



陶冬：美股升，美债跌，市场对联储言论有解释不同，操作也不同



意见领袖 | 陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）

风险市场对美国加息前景有新的研判，不过结论不同，也造就出美股和美债不同的走势。债市跟随联储官员的警告，资金预期联邦利率在明年中之前冲上 5%，美债动荡，十年期国债利率升到 4.22%，反映市场对利率前景的最新定价。不过两年期国债利率就回落到 4.48%，消化联储 12 月加息回到两码的可能性。美股却无视加息预期，专注于企业盈利，S&P500 好调。



日元对美元汇率上周一度冲破 150 心理关口，日本政府在纽约时段强

力干预，芝交所在两小时里爆出了 250 亿美元的成交量，日元快速升值。英国在三年中见到三位首相辞职，英债市场风波变成政治风波，并引起汇率大幅波动。欧盟领袖决定对天然气价格实施管制，欧洲燃气价格下挫。意大利迎来战后第一位女总理和第一位持极右立场的总理，意债波动不大。美元指数冲高后回落，布伦特原油稳步上行，金价变化不大。

上周五华尔街日报一篇文章称，联储会在十二月下调加息幅度，美股表现靓丽。美股传统上会有 11/12 月份出现一次冲高，基金在部署圣诞节行情。基金经理们指出，在已经公布业绩的 S&P500 公司中，七成的第三季度业绩好过预期。美国三大指数走出六月以来最大的上涨。

然而，利率期货市场的价格显示，资金预计联邦利率到明年五月会达到 5%，这是第一次市场估计联储在本周期的终极利率会达到 5 字头。这个变化的重要性在于，市场终于意识到，联储在加息加到中性利率区间后，还可能进一步上调利率。中性利率，一般被认为在 4.5% 左右。债市因此悲观，尤其十年期国债受到压力。上周五，芝加哥联储总裁埃文斯和旧金山联储总裁戴利分别指出，在每一个时间点联储需要考虑减少加息幅度。

最近三个月的 CPI 数字显示，产品通胀已经见顶，供应链断裂的最坏时间已经过去，但是服务业涨价严重，背后是工资的不停上涨。工资上涨趋势需要等到劳工市场供需逆转，而劳工市场逆转很可能意味着联储需要把经济推入衰退。除此之外，今年下半年开始明显地见到租金等惰性价格上涨，惰性通胀一旦升起，是很难降回来的。

这些决定了美国的通胀形势非常复杂，并非加息一招短期可以解决问题的。2023 年通胀回落到 5% 左右后，可能在较高的水平持续爬行，货币当局未必有空间降息，甚至连维持利率不变也有困难。FOMC 几次表明，调整利率政策的门槛很高，它需要看到利率政策对经济产生了明显的遏制作用，需要看到就业市场持续转弱。

笔者认为这个目标需要很长的时间才能实现。美国的制造业和房地产业都出现了下行的迹象，但是疫情期间发放的救济资金正在流出银行储蓄，进入消费领域，所以消费还是很强劲的，就业市场的工资叫价也高，通胀预期还在发酵。

联储的加息未必可以停下来。春季暂停加息后，因为通胀预期依然高涨，最终还必须继续加息，终极利率水平可能大幅高过市场现在设定的中性利率水平。这种场景现在尚非必然，但是从惰性物价来看，可能性在与日俱增。所以 FOMC 在 12 月份有可能将加息力度从 75 点调回到 50 点，毕竟中期选举已经结束，但是它的加息周期未必很快结束。

联邦利率是资金成本的锚定。如果 Fed Fund 利率升到 5%，按揭最优利率就升到 9% 左右了，不少家庭的按揭利率可能达到双位数。到时候，房地产市场产生较大下行压力的机会很高。这也意味着美元资产的调整没有完，美元汇率会继续上涨，世界其他国家的金融市场不得不承受更大的压力。

英国首相特拉斯被逼宫辞职，成为历史上最短命的首相。保守党正在

党内征集党魁提名。根据 1922 委员会主席布拉迪，如果只有一个候选人，新任保守党领袖和下一任首相星期一就可以产生。如果有多名候选人报名，前两名候选人在星期五党内议员投票中决出胜负。

前财政大臣苏纳克率先拿到一百名议员的提名，根据英国开出的数字，有超过六成的胜算。第二位是前首相约翰逊，第三位是下院保守党领袖莫当特。苏纳克很受尊重，执政经验丰富，对财经事务尤其擅长，但是党内也有不少议员不齿他背叛约翰逊。以苏纳克审慎理财理念，估计他会留任现任财相亨特，这样可以平息市场对财政可持续性的忧虑。前首相约翰逊很可能重出江湖，不过国会对他的调查还未结束，万一他当选但又被认定有罪，英国可能又要重新选首相。

特拉斯离开了，特拉斯经济学收场了，不过有几个大的看点值得品味。首先，这是市场第一次对现代货币理论发起反击，通过资产价格暴跌来抗议“不负责任”的财政政策。第二，退休基金危机得到舒缓了，但是凸显出非银行金融机构的风险，随时可能冲击市场。第三，英镑相信已经见底，不过短期反弹力度有限，汇率波动。第四，英国央行迫切需要重塑信誉，

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_47655

