

# 通胀低迷背景下的美联储政策走向

## ❖ 背景：美联储下调对通胀走势的描述，4 月 CPI 和 PPI 数据不及预期

在5月议息会议上，美联储维持基准利率水平不变，上调对经济的描述至“经济活动增速保持稳健”，下调对通胀走势的描述至“整体与核心通胀均下滑并低于2%的目标”。美国3月核心PCE同比增长1.6%，低于预期值1.7%和前值1.8%，为去年1月以来最低；4月CPI同比增长2.0%，PPI同比增2.2%，均不及预期。美联储主席鲍威尔认为核心通胀下滑具有暂时性，强调政策言论不会影响美联储决策，对未来通胀前景仍耐心观望。针对当前美国较为低迷的通胀水平、对货币政策影响以及可能的资产配置机遇，我们编译整理了AXA IM Research和Alliance Bernstein发表于其官方网站的部分最新观点，供市场参考和交流。

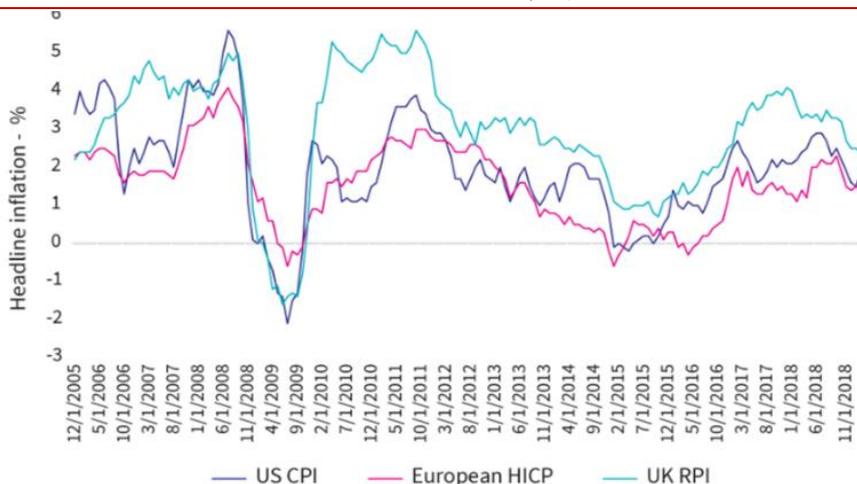
## ❖ 经济周期进入尾声意味着通胀水平稳定

过去几个月，部分经济数据显示美国经济增长速度正在放缓。美国 ISM 制造业 PMI 和欧洲的采购经理人指数均显示出趋缓之势。此外，由于3个月期美国国债和10年期债券之间出现倒挂（历史上可靠的经济衰退指标），一些投资者担心经济可能出现衰退。但 AXA 预计，美联储已经非常迅速地从正常化的货币政策转向宽松政策，经济并不会出现衰退。虽然市场普遍认为，在经济衰退期间，通胀水平应该会下降，但更为宽松的央行政策可能会进一步扩张周期。对经济周期后期的研究表明，虽然经济增长正在放缓，但仍处于增长状态，通胀仍将保持大致稳定。

## ❖ 通胀仍是一种全球现象

对通胀的一个普遍误解是，与欧元区相比美国的通货膨胀率更高。核心通胀是经济学家首选的通胀衡量方法，也是一种不计入食品和能源的计量方法，但计算方式在美国与欧洲却并不相同。

图 1： 美国、欧元区与英国的整体通胀率同比变化



资料来源：AXA IM Research，川财证券研究所

在计算核心通货膨胀时，租金在美国占很大一部分，而在欧元区则不考虑租金。

## 📄 证券研究报告

所属部门 | 海外研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2019/5/10

## 👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001

8610-66495901

chenli@cczq.com

## 👤 联系人

周文仪

证书编号：S1100117120006

8610-66495910

zhouwenyi@cczq.com

## 📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号  
中海国际中心 15 楼，  
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦  
11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

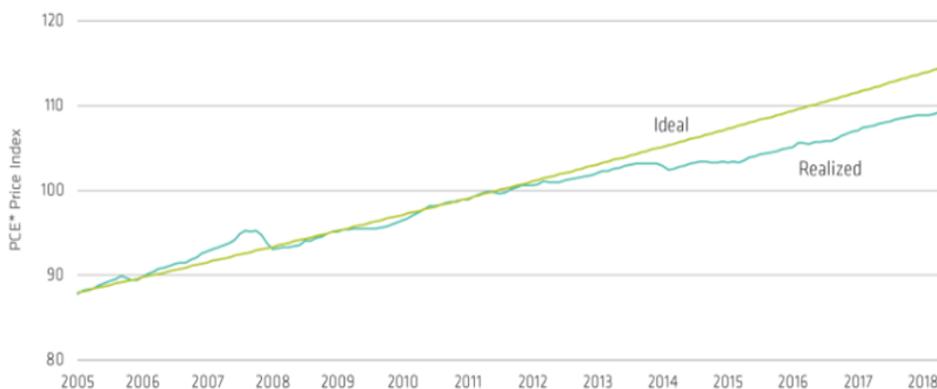
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道  
177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

如果以同样的方法计算，欧元区和美国核心通胀率的平均差距仅为 0.5%，这意味着，除了短期差异和统计误差之外，发达经济体的通胀趋势依然较为强劲。

#### ❖ 美联储密切关注货币政策对通胀的影响

美国通胀一直处于低位，美联储公开市场委员会 FOMC 主要成员对传统的政策框架产生了质疑。所以加息被暂缓，货币政策也受到密切关注。自今年年初以来，债券市场已经大幅调整了对美联储加息的预期。市场不再对今年或 2020 年的进一步加息做出定价。Alliance Bernstein 也不认为将有进一步加息，他们认为，美联储停止加息的原因并不是经济增长问题，而是通胀问题。简单地说，美联储对低通胀导致的问题感到担忧。尽管美国经济增长前景依然稳健，这种担忧还是导致了加息的暂缓。用个人消费支出平减指数来衡量，美联储的通胀目标为同比增长 2.0%。根据该系列数据，在当前经济周期中通货膨胀率平均每年不到 1.5%。目前的价格水平比美联储实现其通胀目标时的水平低近 6%。

图 2： 数据显示美联储面对通胀问题



资料来源：Alliance Bernstein，川财证券研究所

由于通胀水平较为低迷，通胀预期比前几个经济周期低约 50 个基点。而通胀预期具有自我应验效应：企业倾向于根据他们认为通胀的走向来制定价格。所以现下较低的通货膨胀预期可能意味着之后实际通货膨胀的降低。实际上，低通胀最终可能会比高通胀更成问题。就像日本在过去几十年里的经验教训：如果通缩开始，就很难摆脱。

#### ❖ 美联储可能设定新的通胀目标

在通胀持续低于目标的情况下，一些 FOMC 成员担心通胀可能会保持在过低水平。FOMC 正在考虑改变货币政策框架，这已经开始影响委员会讨论政策的偏向。Alliance Bernstein 认为，美联储可能会在一个商业周期中转向 2.0% 的“平均”通胀目标。目前，经济形势较为稳健，这将会对通货膨胀的走向产生影响。Alliance Bernstein 认为 FOMC 会力图让通胀在 2.0% 以上保持一段时间。然而，这种做法有一定的局限性。美联储不会让通胀过于高涨，但投资者应该需要将通胀预期维持在 2.5% 左右一段时间。毕竟，现今低于目标的通胀还有很大的上升空间。这就是为什么 Alliance Bernstein 预计美联储不会在今年或明

年加息，尽管美国经济增长前景较好。

#### ❖ 美联储短期内可能不会行动

并非所有 FOMC 成员都同意改变政策框架。但在处理通胀问题上，内部讨论似乎倾向于改革。美联储内部大致可以分为三个不同的群体：

第一组由少数 FOMC 成员组成，他们仍然希望在今年晚些时候加息。但这一集团规模太小，无法对政策或 FOMC 内两个较大派别的观点产生太大影响，目前这两个派别都没有推动加息的意愿。

包括美联储主席鲍威尔在内的第二组目前认为平均通胀目标并不是必须的。但其成员认为，在当前的周期里，过去的几次加息已经达成了其目标，并认为没有必要进一步提高利率。

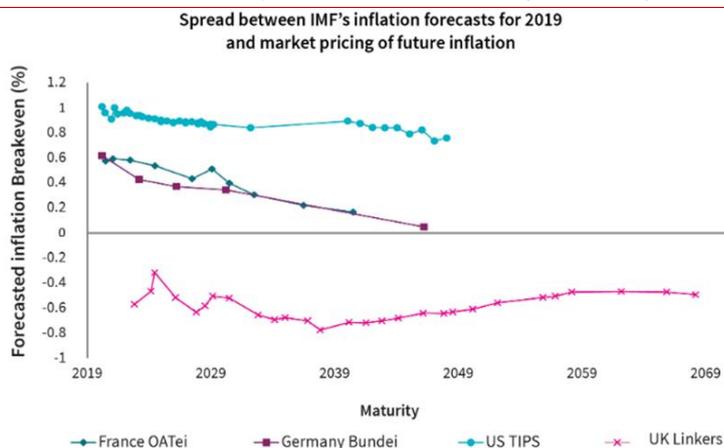
由纽约联邦储备银行(Federal Reserve Bank Of New York)行长约翰·威廉姆斯(John Williams)和美联储(Federal Reserve Board)副主席理查德·克拉里达(Richard Clarida)主导的第三个集团似乎最致力于实现平均通胀目标。所以，这个群体对更高的利率最有抵抗力。

需要注意的是，就目前来看，短时间内很可能不会加息，而且政策很可能会以一种刺激通胀的方式实施，使通胀比当前更高。因此，即使价格压力加大，Alliance Bernstein 也不认为联邦公开市场委员会将很快采取行动。

#### ❖ 目前经济状况正为通胀挂钩债券创造良好环境

AXA 认为，由于增长放缓和通胀平稳，目前经济周期已接近尾声，再加上美联储自 2019 年初以来的宽松政策转变，正为通胀挂钩债券创造一个良好的环境。除了近期油价上涨之外，通胀挂钩债券是从周期性角度开始延长投资组合期限的一种有吸引力的工具。AXA 对通胀挂钩债券市场的经验是，虽然通胀的长期趋势难以预测，但市场总体上能很好地捕捉到短期通胀的动态。不过，通胀情绪可能会受到影响，这可能为投资者创造机会。AXA 选择市场通胀预期(也称为盈亏平衡通胀率)与经济学家预测之间的价差来作为估值的指标之一。由于透明度和一致性的要求，AXA 使用国际货币基金组织(IMF)的预测作为参考。

图 3： IMF 对 2019 年通胀的预测与盈亏平衡通胀率之间的差距



资料来源：AXA IM Research, 川财证券研究所

该指标显示，美国和欧元区通胀挂钩债券市场在未来一年的定价通胀基准低于IMF 经济学家的预测，但英国的通胀挂钩债券市场并不如此。AXA 认为原因是英国脱欧带来的风险溢价使该市场的估值过高。

与经济家的预测相比，相对较低的通胀波动水平对投资者来说是一个好迹象，从估值角度来看，通胀挂钩债券具有吸引力。这一指标表明，在欧元区和美国的通胀挂钩债券市场，投资者可能通过购买通胀挂钩债券而不是政府债券赚取额外收入。

对投资者来说，最重要的不是通胀水平，而是实际通胀率与市场交易采用的通胀率之间的差距。在这方面，目前的情况提供了一个潜在机会：在石油价格上涨之际，利用低通胀预期，在同样的主权风险下，与政府债券相比购买通胀挂钩债券更有可能获得额外收入。

#### ❖ 当前通胀挂钩债券的投资策略

在通胀挂钩债券投资中的一大争论是，投资者应该保留还是对冲与通胀挂钩债券所带来风险敞口。AXA 认为，在当前环境下，各国央行正集中精力支撑经济增长，货币政策应在一段时间内保持宽松。我们倾向于购买通胀挂钩债券，而不是套期保值，以便从通胀指数化以及套利和滚降效应中获益。

从周期性的角度来看，平稳的收益率曲线是增加投资组合期限的良好信号。我们认为，增加通胀挂钩债券的期限是一种有吸引力的策略，可以帮助对冲投资组合，以防止央行的错误决策和经济增长放缓。

图 4：平缓的美国国债收益率曲线是“买入”投资期限的信号



资料来源：AXA IM Research, 川财证券研究所

## ❖ 总结

当前经济数据显示美国已走到经济周期的后期，通胀水平处于低位。美联储可能考虑改变货币政策框架以应对通胀低迷的问题，但是短期内采取行动的可能性不大。目前增长放缓和通胀稳定的经济环境以及宽松政策，都为通胀挂钩债券创造一个良好的环境。投资者可以考虑在通胀低迷时配置通胀挂钩债券。当收益率曲线趋于平缓时，延长通胀挂钩债券期限或可以对冲投资风险。

## 风险提示：

美联储加息力度超预期，美债收益率出现倒挂，全球范围内出现黑天鹅事件。本期报告编译自 Alliance Bernstein 和 AXA Investment Managers 发表于其官方网站的最新文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

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\\_12584](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12584)

