



张涛：对本轮美联储货币政策调整的思考与分析



意见领袖 | 张涛

纽约联储主席威廉姆斯在最近某次演讲中对本轮美国通胀成因作了一个形象的比喻，提出了所谓的“洋葱理论”，认为本轮美国通胀由三层原因构成：最外层是贸易品。因全球化受阻，疫情冲击，物流成本攀升，叠加各种税收壁垒，导致贸易品价格上升，这也是美联储 2021 年 11 月之前认为“通胀是暂时性的”主要原因。而随着疫情等冲击的缓解，贸易品价格确实在回落，贸易品价格导致的通胀问题被证实的确是暂时性的。中间层是耐用品。耐用品价格与供给更多取决于全球供应链是否运转顺畅。疫情前是“全球供应链”，而现在变成了“近岸外包”或者“友链”，造成能源脱钩、产能脱钩的问题，这一问题如今仍是美国国内通胀的因素之一。最内层是核心 CPI。美国核心 CPI 累计上涨了 9%，2022 年累计加息 300 个基点，劳动力市场已发生了结构性改变，形成了全面通胀。接下来，我将从七个方面对本轮美联储加息进行分析。



第一，本轮美联储加息节奏是历次美联储加息进程中最快的。从今年3月至今，平均每个月加息47个基点。按9个月来计算美元指数，美元当前明显被高估，以2000年至今的货币均值标准来衡量，美元被高估了约23%，相应地，挪威克朗、英镑币值则明显被低估。

美元最快的一轮加息

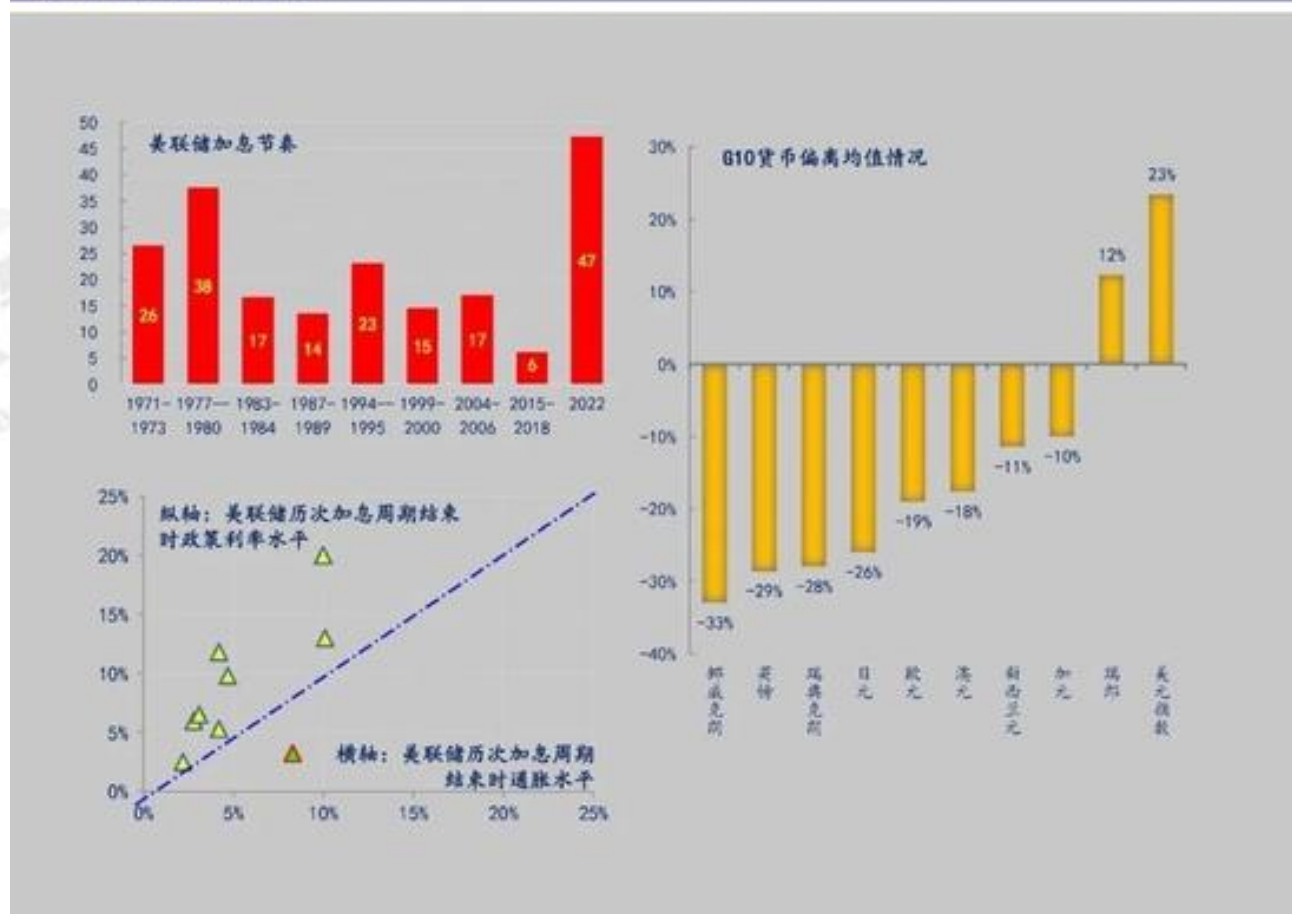


图1 本轮美联储加息节奏较快

如此快的加息节奏导致非美货币面临压力。图1左下角统计了自1971年开始的几次加息周期结束时联邦利率水平，基本政策利率均超过了同期通胀水平。而当前的政策利率为3.5%，依然远低于通胀率。本轮加息节奏过于迅猛是美元强势的主要原因。

美联储本轮QT更加克制

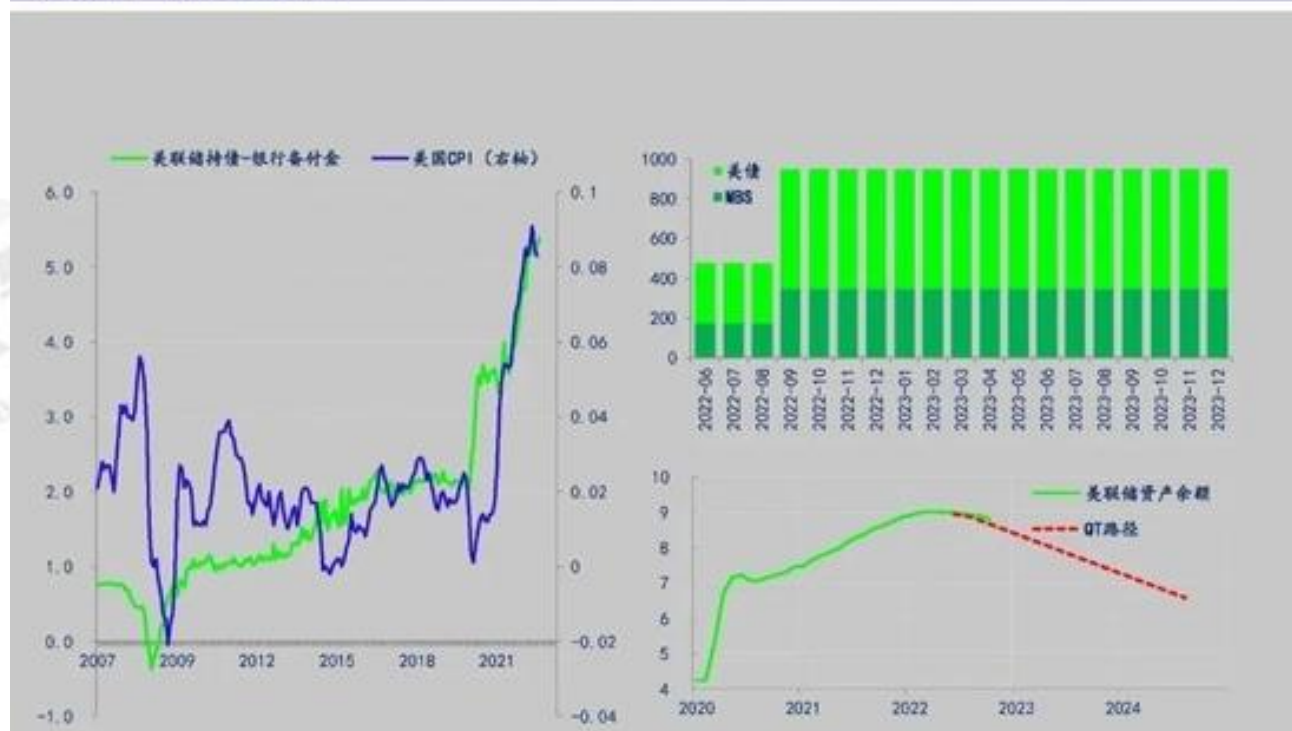


图 2 本轮美联储 QT 相对克制

第二, 美联储此次 QT 表现得更为克制, 缩表计划相对理性。比如 MBS 并没有像预期那样达到回收上限。但因此也带来一个问题, 如果刺激流动性, 通胀将被进一步大幅抬升。图 2 展示了美联储持债的规模减去银行备付金, 相当于印发的钞票投放到实体经济中的水平, 和美国 CPI 的拟合程度是比较高的。

除了调整利率水平, 要想快速缓解通胀压力, 还需在流动性方面采取措施。由于全球金融市场脆弱性, 增加流动性将促使加息节奏加快并推高加息幅度。如图 2 右下所示, 按照 950 亿/月的缩表节奏 (绿线为实际缩表进程, 红线是理论缩表上限), 整个过程执行的比较克制, 对市场而言这是

一个好消息。

美联储9月经济预测



图3 美联储 SEP 经济预测

第三，美联储 9 月《经济预测摘要》(Summary of Economic Projections, SEP) 大幅调低了对经济增长的预期。3 月份首次加息时，SEP 预测 2023 年经济增长率为 2.2%，而 9 月份 SEP 预测 2023 年经济增长率为 1%。同时，美联储不断修正“软着陆”的概念，刚开始觉得“软着陆”可以实现，6 月之后放弃了这样的预测。2022 年的 PCE 回落明显，但是失业率水平接近衰退期表现。总体而言，美联储通过 SEP 预测向市场释放了一个信号，即美联储会接受一定程度的经济衰退来解决通胀问题。

美国通胀和就业现状

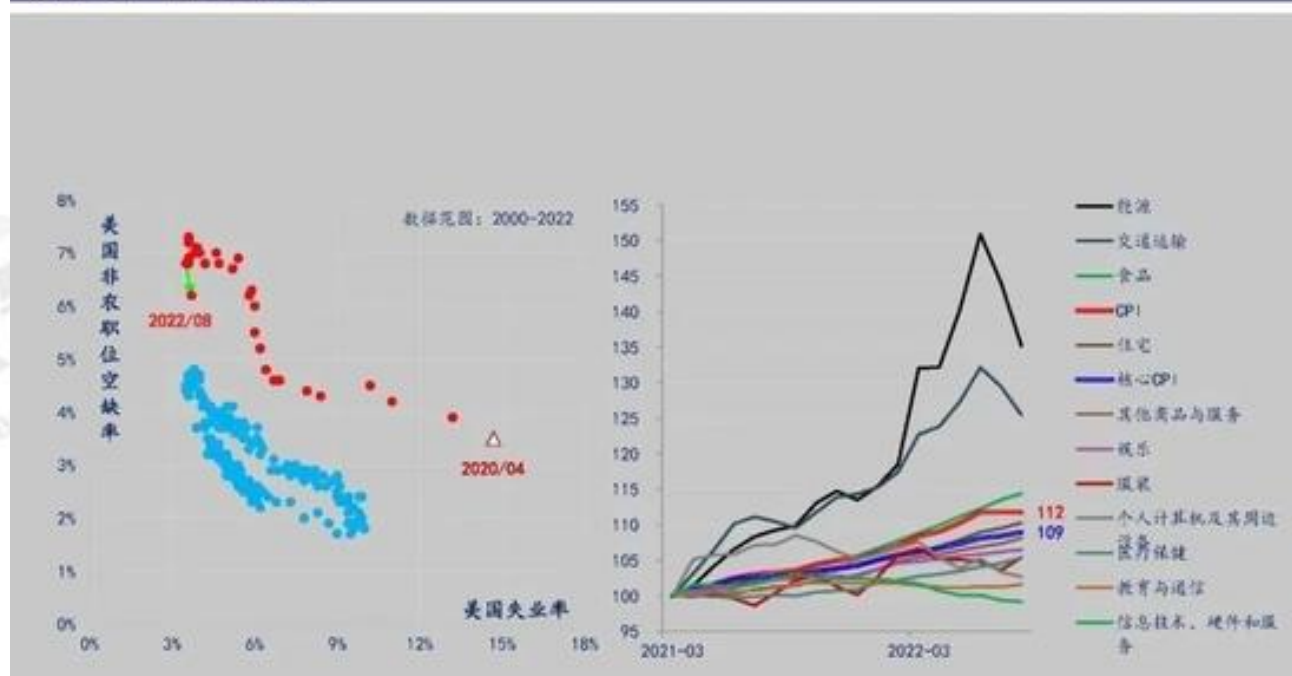


图 4 美国通胀和就业表现

第四，加息对通胀和就业的影响。如图 4 所示，左侧为美国 2000 年至今 22 年间的“贝弗里奇曲线”加权平均统计，横轴是失业率，纵轴是非农岗位空缺。由于疫情、“婴儿潮”退休及生活方式的改变，美国劳动参与率较疫情前大幅下跌 1 个百分点，相较过去，2020 年 4 月到 2022 年 8 月（红色点状图）的非农就业空缺率明显偏高。美国 CPI 自 2021 年 3 月超过 4%，标志着美国国内经济进入通胀区域。到目前为止，只有信息技术、硬件、服务价格呈下跌趋势，其他价格都在上涨。过去的近一年半里，美国核心通胀率累计上升了 9%，整体 CPI 达 12%，这是典型的全年通胀表现，加息确实可以适当缓解通胀。

美债收益率移动情况

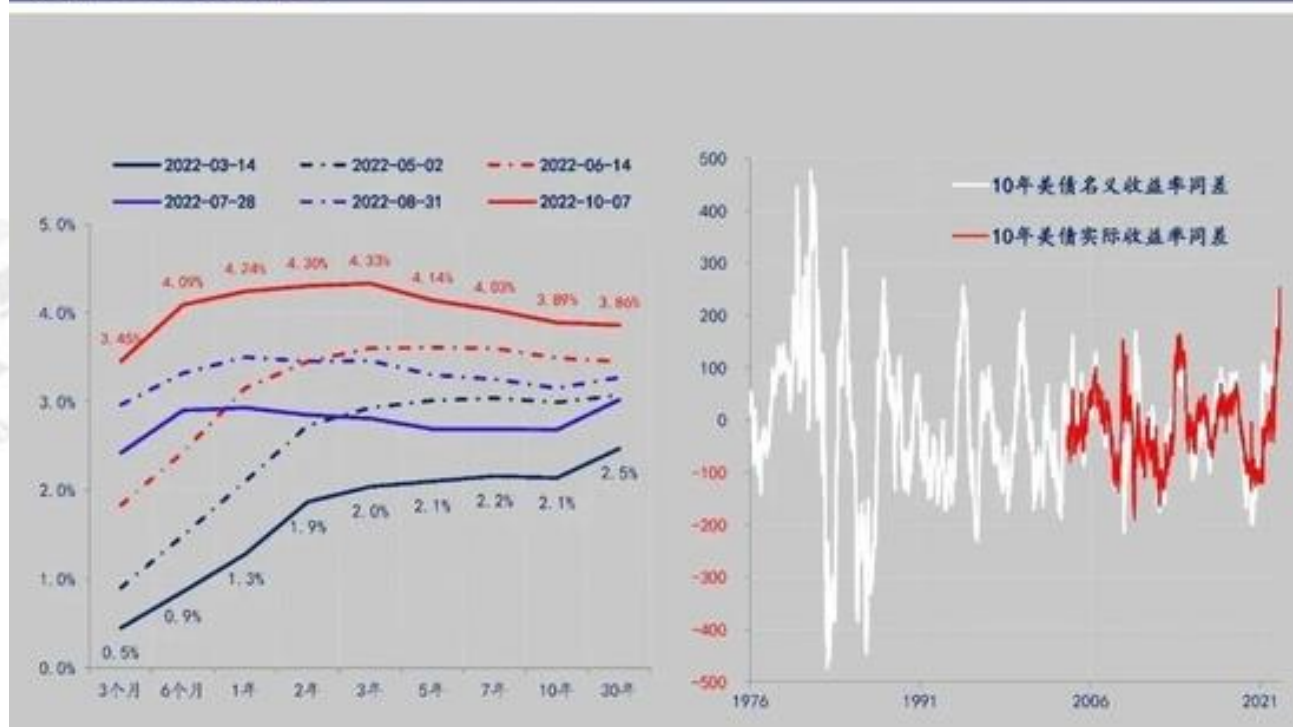


图 5 美债收益率变化

第五，美债收益率的变化。作为全球金融市场核心定价中枢，美债收益率的波动一定意味着其他金融资产定价也会随之波动。图 5 展示了 3 个月到 30 年美债收益率变化，红线表示 10 月 7 日情况，黑线表示今年 3 月加息时的情况。曲线整体缓和上行，出现 10-2 或 10-3 的利差倒挂或收窄。图 5 右侧是十年期美债名义与实际收益率同差。新世纪以来，美债收益率

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_47839

