

8月10日晚，美国劳工部正式披露7月通胀数据——7月CPI同比增长8.5%，低于预期的8.7%和前值的9.1%。环比来看，CPI上涨0%，低于预期的0.2%。核心CPI同比上涨5.9%，与6月持平，低于预期的6.1%。

分项来看，7月美国整体能源价格环比下跌4.6%。当月汽油价格下跌7.7%，创2020年4月以来最大单月跌幅，6月份曾上涨11.2%。然而，7月份美国食品价格同比上涨10.9%，为1979年以来的新高。此外，当月美国住房成本环比上涨0.5%，同比上涨5.7%，为1991年以来新高。

由于以原油为首的大宗商品

在6月和7月大幅下跌，市场早已预期美国7月通胀会有所下跌，但实际公布的数据还是要好于预期。这让美国资本市场狂欢，纳指

再涨近3%，较6月中旬低点反弹超过20

%。美元指数一度大跌1%，各期限的国债收益率均有不同程度的下跌。

美股

已经反转，未来没什么担心的，放心大胆做多。对此，接下来聊一聊我的理解与看法。

01

加息力度

在7月通胀数据披露之后，市场预期美联储

在9月的加息节奏会放缓。据芝商所的美联储观察工具显示，该行9月加息50个基点的概率重回主流，达到六成以上；而加息75个基点的概率降至37%左右，较昨日减少了30个百分点。

不过，9月议息会议的决策会在当月21日。在这之前，美国劳工部还将披露8月的通胀数据以及8月的就业情况等。

在我看来，未来几个月之内，美国通胀大概率会保持在8%的高位水平之上。

7月通胀下跌主要逻辑是能源环比有较大程度的下跌，特别是燃油项环比下降7.7%，带动整个能源项环比下降4.6%。而核心CPI环比仍然增长0.3%，通胀内生动能仍然很强。

去年6月-9月，美国通胀同比增速分别为5.4%、5.4%、5.3%、5.4%。即便未来2个月美国CPI指数环比增长为0，CPI同比增速可以轻松维持在8%以上。当然，接下来“高波动性”的能源价格等因素出现边际反复，8月CPI环比及同比走势仍有变数，加息75个基点亦或是50个基点都是有可能的。

6月中旬以来，美股市场很乐观，无限憧憬着美联储会以比较快的速度结束加息，并开启放水闸门刺激疲软的经济。在我看来，市场过于乐观，请不要低估高通胀的持续性和美联储加息的决心。

上一轮大通胀，整整持续了不可思议的15年，主要逻辑是大规模财政赤字+超大规模货币宽松为主导，石油危机

、粮食紧缺等共同导致的。美国大通胀并不是一次性就冲上13%，而是分了3波——1970年，美通胀已经飙升至5.84%，1971-1972年小幅回落至3.27%。从1973年大通胀再度爆发，当年高达6.16%，1974年飙升至11.03%，1975年也高达9.2%。接着1976年-1978年通胀小幅回落，1979年恶性通胀卷土重来，当年达到11.22%，1980年更是高达13.58%。

本轮全球性大通胀爆发的底层逻辑与1970年代极为相似，超大规模货币、财政赤字，叠加俄乌战争下的能源危机、粮食危机，还有新冠疫情导致的全球供应链的持续紊乱。这一次，底层触发的通胀上行动力可能要超过上一次。

美国舆论场让市场过于聚焦短期的通胀表现上，而忽视恶性通胀的长期可能性。在我看来，“7月通胀已经见顶，未来会持续大幅回落”的言论是不专业的，高通胀正在变得根深蒂固。

面对这一切，不可低估美联储加息决心。

美联储作为中央银行

，首要的调控任务就是捍

卫币值稳定（PS:美国通胀太高，货币购买力

大幅下降，币值很不稳定），其次才是促进经济增长。从这个维度上看，要把通胀按下去，还得持续高强度加息，代价就是美国经济会快速进入衰退。

当然，还有一种可能，美联储在经济增长和通胀中摇摆不定，拖泥带水，加息节奏不足以把通胀打下来，美国经济陷入“滞涨”状态，最终结果是被动进入衰退。目前看，第一种发生的概率会更大一些。

从今年3月加息至今，美联储已经连续加息4次，累计加息225个基点。但通胀同比增速从年初的7.5%依然升高至7月的8.5%。不能说加息没用，如果不加息，美国通

胀可能早已经是双位数的水平了。现在8.5%还太高，加息还会继续，即便按照9月加息50个基点，11月和12月加息分别加息25个基点，全年也累计加息325个基点（联邦基准利率3.25%-3.5%），也远超年初市场预期的175个加息基点的力度。

在我看来，美联储加息不会轻易半途而废的另外一个重要原因是，目前还没有达到收割全球财富的战略目的。过去美元大的加息与降息周期，明面上冠冕堂皇打着调控通胀、就业与经济旗号，实质上是华尔街为了制造全球金融市场的动荡来收割巨额财富。

疫情爆发后的2020-2021年，美联储疯狂放水毫无节制（M2猛增6.3万亿美元之巨，2019年末M2为15.4万亿美元），水漫金山，全球股市、楼市、大宗商品疯狂飙涨，泡沫创下历史之最。尤为诡异的是，去年4月CPI已经高达4.2%，5月进一步达到5%，一直到年底已经飙升至7%。这时候，美联储才改口承认“通胀不是暂时的”。如此严重误判，是真傻，还是装傻？我认为，装傻概率更大，背后有险恶用心。

美联储任由通胀野蛮爆发将近1年才采取行动。本可以实现货币的“缓转弯”，但偏偏结果是选择了异常激进的“急转弯”（创40年最快紧缩节奏）。在大紧缩的节点上，不断烘火，制造地缘政治危机，最终导致俄乌战争爆发，引发全球通胀进一步上行，进而压迫全球央行跟随美联储进入加息周期之中。

无论是从控制恶性通胀的角度，还是其他什么目的，美联储的加息力度和周期不会轻易结束。

02

缩表威力

对于美国金融市场，缩表的巨大威力还没有显现出来。按照美联储此前的缩表计划，在6月、7月、8月每月缩表300亿美元的美国国债和175亿美元的MBS。从目前的实质性的结果看，美联储并没有完成缩表承诺，主要有两点：第一是记账周期有滞后性，第二是MBS到期的不够缩表目标。

6-8月，美联储缩表是被动到期式的。而从9月1日开始美联储将主动抛售式缩表，会对美元的流动性产生较为明显的影响，美股的压力与考验或许才刚刚开始。

据货币专家宋鸿兵

分析，美元派生可分为三级：美联储——美国银行业——海外美元市场。海外美元包括欧洲、中国等银行金融机构可以派生更多的美元。美元流动性呈现巨大的倒金字塔结构：最底层是美国银行金融机构在美联储存放的存款准备金，大致余额为3.3万亿美元，第二层是美国M2，2021年末为21.638万亿美元，第三层才是海外美元市场，不受美联储控制，大致有80万亿美元之巨。

到年底，美联储如果按照计划缩表5200亿美元，加上美国国内以及海外美元市场的货币乘数，相当于海外美元流动性被至少缩减了5.2万亿美元（货币乘数至少10倍+）。

目前，海外美元的流动性已经出现了较为紧张的状态。截止目前，3个月伦敦同业拆借利率(Libor)上升至2.8%左右，已经超过2018年12月的水平。上一次这么高的时候，还是2008年金融危机的时候。

海外美元最大的交易中心在伦敦，因为伦敦有着自由的交易权限，并且伦敦在金融发展历史上一一直都是一个很重要的中心。恰巧的是，从9月开始的12个月内，英国央行也将减少约800亿英镑的国债购买量。

在欧洲市场流动性趋于紧张的大背景下，瑞士信贷作为欧洲最大的银行之一，已深陷泥潭。今年上半年，公司营收80.6亿瑞士法郎，同比大幅下降36%，二季度巨亏15.9亿瑞士法郎，已经连续第3个季度出现亏损。7月底，瑞士信贷宣布CEO离职，震惊欧洲银行业。紧接着，该银行考虑全球裁员数千人，寻求整体成本基础再削减10亿美元。在此期间，市场传言瑞银集团将合并处于困境中的瑞士信贷。瑞士信贷的现状颇有点雷曼兄弟倒闭前的味道。

今年以来，欧洲众多银行巨头跌幅非常大，远超大盘，包括德意志银行、意大利西雅那银行、意大利联合圣保罗银行、英国巴克莱、法国巴黎银行等等。在我看来，市场正在交易欧洲经济衰退带来坏账率显著提升的逻辑。其次银行们持有大量债券以及金融衍生品，会在利率退潮的大环境下暴露巨大风险。欧洲银行如果出事，也会冲击美国的金融市场。

在经济全面走弱以及欧洲央行将持续加息控通胀大背景下，欧洲股票市场并无所动，追随美股来了一波强劲反弹。在我看来，市场过于乐观，对于金融流动性的恶化以及蕴藏着巨大风险几乎没有进行定价。其实，美股同样如此。

在我看来，美联储缩表的冲击威力远远被市场低估。

03

尾声

我们都知道“遛狗理论”。狗有时候跑到主人前面，有时候跑到主人后面，但不会离人太远。遛狗时人通常缓步向前，而狗忽左忽右、东走西蹿，正如股价的波动常常远大于基本面的波动。

当前，美股市场波动异常剧烈，纳指上半年累计暴跌30%，且创下1971年指数创立以来最差半年表现，比2002年上半年的崩盘还要糟糕。然而6月刚过，底部上来一波20%的反弹，进入所谓技术性牛市范畴。

但不管怎么动荡，一定会围绕着股票市场最底层的定价逻辑来演绎。下半年，美国经济的表现应该会比上半年更为糟糕，较为严重的经济衰退成为可能。具体到微观层面，上市企业的业绩会持续走差。另一方面，因为通胀创下40年新高，美联储加息节奏并不会轻易结束，美元的流动性趋于恶化。两者合力决定了美股下半年的表现可能不会太好，熊市基础格局并没有改变。尽管在短期之内可能会延续不错的反弹行情。

相较于美股，其实我更担心的是欧洲的债务以及汇率会不会出问题，从而引爆海外更大的危机。