



陶冬：美通胀蚕食盈利 日经济陷入衰退



意见领袖 | 陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）



美股连跌第八个星期，这是 2001 年以来所未见的。不过股市的聚焦点由通胀转向增长，由联储加息转向联储过度加息的担忧。标普 500 一度从今年高位跌破 20%，收市险守住了这条熊市线。资金寻求避险，脱离股市流入债市，去风险、去杠杆。因应增长担忧，美债全线造好，十年期国债利率回落到 2.79%，重新进入 35 年下降通道。美债收益率下滑，美元对一揽子货币汇率也拾阶而下，美元指数 DXY 收于 103。

上周石油市场没有大消息，布伦特原油期货价格略微下降。美元汇率

下挫，黄金价格反弹。日本第一季度 GDP 出现了负增长，不过日元汇率在 G7（七国集团）财长/央行行长会议期间大幅升值。中国人民银行超预期下调了利率，A 股、港股走出了独立行情。

美联储低估了增长风险

几家美国大型零售公司的业绩很不理想，股价暴跌，市场开始对消费和增长产生了焦虑，担心联储非但无法将通胀拉回到政策目标水平，反而把经济拖垮了。这也是为什么标普 500 现在跌得更多。资金不仅抛售没有盈利的科技股，更开始撤离盈利前景变得模糊的价值股。

两个关键词浮出水面：成本和消费情绪。涨工资的确提高了消费者的可支配收入，但是对劳动密集型企业成本构成重大的压力，不少企业无法把成本压力完全转嫁到消费者身上，这就蚕食了企业的盈利。另一方面，低端工人的名义收入提高了，但是食品价格、汽油价格等涨得更快，实际购买力却在下降，于是消费情绪受到影响。美国的零售市道严重分化，部分行业仍然生意火爆，另外一些行业就开始放缓了。

那么美国经济是不是会陷入衰退？美国前财长萨默斯和摩根大通 CEO 戴蒙最近都高调出来警告发生衰退的风险，笔者也认为衰退风险大增，不过暂时还不是必然发生的。市场上只有三分之一的基金经理预言衰退，其他人的理由是美国的资产负债表强劲，承受得住联储的货币政策收缩。未来几个月，市场的争论会聚焦在增长上。

笔者认为，一定要小心衰退风险，联储低估了增长风险，就像去年低估了通胀风险一样。通胀已经成为美国选民最大的不满，所以鲍威尔现在摆出不达目标誓不罢休的姿态很正常。但是 11 月中期选举之后，当美国经济开始浮现增长放缓甚至衰退迹象的时候，鲍威尔联储是不是维持现在的强硬立场呢？经济学家都知道，加息缩表对控制供给端通胀效果有限。同时通过杀死消费来遏制需求端通胀，成本也很高。联储以及白宫究竟是否愿意接受衰退来遏制物价上涨，是未来几个月的悬念。

鲍威尔上周宣称，如果有需要控制物价的话，他会毫不犹豫地将利率拉到中性水平之上。这是联储主席第一次提及“中性水平之上”，“我们需要见到通胀清晰地和令人信服地回归 2% 的政策目标，我们会不断推进直至见到这个目标”。

市场不仅预期联邦公开市场委员会（FOMC）会在 6 月和 7 月的会议上各加息 50 基点，现在还预期 9 月会议上再加息 50 基点。市场预期联邦基金利率年底上升到 2.8%，两个星期前是 2.7%。由于联储错过了去年的加息黄金窗口期，现在的口吻和手法都越来越强硬。

笔者认为联储的加息路径，看上去很像 1994~1995 年周期。美国经济在上世纪九十年代初经历了痛苦的海湾战争衰退，汽油价格大幅上升，失业率高涨，老布什甚至因此无法连任。克林顿上台后，美国经济摆脱了衰退，1994 年 GDP 增长 4%，失业率 5.5%，通货膨胀 2.6%，然而工资开始大幅上升。

联储于 1994 年初，先后试探性加息三次，每次 25 基点，但是工资上升却仍在加速，于是 FOMC 在 5 月和 8 月各大码加息 50 基点，11 月份更加了 75 基点，次年 2 月再加息 50 基点，然后进入静默期。未久经济开始下滑，联储在同年 7 月和 12 月两次降息，每次 25 基点。当年那轮加息的特点是，凶猛但不持久。这次可能也一样。

从美股的表现来看，克林顿 1992 年上台后标普 500 一直是升的。联储开始加息后市场有过一段犹豫，大码加息曾经导致了两次大跌，不过市场算是挺住了。联储在 1995 年 1 月表明加息周期结束后，美股就一骑绝尘，一年中标普 500 涨了 40%。

1993 年时候的情况与今天有几个明显相似的关键词，工资急升、油价高企、忽然激进的货币政策。不同之处在于俄乌冲突仍在进行中，现在地缘政治不确定性更高；最大的不同是政策制定者。如今的联储政策独立性更弱，同时制造出了比过去多得多的流动性和低得多的利率水平。

日本经济负增长

继基同→后 日本经济负增长 天度出山而了名摘以 日本中河六八六

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_42221

