



程实：加息“终点”恐超预期



意见领袖 | 程实（工银国际首席经济学家）、张弘頔（工银国际资深经济学家）

美联储在 9 月的 FOMC 会议上将联邦基金利率上调 75 个基点至 3%-3.25% 区间, 实现连续第三个季度上调利率, 并将借贷成本推至 2008 年以来的最高水平。正如我们在报告《抗击通胀之路依旧漫长》中指出, 从通胀预期, 总体通胀率以及近期食品和能源价格几个重要分项来看, 加息 100 个基点暂不具备充分的数据支持。然而短期通胀分项数据的见顶回落也不足以改变美联储货币政策“加息并保持”的决心和态度。我们假设美国通胀环比每月平均下滑 0.1 个百分点的情况下, 美国 9-11 月的核心通胀预计仍将保持在 6% 以上, 而 10-12 月的核心通胀率预计也将维持在 5.77%。因此, 未来年内两次议息会议若决议 75/75 或 75/50 的加息幅度也将被视为新的常态化。长期来看, 美国内外经济供需失衡导致美国“工资-价格螺旋”以及价值链上的企业相对交易成本优势将继续支持美国通胀保持在一定高位。从鲍威尔的讲话和联储最新的加息预期来看, 我们预计联储长期终端利率将超过 4.5%。



4 季度美国核心通胀同比难下 5.5%，年内强势加息将进行到底。当前美国市场租金指数存在回落趋势。美国二手汽车和卡车价格也出现见顶迹象（预计未来 6 个月存在 30%以上的下行空间）。同时，1 年期和 3 年期通胀预期中值近期回落支持美联储避免激进式加息 100 个基点。但是考虑到美国的通胀粘性仍然较高。加上进入冬季欧元区面临能源短缺威胁可能对美国带来新一轮价格外溢影响，我们认为今年美国继续保持强势加息将毫无悬念。基于我们的预测模型，我们假设在乐观情景下，即使美国 CPI 环比增速 9-11 月平均每月下滑 0.1%。11 月核心 CPI 仍将保持在 5.84% 的水平，而 9-11 月的核心通胀（同比增速）平均值为 6.1%，10-12 月核心通胀平均值为 5.77%。此外，根据最新的 FOMC 预测，美联储对美国失业率表现仍有信心（预料今年美国失业率保持在 3.8%，2023 年失业率预计上升至 4.4%）。同时，美联储对当前生产和消费支出数据整体表现基本

满意。因此，较低的失业率和较高的核心通胀条件下，即便 11-12 月两次 FOMC 会议联储继续升息 75/75 或 75/50 基点也将被市场视为情理之中。

长期核心通胀仍难回落，明年美联储加息幅度或超市场预期。核心通胀所以顽固，核心原因一方面源于美国劳动力市场失衡导致的“工资价格螺旋”效应。另一方面，我们发现全球地缘危机抬升了美国企业在全价值链上的定价权。这种企业的定价权优势消化了加息政策对通胀的时滞影响。具体来说，尽管疫情后全球供应链持续恢复，大宗商品价格有所回落，但美国企业（尤其是制造业）仍保持较疫情前的较高利润。其中一个重要原因是美国的出口贸易正效应有所强化。乌俄危机下，欧洲的贸易条件负效应加剧，导致企业整体出口竞争力下滑，价值链上交易成本显著抬升。相比欧洲，美国出口商相对交易成本有所下降。此外，欧洲以及部分新兴市场对美国大宗商品出口依赖度显著增加，这导致出口企业拥有了更多的定价权优势。从内部来说，美国近 30 年来数据密集型产业崛起以及行业集中度抬升帮助美国企业在地缘动荡的环境中继续巩固了自身的定价优势，这种定价优势因此一定程度上消化了本国利率和薪资快速上升的带来的成本压力。未来美国企业的相对交易成本优势能否延续重要观察全球地缘矛

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_46391

