



陶冬：美联储激进加息进入尾声 但新动荡源头已经开始



意见领袖 | 陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）

美国联邦储备委员会 11 月 2 日结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间上调 75 个基点到 3.75% 至 4% 之间。这是美联储今年内的第 6 次加息。美国联邦基金利率水平已升至 2008 年 1 月以来最高位。从今年 3 月至今，为应对持续上升的通胀，美联储已加息 6 次。在此次加息 75 个基点后，累计加息幅度达到 375 个基点。

记者会上，鲍威尔使用了典型的鲍威尔语法，既是鹰派，又是鸽派，市场的瞬时反应似乎显得有点困惑。本期嘉宾，瑞信亚太区财富管理部大中华区副主席陶冬认为，尽管鲍威尔表述有点模糊，但是他的思路和逻辑是清晰的，结论就是 slower for longer（更慢更久）。这次会议前，市场热切等待联储会提出减轻加息力度，他们得到了。但是同时也得到了加息周期可能被拖长的信号。

此前公布的数据显示，9 月份，美国消费者价格指数（CPI）环比增长 0.4%，同比增长 8.2%，高于市场预期；核心消费者价格指数同比上涨 6.6%，创 40 年最高同比增速。

如何看待此次议息会议的内容？鲍威尔既鸽又鹰的表态透露了哪些信号？12 月以及明年全年的加息节奏如何？美国核心通胀继续高企，未来通胀形势如何？鲍威尔首提美国终端利率最终可能高于 9 月预期，这意味着什么？对全球市场有何影响？市场会因美联储政策的不确定性变得更加动荡吗？美联储持续加息，中美利差倒挂是否将延续？第一财经《首席对策》

专访瑞信亚太区财富管理部大中华区副主席陶冬。



陶冬的主要观点：

美联储利率政策有新变数 明年降息预期或将消失

修正市场解读 美联储放弃预设政策目标

美联储前置式激进加息进入尾声 但新的动荡源头已经开始

通胀预期导致的粘性通胀下调难度大

美联储达到 2%通胀目标需要更长时间

终端利率或高于预期 将给美国经济及全球市场带来较大影响

美货币政策剧烈调整后进入多维度变化 市场不确定性加大

中美经济处在不同周期 利差或将进一步扩大

中国将重新启动下一经济周期 虽有外界压力但仍需采取积极刺激措施

美联储利率政策有新变数 明年降息预期或将消失

第一财经：美联储刚刚结束 11 月份的议息会议，您怎么看这次的议息会议的内容？鸽派的声明和鹰派的鲍威尔之间的反差传递出来一个什么样的信号？

陶冬：实际上这一次给了三个不同方向的信息。第一个，联储加息 75 点，那么这个是第四次 75 点的大码加息，从 80 年代初之后，这是最大的一次激进的联储加息；那么第二个和它相关联的就是，他认为加到某一个时间点上，加息可以放慢速度了，而且这个时间点可能是下个月或者是再下个月。第三个信息就是说是在目前的情况下面，我们还看不到会改变加息的方向，他认为距离加息政策出现改变还有相当长的一段距离，那么这个暗示就是最终利率水平可能上调得要比市场目前预期的要更高一些。

那么这三个信息加在一起，市场一开始的时候有点混乱，但是鲍威尔所讲出来的这个逻辑实际上是通的。就是说加到了中性利率 4.5% 之后，我们需要观察一下，在这之后再怎么走，实际上是根据当时的经济形势和通货膨胀形势，现在我也不知道，那么我们到时候看情况再说。市场对这个

反应稍微的负面一点，因为一开始的时候市场叫做一厢情愿地认为，明年可能下半年开始就会降息，那么这个预期现在消失了。

修正市场解读 美联储放弃预设政策目标

第一财经：加息到一定程度就会掉头向下，和现在突然出现了一些政策上的不确定性，这还是一个比较大的变化的。

陶冬：我觉得实际上联储的立场一直是这样的。我们叫 data dependent, 那么加到一定程度之后, 我们需要看一看效果, 看一看形势, 然后再做下一步的打算, 这个是联储在过去几个月一直讲的话。

但是市场在几个月之前非常的恐慌，认为会加得非常高，通货膨胀控制不住。但是在过去一个月市场又认为联储似乎不会加这么多了，尤其是经济有衰退的风险，于是市场开始想会不会在这之后联储就不再加息了，甚至会降息，那么这是市场对它的一个解读。

这一次会议所带来的一个新的不确定性，就是市场的解读。联储主席就明确的告诉你，这不是我所想的，我们还要看形势，根据形势再做决定，我没有办法有一个预设的政策目标。

美联储前置式激进加息进入尾声 但新的动荡源头已经开始

第一财经：您怎么来看 12 月份以及明年的加息节奏，未来加息的节奏是否会放缓，但最终持续的时间会更持久？

陶冬：最终市场现在得出来的一个结论就叫做 slower for longer，放慢脚步，但是多长时间这个是经过市场一轮调整之后，大概大家得出来的一个结论。那么我认为 12 月份从 75 点加息变成 50 点加息，而到明年的前两次加息各是 25 点的可能性比较大，那么这基本上就是反映出来联储要逐步地把这一轮前置式的激进式的加息就进入了一个尾声。这一点我认为市场上大概已经有一个结论，联储也是这么讲的。那么现在市场的争论是联储停一停，观察一下之后，到底是加息还是减息，还是维持目前的利率不变？第一，联储说我不知道，那么市场有各种各样的解读，这个是一个新的市场动荡的源头，也是一个新的政策不确定性

通胀预期导致的粘性通胀下调难度大

美联储达到 2%通胀目标需要更长时间

第一财经：美国的通胀黏性很大，尤其是像医疗服务，房租这些核心通胀一直是居高不下，您怎么看美国未来通胀走势？

陶冬：我们都说通胀，但实际上有四类不同型的通胀。第一类叫做供给端通胀，由于疫情所带来的供应链断裂，那么这一部分的物价上涨上得很猛，但现在基本上已经接近尾声了。第二部分通货膨胀是需求端的通货膨胀。需求非常旺盛，那么导致了各种各样的服务业价格的上涨。这部分联储如果要是做很大的动作的话，货币政策对它是有影响的，但是代价很可能是会将美国推入到一个衰退的境地。看来联储不介意出现一个温和的衰退而把通货膨胀置顶了。

第三类通货膨胀是能源价格、食品价格，跟货币政策实际上是没什么关系的，根本就不是联储能够影响到的；那么最重要的是第四位通货膨胀，这就是通货膨胀预期。当你预期出现改变的时候，就是说我的生活成本涨了这么多，那么我工资就需要上涨，那么这个时候的就业市场恰恰是一个卖方市场，找工作的人说了算。在这种情况下工资就要上涨，而工资上涨之后，各个行业尤其是服务业要把成本要转嫁到消费者那去，那么就带来了 CPI 的上涨，CPI 的上涨又触发了下一轮要求更高的工资，这就是所谓的螺旋形上升。

我们所讲的粘性通胀，就是当预期出现改变的时候，通常不太涨的那部分通胀，比如说租金，比如说是医疗，比如说教育也开始涨价了，而这部分一旦涨起来之后是很难再回落的，这就是我们所讲的粘性通胀，惯性通胀。那么现在已经很明显的这些惯性通胀已经起步了，那么我估计在两三年之内也调不下来。

所以美国的通货膨胀调到 4%、5% 之后，再往下调的难度会非常的大，所需要的时间也会非常的长。那么我认为离美联储所需要达到的 2% 的政策

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_48378

