



美國8月通脹增長8.3%，超出市場預期，迫使美聯儲要大幅加息壓低通脹。

近來美國通脹居高不下，以瑞信全球短期利率策略主管Zoltan為代表的觀點認為，高通脹的根本原因是地緣政治衝突下的全球供應鏈失效，低通脹「三大支柱」（廉價中國製造、廉價俄羅斯能源、廉價移民勞動力）正在逐步瓦解。在筆者看來，這一觀點存在三大謬誤，美國高通脹是前期實踐現代貨幣理論（MMT）的結果，全球供應鏈也沒有失效，對通脹的影響遠沒有貨幣超發與美國產業結構性矛盾大。

# 美國超級量寬害人終害己

建言獻策 沈建光  
京東科技集團  
首席經濟學家

## 通脹回落遙遙無期

美國通脹又超預期，8月CPI增長8.3%，其中核心CPI同比升至6.3%。究其原因，還是美國居民需求強勁，尤其是房地產市場火爆。美國房屋租金持續上行。8月住房租金分項同比6.3%，較上月提升0.5個百分點，對核心通脹形成有力支撐。其他服務價格也快速上漲，8月醫療護理服務同比5.6%，交通服務11.4%，這些因素受全球供應鏈影響較小。此外，勞動力供需錯配下的「工資-通脹」螺旋上行風險不減，8月私人非農時薪同比保持在5.2%的高位。

為應對持續的高通脹壓力，9月美聯儲連續第3次加息0.75厘，將聯邦基金利率的目標區間從2.25厘至2.5厘上調到3厘至3.25厘。今年3月以來，美聯儲連續5次加息、累計加息300基點，創下1981年以來最快加息幅度。最新的利率點陣圖強化了聯儲鷹派基調。根據9月點陣圖顯示，2022年末聯邦基金利率預測中值達4.4厘，相比6月的3.4厘顯著抬升，這預示着年內剩餘兩次會議（11月、12月）還將繼續加息0.75厘和0.5厘；2023年末聯邦基金利率預測中值也抬升至4.6厘，意味着明年仍將繼續加息；儘管2024、2025年政策利率預測中值逐步回落，但仍高於長期利率（2.5厘）。

與去年一直堅持的「通脹暫時論」截然相反，美聯儲主席鮑威爾近期表達了不會過早放鬆政策的立場。鮑威爾表示，利率需要抬高至「足夠限制性水平」（此前的表述為「限制性水平」），並且維持在高位一段時間，才能起到降低通脹的作用。此外，鮑威爾強調政策轉向條件包括三方面考量：一是經濟增長低於趨勢水平一段時間；二是就業市場供需更加平衡；三是通脹可以回到2%的目標水平，目前看來還有很長的一段距離。

當前對抗通脹的重要性高於經濟增長。鮑威爾指出，儘管部分指標呈現出通脹緩解的積極信號，如消費者通脹預期回落、大宗商品價格下跌等，但美國高通脹持續時間已經遠超預期。考慮到勞動力供給並未明顯改善，加上工資增速仍然較高，美聯儲必須繼續加息，即使不得不承受加息帶來的痛苦及貨幣緊縮「過頭」風險。鮑威爾還表示，至於美國經濟是否會因此陷入衰退及衰退幅度有多大，目前只能期待一個好的結果。

## 「供應鏈失效論」存在誤導

近期市場廣為流行一個觀點，主要代表人物為瑞信全球短期利率策略主管Zoltan。他在報告中指出，供應鏈全球化是多年以來全球低通脹高增長的基石。這個體系有三大支柱：廉價中國製造、廉價俄羅斯能源以及廉價移民勞動力。而眼下正在發生的戰



爭和衝突——無論是熱戰還是「經濟戰」，導致全球供應鏈三大支柱紛紛失效，且趨勢不可扭轉，這也將使得通脹愈演愈烈。因此，對當前通脹影響更大的是供給、而非需求，是地緣政治、而非國內政治。

但筆者認為，美國通脹大幅飆升的根本原因不是地緣政治衝突下的供應鏈衝擊，而是美國實踐現代貨幣理論，即貨幣化財政赤字的结果。去年以來，筆者多次撰文反覆強調美國通脹由「六大因素」（貨幣政策極度寬鬆、供需失衡、能源短缺、工資上行、房價租金上漲、進口輸入性通脹）共同推升，當前不僅得到充分驗證，俄烏衝突以來部分因素甚至有所強化。

其中，以美國為首的發達國家採用貨幣超寬鬆與財政大擴張協同的現代貨幣理論政策，進而引發需求大漲，供不應求局面，是本輪通脹飆升的核心原因。2021年初筆者就提出，通脹是美國MMT政策實踐的最大軟肋，並判斷美國通脹並非暫時的，將持續大幅上升，這是實施新貨幣理論政策的必然結果。

Zoltan的觀點存在三大謬誤，可能會誤導市場對於美國本輪通脹原因及前景的判斷。

**謬誤一：Zoltan認為中國製造的全球供應鏈將會受阻，而實際上中國產品出口依然強勁，同時降低了美國進口價格。**今年1至8月，以美元計價的中國出口累計同比增長高達13.5%，對美國、歐盟的出口增速分別為12.2%和18.4%，服裝、紡織、玩具、塑料製品等勞動密集型產品出口增速保持在10%以上。結合筆者前期研究，疫情爆發後，美國自各經濟體進口製成品價格明顯攀升，但美國自華進口價格始終平穩，中國供給對平抑美國物價壓力起到關鍵作用。此外，9月初特斯拉上海超級工廠產線優化項目竣工。該項目是對現有工廠進行擴建，主要通過提高生產節奏來擴大產能，反映中國製造並未脫離全球供應鏈。

**謬誤二：Zoltan認為俄羅斯能源對歐洲的供應面臨中斷，但實際上能源供給擔憂已經明顯緩解。**首先，俄羅斯能源不會完全停止供應，只是轉向了印度及土耳其等國家，畢竟能源出口收入是俄羅斯經濟的重要支撐；其次，俄羅斯能源斷供對能源依賴度極高的歐洲大陸造成了巨大衝擊，對美國及其他國家的實際影響較為有限；再次，中長期來看，全球能源供應問題絕非無解，綠色轉型、技術革新（如美國頁岩氣革命）等都可能帶

來新的機遇。此外，目前全球原油價格已經跌至俄烏衝突之前的水平，表明市場對能源供給的擔憂已有明顯緩解。

**謬誤三：Zoltan認為廉價移民勞動力將逐漸消失，而實際上美國移民政策有所放鬆、廉價勞動力也將持續存在。**拜登政府上台以來，大幅調整了特朗普執政時期的移民政策，包括停建美國與墨西哥之間的邊境牆，放寬對移民的限制等；另一方面，從全球產業鏈視角看，廉價勞動力供應不會憑空消失。借用日本學者提出的「雁陣模式」，全球不斷湧現新的貿易增長極，從美國歐洲日本、到亞洲「四小龍」、再到中國以及之後的墨西哥、越南、印度、孟加拉、老撾等，其重要特徵之一便是供應鏈持續轉向低成本的地區。例如，由於勞動力資源豐富、成本低廉，中資企業正在加速布局東南亞，後者紡織、服裝、箱包等品類的全球出口份額不斷抬升。

## 美元升值衝擊歐洲

從美聯儲加息的影響來看，也說明了Zoltan關於美國通脹原因的判斷也是不成立的。因為如果美國通脹是因為全球供應鏈失效的問題，那美聯儲加息是沒有作用的，但如果是筆者認為的美國通脹主要是因為超發貨幣造成的，那麼美聯儲現在的貨幣緊縮和加息是會遏制美國通脹的，其後果是美國需求下降導致經濟陷入衰退。但在加息的過程中，對美元匯率的提升非常明顯，這將對全球經濟和金融市場帶來極其深遠的影響。

受美聯儲持續大幅加息、俄烏戰爭下歐洲經濟陷入困境、全球政治經濟動盪加劇等影響，自去年下半年以來，美元指數從90點一路狂飆到最近110點以上，創近二十年來的新高，上漲幅度接近25%。考慮到高通脹下美聯儲加息步伐還將持續，美元已經進入新一輪超級升值周期。

美元再度進入超級周期，將對全球資本市場產生深遠影響。在此之前，美聯儲加息推動美元出現兩輪超級升值周期：第一輪是上世紀70年代末至80年代初，美元指數一度突破160，導致拉丁美洲陷入債務危機；第二輪是90年代後期至21世紀初，美元指數一度接近120，引發亞洲金融危機；當前第3輪超級周期主要衝擊歐洲大陸，疊加俄烏戰爭，歐盟、英國金融市場出現股債匯三殺。近期，歐元兌美元再度跌破平價線，創20年來新低；英鎊兌美元更是直逼平價線，創歷史新低。

# A股靜候階段性反彈

斌眼觀市 朱斌  
華福證券首席策略分析師

美聯儲議息會議結束，全球市場一片腥風血雨。9月23日這天，除了美元指數以外的所有大類資產，都呈現出劇烈下跌的局面：貴金屬，COMEX黃金下跌1.75%，比特幣期貨暴跌2.5%；商品類，LME銅暴跌3.1%，ICE布油暴跌4.5%；權益類，納斯達克指數挫1.8%，英國富時100跌2%。隨着美元指數持續上漲，全球大類資產跌幅持續至今，延綿不絕。

筆者之前指出，美聯儲超鷹派加息是必然。「考慮到當前美國通脹率仍然維持在8%以上，離美聯儲2%的通脹目標位差距甚遠，我們認為美聯儲持續加息的幅度很可能將超出市場預期。」

從具體結果來看，9月份加息0.75厘本身沒有超預期，真正超預期的是美聯儲給出的後續加息目標位：到今年年底，美聯儲將再加息1.25厘，美國基準利率將上升到4.25厘至4.5厘區間；同時2023年有可能再進行兩次加息，2023年底聯邦基金利率的預期中位數將達到4.6厘。這樣一個加息路徑及最終達到的聯邦基金利率位置，遠遠超出了兩個月前市場預期的4厘的水平。這也給全球資本市場造成了巨大衝擊。

## 美股未跌完 A股正鑄底

投資是一場勇敢者的遊戲。悲觀者獲得知識，樂觀者贏得未來。儘管在美聯儲超鷹派加息態勢下，大類資產市場風譁雲詭，跌宕起伏，但筆者堅信權益類資產正在構築底部。從資產價格來看，美股尚未見底，而A股卻正在鑄底，當前點位不應過度恐慌。

對於A股而言，筆者認為當前已經砸出黃金坑，處於估值底部區間。待美聯儲最激烈的加息衝擊消退後，就能迎來反攻號角。因為除了人民幣貶值已經幫A股對沖一部分美聯儲加息帶來的壓力，中國經濟底部向上的態勢也為A股提供了較強的支撐。

筆者認為從四個維度來看，A股有望迎來階段性反彈。

首先，從疫情方面看，四季度有可能迎來平緩的窗口期。一般而言，海外疫情從低谷期傳遞到高峰期，需要兩個月左右的傳播。而從海外爆發峰值，傳播到國內形成疫情峰值，也需要一個月左右的時間。當前海外疫情正值低谷

期，哪怕再有新病毒爆發，傳遞到國內也要到明年年初。因此，四季度有望迎來病毒平緩的窗口期，經濟有望進一步復甦。

其次，國內各項經濟數據也開始呈現出反彈態勢。從8月份經濟數據來看，通脹指標方面，CPI與PPI都呈現下降態勢，CPI預期值2.8%，實際值2.5%，PPI預期值3%，實際值2.3%；而顯示經濟活力的指標，不少呈現出超預期向好態勢，工業增加值4.2%，預期值3.9%，固定資產投資增速5.8%，預期值5.3%，社會消費品零售增速5.4%，預期值4.2%，PMI實際值49.4，預期值49.2。在GDP三駕馬車中，不及預期的就是進出口。當然這也反映出筆者之前撰文所提到的「美國經濟景氣度逐步回落」的判斷，由於海外需求回落，中國對外貿易也會出現下行。

再次，壓制國內經濟的不穩定因素開始被逐一排解。9月23日，銀保監會相關部門負責人介紹目前防範化解重點領域相關風險的工作進展時表示，「房地產金融化泡沫化勢頭得到實質性扭轉」、「增量風險已基本控制，存量風險化解正有序推進」。監管層的這一判斷，預示着後續房地產開端健康有序發展的新階段概率較高，這能夠為經濟及市場企穩提供有力支撐。

最後，從市場指數來看，經過8、9月份的深度回調，也已經出現明顯的投資機會。回顧今年4月份，中證500估值是最為低估的，市盈率15.6倍，位於歷史估值分位數的最低0.05%；上證50當時估值分位數為22.3%。而當前，滬深300、上證50的估值分位數已經回落到當時的水平，其中上證50的估值分位數僅有17.7%，比4月份的低點更有一個明顯的下降。

當前A股處於「黃金坑」的底部區間，具備戰略配置價值。在風格上，四季度價值與成長兼備。從方向上看，半導體、可選消費龍頭、困境反轉板塊值得布局。



▲筆者認為當前A股已砸出黃金坑，處於估值底部區間。

# 美國經濟軟着陆難度高

樓市智庫 陳永傑  
中原亞太區副主席  
兼住宅部總裁

美國聯儲局宣布加息0.75厘，符合預期，聯邦基金利率目標範圍上調到3厘至3.25厘。根據美國利率期貨顯示，在明年7月美國利率有機會逼近5厘，大致見頂，約與2006年中的加息周期看齊。美聯儲表示，高度關注通脹風險，堅定承諾重返2%通脹率目標，並準備好在適當時候調整政策。

根據點陣圖預測中位數，聯邦公開市場委員會委員預計今年內仍會再加息1.25厘。美聯儲主席鮑威爾表示，目前並無定論下次加息幅度，強調亦有相當多委員傾向年內再加息1厘。

鮑威爾表示，委員認為有必要將政策利率提高至限制性水平，並在該水平保持一段時間，現時只處於限制性利率的較低水平，形容仍有一段路要走。加息幅度取決於未來數據，將會逐次會議作出決定，但適宜在某個時間減慢加息速度，以檢視加息影響。歷史經驗表明，當局需要對超前減息保持警惕，必須非常有信心通脹率回落至2%，才可開始減息。根據點陣圖，美聯儲預計

2024年之前都不會減息。美聯儲下調今後3年美國經濟增長預測，並上調通脹率預測，預計最快2025年通脹率才會回落到2%的目標。美聯儲表示，近期公布的數據顯示支出及產出輕微增長，但仍預計今年經濟增長將大幅放緩。

季度經濟預測顯示，美聯儲下調今年經濟增長預測至僅0.2%，遠低於之前預測的1.7%，2023年及2024年經濟增長預測亦分別調低至1.2%及1.7%，2025年及長期增長預測中值均為1.8%。美聯儲預料，今年個人消費支出（PCE）通脹率5.4%，比之前的預測上調0.2個百分點，2023年及2024年的預測亦稍為上調至2.8%及2.3%，至於2025年及較長期預測中值均為2%。

鮑威爾表示，沒有人知道加息過程會否造成經濟衰退，亦不知道經濟衰退可能性有多大，但極有可能出現一段低增長時期，形容經濟要實現「軟着陆」非常有挑戰。

聯邦基金利率期貨走勢顯示，交易員預料美聯儲今年11月再次加息0.75厘，即加至4.25厘到4.5厘。到明年7月，息口會上升到4.75厘至5厘。換言之，約回到2006年中加息周期水平。



▲根據美國利率期貨顯示，到明年7月美國利率有機會逼近5厘。