



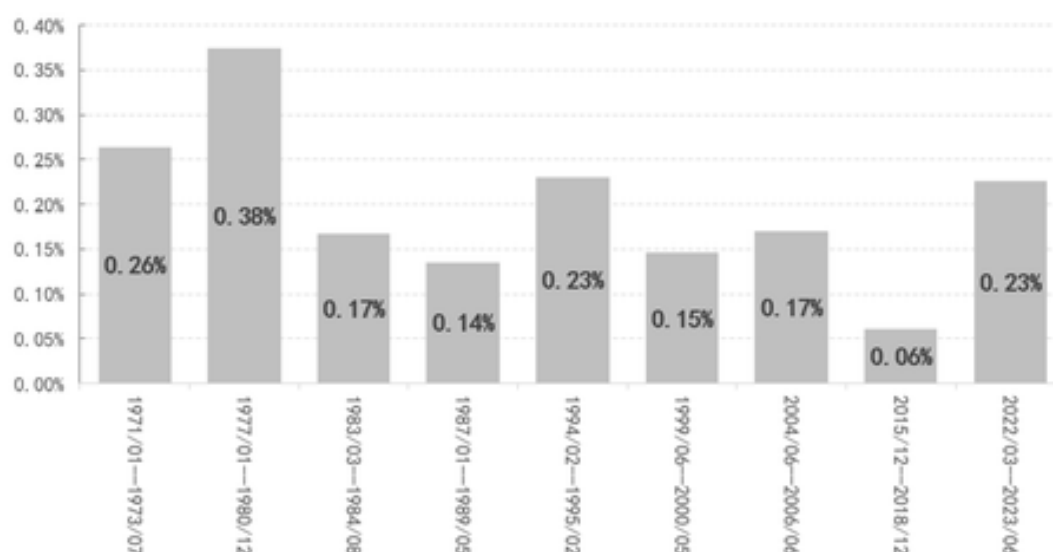
张涛：仅靠一轮紧缩，美联储是无法驯服通胀的



文/张涛、路思远

我们虽然于去年就已认识到“全球化共识的破裂和跨境投资成本的抬升，给全球经济造成的影响短期内难有改变，这就意味着，疫后很长一段时期内，全球都要面临供需失衡的局面。”并基于此认为“本轮通胀不是暂时性”（参见《为何本轮通胀不是暂时性》），但之后的通胀形势及央行的变化还是远超我们预期，尤其是美联储的转变更是令我们年初对美债市场的预判完全落空。在 6 月份议息会议上，美联储进一步将加息幅度提高至 75BPs，鲍威尔更是再次强调要“无条件”对抗通胀，且表示会尽快将政策利率提升至中性利率之上，而按照 6 月份美联储公布的最新政策利率点阵图情况，本轮加息的预期速度已经提高至 23BPs/月，与联储在 1994-1995 年加息周期的实际操作节奏相当。

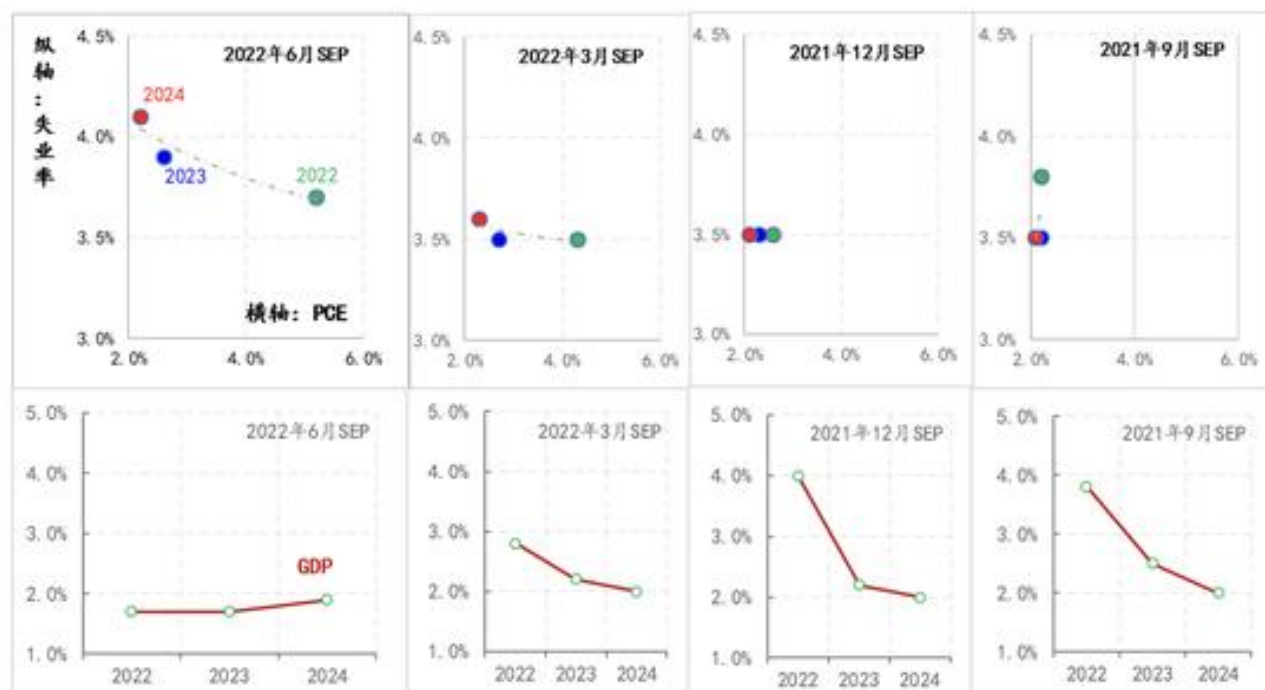
图 1: 美联储历次加息周期的平均每月实际加息幅度与本次的节奏预期



另外，美联储在 6 月份已经开展的缩表操作（QT）也将起到类似加息

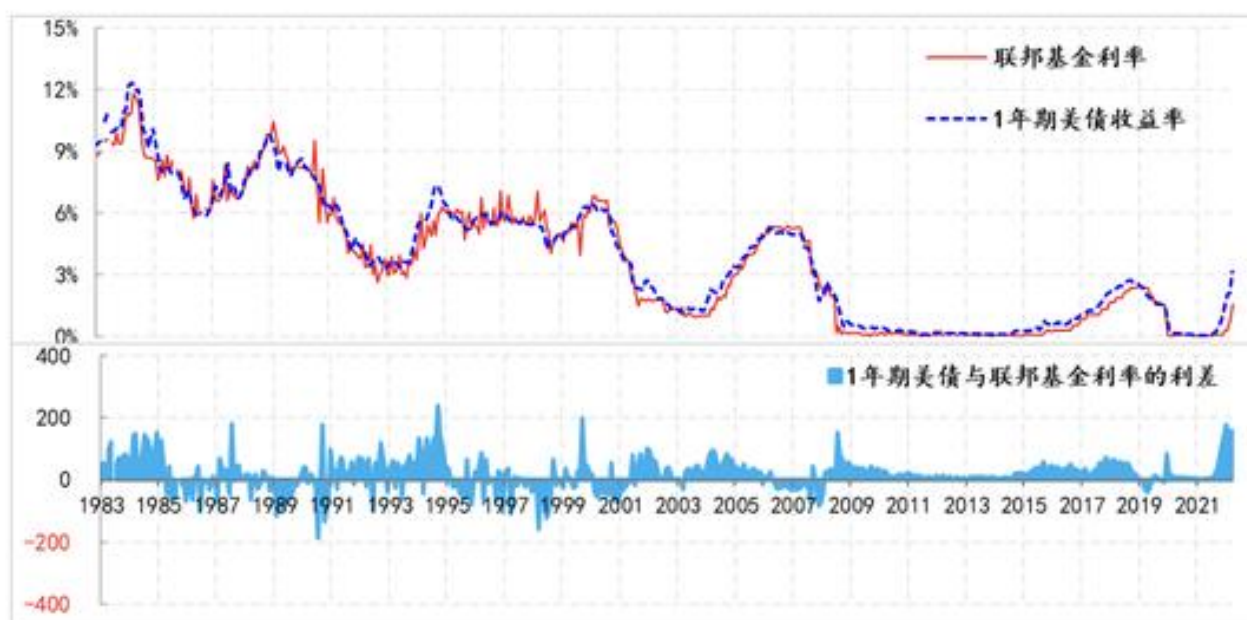
的效果，近日鲍威尔公开表示本轮缩表的规模可能在 2.5 万亿至 3 万亿美元，按照美联储研究，如此规模的缩表大致等同于 50-60BPs 的加息。

图 2：美联储的经济预测（2021 年 9 月至 2022 年 6 月）



然而，即便美联储如此坚决地将对抗通胀重新列为政策首要任务，但若观察过去一年间美联储对通胀、就业和经济增长预测的变化情况(SEP)，实现“软着陆”的难度越来越大。截至 6 月末，美联储预期 2022-2023 年的通胀中枢水平分别为 5.2%和 2.6%，较一年前的预测有了明显抬升，2022-2023 年的失业率预测分别为 3.7%和 3.9%，也较一年前预测有所抬升，对应 2022-2023 年的 GDP 则下调了预期增速，若从过去一年间所做的四次预测变化来看，美联储已将美国经济回归正常的时间延后至 2024 年左右。

图 3：联邦基金利率、1 年期美债收益率及利差变化情况



市场已将美联储释放出的政策信号提前交易 (Price in)，目前 1 年期美债收益率中枢接近 3.2%，与现行联邦基金利率的利差最多已扩大至 240BPs 左右，表明市场已经预期在未来 12 个月内，美联储的加息幅度将接近 240BPs。以此推算，美联储的加息速度就将接近 25BPs /月，基本与沃尔克的加息节奏相当。当年在沃尔克的快速加息后，美国失业率大幅上升了 5 个百分点至 10.8%，最多时有超过 1200 万人失业，道指的跌幅也接近 25%，反映出激进地紧缩政策，成本一定是巨大的，但即便如此，鲍威尔和美联储其他人员仍在持续说服市场相信其对抗通胀的决心，显示出美联储在尽力防止通胀固化成影响经济中长期良性运行的顽疾。

但我们依然认为美联储无法仅通过一轮加息和缩表的紧缩操作就能成功驯服通胀，对此我们在《为何本轮通胀不是暂时性》已有所提及：“全球范式转换完成之前，通胀压力很难被根除，因此，本轮通胀对经济的冲

击绝不是一次性的，而是多轮冲击。”尤其是我们再次仔细梳理造成本轮通胀的原因时，更多的线索和因素进一步强化了我们的判断。



一是，新冠疫情不仅对经济产生巨大的外生性冲击，严重扰乱了全球供应体系，还阶段性改变了人们的经济行为，居家时间大幅增长带来的耐用消费品需求的井喷式增长，另外多轮财政纾困对居民消费能力额外补充也推动了消费需求的报复性反弹等，当然这些因素都多多少少具有一定阶

段性特征，会随着疫情消退而逐步减弱，但其中某些结构性因素仍可能长期存在

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_43320

