

經濟觀察家



鍾言議論

財新智庫莫尼塔研究董事長兼首席經濟學家 鍾正生



►分析預計，美股年內不會存在很大的系統性風險

法新社

美聯儲內部分裂 寬鬆周期難證僞

一、降息幅度符預期

由於美聯儲在此之前的預期指引，包括鮑威爾在國會議證會的發言及美聯儲官員的表態等，市場對本次降息25基點的預期已經十分充分。根據CME（芝加哥商業交易所）的數據，在會議之前，市場對7月降息25基點的預測概率為79.6%，降息50基點的概率為20.4%；9月降息25基點的概率為33.7%，降息50基點的概率為54.6%，降息75基點的概率為11.6%（見配圖）。因此，本次降息時間與幅度完全符合市場預期，但是本次會議並沒有點陣圖，沒有給出未來的利率指引。

二、聯儲提前結束縮表

美聯儲在決議聲明中提到，將於8月1日起結束縮表，比原定的9月末提早了兩個月，超出了市場預期。此前彭博曾經就這個問題進行過調查，大部分經濟學家表示美聯儲不會修改縮表計劃。前紐約聯儲主席杜德利曾指出：「如果過早停止縮表，會讓外界誤以為資產負債表的重要性高於其他貨幣政策工具，這和美聯儲一貫的說法相悖」。鮑威爾對提前結束縮表的看法是：「這事關政策的一致性」。

美聯儲還提到了結束縮表後的再投資問題，將每月到期的機構債務和抵押貸款支持證券再投資於美國國債，規模為每月200億美元，超過200億美元的部分將繼續再投資於抵押貸款支持證券。但美聯儲並沒有提到購買美國國債的期限問題，考慮到債券收益率曲線倒掛的問題，美聯儲可能會再投資一部分中短期的美國國債，這樣可以直接修復收益率曲線。

三、兩官員投反對票

本次有兩位官員對降息投了反對票，分別是堪薩斯城聯儲主席Esther George和波士頓聯儲主席Eric Rosengren，他們傾向於維持聯邦基金利率目標區間不變。這是鮑威爾於2018年2月出任美聯儲主席以來，首次有兩位決策者反對政策決議，而耶倫時期曾經在2016年11月和2017年12月出現過兩位反對者。從歷史上看，1998年、2001年、2007年的三輪降息周期的首次降息均是無異議通過，1995年的首次降息則有一位反對者

，是當時的堪薩斯城聯儲主席洪尼格。因此，此次是歷史上第一次，在首次降息時有兩位反對者，這也使得這次降息的爭議性比過去幾次都要大，市場情緒也會變得更加複雜，關於美聯儲後續政策的猜測也會更加混亂。

情況還不僅僅局限於此。據此前美聯儲官員的對外表態，不贊成在7月份降息的官員包括但不限於：里士滿聯儲主席Thomas Barkin、克利夫蘭聯儲主席Loretta Mester、亞特蘭大聯儲主席Raphael Bostic。不贊成降息的理由：一是通脹比人們想像的更接近目標；二是降息會強化市場對經濟前景的負面看法；三是降息可能加劇金融失衡。需要注意的是，克利夫蘭聯儲主席Loretta Mester是2020年的票委，里士滿聯儲主席Thomas Barkin和亞特蘭大聯儲主席Raphael Bostic是2021年的票委，這意味着未來美聯儲內部的分歧可能會繼續存在下去。

四、年內或降息兩至三次

本次會議沒有給出利率點陣圖和經濟預期，因此會後鮑威爾的發言就至關重要。鮑威爾在新聞發布會上表示：經濟下行風險和未能達到美聯儲目標的通脹率是持續存在的問題，總體而言，美國經濟在此期間表現出了韌性，但全球經濟增長疲軟對美國經濟增長產生影響，國際形勢的不確定性也比預期的要高，此次降息並不是長期降息周期的開始，但可能會再降息，此舉的性質本質上屬於周期當中的政策調整。總體而言，鮑威爾保留了未來進一步降息的可能性，但否認這是一個寬鬆周期的開始。

但是筆者認為，很難否認這是一個寬鬆周期的開始，主因有以下兩點：

（1）金融市場。本次降息的主要原因並不是增長或者通脹出現了問題，美國的經濟數據、尤其是零售數據近期表現出了良好的走勢，各項通脹指標大部分高於2%的目標值。本次降息的主要原因，可能更多的在於金融市場的因素，如果美聯儲不降息，美股勢必會有一波大的調整，美聯儲在一定程度上被金融市場所「要挾」了。但是金融市場的胃口是會越來越大的，美聯儲為了維護市場穩定只能再次被迫降息；

（2）企業債務。根據筆者此前對美國企業債務問題的研究，目前美國非金融企業槓桿率已經達到了歷史上的最

高點，超出了2000年與2007年。從時間上看，2020年下半年開始，美國企業債務的償還風險就將逐步暴露出來。在這種情況下，美聯儲不大可能再度收緊貨幣政策，而是只能進一步寬鬆來應對可能的債務問題。

因此，筆者預計年內美聯儲會一共降息2至3次，也就是未來還會再降息1至2次。

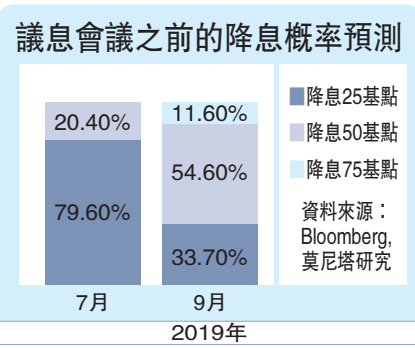
五、股市跌 長短債走牛

議息會議結束後，美股出現了非常迅速的下跌，收盤標普500指數下跌了1.09%，納斯達克指數下跌了1.19%。股市迅速下跌的原因有以下幾點：（1）市場此前的預期已經十分充分，因此政策預期落地；（2）有兩位美聯儲官員表態不支持降息，其中一位還是美聯儲的元老級人物，市場對未來降息的前景有所淡化；（3）新聞發布會上，鮑威爾的表態偏中性，否認這是寬鬆周期的開始。

從CME的數據看，議息會議結束後，9月份保持利率在2%至2.25%不變的概率從33.7%上升到36.8%，再降息25基點到1.75%至2%的概率從54.6%上升到63.2%，再降息50基點的概率從11.6%降為0。

債市收益率則出現了明顯的下行。3個月美債收益率下行1.6基點至2.069%，主要受美聯儲降息的影響，因為3個月美債收益率基本與聯邦基金利率是同步的；10年期美債收益率下行1.3基點至2.008%。雖然降息預期落地，但由於股市下跌導致避險情緒上升，因此長債收益率也出現了下跌，10年期與3個月期的利差仍然處於倒掛狀態。

展望未來，筆者認為預期落地後，美股短期內存在一定的回調風險，但由於美聯儲的政策關注，美股年內不會存在很大的系統性風險。如果美聯儲年內降息2至3次，那債市仍然存在機會。



全球央行掀降息潮

前海開源基金首席經濟學家 楊德龍



財話經語

美聯儲公布利率決議後，美股小幅下跌、美元上漲、金價跳水、美債收益率短線走高。隨後美聯儲主席鮑威爾講話稱「降息非寬鬆周期開始」的言論令市場失望，加上之前市場對降息已經有了充分預期，美股三大股指一度跌近2%，道指跌逾470點，截至收盤跌幅有所收窄。

鮑威爾表示，美聯儲此次降息並不一定是寬鬆周期的開始；美聯儲從不考慮政治因素，不會採取政策來證明我們的獨立性；降息是旨在防範下行風險和促使通脹更快地回歸到我們的對稱性2%的目標。

今年年初，美聯儲還預期今年會有兩到三次加息，但是隨後美國經濟數據有所降溫，加上特朗普總統施予的壓力，美聯儲的態度發生了180度大轉彎，先是轉為不再加息，現在又開始明確的降息，這也刺激了美國三大股指在近期不斷地創出歷史新高。同時黃金債券等避險資產也出現了一定的上漲。全球央行迎來降息潮的預期越來越強烈，這給全球的股市債市和商品市場都帶來了一定的刺激，出現了比較大的支撐。而美聯儲降息也是屬於預防式降息。

其實，美國經濟數據顯示，美國經濟增長並沒有出現明顯放緩，美國勞動力市場依舊強勁。而美聯儲降息主要是防範潛在可能發生的經濟衰退的風險。這一點實際上是體現出美聯儲受到凱恩斯主義的影響，既經濟進行逆周期調節，甚至提前預防式的進行調解。傳統的經濟周期理論在近幾年都出現了改寫。美國經濟和股市已經強勁增長了十年，但是美國通脹率一直不高，而就業也非常充分。這和以往經濟增長十年必然會出現過熱形成了鮮明的對比。

這次是在低通脹的情況之下，美國實現了十年的增長，究其原因應該

就是美國在第四次科技革命中處於領先地位。科技大爆發帶來了生產效率的提升，釋放了巨大的經濟增長潛力。例如，電商的出現大大的縮減了渠道費用，從而提高了經濟的效率。互聯網+也改變了很多業態，提升了很多行業的增長附加值，從而帶來了比較好的，持續的經濟增長。

另一方面，美聯儲對於全球的貨幣政策都有現行的引導作用。預防式降息，或者是預防式加息的調控，使得經濟周期發生了改變。也就是說，並不會在看到經濟數據已經發生了改變後，再去進行相應的政策調整；而是會提前一周期調節，這樣就使得經濟增長的持續時間更長。

黃金板塊獲支撐

近期美元走弱的態勢有所改變，主要的原因應該是美聯儲降息預期已經被市場提前預期到、降息後勁不足等因素。美元匯率對全球貨幣的走勢都會形成明顯的影響。人民幣對美元的匯率應該會保持穩定，不會出現貶值，這對於中國的資本市場的走勢也會形成明顯的支撐。美聯儲的降息兌現，中國央行貨幣寬鬆的空間就會打開。下半年為了支持經濟的增長，央行的貨幣政策可能會保持流動性合理充裕，採取包括降準或者是降息，以及公開市場操作等手段來保持流動性充裕，從而能夠支撐股價市的回暖。

黃金方面，前段時間黃金價格突破1400美元每盎司，走勢強勁，這和美聯儲降息預期形成以及美元走勢較弱有關係。黃金價格的持續大漲，也帶來了黃金股票的回升，黃金股也迎來了較好的入場時機。在去年10月份市場最低迷的時候，前海開源基金率先提出棋局明朗，全面加倉。當時我們除了配置了券商、豬肉板塊以外，也配置了消費和黃金。黃金在今年的表現可圈可點，美聯儲降息預期兌現，對黃金股的走勢也會形成一定的支撐。



◀分析指，美國減息代表經濟不佳，但對投資市場卻正面

法新社

美國經濟衰退機會大增

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

此前有美國債息接連倒掛，意味一兩年內會發生經濟衰退。由於倒掛現象預示準確性不低，美國繁榮期長達十年，財力又長期透支，出現經濟衰退機會大增。美國聯邦儲備局主席鮑威爾宣布息口降低之後，反彈料乏力，置業人士宜善用低息期。

近期美國所公布的經濟數據榮辱互見，且多數向壞的方向走。美國總統特朗普向中國實施的加徵關稅，後遺症逐漸浮現，稅務改革法案的利好作用漸漸消失，再加上此法案的副作用是會令美國債務加劇，本已債務嚴重的美國擔子更沉重。特朗普向鮑威爾提出減息及量化寬鬆的要求，並非無的放矢，因為美國總債務已經勁升至73.80萬億美元，升勢非常洶湧。

美國債務高至天文數字，造成投資者寧願持有美國短債而放棄長債，全因年期太長的美國國債前景因債務太沉重變得難以預測，沽出長債買入短債，可靈活應變。近月來形成短債債息高於長債的倒掛現象，是對美國

、美債、美元未來欠缺信心的表現。

貿易摩擦得不償失

聯儲局決議減息，應已意識到美國形勢不妙。原因是美國從中國所得的關稅收入是杯水車薪，反而關稅的提高使到的入口貨價上升，亦打擊到美國入口商的生意及盈利，可謂得不償失。

三、四十年以來，美元兌主要貨幣以及黃金，都是價格反覆向下的貶值勢頭。鮑威爾及聯儲局理事愈來愈多人傾向減息，並非特朗普的影響，而是他們看淡美國經濟前景打算減息。

連續繁榮超過十年的美國，這十年簡直是超級透支，總負債狂升近五成，美國政府及國民償還利息已經還到很吃力，遑論還本金。聯儲局近三年多的加息行動，目的是用作日後減息救市，否則無息可減便綁手綁腳。鮑威爾考慮到不穩定因素增多，聯儲局因此採取減息行動。

美國減息代表經濟不佳，但對投資市場卻是正面，所以，金融海嘯之後展開減息及量化寬鬆，游資令全球股樓大漲。