



宏观专题

从联储通胀框架看加息能否有转机

供应链&通胀特辑#3

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

#供应链&通胀特辑专题系列

《哪些因素会导致美国通胀风险失控——供应链&通胀特辑#1》

《失控 or 回落? 美国通胀如何预测——供应链&通胀特辑#2》

#2021年海外通胀专题系列

《美国通胀: 供需错配如何博弈——海外通胀专题之一》

《如何刻画美国供应链问题——海外通胀专题之二》

《为何鲍威尔坚定看空明年通胀——海外通胀专题之三》

投资要点:

- **核心观点。**基于近期联储语录可整理出两套框架: ①AS-AD 框架展示出, 美联储当前可做的是打压抑制前期被冤枉过正的总需求, 同时等到总供给逐步修复, 最终实现供需均衡的恢复和物价水平的稳定; ②通胀框架展示出, 当前最让美联储担忧的不是商品通胀, 而是服务通胀与其背后的通胀自我实现。这也是美联储不断加速紧缩步伐的核心逻辑。而基于尚未兑现的通胀风险, 年底美联储政策利率区间或较当前的 3.25-3.50% 升至 3.75-4.00%。
- **为何当前市场在火热交易衰退?**前期刺激经济从复苏到过热的三大动力: 宽松财政、财政刺激、经济内生性增长在后续切换为反向抑制的概率急速升温。当前美国经济的过热意味着一场“盛极而衰”的走势, 随着内生性的动能高位筑顶并逐步向潜在水平回落, 在财政刺激退出、货政转向抑制的“加持”下, 后续经济衰退的概率的确将显著升温。因此, 市场所交易的衰退预期并非是基于当前或短期过热的经济形势, 而是基于一个时间未知、但发生概率非常高的事实认知。
- **衰退交易的风格是否稳固?**不稳固。当前美国经济所面临的通胀风险尚未充分缓释。截止最新, 8 名经济学家对 6 月通胀的环比预测中位数是 1.1%。而根据测算, 6 月通胀环比若高于 0.8%, 则意味着同比数据将至少持平 5 月。其实市场风格一直处于一种通胀数据真空期则交易衰退, 通胀读数超预期则交易紧缩的模式中, 只是随着衰退预期的强化和衰退时点的接近 (虽然时点未知, 但时间的推进势必让我们离这未知的衰退更近), 10 年美债利率的涨幅将愈发落后于 2 年美债和联邦基金利率, 美债利率曲线的倒挂也将愈发明显。
- **是否还有增量的加息预期?**是。今年以来市场的核心交易逻辑便是通胀风险不断爆发→通胀读数持续超预期→美联储货政紧缩不断超预期。当前, 供应链背后的疫情与俄乌冲突风险尚未完全缓释, 劳务市场的供需失衡与通胀预期的自我实现也未见得明显消除, 这意味着即使核心商品等分项的中枢在预期层面应该是回落的, 但或有的、偶发的增量紧缩风险仍然会重演“通胀风险不断爆发→通胀读数持续超预期→美联储货政紧缩不断超预期”的交易逻辑。同时, 美国正迎来三年来第一个不太受疫情约束的夏天 (2020 年首轮 COVID-19、2021 年 delta 变异毒株), 反映出行需求的机动车、机票、租车及娱乐等通胀项目是否在 7、8 月出现显著升温, 增加通胀的上行风险也是一个未知变量。
- **风险提示:** 美联储加速紧缩货币政策风险, 俄乌冲突失控风险, 疫情恶化风险, 通胀失控风险, 美元流动性挤兑风险。

内容目录

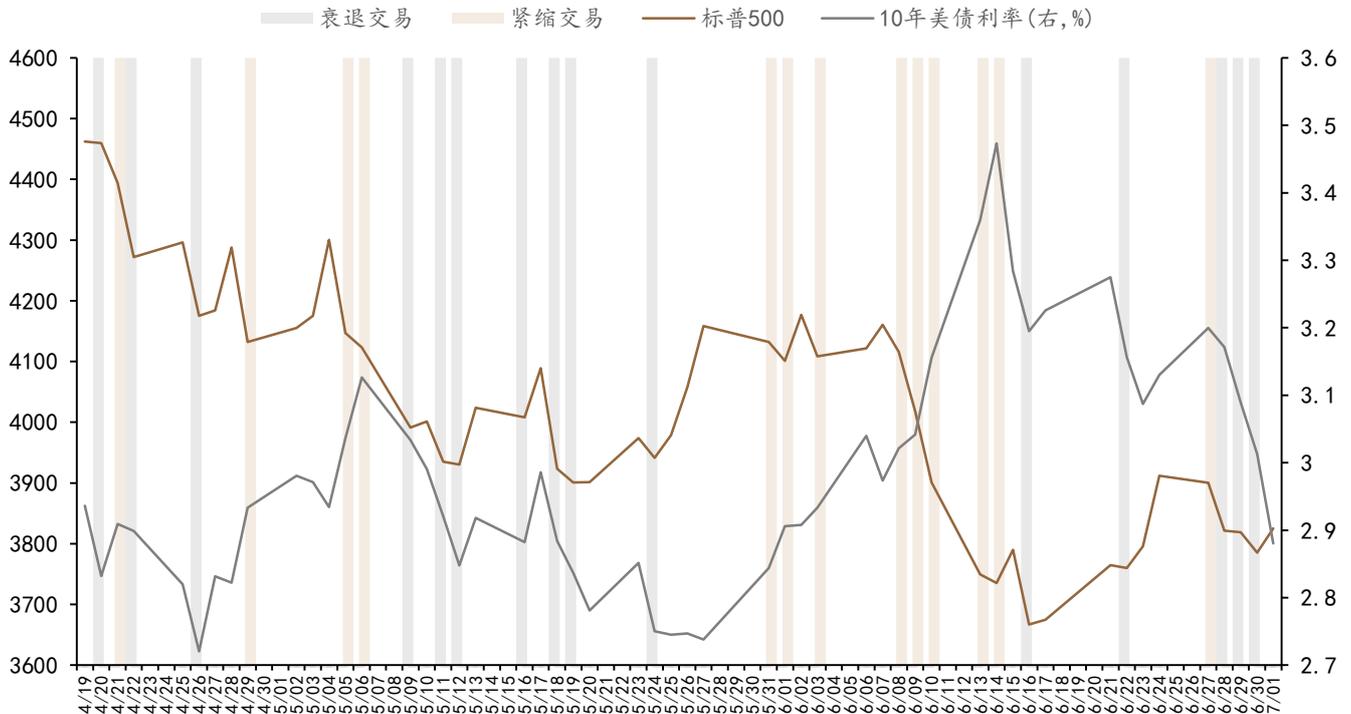
1. AS-AD 框架：过剩的总需求与脆弱的总供给	5
1.1. 总需求：从矫枉过正到打压抑制	6
1.2. 总供给：道阻且长的修复之路	7
2. 通胀框架：从供应链瓶颈到通胀预期	8
3. 展望：通胀风险尚未消除，加息预期仍未见顶	10
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: 近期美国标普 500、10 年美债利率走势	4
图 2: 美国 PCE 价格指数与物量指数 2019 年 12 月至 2022 年 5 月量价关系走势图及背后的 AS-AD 曲线推测	5
图 3: 联邦基金期货隐含利率	6
图 4: 美联储 6 月点阵图	6
图 5: 美国 CPI 同比增速与基于不同环比假设下的同比增速预测	7
图 6: 美联储通胀框架逻辑传导图	8
图 7: 美国 CPI 同比 vs 密歇根大学消费者 1 年通胀预期	9
图 8: 美国 CPI 同比 vs 密歇根大学消费者 1 年通胀预期回归	9
图 9: 密歇根大学消费者 1 年通胀预期 vs 实际时薪同比	9
图 10: 密歇根大学消费者 1 年通胀预期 vs 实际时薪同比回归	9
图 11: 不同净资产分位数居民支票与现金持有规模	10
图 12: 不同净资产分位数居民支票与现金持有规模/总资产	10

自6月10日美国公布5月CPI与6月密歇根大学消费者通胀预期数据后，市场的交易风格迅速从衰退预期转向通胀&联储紧缩，随着6月FOMC会议加息75bps的预期被市场充分计价，10年美债利率一度触及3.50%，此前火热的通胀/加息预期见顶论也一度哑火。而进入6月下旬的“通胀数据真空期”后，在制造业PMI、PCE等数据不及预期的“助攻”下，市场再度开启衰退交易，最为典型的是10年美债利率从3.50%的高位一路破位，跌至2.88%附近（图1）。

图1：近期美国标普500、10年美债利率走势



资料来源：彭博，德邦研究所；标普500下跌&10年美债利率上涨的组合对应货政紧缩交易，用浅咖啡色阴影高亮，标普500&10年美债利率同跌对应经济衰退交易，用灰色阴影高亮

几乎如出一辙的剧情在5月FOMC会议后也发生过，彼时10年美债利率在“通胀见顶论”的引导下，从3.20%的盘中高点一路跌至2.70%附近。而现在讨论的焦点是，当前市场所交易的衰退预期是风格的彻底轮换（美债利率见顶、通胀见顶、加息预期见顶），还是只是紧缩 vs 衰退预期交易中的一次阶段性反复（美债利率、通胀、加息预期还会升温）？

捋清这个问题核心仍然在于分析判断后市的通胀路径与美联储对应的货政决策。为此，本篇报告将通过梳理本轮疫情危机以来美联储在声明、纪要、委员发言中的“语录”，系统性地搭建两个完整的“联储通胀框架”，并基于此分析后市通胀的路径及对应的美联储货政决策方向。

1. AS-AD 框架：过剩的总需求与脆弱的总供给

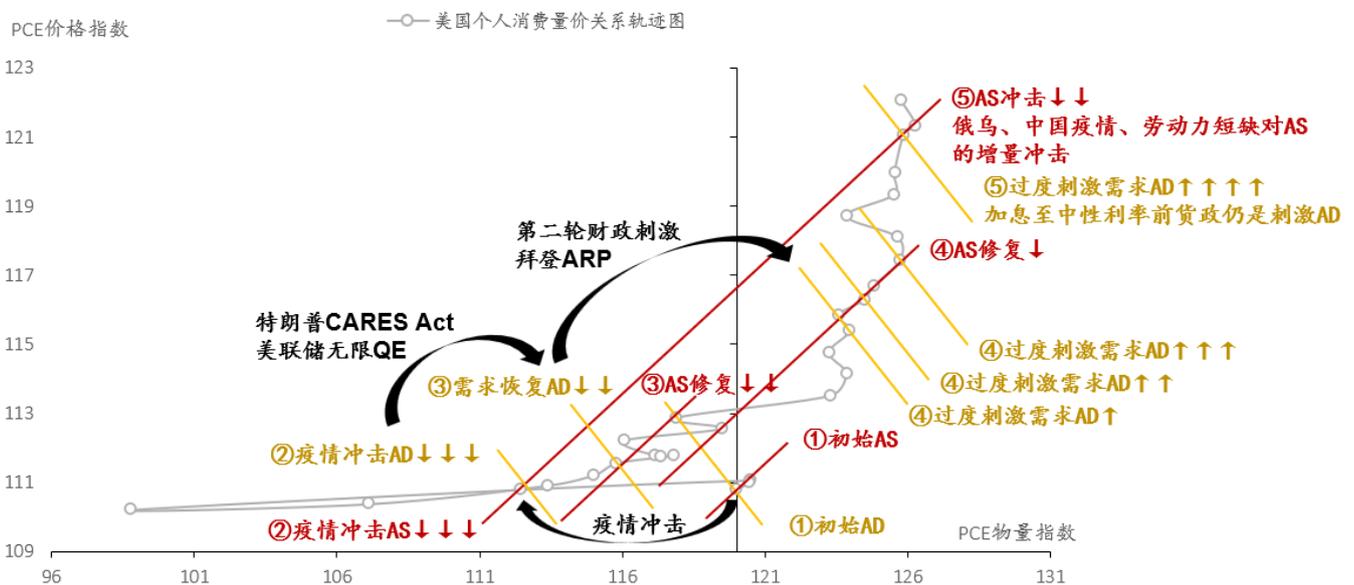
虽然当前美联储最为关注的是通胀，但其对通胀问题的判定一直都是供需失衡 (*supply and demand imbalances*)。那么，如何基于可直接观察的通胀读数去反推没有解析式的总供给 AS 与总需求 AD？

Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher energy prices, and broader price pressures.

——<FOMC Statement>, 2022-Jun-15th

我们在报告《美联储剧透了1月FOMC哪些鹰派信号——FedNote#1》中曾以美国个人消费支出 (*Personal Consumption Expenditure, PCE*) 的价格指数与物量指数描绘疫情危机以来美国的增长-通胀路径，并由此反推出增长-通胀组合背后的 AS-AD 曲线组合，进而判断美国经济中最新的供需均衡。

图 2：美国 PCE 价格指数与物量指数 2019 年 12 月至 2022 年 5 月量价关系走势图及背后的 AS-AD 曲线推测



资料来源：彭博，德邦研究所绘制

如图 2，我们可将疫情危机以来美国经济的增长-通胀路径划分为五个阶段，分别为：①初始 AD-AS 平衡 (2019.12-2020.2)；②疫情冲击使得 AD-AS 同时大幅收缩 (2020.3-2020.4)；③首轮史诗级别的货币与财政双刺激加速 AD 修复 (2020.5-2021.2)；④总需求在拜登 ARP 刺激下加速扩张，而总供给则受芯片、内运等供应链瓶颈修复放缓 (2021.3-2022.1)，供需矛盾加剧；⑤俄乌冲突、上海港口问题给供应链带来增量扰动，叠加修复不充分的本土劳动力供给，加剧供需矛盾与通胀上行压力 (2022.4 至今)。前两点在 3 月以来的 FOMC 声明中同样有被提及。

The invasion and related events are creating additional upward pressure on inflation and are weighing on global economic activity. In addition, COVID-related lockdowns in China are likely to exacerbate supply chain disruptions. The Committee is highly attentive to inflation risks.

——<FOMC Statement>, 2022-Jun-15th

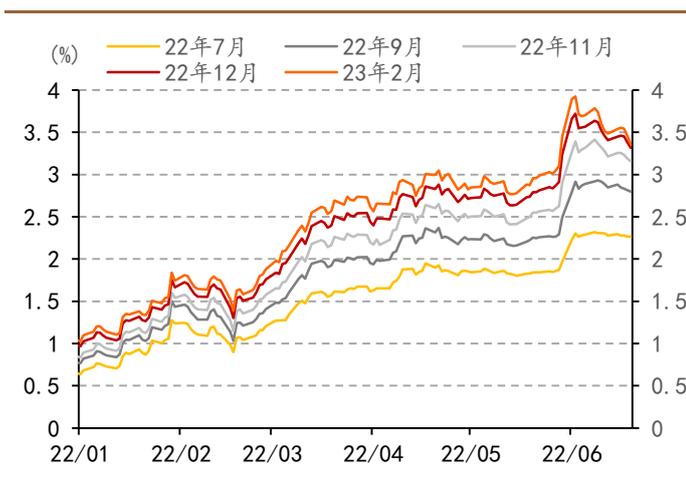
1.1. 总需求：从矫枉过正到打压抑制

我们在报告《为何全年加息预期升至了 9 次？——FedNote#5》中提到，美联储之所以想要快速提升联邦基金利率，核心原因便是只有当政策利率达到中性水平附近时，货币政策对总需求的影响才是抑制而非刺激。而鉴于通胀的上行与失控风险不断加剧，美联储 6 月点阵图也显示出货币政策从中性到限制性的过渡。如图 4，6 月点阵图显示委员们对今年的加息预期由 3 月的 1.75-2.00% 升至了 3.25-3.50%，这一预期目前已被联邦基金期货市场充分计价（图 3）。而点阵图中的长期利率预期（一般被看作是中性利率水平，当然需注意的是，这一水平是委员们投票的结果）则是 2.25-2.50%，这意味着如果 7 月美联储加息 75bps 的话，则 9 月开始货币政策将进入限制性区间。对此，6 月 FOMC 发布会上 Powell 也表示，40 年以来的最高通胀需要货币政策在年底前实现限制性，尽管不知道其将有多“限制性”（毕竟货币政策作为钝化工具，其对总需求的影响难以定量且具有时滞）。

I think as you get closer to the end of the year, you're in a range where you've got restrictive policy, which is appropriate. Forty-year highs in inflation—we think that policy is going to need to be restrictive, and we don't know how restrictive. So I think that's how we'll take it.

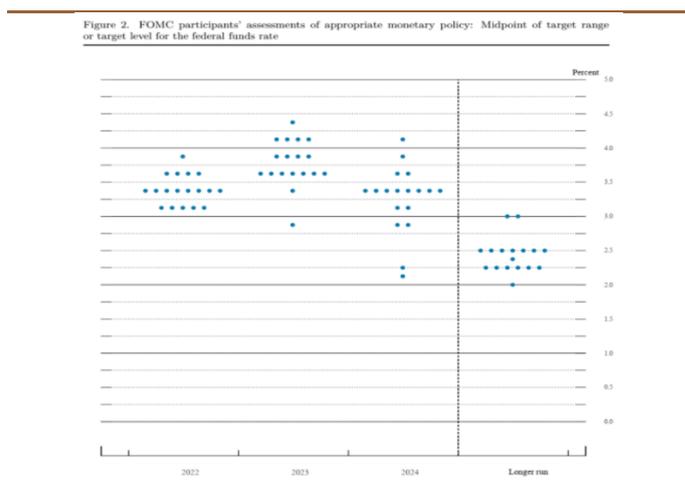
——<FOMC Press Conference>, 2022-Jun-15th

图 3：联邦基金期货隐含利率



资料来源：彭博，德邦研究所

图 4：美联储 6 月点阵图



资料来源：美联储，德邦研究所

对应到图 2 的 AS-AD 框架上，这即代表着，美联储希望将总需求 AD 从“⑤ 过度刺激 ↑↑↑↑”的水平拉回至相对均衡的水平（接近右侧“① 初始 AD”）。当然，正如 6 月 FOMC 发布会上 Powell 所言，单纯依靠货币政策对经济中过剩的总需求进行合理抑制并不能完全恢复物价水平，毕竟通胀是 AS-AD 均衡下的一个结果变量（另一个结果变量是增长），而美联储只能影响 AD，无法影响 AS，价格稳定还需解决 AS 背后的一系列供应链问题，及其背后更本质的风险因素。

Right now, there's—demand is substantially higher than available supply, though, so we feel that there's a role for us in moderating demand. Those are the things we can affect with our policy tools. There are many things we can't affect, and those would be, you know, the things—the commodity price issues that we're having around the world due to the war in Ukraine and the fallout from that, and also just all of the supply-side things that are still pushing upward on inflation.

——<FOMC Press Conference>, 2022-Jun-15th

1.2. 总供给：道阻且长的修复之路

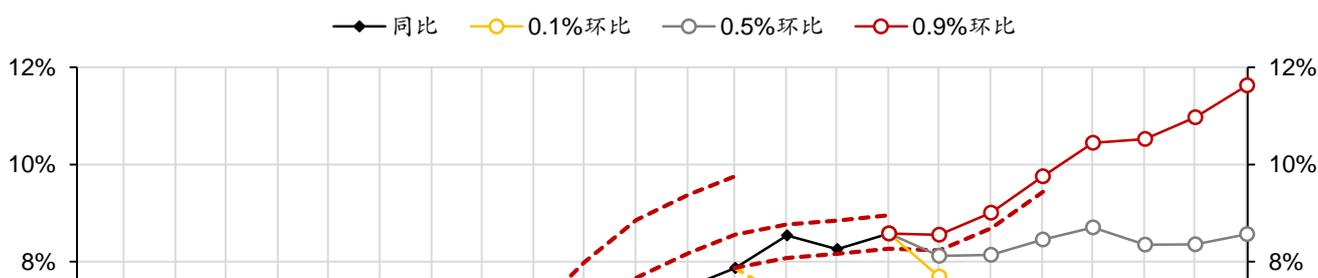
相对于可调节的总需求而言，美联储对总供给问题只能望洋兴叹。事实上，在 2020 年史诗级的货币与财政政策双刺激落地后，美联储已有预感通胀会因供需恢复水平的不匹配而出现上行，因此在 2020 年 8 月（彼时的 PCEPI、CPI 同比增速均仅有 1.3%），美联储修改了其《长期目标与货政策略声明（Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy）》中的通胀目标，将通胀目标从 2% 改为平均 2%，平均通胀目标（Average Inflation Targeting, AIT）框架正式形成。

In order to anchor longer-term inflation expectations at this level, the Committee seeks to achieve inflation that averages 2 percent over time, and therefore judges that, following periods when inflation has been running persistently below 2 percent, appropriate monetary policy will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time.

——<Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy>, 2020-Aug

2021 年 3 月拜登 ARP 落地后的半年，美国通胀出现了结构性的升温，这一阶段的通胀特点是少部分的商品贡献了大部分的涨幅。2021 年 4 月到 9 月，美联储 FOMC 声明中对通胀的描述均为“transitory”。而进入 21Q4 以后，随着经济总需求的进一步过热，美国的供应链开始出实质性恶化，由于芯片短缺造成的机动车价格高企（《如何测算芯片瓶颈下的美国机动车消费——美国消费专题系列之机动车耐用品》）与港口内运瓶颈（《如何刻画美国供应链问题——海外通胀专题之二》）开始显现。2021 年 11 月，Powell 在听证会上放弃使用“transitory”，并在当月宣布加速 taper 至 2022 年 3 月结束。而今年 3 月开始，在俄乌冲突与上海港口的增量扰动下，总供给 AS 出现了进一步的收缩（图 2 的阶段⑤），叠加供需的持续扩张，供需矛盾进一步恶化。但从始至终，市场与美联储一直未改变的判断是通胀终将下行（《为何鲍威尔坚定看空明年通胀——海外通胀专题之三》）。

图 5：美国 CPI 同比增速与基于不同环比假设下的同比增速预测



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_43543

