

聯儲修改利率指引 降息大門已經打開



▲此次美聯儲利率指引改成「將以合適行動」（act as appropriate）保持經濟擴張，分析指，這意味着若下次利率變動，更加傾向於降息



妙言要道

北京時間6月20日凌晨2點，美聯儲公布了6月FOMC議息會議決議，雖然保持利率不變，但本次會議基本為未來降息打開了大門，今年降息正漸行漸近。此外，一貫最鴿派的聖路易斯聯儲主席James Bullard投票反對6月會議保持利率不變的決議（要求6月降息），這也是鮑威爾就任主席以來在FOMC議息會議決議中遇到的第一張反對票。

中金首席經濟學家 梁 紅

此次會議最大變化是利率指引轉向降息傾向，暗示美聯儲即將進入降息周期，從而可能帶動全球進入一輪降息潮。此前美聯儲利率指引是保持「耐心」，傾向偏中性，意味着下次利率變動可以降息也可以加息；此次指引改成「將以合適行動」（act as appropriate）保持經濟擴張，意味着若下次利率變動，更加傾向於降息。這一為修改未來降息打開大門。也因此，風險資產普漲，美債收益率走弱，美元指數一度走弱0.5%。

消費回升投資仍弱

點陣圖顯示，2019年降息概率較大：17人中8人預計2019年降息，其中7人預計降兩次。此前3月點陣圖顯示，美聯儲官員均未預計2019年降息。此次會議更新點陣圖顯示，7人預計2019年降息兩次共50基點，1人預計降息一次25基點，8人預計保持不變，1人預計加息一次25基點。

這一預測在兩點上偏鴿派：1）預期2019年降息的人數高達8人，因而降息vs不降息力量對比為8：9，非常接近，只要1人再轉為支持降息，中值就將下移；2）支持2019年降息的8人中，7人從此前3月的不預期降息，直接跳到了降息兩次。

整體而言，點陣圖中值顯示，美聯儲預測的2019年、2020年、2021年利率變化的路徑從此前3月的0、+1、0轉變為0、-1、+1。2020年中值顯示降息，這是2012年以來首次。

鴿派略不及預期，但市場降息預期進一步加碼。表面上看起來，聯邦基金利率市場預計今年降息三次，而此次點

陣圖顯示官員們最多也就預測今年降息兩次，鴿派程度不及預期。但從會後市場反應看，美聯儲修改利率指引，這麼多年來首次為降息打開大門，這種轉變使得市場不僅沒有修正預期，反而對降息預期進一步加碼，聯邦基金利率期貨隱含今年7月降息概率已經從會前的63%上升至100%。

當前經濟狀況評估與未來經濟預測。當前經濟狀況方面，美聯儲對增長和通脹評估整體偏弱：1）增長放緩，對增長動能描述從5月會議的「solid」調整為「moderate」；2）消費回升但投資仍弱，對消費的描述從「slowed」改為「picked up」，但投資依然保持「soft」；3）市場隱含通脹預期「declined」。不過，即使5月非農偏弱，美聯儲依然認為新增就業穩健（solid）。

經濟預測方面，相比3月經濟預測表，此次美聯儲對2019年實際國內生產總值（GDP）預測維持在2.1%不變，但核心PCE通脹預測從此前的2.0%下修至1.8%。

基準情形下，筆者預計2019年下半年降息一次以對沖需求下行壓力，並可能傳達2020年再降息兩次的信號。在假設美國對華關稅保持當前安排這一基準情形下，筆者預計，隨着關稅對增長抑制作用在下半年進一步展現，以及此前財政刺激效果在下半年進一步消退，且在年底核心PCE通脹可能僅能回到8%左右，依然明顯低於2%的情況下，美聯儲有空間降息一次25基點以穩定需求。當然，如果發生中美貿易衝突繼續加劇的悲觀情形，筆者預計美聯儲降息時間會更早、次數更多、力度更大。此外，筆

者也預計美聯儲可能在後續傳達2020年再降息兩次的信號，主因增長將掉到潛在增速以下。

資產配置首推黃金

中性偏鴿信號有助於壓低利率支撐估值；圍繞實際利率下行配置思路。5月初貿易摩擦再度升溫以來，市場對於寬鬆的預期持續升溫，而6月初美聯儲主席鮑威爾對降息的暗示更是進一步提升了市場預期。

此次FOMC會議通過會議聲明和散點圖傳遞相對更多的鴿派信號也有助於確認並穩定這一預期，儘管往前看政策的演變還很大程度上取決於貿易問題的演變。

在當前增長下行與貨幣寬鬆的賽跑中，政策響應速度是關鍵。如果政策能及時響應的話，對於緩解增長下行壓力和支撐市場表現都將起到一定積極作用。

參照1998年的歷史經驗並結合收益率曲線倒掛的時間與降息間隔，在當前環境下，筆者傾向認為美聯儲如果兌現降息的話，更多是ahead of the curve預防式降息，這在短期對股債可能都非壞事，不像behind the curve降息時基本面已經迅速惡化。

因此，筆者對於下半年海外市場和主要資產面臨的環境的基準情形假設為政策趨向寬鬆，增長下行但未衰退。這較為類似歷史上美聯儲降息初期階段。歷史經驗顯示，這一時期市場情緒和風險資產通常都會得到一定提振，直到基本面大幅惡化。

這一組合的落腳點為實際利率下行，而這又是資產配置的出發點，美聯儲9月停止縮表後為維持資產規模需要反而購入國債也或有幫助。

因此，除利率債外，其他受益於利率回落的資產（如不動產投資信託REITs、高股息率、黃金）的吸引力都將提升，股市也將受益於情緒和估值的提振。潛在上行風險來自基本面好轉及短期預期計入過多。

基於這一考慮，對於下半年海外大類配置的建議為：黃金>股票>利率債>信用債>大宗資源品，另外農產品從歷史經驗看，在降息初期或也有不錯表現。

經濟預測價值何在？

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實



實話世經

「不識廬山真面目，只緣身在此山中。」對於全球經濟而言，跌宕起伏的2019年上半年即將結束，更加充滿不確定性的下半年逼近眼前。隨之而來的是市場上林林總總的各類經濟預測。從方向上看，這些預測分歧甚大，看空、看多和看平者幾乎三分天下；從方法上看，這些預測也是各顯其能，感性判斷和理性分析近乎分庭抗禮。那麼，這些經濟預測準確嗎、管用嗎？經濟預測的真正價值在於何處？

站在現實投資的立場，不僅短期預測不靠譜，長期預測也並非像經濟學家標榜的那樣「可行」。原因有二：

第一，長期預測說白了只是尋常智慧。無論是經濟學家，還是尋常投資者，都明白一個道理：有潮漲就有潮落，長期中沒有只漲不跌的，也沒有只跌不漲的，價格太低就會漲，價格太高就會跌。2013年諾獎得主席勒預言到次貸危機的軼事曾廣為流傳，但仔細看席勒的暢銷書《非理性繁榮》以及他對資產價格趨勢的評價，就不難發現，席勒預言到美國房市危機的原因說白了也就是房市太火、房價過高。不過，這種樸素的尋常智慧未必對實際投資有太大指導意義，因為你很難確定價格是太高還是太低了。其實，這本質上涉及到經濟學的深層尷尬，經濟學的思維範式始終是「均衡導向」，長期內，任何變量都有回歸均衡的內生動力。但遺憾的是，均衡即便被證實是存在的，卻很難定位。經驗表明，尋常智慧在理論上很有說服力，本身也充滿強弱轉換的內在哲理，但並不會顯著提高資產價格現實預測的準確性。

第二，長期預測已經死了。其實同為2013年諾獎得主的法莫，其有效市場假說已經注定了長期預測「很難正確」的宿命，如果技術方法是共享的，且市場是有效的，那麼長期預測的影響已經體現在了現實價格之中，資產價格長期走勢最終將取決於未知的不確定性。也就是說，能夠導致價格超常規變化的因素，都是不可預測的，特別是經濟金融危機，大多是由黑天鵝事件所引爆，因此經濟學家即便能夠觀察到長期風險，也無力預測危機會不會發生以及何時發生。

息口下調利長線買樓

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

美國向中國挑起的貿易及科技戰，正有擴大至金融戰的可能。造成的衝擊已非傷害中國經濟那麼簡單，美國自己亦受損，也被及全球經濟。從美國利率期貨顯示，今年美國減息機會接近九成。

美國總統特朗普表示，他向中國貨品提高關稅措施，有效打擊中國經濟增長，但無說美國經濟亦受傷不輕。甚至遠在地球南隅的澳洲，日前宣布近三年來首次減息0.25厘，目的是為支持澳洲就業及經濟增長，該國首季GDP按季增長僅得0.4%。

美國近期發表的經濟數據也令市場覺得很失望。金融數據服務公司Markit公布，美國5月Markit製造業採購經理指數（PMI）終值為50.5，創出2009年9月以來最低水平，比較市場預期50.6遜色。美國供應管理協會（ISM）公布的5月份製造業指數，由52.8下挫至52.1，是2016年10月以來兩年半低位，更低過市場預期的53。美國政府去年實施的退稅及減稅措施，經已失去效力，美國今年經濟會減弱至什麼程度，日

長期中，經濟學家不僅無力預測危機，對經濟走勢和資產價格的預測也經常性出錯，仔細觀察下現實經濟和金融市場的實際運行，就會發現，與「共識性」預測的背離是一種常態。這種背離的例子俯拾皆是：2008至2010年，次貸危機期間，市場對全球經濟從單極世界轉向多元世界形成了共識，長期預測普遍傾向於認為新興市場的經濟發展勢頭將明顯強於日薄西山的美國。但數年之後，形勢卻與長期預測發生方向性背離，美國經濟自2012年起強勢復甦，並表現出可持續的內生驅動模式，新興市場經濟體卻遇到了經濟普遍走弱的尷尬，甚至有部分新興市場經濟體發生金融危機。

區別看待經濟學家

說實話，不僅短期預測經常出錯，長期預測也不靠譜。但值得強調的是，經濟預測可能並不靠譜，也並不精確，但卻是有用的。短期預測和長期預測共同為投資者描繪了經濟運行的基準情景，短期預測的調整為投資者提供了現實經濟表現優於還是次於預期的重要信息，並由此讓市場定位並發現未被察覺的新風險，而長期預測的變化則告訴投資者，這些已出現的不確定性是否已經積累到足以影響長期趨勢的量級。無論對於金融投資還是宏觀政策制定，預測絕對水平可能並不重要，但預測的變化卻對投資決策和政策變化提供了事實依據。

既然如此，是不是經濟學家都應該去預測？筆者以為，這要一分为二。世人對經濟學家存在極大的誤解，經濟學家實際上不是一種職業，而是兩種職業。一種是「經濟學·家」，這種經濟學家致力於抽象世界的理論研究；另一種是「經濟·學家」，這種經濟學家則致力於對現實經濟運行的客觀分析。一般而言，前者大多置身於象牙塔內，後者則大多身處投行和政府機構，兩者關係就像研製天文望遠鏡的科學家 and 用這些望遠鏡觀察天體運行的科學家，經濟學理論研究為更好地理解 and 預判現實經濟運行提供了基礎。因此，熱衷預測的「經濟學·家」是不靠譜的，而不預測的「經濟·學家」則是不稱職的。作為普通大眾，看待「經濟·學家」的預測，應該用連續、比較的眼光，而不要絕對、靜態地去摳字眼，只有發現動態預測序列中暗藏的變化信息，才能在不確定性中把握趨勢。

