

美聯儲年底或再加息

中金點睛 肖捷文 張文朗

中金公司分析師

周末市場焦點是美聯儲主席鮑威爾在Jackson Hole會議的講話。從內容上看，鮑威爾演講的大部分內容仍與通脹有關，表明當前美聯儲的首要任務仍然是抗通脹。其指出，雖然過去一年總PCE通脹明顯下降，但這主要是能源食品價格下跌所致，更多與全球因素有關。因此，總PCE通脹的放緩在某種程度上是具有誤導性的信號（a misleading signal），美聯儲更關注核心PCE通脹走勢。從去年2月至今年7月，核心PCE同比增速從5.4%的高點降至4.3%，雖有所放緩但整體水平仍然很高。鮑威爾重申美聯儲致力於將通脹降低至2%的長期目標，當前的核心通脹率是該目標數值的兩倍，這意味着美聯儲抗通脹的鬥爭仍未結束。

其次，未來核心通脹有望放緩，但必須要看到非房租服務通脹進一步下降。鮑威爾將美國核心通脹分為三部分：1) 核心商品通脹，如傢具、家電、二手車等。過去一年由於供應鏈的改善，加上居民對商品需求的下降，這部分通脹有明顯改善，對降低通脹起到了重要作用。2) 房租，包括租戶租金和業主等價租金。過去一年市場租金增長速度已明顯放緩，考慮到PCE租金統計有十二個月左右的滯後性，未來這部分通脹有望逐步回落。3) 非房租服務通脹，包括醫療、食品、交通、住宿服務等，這些項目佔核心PCE籃子的比例超過一半。由於服務業是勞動力密集型行業，受益於強勁的勞動力市場，這部分通脹在過去一年中下降的速度較慢。另外服務業對利率不敏感，加息對其影響也有限。鮑威爾認為要想取得抗通脹的成功，非房租服務通脹必須進一步下降，這意味着在勞動力市場再平衡方面需要取得更多進展。

再次，鮑威爾提到了通脹反覆的兩個風險：經濟增長反彈和勞動力市場韌性。

經濟增長方面，今年前兩個季度美國實際國內生產總值（GDP）環比折年率連續超預期，也高於長期趨勢，美國經濟沒有像預期的那樣降溫。此外，最新的消費支出數據表現強勁，在過去十八個月急劇減速後，房地產部門也顯示出回暖跡象。對美聯儲而言，高於趨勢的增長會增加通脹風險，從而增加進一步收緊貨幣政策的必要性（warrant

further tightening of monetary policy）。

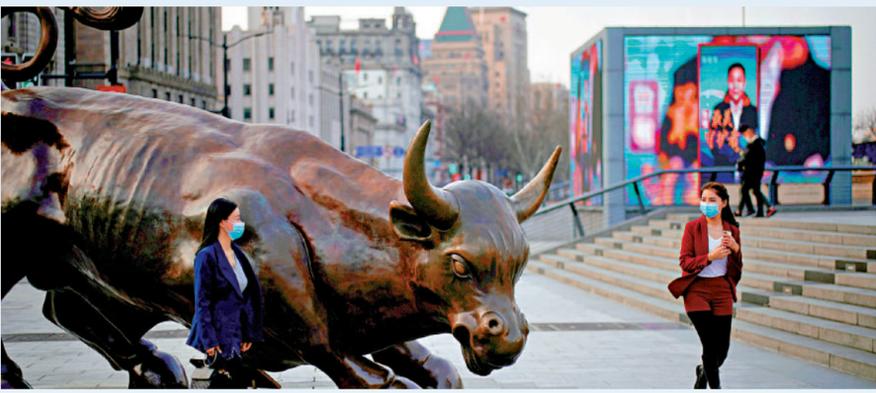
勞動力市場方面，儘管去年以來新增就業人數放緩，空缺職位數有所下降，但失業率並沒有上升。這是一個非常值得關注、且在歷史上並不常見的結果，這似乎表明勞動力市場仍然有大量過剩需求，勞動力市場再平衡的過程仍未結束。此外，有證據顯示，與疫情前相比，通脹對勞動力市場的敏感度有所提升，菲利普斯曲線的斜率變得更陡峭。如果勞動力市場的緊張不能繼續緩解，那麼美聯儲也有必要採取貨幣政策應對。

低利率環境一去不返

鮑威爾所說的也是我們所關注的風險，不排除四季度再加息一次的可能性。由於美國勞動力市場穩健，消費者信心回升，房地產指標企穩，再加上政府產業政策對製造業投資的刺激作用顯現，美國2023年GDP增速有望達到2.2%，高於此前1.0%的預期，且經濟有望在未來六個月保持韌性。與此同時，隨着油價企穩、基數效應減弱，下半年總通脹可能反彈。在此基礎上，我們還要考慮上半年經濟增長超預期對下半年通脹帶來的潛在風險，後者可能導致核心通脹放緩的速度不及美聯儲的預期。綜合考慮這些因素，筆者認為美聯儲雖或不於9月加息，但不排除11月或12月再加息一次的可能性，這將強化美債收益率在高位停留較久（high for longer）的預期，對美元匯率也可能帶來支撐。

最後，鮑威爾表示無法確定長期中性利率（ r^* ）的位置。近期市場對於中性利率的討論愈發增多，對此鮑威爾表示當前的實際利率水平已高於大多數對於中性利率的預測，貨幣政策處於限制性區間，但對於未來中性利率在什麼位置，目前尚不清楚。筆者認為鮑威爾的表態是比較客觀的，美聯儲現有的研究對中性利率有較大分歧，很難得出確定性的結論。例如，按照紐約聯儲HLW模型，中性利率在0.6%左右，但按照里士滿聯儲LM模型，中性利率在2%左右。

金融市場對於中性利率的看法也分成兩派，對長期利率中樞是否抬升存在很大爭論。考慮到疫情後全球供應鏈重構、政府對經濟的干預增多、財政赤字持續擴大，筆者傾向認為中性利率在後疫情時代更可能上升而不是下降，這意味着低利率時代或已一去不返。



▲分析建議，應當進一步完善A股分紅、回購制度。

資料圖片

7月中央政治局會議對資本市場工作作出重要部署，明確提出「要活躍資本市場，提振投資者信心」。8月18日，中國證監會響應號召，推出「一攬子」政策措施。8月27日，財政部、稅務總局宣布證券交易印花稅減半徵收。本文主要闡釋「活躍資本市場」的意義，探討當前資本市場存在的問題，提出更長遠的政策發力方向。

活躍資本市場須長期改革



宏觀漫談 羅志恒

粵開證券研究院
院長

短期內，「活躍資本市場」能夠扭轉預期，避免形成悲觀預期和市場下跌的負反饋螺旋，進而對現實產生不利影響。

當前中國面臨弱現實與弱預期相互交織、不斷強化的挑戰。而資本市場是形成預期、交易預期的「場所」，資產價格，尤其是股票價格是反映預期最直觀的載體。A股擁有2.2億投資者，規模龐大，對市場預期影響遠比其他專業的經濟指標來得更直觀。但當前股市整體表現低迷，交易市場不斷發酵、自我強化的跡象。6、7月的日均成交額較去年同期分別下降15.7%和17.2%。正是在此背景下，政治局會議提出「活躍資本市場」要求，短期目的就在於快速扭轉預期，改善預期。

長期看，「活躍資本市場」不僅能加速經濟結構轉型，促進企業創新發展，還將成為居民財富保值增值的「蓄水池」。

對經濟發展而言，活躍的資本市場有利於暢通國民經濟循環，與投資、消費、產業政策等密不可分。尤其在房地產下行、新興產業體量仍未能接續傳統行業的當下，資本市場能夠以分散決策、風險自擔的方式推動儲蓄向新興產業集聚。

對企業部門而言，活躍的資本市場，不僅可以在短期內調動企業投資的積極性，穩定投資需求；更能在提供融資支持、完善公司治理、便利股權激勵等方面發揮長期效果，進而激發企業創新活力。

對居民部門而言，活躍的資本市場有助於滿足居民多元化投資需求，提高居民財產性收入，間接發揮促消費、擴內需的作用。尤其是疫情之後，居民資產負債表修復緩慢，對於資本市場發揮財富管理功能的需求更為迫切。同時，在資管新規過渡期結束、個人養老金制度落地等大背景下，居民也需要更多投資理財渠道來保證財富保值增值。

加大退市力度 提升市場質素

上市公司質量的提高，有兩個關鍵前提。首先，要容許足夠多的潛在優質企業進入市場，從增量角度改善投資標的供給，提升上市公司整體質量；其次，要通過優勝劣汰的市場機制，出清已喪失持續經營能力的空殼公司、績差公司，保證存量上市公司的質量逐步提高。

目前，出於對當前時點客觀環境的考慮，中證監已明確：階段性收緊IPO節奏，並對金融業和大市值公司的再融資、部分破發、破淨、虧損和高槓桿的再融資進行限制。此舉將對資金面改善起到一定作用，利短期內穩定市場情緒。但更長期看，保持科技企業上市步伐基礎上，加大退市力度，才是提高上市公司質量的根本，才能發揮市場「去蕪存菁」的作用。

此外，強化分紅導向，優化分紅、回購制度，也是提高市場吸引力



來源：Wind、第一財經研究院

的重要舉措。同樣是10%的回報率，「2%紅利和8%資本利得」的模式與「8%紅利和2%資本利得」的模式差距顯著。前者由於缺乏穩定的分紅回報，使得投資者行為更加短期化，而後者會在很大程度上鼓勵投資者長期持有，有助於孕育價值投資的土壤。因此應當進一步完善分紅、回購制度，從以下三方面持續發力：

一是調整優化現有分紅機制。中國現行的分紅機制，採取現金分紅與再融資掛鉤的模式，最近三年沒有進行現金分紅的公司，禁止發行新股、可轉債等。但在這種制度框架下，仍難讓「鐵公雞」型的上市公司加大分紅力度。未來或可借鑒美國的「累積利潤稅制度」調整現行的分紅機制。即上市公司累積留存收益大於一定數額後，公司將被徵收重稅。

二是完善股利稅收政策。中國目前尚未開徵資本利得稅，同時股利採取差別化稅率。未來或應調整資本利得稅和股利稅之間的差距，同時進一步提高長線投資的節稅優勢，並鼓勵投資者將所得紅利再投入到市場。

三是加強對低分紅公司的約束。目前中證監已提出「最近三年未進行現金分紅、累計現金分紅金額低於最近三年均淨利潤30%的，控股股東、實際控制人不得通過二級市場減持本公司股份。」這是一個良好的開端，未來應進一步強化相應約束。

豐富衍生產品 便利風險管理

打通長期資金入市的制度「堵點」。一方面，未來應進一步支持社保、年金等擴大投資範圍，將指數基金等權益類產品納入投資選擇範圍，容許長期資金參與市場非公開發行等，逐步提高長期資金權益類資產的配置比重。另一方面，應推動建立長期資金三年以上的長周期考核機制，優化稅收、會計核算等配套制度，提升長期資金投資行為的穩定性。

增加多元化的風險管理工具。目前，中證監「一攬子」舉措已明確，要推出深證100股指期貨期權、中證1000ETF期權等金融期貨期權品種。未來或將推更多場內外衍生工具，包括個股期權等，優化市場做空機制。同時，應逐步放寬機構投資者使用衍生品的限制，允許更多境內外投資機構在審慎前提下使用衍生品管理風險。

大力發展權益類基金。無論社保、養老金等長期穩定的機構投資者，還是個人投資者，在進行長期化指數投資或其他投資組合策略時，都繞不開基金類產品。這就需要大力發展權益類基金，推動公募基金行業高質量發展：

一是要加大產品供給，尤其需要提高指數基金開發效率。被動型的指

數基金往往與價值投資、逆勢投資密切相關，但目前中國相關產品佔比較低，ETF基金規模佔比僅為7%。因此未來需放寬指數基金註冊條件，鼓勵基金管理人加大相應的產品創新力度。

二是要持續優化公募基金費率模式，降低行業綜合費率水平。包括增加浮動費率產品的數量，降低主動權益類基金的費率水平，規範公募基金銷售環節的收費標準等。

適時試行T+0 增市場流動性

除了降低佣金、印花稅等交易費率外，未來還需要在交易機制設計、制度搭建上發力：

一是延長交易時間。若不考慮盤前集合競價、盤後大宗交易的時長，目前A股交易時長僅為4個小時，較其他成熟資本市場相對較短。筆者預計未來交易時間或先與港股同步，早市9:30-12:00，午市13:00-16:00，交易總時長達到5.5小時，並與歐洲市場產生時間交集。這將對提高成交、活躍人氣產生積極影響。

二是進一步完善做市商制度，優化激勵補償機制。目前國債期貨、各類指數期權、ETF、科创板股票、北交所股票都引入了做市商報價機制。但整體看，對於做市商激勵手段比較單一。為了更好適應註冊制下流動性分層的客觀規律，激勵做市商為低流動性券種提供雙向報價、維持價差等義務，未來需要採取更多元化的補償激勵手段。例如，在返費機制下補充定期的獎勵金。

三是中證監明確提出，「現階段實行T+0交易的時機不成熟」；等待時機成熟，逐步研究推出符合中國市場特色的T+0制度。作為一項境外股票市場通行的交易制度，T+0制度有其優越性，不僅可以提升市場流動性，還能促進多空制衡，豐富投資者、尤其中小投資者風險管理手段，彰顯市場公平性。

筆者認為T+0制度的推進宜「小步慢走」，先從全額保證金制度下的單日內回轉交易開啟，優先在投資者門檻較高的科创板、北交所試點。一方面，A股經紀業務實行的是全額保證金制度，即在買入證券之前須全額存入資金。在這一制度基礎上實施先買後賣的日內回轉交易，並不會發生超出其賬戶自有權益的損失，更不會引發系統性市場風險。

另一方面，單日內回轉並不會讓一筆資金在一天內無限制地使用，無法達到放大交易、引誘散戶跟風的目的，反而使得市場操縱風險整體可控。同時，若允許進行日內回轉交易，由於當日買入的投資者當日可以賣出，使得市場操縱者拉抬股價的難度上升。



◀近月新盤銷售理想，只要價錢合理，樓市仍有相當承接力。大公报攝

新盤大賣 港人購買力仍在



樓語縱橫 楊永健

世紀21，Q動力總經理

過去三年的新冠疫情，令全球經濟面臨極大衝擊，部分行業幾乎完全「停擺」。即使疫情過去，全球經濟的疫後重啟步伐不一，個別歐美國家更有機會出現衰退。在全球投資環境日趨趨峻的背景下，越來越多投資者開始重視安全性和穩定性，通過對資產的合理規劃和分散配置來抵禦風險。

近期瑞銀與瑞信聯合發布《全球財富報告》顯示，因應在美國聯儲局帶頭加息下，全球利率上升和俄烏衝突推高全球通脹率，美元升值令其他貨幣貶值。而去年全球家庭總財富自2008年金融危機以來首次出現下降，百萬富翁數量較2021年減少約350萬。同期全球私人財富總額下降了2.4%，至454.4萬億美元，主要是受股市回落拖累，其中最大跌幅來自股票與債券市場。

但報告亦顯示，全球財富中位數於去年逆市增長3%，反映普通人的財產得到提升，而百萬富翁和億萬富翁的財產有所下降。

該報告將淨資產或「財富」定義為家庭金融資產和不動產（如房屋）的價值減去債務。以美元計算，去年成年人人均財富錄得2000年以來第二大跌幅，下降3198美元至8.4718萬美元，下降3.6%。

至於香港的情況，數據指出去年香港成年人人均財富為55.12萬美元（折合約430萬港元），按年跌2.4%或11.3萬美元。歐洲瑞士仍以68.52萬美元（折合約534萬港元）繼續高踞榜首，其次是美國的55.135萬美元（折合約430萬港元）。

恰巧地按財富中位數計算，香港同樣是名列全球第三位，去年港人的財富中位數為20.24萬美元（折合約158萬港元），榜首比利時有25萬美元（折合約195萬港元），澳洲以24.7萬美元（折合約193萬港元）排第二。

上述《全球財富報告》顯示，本港「有錢人」仍然相當多，儘管近年整體樓市交投顯著回落，但港人的人均財富相當高，「有錢人」仍大有人在。樓市成交量減少反映港人欠缺入市信心，但購買力仍然存在，以近月新盤銷售來看，只要價錢合理，樓市仍有相當承接力。