

债务周期、供给约束和美国通胀

相对市场表现

——美联储的货币政策何去何从？

投资要点：

➤ 通胀成因和结构改变可能使美联储加息态度前鹰后鸽。

2020年的周期通胀上行的一个重要因素是疫情本质上是公共卫生危机，向左移动了总供给曲线。我们根据菲利普斯曲线的分析估计，其他条件不变，当新冠疫情导致的供给瓶颈效应完全消退后，通胀将比目前的水平可能下降超过40%，这意味着如果供给约束打开美联储应对通胀的态度可能前鹰后鸽。

➤ 美联储3月份大概率启动本轮加息周期，预计后续加息节奏始终慢于市场预期。

我们认为2020年的复苏周期中与此前周期相比抑制通胀的一些因素有所消退，这意味着为了抑制通胀，美联储整体紧缩的节奏将会显著快于2008年周期；但由于美国2020年面对的菲利普斯曲线更陡峭，美联储将面对更差的权衡取舍，加息节奏可能始终落后市场预期，且加息的终点利率可能要比上个周期更高。

➤ 通胀卷土重来的结构原因是美国经济位于债务周期上行阶段。

2008年以后的复苏周期对应债务周期的去杠杆阶段；而2020年的危机不同。2008年之后家庭部门去杠杆，企业部门出清，金融部门信贷的扩张速度偏低，这些因素都抑制通胀上升。2020年结构因素的抑制效应消失。

➤ 通胀卷土重来的其他原因包括1) 与此前周期相比更强的财政、货币刺激，以及2) 疫情导致的供给约束。

需求端来看，2020年周期危机的大小很难说是2008年的两倍，但2020年周期中财政支出的力度是2008年的两倍，财政提供的流动性陷阱脱困率是2008年的4.5倍；2020周期量化宽松的力度也更大。另外供给上，劳动力市场和供应链都受疫情的扰动存在明显的瓶颈。

➤ 高估值和自然利率可能上行是市场的主要脆弱性？

股市风险和机遇并存，加息节奏在理论上存在一个能让股市继续上涨的区间。从过去的历史看，美联储加息后6个月的平均回报仍然还是正的。另一方面，风险也确实是在积累，当下市场的估值已经很像2001年互联网泡沫破裂之前的情况。本轮周期中美联储紧缩的节奏大概率会快于上轮周期，因此美股回调的最危险时间应该也会显著前置。同时，在2020年新债务周期里对应的自然利率可能存在上行的倾向，这也是美联储加息的终点利率可能要比上个周期更高的重要因素。

➤ 风险提示

美国经济恢复不及预期，疫情反复超预期，地缘政治风险超预期

分析师 樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《降息显示稳增长决心，看多权益市场》— 2022.01.17
- 2、《出口环比增长或正在走过顶峰》— 2022.01.16
- 3、《12月非农数据受季节扰动但整体向好》— 2022.01.10

正文目录

1.	从通胀的成因和驱动因素观察判断 2022 年加息缩表的权衡取舍.....	4
1.1.	引言：通胀不落，加息不止，先鹰后鸽.....	4
2.	2020 周期这次不一样：两次危机的总需求总供给分析.....	6
2.1.	理论：两次危机的总需求总供给分析.....	6
2.2.	需求侧证据：财政政策的密度更大+更大的量化宽松.....	7
2.3.	供给侧证据：公共卫生危机导致供给瓶颈.....	10
2.4.	结构侧的不同：两次危机位于大的债务周期不同阶段.....	13
2.5.	最终的结果：更陡峭的菲利普斯曲线，美联储面对更差的权衡取舍.....	17
3.	加息对抗通胀会对资本市场造成什么影响？.....	20
3.1.	美联储加息股市马上就会跌吗？风险和机遇并存.....	20
3.2.	美联储加息对市场最脆弱的部分产生挑战.....	22
4.	关于通胀问题的一点延伸讨论.....	24
4.1.	2008 轮周期低通胀的其他各种假说.....	24
4.2.	短期通胀大概会回落，长期我们还需要关心通胀的风险吗？.....	25
5.	风险提示.....	26
6.	参考文献.....	26

图表目录

图表 1：2008 轮周期：需求冲击.....	6
图表 2：2020 轮周期：需求+供给冲击.....	6
图表 3：GDP 变化(危机前=100，季度数据).....	7
图表 4：GDP 变化.....	7
图表 5：2 年量化宽松总量(万亿美元).....	8
图表 6：量化宽松节奏(起始周=100，时间单位周).....	8
图表 7：财政支出/GDP.....	8
图表 8：财政支出(万亿美元).....	8
图表 9：财政赤字和量化宽松(万亿美元).....	9
图表 10：流动性陷阱脱困率.....	9
图表 11：失业率和职位空缺率 2008-2019.....	11
图表 12：失业率和职位空缺率 2020-2021.....	11
图表 13：凯恩斯反 L 型劳动供给.....	11
图表 14：全球供应链压力指数.....	12
图表 15：CPI 通胀：商品 vs 服务.....	12
图表 16：个人消费支出结构变化(2019=100).....	12
图表 17：美国家庭负债/可支配收入.....	13
图表 18：美国居民和非营利机构负债/GDP.....	14
图表 19：美国所有商业银行贷款拖欠率.....	14
图表 20：存款机构：超额准备金/总负债.....	15
图表 21：资本充足率.....	15
图表 22：所有商业银行信贷增速.....	16
图表 23：所有商业银行年均信贷扩张速度.....	16
图表 24：日本通胀和杠杆率.....	17
图表 25：菲利普斯曲线：通向危机的路径.....	18
图表 26：菲利普斯曲线：复苏的路径.....	18
图表 27：菲利普斯曲线 2008-2019.....	19

图表 28：菲利普斯曲线 2020-2021	19
图表 29：1970 年之后 2008 年之前美联储加息后 n 月标普 500 的年化回报	20
图表 30：2015 年美联储加息后标普 500 表现 (2015=100)	21
图表 31：标普 500 席勒市盈率	22
图表 32：资产负债表负债端/GDP	22
图表 33：美国长期通胀变化趋势	25

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

1. 从通胀的成因和驱动因素观察判断

2022 年加息缩表的权衡取舍

1.1. 引言：通胀不落，加息不止，先鹰后鸽

➤ 通胀未来如何发展是本轮加息周期的关键

要对当下加息和缩表的走向和节奏做出判断，最重要是对通胀做出判断，而想要判断究竟通胀未来如何走向，我们需要了解为什么通胀这次卷土重来了，但在 2008 年危机之后的周期通胀却始终比较温和。通胀的回落需要造成通胀的因素至少部分都出现反向的变化。这是本篇深度报告想要探讨的核心问题。

美联储在 1 月会议释放了足够多的鹰派信号，3 月鲍威尔在出席参议院银行委员会的半年度听证时的表态基本上把 3 月加息 25 个基点变成了明牌，本轮加息周期的序幕马上就要拉开。鲍威尔在 1 月会后的新闻发布会上表示不排除今年每次会议都加息，也即总共 7 次加息。我们仍然认为 7 次加息是小概率，4 次左右加息是大概率，随着疫情限制措施的逐渐放开，下半年供给瓶颈因素回落后加息的压力会显著减小

劳动力市场的表现基本上已经满足了加息的要求。在 2 月公布的 1 月会议纪要信息显示许多委员认为就业市场已经或者接近充分就业的状态，只有一些委员继续认为因为劳动参与率仍然低于疫情前等原因，劳动力市场还未达到充分就业。

通胀未来如何发展成为本轮加息缩表更为重要的观察变量。委员们仍然认为“与大流行和经济重新开放有关的供需失衡继续导致通货膨胀水平上升。”“委员们普遍预计，随着供需失衡的缓解和货币政策宽松的取消，通货膨胀将在今年内有所缓和。”在通胀仍然高企时美联储大概率继续保持相对鹰派的立场，但在通胀随着供给瓶颈缓解逐渐回落后，美联储的态度可能逐渐转鸽。

➤ 简化的故事：通胀回来的原因是居民去杠杆周期的结束和大规模财政刺激¹

总的来说 2020 年之后通胀上升的原因从总需求上，来自于大规模的财政和货币刺激，从总供给上，来自于疫情导致的各种限制。相比于 2008 年危机之后的恢复，这次通胀来得出人意料主要的长周期原因在于美国经济所处的债务周期不同。在 2008 危机之后美国的居民部门进入一个长期去杠杆周期，这使得 2020 年危机之后居民有充足空间加杠杆。

¹ 我们在下面的分析中会详尽地逐条分析本轮通胀的上涨的原因。

➤ 除了通胀之外，自然利率可能的上升也值得关注

随着居民部门去杠杆周期的结束，银行信贷增速也显著加速，2020 年周期中对应的自然利率可能存在上行的倾向，这意味着美联储加息的终点利率可能也要比上个周期更高。

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

2. 2020 周期这次不一样：两次危机的总

需求总供给分析

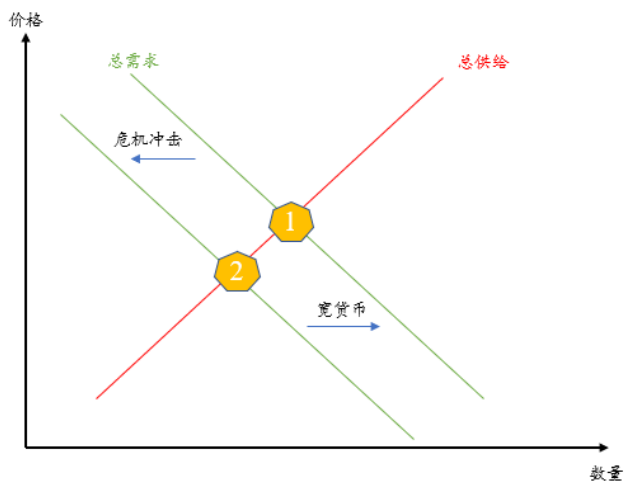
2.1. 理论：两次危机的总需求总供给分析

➤ 总需求总供给模型下的思考逻辑

在总供给和总需求模型的框架下，对比 2008 年的周期，我们认为 2020 年的周期总需求的刺激幅度更大，导致总需求曲线向右移动更多，同时由于疫情本质上是公共卫生危机，这使得总供给曲线也向左移动了，最后的结果就是在 2020 年我们在看到产出快速恢复的同时通胀迅速恢复。总供给和总需求模型本身可能是过于简单的，但提供了一个我们理解本轮通胀变化的框架，我们在之后的具体分析中会往这个框架中填充更多详细的内容。

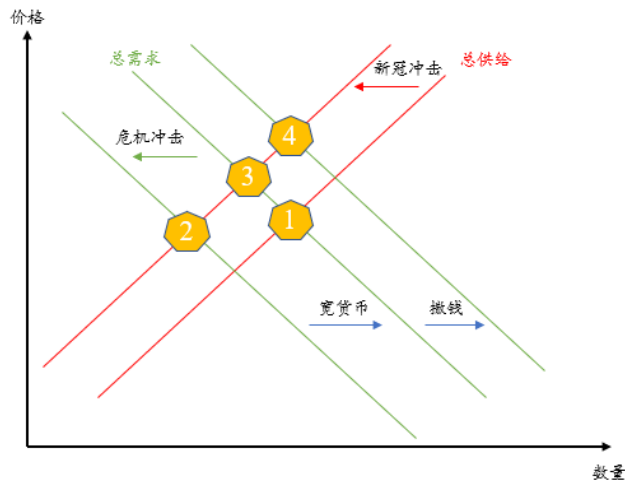
如图 1 所示，在 2008 年的周期中，危机的冲击导致总需求曲线向左移动，经济的均衡从 1 到了 2，而央行的货币政策刺激让总需求曲线向右移动，从而能够逐步从 2 回到 1。如图 2 所示，在 2020 年的周期中，当经济受到危机冲击从 1 到 2 时，由于总供给曲线也发生了移动，当央行进行货币刺激的时候经济没有回到 1 而是来到了 3，同时在 2020 年美国通过财政刺激直接将钱发到了人们手中，这种“直升机撒钱”的刺激方法让需求曲线进一步向右移动，经济于是从 3 到达了 4。在 4 这个均衡位置上，虽然产出恢复了，但同时物价水平也显著上升了。

图表 1：2008 轮周期：需求冲击



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：2020 轮周期：需求+供给冲击



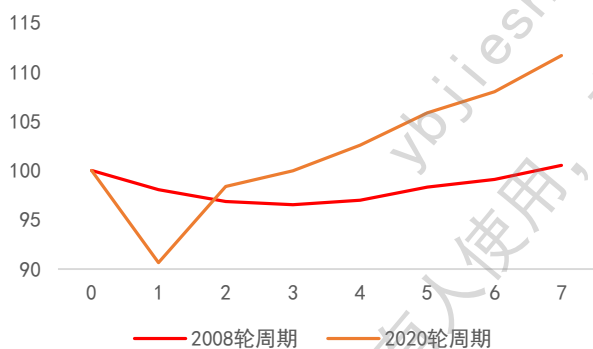
来源：Wind，国联证券研究所

2.2. 需求侧证据：财政政策的密度更大+更大的量化宽松

➤ 2020 年周期危机的大小很难说是 2008 年周期的两倍

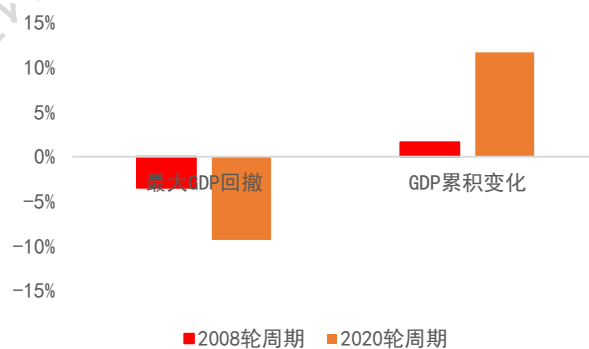
而两次危机的冲击大小，从 GDP 的变化来看，虽然 2020 年周期的 GDP 最大回撤较大且发生的时间跨度较短，但是很难说 2020 年周期的整体冲击就更大，从 GDP 上看 2020 年周期 GDP 很快就恢复到超过危机前的水平。从累积的增长来说，2020 年周期里 GDP 很快就恢复到超过疫情之前，两年间的累积增长超过了 11.7%。

图表 3：GDP 变化(危机前=100，季度数据)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：GDP 变化



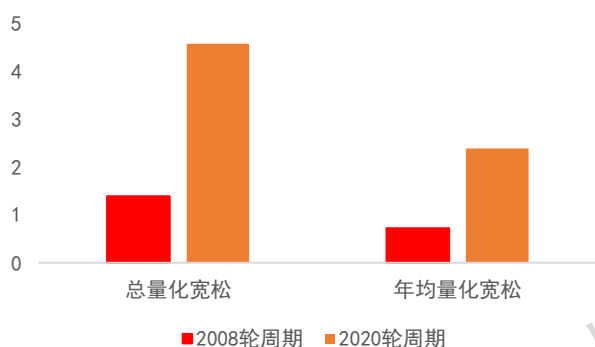
来源：Wind，国联证券研究所

➤ 在危机后的 2 年时间内，2020 周期量化宽松的力度更大

2008 年 9 月美联储的负债开始大幅增长，从 9500 亿美元上升到 1.2 万亿美元。到 2010 年 8 月美联储的负债达到 2.3 万亿美元，美联储的负债总共增加了 1.39 万亿美元。

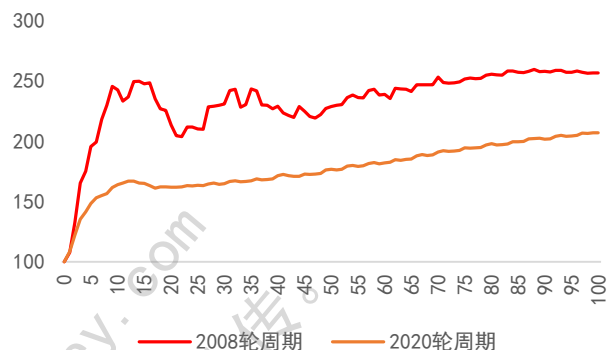
2020 年 3 月 11 日那周美联储再次按下印钞按钮，其负债从 4.3 万亿美元开始上升，等到 2022 年 2 月 9 日那周美联储的负债已经是 8.8 万亿美元，美联储的负债总共增加了 4.56 万亿美元。

图表 5：2 年量化宽松总量(万亿美元)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：量化宽松节奏(起始周=100，时间单位周)



来源：Wind，国联证券研究所

➤ 2020 年周期中财政支出的力度是 2008 年周期的两倍

2020 年财政政策的支出力度非常大，美国共推出五轮财政刺激法案，总金额达 3.8 万亿美元，其中接近 3 成直接针对居民部门，即超过 1 万亿直升机撒钱。2020 年周期的财政支出规模一个季度中一度达到了接近 GDP 的 14%，在非常短的时间内增加了大量的总需求。

整体来看，数据显示 2020 年周期中财政支出的力度是 2008 年周期的两倍，每年财政支出了 6 万亿美元，相比之下在 2008 年的周期里每年财政支出只花了 3 万亿美元。

图表 7：财政支出/GDP



图表 8：财政支出(万亿美元)



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_39162

