

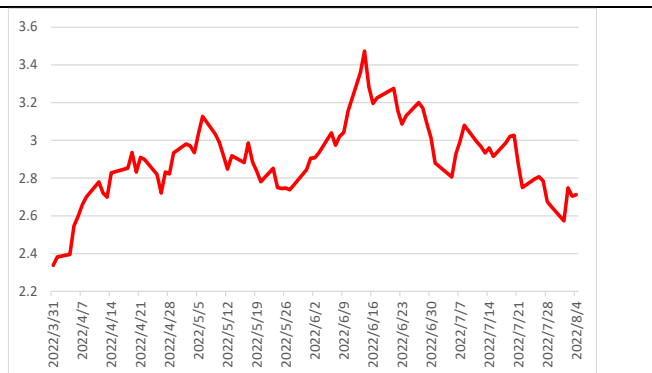
拜登权力下降才是关键，佩洛西不是。

——海外宏观每月观察（2022 年 8 月）

佩洛西窜访中国台湾地区成为这几天市场焦点，股票市场也出现大幅波动。但笔者想强调的是，近期最关键的宏观和地缘政治“自变量”是拜登权力的下降，随着美国中期选举的逐步临近，大家预期民主党将失去国会控制权，拜登影响力明显下降，提前成为“跛脚鸭总统”。佩洛西窜台也只能算是“因变量”，拜登缺乏足够的魄力和影响力来干预佩洛西台湾之行，不过也符合拜登上任以来就不敢做出争议性的决策的风格。此外，包括澳洲愿意以人民币结算出口铁矿石给我国，印尼和菲律宾在参加美国特别峰会后，依然与我国进行更进一步的沟通合作，中东不愿意因为拜登上任而明显增产原油也和拜登以及民主党权力下降有关。

相对弱势政府或者美联储，难以坚持短期具争议性但长期有利的政策，更容易向市场妥协，市场已经预期美元利率明年会下降来对冲经济下滑压力。从通胀超预期美联储加速加息，到交易衰退情绪上升，美债利率最近几个月出现了大幅波动（图 1），3 月底的 2.3%，一路飙升到 6 月中旬接近 3.5% 的水平，但近一个多月以来持续下降，最近回落到接近 2.5% 的水平。

图 1: 10 年期美债收益率冲高回落



数据来源：东方证券（香港），彭博

张楠 (SFC CE: BFE323)

+852 3519 1242
 nathan.zhang@dfzq.com.hk

一、拜登“跛脚鸭”时期的提前来临

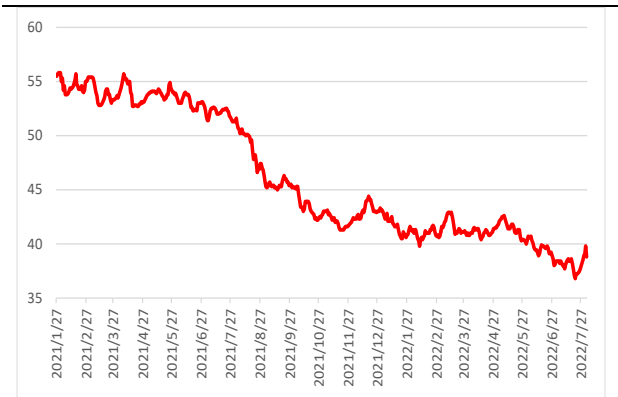
“跛脚鸭”总统一般特指新一任总统当选但尚未就职前，旧的总统虽然依然在位，但缺乏实际权力，难以再推行更多有效施政的阶段。我们在6月的海外宏观月报已经讨论过11月美国中期选举的前景，当时快速飙升的通胀已经导致拜登和民主党政府支持率明显下降（图2），民主党很可能会失去国会的控制权。

要分析拜登“跛脚鸭”时期将会有何变化，可以从回顾2020年底拜登上台后的一些变化开始思考。首先，最大变化是碳中和趋势的加速。特朗普政府在任期间对传统能源行业给予包括减税在内的多项支持，而拜登和民主党政府则强烈支持环保议题。包括中国在内的多国政府，均提出了更为激进的碳中和目标路线图，跨国大型企业也积极附和。

然而，现在我们已经看到越来越多激进的碳中和目标背景下的副作用。由于各国都在限制传统化石能源的使用，2020年还一度出现负油价，传统化石能源在缺乏新增投资的限制下增产困难，全球库存处于低位。因此当面对后疫情时代的突然增加的正常化出行需求，以及后来俄乌战争和西方制裁进一步冲击原油和能源供应，出现了能源价格的快速上行，甚至影响到正常生活。欧洲面对俄罗斯天然气断供的风险，可能随时因为能源问题提前陷入衰退。此前火热的ESG投资也受到“漂绿”的质疑，中国反而明显收益于新能源产业链，这点有违西方国家希望限制“中国制造”的想法，新能源产业链会否因此“减速”还需要观察，相关产业链大幅上涨的价格也增加了碳中和的成本。

民主党对意识形态更为看重，俄乌战争前，拜登政府在意识形态上与俄罗斯、中东和中国有着重要分歧，俄乌战争后更是积极的推动全面的西方制裁，部分过激手段甚至有违资本主义保护私有财产的原则。制裁的副作用也更为明显，一方面制裁后俄罗斯由于能源价格上升反而收入上升，另一方面制裁导致西方国家通胀问题更为严重，制裁也影响了一些正常的贸易行为，对正在进入经济下行周期的西方国家压力也更大。因此，这就不难解释在上文提到东南亚、澳洲国家“竟然”开始有跟中国更多的接洽，还有“民主”国家的印度也积极进口俄罗斯其

图2: 拜登就任总统以来支持率持续下降



数据来源：东方证券（香港），彭博

二、从“硬着落”到“轻度衰退”

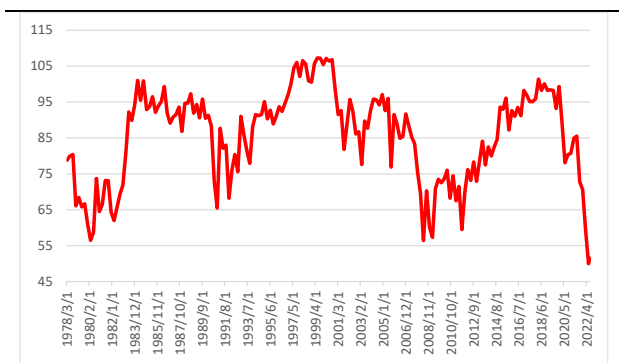
相对弱势政府或者美联储，难以坚持短期具争议性但长期有利的政策，更容易向市场妥协。美国 GDP 季度环比增长超预期的出现连续两个季度负增长（图 3），出现理论上的“技术性衰退”。市场相信美联储明年为了对抗经济衰退会采取降息等刺激措施。

美国是否已经处于衰退阶段还是一个争议性的命题。一方面，美国就业市场已经供不应求，招聘岗位多于失业人数，失业率处于地方，工资维持较高的增速。另一方面，由于大幅上涨的物价，已经导致消费者信心大幅下降（图 4），主要担忧实际购买力持续下降。疫情后持续上涨的房价，今年大幅上涨的房贷利率，美国人的购房能力大幅下降，房屋销售也有明显下降。但由于房屋库存还处于多年低位，房价依然坚挺。随着近期更多经济数据显示经济减速，市场现在相信很快进入衰退的观点相对占大多数。

本轮经济周期会出现“硬着落”还是“轻度衰退”，是另外一个争议点。我们在上月月报也提到 6 月下旬已经有投行提出“轻度衰退”的观点。4 月初，前纽约联储主席比尔·达德利（Bill Dudley）曾说过：“如果美股不跌，美联储要让它跌。”我们在 5 月月报也曾讨论这句话的含义，以及股市回调对于给经济和通胀“降温”的重要性。标普 500 自年初到 6 月中旬下跌超过 23%，已经超过非深度衰退的下跌幅度。（08 年属于深度衰退，但 80-90 年代的衰退幅度相对小很多）金融条件指数显示流动性水平已经明显收紧到疫情前的正常水平（图 4），部分投资者认为调整已经到位，股票市场在 6 月中旬以来出现明显的反弹。

鲍威尔在 7 月 FOMC 议息会议上提到 6 月开会时指引的到今年底 3.25-3.5% 的利率目标没变，经历了 4 次加息后利率已经达到 2.25-2.5% 的美联储中性利率水平，后续预计只剩 100 基点的加息空间。加息最快的一段可能过去了，但市场乐观情绪似乎觉得现在加息已经要结束了，10 年期美债利率 6 月中旬以来下降了近 100 个基点，接近 2.5% 的水平，但考虑到本轮加息周期还是要加到 3.5%-4% 的水平，现在的利率水平可能有点偏低了。

图 3: 密歇根大学消费者信心跌至 40 多年来的低位



数据来源：东方证券（香港），彭博

图 4: 美国金融条件指数已经回升到疫情前水平，近期还有所回落（宽松）



数据来源：东方证券（香港），彭博

三、货币政策的政治经济学

包括美联储在内的中央银行家都会使用专业的语言来解释其货币政策的合理性，还会不时引用一些高深的货币理论，但是，货币政策和利率目标真的是中央银行独立制定的吗？是一种可以客观计算的科学吗？

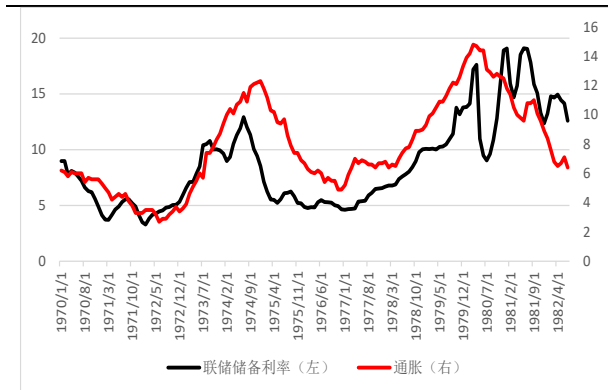
中央银行获得独立性其实只是不长的历史。1971 年布雷顿森林体系的崩溃，才有脱离金本位的信用货币，在此之前货币数量和黄金紧密相关，货币政策灵活性较低。二战后世界也普遍实行凯恩斯主义，央行更多是配合政策财政。70 年代美元和黄金脱钩，石油危机，民众体会到通胀的祸害，才逐步意识到央行要获得独立性，才能避开财政花钱的冲动，控制通胀。1979 年上任美联储的沃尔克，是实现央行独立性的代表人物。

索罗斯在《金融炼金术》中曾说道：“监管当局的措施是为了阻止上一次灾难，而不是下一次意外。”学术研究在解释过去的事件中总是头头是道，但真实世界中，中央银行在面对未知的未来做出决策时，必须考虑政治环境、群众舆论、政策路径依赖等因素，免得采取“过激”政策，造成严重负面后果后所需要承担的法律或政治后果。

70 年代末沃尔克大幅提高利率以“驯服”通胀为后人所津津乐道，但 70 年代初美联储面对第一次石油危机时就没能坚持高利率（图 5），面对经济下行压力，当通胀有所回调后美联储就很快减息。然后没几年就要面对第二次高通胀，有了上一次的“教训”，加上市场也意识到弱美元对经济稳定的冲击，才给予沃尔克上任时更好的社会共识背景来采取更强硬的措施，即使如此，当年沃尔克在通胀下行后继续坚持高利率的操作也非常有争议，经济出现明显下滑，失业增加。

沃尔克的继任者，格林斯潘主政美联储的“大缓和”时代，美联储形成了事后补救的模式（Fed Put），每次都能在“危机”后减息宽松成功刺激经济，货币政策形成了惯性。格林斯潘在任时也发表过提醒“非理性繁荣”风险的演讲，但显然他还是选择了“容易的路”，而不是“正确的路”。伯南克和米什金在美国房价下跌的早期（2006 年），也都低估了房价下跌对美国的影响，倾向更晚的采取加息行动。

图 5: 美联储 1970 年代大幅加息以控制通胀



数据来源：东方证券（香港），彭博

分析员核证

分析员，张楠，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

重要披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。东方证券(香港)有限公司或其集团公司可能持有相等于或高于本报告所评论之公司的市场资本值、已发行股本或已发行单位的1%的财务权益。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

东方证券(香港)有限公司可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方证券(香港)有限公司或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。

在过去12个月，东方证券(香港)有限公司及其公司集团与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

本研究报告仅为东方证券(香港)有限公司的客户的信息。