



陶冬：美国通胀见顶，为  
圣诞行情加了一把火，接  
下来呢



意见领袖 | 陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）



反向的通胀交易腾空而起，全球股市、债市热闹了一番，为圣诞行情狠狠地加了一把火。美国通胀的数据，终于弱过预期，市场憧憬通胀见顶，联储接近调整政策。预期的改变来得突然，来得猛烈，美国两年期国债利率在数据公布的当天，下挫了接近 30 点，全球债市应声走好。美股也引领全球风险资产上行。美元汇率连续两日出现断崖式下跌，从 110 直坠 106，跌幅是 2009 年以来所未见过的，日元暴升 4%，英镑和欧元均大幅反弹。中国调整抗疫政策的基调，推动了港股和 A 股的上扬。美国中期选举结束，共和党重夺众议院多数党资格，参议院仍未决出胜负，有可能要等到佐治亚州 12 月 6 日的复选，民主党把小输当胜利。石油价格回落，黄金连日攀升，某虚拟货币交易平台进入破产程序，比特币为首的虚拟货币大跌。

全球通胀可能进入了新篇章，不过历史大幕的揭起往往是半抱琵琶犹遮面的。美国十月份通胀有所回落，CPI 环比上涨了 0.4%，核心 CPI 0.3%，均大幅低过市场预期，这是今年一月以来最好看的通胀数据。扣除租金因素的话，核心通胀环比下跌了 0.1%，可能是所有数据中最令人振奋的。

从细节看，实物商品物价环比大跌 0.4%，不光二手车继续大幅下降，新车和家电价格也在下滑。但是服务业物价继续上升，餐厅价格环比升 0.9%，休闲娱乐 0.7%，反映工资-物价的螺旋攀升问题仍然严重。酒店价格大涨，不过机票价格回落。美国 CPI 权重最大的租金部分，环比上涨 0.7%，略有放缓但仍然处在非常过热状态，租金拉起了近半数的十月通胀的。

笔者认为，美国通胀终于见顶，会向 5% 的水平回落。但是由于工资和租金压力并没有得到舒缓，CPI 仅仅得到部分回调，不足以让美国选民满意，也难以令联储改变加息方向。这组数字支持联储放缓加息步伐、在适当的时候暂停加息，观察效果。FOMC 12 月加息 50 点现在基本成为市场的共识了，明年再有两次加息，每次 25 点。

联储什么时候彻底停止加息，甚至减息？还要看 CPI 和就业市场的进一步发展。联储“慢而长”（slower for longer）的模式并没有改变。通胀数据公布后，期货市场掉期价格对终极利率水平的判断，仅仅从略高过 5% 回落到 4.9%，幅度远小过两年期国债利率的变化，凸显资金的判断。

尽管通胀见顶，物价回落却可能相当缓慢而且不均匀，所以联储在可预见的未来都没有减息的空间。等疫情期间发放的支票积累下的 2 万亿美

元超额储蓄用尽了，美国经济就会面临衰退风险。市场评估明年衰退的概率为 80%，笔者相信概率可能更高。如果就业市场没有足够的冷却，一场温和衰退未必可以逼迫联储迅速减息。

根据通胀和就业形势，联储的利率政策其实是三部曲，1) 减少加息幅度，2) 停止加息，3) 减息。目前的通胀形势满足了加息减码的条件，但是停止加息和减息，并非必然，需要通胀明显和持续地下降，需要就业市场明显和持续地降温，需要工资增长转向。如果说 2022 年风险资产市场的最大主题是通胀交易的话，2023 年应该是衰退交易。

美国中期选举结束，参议院多数鹿死谁手，可能还要等 12 月 6 日的佐治亚州复选结果，不过选举反映出几个趋势。首先，民主党交出了在众议院的多数党席位，拜登政府执政效率将面临重大考验。其次，共和党选前吹嘘的“红色风暴”没有出现，充其量算小胜。第三，特朗普效应在弱化，不过特朗普在共和党内的影响力依然巨大。第四，奥巴马最后在宾夕法尼亚州的助选，让民主党在宾州意外抢下参议院一席，也是民主党聊以自慰之处。

**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\\_48787](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48787)

