



程实：强势加息如期落地，9月加息或放缓



意见领袖 | 程实（工银国际首席经济学家）、张弘頔（工银国际资深经济学家）



正如美联储 6 月会议纪要所要展现的强硬态度，联储已坚持其最初的计划，认为继续对联邦基金利率持续上调是适当的，并决定加息 75 个基点。更高幅度的加息主因非核心通胀（食品和能源价格）的压力已经全面向核心通胀渗透。然而，我们认为在美联储本周连续第二次加息 75 个基点后，未来联储放慢加息节奏可能性正在抬升。首先，基于我们的预测，未来 1-2 个月内美国总体通胀率可能将阶段性有所回落（预测总体 CPI 同比将回落到 8.6% 上下）。其次，加息对金融市场稳定性的负面影响正在累计抬升。最后，从我们建议的五大预测经济衰退的先行指标来看，尽管当前美国经济衰退仍在可控范围内，但部分先行指标已经开始出现转弱迹象，经济衰

退的恐慌导致美国经济决策部门的对立性正在加剧。在本次 FOMC 的讲话中，面对大量关于经济衰退的问题，鲍威尔否认了美国已陷入经济衰退但承认了美国经济活动转弱的事实，同时暗示了只要核心通胀和整体通胀回落将放缓加息的可能。因此，排除极端状况，我们认为 9 月将是联储重新在衰退预期加剧和高通胀之间进行阶段性调整的好时机。

能源与食品价格阶段性回落将释放部分通胀压力，长期通胀不确定性仍存。美国持续加息导致经济衰退预期不断放大，衰退预期进一步传导影响经济活动的总需求预期下降，导致市场对食品和能源产出缺口进一步收缩产生一致性预期，大宗商品价格在 6-7 月出现大幅回落（图 1）。根据我们的预测，非核心通胀将导致总体通胀率在未来 1 或 2 个月内出现阶段性下降，这将为美联储阶段性缩减加息幅度提供依据。此外，通胀预期的后视性会阻碍短期内通胀预期进一步上升。基于对菲利普斯曲线的实证分析，疫情影响、地缘风险以及结构性因素（如劳动力市场失衡）已经造成了菲利普斯曲线发生右移（Shin, 2022），进一步，在持续高通胀的影响下通胀预期导致菲利普斯曲线进一步向上移动或短期内斜率发生变化（比如曲线上移或者斜率短期内陡峭）。我们认为，6-7 月非核心通胀（能源和粮食价格）阶段性回落，耐用品产出成本下降会抑制实际通胀进一步上行，而实际通胀会导致通胀预期回落。因此，通胀预期对菲利普斯曲线产生的上移或斜率影响会下降，这将帮助美国释放部分高通胀的压力。最后，中长期非核心通胀的走势明朗有助于降低通胀不确定性（Inflation Uncertainty）。尽管年内全球供给瓶颈仍将大于需求回落的空间，能源和

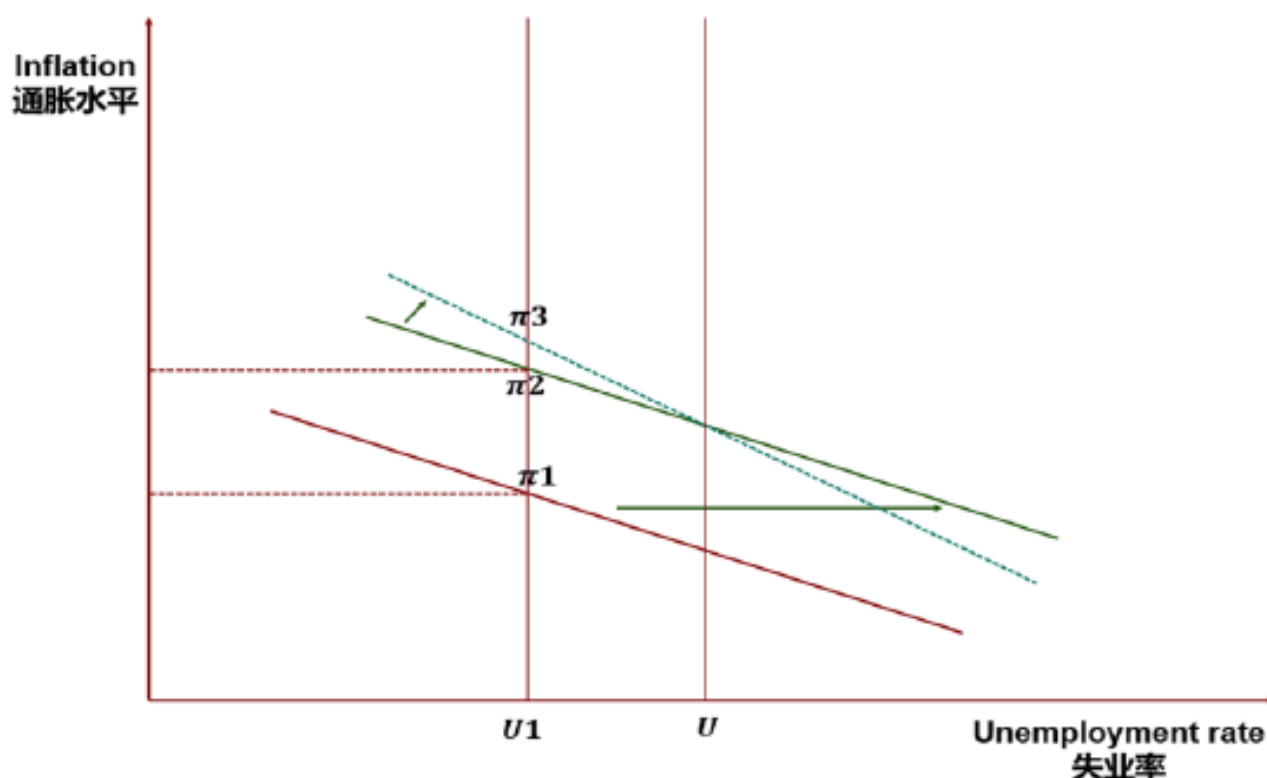
粮食整体供给偏紧的基本面仍然存在，但如果乌俄冲突的不会进一步出现严重恶化，非核心通胀未来 12 个月的上行空间（即价格顶部）将逐渐清晰化，这意味着能源与食品价格产生的不确定性预期将阶段性下降。如果接下来几个月，能源与食品价格走势能够回归基本面，那么这将为美国下半年放缓加息提供支持。

图 1：大宗商品指数 CRB



数据来源：Bloomberg 及我们的整理

图 2：菲利普斯曲线移动轨迹



注：我们的研究发现，当失业率满足充分就业的条件下，来自供给侧的冲击（如疫情或者地缘风险）将导致菲利普斯曲线发生右移。此时，如果供给瓶颈导致通胀持续存在且甚至出现失控，那么通胀预期可能会短期影响菲利普斯曲线的斜率或者导致菲利普斯曲线上移。因此，美国的衰退风险是否能够实现“软着陆”取决于通胀预期是否产生实质性的调整。如果实际通胀是持续的，那么在现有的菲利普斯曲线斜率下，美国需要牺牲更多的就业才能控制通胀（我们预测若美国试图将通胀带回 2% 的目标水平，那么 23 年美国失业率可能会突破 6%）。

持续加息正在累积金融市场风险。从历史经验来看，持续大幅的加息会在短期内抑制高敏感度的利率（比如贷款或按揭利率）。但如果政策利率持续上调且调整的幅度过高。在金融市场整体收缩以及整体债务占 GDP 比

重高企的环境中，债务负担加剧的隐患会提升金融市场对持续政策收紧的反应，当这种持续的行为累计到一定时刻，金融市场可能会出现“集体性”恐慌，这会导致部分市场（如地产市场）出现大规模的资产调整。疫情后，美国总债务水平的快速抬升已经放大了金融市场的敏感度。具体来说，美国债务占 GDP 的比重（Debt to GDP ratio）已经由疫情前的 106% 上升至 137%（图三）。此外，美国家庭的偿债率（反映美国家庭偿债占可支配收入的比重，Debt service ratio）在 2021 年 4 季度后快速提升。如果进入下半年，美国 9 月或 12 月的加息幅度仍保持在 75 个基点，那么美国家庭偿债率进一步抬升可能会加剧美国家庭部门在金融资产上的快速调整，这将导致金融不稳定性进一步被放大。更加让市场所忧虑的是，目前美联储的货币政策已将控制通胀摆在首要位置。因此，维护金融稳定或者承担金融风险的负担就落在了货币政策框架的其他部分。但是，无论是从新泰勒规则，预测目标制，或者美联储的四种“补偿性”策略（如平均通胀目标，名义 GDP 目标等）来看，联储的货币政策框架仍然缺少在强势加息以控制通胀的过程中如何应对金融市场积累的脆弱性风险。这种长期累积的金融风险往往会导致经济脱轨，加快经济出现硬着陆。因此，在联储无法

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_44580

