



陶冬：美核心通胀破顶紧缩 难停，英首相地位岌岌可危



意见领袖 | 陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）

美国的通货膨胀数据跌破了一地的眼镜片，让整个风险资产市场重新评估通胀形势和政策治理难度。9月份CPI不仅没有出现明显下滑，核心通胀更创下四十年新高，表明美联储有更艰巨的紧缩工作要做。市场进一步上调了终极利率水平的预期，两年期国债利率冲上4.5%，为2000年以来的新高，十年期国债利率也冲上4%。美股带动全球股市下调。



英国政府更换财相来挽救民意，但是看来市场并不买账，30年国债利率再上4.8%，预示退休基金流动性危机尚未结束，恐慌指数VIX停留在30以上。美元指数高位盘整，不过日元又爆出新一轮贬值，对美元冲破148关口，日本政府重申必要时会出手干预。OPEC+减产消息的冲击波大致被

消化，原油期货价格回落。黄金价格跌向 1650。

美国 9 月份 CPI 通胀上涨 8.2%，核心通胀上涨 6.6%，两个数字都超过预期，核心通胀更大幅反弹，创出 40 年新高。这说明拜登政府和鲍威尔联储今年以来遏制通胀的努力，在物价上并没有见到太大的效果。民主党要带着这份成绩单去面对中期选举了。

这组数据中最重要的是核心 CPI 同比再创新高，环比上涨 0.6%，远超市场预期，不过就印证了笔者之前一直强调的观点，就是惰性通胀已经成为美国通胀中的最新拉动力，最新数据显示租金、医疗、服务业和食品接力推高通胀。尽管汽油价格明显下滑，尽管供应链问题已经舒缓，尽管各大零售商都在减价去库存，通货膨胀却高烧不退。美国的通胀源头已经从实物转到服务，现在又加上了惰性通胀，遏制通胀的难度越来越高，所需时间可能越来越长。

期货市场最新价格显示，资金预期联邦公开市场委员会（FOMC）11 月和 12 月都将加息 75 点。最新的 CPI 数据，对于美联储是一个失望但不算大意外。FOMC 9 月会议纪要中，就提到要大幅收缩货币政策来抗衡“广泛的和不可接受的高通胀”，强调“在应付通胀上动作不够大的成本，要大过动作过大的成本”。美联储在说不惜衰退抗通胀，不过市场认为一出现经济下滑美联储就会停手。

笔者修改美联储加息预期为，11 月和 12 月会议上加息各 75 点，明年再加两次息，每次 25 点。笔者认为短期加息 50 点还是 75 点还是 100

点并不重要，重要的是看清楚明年的利率大势。市场认为政策利率走到中性区间，大约 4.5%之后，美联储就会停止加息。笔者则认为美联储会暂停一下，不过如果惰性通胀令 CPI 维持在 4%~5%而不再快速下降，下半年可能会继续加息。

美联储巨额扩张信用，令通胀远远超出正常周期的水平，货币政策恐怕也未必一触及中性区间就停得下来。FOMC 的指引是到了中性水平之后，它会暂停观察，之后的动作要看数据，要摸着石头过河。哪怕经济和就业数据有转弱的迹象，如果通胀停不下来，估计加息也停不下来。

英国财相克沃滕被迫辞职，换上了老手亨特。克沃滕推出的经济刺激方案（又称小预算），包括了英国历史上最大的减税方案，可能制造出 450 亿英镑的财政赤字，减税是没有相应财政收入支持的，只是假定可以发债解决，但是也没有事先征得央行的同意，而且发债成本已经高了很多。

这个刺激措施触发了英国国债和英镑的暴跌。那么问题来了。国债是被称为零风险资产的，多数退休基金都是杠杆买债的。价格突然大跌，基金就要补充保证金，但是市场流动性不好，基金被迫不问价抛售，触发了

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_47320

