



大公国际：通胀减缓背景下美联储货币政策的新抉择

刘金贺 | 技术研究部（研究院） | liujinhe@dagongcredit.com

2022年08月16日

美东部时间8月10日，美国劳工部公布了美国国内7月份消费者物价指数（CPI），7月份CPI同比上涨8.5%，这一数据虽仍维持在40多年来的高位水平，但相对于6月份的9.1%有所下降。这一数据被市场和投资人认为是美国持续数月的高通胀面临拐点的积极信号，同时从市场反应来看，对美联储可能放缓加息力度的预期也得到了正面的反馈，股票市场大幅反弹，各期限的国债收益率随之走低。下一步美联储货币政策的走向和力度也成为市场关注的焦点。我们分析认为，虽然美国通胀目前暂时出现拐点，但困扰美国市场通胀的根源问题并未得到根本解决，美联储货币政策紧缩的基调不会转向，但在加息节奏和力度上会有所调整。外部市场通胀的改善及对货币紧缩力度减弱的预期，有助于稳定国内资本市场、人民币汇率和资本跨境流动，同时也使我国货币政策支持国内实体经济发展有了更多的操作空间。

美国7月份通胀数据虽然暂时出现了拐点，但核心通胀率依然维持在高位且环比上涨，通胀内生动能依然很强。分解通胀数据的构成要素，不难看出7月份CPI较上月出现拐点的主要因素是能源价格的环比大幅度下跌，特别是燃油项环比下降7.7%，带动整个能源项环比下降4.6%。核心CPI则同比上涨5.9%，同6月份持平，但环比仍然上涨了0.3%，说明通胀内生动能仍然很强。由于核心CPI剔除了价格波动较大的食品和能源价格，因而能更好地反映一个经济体真实的通胀趋势。持续维持高位的核心CPI表明美国此轮通胀同上世纪70年代的那一轮大通胀有相似之处，两者背后都有流动性泛滥、大规模财政赤字、能源危机和粮食紧缺的因素，同时这也意味着美联储控制此轮通胀任务的长期性。此外，目前美国国内食品和住房价格仍在上涨，能源价格下降虽然带动了7月份通胀下行，但未来能源价格反弹的因素依然存在，故短期月度CPI指数的波动不足以使美联储改变既定的加息路径。

未来美国国内通胀变化趋势尤其是核心PCE¹（即个人消费支出）物价指数的走向将成为9月下旬美联储加息力度的主要依据，随着油价的持续下滑以及全

¹ 核心PCE指数是由美国商务部推出的衡量美国民间消费物价的关键指标。2002年美联储FOMC采纳该指标作为通胀量化指标，并将2%的PCE值作为美联储关注的长期通胀目标。



球供应链的改善，本月和下月 CPI 有望延续 7 月份同比持续下降的趋势，三季度 CPI 大概率维持在 8% 以上的水平。同时，市场预期的改善也降低了美联储激进加息的概率。根据美联储的统计，尽管进入 2022 年以来全球供应链压力指数（GSCPI）一直处于历史高位，但自 7 月份以来该指标正逐月改善，意味着去年以来因供应链中断而形成的通胀支撑要素正在得到修复。作为美国本轮通胀的最大推动力，全球能源和粮食价格 7 月以来均明显下跌。油价方面，出于市场对美国乃至全球经济陷入衰退的担忧，国际油价已经跌到了俄乌冲突爆发前的水平。而粮食方面，乌克兰和俄罗斯近期已达成了粮食运输协议，黑海粮食通道已开始重启，推动 CPI 上涨主要因素之一的食品价格预期会继续回落；此外联合国粮农组织（FAO）发布的粮农组织食品价格指数 7 月平均为 140.9 点，较 6 月份环比下降 8.6%，连续四个月走低。可以说，供应链改善因素减轻了美联储激进加息的紧迫性。

消费者和市场对未来通胀预期的改善也将通过自我实现（self-fulfilling）的方式降低通胀的进展速度。应该说，在本轮通胀周期的形成过程中，消费者和市场通胀预期的高涨对通胀的发展起到了推波助澜的作用。而纽约联储最近的调查显示，自 7 月份以来，消费者和市场对未来通胀走弱的预期均有所增强。如衡量债券市场通胀预期的 10 年期盈亏平衡通胀率已回落到 2.5% 的水平，反映出市场对未来通胀回落的信心正在改善。

通胀目标的实现关乎美联储自身的声誉，美联储多次宣称的要将长期通胀目标控制在 2% 已传递到市场，美联储达到此目标的决心不容怀疑，这是美联储不会轻易改变加息路径的基础之一。美联储同其他央行在制定货币政策目标时的不同点之一在于，美联储决策的首要考虑目标是通胀目标，其次才是经济增长。鉴于美联储在全球市场中巨大的影响力，向市场明确政策预期是近年来美联储货币政策制定过程中的重要组成。预期引导的一个重要前提就是美联储自身承诺的可靠程度，美联储自身的信誉在这一过程中起着不可或缺的作用。正如明尼阿波利斯联储行长尼尔·卡什卡里（Neel Kashkari）在最近一次公开演讲中所说的那样，“当前我们（美联储）的可信度正经受考验。如果我们对公众说 3% 的通胀目标（而非 2%）也能接受，那意味着公众将不会再信任我们”。因此，面对依然高位的 CPI，市场有理由相信：除非经济发生不可逆转的衰退，美联储持续加息的路径在目标达成前不会轻易转向。

综合上述分析，预期 9 月份美联储有望加息 0.5 个百分点，同时在后面的



两次议息会议上一次或分两次完成 0.5 个百分点的加息，即全年完成 325 个基点的加息力度。外部市场货币收紧节奏放缓也将为我国货币政策的实施创造更为宽裕的操作空间。从今年加息周期开启至今，美联储已经连续加息 4 次，累计加息 225 个基点。随着二季度美国通胀的暂时下行以及由此带来的市场预期的扭转，美联储有望放缓年内以后几次加息的力度。市场预期的 9 月份加息 75 个基点有可能降为加息 50 个基点，11 月和 12 月再累计加息 50 个基点，这样全年累计加息约 325 个基点，使联邦基准利率在 2022 年年底达到 3.25%-3.5% 的区间水平。对我国经济而言，随着全球供应链的逐渐恢复，供给端不足导致的通胀因素将逐步消减。这一外部环境有助于减缓我国下半年面临的输入性通胀的压力，同时也为央行进一步发挥稳健灵活的货币政策提供了较为宽裕的操作空间。此外，市场在上半年形成的对于中美货币利差持续扩大预期下所形成的资本跨境流动风险和人民币汇率风险也将有所减弱，有利于国内金融市场的稳定。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。