



管涛：美联储还会犯“错”吗？



意见领袖 | 管涛

先是通胀暂时论被证伪，再是通胀见顶论破产，美联储被迫转向追赶式加息，到今年 7 月份连续四次加息，是 1980 年以来最快且最陡峭的加息周期。美联储主席鲍威尔继上月底在杰克逊霍尔年会上发表讲话后，9 月 8 日又重申：“历史强烈地警告过我们，不要过早放松货币政策。我可以向你保证，我和我的同事强烈承诺完成（保证物价稳定的）任务，并且一直坚持到任务完成。”当即，CME 反映美联储加息概率预期的美联储观察工具显示，9 月份加息 75BP 的概率升至 80% 以上。之前，美联储错在货币紧缩做得太迟太少，导致美国通胀脱锚风险上升。现在，美联储会不会因为货币紧缩做得太快太多，导致美国经济硬着陆呢？



都是平均通胀目标制“惹的祸”

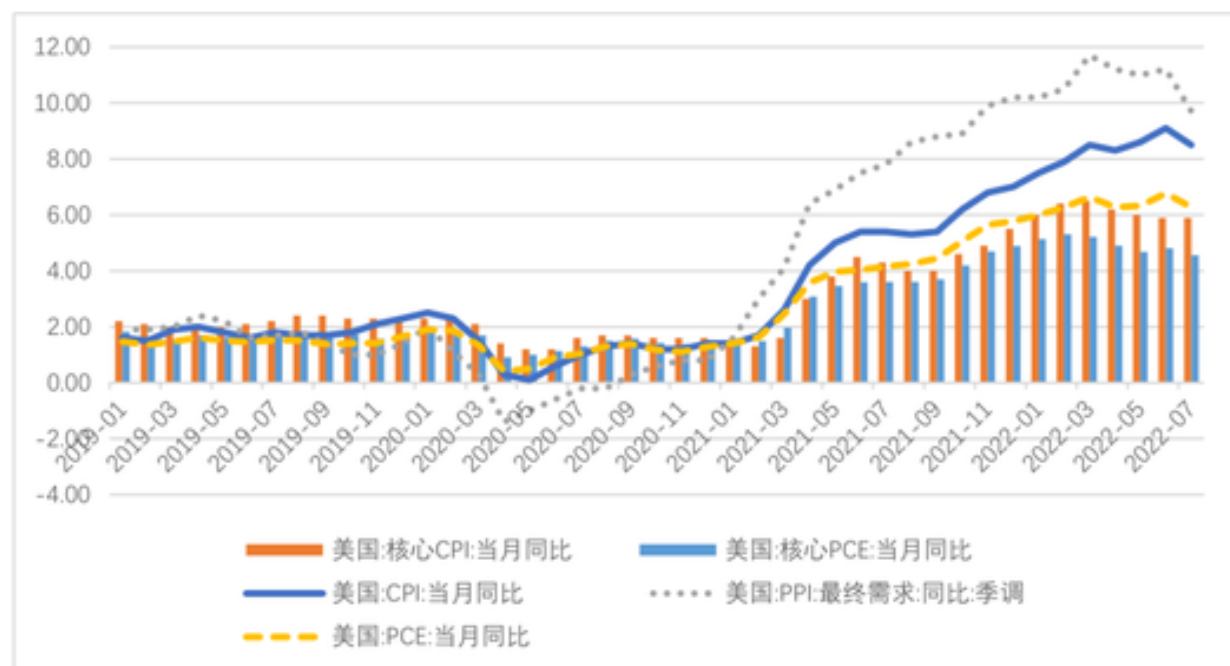
两年前的杰克逊霍尔年会上，鲍威尔宣布，为了支持劳动力市场和经济复苏，美联储的新策略是形式灵活的“平均通胀目标制”，希望通胀在一段时间内“平均”增长 2%，将允许通胀率“适度”高于 2%。美联储在其官网同步发布了相关声明。这是 2012 年底以来，对前瞻性指引的货币政策框架进行的一次大调整。

前瞻性指引是指央行提前向市场释放出货币政策走向的信息，以引导市场预期，使得市场预期与央行的引导预期一致。美联储对前瞻性指引的使用始于 2003 年互联网泡沫破灭后，盛行于 2008 年金融危机爆发后，但措辞通常比较模糊。直到 2012 年 12 月，美联储进一步明确了前瞻性指引的内容，宣称至少在三个条件得到满足时维持低利率，即失业率高于 6.5%、未来一两年的通胀预期不超过 2.5%，以及长期通胀预期保持稳定。2020 年 8 月份的调整，向市场传递了美联储通胀容忍度增加，可能在很长时期内不会考虑加息的信号。

这主要是担心新冠疫情冲击引发的通缩效应。2020 年 3~8 月份，美国 CPI 月度同比增速平均为 0.8%，核心 CPI 为 1.5%，PPI 为 -0.5%，PCE 为 0.9%，核心 PCE 为 1.3%（见图 1）。从日本和欧洲的经验看，通缩环境下，货币政策将掉入流动性陷阱。有鉴于此，美联储前主席伯南克在 2008 年全球金融海啸爆发后，大胆启用了零利率和量化宽松等非常规货币政策工具。2020 年 3 月，新冠疫情演变成全球大流行后，鲍威尔也果断启用了零利率和无限量宽。这两次操作都是力挽狂澜，为两位主席和美联储赢得

了崇高的声誉。

图 1：美国主要通胀指标月度同比增速（单位：%）



资料来源：美国劳工部；美国经济分析局；WIND；中银证券 凭澜观涛

股神巴菲特常说：“模糊的正确远胜于精确的错误。”鲍威尔也有过类似的表态。2020年10月初，他曾表示，美国经济复苏尚未完成，政策支持过多造成的风险要小于支持过少，即使最终证明实际政策行动超出了需要，那也不会白费力气——经济复苏将更强劲、更快。言下之意，即使政策做多了，大不了就是经济过热。由此可见，美联储对于通胀抬头是有思想准备的，甚至乐见其成。

去年4月份起，美国CPI通胀持续爆表（见图1）。6月份，美联储利率决议发布的点阵图还把加息时间设定在2023年底之前。同年8月底杰克逊霍尔年会演讲时，鲍威尔披露美联储可能会从年内开始缩减购债，却

表示这距首次加息时间尚远。当日，美股大涨、美元跳水（见图 2）。

图 2：美股及美元走势（单位：1973 年 3 月=100）



资料来源：美国标准普尔公司；倚天财经；WIND；中银证券宏观观察

今天，美国 CPI 通胀已到了 8%~9%，联邦基金利率却还在 2.25%~2.50%，美联储严重落后于市场曲线。这不单纯是因为美联储对新冠疫情引发的供应链扰动出现了误判，也不是因为没有预见到突如其来的俄乌冲突。更重要的是，两年前引入平均通胀目标制，本身就废弃了格林斯潘、伯南克时期美联储货币政策稳物价先发制人的传统，美联储才会心存侥幸，给货币宽松寻找各种借口。其实，早在去年初新政府提出新的经济刺激计划时，前财长萨默斯就警告这可能导致“经济过热”，因为该提议是预期经济产出负缺口的 3 倍，而 2009 年的刺激措施只是负缺口的一

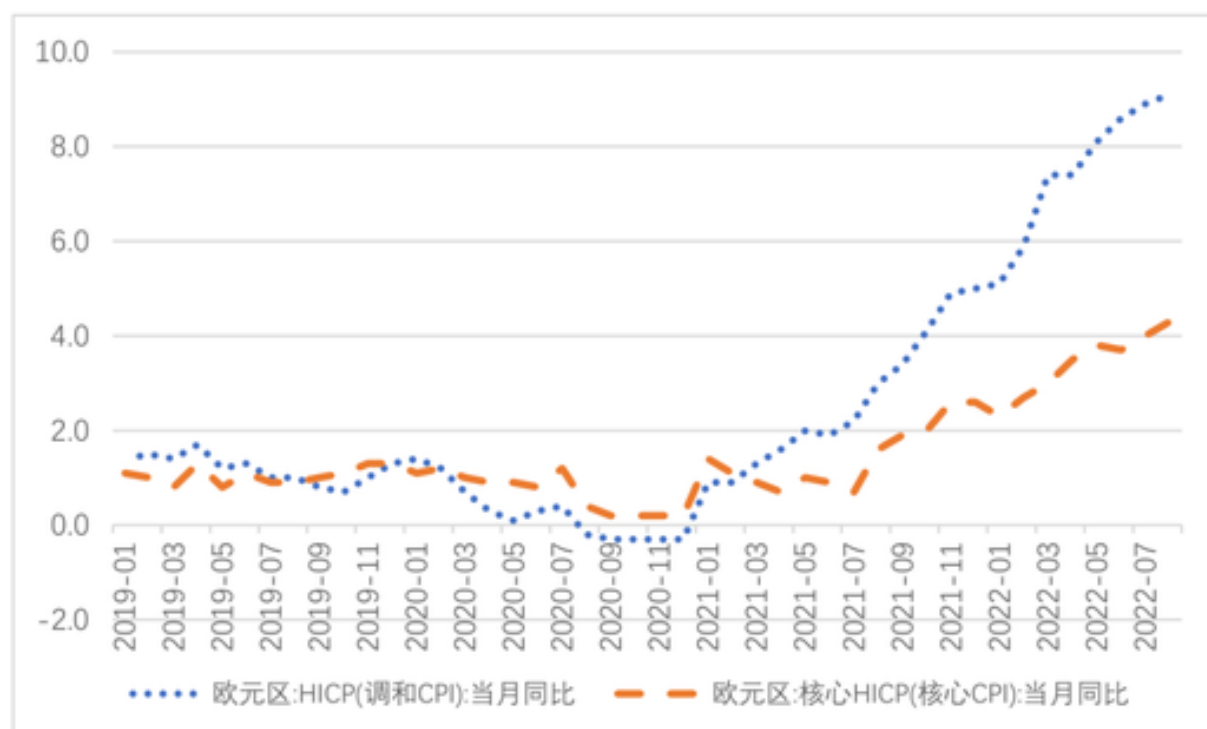
半。

欧央行激进加息的冒险之举

今年 7 月份，欧央行一次性加息 50BP，为十一年来首次加息，且一举就终结了八年之久的负利率时代。9 月份，欧央行又背对背加息 75BP，为史上最大幅度的加息。之后，欧央行行长拉加德表示，由于通胀始终保持在过高水平且可能未来一段时间内高于所设定目标，欧央行将“在接下来的几次会议上”继续加息。

此前，欧央行一直非常犹豫，试图尽可能长时间地维持负利率政策，直至经济取得实质性复苏。然而，欧元区调和 CPI (HICP) 同比增速自去年 7 月份超过 2% 以来，到今年 8 月份已飙升至 9.1%；核心 HICP 同比增速自去年 11 月份突破 2% 以来，到今年 8 月份升至 4.3%（见图 3）。这将以稳物价为己任的欧央行逼到了“墙角”。

图 3：欧元区通胀同比变动（单位：%）

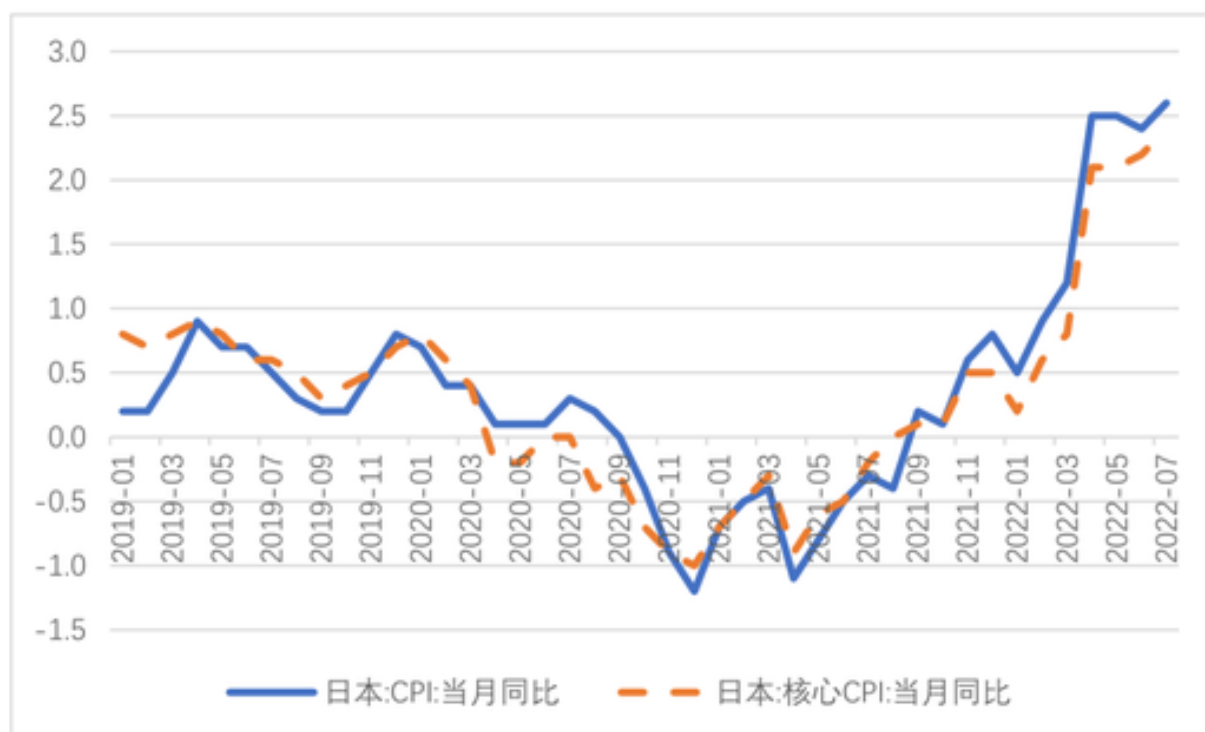


资料来源：欧盟统计局；WIND；中银证券

凭澜观涛

日本央行比较幸运。今年4月份以来，日本CPI和核心CPI同比增速连续超过2%，但到7月份分别仅为2.6%和2.4%，通胀仍属温和(见图4)。所以，日本央行还可以好整以暇地用“通胀不稳固”为借口，坚守收益率曲线控制（YCC），表示需要看到工资和物价上涨的良性循环。

图 4：日本通胀同比变动（单位：%）



资料来源：日本统计局；WIND；中银证券

凭澜观涛

欧央行则是明知不可为而为之。7 月份议息会议后，拉加德澄清加息是应对通胀风险加剧的无奈之举，同时指出欧元区经济活动正在放缓。9 月份二度加息后，欧央行主要再融资利率仅为 1.25%，远低于 8 月份欧元区的平均通胀率，以及德国（8.8%）、意大利（9.0%）、西班牙（10.3%）

等国的通胀率（见图 3 和图 4）

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_45996

