管涛：美联储的麻烦——物价、增长、股市的“龟兔赛跑”

意见领袖 | 管涛

随着美联储超预期紧缩，今年上半年美股出现了深度调整，美国经济也出现放缓迹象。于是，市场开始憧憬美联储可能过了最鹰派时刻。近日，美国标普 500 指数“四连涨”累计反弹了 1.9%，纳斯达克指数更是“五连涨”累计反弹了 4.6%。而笔者以为，稳物价不仅是美国的经济问题更是政治问题，经济减速、美股调整并非美联储货币政策转向的充分必要条件，将其当作资本市场利好交易更要十分慎重。

后发制人的货币政策让美联储身陷被动

2008 年全球金融危机应对后，美联储量宽退出是渐进的，层次分明：2014 年初启动缩减购债，年底停止购债；2015 年底首次加息，2016 年

https://www.yunbaogao.cn

底再次加息；2017 年连续三次加息并于 10 月份启动缩表，2018 年连续四次加息并缩表，其中九次加息每次 25BP。直到 2019 年 7 月底重启降息，又进入新一轮宽松周期。

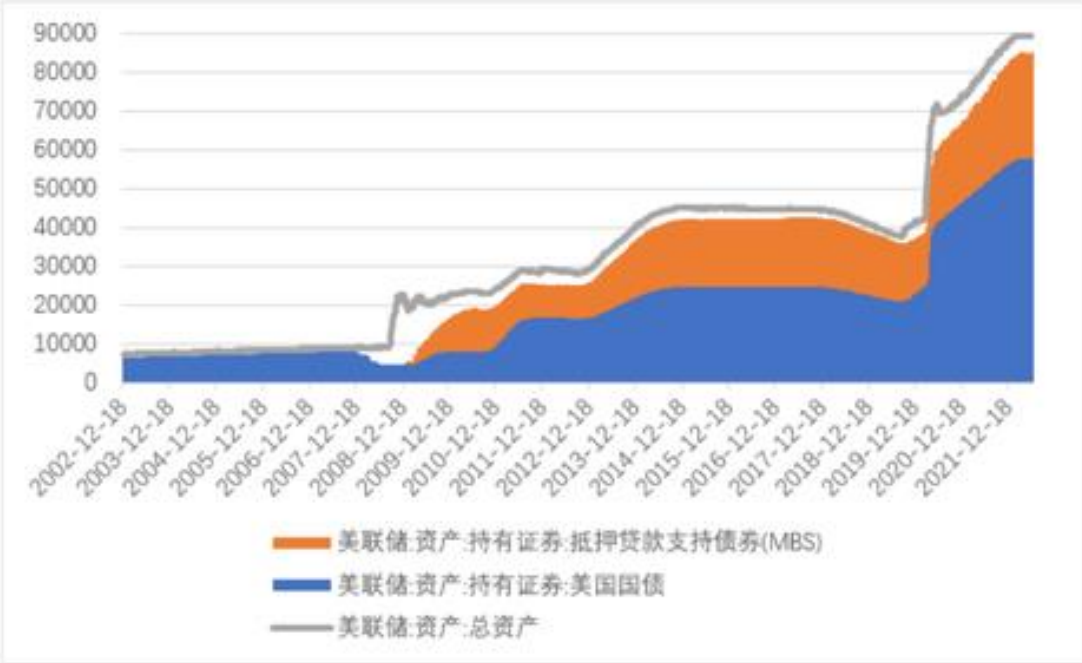
2020 年公共卫生危机应对，美联储两次紧急降息到零利率，并实施无限量宽，但次年底起启动退出，可谓快进快出。因为通胀“暂时论”“见顶论”先后破产，美联储退出节奏越来越快、力度越来越大，基本是首尾相连：去年 11 月份启动缩减购债；今年 3 月份停止购债并开启首次加息 25BP；5 月份加息 50BP 并宣布缩表路线图、时间表；6 月份再次加息 75BP 并启动缩表。

2020 年 8 月底引入“平均通胀目标制”，标志着美联储控通胀从先发制人转为后发制人。今年 5 月中旬连任过会后，美联储主席鲍威尔对外宣称，事后来看，早点加息可能会更好。上次美联储退出还称之为货币政策正常化，而这次则明确称之为货币紧缩。

无论从价格还是数量看，美联储紧缩才刚刚起步。首先，美联储三次累计加息 150BP，最新的联邦基金目标利率为 1.5%~1.75%，远低于目前 CPI 增速 8%以上、核心 CPI 增速 6%左右的水平，实际利率显著为负值。其次，美联储虽已停止购债并启动缩表，但 6 月 2 日~6 月 29 日，其资产负债表仅收缩 15 亿美元，其中美债减少 68 亿美元，MBS 增加 19 亿美元，未兑现其 5 月份议息会议宣布的 6~8 月份每月减持 300 亿美债、175 亿 MBS，每月缩表 475 亿美元的目标（见图 1）。

https://www.yunbaogao.cn

图 1：美联储资产负债表规模及其持有美债和 MBS 余额（单位：亿美元）



资料来源：美联储；WIND；中银证券

凭澜观涛

美国主要通胀指标当前仍处于高位且韧性较强

今年 5 月份，美国 CPI 同比增长 8.6%，增速环比上升 0.3 个百分点，为 1982 年 1 月以来新高;核心 CPI 增长 6.0%,增速连续 2 个月环比下降，但仍处于 1982 年 9 月以来的高位（见图 2)。

图 2：美国 CPI 和核心 CPI 同比增速（单位：%）

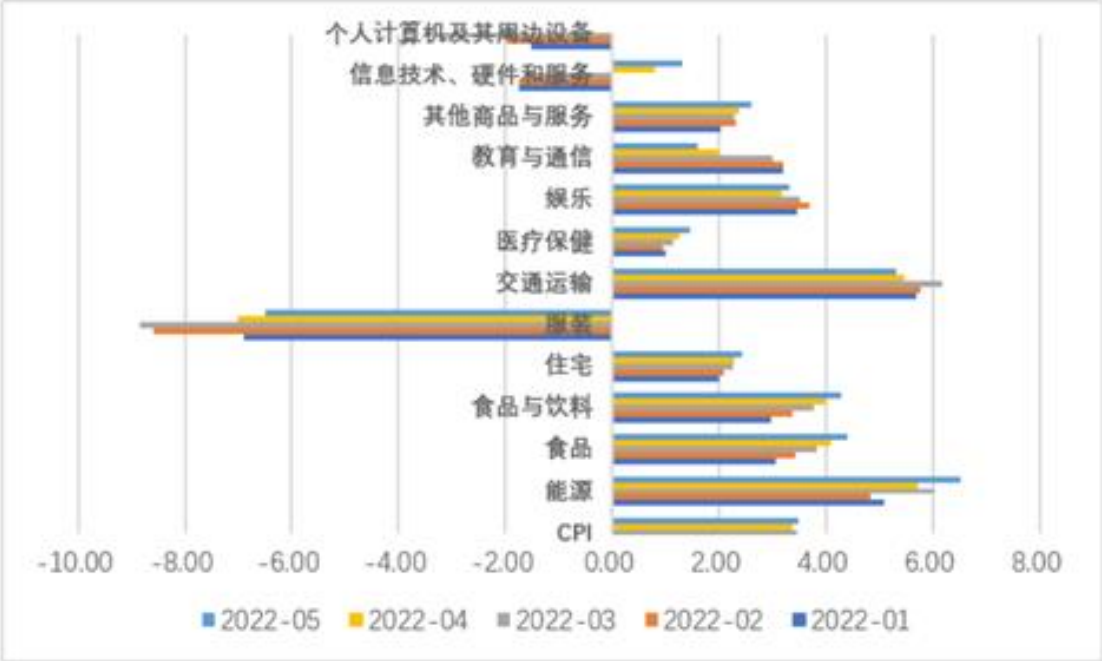
资料来源：美国劳工部；WIND；中银证券

凭澜观涛

特别是从美国 CPI 的 12 个分项指标看，到 5 月份，有 8 个指标的同比增速绝对值相当于 2017~2021 年五年均值的 2 倍以上，其中交运、能源、食品和住宅都是“热得发烫”（见图 3）。

图 3：2022 年 1~5 月份美国 CPI 分项同比增速与过去五年均值之比

（单位：倍）



资料来源：美国劳工部；WIND；中银证券

注：服装价格同比增速 2017~2021 年均值为负，2022 年转为正增长。

凭澜观涛

5 月份，美国 PPI 同比增长 10.7%，增速环比回落 0.2 个百分点，但仍相当于 2017~2021 年增速均值的 3.8 倍，为 2010 年 11 月有数据以来的次高位。6 月份，月均 RJ/CRB 指数同比增长 49.5%，增速环比回落 2.5 个百分点，却仍近 10 倍于 2017~2021 年均值，继续支撑 PPI、CPI 高位运行（见图 4）。

云报告

图 4：美国 PPI 同比增速与 RJ/CBR 指数（单位：%）

资料来源：美国劳工部；路透社；WIND；中银证券

凭澜观涛

5 月份，美联储偏好的 PCE 与核心 PCE 分别同比增长 6.4%和 4.7%，增速较前高虽有所回落，但仍两三倍于 2017~2021 年的均值，分别处于 1982 年 2 月和 1989 年 3 月以来的高位（见图 5）。

https://www.yunbaogao.cn

图 5：美国 PCE 和核心 PCE 同比增速（单位：%）

资料来源：美国经济分析局；WIND；中银证券

凭澜观涛

由此可见，不论 CPI 还是 PCE，要回落到美联储 2%的长期均衡目标附近均非易事。其实，最近欧元区和英国通胀就在继续冲高（见图 6）。英格兰银行预测，英国通胀或于四季度突破 10%。日前英国首相宣布辞职，部分与国内高通胀有关。此外，1983 年美国改变了通胀计算方式，现在的结果偏低。如 1980 年 3 月的核心 CPI 增速达到峰值 12.5%，但按照今天

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_43781