

►今年以來，美國就業數據表現好於預期，但也在結構性問題。非農就業人數上升和失業率反彈並存的局面，經濟存在



美聯儲已經接近於實現物價逐步下行並回到目標通脹，以及保持充分就業的雙重目標，關於何時降息的討論出現預期差，反映在美聯儲謹慎降息和市場預測降息周期分歧擴大，因而出現市場提前開放降息交易的現象，美國總統大選出現「黑天鵝」事件加劇了其中的不確定性。

美經濟「硬著陸」風險升

金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室
特聘研究員

目前市場傾向於認為美聯儲最早在2024年9月減息，且年內可能減息一至二次。如果參照美聯儲「通脹暫時論」，不排除超預期高頻降息的可能性，將對美元資產和風險資產定價帶來衝擊。

財政赤字無序攀升

美國財政政策的可持續性。近幾年，美國財政赤字持續攀升。據美國國會預算辦公室報告，2024財年美國聯邦政府預算赤字將達到1.9萬億美元，2025年到2034年的累計赤字也將大幅提高。美國聯邦政府債務規模已突破35萬億美元，相當於人均負債超10萬美元，財政赤字「易上難下」，未來不但難以回到正軌，而且將繼續通過推高赤字來維持財政收支平衡。雖然美國經濟維持增長，政府財政韌性仍有支撐，但這種不可持續性很難迴避，既要考慮財政利息支出負擔的加重，也要研判美國國債將面臨的嚴峻挑戰。

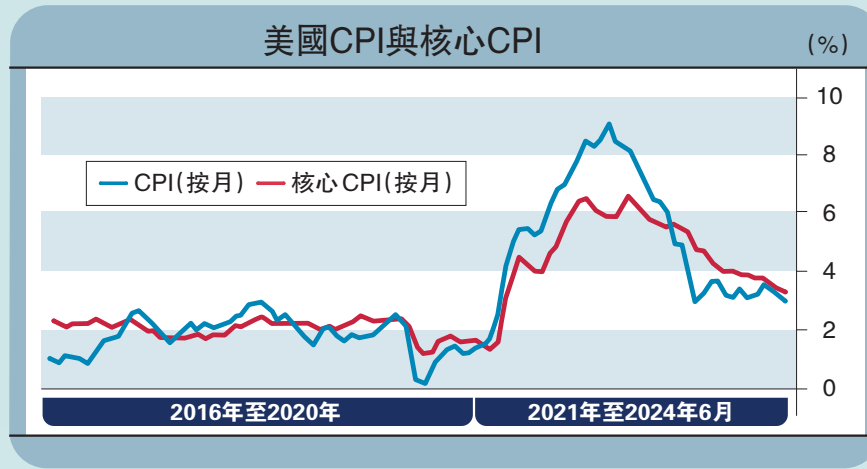
目前美國財政預算仍在增加，包括此前拜登政府提出的住房支持計劃及學生貸款減免計劃，以及大手筆公共開支計劃。市場預計美國財政支出會下降，對GDP貢獻率或降至25%。大家不禁要問，嚴重依賴財政擴張的「拜登經濟學」是否還能持續？

美聯儲資產負債表的調整。美聯儲的資產結構以國債和按揭貸款支持債券（MBS）為主。截至2024年6月末，美聯儲持有的美國國債、MBS規模分別為4.45萬億美元、2.34萬億美元，佔美聯儲總資產的比重分別為61.1%、32.1%。美聯儲因持有大量美國國債而運營成本抬升，2023年美聯儲的經營虧損高達1143億美元，是有史以來虧損規模最大的一年。雖然美聯儲啟動「縮表」進程，卻因2023年上半年中小銀行危機的發生而調整，2023年3月一週的擴張規模達到3000億美元，主要通過貼現窗口為金融機構提供融資支持，並創設銀行定期融資計劃，規模超市場預期。

美國商業地產的集中度風險仍值得關注。美國區域銀行所持有的美國商業地產的佔比較高，預計美國將有更多的地區性銀行出現倒閉，可能將對美聯儲的資產負債表調整帶來壓力，並制約「縮表」進程。

美國貿易政策調整和外部環境惡化。市場對美國大選的預判遭遇許多不確定性，除了特朗普競選期間遭遇的意外事件，美國現任總統拜登的退選也引發市場高度關注，目前特朗普和哈里斯兩位候選人的民調基本不相上下，競爭處於白熱化。

鑒於特朗普第一任期奉行「美國優先」戰略，不僅大打「貿易關稅戰」，掀起貿易爭端，破壞世界貿易組織規則，對世界貿易構成巨大威脅，而且對其盟友推行嚴苛的經貿和外交政策，引發不信任甚至政策衝突。而且拜登任內所推行的產業政策和補貼政策也存在變數。這些不確



定性將對美經濟增長帶來新的挑戰。

一方面，美聯儲宏觀政策調整存在滯後性，政策抉擇的難度加大。傳統依賴經濟數據預判的方法出現失靈問題，非經濟因素對通脹、就業及投資等影響愈發顯著，美聯儲貨幣政策調整面臨的外部環境更加多變。現實而論，美聯儲自2008年以來的貨幣政策帶有較強的「試驗」色彩。2008年伯南克所推出的超預期降息至零和量化寬鬆貨幣政策，短期內挽救經濟衰退，2020年新冠危機，美聯儲「故伎重施」且試驗的規模超過歷史以往。

上述極速應對的方法短期內產生積極效果，多次將美國經濟從衰退拉回到復甦軌道。但不能忽視的是，美聯儲的貨幣政策調整卻給國際金融市場帶來了嚴重外溢風險。正是基於此，市場對美聯儲降息周期的預判出現較大分歧和不確定性，進一步推高風險溢價。

另一方面，2%通脹目標取得較好進展，為降息提供有力支持。確定性在於美國的通脹數據在逐步下行，開始接近平均目標通脹2%的水平，通脹下行給美聯儲降息提供了必要條件。而2024年以來，美國的就業數據表現要好於預期，但也存在非農就業人數上升和失業率反彈並存的局面，美國製造業PMI（採購經理人指數）連續三個月低於榮枯線，失業率上行，反映美國經濟存在結構性問題。

隨着美國經濟復甦走弱的信號出現，上半年的實際最終銷售額增長大幅放緩，商業地產潛在違約風險增加，且通脹黏性較強，迫使美聯儲降息的因素正加快累積。

臨近大選 影響聯儲決策

此外，隨着美國總統大選臨近，影響美聯儲降息的不確定性因素在增多。從大選的預期看，多數主流機構對美聯儲降息的預期從年初的三至四次調整到下半年的一至兩次，而關於降息幅度的預期則有分歧，預計一次性降息25-50個基點的概率較大，少部分機構預期一次性降息75個基點。

當前美國兩黨所推選的總統候選人發生新的變化，兩位候選人的政策主張迥異，其間突發事件的發生改變了市場預期降息的軌跡。參照歷史經驗，特朗普偏好財政、貨幣雙寬鬆，任內打破傳統，公開向美聯儲施壓。特朗普再次競選以及勝選的概率進一步上升，對美聯儲的貨幣政策調整的不確定性影響加劇。

鑒於此，美聯儲貨幣政策可能直接或間接受到美國總統大選的影響，

包括政策預期、獨立性以及人事安排。美聯儲在2024年9月降息將不會對美國大選帶來影響，若美聯儲計劃12月開啟第二次降息，時值美國大選後，則預測第二次降息幅度和概率的不確定性更大。除了評估經濟數據，美聯儲還需要權衡政治和政策因素對經濟走向及貨幣政策調整的影響。

美國經濟接近實現「軟著陸」，其可持續性需謹慎評估。世界銀行和IMF預測美國未來兩至三年仍維持1.5%-2.5%的增長，而影響美國經濟穩定增長的風險卻持續累積，美國過高的財政赤字和債務負擔，以及美聯儲貨幣政策調整的負面衝擊，加上激進的貿易政策，無疑會削弱美國經濟的增長空間。

保護主義加速貿易失衡

IMF發布報告指出，美國高財政赤字和債務為本國和全球經濟製造日益重大的風險。外部來看，美國極力推行「去風險」和「脫鉤斷鏈」政策，已然加速改變全球產業鏈和貿易格局，疊加地緣政治風險，貿易保護和「關稅戰」的反噬將可能導致美國經濟增長的外部環境持續惡化，將導致經常項目差額可能持續擴大，貿易赤字大幅增加且出現嚴重失衡。數據顯示，2023年美國經常項目逆差達到8188.23億美元，較2019年擴大85%。雖然特朗普任美國總統時推行「美國優先」政策，但並未改變貿易失衡問題，且對外輸出美元和通脹，這種長期的錯位恐難以持續。因此，美國經濟仍難以擺脫長期結構性困境，對美聯儲貨幣政策周期帶來的衝擊也將持續。

內部來看，支撐美國經濟韌性的消費支出增長正面臨高利率的約束，美國消費者信心指數降至八個月低點，生活成本高企、借貸成本上升和薪資上升緩慢是主因，同時美國居民的儲蓄進一步下降，儲蓄佔可支配收入的比重從雙位數降至個位數。美國財政支出因利息負擔加重而出現減弱態勢。鑒於美聯儲貨幣政策調整存在變數，美國經濟的內外結構失衡及中長期風險上升，未來三至五年經濟有可能從「軟著陸」轉向「硬著陸」。

特朗普任內（2017-2021）美國GDP年均增速為2.3%，即便美聯儲開啟降息周期，未來五年美國經濟能否維持2%左右的增長水平還有待持續觀察，緊縮的金融環境難以短期內迅速放鬆，美國經濟接下來或出現「低增長、高利率、高債務」趨勢。
(本文謹代表個人觀點)

日央行收水超預期 全球市場震蕩

財經解碼 陶冬
中國首席經濟學家論壇
理事

上周是超級央行周，充斥着PolicyPivot（政策轉折點）。美聯儲強烈暗示利率周期即將由升轉降，日本銀行直接端出加息和量化緊縮。與此同時，美國勞工數據打出就業警號燈，甚至可能預示衰退的來臨，風險資產市場出現了大幅波動。

本輪市場調整的一個重要特徵，是除了日圓、美債和黃金外，其他類資產的表現都不濟，顯示出資金流動性突然收縮。這與平時的資產輪換不同，而意味着資金進入強烈的riskoff（去風險權重）狀態。而且從美元匯率和美國股市看，riskoff的資金並沒有進入美元資產避險。市場究竟發生了什麼？都是日本銀行惹的禍。

7月31日，日本銀行宣布將政策利率從0至0.1厘提高到0.25厘，同時給出明確的退出量化寬鬆的路徑，將月度資產購買計劃從6萬億日圓分階段降至3萬億日圓。日本銀行有所動作，本在市場意料之內，但是其出手力度大、範圍之廣出乎市場預期。

日本銀行有着尋求共識的傳統，現任行長植田和男也為人謹慎。這次出手加息，有兩位日本銀行政策委員投了反對票，其他決策者中也有人私下對連出兩招多少有所保留。為什麼日本銀行突然出手狠辣了呢？答案線索在日本政府高官近來連環施壓上，要求貨幣政策盡快正常化。

日本經濟復甦成也日圓敗也日圓，日圓暴貶是經濟走出三十年低迷的基石，令通縮時代徹底結束了。出口企業因此盈利大增，國外遊客奉上真金白銀，海外熱錢流入托起日本股市。然而，有時好事可能變成壞事。日圓暴貶令海外遊客數量比疫情前的水平多出六成，許多城市的基礎設施不堪重負、物價大幅上漲，居民怨聲載道。有政客甚至提出對遊客和本地人實行價格雙軌制。

日本經濟長期低迷與日本銀行長期推行寬鬆政策，使得日本的貨幣環境一直處在超寬鬆狀態。當全世界都量寬時，日本銀行並不起眼，如今其他國家

利率早已大幅調高了，日本的利率和匯率就被投機客所覬覦。日圓利率與美元利率之間差距過大，借日圓買美債成為屢試不爽的套利交易，日本的債市、匯市因此積聚着系統性金融風險。

消費信心不足 內需續不振

日本銀行最新的政策舉動，在筆者看來意在日圓匯率，通過減少利率和流動性扭曲，調整匯率扭曲。之前日本財政部直接在外匯市場買日圓，遭到美國財政部嚴厲譴責，並被列入匯率操縱國觀察名單。如今的做法，可以視為一種戰術調整。但須明白的是，日本的經濟復甦相當脆弱，基本上靠進口型能源通脹、匯率拉動型企業盈利及海外游資刺激股市帶起來的。通貨膨脹之下，工資的確有上漲，但仍追不上生活成本的上升，消費者信心依然不足，內部需求依然不振。

這就決定了日本銀行仍會處在觀望狀態，貨幣政策估計還是「一慢二看三通過」，寬鬆的信用環境恐怕要繼續，日圓與美元之間的利差會縮小、但仍然差距頗大。筆者相信，日本政府與日本銀行對日圓貶值並不反感，只是對過快貶值所帶來的社會反彈感到不安，因此作出戰術性調整。當日本加息恰好遇上美國減息，觸發套利盤連環離場，市場反應強烈其實也正常，但是新的均衡點是可以找到的。

美聯儲今年還有9月、11月和12月三次例行會議，這意味着市場目前預期聯儲年內起碼有一次大碼降息。聯儲局主席鮑威爾在剛剛結束的記者會上，暗示了減息周期即將開啟，不過明言不會有兩碼減息。當然，鮑威爾出此言時，也沒有意識到就業市場會突然掉鏈子。雙目標下，聯儲不僅必須要抑制物價上漲，還必須增加就業。

日本加息恰好遇上美國就業數據奇差，市場預計聯儲局大幅減息，使得這次的調整特別動盪，經年累積的沽空日圓盤更令調整帶有爆炸性風險。我們目前就處在這麼一種市場環境下，去槓桿、去風險權重成為主基調。

不過，弱日圓在筆者看來依舊是日本的國策。日本的內需並不熱烈，工資漲了，但是跟不上生活成本的上漲，所以民眾消費熱情並不高。沒有日圓匯率因素，出口企業的盈利能力便大打折扣，股市升勢也難維持。當這輪套利盤清倉告一段落，日圓升勢就難以維持。植田和男上周宣布加息時候，肯定沒有意識到玩了這麼一大把火。

◀日本加息恰好遇上美國就業數據奇差，經年累積的沽空日圓盤令市場本輪調整帶有爆炸性風險。



美減息條件已齊備

金融熱評 張濤
中國建設銀行
金融市場部分析師

從7月美聯儲議息會議與聯儲主席鮑威爾記者會釋放的信息來看，筆者之前關於「降息周期提前至9月份」的判斷還算靠譜，進而強化了美聯儲「政策側重轉向「通脹與失業曲線」的雙斜率」的分析框架。

首先，美國經濟已轉入鮑威爾熟悉的場景。目前，通脹預期、失業率和非農職位空缺率等數據已基本回落至2019年的年初水平。而鮑威爾是於2018年1月接任美聯儲主席的，當時美國時處次貸危機後的首個加息周期（2015年12月至2018年12月），之後在2019年8月，鮑威爾開啟了任內的首個降息周期，在當時加息結束到開始降息的八個月間，鮑威爾的政策態度經歷過180°的轉變一由鷹變鴿，轉變的原因來自華爾街的壓力一美股劇烈調整。

當前，除了就業、通脹的情況與2019年降息前接近之外，美股已出現了調整，美股的科技七巨頭股價自7月中旬以來均開始下調，市值累計蒸發超過2萬億美元。因此，對於鮑威爾而言，作為美聯儲主席的他，對於當前經濟、金融市場的變化，並不陌生。

其次，美國經濟衰退的風險未完全解除。紐約聯儲依據美債收益率曲線的形態，對美國經濟衰退風險一直保持着

預測，最新的預測是，未來十二個月美國經濟衰退的概率為55.83%，仍然高於40%的閾值，而過去三個月的衰退預測概率還是上升的。

衰退幅度不容小覷

我們觀察美國經驗數據，美債曲線倒掛的時長越久，之後經濟衰退的程度就越深。自2022年11月至今，10年期美債與3個月期美債收益率已持續倒掛了二十一個月，是過去70年來最久的一次。因此，如果這次美聯儲未能實現「軟著陸」，那接下來的衰退程度可能不會低於次貸危機後的衰退幅度。

再次，「軟著陸」目標可能需要美聯儲實施預防性降息。雖然鮑威爾和美聯儲一直強調政策路徑要「依賴數據」，但鑒於這次美國就業市場呈現出罕見的韌性，美聯儲仍然有機會實現經濟「軟著陸」，加之在本輪通脹初期的談判，嚴重削弱了美聯儲的聲譽，鮑威爾與美聯儲均需要一次成功的調控來重塑權威和挽回顏面。

但在過去的七十多年間，美聯儲只有一次真正實現了「軟著陸」，多數情況為經濟衰退基本伴隨在降息周期開啟的前後。那麼，圍繞「軟著陸」目標，美聯儲就需要考慮「預防式降息操作」，而預防的含義既可以是指時間維度，例如，9月開啟降息周期，不讓市場預期落空，也可以是降息幅度的靈活，例如，將單次降息幅度擴大到50基點、75基點。目前看，一切皆有可能！