



管涛：不要低估美联储紧缩的决心及影响



意见领袖 | 管涛

最近风险资产价格再度反弹

10月中旬秋季年会期间，国际货币基金组织指出，在经济和政策不确定性加剧的情况下，由于近期投资者避险情绪升温，全球市场正表现出紧张态势，金融资产价格已经下跌。11月初，美联储警告称，随着美联储持续激进加息，最终可能导致市场波动加剧、流动性紧张以及包括在超低利率时代大涨的房地产在内的资产价格进一步下跌。



在这样的气氛下，市场本应风声鹤唳，然而事实却出人意料。到12月2日，全球风险资产风向标——标普500指数连续3个交易日站稳在4000点以上，较10月12日前低最多反弹了14.1%；洲际交易所（ICE）

美元指数由前高 114 以上跌至 105 以下, 美指年内涨幅由最多 21.5% 收敛至 8.8% (见图 1)。这反映市场风险偏好明显改善。据分析, 其主要原因是, 11 月 2 日议息会议美联储连续四度加息 75 个基点后, 11 月 10 日公布的美联储 10 月份通胀数据超预期回落, 市场普遍憧憬美联储 12 月份放缓加息步伐, 明年年底有可能降息。

图 1: 美国标普 500 指数与美元指数走势



资料来源: 标准普尔公司; WIND; 中银证券

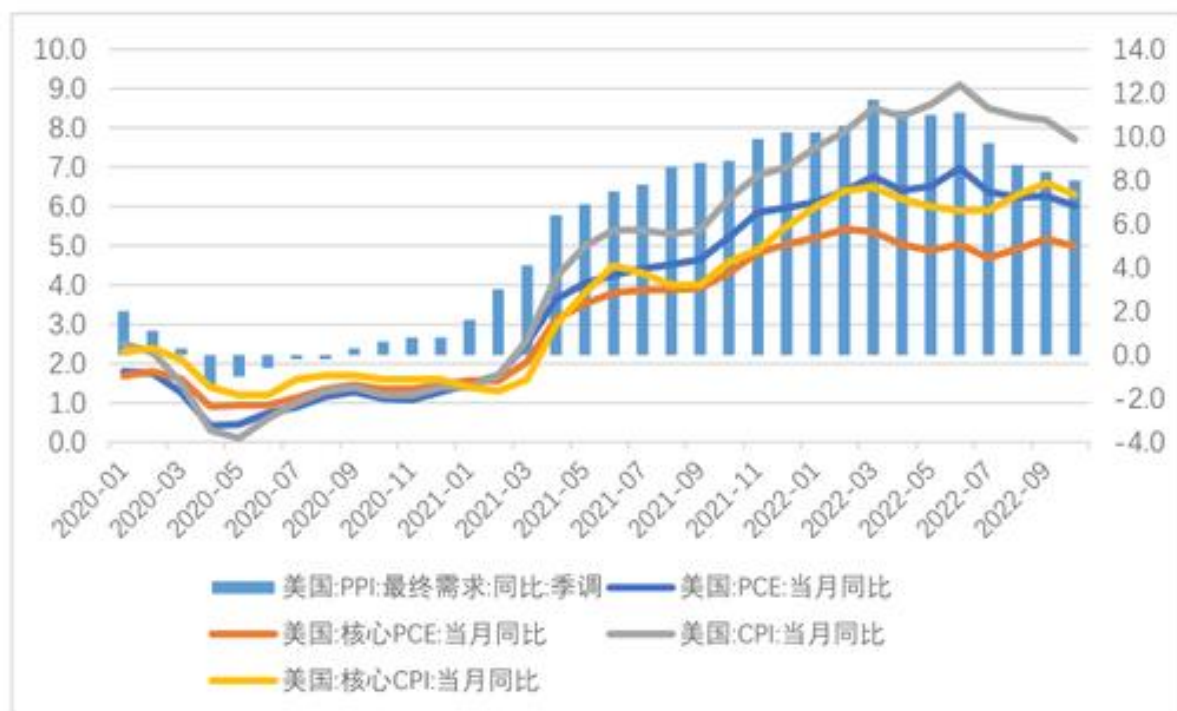
凭澜观涛

无独有偶, 类似戏码数月前也上演过。今年 7 月底连续二度加息 75 个基点后, 7 月份美国通胀数据从 6 月份高点下滑。当时, 市场也认为, 美联储下次会议可能减缓加息, 由此引发了美股一波反弹行情。到 8 月 16 日, 标普 500 指数较 6 月 16 日前低反弹了 17.4%, 其中 7 月份单月就涨

了 9.1% (见图 1)。

只是天不遂人愿。8、9 月份美国通胀继续走低，CPI 同比却仍在 8% 以上高位运行 (见图 2)。8 月 27 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上专门做了一个八分钟的鹰派演讲，誓言会效仿沃尔克将反通胀进行到底，即便以牺牲短期经济增长为代价也在所不惜。9 月份美联储议息会议纪要显示，许多与会者强调，在抑制通胀方面，采取太少行动可能比采取太多行动付出更高代价，历史经验表明，过早结束旨在抑制通胀的紧缩货币政策是危险的。这引发了市场对于美联储紧缩立场的重新定价。到 10 月 12 日，标普 500 指数较 8 月 16 日高点最多回落了 16.9%；9 月底，美元指数刷新二十年高点 (见图 1)。

图 2：美国主要通胀数据月度同比（单位：%）



资料来源：美国劳工部；美国经济分析局；WIND；中银证券 凭澜观涛

当前似乎在重演 7 月份的故事，市场又开始自说自话。11 月 2 日议息会议当日的新闻发布会上，鲍威尔表示已经解决了加息有多快的问题，暗示最快可能于下次议息会上只加息 50 个基点，但还要解决加息有多高和持续时间有多长的问题。他指出，最近的通胀和就业数据均指向终点利率可能高于 9 月份点阵图的终端水平，同时重申货币紧缩做多的风险远小于做小的风险，现在谈停止加息为时尚早。当日，美股先涨后跌。

11 月 23 日美联储发布 11 月份议息会议纪要和 11 月 30 日鲍威尔参加布鲁金斯学会研讨会，只是复述了前述意见，却被市场读出了鸽派的味道。标普 500 指数一举重回 4000 点以上，年内跌幅由最多 24.9% 收敛至

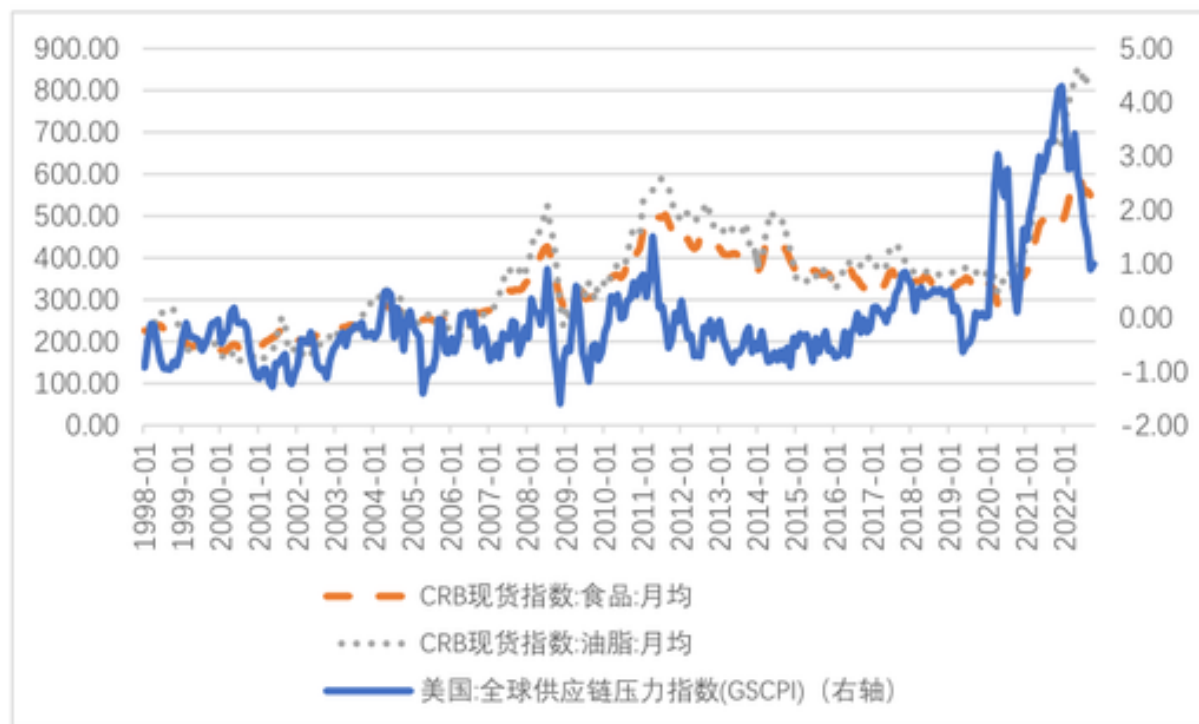
14.6%，其中 11 月份单月反弹了 5.4%；美元指数由 110 以上快速回落至 105 以下，11 月份单月就跌了 5.0%，为 2010 年 11 月份以来单月最大跌幅（见图 1）。

美联储反通胀依然任重道远

从去年 11 月份开始缩减购债，到今年 3 月和 6 月份先后启动加息和缩表，美联储紧缩可谓紧锣密鼓。到今年 10 月份，美国个人消费支出（PCE）、核心 PCE、消费物价指数（CPI）、核心 CPI 和生产价格指数（PPI）等主要通胀指标，同比增速环比虽然同步回落，却仍处于历史高位（见图 2）。

今年 10 月份，美国商品调查局（CRB）油脂指数均值较 5 月份的高点回落 5.5%；前 10 个月，纽联储全球供应链压力指数（GSCPI）回落 77%。这些都有助于缓解美国通胀压力。但是，地缘政治冲突、OPEC 减产、能源转型、美国原油收储等对国际能源价格走势的影响依然不确定。新冠疫情冲击、全球产业链重塑等，持续影响全球供应链修复。到 10 月份，GSCPI 为 1.0，仍相当于 2016 年 1 月~2020 年 12 月均值的 2.62 倍。世界粮食安全风险急剧增加，粮食价格居高不下。到 10 月份，CRB 食品指数均值同比增长 17.6%，增速连续 3 个月环比回升（见图 3）。当月，美国 CPI 食品子项同比增速高达 10.9%，增速相当于过去五年趋势值的 4.74 倍，高于 6 月份美国通胀高点时的 4.52 倍（见图 4）。

图 3: CRB 粮食和油脂指数及全球供应链压力指数



资料来源：美国商品调查局 (CRB)；纽联储；WIND；中信证券

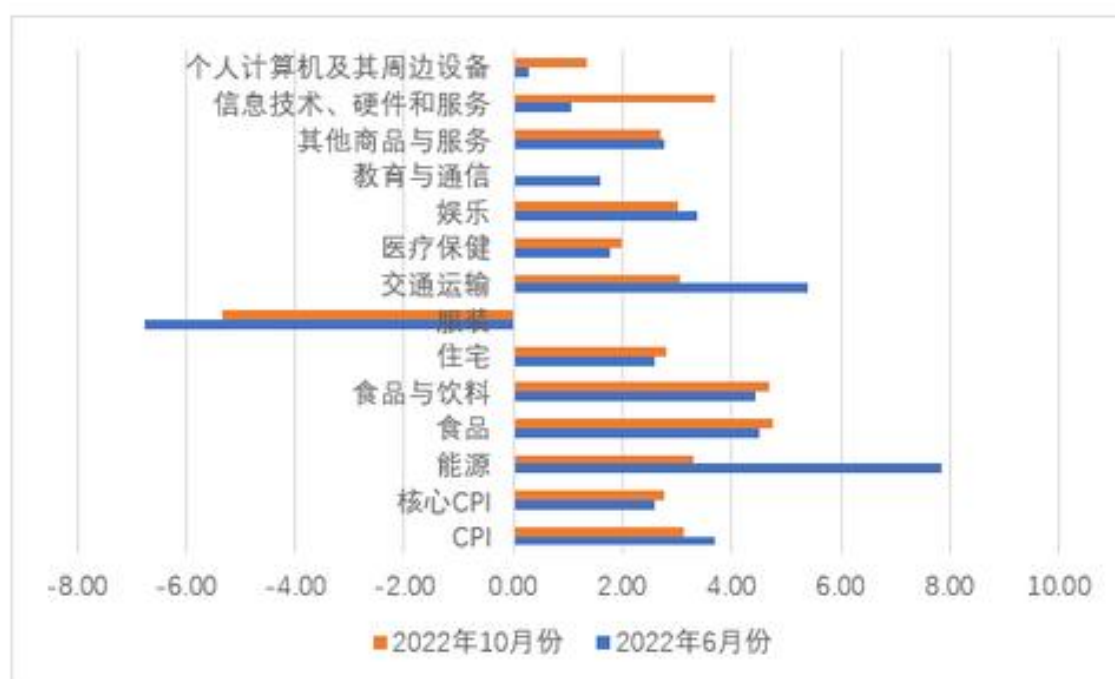
更为棘手的是，由于人口老龄化、疫情疤痕效应、移民疲软等原因，美国劳动力供给短缺，“工资-物价”上涨的螺旋正在不断蓄力。10 月份，美国岗位空缺率为 6.3%，环比回落 0.2 个百分点，却仍相当于疫情前五年趋势值的 1.52 倍；亚特兰大联储薪资增长指数 3 个月移动平均增长 6.4%，环比上升 0.1 个百分点，12 个月移动平均增长 6.0%，还在刷新历史新高。

当月，美国核心 CPI 季调指数较 2019 年底上升 13.0%，低于同期非农时薪上涨 14.8%，显示疫情前期增加的实际购买力过高，核心 CPI 可能还未涨够。同期，美国 12 个 CPI 子项中，9 个子项同比增速是过去五年趋势值绝对值的 2 倍以上，比 6 月份美国 CPI 通胀最高时还多一个子项，其

中“医疗保健”、“信息技术、硬件和服务”、“个人计算机及其周边设备”三个子项的通胀趋势均超过了6月份（见图4）。可见，美国的通胀有从商品向服务领域扩散之势。

图4：美国CPI及其子项当月同比变动相当于2017~2021年趋势值的倍数

（单位：倍）



数据来源：美国劳工部；WIND；中银证券

注：由于服装子项同比增速2017~2021年趋势值为负值，故倍数为负。

凭澜观涛

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_49786

