

## 三大央行的滞胀选择

证券研究报告

2022年06月22日

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**向静姝** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520070002  
xiangjingshu@tfzq.com

### 相关报告

滞胀的根本问题是供给不足，效率下降。造成滞胀的原因是之前的技术进步速度减慢，与之相适应的内部分配方式和全球化秩序难以维持，人和资本的矛盾，发展和安全的矛盾，效率和公平的矛盾，资源和环境的矛盾，全球化分工的矛盾，一个个都暴露出来。由此带来了混乱和变革。旧的分配制度出现混乱，民粹主义回潮，推动各国分配制度的变革，薪资支出在企业收入中的占比正在趋势性回升（the return of the workers' economy）。国际秩序出现混乱，新的贸易协定正在各个区域诞生，并涵盖更多非贸易领域的内容，供应链正在朝着安全和效率再平衡的原则重新分工，推动全球化的变革。

**风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国财政刺激超预期**

过去一周，全球最重要的三家央行在 24 小时内相继召开了三场重要会议。美联储 15 日召开 6 月 FOMC 议息会议，一次性加息 75bp 幅度为 1994 年以来最高。欧央行 15 日召开紧急会议，应对欧元区边缘国家的债务危机。日央行 16 日召开货币政策会议，坚决捍卫超宽松货币政策。站在平行视角上，这三家央行做出了不同的选择，但站在更大视角来看，他们面对的是共同问题——滞胀。

滞胀的根本问题是供给不足，效率下降。造成滞胀的原因是之前的技术进步速度减慢，与之相适应的内部分配方式和全球化秩序难以维持，人和资本的矛盾，发展和安全的矛盾，效率和公平的矛盾，资源和环境的矛盾，全球化分工的矛盾，一个个都暴露出来。由此带来了混乱和变革。旧的分配制度出现混乱，民粹主义回潮，推动各国分配制度的变革，薪资支出在企业收入中的占比正在趋势性回升（the return of the workers' economy）。国际秩序出现混乱，新的贸易协定正在各个区域诞生，并涵盖更多非贸易领域的内容，供应链正在朝着安全和效率再平衡的原则重新分工，推动全球化的变革。

当前的世界经常与 70 年代的滞胀作类比。70 年代滞胀的原因是二战后重建带来的经济高速增长告一段落，信息革命还没有诞生，存量经济下美国陷入与德国、日本的出口竞争，资源短缺进一步加剧了效率下降和劳资矛盾。到了 70 年代末期，信息技术开始扩散，提升了生产效率，四小龙开始承接日本的产业转移，新的国际分工秩序出现，中美建交打破了冷战的两超格局，滞的问题开始得到根本解决。

在滞胀这个宏大议题面前，三大央行就像是旧约里手拿石头率众迎战巨人的少年大卫，货币政策既不是滞胀的根源，也不是解决滞胀的答案。所谓货币超发，其实是站在事后来看的，货币并不是滞胀的第一性原因。站在事中看，货币政策只能在滞和胀的两难中选择伤害相对较小的。滞胀的问题根源不在货币，解决问题的钥匙自然也不在货币政策。货币政策的使命，恰似伯南克卸任联储主席后那本回忆录的名字——行动的勇气。三大央行用勇气捍卫货币信用的根基，给财政当局、产业政策制定者以及国际关系博弈者赢得时间，用来解决长期供给、效率提升、利益再分配这些真正重要的问题。

美元的根基是作为全球储备货币和结算单位的纸币信用（inside money）。所以这一次，美联储尽职地“表演”了行动的勇气，即使通胀是联储无法控制的长期供给问题，但为了稳定美元信用的“政治正确”，联储也要把自己的信誉绑在不稳定的通胀指标 CPI（外生因素多、波动大）上，而不是长期以来更看重的核心 PCE 上。这并不是独立于政治、完全掌控通胀的“沃尔克时刻”，恰恰相反，这反映了联储所面临的压力——宁可降低货币政策的连贯性和可预测性，也要为了“政治正确”做出表态。

加息是“政治正确”的权宜之计，转折点来自于政治压力的变化，要么是通胀的政治压力下降（出现可信的证据表明通胀趋势回落），要么是经济和市场的政治风险上升（就业压力或信用风险）。

欧元的根基是欧盟经济一体化，从货币到财政甚至是军事的一体化程度越深，欧元的根基越牢固。所以这一次，欧央行要捍卫的“政治正确”是货币联盟的稳定。欧央行在 6 月议息会议刚刚发出了 7 月加息 25bp 的信号，就不得不又召开紧急会议讨论如何限制边缘国家和中心国家的债券息差，以避免债务危机和欧元区分裂的问题。现实情况是欧洲经济比美国更经不起连续加息，俄乌战争和能源价格高涨持续地输入衰退风险，统一货币和分割财政的制度安排是欧元区的内在缺陷。上一次德拉吉宣布欧央行将“不惜一切代价”保卫欧元，这一次欧央行可能将 PEPP 到期债券再投资到意大利西班牙这些边缘国家。

我们认为日央行面对的滞胀压力最小，日本在滞胀环境中的政策选择余地也最小，在美国领导的数字产业和欧洲领导的新能源产业的赛跑中明显落后，在国际关系和产业链重构上也没有选择余地。日元作为全球货币蓄水池和避险货币属性，根基是平稳的低利率和对美国的战略跟随。日本在国际政治上对美国的战略跟随已经做的足够到位了，积极加入印太

战略，与俄罗斯在产业链上做切割，并在亚太地缘政治中表现强硬。容许日元兑美元大幅贬值，可能是对日本积极参与印太战略和制裁俄罗斯的经济补偿，也是日央行在日本国债期货熔断之后，敢于宣布无限量购买日本国债，捍卫零利率和收益率曲线控制的底气。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com