



雖然美國利率仍有上升的可能性，但相信難回到1960至1980年的高利率時代。

作為全球市場的基準利率，10年期美債利率在2020年低點僅為0.5厘，現在已經衝破4.5厘，美國是否已經率先進入高利率時代？這對資產配置又意味着什麼？根據已有數據推斷，雖然美債利率中樞確有上行風險，但變化幅度可能有限，難以回到1960至1980年的水平，現在斷言重回高利率時代可能為之尚早。

美國高息環境不可持續

中金點晴 李昭 楊曉卿

中金公司分析師

從2020年到2022年，美國通脹僅用兩年時間就從0.1%飆升至9.1%。在百年疫情與戰爭的宏大歷史背景下，大家很容易把經濟數據的巨幅變動歸因於經濟格局的重大轉折，認為即將重返1960至1980年時的「大通脹」時代，通脹會長期維持在高個位數甚至突破10%。但形勢變化卻出人意料，從2022年6月開始，美國通脹率僅用一年時間就從9%回到了3%，已經與疫情前通脹中樞2%相差不遠。筆者認為，這一「反常」現象說明長期結構性因素並非本輪通脹大起大落的主要原因，通脹更多受一些短期周期性因素驅動。

財政刺激助推通脹

有兩個短周期因素值得關注。

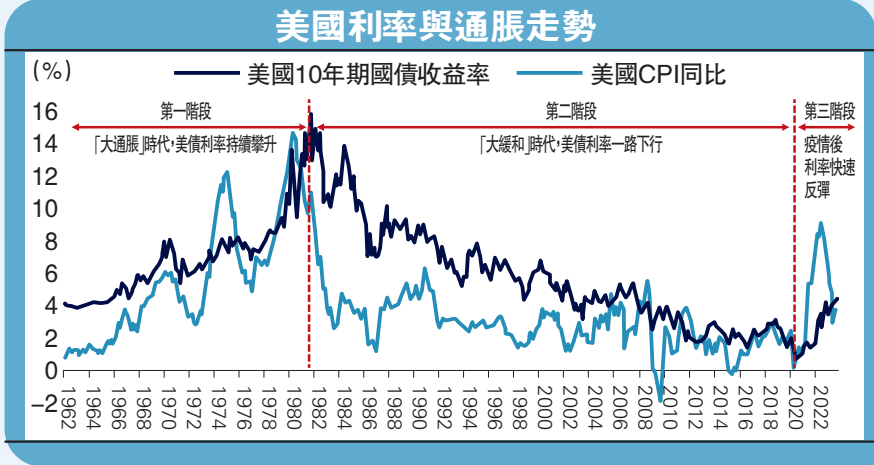
第一個是疫情衝擊造成的全球範圍內的供應鏈錯配。一方面，人們長期居家生活辦公，商品的需求大幅上升。另一方面，管控措施與工人不足對生產和物流造成極大干擾，商品供給嚴重不足。2021年疫情逐步緩和，全球供需錯配格局並沒有持續太久，供應鏈壓力指數很快開始下降，帶動美國通脹迅速回落。根據供應鏈壓力指數與通脹的領先滯後關係，美國通脹下行還沒有結束。

第二個短期周期性因素是史詩級的刺激性政策。為緩解疫情對經濟主體造成的巨大壓力，美聯儲2020年直接把政策利率降至零並重啟量寬。美國政府出台大量財政刺激，向居民與企業大範圍發放流動性。這導致M2（廣義貨幣供應）在很短的時間從6%快速擴張至27%，達到二戰以來的最高水平。當美聯儲意識到過度貨幣刺激可能導致通脹失控時，又在2022年啟動了過去40年最激進的一輪緊縮，政策利率在不到1年半的時間裏上漲超過500基點，M2增速快速壓縮至負數。

儘管長期結構性因素非本輪通脹上行的主要原因，但不能排除其在未來成為通脹上行的壓力來源。我們面臨的問題是這些長期因素對通脹影響程度的不確定性較高，且影響機制尚存爭論。本文僅從理論層面簡要梳理這幾種長期通脹影響因素的爭議點。

綠色轉型：綠色轉型增加能源成本，推高能源品價格，短期確實會形成通脹上行壓力。但從長期看，能源支出增加最終會擠出其他商品與服務需求，導致能源以外的產品價格下降。通脹反映的是一籃子商品與服務的價格上漲速度。如果能源品價格上升的同時非能源品價格下降，其實對通脹的長期影響並不明確。

逆全球化：短期來看，逆全球化導致本國必須生產一些原本能從外國低價進口的商品，並推升通脹。但與綠色轉型類似，長期來看逆全球化可能更多影響相對價格：具體來說，逆全球化導致本國必須生產一些原先的進口品，生產成本上升導致這些商品價格抬升，與此同時擠出其他商品需求，又導致其他商品價格下降。部分商品價格上升伴隨部分商品價格下



降，總體物價水平變化並不明確。

老齡化：老齡化對通脹的影響存在較大爭議。一派觀點認為，兒童與老年人口不事生產，屬經濟體的消費者。老齡化程度愈深，消耗商品與服務的人口愈多，而生產這些商品和服務的人口愈少，導致需求相對供給擴大，則成為推高通脹的力量。另一派觀點認為，老齡人口缺乏買房買車等大額消費與投資需求，反而會導致總需求不足與經濟增長下滑，形成通縮壓力。觀察世界上率先進入老齡化的國家，例如日本與一些歐洲國家，似乎更加支持老齡化造成通縮的觀點。

綜上所述，筆者認為儘管通脹中樞確有上行風險，但目前仍缺乏確鑿數據支持。當長期通脹中樞不確定性較高時，經濟主體更容易根據當前周期的通脹走勢推測中樞所在。由於通脹屬於宏觀經濟中的滯後變量，我們可根據經濟變量之間的領先滯後關係針對不同通脹分項構建統計模型，然後對未來兩至三個季度的通脹走勢作出比較準確的預測。我們的模型顯示，美國CPI通脹可能在2024年降至2.5%至3%。雖然仍高於疫前的長期通脹均值，但上升幅度相當有限。

債息支出不堪重負

實際利率是通脹預期以外的另一個重要利率成分。從長期來看，實際利率的中樞是自然利率，反映潛在經濟增速與生產率。考慮到疫情對經濟生產的擾動，我們很難想像疫情後經濟生產效率不降反升。相應地，也很難找到理由支持疫情後自然利率水平上升。事實上，當前自然利率水平並沒有和疫情前有太大變化，仍然處在略高於0厘的位置，甚至存在進一步下降到0厘的風險。從自然利率的角度看，我們似乎仍然處在「低利率」時代，而非「高利率」時代。

當然，從執行角度來講，美聯儲可通過政策緊縮在短期把實際利率拉高到遠高於自然利率的水平。在現時的宏觀環境中，為了讓通脹盡快恢復正常，美聯儲快速加息500基點，10年期真實利率已經高達2厘。但美聯儲很難讓實際利率長期高於自然利率，否則會導致通縮風險捲土重來。因此筆者認為美聯儲在對通脹改善重建信心後，大概率會很快轉向降息，縮小實際利率與自然利率的差異。筆者預期最晚在2024年看到美聯儲啟動降息周期。根據散點圖預期指引，美聯儲計劃在未來幾年實際把政策利率降至2.5厘左右，這與疫情之前的利率中樞相差不多。

美國日益膨脹的債務也對實際利率形成限制。目前美國國債規模已經擴張至33萬億美元左右，聯邦政府

2023年利息支出接近7000億美元。假設未來都是高利率環境，CBO（國會預算辦公室）預測美國債務利息支出將在10年後擴張到驚人的每年1.44萬億美元。因此，若美債利率維持高位，會加劇財政前景惡化與金融市場不穩定，倒逼美聯儲更快轉向寬鬆。

10年期美債利率相當於通脹預期與實際利率之和，再加上一些期限溢價。根據我們的量化模型預測，通脹可能在明年回到2.5%至3%區間，至少難以在未來一至兩年斷定通脹中樞已經大幅上升。把長期結構性因素帶來的通脹風險考慮在內，我們用未來一至兩年通脹路徑的潛在高點3%作為通脹中樞的粗略估計。從2008年金融危機到新冠疫情以前，也就是所謂的「低通脹時代」，美國通脹的均值是1.8%，3%的通脹中樞已經比過去10年高出100基點以上。至於實際利率中樞，我們沿用美聯儲估計的0%附近。根據中金大類資產開發的期限溢價模型，未來一至兩年期限溢價約為50基點。

目前10年期美債利率在4.56厘，已經高出中樞100基點。短期來看，受油價風險、聯儲緊縮以及倉位情緒因素影響，不排除美債利率水平進一步衝高的可能性。但是展望未來一至三個季度，筆者預期、利率難以在4厘以上維持太久，未來可能有大幅下行空間。全球經濟加速放緩，金融體系風險暴露，美國通脹趨勢改善，聯儲加息接近尾聲，均可能成為美債利率下行的催化劑。

優先配置美債黃金

根據上述分析，首先看好美債的中期配置價值。由於黃金與美債利率高度負相關，我們也多看黃金。除美債利率下行以外，黃金還受到去美元化等結構性因素的支持。

一般來講，美債利率下行會從分母端緩解風險資產壓力，常常也會伴隨股票商品的強勁表現，但筆者認為本輪周期可能有所不同：美債利率下行或是由於實體部門或金融市場暴露風險驅動，壓制風險情緒，並不利於股票商品表現。同時目前美股未來一年的預期回報率已低於美債利率，反映股票的估值相對債券過高。因此，筆者對海外股票與商品保持謹慎。

如果我們的預測出現偏差，美國真的進入了高利率時代，資產走勢可以參考1970至80年代的大類資產行情，即實物資產跑贏金融資產，股票債券承壓：1970至80期間，石油上漲了約30倍，黃金上漲了約17倍，地產上漲了2.5倍。標普500僅上漲約40%，美債上漲約60%，而通脹上行超過2倍，金融資產跑輸通脹。

如何才能挽回股民信心？



點市成金 譚浩俊

財經評論員、中南財經政法大學兼職教授

8月28日至9月26日，共有20家公司登陸A股，同比下降54.55%，合計上市募資191.55億元（人民幣，下同），同比下降65.19%。再融資方面，同期A股再融資規模443.94億元（定增募資295.87億元、可轉債募資118.07億元，優先股募資30億元），同比下降59.44%。

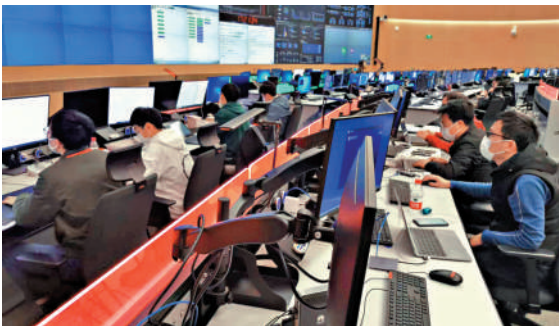
A股市場IPO、再融資規模雙降，為什麼出現這樣的現象，原因很簡單，市場低迷、指數下跌、投資者信心不足。為了減輕市場資金壓力，監管機構暫緩了新股發行，也控制了再融資節奏。從做法來看，不能算錯，但也不算得上好。A股市場並不缺錢，缺的只是投資者信心，表現為場外資金不願進場，是投資者預期不強。

那麼，在經濟基本盤總體穩定、上市公司業績也沒有出現明顯下滑、外部市場也沒有發生劇烈震盪的情況下，為何A股市場持續低迷、不斷下行，以至於出台了一系列提振股市的政策措施，仍然沒有改變市場低迷格局呢？這可能需要從深層次分析問題，然後提出解決問題的措施，而不能總滿足於用老一套的暫停新股發行、放慢再融資節奏、出台幾項提振市場的政策了。

影響股市穩定的深層次問題有哪些呢？應當不少，譬如退市不力、對財務造假的處罰不嚴、不能對內幕交易等形成強有力的震懾效力等。應當說，上述方面都採取了一些措施，也取得了一些成效，但距離真正高效、規範、健康的市場還有差距，需要不斷加強，強化各領域的工作，力爭讓股市能夠真正步入健康、有序、規範的發展軌道。

筆者今天要談的，則是對股市走出低迷非常關鍵，但這些年來一直未做的問題，那就是融資、再融資資金用到了哪裏？有多少是用在正道上的，又有多少是被轉移或浪費掉了？融資和再融資的目的，就是推動企業更好發展，而不是提供造富機會，不是讓少數人利用股市去發財、去積累個人財富、去轉移財產、去損害投資者利益。

近一段時間以來，監管部門出台了



▲投資者信心不足，是A股市場IPO和再融資規模雙降的原因之一。

美通脹高企 年底或再加息一次



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁

聯儲局維持聯邦基金利率不變，預計年底前仍有1次加息0.25厘機會，理由是通脹居高不下。聯儲局點陣圖顯示，明年將減息0.5厘，減幅低過6月時預測的1厘。聯儲主席鮑威爾表示，在適當時就有減息時機，但需要通脹放緩。筆者預料全球投資市場將繼續反覆。

議息聲明指出，經濟活動穩定擴張，近幾個月就業增長放緩，但仍強勁，失業率保持低企，通脹居高不下。

鮑威爾透露，聯儲局將會逐次會議時作出決策，如合適，進一步提高利率，保持限制性利率，直至有信心通脹降至2%目標。今年最後兩次會議上所作出利率決定，視乎多項經濟數據，包括通脹及就業市場表現。

緊縮政策效果尚未完全顯現，通脹率降低到2%仍有很長的路要走。鮑威爾指出，從未就減息時間發出信號，在市況不明朗情況下，難以估計一年後的利率走勢。

聯儲局上調美國今年經濟增長預測至2.1%，並上調明年經濟增長預測至1.5%。鮑威爾表示，當局激進加息很可能不會令經濟陷入低迷，認為軟着陸是一個合理前景。最新預測中，聯儲局成員預計經濟增長會更好，失業率會更

很多關於規範減持行為的政策措施，這些政策措施對規範大股東減持確實起到了比較明顯作用。但又給市場釋放了一個不太好的信號，那就是行政干預。因為減持是股東的權利，也是股東的自由，只要減持行為規範，誰也無權干預。而規範減持的政策措施，都是行政手段，而非市場手段、法律手段。更重要的是，對減持的規範再嚴厲，也是被動治理，甚至連亡羊補牢都算不上。

募資用途亟待核查

眼下真正的問題，在於融資和再融資環節，上市公司獲得市場資金之後，到底都做了什麼。如果全部按規定用於企業發展，就不需要對減持行為予以約束。恰恰是前道的融資和再融資環節的工作沒有做好，才需要後道的規範減持行為發生，有點本末倒置、輕重不分了。

這也意味着，監管機構更需要關注的，是上市公司融資和再融資資金的用途及使用效率，是股市獲得的資金有沒有按規定用途使用。也許有人會說，股市有明確規定，上市公司從市場獲得資金後，必須按上市時承諾的要求執行。再融資也是如此，必須有項目、有這樣的資金需求才能再融資。話是這麼說，做得如何，就不是靠說，而要靠真實的數據和實際的效果，看資金使用後產生的成果。

很顯然，這方面的工作是非常薄弱的，只要企業不發生重大挪用資金現象，只要資金不出上市公司，就無人過問。減持則充分利用了這個條件，讓大股東實現了套現和財富轉移。不然，這些年來上市公司從市場募集了巨額資金，為什麼企業發展遠沒有想像的好呢？別的不說，單從2022年看，上市公司市場募集的資金總額就高達16843億元。其中，新股發行募集資金5868億元，再融資募集資金10975億元。特別是再融資，成為了上市公司最主要的募集資金手段。

市場一年就募集資金近1.7萬億元，這些資金到底都用向哪裏，有沒有按規定使用，是否成為了大股東的套現工具，需要有關方面好好研究。在此，筆者建議，監管機構能否會同發改、工信、財政、審計等部門，對近5年來上市公司募集資金的使用情況進行一次全

方位的調查、分析、評估和評價，同時，一併對大股東減持獲得的資金去向也進行一次全面核查，看一看這些資金到底是用於上市公司發展了，還是流失了，產生了多少效益，減持的資金是留在了國內，還是被轉移到了國外。要知道，對廣大投資者來說，不怕上市公司融資多，就怕融資肉包子打狗。

低，反映美國經濟將承受得起加息衝擊。

繼續加息或令美經濟硬着陸

今次維持息率不變，筆者認為，息口已有一定高度，對通脹產生抑制作用，如果聯儲局再加息，可能會導致美國經濟硬着陸，產生的問題更嚴重及更多。現在對加息逐次審議，可以避免落藥過重，減少經濟衰退或更嚴重問題。現在保持息率在5.25至5.5厘不變，可讓這一年多加息的效力發揮出來，相信這個加息周期已經差不多去到盡頭。點陣圖顯示今年還有一次0.25厘的加息，應該是「最後加息」，假如經濟惡化，「最後加息」未必會實現，否則聯儲局不必在議息時對加息逐次考慮那麼謹慎。

一年多以來的加息，經已使到美國以至全球市場變得異常波動，近期減慢加息才令投資市場反彈，投資者已有加息完結的心理準備。



▲美國在一年多連番加息，已使美國以至全球市場變得異常波動。