

## 联储货币政策考虑政治而非经济

证券研究报告

2022年09月23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

理解联储面临的压力是预测联储行为的核心。金融市场关心的并不是（经济意义的）通胀，以及联储是否真的能控制（经济上的）通胀，而是联储这次（为了政治）又要加息多少。接下来，政治上的关键节点是中期选举，12月13-14日的议息会议，则是联储反常行为发生转变的关键时点。

**风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国劳动力市场走弱超预期**

美联储的挑战和其他央行一样，都是如何控制一个无法控制的东西——通胀。

今天大多数的美国通胀都是由供给原因所产生的，我们认为供给原因包括但不限于：能源和食品供应短缺，战争和地缘政治导致的供应中断，贸易规则冲突导致的全球供应链重构，以及长新冠（long covid）和老龄化导致的劳动力缺口等。

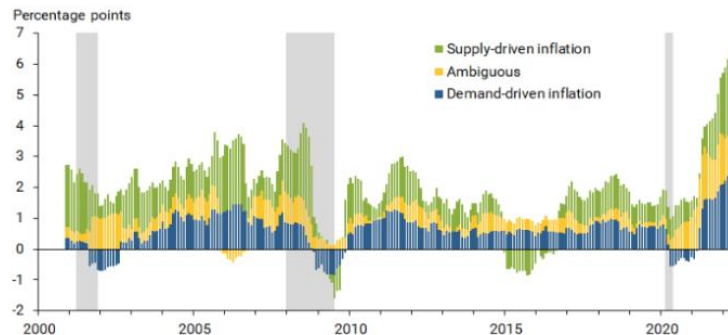
而这些因素对于利率不敏感。

今年6月，旧金山联储的一篇研究报告《How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?》拆解了美国通胀的供给因素和需求因素的贡献，结果显示供给因素对于疫情后美国 PCE 通胀上升（4.8pp）的贡献，超过了一半；而需求因素对于 CPI 通胀上升的贡献，大概是三分之一。

这并不令人意外，特别是考虑到俄乌战争之后，全球的能源和食品价格出现了剧烈上涨。

图 1：供给因素对于疫情后美国 PCE 通胀上升（4.8pp）的贡献超过了一半

Supply-driven and demand-driven contributions to year-over-year PCE inflation



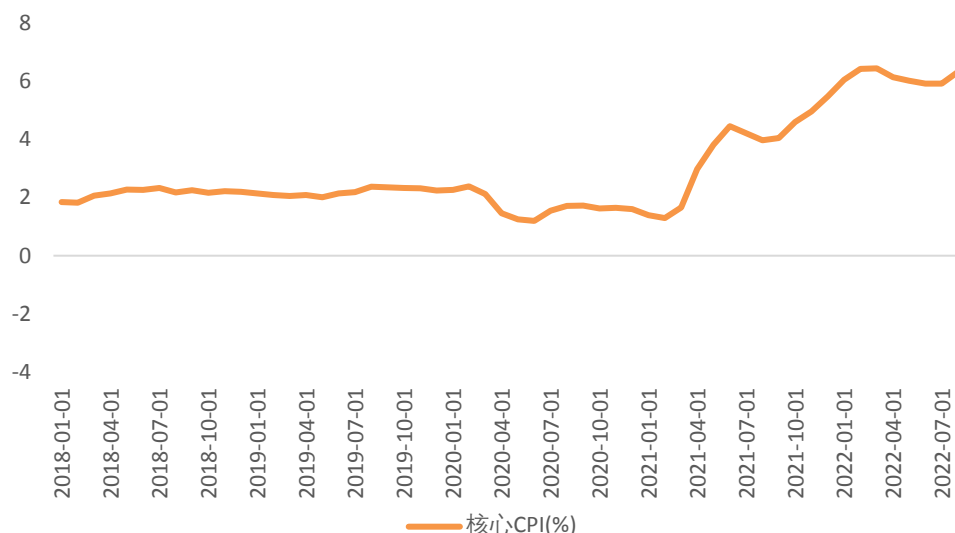
Note: Data available at [Supply- and Demand-Driven PCE Inflation](#). Gray shading indicates NBER recession

资料来源：Federal Reserve Bank of San Francisco，天风证券研究所

联储自认为能通过加息抑制需求而压低的通胀指标，是核心通胀。但是这篇报告发现，供给因素对疫情后美国核心 PCE 通胀上升（3.3pp）的贡献因素，也接近一半。核心通胀中占比 70%的是服务，服务通胀面对的问题是结构性和持续性的劳动力供给短缺，这也是联储无法控制的因素。

所以 8 月美国核心 CPI 从 5.9%反弹至 6.3%对市场是个不小的震慑，因为这说明了联储加息控制通胀的办法基本没有效果。

图 2：核心 CPI 8 月反弹



资料来源：FRED，天风证券研究所

然而 6 月以来，联储出现了两个重要的转变。一是把通胀目标从“无法完全控制”的核心 PCE，转向了“完全无法控制”的 CPI。二是取消了对市场预期的前瞻指引，每一次议息会议的利率决议都由最近一段时间的数据驱动。

这曾经令市场费解，为什么联储要丢掉引以为豪的预期指引，转为一会一议，制造市场波动？为什么联储明知不可为，还要以 CPI 为目标？

答案是联储当前的货币政策更多考虑政治，而非经济。

在伯南克和耶伦时期，联储泰勒规则（伯南克规则、耶伦规则）采用的通胀率都是核心 PCE，鲍威尔的第一个任期，也没有修改过通胀目标。如果算经济账，联储的通胀目标应该是核心 PCE，通过加息抑制房地产和核心消费品的需求，实现降低通胀的目的。

但是在今年 6 月议息会议新闻发布会上，鲍威尔表示“联储现在非常关心总体通胀而不单单是核心通胀，因为总体通胀与群众的通胀预期有关”。尽管联储对于总体通胀中的能源和食品价格、地缘因素、供应链因素、劳动力因素等束手无策，这显然不是正常的货币政策规则。

在 9 月联储公布的季度经济预测中，联储令人意外地大幅下调了今明两年的经济预测，22 年美国 GDP 增速预测从 6 月 1.7% 下调至 0.2%，23 年增速预测从 6 月 1.7% 下调至 1.2%。如果考虑经济，联储应该立即停止加息。但是在对经济如此悲观的同时，联储又大幅上调了联邦基金利率目标，从 6 月的 3.4% 上调至 4.4%，这意味着今年接下来的两次议息会议可能还有 125bp 的加息。

图 3：九月联储 FOMC 经济和通胀预测

**Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2022**

Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.1-0.3	0.5-1.5	1.4-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0		1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2		1.6-2.2
Unemployment rate	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.8-3.9	4.1-4.5	4.0-4.6	4.0-4.5	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1		3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3		3.5-4.3
PCE inflation	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.3-5.7	2.6-3.5	2.1-2.6	2.0-2.2	2.0	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5		2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.5	3.1	2.3	2.1		4.4-4.6	3.0-3.4	2.2-2.5	2.0-2.2		4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5	
June projection	4.3	2.7	2.3			4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5			4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	4.1-4.4	4.4-4.9	3.4-4.4	2.4-3.4	2.3-2.5	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6		2.3-2.5	3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1		2.0-3.0

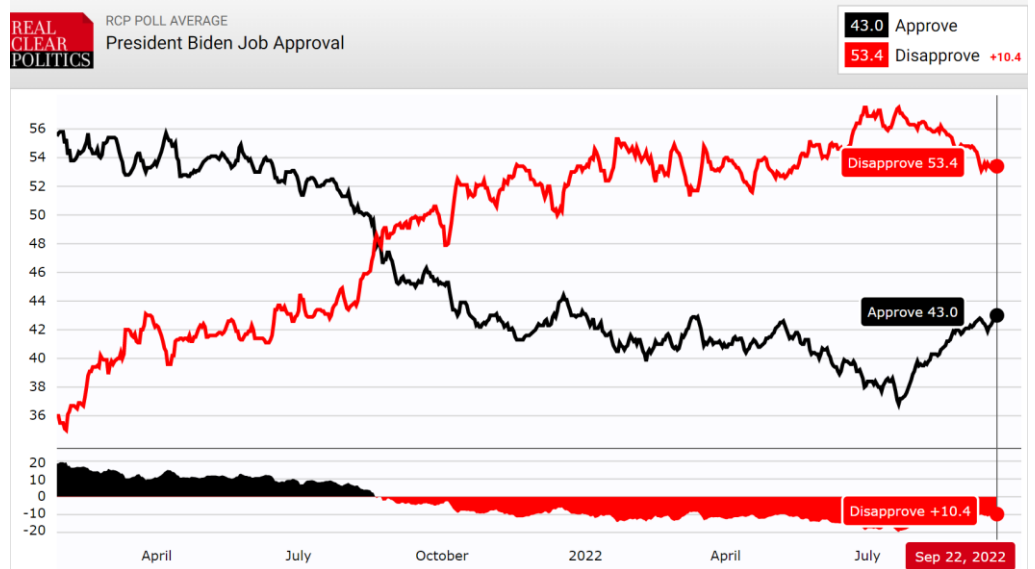
资料来源：FED，天风证券研究所

这些在经济视角里无法解释的自相矛盾，其实都源于政治压力。

联储不知道以上道理吗？当然不是，但政治不允许。

根据 realclearpolitcs 上的民调结果，拜登的最新支持率仅有 43%，不支持率有 53%，他处理通胀问题的支持率只有 33%，不支持率有 65%。通胀问题是民主党中期选举的致命弱点，压通胀本该是拜登的政治任务，但是失败的中东旅行只换来了 10 万桶增产，而且不久之后这 10 万桶又被减回去了。为了减轻政治责任，拜登只能把问题抛给了美联储，这是拜登今年以来数次就通胀形势发表讲话的原因，总统出面喊话通胀施压联储，这在过去是不太可能出现的。

图 4：拜登支持率仅 43%



资料来源：Realclearpolitcs，天风证券研究所

理解联储面临的压力，是预测联储行为的核心。金融市场关心的并不是（经济意义的）通胀，以及联储是否真的能控制（经济上的）通胀，而是联储这次（为了政治）又要加息多少。接下来，政治上的关键节点是中期选举，时间 11 月 8 日，将改选国会众议院全部席位和参议院三分之一席位。在中选之前，联储 11 月议息会议就会举行（11 月 1 日-2 日），所以 11 月联储可能仍面临政治压力，但是 12 月 13-14 日的议息会议，将是联储反常行为发生转变的关键时点。

## 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