

美聯儲認為當前通脹壓力仍較大且勞工市場仍緊張，本季經濟將進一步放緩。



聯儲政策料明年次季轉向



經濟脈搏 李超

浙商證券首席經濟學家

在最新一期議息會議聲明中，美聯儲對未來加息節奏增加的政策表述：一是為達到合意的緊縮水平，未來將繼續加息；二是評估未來的加息速度時，美聯儲將綜合考慮此前累計的加息幅度，緊縮政策對經濟、通脹以及金融活動的滯後效應。會後聯儲主席鮑威爾進一步指出：12月可能討論放緩加息、終端利率可能高於此前預期。

綜合以上表述，筆者認為：12月加息幅度可能降至0.5厘，符合前期判斷。2023年1月可能繼續加息0.5厘，終端利率可能升到4.75至5厘區間，2023年的利率終點略高於9月點陣圖水平。

通脹方面，美聯儲對於通脹風險的表述並未出現明顯的邊際變化，認為當前通脹壓力仍然較大且勞工市場仍較為緊張，俄烏問題仍是通脹最大的上行風險。經濟方面，美聯儲認為為四季度經濟將進一步放緩，基本與9月預測一致。

整體來看，筆者認為鮑威爾此次議息會議的態度相對中性，且隱含的加息路徑與會前聯邦基金利率期貨定價一致。各類資產價格在會議期間均保持寬幅震盪：美匯在會議期間曾跌至110.4，此後重新反彈至112附近；10年美債利率一度跌破4厘，此後逐步回升至4.1厘以上；美股在會議期間一度大幅上漲，截至報告時再度轉為下跌，納斯達克指數跌幅超過2%。

美國時間11月8日即將迎來中期選舉，當前美國選民的核心訴求主要集中在通脹領域。在此背景下預計，選舉過後聯儲進一步加碼緊縮對抗通脹的政治壓力將有所減少。筆者認為中期選舉對於未來利率路徑的影響主要體現在：未來進一步大幅上修的概率較低，但在核心CPI持續反彈的背景美聯儲轉向鴿派同樣不易。

此外，近期財政部向一級交易商徵詢回購的可行性，不宜將該動作理解為寬鬆信號。筆者認為，回購老券並以同品類新券進行置換的概率較高，不會額

外投放基礎貨幣，也不會干預利率曲線，不宜將其理解為寬鬆信號。

展望未來，筆者認為美聯儲的政策轉向需要的條件是：重大金融穩定風險的威脅或通脹的實質性回落。綜合來看，美聯儲最早可能在2023年二季度通過點陣圖或政策指引傳遞寬鬆預期。

從金融穩定的角度來看，歐債壓力的風險是當前全球面臨最大的金融穩定問題。筆者認為這一風險可能在本輪歐洲冬季爆發，並成為美聯儲政策立場轉向的重要誘發因素。歐債風險如果爆發，美國金融穩定壓力將受明顯擾動，壓力將不僅局限在部分債務壓力國的主權債，美國持有的歐洲企業債同樣面臨較大的下跌壓力。從風險敞口規模看，截至2021年末，從歐元區19國看，美國共計持有歐債8555億美元，佔美國持有所有海外債券頭寸的20%。

當前黃金配置價值較高

從通脹的角度來看，過往聯儲政策存在共性規律：每一輪降息周期啟動時，通脹水平均低於政策利率水平。考慮到其廣泛適用性，我們可以將這一規律作為美聯儲降息的「隱性標準」。從當前情況來看，本輪美聯儲加息的利率終點預計位於4.5至4.75厘一線，中性估計美國CPI可能最早在明年二季度即滿足這一「隱性標準」。

美債方面，筆者曾於前期報告指出，在核心CPI仍處於上行通道的背景下，不宜過早交易聯儲轉鴿預期，近日市場表現印證這一判斷。伴隨加息終點的再次上修，10年期美債利率可能進一步上攻4.5厘，2年期美債利率可能進一步上攻5厘。

美股方面，在盈利估值兩端短期仍存不確定性的背景下，美股短期仍應保持謹慎。美元方面，未來歐洲情況演變仍是關鍵變量。短期來看，歐債壓力仍有進一步加劇風險，一旦危機爆發，美匯仍可能進一步向120衝高。

黃金方面，筆者認為當前黃金具有較高配置價值，歐債潛在壓力將利多黃金，主要源於避險邏輯，未來全球央行轉向寬鬆驅動實際利率回落也將對黃金形成提振。



美經濟衰退風險增 加息步伐料放慢



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁

美國高通脹已打擊到美國以至全球經濟，甚至走向衰退的境地。筆者預期今年美國未來兩次加息會維持0.75厘及0.5厘，到明年加息步伐會減慢。

三藩市聯儲銀行行長戴利指出，聯儲局應避免加息幅度過大拖累經濟，現在是開始檢討放緩加息步伐時候，聯儲局必須盡力確保政策不過度收緊，也不能太快收手。戴利不諱言，俄烏衝突、歐洲經濟放緩及各國央行持續收緊政策等因素，都會影響美國經濟。

美國近月發表的經濟數據弱勢逐漸明顯。美國聯邦住房金融局數字顯示，美國8月樓價指數按月下跌0.7%，反映經濟走弱。全美不動產協會（NAR）數據顯示，美國9月份二手樓銷售按月跌1.5%，以年率計471萬間計算，稍高於預期。9月份二手樓銷售按年亦大跌

23.8%，若以按9月銷售速度計算，需時3.2個月才能完全消化現有庫存，高於一年前的2.4個月。

根據世界大型企業研究會公布的數據顯示，美國9月領先指標下跌0.4%，跌幅略高於預期。數據再度下跌，反映出年底前美國經濟衰退的可能性越來越大。在高通脹、就業市場放緩、利率上升及信貸條件收緊的背景下，預料今年美國經濟按年增長1.5%，明年上半年進一步放緩。

費城聯儲銀行行長哈克指出，聯儲局提高短期利率目標範圍的行動未完結，將於一段時間內繼續加息。聯儲局在明年某個時候將會停止加息，屆時應該將利率保持在限制性水平一段時間，讓貨幣政策發揮作用。他警告稱，通脹急迫上升，但降低通脹需時，將為貨幣政策帶來不確定性。

美國今年息率水平在最終預料接近5厘，對壓抑通脹起到實質作用，到時可以審視經濟情況決定是否再加息，樓市股市可獲喘息機會。



有學者認為，現在的供销社相當於村民的自助組織，為農民科學種植提供產銷服務等。

供销社火了。前不久，內媒發布了一則名為《湖北基層供销社恢復重建至1373個，基本覆蓋全省鄉鎮》的報道，在幾天的發酵後登上熱搜，引來市場熱議。與此同時，供销社概念股行情也被徹底點燃，不少個股更是接連漲停。似乎在一夜之間，沉寂已久的供销社忽然重回大眾視野，而這背後究竟有哪些深意？

供销社背後有何深意？



財經萬象 付一夫

星圖金融研究院 消費金融研究中心主任

說到供销社，可能很多年輕人都會覺得有些陌生，但對於長輩而言，供销社絕對是一個時代的記憶。按照官方定義，供销社就是由政府引導，以農戶為主體的集體所有制合作經濟組織，其根本目的是服務三農，一切經營活動都是從農民需求出發，向農民提供生產資料和日用品的同時，從農民手中收購農副產品來供應城市和工礦區，以此來打通城鄉流通渠道，進而助力三農發展。

職能定位「服務三農」

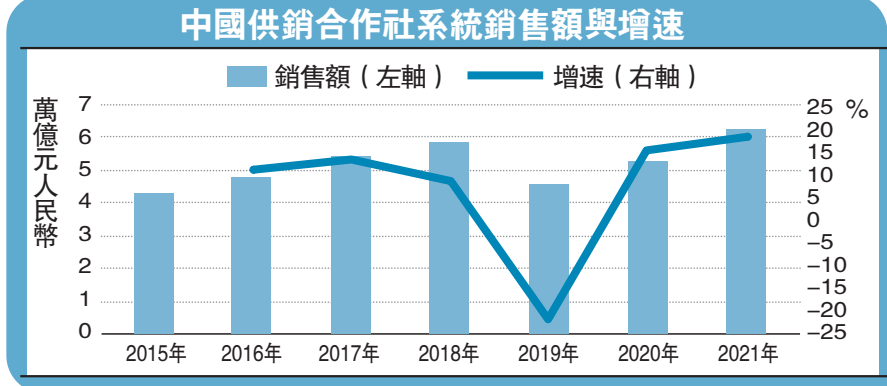
關於供销社的歷史，最早可以追溯到新中國成立初期。彼時正值百廢待興，糧食和商品供應嚴重短缺，農村生產力亟需得到快速發展，供销社便應運而生。在當時的計劃經濟背景下，供销社的主要職能就是統籌「供」和「銷」，是連接「工業品下行」和「農產品上行」的橋樑，而諸如農資供應、農業技術推廣與服務、日用品供給、農副產品流通等一切經濟活動，都要嚴格遵循政府部門指導，並要依照行政命令有條不紊地如期完成各項計劃性任務。

經過近二十年的黃金發展時期，供销社漸漸成長為國家收購農資、供應農民生產生活資料的主渠道，其地位幾乎沒有任何其他經濟組織可以撼動。或許在很多長輩人的印象裏，供销社都是村裏唯一的商品供應部門，裏面有家用百貨、食品、五金等等，一切柴米油鹽醬醋茶都離不開供销社，而手中一疊又一疊的糧票、布票，也成為了那個時代的重要印記。

但其後多年，受一系列客觀因素的影響，供销社的經營缺陷逐漸暴露出來。而後隨着市場經濟改革的不斷深入，民營經濟開始壯大，多元化市場格局日益形成，越來越多的大型私營超市和24小時便利店的興起，在很大程度上擠壓了供销社的生存空間，致使後者趨於沒落，以至於很多90後和00後的年輕人都沒跟供销社打過交道。

需要注意的是，供销社雖然比鼎盛時期有所衰落，但並沒有退出歷史舞台。據公開資料顯示，自上世紀90年代以來，中央先後多次發布了深化和加快供销社改革的文件，並在2002年實行「四項改造」，2006年實施「新網工程」，2018年部署專項改革試點。而最近幾年，供销社的字眼更是頻繁出現在官方政策文件當中，充分彰顯出高層對於供销社發展的高度重視。

例如，2021年的中央一號文件提到，「深化供销社綜合改革，開展生產、供銷、信用『三位一體』綜合合作試點，健全服務農民生產生活綜合平台」；2021年6月，四部門聯合出台文件，提出到2023年6月底，打造若干具有示範引領作用的「三位一體」試點單位；2022年的中央一號文件再次從加強縣域商業體系建設的



資料來源：國家市場監管總局、中泰證券研究所

角度指出，要「支持供销社開展縣域流通服務網絡建設提升行動，建設縣域集採集配中心。」

為什麼政策依舊對供销社念念不忘？在筆者看來，根本原因在於供销社「服務三農」的職能自始至終都沒有消失。考慮到二十大報告特別強調，要「全面推進鄉村振興，堅持農業農村優先發展，堅持城鄉融合發展，暢通城鄉要素流動」，想要達成這一願景，勢必離不開供销社的加持，因為供销社在農村市場中依然佔有重要地位。

數據顯示，2021年，全國供销社總社實現銷售總額6.26萬億元（人民幣，下同），同比增長18.9%，約佔當年全社會消費品零售總額的15%；而全系統實現農產品銷售額2.76萬億元、日用品銷售額1.49萬億元，同比分別增長24.3%和17.1%，充分彰顯出供销社的分量之重。

優化城鄉資源配置

在此背景下，推動供销社的重啟，將有望在促進鄉村振興方面發揮如下積極作用：

其一，促進城鄉融合發展，優化城鄉資源配置。鄉村振興的關鍵在於推動城鄉融合發展，而城鄉融合發展的核心在於促進城鄉生產要素的順暢配置與自由流動。供销社擁有覆蓋城鄉的流通網絡，是城鄉經濟的毛細血管，亦是距離農村市場和農民群眾最近的終端。

未來在推動城鄉融合發展過程中，基層供销社可以繼續發揮其紐帶作用，通過一系列改革及對於自身經營網絡的改造升級，一方面可以有效拓展農副產品市場，進一步助力農產品上行；另一方面則可以在推動工業品下行的同時，吸引城市設備、資金、技術、人才等要素的下鄉，從而實現城鄉要素更加合理的優化配置，賦能鄉村經濟發展與農民增收致富，這也符合共同富裕的發展基調。

其二，迎合農戶切實訴求，重構農村經營網絡。供销社直接面對農村市場，對於農戶的真實境況更為了解。為此，供销社應當順應農戶的切實訴求，在指導農業生產、豐富日用品供給、回收處理可再生資源、供應生產資料等傳統業務的基礎上，不斷擴充業務範圍，加快優化現有經營系統，在深入的市場調研基礎上，了解農戶消費偏好，重新調整產品供應與服務供給。同時，供销社還可以針對農村市場信息閉塞等問題，構建相應的網絡信息共享平台，時刻追蹤市場動向，動態發布市場信息，指導農業

生產。

其三，更好地保供穩價，惠及民生。當前農資成本已成為農民種地中成本最大的一部分，大體在60%以上，如果供销社能以相對合理的價格出售農資或者提供低息貸款，那麼對於降低農民種地成本、增加農民收入來說必然具有重要意義。再如，依託於國有背景的供銷系統，可以在最大程度上維持豬肉和糧食的供應與價格穩定，並防止資本對於我國農業和畜牧業的控制。

此外，水果等很多農產品流到市場終端的售價都不便宜，但農民的收入卻並沒有得到實質性提升，根本原因在於中間流通環節的冗長而導致的成本增加，其中一部分轉嫁到消費者身上使然。倘若借助於供銷系統的力量，農民生產的農產品直供供銷社，供銷社再以合理的價格賣給廣大消費者，由此即可省去大量中間環節的流通成本，這對於農產品的產銷對接、平抑價格而言同樣極為重要。

其四，助力全國統一大市場的構建。構建全國統一大市場，本質上是要打破壟斷和地方保護等壁壘，對於不當市場競爭和市場干預行為進行約束，通過打破各種壁壘與自我小循環來促進「國內大循環」，進而推動國內產業鏈、供應鏈的進一步暢通，在全國範圍內形成供給與需求更高層次和更加良性的動態平衡，進而讓各類市場要素都能得到更加高效的運轉。

針對目前內地部分地區市場仍存在的分割性、封閉性、壟斷性等弊端，可以充分發揮供销社「橫向到邊、縱向到底」的優勢，利用其與農民群體之間緊密交往的便利，通過一系列舉措將一家一戶的小生產與千變萬化的大市場緊密連接，破除供需信息壁壘，消除地方保護主義帶來的負面影響。

至此可能還會有人心存疑慮：供销社重出江湖，是不是意味着要回歸「計劃經濟」或是「集體經濟」呢？在筆者看來，答案是否定的。從根本上講，雖然名字仍舊叫「供销社」，但今天的供销社早已不同於過去計劃經濟背景下的供销社。彼時的供销社行政屬性極強，且佔據着壟斷地位，而經過了多年的市場化改革，當前的供销社已然「脫胎換骨」，更貼近於市場，更接近於公司，也更具活力，這與計劃經濟顯然不可同日而語。有學者認為，現在的供销社有些類似於日本的農業協會，相當於村民的自助組織，為農民科學種植提供產銷服務等等。因此我們完全沒有必要過度解讀或是擔憂。