



▲美聯儲主席鮑威爾對於未來的加息及減息決策，沒有提供太多指引。
路透社

美聯儲9月議息會議聲明，維持聯邦基金利率目標區間為5.25至5.5厘，符合市場主流預期。同時數據暗示，美聯儲對經濟「軟着陸」更有信心，未來可能會維持高利率更長時間。筆者認為，美聯儲已經接近加息終點，就此市場和政策層已基本達成共識，年內可能最多也只有一次加息。

聯儲加息步伐未完



政經透視 鍾正生

平安證券
首席經濟學家

有關經濟和政策描述部分，9月會議聲明變化不大，僅有的兩處變化為：在關於經濟增長速度時，將原來的「溫和」（moderate）替換為「扎實」（solid）；在描述新增就業時，將原來的「持續強勁」替換為「有所放緩但保持強勁」。這些變化均符合近兩個月美國經濟數據的變化。此外，本次聲明仍保留了6、7月會議聲明中的一些關鍵措辭，比如委員會仍將繼續「評估額外的信息及其對貨幣政策的影響」，沒有刪除「額外政策鞏固」（additional policy firming）的措辭。這些表述繼續表明，美聯儲對於未來利率決策將保持靈活，且現階段避免釋放終止加息的信號。

未有釋出減息信號

面對積極尋找停止加息信號的市場，美聯儲主席鮑威爾講話仍然維持謹慎態度，強調官員們僅就本次會議進行了決策，同時弱化了最新經濟預測和點陣圖對市場預期的影響。其對於未來的加息及減息決策，沒有提供太多指引，但不止一次談及「中性利率」可能更高，這可能為年內的下一次加息做鋪墊。

具體來看：

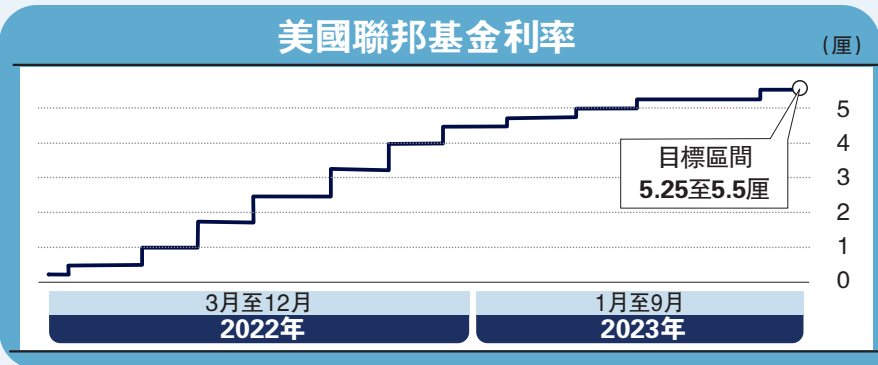
1）關於加息高度。記者第一個問題是，美聯儲何以認為當前利率還沒達到「充分限制性」，尤其考慮到政策的滯後性、國債償付壓力等等。鮑威爾回答，本次利率預測不能說明美聯儲是否已經達到或者未達到「充分限制性」利率，雖然點陣圖暗示仍有一次加息，但仍有分歧；大家的共識是維持政策利率，等待更多數據。

2）關於減息節點。有記者問明年減息的條件是什麼，上半年會否減息？鮑威爾十分謹慎，在回答問題前先強調，其發言只是對這個問題的客觀討論，而絕非釋放任何政策信號。

3）關於「中性利率」。有記者問，鑒於未來兩年利率預期都將明顯高於長期利率，這是否意味著「中性利率」更高？鮑威爾稱，主要是因為美國經濟表現強勁，所以需要更高的利率水平；關於「中性利率」，只知道它的名字（是一個抽象概念），但不知道其具體的水平。考慮到政策的滯後效應，（目前的）中性利率可能高於長期利率（longer run rate）。

4）關於「軟着陸」。有記者問，「軟着陸」是不是美聯儲的基線（baseline）。鮑威爾明確稱不是，此後解釋稱其一直認為存在軟着陸的路徑，但很多因素是不受控制的；美聯儲會選擇謹慎行動。另一位記者質疑指出，美聯儲認為軟着陸不是主要目標（primary objective），其感到震驚。鮑威爾又趕忙澄清表示，軟着陸是主要目標。美國經濟強勁當然是好事，但也強調，最糟糕的情況是通脹失控，因此美聯儲致力於物價穩定目標。

5）關於能源價格與通脹。有記者問如何看待油價上漲與通脹風險？



鮑威爾稱，能源價格對於美國消費者很重要；持續的高能源價格將影響通脹預期；能源價格波動較大，關鍵問題是會否持續，美聯儲會繼續跟蹤。

6）關於長期債券利率上行。有記者問如何看待美債收益率曲線倒掛，以及長期債券利率上行的主要驅動。鮑威爾稱，長期收益率的上升與通脹預期關係不大，更多與經濟增長和國債供應有關。

7）關於罷工、政府關門等風險事件。有兩位記者均提問美聯儲如何看待近期或即將發生的罷工、政府停擺等風險。關於罷工，鮑威爾回應稱，歷史經驗顯示罷工可能會帶來供給衝擊、帶來更高的通脹，但實際影響很難預測，且一般而言宏觀層面的影響不大；關於政府停擺，其認為確有可能發生，以及可能影響數據的公布，但其並未說明屆時美聯儲會如何應對。

8）關於加息對於不同群體的影響。有記者提到了加息對富裕群體和低收入群體的不同影響，尤其考慮到住房貸款一般為固定利率，而信用卡借貸為浮動利率，這可能意味着加息對於低收入群體（更依賴借貸）的負面影響更大。鮑威爾承認了這一點，並稱這也就需要美聯儲快速維持物價穩定。

油價上漲 通脹或反彈

鮑威爾講話中強調了「雙向風險」進一步趨於平衡，且美聯儲正在謹慎行事。從近期數據上看，美國就業市場延續降溫趨勢，新增非農已經基本回落到疫情前水平；美國核心通脹仍呈回落趨勢，在基數效應下未來仍有回落空間。而且，隨著通脹改善，美聯儲即便維持當前利率，實際利率也有望維持2%以上的較高水平。此外，歐央行已經釋放停止加息的信號，美聯儲面對的外部壓力有所緩解，未來10年美德國債利差有望維持相對高位。

但是，如果僅關注7月會議以來的變化，筆者認為近期支撐美聯儲繼續加息的因素更多：

一是，美國經濟出現上行風險。美國第三季度經濟數據仍然強勁，近一個月GDPNow模型結合各類經濟數據的預測，指向美國第三季度GDP環比折年率在5%左右（截至9月19日預測為4.9%，得益於知識產權、住宅投資以及出口增長）。這一增速可能明顯超出美國2%左右的潛在增長率（CBO今年最新預測為1.7%）。筆者認為，美聯儲所希望的圖景是未來美國經濟以略低於趨勢增長水平的方式運行，這樣有利於通脹逐步回落至2%目標。但如果經濟增長過強，美

聯儲勢必要在轉向上更加謹慎。

二是，油價上漲威脅美國通脹回落前景。近期國際油價在OPEC+延長減產的主要驅動下快速上漲。WTI油價已從7月會議時的每桶80美元左右，升至目前的每桶90美元以上，漲幅超10%。假設9月及以後WTI油價維持每桶90美元，那麼未來幾個月美國油價同比將重回正增長，增大通脹率反彈風險。

綜合來看，筆者傾向於認為，美聯儲11月再加息一次的概率較大。首先，美聯儲進一步確認了終端利率為5.5至5.75厘（即年內再加息一次）為基準預測。其次，鮑威爾的發言仍在盡量避免釋放「停止加息」的信號，11月會否加息將極大程度上取決於經濟數據。最後，在11月1日的會議前，只有一個月的經濟數據以供觀察，經濟和通脹情況出現劇烈變化的概率不大（且不排除經濟數據公布受美國政府關門的影響而推遲），因此近期數據顯得較為重要，而這些數據指向美聯儲有能力、或也有必要再加息一次。

美股存在調整壓力

結合本次美聯儲釋放的信號，以及近期的市場變化，筆者對未來一段時間的資產走勢判斷如下：

10年期美債利率仍處於「築頂」的過程。在11月會議前，市場圍繞最後一次加息的討論和猜測，加上有關「中性利率」是否需要上調的討論也可能增多，或令實際利率進一步上行。此外，油價上漲也可能抬升債券市場通脹預期。

美股或存在階段調整壓力。一是，美債利率仍維持高位。二是，風險偏好過高。當前標普500指數的風險溢價水平（市盈率倒數-10年美債利率）已經轉負，暗示市場風險偏好極高，孕育階段調整壓力。尤其是科技股前期上漲較快，投資熱情存在階段回落風險。三是，美國企業第三季度盈利或不夠樂觀。據Factset數據，截至9月15日當周，在已經發布業績指引的標普500企業中，約三分之二都偏消極。

美匯指數或保持105左右震盪。美國方面，較強的經濟增長表現，為美匯指數提供根本支撐。歐洲方面，能源價格走高對其經濟更構成威脅，且歐央行已經釋放停止加息信號，美德利差更容易走擴而非收窄，令歐元兌美元匯率承壓。

日本方面，通脹壓力反而有可能進一步觸發日本央行調整YCC（收益率曲線控制）政策，釋放邊際收緊信號，美日利差走擴空間更窄，日圓匯率有可能反彈。

中國不存在資產負債表衰退



實話世經 程實

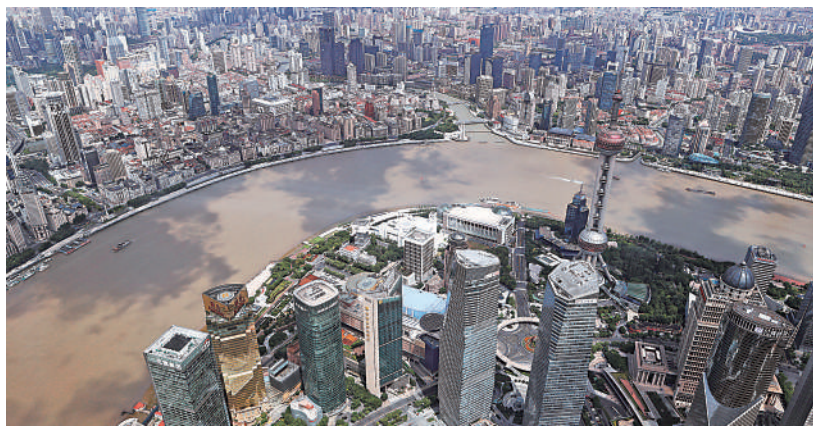
工銀國際首席經濟學家、
董事總經理

「本心以窮理，而順理以應物」。隨着「資產負債表衰退」理論再一次進入公眾視野，中國是否陷入此類衰退引發了市場參與者的激烈討論。筆者認為，資產負債表衰退只是表象，也許並不適用於中國，透過表象理解資產負債表衰退背後的機理則更為重要。歷史經驗告訴我們，正確的道路往往都是艱難的，透過現象直擊本質，遵循期望效用最大化這一微觀經濟學基石，或將成為日本經驗對於理解中國客觀現實的重要啟發。

首先，中國資產端與負債端表現穩定且沒有劣變。儘管全球經濟面臨着種種挑戰，中國政府採取了一系列積極有效的政策措施，為經濟穩健增長奠定了堅實基礎。根據實體經濟部門宏觀槓桿率資料，中國居民部門、非金融企業部門，以及政府部門槓桿率從1992年至今都保持着較為穩定的增長，沒有出現大起大落的波動。儘管2020至2022年期間，因疫情的干擾，居民部門與非金融企業部門的槓桿率出現過短暫的下滑，但截至2023年第一季度，居民部門、非金融企業部門槓桿率分別為63.3%、167%，均比2019年末的56.1%、151.9%有所上升。

以北京為例，從2019年末至2023年上半年，房價指數升幅達27%，儘管期間有所波動，但整體資產價格並未大幅下滑。中國居民部門的財產淨收入在此期間也保持着穩定增幅，財產性淨收入佔比也穩中有升。不僅如此，6月新增社融4.22萬億元（人民幣，下同），其中居民短期貸款、中長期貸款分別新增4914億元、4630億元，企業短期貸款、中長期貸款分別新增7449億元、1.59萬億元。企業與居民短期、中長期貸款都持續改善，特別是企業中長期貸款並未出現收縮，與資產負債表衰退的前期表象並不相符。

其次，期望效用最大化是資產負債表變化遵循的潛在邏輯。在經濟學中，期望效用最大化是微觀經濟學理論的基石。該理論認為，市場參與主體在面對不同選擇時，會根據其偏好和目標，選擇能夠最大化其預期滿足程度的方案。



▲面對全球經濟的種種挑戰，中國採取一系列積極有效的政策，為經濟穩增長奠定了堅實基礎。

美明年中或減息 股樓市望好轉



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

儘管美國聯儲局主席鮑威爾較早前表示，若果情況合適，聯儲局準備進一步加息。但最近美國公布最新經濟數據，例如今年第二季國內生產總值（GDP）終值低於預期，私人職位增長亦較預期為低，今年餘下時間加息的機會減低。這也有利於全球投資市場，但減息未到時候。

美國商務部公布，第二季度美國GDP按季年率終值為增長2.1%，低於市場預期的2.4%。同期個人消費支出（PCE）物價指數終值為升2.5%，低於預期的2.6%。同期核心PCE物價指數終值為升3.7%，市場預期為3.8%。

美國人力資源服務機構ADP公布，



▲美國明年中可能減息，對全球股市及樓市皆屬利好消息。

儘管社會環境在不斷變化，個人的價值觀和目標也可能不同，但期望效用最大化作為一種基本的決策原則仍然成立。

以企業為例，資產負債表衰退理論中提出企業追求「債務最小化」而不是「利潤最大化」的假設，似乎難以在微觀經濟學理論中成立。更準確地說，債務減少只是企業選擇利潤最大化後的結果，並不是原因。而企業不選擇繼續投資主要原因可能是，缺少可以最大化利潤的投資項目。一方面可能是項目本身可以產生的現金流不足，另一方面可能是對未來比較悲觀。

同理而言，居民部門增加儲蓄、減少消費，以及提前還貸亦是期望效用最大化的理性選擇結果。一方面，根據學術文獻，自然災害、氣候變化等因素會引發居民對於未來風險的厭惡程度上升，從而提高儲蓄率、增加預防性儲蓄。另一方面，新務實主義消費下，自然災難過後人們會對價格與品質間的替代關係更為敏感。最後，通過提前還貸，居民可以減少債務負擔，降低利息支出，從而釋放更多的可支配收入，為居民提供了更多的資金用於儲蓄、投資或其他更有價值的支出，從而提高期望效用。

宏觀政策可從三方面入手

筆者認為，未來宏觀政策方向或可從以下幾方面入手：

一是「穩」：提升確定性，改善市場參與主體的預期。提高經濟活動的確定性與提振經濟參與主體的預期，將有助於經濟參與主體給未來更多的權重。同時，通過構建統一大市場，可以促進競爭、打破壟斷，提高資源配置的效率，提升市場參與者的邊際效用。

二是「改」：鼓勵科研創新，增加消費與投資的選擇範圍。引入新的技術創新，可以改變產業結構，提高生產效率，從而打破原有的經濟均衡狀態。數位經濟就是一個很好的實例，不僅增加居民、企業獲取資訊的管道，降低了成本，而且催生了許多依賴於數字經濟生態的新需求。

三是「引」：善於引導，優化經濟產業結構。根據學術研究表明，信貸繁榮與經濟增長息息相關，其中信貸的流向更為重要，加槓桿行業主體的差異所引發的經濟增長模式不同，最終將導致不一樣的發展結局。