丁安华：三个问题重估美联储货币政策走向，中国经济需更多依靠内需

意见领袖丨招商银行研究院

作者：丁安华（招商银行首席经济学家）

美联储货币政策：走向及影响

去年，美国经济面临高通胀威胁，消费物价指数居于 40 年高位，美联储被迫持续激进加息，开启“二次缩表”。

去年 3 月至今年 2 月，美联储加息八次合计 450bp，对全球经济和资本流动均产生了重大影响。

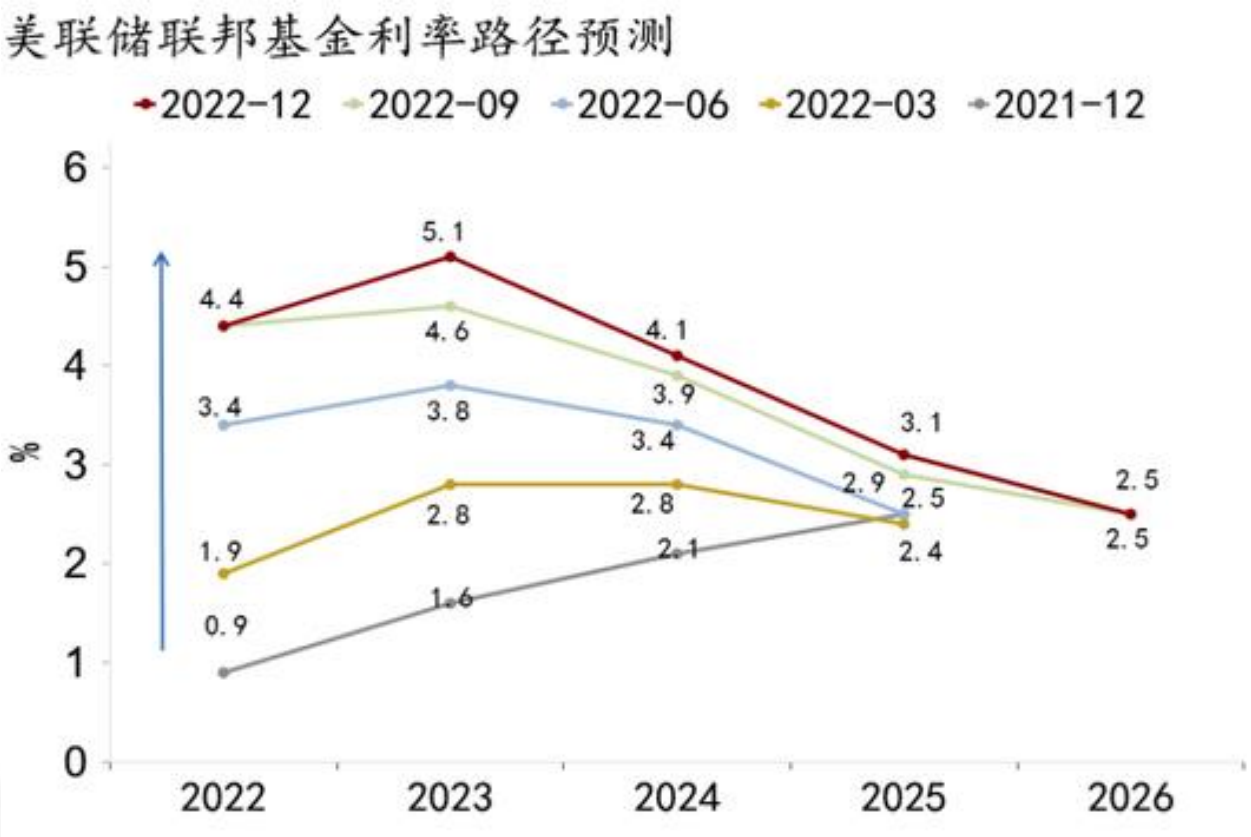
进入 2023 年，美联储的货币政策走向和对我国经济的影响如何？值得深入讨论。

https://www.yunbaogao.cn

一、美国加息周期处于什么位置?

美联储的货币政策目标，具有“双重任务”（dual mandate），即充分就业与价格稳定。去年，美国失业率处于历史低位而通胀高企，政策目标聚焦压制通胀，美联储的加息路径呈现“更高更久”的特点，点阵图曲线不断上移。目前关于今年末的政策利率预测，中位数位于 5.0-5.25%区间，较去年同期预测中值上行近 250bp。

图 1：美联储加息路径的预测演化



现在的问题是，美联储关于今年底的政策利率的预测有没有可能犯错?

https://www.yunbaogao.cn

一种观点认为，美国通胀下行的趋势已经确立，经济放缓甚至衰退的前景逐渐浮现，美联储的加息路径难以继续上移，上半年可能再加息一次25bp，就到达本轮政策周期的顶点，下半年可能进入降息的周期。

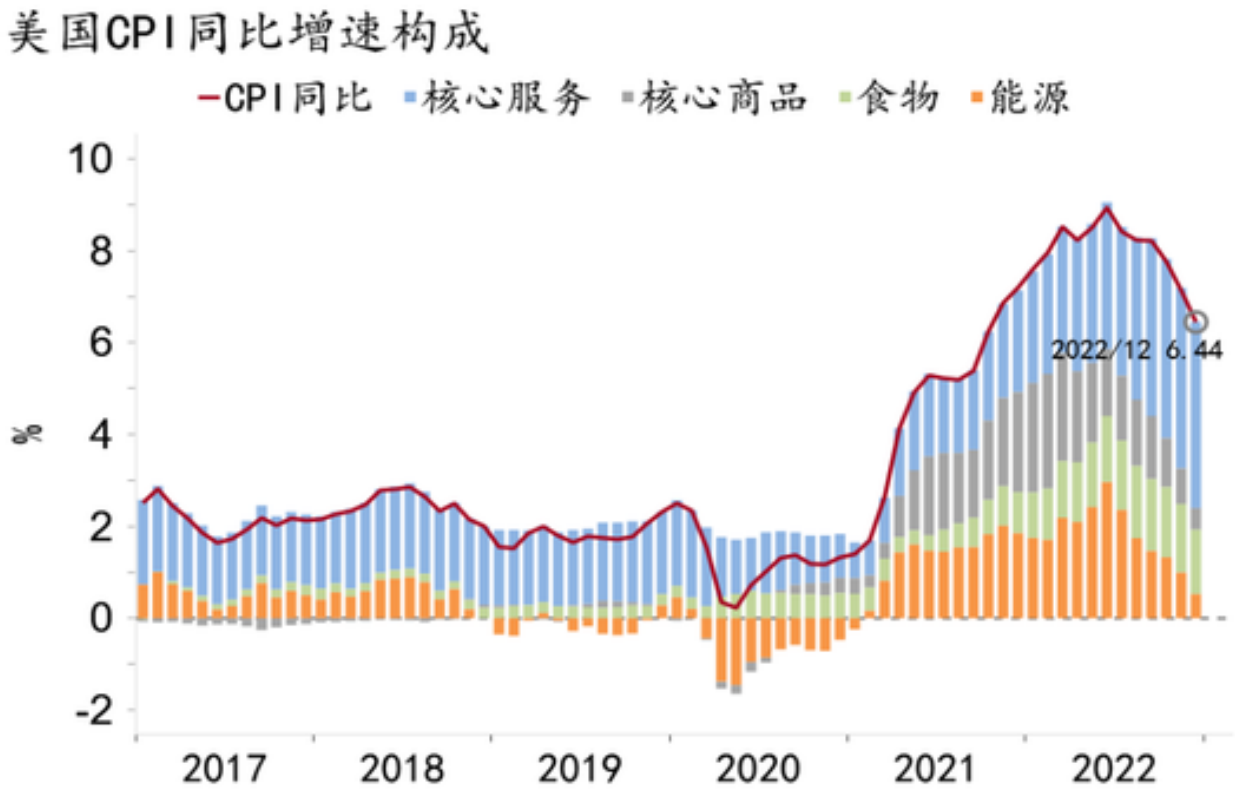
另一种观点认为，美国的就业市场仍然火爆，新增就业职位超出市场预期，通胀难以回到 2%的目标，美联储的加息曲线可能进一步上移，至少今年不会出现掉头降息的拐点。

我对通胀和美联储加息路径的看法倾向于前一种判断，但对货币政策是否出现拐点仍有怀疑。

首先，去年初美联储系统性地低估了通胀上行的斜率和高度，今年有可能在反方向上重蹈覆辙。即美联储有可能再次犯错，低估通胀下行的速度和深度。去年下半年开始，美国 CPI 通胀开始陡峭回落，由 6 月的 9.1%下行至 12 月的 6.5%。其中，核心商品通胀快速下行，代表性的指标是二手车价格。

图 2：美国 CPI 下行的趋势已经确立

https://www.yunbaogao.cn



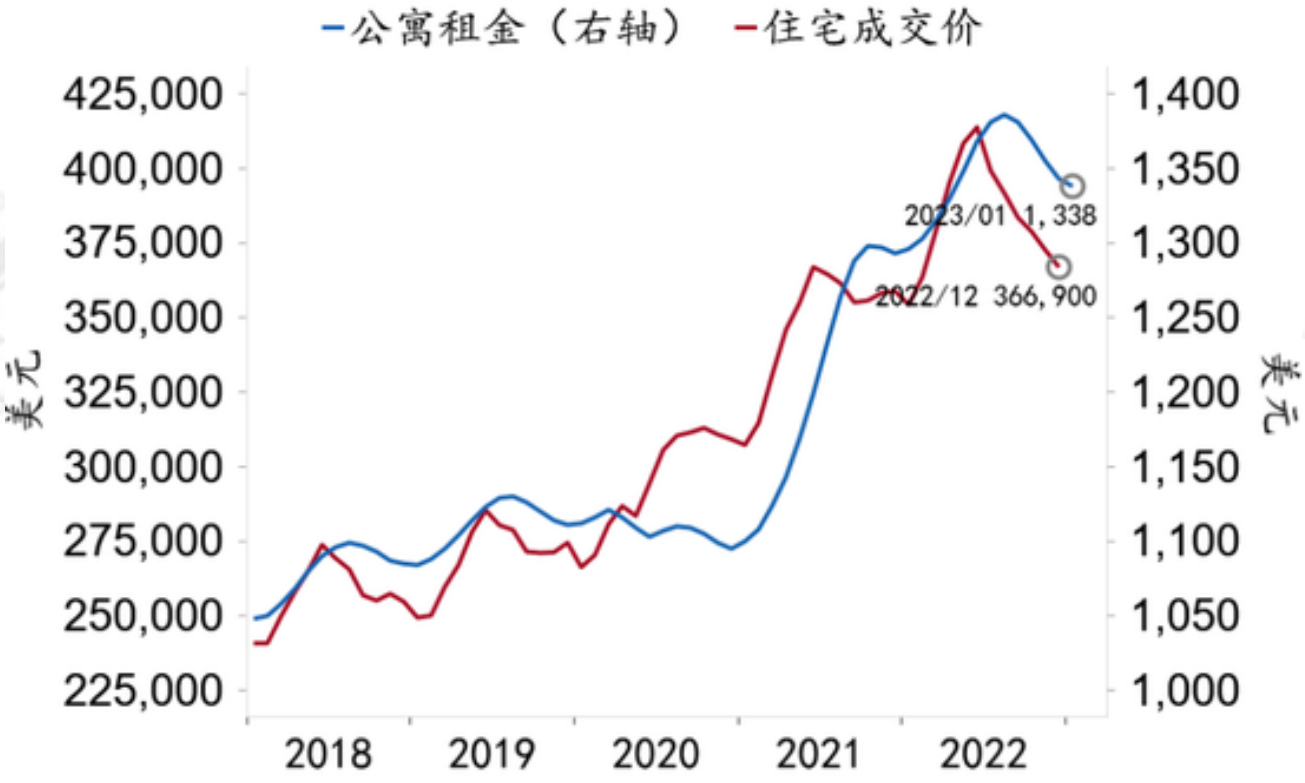
今年的焦点是，核心服务通胀是否会成为驱动美国通胀下行的力量?

关键价格指标是房租走势。房租滞后于房价的走势，自去年四季度开始随房价回落，预计今年上半年房租还将快速下行。

因此，预计今年美国 CPI 通胀将快速回落，二季度回落到政策利率水平以下，此时美国的实际政策利率由负转正。实际利率若升至 2%以上，超过次贷危机后最高水平（1.47%），对总需求的抑制作用将进一步强化，经济活动受到压制。

图 3：核心服务价格：房租将随着房价而下行

美国住宅成交价及公寓租金中位数



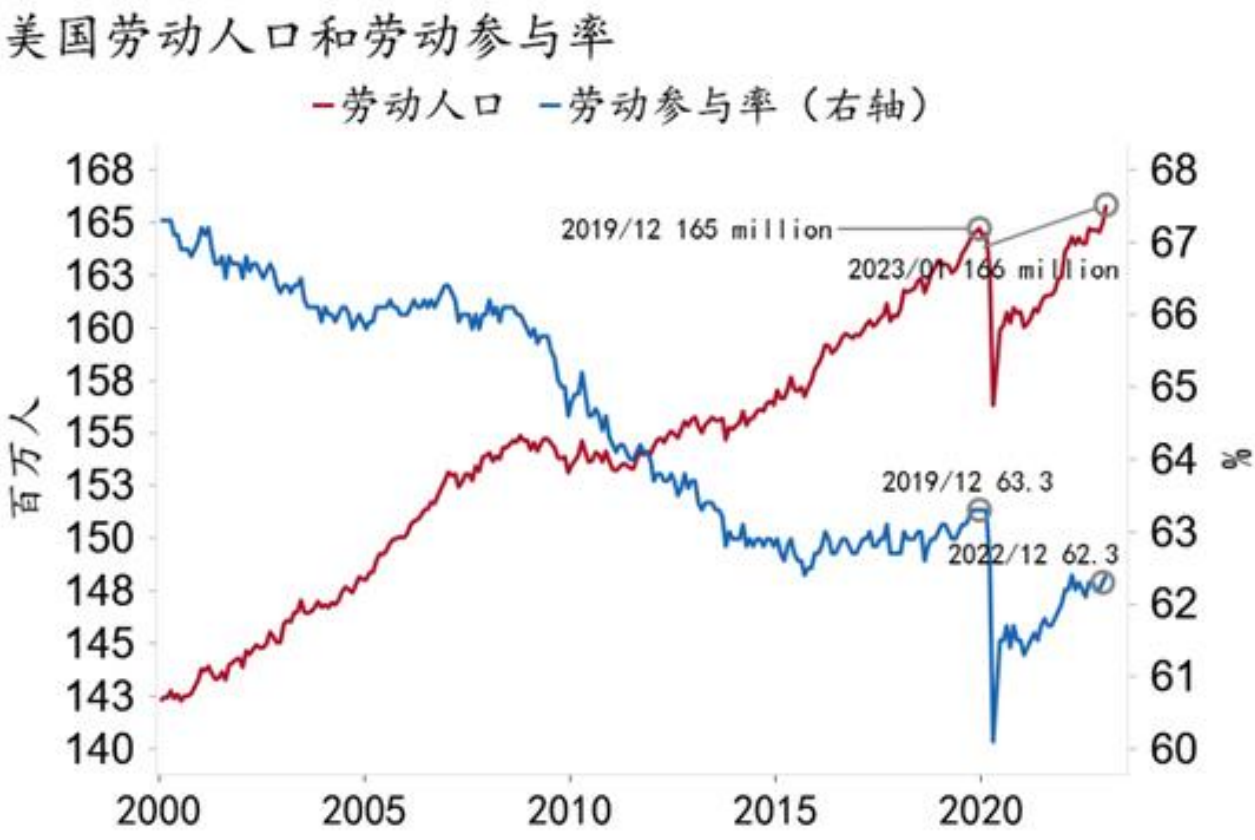
现在的争议在于，如何看待就业市场的火爆?

随着通胀下行导致实际利率上行，经济活动将快速趋冷，劳动力市场表现终将逐步趋弱，美联储的政策目标将发生转化。

1 月份美国非农数据大超预期，新增非农就业 51.7 万，失业率进一步走低至 3.4%。但美国就业人口仍然低于疫前水平约 500 万，劳动力市场存在严重的结构性问题。

一方面，劳动参与率存在缺口；另一方面，新增就业与薪资增速背离，薪资增速由去年 3 月 5.9%的高位一路下行至 4.4%，环比增速由 0.6%放缓至 0.3%，这说明“工资-物价”螺旋风险至今尚未出现。

图 4：永久疤痕：美国劳动参与率低于疫前



劳动力市场表现强劲，其重要意义在于，它可能会制约美国经济下行或衰退的幅度，也就是说今年美国的经济衰退将比较温和。

较多的职位空缺为就业市场提供“缓冲”，成为支撑居民收入和美国

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_52278