

宏观经济报告

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)

zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)

chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)

Zhaoyu2@gjzq.com.cn

联系人: 李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

美联储会上调通胀目标吗?

在劳动力短缺、全球供应链重构和能源转型背景下,通胀中枢上行似乎已经成为共识。美国经济基本面韧性持续超预期。要想尽快实现 2%通胀目标,美联储必须“制造衰退”吗?或者,为了“软着陆”,美联储会上调通胀目标吗?

热点思考: 美联储会上调通胀目标吗? 条件不充分, 暂无必要性, 概率极低。

通胀目标制是央行维护物价稳定的一种策略。自 1989 年新西兰银行率先实施通胀目标制以来,至今明确实施通胀目标制的中央银行数量已达到 34 家。根据历史通胀水平,不同经济体设定的通胀目标不同,部分也会动态调整。英格兰银行、欧央行、美联储和日央行的通胀目标始终都是 2%,但内涵略有差异。

美联储上调通胀目标的概率极低。第一,从修订程序上而言,上调通胀目标需修订《长期目标和货币政策策略声明》,前期还需经过长期学术论证和轮国会听证;第二,从政策声誉和预期的稳定性出发,美联储更可能在“平均通胀目标”制下,暂时性地调低通胀目标;第三,长期通胀预期依然被锚定在 2%上下,断言 2%通胀目标失效为时尚早。

综合而言,美联储调整通胀目标的程序是漫长的,上调通胀目标的条件既不充分,也不必要,概率极低。修订政策框架是“没有办法的办法”。但在通胀逐渐由需求主导的情况下,美联储有能力实现 2%目标。美联储不愿意“制造”一场衰退,这意味着,通胀回归 2%所需的时间更长。

海外基本面&重要事件: 基本面韧性超预期, 通胀压力反弹, 紧缩预期升温

美国 1 月 PCE 超预期反弹,加剧市场震荡。美国 1 月核心 PCE 同比上涨 4.7%,预期 4.3%,前值 4.6%;1 月 PCE 同比上涨 5.4%,预期 5%,前值 5%,住房和服务价格上涨是 PCE 超预期的主要原因。

美欧日服务业 PMI 及消费信心好转。美欧日等发达经济体 2 月服务业 PMI 集体回升,欧元区 2 月服务业 PMI 升至 53,美国升至 50.5,日本升至 50.7。美国消费者信心连续 3 个月好转,欧元区消费者信心连续 5 个月回升。

海外高频活动数据显示美国工业生产活动回落,欧洲软性领先指标持续改善,美国红皮书零售增速抬升,美国新房销售改善但贷款利率反弹,原油库存继续攀升,全球海运价格回落,美国当周初请失业人数环比微降。

全球大类资产跟踪: 海外权益普遍下跌, 国债利率上行, 美元指数升至 105

全球主要股票指数多数下跌,仅 A 股逆势上涨。恒生指数、纳斯达克指数、道琼斯工业指数、标普 500、法国 CAC40 分别下跌 3.4%、3.3%、3.0%、2.7%和 2.2%,仅上证指数上涨 1.3%。

发达国家 10 年期国债收益率多数上行。10Y 美债收益率上行 13.0bp 至 3.95%,英债上行 10.3bp 至 3.74%,法国、意大利和日本 10Y 国债分别上行 8.9bp、12.2bp 和 0.3bp,仅德债下行 7bp 至 2.46%。

美元指数走强,欧元、英镑和日元兑美元贬值,人民币汇率小幅贬值。欧元、日元和英镑兑美元分别贬值 1.39%、1.71% 和 0.83%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 1.33%、1.63%至 6.9530、6.9800。

大宗商品价格多数品类涨跌互现,贵金属、有色金属悉数下跌。原油价格窄幅震荡;受内蒙古煤矿事故影响,焦煤价格大涨 25.07%;跌幅最大的是 COMEX 银、LME 镍,分别下跌 3.75%、2.52%。

风险提示

俄乌冲突再起波澜;大宗商品价格反弹;工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：美联储会上调通胀目标吗？	6
(一) 2%通胀目标的历史渊源及其合理性	6
(二) 美联储上调通胀目标的条件既不充分，也不必要，可能性微乎其微	8
二、海外基本面&重要事件	12
(一) 通胀：美国 PCE 增速超预期反弹	12
(二) 景气：美欧日服务业 PMI 集体回升	14
(三) 生产：欧洲软性领先指标持续改善	16
(四) 消费：美欧发达国家消费者信心连续改善	17
(五) 地产：美国新房销售回升但贷款利率难降	18
(六) 库存：商业原油库存累库势头继续攀升	19
(七) 供应链：海运价格回落，全球主要城市出行量提升	20
(八) 就业：美国当周初请失业人数环比微降	21
大类资产高频跟踪（2023/02/18-2023/02/24）	21
(一) 权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌	21
(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数上行	23
(三) 外汇市场追踪：美元指数明显走强，人民币大幅贬值	23
(四) 大宗商品市场追踪：油价窄幅震荡，贵金属、有色金属价格普遍下跌	24
风险提示	26

图表目录

图表 1：实施“通胀目标制”的中央银行及通胀目标的演变	6
图表 2：美联储 2%通胀目标的确立	7
图表 3：后疫情时代，海外通胀大幅上行	8
图表 4：《联邦储备法案》（及修正案），以及与美联储相关的金融法案	9
图表 5：非常规政策工具是利率的必要补充	9
图表 6：QE 有助于压缩期限利差	9
图表 7：从 2%通胀目标到 2%“平均通胀目标”	10
图表 8：中长期通胀预期均在向 2%通胀目标收敛	10
图表 9：通胀预期的结构向下倾斜	10
图表 10：盈亏平衡通胀预期	11

图表 11: 消费者调查通胀预期	11
图表 12: 美国通胀的长期中枢水平是多少?	11
图表 13: 美国 PCE 分项同比、环比增速以及权重	12
图表 14: 美国 PCE 同比及拉动结构, 住房及服务项涨幅扩大	13
图表 15: PCE 商品项及其拉动结构	13
图表 16: 商品价格涨势持续放缓	13
图表 17: PCE 服务项及其拉动结构	13
图表 18: 住房、交通等项目增速较高	13
图表 19: 美国实际消费支出的结构: 扩散指数	14
图表 20: 美国 PCE 通胀的结构: 扩散指数	14
图表 21: 欧洲主要国家制造业 PMI	14
图表 22: 欧洲主要国家服务业 PMI	15
图表 23: 美国 2 月 Markit PMI 回升	15
图表 24: 日本 2 月服务业 PMI 回升, 制造业回落	15
图表 25: 欧元区 2 月综合 PMI 回升至 52.3	15
图表 26: 德、法 2 月制造业 PMI 回落, 英国回升	15
图表 27: 德法英意 2 月综合 PMI 均明显回升	16
图表 28: 德法英意 2 月服务业 PMI 均明显回升	16
图表 29: 纽约联储周度经济指数回升至 1.16%, 前值 0.94	16
图表 30: 欧元区周度 GDP 跟踪回落至 1.9%, 前值 2.7%	16
图表 31: 美国粗钢产量回落至 165.4 万短吨	16
图表 32: 美国粗钢产能利用率回落至 74%, 上周值 74.4%	16
图表 33: 德国及欧元区 2 月景气预期改善	17
图表 34: 欧元区 M1 回落, 经济改善持续性需观察	17
图表 35: 欧洲经济现状改善, 德国略回落	17
图表 36: 日本周度 GDP 跟踪回落至 1.9%, 前值 2.8%	17
图表 37: 美国红皮书零售增速回升至 5.3%, 前值 4.9%	17
图表 38: 今年美国红皮书零售增速与 2019 年持平	17
图表 39: 全球 Open Table 用餐人数 2 月以来回升	18
图表 40: 柏林、伦敦外出就餐修复较好, 纽约较差	18
图表 41: 美国 1 月收入、消费支出增速共同回升	18
图表 42: 美国消费者信心连续三个月回升	18
图表 43: 欧元区消费者信心连续 5 个月回升	18
图表 44: 英德消费者信心 2 月份回升	18
图表 45: 1 月美国新房销售折年数回升至 67 万套	19

图表 46:	上周 REALTOR 房屋挂牌价增速回落至 0.07%.....	19
图表 47:	本周美 30 年贷款利率升至 6.5%，十债收 3.9%.....	19
图表 48:	美国抵押贷款综合指数上周回落至 199.8.....	19
图表 49:	欧元区 12 月营建支出回落.....	19
图表 50:	欧元区 12 月营建支出同环比均下跌.....	19
图表 51:	上周美国原油库存增加 764 万桶.....	20
图表 52:	上周美国战略原油储备不变.....	20
图表 53:	本周 BDI 指数大幅抬升.....	20
图表 54:	本周 CCFI 海运价格延续回落.....	20
图表 55:	本周伦敦、柏林、纽约等交通拥堵指数回升.....	20
图表 56:	纽约拥堵指数好于 2022 年，弱于 2019 年.....	20
图表 57:	纽约地铁载客量明显强于 2022、2021 年.....	21
图表 58:	美国 TSA 安检人数略好于 2019 年.....	21
图表 59:	美国 2 月 18 日当周初请失业人数降至 19.2 万.....	21
图表 60:	持有失业保险人群的失业率升至 1.1%.....	21
图表 61:	当周，发达国家股指悉数下跌.....	22
图表 62:	当周，新兴市场股指普遍下跌.....	22
图表 63:	当周，美股行业多数下跌.....	22
图表 64:	当周，欧元区行业悉数下跌.....	22
图表 65:	当周，恒生指数全线下跌.....	22
图表 66:	当周，恒生行业多数下跌.....	22
图表 67:	当周，主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行.....	23
图表 68:	当周，美英 10Y 收益率上行，德 10Y 收益率下行.....	23
图表 69:	当周，主要新兴国家 10Y 国债收益率多数上行.....	23
图表 70:	当周，巴西 10Y 国债收益率上行，土耳其下行.....	23
图表 71:	当周，美元指数上涨，欧元兑美元贬值.....	24
图表 72:	当周，欧元和英镑兑美元均贬值.....	24
图表 73:	当周，主要新兴市场兑美元普遍贬值.....	24
图表 74:	雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均贬值.....	24
图表 75:	当周，美元和英镑兑人民币升值.....	24
图表 76:	当周，人民币兑美元贬值.....	24
图表 77:	当周，商品价格走势整体分化.....	25
图表 78:	WTI 原油、布伦特原油价格窄幅震荡.....	25
图表 79:	当周，动力煤价格持平，焦煤价格大幅上涨.....	25
图表 80:	当周，铜铝价格共振下跌.....	26

图表 81: 当周, 通胀预期回升	26
图表 82: 当周, 黄金和白银价格均下跌	26
图表 83: 当周, 10Y 美债实际收益率上行	26

在劳动力短缺、新冠疫情加速全球供应链重构和能源转型背景下，通胀中枢的上行似乎已经成为共识。而在短期，美国经济基本面韧性持续超预期。那么，要想尽快使通胀收敛至2%目标，美联储必须“制造衰退”吗？为了“软着陆”，美联储会上调通胀目标吗？

一、热点思考：美联储会上调通胀目标吗？

（一）2%通胀目标的历史渊源及其合理性

通胀目标制是央行维持物价稳定的一种策略。明确实施通胀目标制的中央银行数量已达到34家（如果包含隐性通胀目标，数量为74^①）。1989年12月，新西兰央行首开先河，宣布实施通胀目标制。紧随其后的是加拿大银行（1991年）和英格兰银行（1992年）。按照英格兰银行中央银行研究中心（Centre for Central Banking Studies）的统计，截止到2012年初，共有27个国家的中央银行实施了明确的通胀目标制^②。美国、日本和印度分别在2012年、2013年和2016年采用。至今，明确实施通胀目标制的央行为34家。

根据历史通胀水平，不同经济体设定的通胀目标不同，部分也会进行动态调整。自实施以来，英格兰银行、欧央行、美联储和日央行的通胀目标都是2%，但含义略有差异。比如欧央行是“略低于”2%，日央行是“略高于”2%，美联储初期是2%，2020年后采用了“平均通胀目标”，所以是一段时期内“平均”2%。

图表1：实施“通胀目标制”的中央银行及通胀目标的演变

国家/地区	目标通胀率				国家/地区	目标通胀率			
	采用日期	采用时	2023年	2022年		采用日期	采用时	2023年	2022年
新西兰	1990	1%-3%	1%-3%	1%-3%	菲律宾	2002	4%+/-1%	2%-4%	2%-4%
加拿大	1991	2%+/-1%	1%-3%	1%-3%	瓜地马拉	2005	5%+/-1%		
英国	1992	2%(点目标)	2%	2%	印尼	2005	5%+/-1%	2%-4%	2%-4%
澳大利亚	1993	2%-3%		2%-3%	罗马尼亚	2005	3%+/-1%		1.5%-3.5%
瑞典	1993	2%(点目标)	1%-3%	1%-3%	塞尔维亚	2006	4%-8%		3%
捷克	1997	3%+/-1%	1%-3%	1%-3%	土耳其	2006	5.5%+/-2%	5%	5%
以色列	1997	2%+/-1%	1%-3%	1%-3%	亚美尼亚	2006	4.5%+/-1.5%	4%+/-1.5%	4%+/-1.5%
波兰	1998	2.5%+/-1%	2.5%	2.5%	迦纳	2007	8.5%+/-2%		8%+/-2%
欧元区	1998	2%(点目标)	2%	2%	乌拉圭	2007	3%-7%	3%-6%	3%-6%
巴西	1999	4.5%+/-2%	1.75%-4.75%	2%-5%	阿尔巴尼亚	2009	3%+/-1%		3%+/-1%
智利	1999	3%+/-1%	2%-4%	2%-4%	乔治亚州	2009	3%		3%
哥伦比亚	1999	2%-4%		2%-4%	巴拉圭	2011	4.50%	2%-6%	2%-6%
南非	2000	3%-6%	3%-6%	3%-6%	乌干达	2011	5%		
泰国	2000	0.5%-3%	1%-3%	1%-3%	多米尼加	2012	3%-5%		3%-5%
匈牙利	2001	3%+/-1%		3%	美国	2012	2%(点目标)	2%	2%
墨西哥	2001	3%+/-1%	2%-4%	2%-4%	日本	2013	2%		2%
冰岛	2001	2.5%+/-1.5%		2.50%	摩尔多瓦	2013	3.5%-6.5%	6.5%	6.5%
韩国	2001	3%+/-1%		2%	印度	2015	2%-6%		2%-6%
挪威	2001	2.5%+/-1%	1%-3%	1%-3%	哈萨克斯坦	2015	4%	7.5%-9.5%	4%-6%
秘鲁	2002	2%+/-1%	3%	3%	俄罗斯	2015	4%	4%	4%

来源：IMF、维基百科、国金证券研究所

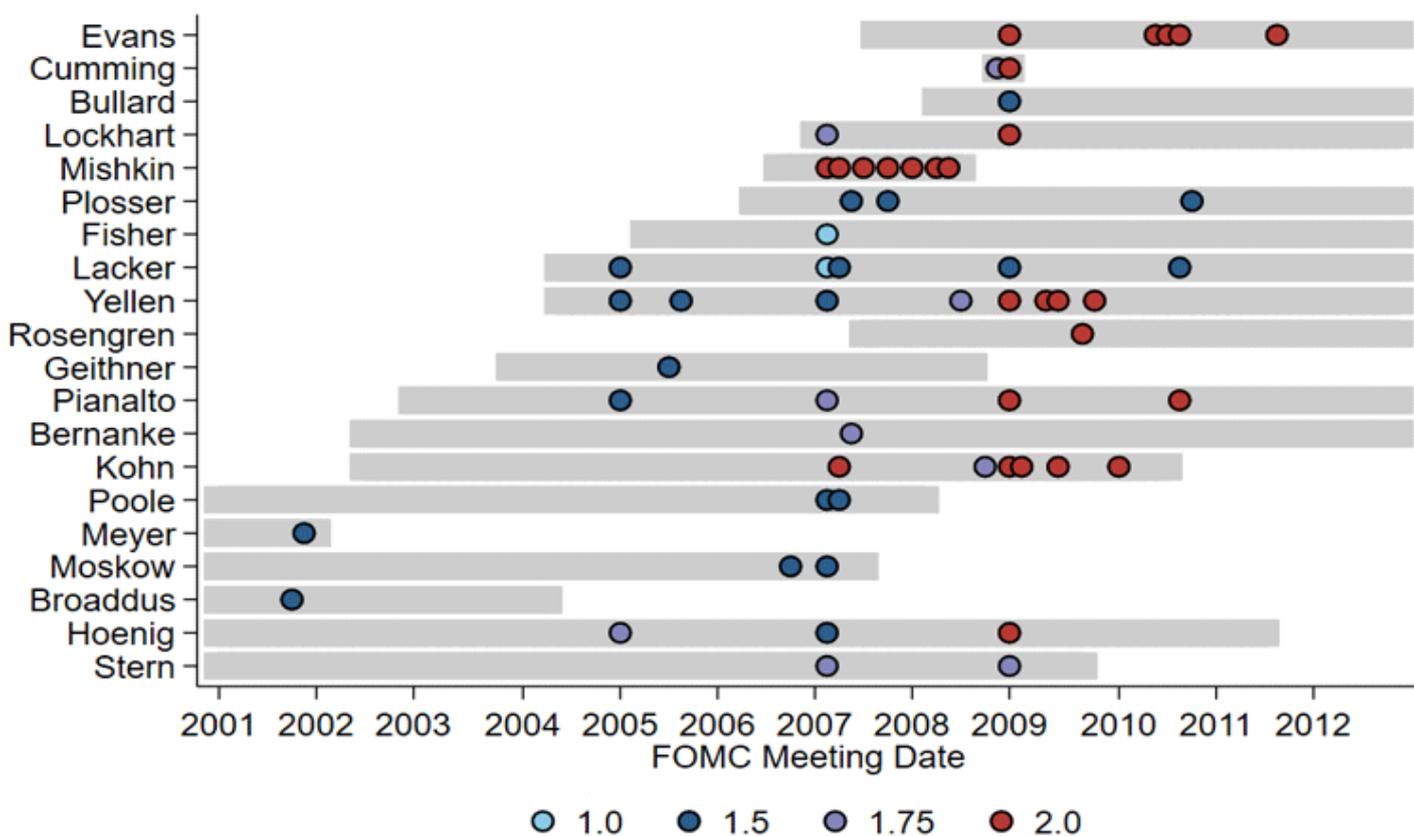
在“零利率约束”的背景下，2%通胀目标还有助于为宽松的货币政策创造空间。在2012年确定2%通胀目标之前，美联储内部进行了充分的讨论，1.0%、1.5%、1.75%和2%的意见都有，但2%明显占优，其次是1.5%。美联储主席伯南克前主席认为，2%的通胀目标有助于平衡美联储的双重使命：它既足够低——与价格稳定的使命保持一致；又足够高——可以在利率触及零下限之前提供足够的降息空间，以维持美联储追求充分就业的能力^③。

^① <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html>

^② <https://web.archive.org/web/20170811125823/http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbs/hb29.pdf>

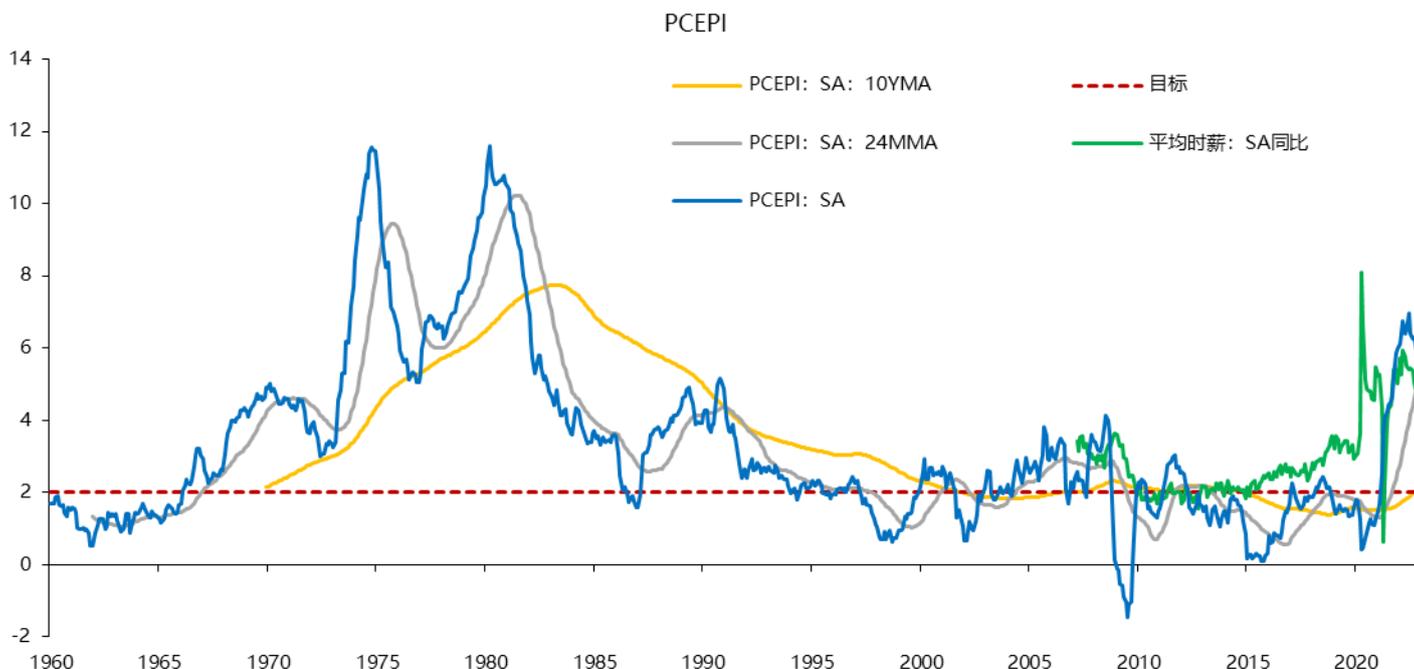
^③ 参考：伯南克，《21世纪货币政策》。

图表2: FOMC 成员关于通胀目标的意见



来源: 美联储®, 国金证券研究所

图表3: 基于事实的2%通胀目标



来源: wind、国金证券研究所

实施通胀目标制的一个背景是上世纪70年代初布雷顿森林体系的瓦解。在金本位和布雷

^① <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2019/april/evolution-of-fomc-explicit-inflation-target>

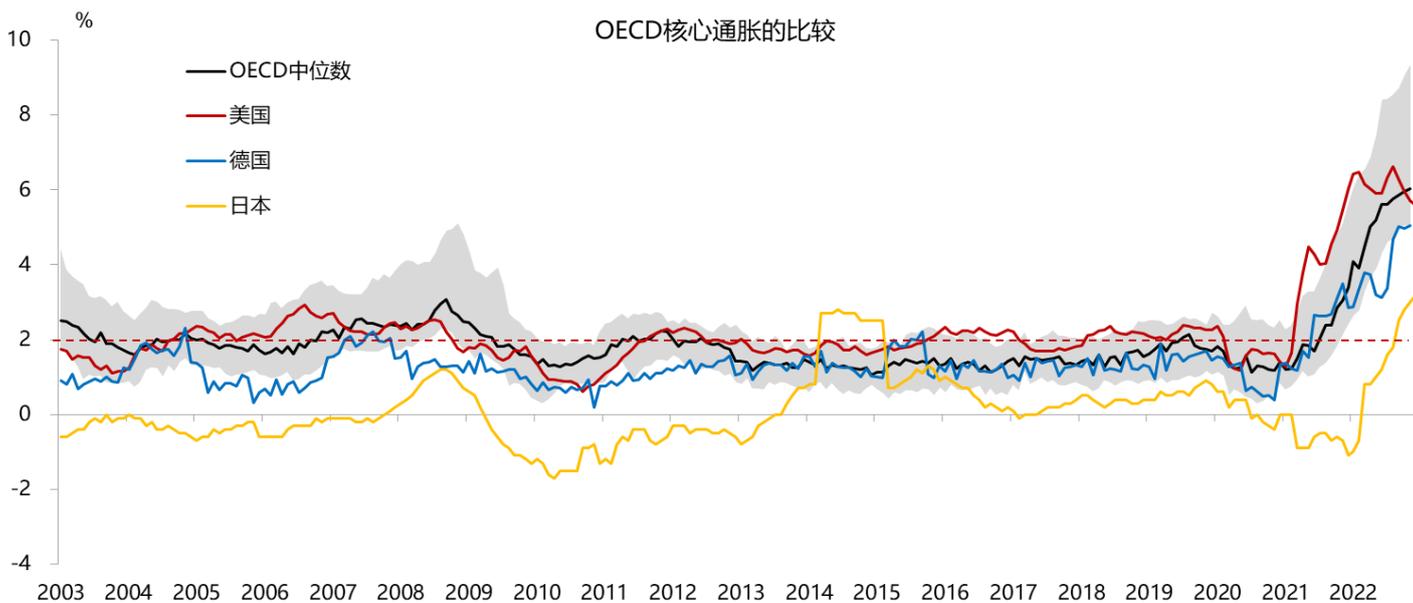
顿森林体系(金汇兑本位制)下,黄金是货币价值的“锚”。1971-73年,随着布雷顿森林体系的瓦解,国际货币体系进入纯信用的“美元本位”时代,汇率也因此进入浮动汇率时代。一篮子物品价格就是货币价值新的“锚”,其对应的就是通胀目标制。在经济学理论上,新古典学派和“理性预期”理论也为通胀目标制提供了理论基础。

三十多年来的经验证明,通胀目标制有助于提高政策透明度和可信度,进而有利于物价稳定。但是,它并非没有缺陷。尤其是2008年全球金融危机以来,货币政策目标是否应该包括资产价格就是持续被讨论的话题。这至少说明,通胀目标制是有局限的。所以,并非物价稳定了,货币当局就可以“高枕无忧”了。

关于物价稳定目标的局限性,日央行或许算得上“先知先觉”。上世纪80年代,日本一直处于低且稳定的通胀环境中,1982-89年CPI通胀的均值为1.59%。1985年“广场协议”后,日元升值进入“快车道”,加剧了日本“输入性通缩”的压力。日本政府因此出台了扩张的财政、货币政策,资产价格泡沫愈演愈烈。80年代后半期,6大城市土地价格和东京证券交易所综合指数涨了2倍。1990-91年,股市和地产泡沫依次破裂,叠加人口老龄化,日本经济陷入长期通缩困境。所以,1997年新《日本银行法》规定,日本银行的理念是,“通过实现物价稳定促进国民经济的健康发展。”简言之,物价稳定是工具,不是目的。

市场关注的一个焦点是:美联储是否会上调通胀目标。市场怀疑:在基本面韧性持续超预期和劳动力市场“非常紧张”的背景下,美国的通胀能否回到2%?上调目标至3%不是更容易实现?这样一来,美联储也就不需要人为地“制造”一场衰退了。我们认为,美联储上调通胀目标的条件既不充分,也不必要,概率微乎其微。

图表4: 后疫情时代,海外通胀大幅上行



来源: OECD、国金证券研究所

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_52577

