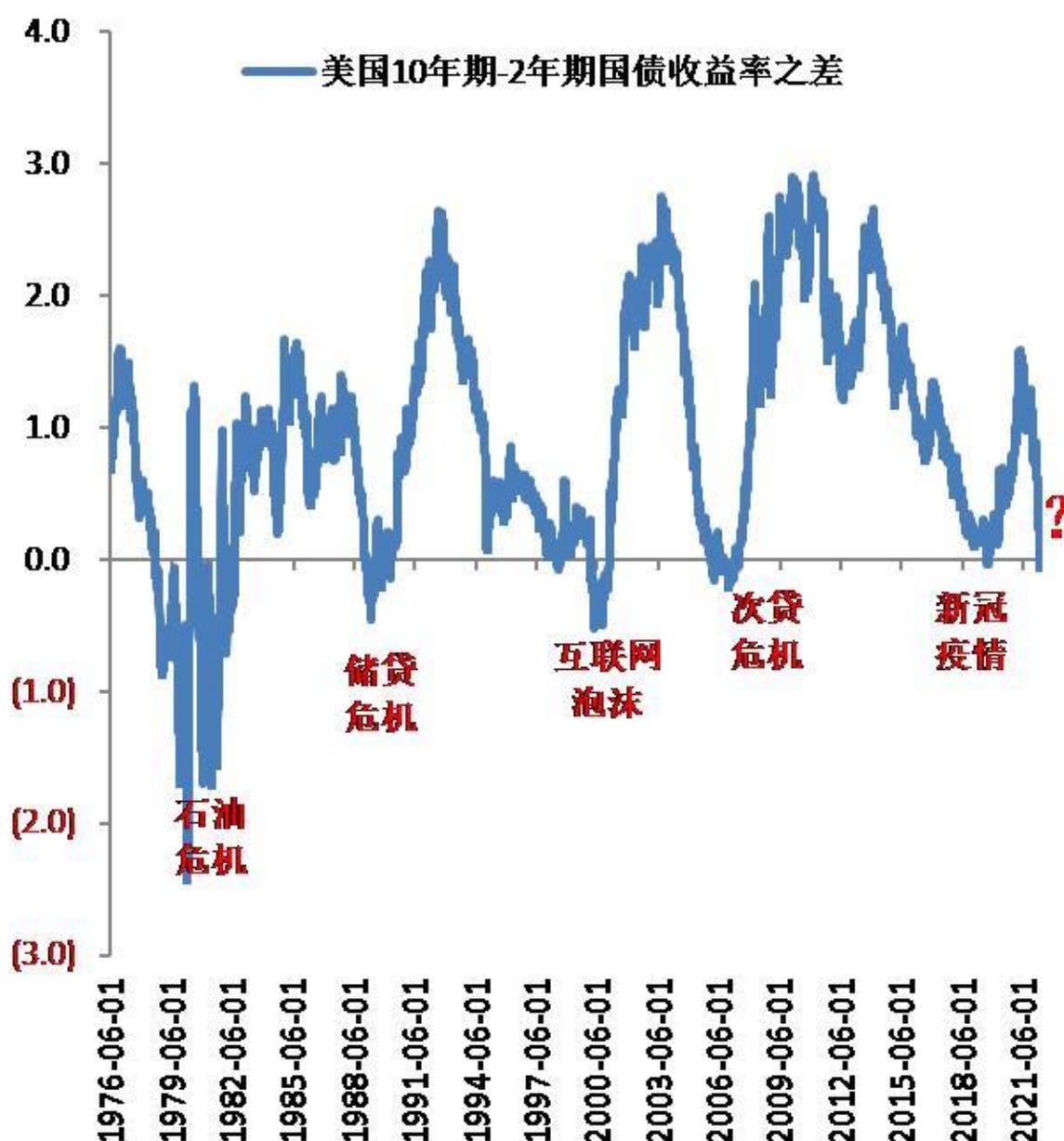




美联储是否能完成一次“斯图卡式”紧缩



上周在 3 月联储会议纪要公布前,美联储高级官员纷纷发表鹰派言论:堪萨斯城联储主席乔治认为,加息 50 个基点将是必须考虑的选项;美联储副主席提名人布雷纳德则预计美联储将很快缩表,且力度将会非常迅猛。而之后公布的联储纪要证实了此前联储官员的鹰派讲话并非空穴来风。纪要显示,联储委员们倾向于认同在未来的议息会议上应该有一次甚至多次 50 个基点的加息,并且提出每个月的缩表上限在 950 亿美元,高于此前市场预计的 800 亿美元。在美联储持续鹰派预期的管理下,上周 10 年美债收益率大幅飙升突破 2.7%,2 年期和 10 年期美债收益率在此期间已经开始出现倒挂。基于历史上美债收益率曲线出现倒挂之后的 12-18 月之内大概率会出现经济衰退,市场投资者对 2023 年美国前景的担忧日益上升。



鉴于地缘政治风险带来的大宗商品价格暴涨使美国通胀持续大幅偏离目标区间，民调显示，美国民众对拜登政府对抗通胀政策的不满情绪日益高涨，因此，无论是美联储还是拜登政府都急需在短期内对通胀做出有效的应对。目前市场预计美联储年内将加息 200 个基点左右，加上 6000 亿美元左右的缩表，如此之大的紧缩规模是 1994 年以来所未见的。相对于

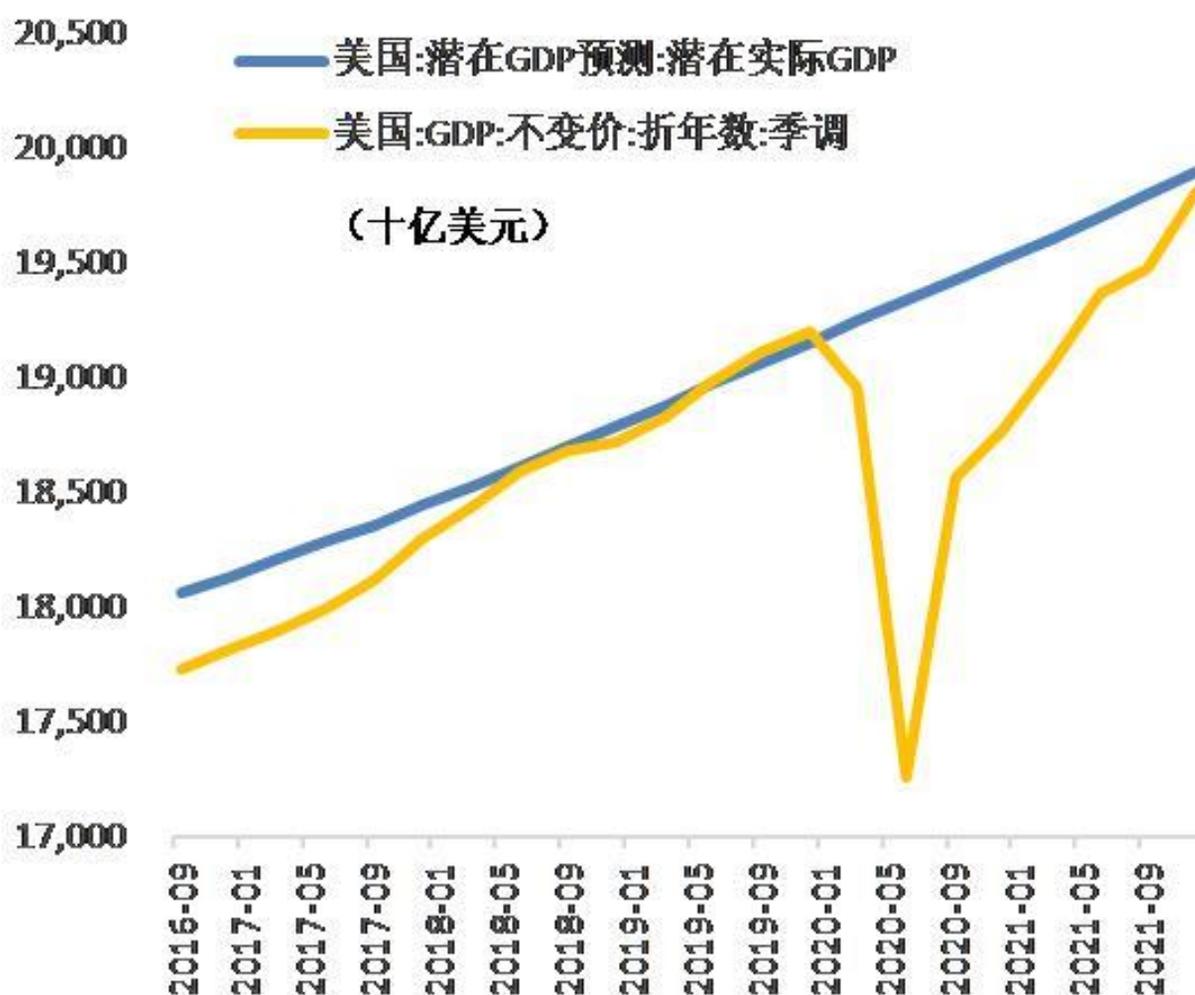
之前美联储的宽松被描绘成“直升机撒钱”，现在针对通胀的大幅收紧更像是一次“斯图卡式俯冲轰炸”。

在 2019 年的电影《决战中途岛》中，日美海军的俯冲式轰炸机攻击军舰的场景给人以极大震撼。因为传统的高空“水平轰炸”无法提供精准的空中打击，人类历史上最华丽也是最危险的超低空俯冲轰炸战术在二战前逐步进入人们视野。俯冲轰炸机以将近垂直的角度向目标俯冲并在超低空完成投弹，据说精准度甚至可以将炸弹扔进烟囱管。虽然历史上俯冲式轰炸战术是英国人首创的，而真正将俯冲轰炸战术发挥到极致的，是二战期间的德国空军和斯图卡俯冲轰炸机，“斯图卡”成为俯冲式轰炸的代名词。

传统的斯图卡俯冲轰炸战术成功的关键在于两步：坚决果断的俯冲和完成投弹后的及时拉起。如果俯冲不够果断，则无法保证精准命中目标；如果完成投弹后不能及时拉起，则与日本的神风自杀式攻击无异。

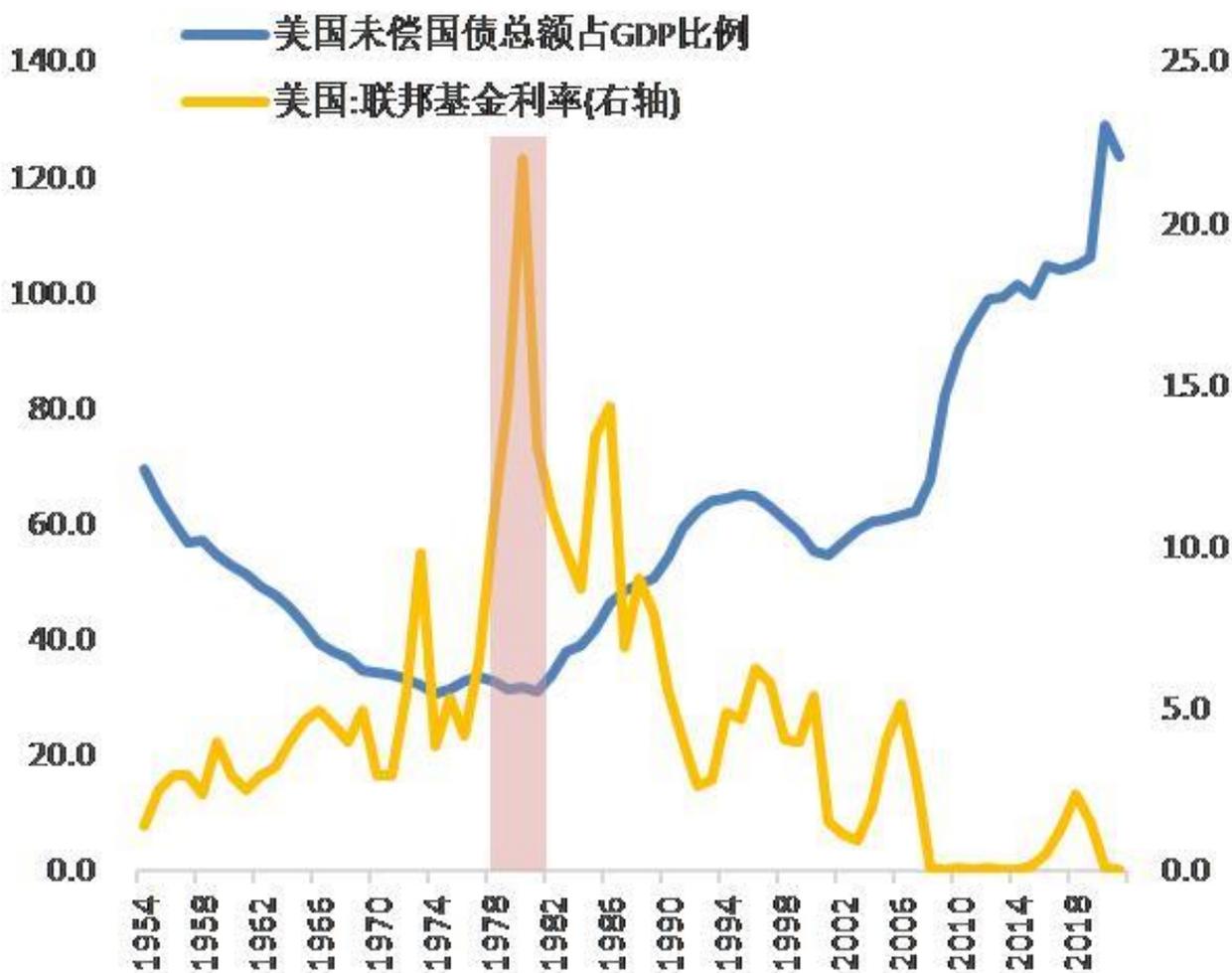
当下美联储正处在政策俯冲阶段，坚定的鹰派立场已经让大部分投资者相信预期中的货币紧缩可以有效控制通胀，而通胀回落只是时间问题。虽然美联储的理想方案是通过紧缩让美国实际产出水平在几个季度内持续低于潜在产出水平，从而形成负产出缺口来实现压制通胀的目的，但投资者们对过快收紧货币政策是否会造成经济衰退充满担忧，反映在国债收益率曲线形态的平坦化甚至倒挂，并预期 2023 年美国会重新进入降息周期。鲍威尔在 3 月底的全国商业经济协会的发言中表示，“没有人期望美联储

将轻而易举地实现经济软着陆”，这一方面说明美联储在控制通胀和经济增长的平衡中短期内更多考虑前者，另一方面也说明他对是否能在控制住通胀的同时确保经济不会硬着陆没有十足的把握。



目前来看，美联储能否完成一次斯图卡式紧缩政策的关键是在第二阶段，即能否在控制住通胀之后成功避免经济陷入衰退。回到斯图卡俯冲轰炸战术，第二阶段能否在完成投弹之后成功拉起，这主要取决于客观因素和主观因素两方面的因素：

客观因素是基于战机本身，俯冲轰炸机要求机身不能太重且有较高的强度。当下鲍威尔实施的货币紧缩让人不禁联想到“反通胀斗士”前美联储主席沃克尔。当年为了抗击两位数的通胀，沃克尔把联邦基金利率最高上调至 20% 以上，导致经济出现严重衰退。但当通胀回落至合理区间，沃克尔的政策转变带动美国经济迅速走出了衰退阴影。沃克尔紧缩时期刚好是美国债务历史上债务水平最低的阶段，政府债务/GDP 仅为 30%。较低的债务水平说明当时美国经济的“机身”更轻且更有韧性，为沃克尔在“俯冲轰炸”之后成功拉起经济提供了必要条件。与此相对的是，美国经济在次贷危机之后和疫情发生之前已经经历了超过十年的超长周期复苏，期间美国经济结构性问题日益恶化，债务水平持续攀升。换言之，当下美国经济的“机身”过重且异常脆弱，因此如果一旦美联储紧缩政策把美国经济拖入衰退，很可能相当长时间内无法走出衰退。这也就是为何德国后期开发的亨克尔 He-177 俯冲轰炸机的重量数倍于斯图卡，但在俯冲过程中会出现空中解体或者无法拉起事故。



主观因素是俯冲轰炸机飞行员对时机的把握和判断，过早拉起会影响投弹的精准度，过晚拉起则如同自杀式攻击。在俯冲过程中，伴随着高度的降低，虽然投弹精准度在提升，但无法拉起而坠机的风险也在上升，如

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_40173

