



美聯儲內部在應對加息持續間有分歧跡象。

美英日財政與貨幣政策互斥



實話世經 程 實

工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「蕭瑟仲秋月，颺戾風雲高」。近期，全球各國政府及主要央行的一系列意外操作讓市場頻頻感到困惑。先是英國前任首相特拉斯宣布的「促增長法案」，致使英國債務水平預期飆升，財政赤字預期使得市場對英國經濟出現過度恐慌，儘管特拉斯政府試圖糾錯放棄該措施，但英鎊短期內大幅波動已對全球金融市場產生了顯著衝擊。同時期，日本政府自1998年以來，首次干預外匯市場以阻止日圓連續貶值。儘管日本財務大臣鈴木俊對持續下跌的日圓表示警告，但日本央行很快回應將繼續維持超寬鬆的貨幣政策，並強調政策基調未來一至兩年內都不會改變。

不僅如此，美聯儲內部針對加息持續問題似乎出現了分歧。美聯儲二把手、副主席雷納德首次承認加息正在引起金融市場波動，三藩市聯儲銀行行長戴利也發言支持加息過度與經濟增長之間難以平衡。相比聯儲，美國財政部近期對控制通脹的態度保持強硬。一方面，伴隨聯邦基金利率的抬升，聯儲高額的利息支付對財政部來說正好滿足其所需的財政支出；另一方面，財政部部長耶倫已經公開表示過自己對通脹的嚴重談判，如果在沒有充分資料支援下，財政部調整對通脹控制的政策態度將造成財政部的公信力有所下降。

整體來看，無論是美國、英國還是日本央行，其政策立場與其財政部門的政策取向已經出現不同程度上的互斥，這種互斥性短期內會對金融穩定性產生更多的不確定性。一個更重要的問題是，這種互斥性會不會在未來更加頻繁的產生？

探索財政與央行政策取向互斥是暫時還是持續，首先需要了解這種互斥性產生的原因是什麼。當前高通脹最直接的衝擊來自全球地緣政治衝突的影響。疫情前後發生的貿易博弈和烏俄衝突，加快了全球原有的貿易分工模式進一步加速瓦解，貿易鏈上最重要的全球製造

業價值鏈和能源供應鏈正在走向重塑，疊加氣候異常及全球疫情等問題，新供給衝擊了全球貿易成本和能源成本，推高了總的交易成本，最終導致通脹表現出長期的持續性和高黏性。而在能源和製造業價值鏈的重塑過程中，總需求端圍繞通脹這個連接供需兩側的關鍵鏈，也正在發生新的變化。

第一種變化是財政與貨幣政策出現時間上的互斥。比如部分國家對通脹失去耐心，並開始利用通脹試圖追求更多的政治空間。這會導致類似於日本或英國近期出現的情況，即新上台政府無視貨幣政策目標，利用激進的財政手段實現短期的政治訴求。

第二種變化是財政或貨幣政策出現空間上的互斥。比如，政府通過貨幣及財政政策在價值鏈重塑（或持續的高波動中）過程中實現「套利」，或者試圖追求對部分價值鏈（比如能源和製造業）上的更多支配權。以美國為例，高通脹對美國內部消費確實構成了一定壓力，但從外部市場來說，能源危機對美國能源和相關製造業帶來了更多意外的好處。這使得美國不得不更加小心權衡自身宏觀政策對美國政治經濟利益在不同階段的訴求。美聯儲副主席布雷納德也認為，美聯儲在減緩加息和堅持加息之間的微妙平衡將會是一場鬥爭。

增添金融市場不穩定

筆者認為，財政與央行政策取向的互斥，對全球金融市場帶來了極大的不穩定性，但同時也不排除一些國家利用高通脹來獲取經濟利益。在9月FOMC（聯邦公開市場委員會）會議上，美國最新的經濟預測中，把明年的失業率僅僅上調修正了0.5個百分點，但當被問到僅上調0.5個百分點的失業率是否足以將通脹帶回到2%的目標區間時，鮑威爾則迴避了這個問題。

實際上，利用需求端政策來控制供給端產生的通脹壓力本身就是十分困難的，利用通脹在全球地緣格局的重塑中獲取政治或經濟上的「定價權」，或許才是一些主要經濟體的真實目的。而這，也很可能變成全球經濟和金融市場劇烈波動的原因之一。

美裁員潮惡化 加息料放慢



樓市智庫 陳永傑

中原亞太區副主席兼
住宅部總裁

聯儲局下半年加息不手軟，力度超乎預期，經已造成美國經濟衰退後果，然而通脹依然高企，降幅不算明顯。不少大型機構已經採取裁員策略，通脹及經濟將會一起轉弱。明年加息力度，筆者估計溫和，不像今年那麼厲害。

聯儲局早前公布，9月消費者信貸增幅降至249.8億美元，比較市場預期的300億美元為低。8月的消費者信貸增幅，則向下修訂為301.8億美元，低於初值的322.4億美元，包括信用卡借貸在內的循環信貸，在期內增幅為83.2億美元，是4個月最小，美國消費力逐漸偏軟。

嚴重打擊消費力

美國大企業裁員潮此起彼落，對美國消費力造成重大的打擊。外電報道，Facebook母公司Meta展開大規模裁員行動，首輪裁減人數超過1.1萬人，等同公司13%人手。網上零售商亞馬遜裁減約1萬名員工，為集團歷來最大規模裁員，涉及企業層面及科技人手，包括零售業務、人力資源及設備部門。特斯

拉總裁馬斯克剛完成以440億美元收購Twitter，在收購之後會裁減75%的Twitter員工，即5600名。

此外，聯邦快遞公布，暫時解僱貨運部的一批員工，以應對近期經濟轉差及貨運量減少的情況。部分被解僱員工可能會轉至其他部門，公司會繼續監察市場環境，盡快讓被解僱員工重返原有崗位。人力資源軟件開發商Salesforce也有裁員計劃，解僱少於1000名僱員。另一家大型軟件商微軟較早前亦公布裁員行動。

美國二手車商Carvana亦裁減1500名僱員，相當於佔僱員總數8%。花旗集團裁減數十個職位，削減旗下投資銀行部門的人手，以應對業務收入銳減。高盛等環球大型銀行，亦因應市場變化而削減投資銀行部門人手。

美國裁員浪潮經已愈來愈大，勢必推高失業率，打擊消費意欲，通脹將會逐漸放緩，不及早前那麼兇猛。美國雖然連續四次大幅加息0.75厘，12月仍會加息0.5厘機會不少，利率期貨顯示機會達到75%。

美國連番大手加息，無疑打擊了美國以至全球股市及樓市投資市場，但重手加息高峰期接近尾聲，今年底以至明年上半年的加息幅度將會收窄，對股市及樓市的衝擊減少。



美國大型企業紛紛裁員，對消費力造成重大打擊。圖為Facebook母公司Meta總部。



人民銀行降準0.25個百分點，具有配合房地產融資政策的作用。

中國人民銀行於上周五（11月25日）公布，自12月5日起降準0.25個百分點。此次降準共計釋放長期資金約5000億元（人民幣，下同），可降低金融機構資金成本每年約56億元。如何看待本次降準的邏輯與背景？超預期的降準又將帶來何種影響？貨幣政策走向如何？本文嘗試對以上問題進行回答。

中國明年幣策維持寬鬆



政經透視 鍾正生

平安證券
首席經濟學家

儘管此前市場普遍預期未來有降準的可能性，但11月22日國務院常務會議提出「適時適度運用降準等貨幣政策工具，保持流動性合理充裕」後，市場仍感到「意外」。本次降準的意外性，主要體現在兩方面：

首先，債市風波「告一段落」。因市場對疫情與房地產走勢高度一致的預期被打破，上周開始內地債市出現明顯調整，信用債、利率債收益率均明顯上行，導致債券基金淨值普遍回撤，銀行理財產品也出現新一輪「破淨潮」。但隨著人民銀行公開市場逆回購操作連續大額投放，本周資金面利率明顯下行，隔夜利率再度降至1%左右水平，債市波動已然平息。

另一方面，近期人民銀行在多個場合均釋放了偏「鷹派」的信號。首先，縮量續作MLF（中期借貸便利）。在11月MLF到期量1萬億元的情況下，人民銀行僅續作8500億元，並稱已通過PSL（抵押補充貸款）等投放中長期流動性；其次，人民銀行第三季度貨幣政策執行報告「高度重視」未來通脹升溫的潛在可能性，較第二季度「密切關注」警惕更高，釋放出了更偏緊縮的信號。再次，11月21日人民銀行行長在金融街論壇上的講話，並未表露出進一步寬鬆的意願。

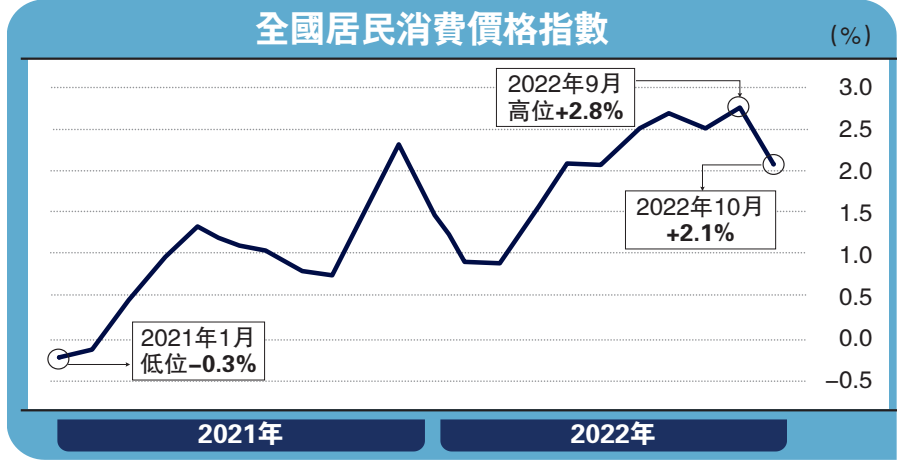
人行降準四大考量

筆者認為，人民銀行此時提出降準，或出於以下幾方面考量：

第一，經濟基本面惡化是最主要的因素。受到疫情多點散發的影響，今年10月中國主要經濟指標按年多數回落：從生產端來看，工業生產弱於季節性，而服務業受疫情衝擊更加明顯；從需求端來看，10月社會消費品零售總額按年跌0.5%，時隔4個月後再度轉負，其中商品零售和餐飲收入按年均明顯下滑。10月中國進口和出口均按年負增長，外需放緩壓力已然顯現，而固定資產投資從前值6.5%回落到5%，全口徑基建、製造業和房地產三大分項投資增速均放緩。

對比近兩次國務院常務會議來看，對第四季度經濟的定調已發生明顯改變。10月26日的會議上提出「努力推動四季度經濟好於三季度，保持經濟運行在合理區間」，但11月22日的會議上對於第四季度經濟的定調變為「保持經濟運行在合理區間，力爭實現較好結果」，可見當前經濟下行壓力明顯加重，11月中國經濟可能再度回落。因此，本次降準的主要考量便是，在疫情升溫的背景下，加大金融對實體經濟的支持力度。

第二，降準在平滑流動性波動的同時，還可以釋放貨幣寬鬆尚未退出的信號。儘管近期債券市場資金面企穩，但信用債拋壓尚未完全解除，市場信心仍有待修復。此外，今年12月及明年1月MLF到期量分別達到5000億元及7000億元，加之春節臨近、地方債發行等因素，債券市場流動性易再次受到擾動。人民銀行在第三季度貨幣政策執行報告中，提出「加強對流動性供求形勢和金融市場變化的分析監測」、「提升債券定價的有效性及傳導功能」，通過降準釋放中长期資金，有助於平滑流動性，防止債券市場再次出現較大調整。



第三，近期圍繞穩定房地產市場出台了諸多政策，降準有助於商業銀行加大信貸支持。近期與房地產企業融資相關的金融政策頻出，民營企業「第二支箭」延期並擴容，人民銀行、銀保監會發布《關於做好當前金融支持房地產市場平穩健康發展工作的通知》，銀保監會、住建部、人民銀行聯合發布《關於商業銀行出具保函置換預售監管資金有關工作的通知》，人民銀行面向6家商業銀行推出2000億元「保交樓」無息貸款支持計劃等。其中，商業銀行加大信貸支持是改善房企流動性壓力、推動「保交樓」的重要途徑，目前國有六大行已經向17家房企授信超萬億元，未來隨着實際貸款的發放，流動性或將逐步趨緊。因此，本次降準亦具有配合房地產融資政策的作用。

第四，美聯儲加息節奏放緩的预期升溫，中國貨幣寬鬆面臨的外部掣肘減弱。美國勞工部公布數據顯示，美國10月份消費者物價指數（CPI）按年升7.7%，低於預期的7.9%，已連續4個月回落；核心CPI按年增6.3%，同樣低於預期的6.5%，且是5個月以來首次回落。美國通脹的超预期下行導致市場加息預期降溫，近期公布的美聯儲11月紀要放「鴿」，顯示大多數與會者認為，不久就會來到放緩加息步伐的合適時機，筆者預計12月美聯儲將加息0.5厘。外部因素對中國貨幣政策的掣肘減弱，這也為本次降準提供了有利環境。

股市提振效果有限

本次降準的重要影響在於，它有助於緩解前期市場上出現的貨幣政策將收緊的擔憂。同業存單利率持續攀升，以及人民銀行在多個場合釋放了偏向鷹派的信號，前期市場上出現了貨幣政策是否會收緊的討論。本次降準表明貨幣寬鬆尚未退出，信號意義明顯。

但從短期來看，本次降準對於經濟和資本市場的進一步影響，或有待觀察：

第一，第四季度中國經濟仍將面臨較大的下行壓力。當前中國穩增長的壓力，一是源於疫情持續多點散發，儘管防疫政策已優化，但疫情對經濟的拖累在加劇；二是從韓國出口、中國出口集裝箱運價指數等指標看，11月中國出口可能進一步走弱；三是高基數效應，2021年第四季度GDP環比超季節性均值1.1個百分點。本次降準釋放長期資金約5000億元，每年降低金融機構資金成本約56億元，有助於通過緩釋「資金約束」和「利率約束」，在供給端推動信用創造。

但信貸需求端仍面臨諸多掣肘，包括疫情對消費和生產活動的壓制、居民購房意願不足等，寬貨幣到穩信用之間的梗阻仍厚。其他政策相配

合，比如防疫政策在執行層面進一步優化，以及近期出台的各項支持房地產政策盡快落地，進而推動「保交樓」和恢復購房者信心等，有助於釋放企業和家庭的信貸需求，從而更好發揮貨幣寬鬆支持實體經濟的作用。

第二，對資本市場的進一步影響或有限。一方面，本次降準的公告時點和下降幅度，基本符合市場預期。人民銀行公告降準之後，10年期國債活躍券收益率幾無波動。另一方面，近5年全面降準後，從10年期國債收益率和滬深300指數的走勢看，趨勢並未因降準而改變。降準有助於緩解流動性風險，疊加疫情導致的基本面預期差，債券市場短期進一步調整的風險不大，但短期也難以看到明顯利好，短期長端利率或維持震盪。

展望2023年，筆者認為貨幣政策寬鬆的必要性不減，也有進一步寬鬆的空間：

從補充流動性缺口的角度看，筆者預計2023年存款準備金率或有0.5至1個百分點的下調空間。2022年基礎貨幣投放在補充流動性缺口方面發揮了較大左右，9月末基礎貨幣按年增長5.4%，較2021年末的下跌0.3%明顯提高。今年首三季人民銀行上繳結存利潤1.13萬億元，以及結構性再貸款工具的使用，均形成了基礎貨幣的投放。若2023年人民銀行上繳利潤規模大幅下降，而出口走弱外匯佔款下降，考慮到再貸款再貼現擴張需要時間，要保持M2（廣義貨幣供應）大致平穩增長，2023年對降準補充基礎貨幣的訴求或強於2022年。

從降成本的角度來看，本次降準或不足以直接引導商業銀行LPR（基礎貸款利率）報價下行，但基於存貸款的供需狀況來看，LPR或將進一步降低。筆者估算，存款準備金率每下調1個百分點，大致可引導商業銀行LPR報價下行5個基點。但由於存款利率定價機制改革後，定期存款跟隨10年期國債利率和1年期LPR的變動而變動，在當前存款高增而貸款需求不足的情況下，筆者認為LPR可能進一步降低，以期在存、貸款兩端都更好匹配供需。

通脹或於下季見頂

MLF利率下調的時間窗口可能在2023年第二季度。調降MLF利率是「降成本」最直接有效的手段，但在貨幣政策價格型調控框架逐步形成的背景下，MLF利率調整「牽一髮而動全身」，需要綜合考慮內外部約束。預計中國CPI按年升幅將在2023年第一季度出現階段性高點，第二季度前後海內外經濟「增長差」逐步逆轉、國際資本流動形勢趨於緩和，中國降息空間逐步打開。如果此時經濟恢復仍不及預期，人民銀行或適度調降MLF政策利率，進一步加大對實體經濟的支持力度。