



李迅雷：市场博弈通胀—— 下半年美联储会降息吗？



意见领袖 | 李迅雷

记得 2021 年 2 季度，鲍威尔还坚持认为通胀是暂时的。2022 年 3 月，当美国的消费者价格指数 (PCE) 已经高至 7% 时，美联储才宣布 2018 年以来的第一次加息。这一姗姗来迟的加息，再次证明美联储的货币政策总是落在市场后面，显然对抑制高通胀的效果有限。如今，市场预期 2023 年通胀将显著回落，美联储或最早在今年 7 月份降息，这与美联储议息会议的 5.1% 中位数利率目标又出现了背离。究竟是市场预期对，还是美联储的鹰派决策对，本文试作分析。



美国此轮通胀的主因不是量宽政策

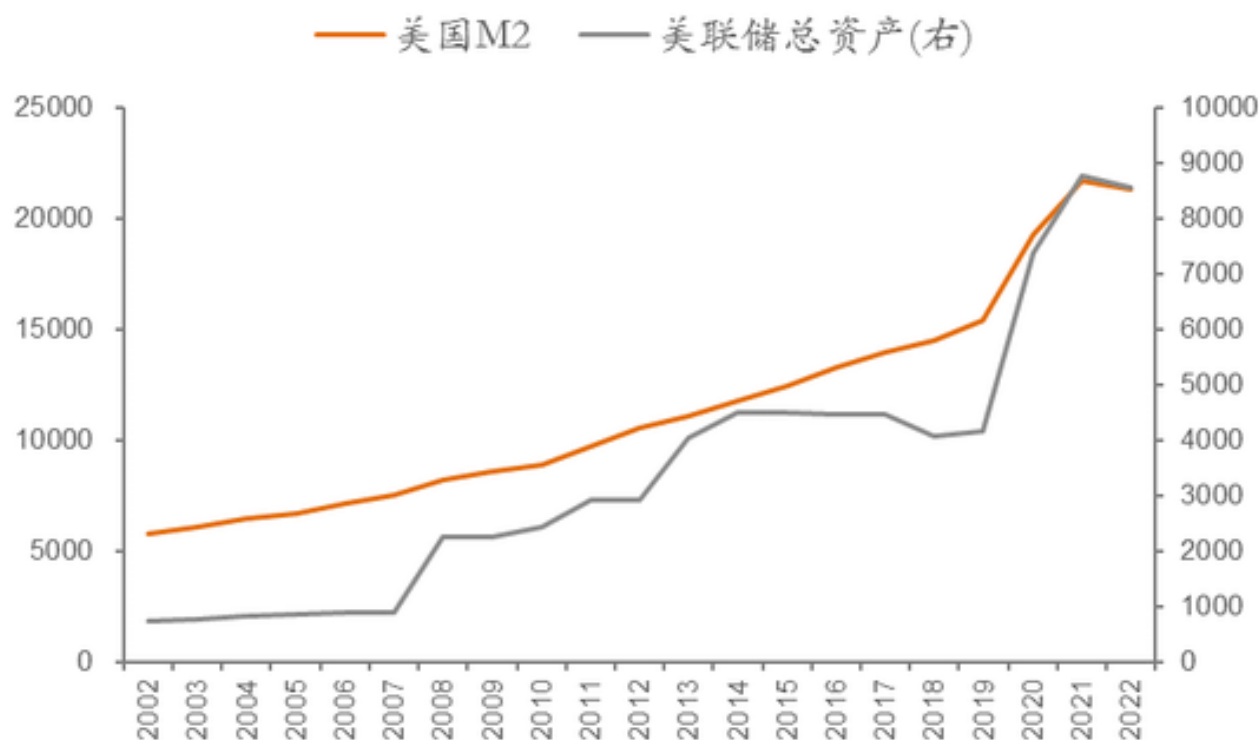
美国的这轮通胀持续时间很长了，而且幅度也超过大家的预期。很多人把通胀归为美联储的放水，但事实上美联储截至 2022 年 12 月底，美联

联储的资产负债表规模已经从接近 9 万亿美元的高位回落至 8.55 万亿美元，即在过去 40 多年中，扩张了近 90 倍，远超资产及商品价格的涨幅。

不妨先回顾一下上一轮的量宽政策。在 2008 年美国发生次贷危机之前，美联储的资产负债表扩张还是比较缓慢，如从 1974 年年初至 2008 年 8 月，34 年间扩张幅度只有 9 倍左右，但从 2008 年 9 月起，为了应对次贷危机，美联储采取量宽（QE）政策，至 2014 年末，短短 5 年扩张了 3.5 倍左右。但同期五年间美国的 CPI 累计只上涨 10%。

为何美联储为应对次贷危机采取的大放水举措没有引发通胀呢？这是因为美联储大放水缺乏乘数效应。美联储的总资产规模从 08 年 8 月的约 0.9 万亿美元，急剧膨胀至 2015 年末的 4.5 万亿美元。而相对于央行资产负债表高达 500% 的扩张，美国的货币供应量（M2）同期仅增长了 60%。

美国的 M2 与美联储的总资产规模（10 亿美元）



其中，2022 年 M2 数据为截至 11 月末统计。

来源：WIND，中泰证券研究所

从过去 20 年看，M2 增长了 2.67 倍，而美联储总资产增长了 10.68 倍。美国货币供应量的增长远低于预期的主要原因是商业银行的信贷扩张乏力，显然，在经济面临诸多困境之际，美国的商业银行作为极其谨慎。

但是，这轮为了应对疫情，美联储采取的量宽政策与以往不同，即过去主要是货币宽松，这次则是财政与货币双宽松，2020-2021 年，美国财政部大量投放财政补贴，平均每年规模大约占到美国 GDP 的 8% 以上，仅居民部门就获得了累计约 3 万亿美元左右的现金补助，这与过去主要靠美联储放水的模式显然不同。

所以，尽管导致这轮通胀的原因多种多样，如突发的疫情和俄乌战争都导致了产业链、供应链的不畅，从而从供给端抬高了成本，但这些都属于短期因素。美国及欧盟等经济体的高通胀的主要原因是财政补贴而非货币放水。当然，财政部能发那么多补贴，还得靠美联储及其他国家和金融机构持续购买美国国债。

事实上从货币超发的角度看，我国的 M2 规模比美国大很多，如到 2022 年 11 月末，我国的 M2 规模大约为 38.7 万亿美元，而美国的 M2 只有 21.6 万亿美元，但我国依然维持低通胀的格局。因此，对通胀的判断一定要细化到居民收入结构的变化趋势。

美国通胀已经见顶：争议在回落幅度

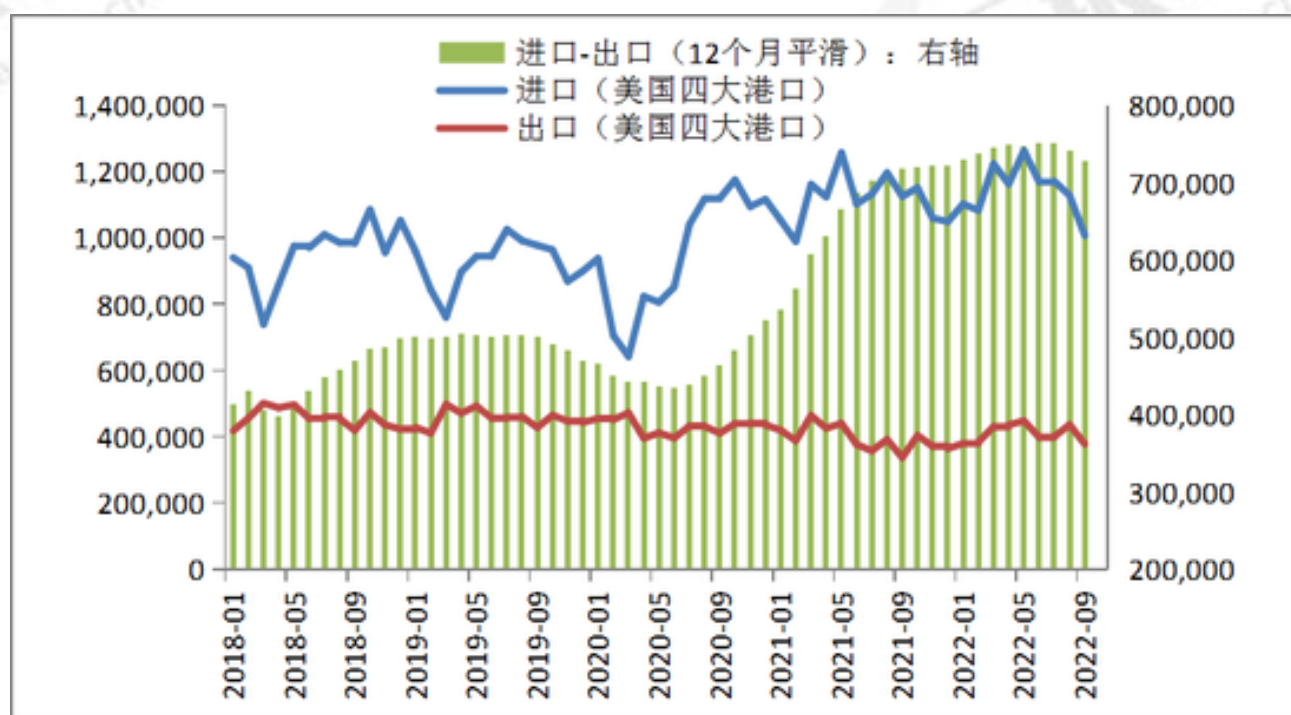
上周末美国公布了非农就业和失业率的数据，尽管比预期的略好，但环比呈现下行趋势。因此，美国股市也给予积极回应，市场预期今年美联储可能减息。那么，我们先来分析一下美国通胀在 2023 年的可能走势。

美国的核心 CPI 已经见顶回落，2022 年的 11 月份的已经回落至 6%。美国的通胀呈现这样一种特征，从一开始的商品价格推动，到房价推动，再到劳动力价格推动，那么，现在这三种推动通胀的方式都在减弱。

首先看商品。从美国四大港口进出口的量（不含价格因素）来看，疫情撒钱政策后，其进口高于出口的幅度明显扩大，也可以一定程度上说明之前通胀的主因并非航运不畅，而是美国需求超预期。

目前，虽然进口与出口的差值仍未回到疫情前的正常水平，但已明显开始下降了。实际上从中国对美出口的数据看，2022 年 3 季度对美出口总额下降了 27%，反映出美国内需的大幅下降。

美国长滩港、洛杉矶港、佛吉尼亚港、休斯顿港的进、出口量



(单位: 标准箱)

来源: WIND, 中泰证券研究所

其次，看美国居民储蓄变化。美国个人储蓄曾经在 2020-2021 年期间增加，这主要得益于美国财政的大量撒钱。而到了 2022 年 7 月，降至 9323 亿美元，已经比疫情前的 2019 年都要低。这预示着 2023 年居民消费增速可能走弱。

个人储蓄存款已回落到疫情前水平



来源: WIND, 中泰证券研究所

第三, 看房地产价格或新开工套数。美国房地产市场在不断加息下也明显降温, 新屋开工数已出现明显回调。从 2022 年 7 月份起, 美国公布的 S&P/CS20 城指数也已经持续环比下跌, 尽管降幅并不大。

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_51092

