

鲍威尔的不可能三角

事件点评

——美联储 FOMC 会议点评（2023.5）

投资要点

- ◆ **美联储如期加息 25BP，但鲍威尔在发布会上对加息是否已经结束的问题表现极为纠结。**当地时间 5 月 3 日，美联储 FOMC 会后发布声明，决定加息 25BP，将联邦基金利率目标区间抬升至 5%-5.25%。声明中删除了此前连续出现的“委员会预期一些额外的政策收紧对于获得足够限制性的货币政策立场是合适的”这一关键表述，但并未明确本轮加息已经结束。在会后新闻发布会上，鲍威尔明确否认有上调 2% 通胀目标的打算，称预计美国经济温和增长的概率大于衰退，对通胀和劳动力市场的表态极为纠结，既强调通胀仍然较高、核心服务通胀下行缓慢、劳动力市场需求仍然过热，又提到近期通胀逐步降温、薪资并非他认为的高通胀的主要原因，较为明确地表示年内降息概率较低，对后续是否加息则多次称需密切跟踪数据。
- ◆ **鲍威尔事实上已经陷入了由自己编织的“供给——薪资——金融风险”不可能三角之中，三者不可兼顾。**鲍威尔在本次发布会上的罕见纠结显示其已经陷入了由自己所编织的货币政策“不可能三角”陷阱。**1、当前美国潜在消费需求仍处于明显过热区间，唯有供给（产出）提升才可能加速通胀回落。**2020-2021 年的超大规模财政补贴政策令至今美国居民超额储蓄仍超 1.7 万亿美元，消费需求在过去两年超高速增长之后目前仍仅沿着较为平缓的斜率回落，美国居民消费需求仍处于明显过热区间，供给改善速度三年来越发落后于需求，从这个角度来看美联储希望看到供给（产出）的加速提升，才有望收窄供不应求缺口，加速通胀回落。**2、但前期过度补贴抬升居民薪资预期，供给改善可能连带推升薪资增速，加大通胀粘性。**由于前期过度财政补贴向当时的失业居民倾斜，一度造成“失业时薪”超过正常最低薪资的不正常现象，手握超额储蓄的居民部门在补贴结束后的就业意愿改善阶段的期望薪资增速明显提升，薪资通胀螺旋自 21Q4 起已经凸显，当前的供给改善和职位空缺数的逐步收窄大概率将伴随着持续更久的薪资高增，这个逻辑来看供给改善和通胀之间存在双向关系，美联储进退两难。**3、但如果过早逆转为降息，银行业利率风险和房地产市场风险又可能迅速大幅缓解，信用环境的潜在改善又可能进一步推动实体经济供给向好，薪资通胀螺旋一旦再度增强则将令美联储不得不以更大的力度实施加息，又可能导致金融地产反复动荡，最终导致居民和企业部门的信心全面崩溃。**
- ◆ **鲍威尔“不可能三角”的本质是由其过度涉足财政赤字货币化引发的实体需求利率敏感度下降、而金融市场利率脆弱性提升导致的失衡。**鲍氏“不可能三角”的出现，深层次原因是当前美国居民超额储蓄和超强的需求购买力更多集中在利率敏感度较低的中低收入人群中，货币紧缩难以直接抑制实体需求；而同时金融和房地产市场利率敏感度在上一轮 QE+零利率过程中又非线性提升，利率敏感的部门又直接联系着美国中产和富裕阶层的财富效应。本质上来说，正是鲍威尔两年前过度涉足财政赤字货币化操作，导致了当前美国中低收入和中高收入群体的利益对立，反噬了美联储的双向操作空间。**当前美联储进一步加息降息都缺乏合理依据，或进入持续数月以上的“利率磨顶期”。**美元指数、美债收益率大概率窄幅震荡。我国货币政策操作的外部约束已经很小，双向空间较大，关注我国货币政策与内需的联动。
- ◆ **风险提示：**美联储存在超预期紧缩的可能性。

分析师

张仲杰

 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

五一假期国内外宏观综述 2023.5.3

PMI 点评（2023.4）-促内需迫在眉睫，去库存长路漫漫 2023.4.30

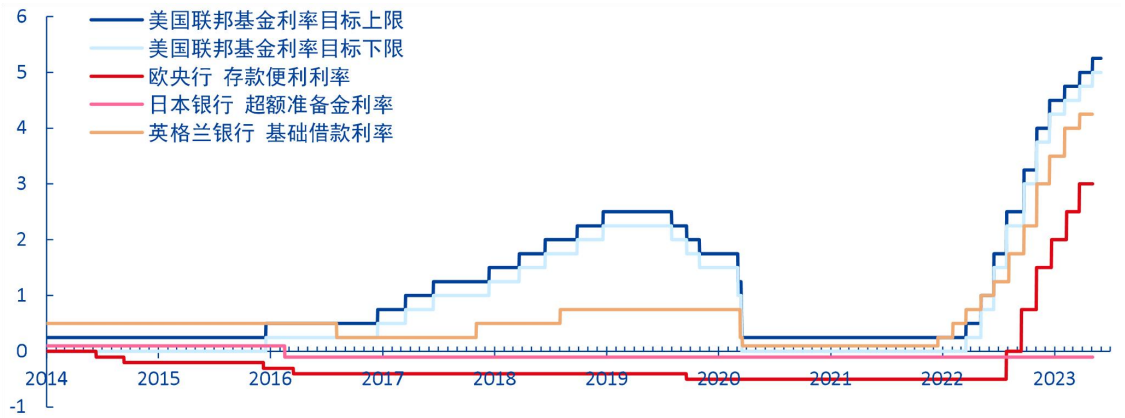
政治局会议解读：提升需求恢复的内生动力 2023.4.28

工业企业利润点评（23.3）-利润随营收有所改善，但需要更多时间 2023.4.27

华金宏观·双循环周报（第 7 期）-地产转弱货币持续呵护，美 PMI 单边上扬 2023.4.23



图 1：发达经济体四大央行政策利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com