能通过更加激进的加息和缩表来拉紧绳子，通过打压需求尽快让通胀回落至 2% 目标区间。但是，由于美联储的紧缩力度超过市场预期，给经济金融运行带来的不确定性也大为增加。为此，最近鲍威尔和耶伦均先后松口，表示加息能够确保经济软着陆。

美联储加息将对美国乃至全球经济产生什么样的影响？

美国仍是全球最大的经济体，而且以消费驱动为主。美国消费品进口占其国内零售额的 30% 以上。美联储加息会通过需求下降、金融动荡和资本回流等渠道影响全球经济。近期，OECD 和世界银行轮番下调今年全球经济增长预期。IMF 也表示，由于通胀高企和主要央行的货币紧缩，7 月份可能会第三次下调年内全球经济增长预期。

实体经济对货币紧缩存在滞后反应，而全球金融市场已经率先反映了潜在的美国经济衰退。股票市场方面，从 6 月 1 日至 6 月 17 日，标普 500 指数、法兰克福 DAX 指数和日经 225 指数分别累计下跌 11.1%、8.8% 和 4.8%，截至 6 月 17 日，今年以来分别累计下跌 23.1%、17.4% 和 9.8%。对货币政策更为敏感的纳斯达克指数已经较高点回落约 32.8%。

债券市场方面，今年美国债券市场经历了一次历史级别的下跌。美国 10 年期国债收益率最高时较去年底飙升近 200 个基点至 3.5%，涨幅超过一倍。欧洲负收益率债券的规模大幅缩小，日本央行则勉强支撑 10 年期国债收益率维持在目标值 0.25% 附近。

外汇市场方面，此前，一些媒体曾用“美元横扫一切”的标题凸显美联储的货币政策紧缩效应。年初至今，美元指数上涨 9.1%，欧元兑美元下跌 7.7%至 1.05，美元兑日元上涨 17.3%至 135。由于欧元区的通胀形势与美国存在差异，美联储更为鹰派的姿态可能仍会支持美元对欧元的表现。而日本则较为尴尬，由于日本央行难以放弃对收益率曲线的控制，只能让日元不断失血，而日元失血可能会加大日本的输入型通胀，进一步降低日本经济增长率，形成恶性循环。当然，面对通胀压力回潮，欧元区和日本如何在走出负利率环境的同时不引爆债务危机，是这波全球加息潮最大的看点。

下半年我国“稳增长”政策仍有空间

美联储持续加息，将对人民币汇率走势产生怎样的影响？应如何看待近期人民币汇率的调整？

当前，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击和预期转弱“三重压力”。其中，既有疫情多点散发的内因，也有美联储紧缩和地缘政治冲突的外因，并且未来一到两个季度，外部因素的不确定性可能会进一步上升。全球各主要央行的货币政策大都是针对其国内状况为主，美联储的货币政策紧缩力度和节奏是我们无法控制的，因而做好自己的事情将更加重要。

影响人民币升贬值的因素同时存在且此消彼长。不同时期市场的观点和侧重点会动态变化，今年全球的汇率主题很可能是“中国稳增长、美国治通胀”，随着国内稳增长进入关键期和美联储紧缩步伐加快，未来人民

币汇率在均衡合理水平基本稳定的基础上，波动幅度可能会进一步扩大。

前期人民币快速回调是如期而至的市场纠偏，是内外部多重因素综合作用的结果，应以平常心看待人民币汇率的宽幅震荡。此外，市场对中美货币政策的背离已经形成预期，未来利差的影响可能会有所钝化。同时，如果美联储加息能够给全球大宗商品价格上涨势头降温，则可能为我国进一步扩大投资打开空间。最终，不管是中国的经济增长还是美国的通胀，都需要数据进一步论证。在此之前，市场还将会不断摇摆不定。

我国在下半年“稳增长”政策方面是否还有空间？

我国是大型开放型经济体，一直强调宏观政策对内优先。即货币政策优先考虑国内增长、就业和物价稳定情况，汇率负责促进国际收支平衡。通俗地讲，就是利率政策对内、汇率政策对外。由于前期我国采取了积极的财政政策和稳健的货币政策，供给恢复总体快于需求，通胀水平较为温和，这为宏观政策保留了正常空间，也为宏观政策进一步发力创造了条件。所以，中国货币政策的时间窗口并不取决于美联储加息，而是国内经济发展的实际状况。

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_43455

