

本期内容

>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

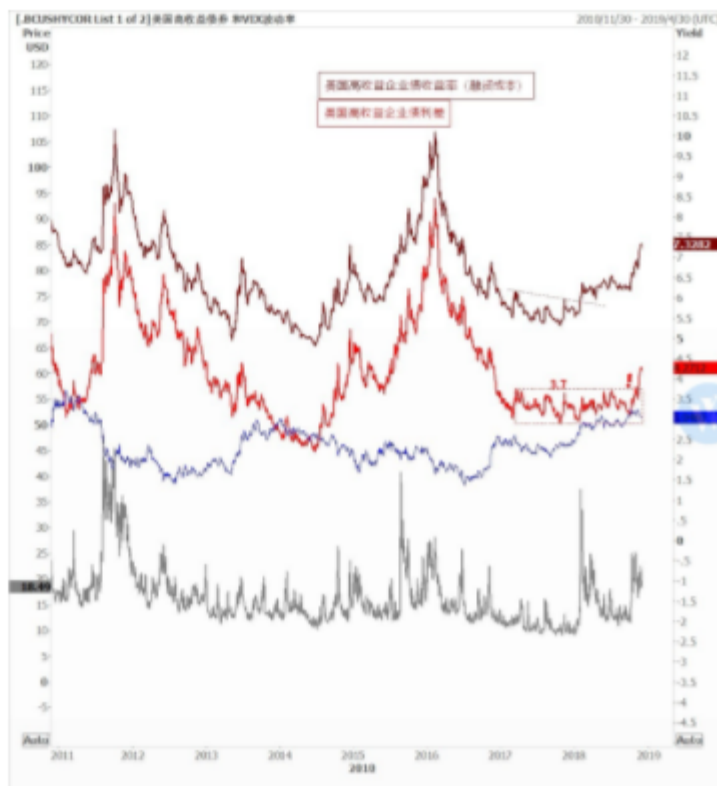
今天我们来聊一聊美联储，因为凌晨的时候鲍威尔的一个讲话，加上美联储公布的第一份关于金融稳定的报告，使市场遐想连篇。

关于美联储的政策，我们看了一下鲍威尔上台以来的整个讲话和行动，我认为本质上来讲没有发生任何的转变，所以关于是否是特朗普先生在影响美联储的政策，我想这里边可能带有不少“YY”的想法。美联储的相对独立性应该说是比较明显的，这也造成了过去半年多的时间里，特朗普先生和鲍威尔之间形成了比较大的分歧，直到最近再次表达出对鲍威尔的不满之后，鲍威尔的言论出现了一些变化，使市场大概有一些想法，就认为特朗普怼沙特怼原油都管用了，那么怼鲍威尔是不是也发生了变化？

如果说美联储的货币政策独立性发生变化了，这对体系的影响实际上是非常大的。就目前来看，包括鲍威尔在内，或者美联储在内，我觉得这是他们对于目前的数据做出的一个非常正常的反应。在今年三季度以后，我们在各大金融机构路演的时候，我就说一定要谨防美国的经济是否会在四季度或者明年一季度开始出现非常明显的放缓迹象，而这个放缓迹象最终会改变美联储货币政策的前瞻效应，从四季度到明年一季度是非常重要的观察的节点。这中间我们没有提到任何关于特朗普先生的问题，那也就是告诉你，我们觉得美联储

要对当下的经济数据作出比较明确的反应了。

关于美联储的政策，我想其实是非常明确的。美联储的目标一直是保持高度的一致性，这一点其实大家都是清晰的。整个货币政策是利弊的，也就是一正一反的，所以就如鲍威尔讲话一样，其实跟之前每一任美联储主席讲话都差不多，都是在讲平衡性的风险。货币政策的扩张和收缩都会带来过度的风险，过度的扩张会带来风险偏好的放大，过快的收紧会造成信用体系的收缩。



所以说在前几年关于美联储的路径中间，我已经画了这个图了。当我看到货币政策已经产生了前瞻性，产生了信用扩张、债务扩张，带来了消费、就业、薪资、总产出、总投资、总需求扩张，甚至带来核心通胀、潜在的通胀压力的时候，联储的货币政策就会发生变化，进入到常态化。

在进入到常态化的过程中，金融就会收紧，无论是加息还是缩表，收缩得过快，会导致信用市场、信贷市场风险偏好急速地收缩，收缩了以后一定会对对应的资产价格造成冲击和影响，进而对经济造成影响，因为会造成信用收缩，债务的压力会爆发出来。但是过慢地收紧又会使得总需求扩张和核心通胀的压力比较大。所以说美联储的政策原则上来讲就两个字：平衡。一切东西我都动态地进行平衡和调整。

美联储从2015年之后的整个思路是一直盯着右侧，这就是前瞻。需求扩张和核心通胀扩张的压力比较大，包括特朗普先生上来以后，关于减税和财政刺激都给联储做了一个前瞻性的预估。这个过程中对于金融的收紧和金融的抑制表现得不是特别明显，美国的证券市场、信贷市场、信用市场风险偏好、债券市场都表现得不错，但是也造成了一定的定价上的扭曲。

所以一旦美联储开始进入到收紧的时候，自然而然地会产生抑制。而对于中央银行、对于美联储来讲，它更多关注的是：风险究竟是什么？我觉得其实市场对于美联储政策解读过多的就是类似于爬字，我们去爬一个字，然后直接做出一个结论，然后进入到金融市场上

交易。我觉得这个其实并不是特别的准确。

在这份金融稳定报告中，美联储讲得非常细致，把相对应的系统性风险和它该说的话都讲到了。而且我觉得鲍威尔有一句话很有意思，他说你必须区分“市场波动”和“威胁金融稳定”。也就换句话说，我的平衡之策并不会像特朗普先生讲的，导致股票市场下跌，导致信用市场和信贷市场过度收紧，美联储的政策要为这个东西买单。所以说鲍威尔其实是还了一句，他指的就是金融体系的问题，他说你必须区分“市场波动”和“威胁金融稳定”，它们是有非常大的区别的。

目前来讲，美联储认为它的所有政策，包括货币政策的收紧，从几个维度来看都还没有任何可能性会威胁到金融体系的稳定，而造成市场波动很正常。之前他和美国财长也说了，证券市场会有市场波动，这个都属于很正常。但是对于联储来讲，我并不会特别care市场的波动，我更注重的是金融体系的收紧、金融体系的稳定的问题，就是金融体系性风险，稳定性风险，包括流动性风险。

我们看了一下他的讲话，他认为整体来讲对于金融体系的风险不大，肯定也点到了证券市场，当然他现在主要关注的是公司债，就是债券市场，尤其是关于一些高收益债的问题。因为这个东西其实也是信用过度扩张的时候导致的一些扭曲。

我们之前在《付鹏说》里已经聊到了关于高收益债的利差，我们可以关注到最近高收益债

的利差已经快速地拉到了4.27左右。美国高收益债的融资成本快速在扩大，而美债十年期只有3左右。所以这是造成市场不稳定的一个因素，就是关于公司债，还有包括商业地产。

关于其它的风险，比如说大家担心会类似于08年，这个当然没有人去押注，包括美联储也表态，目前金融体系、包括居民债务在内，都没有过度的泡沫。包括证券市场，证券市场是有分化的，里边的一部分目前是有压力的，主要是集中在过高债务的这一部分上。

所以说就跟VIX一样，没有人押注08年那种风险，就是说没有人去押注08年那样子，一下子干到一百流动性风险出来，对吧？大部分实际上现在也是基于他的讲话，基于企业债务风险产生了一定的估值压力，这可能是在美联储政策收紧的过程中会产生的负面效应的一部分。

关于外部风险，稳定报告中点的比较多了。关于欧洲的问题，意大利的问题，新兴市场的问题等等等等。

整体来看，我觉得鲍威尔的整个讲话在后半部分，就是金融稳定部分，完全是正常的逻辑套路，没有太大的区别。目前来讲，我觉得更多的并不是受到外界的态度影响，还是受经济数据的影响。进入到三季度以后，美国的经济数据实际上是在放缓的，通胀的压力是明显地在放弱的。全球经济增长带来的总需求在7月份已经是明确的放缓，油价也大幅度下跌，其实它本身也缓和了盈亏平衡的通胀率。

所以说你可以看到我这几年一直常用的是花旗的这一系列意外指数，对吧？

我们可以看一下，第一阶段中间，2012年到2014年，油价处在高位，美国的核心通胀预期一直偏低，这个实际上是跟经济有关系，这个时候美国经济的闲置性产能还非常高，经济并没有处在一个非常稳定的阶段。

随着欧债危机之后一直到后面新兴市场的拖累，一直到14年15年，稍微有点好转迹象的时候，通胀的预期刚刚开始回转的时候，油价开始崩盘了。油价的崩盘、全球经济的放缓、新兴市场的风险使得我们在16年以前又受到了一个明显的拖累。

这个过程中你可以看到，闲置性产能已经消耗完了。另外一个因素就是薪资就业开始大幅度好转，美联储的货币政策逆着正常的行为在行动。目前就业情况没有发生任何恶化，其实这是最好的一个情况，一旦未来影响到美国就业的话，那基本上可以把美联储的政策敲到板上钉钉。

16年以后，美国的经济是非常强劲的正向的反馈，经济大部分时间是超预期的，或者往超预期的方向在走。油价缓慢地复苏过来，2017年、18年虽然仍然低于市场预估，但是整个油价已经恢复过来了一些。通胀的预估开始恢复，就业这个时候是plus，所以如果你给个打分的话就是正号，往正号去。

现在问题在于，这儿是中性，关于经济情况，三季度基本上数据就围绕着零变动，就是美国目前经济情况没有超预期。油价的下跌开始，美国的通胀预期又回到了低于市场预期，这儿就开始往负值去了，往负值去、零、然后这边还是个正，所以说这个组合已经不如16年9月份到18年这个过程中那么强劲了。

这个过程中是：负、正，然后负，然后负、负、负，所以我们可以看到这个组合非常有意思。目前对于联储来讲肯定是跟前两年不一样了，美联储的预期值肯定是会下调的，这个是毫无疑问的。但是真正转变的话可能更倾向于经济数据。美联储说了，加息的预期可能还有一年，鲍威尔说还有一年才能体现出来，体现在什么上：经济、数据。后边几个月的数据很关键。如果经济数据开始恶化，经济的意外开始朝低于预期值去，那基本上就只剩下“就业”这一个值了。联储的政策，预期值会从前瞻往回调。

但是你记住一点，这个组合到底对不对？对黄金有没有利？上期节目里我已经讲过了，对吧？它不仅仅是一个前瞻往回调的问题，还有一个通胀预期值的问题。如果说它是通胀预期直往前行的情况下，美联储把货币政策放缓，比如说特朗普纯粹地干预，美联储在没有看到比较明确经济放缓的情况下做出了顺应的货币政策调整，那这就可能看到通胀预期值逐步地恢复过来往上的时候，美联储还往回走，这个对黄金是最有利的。

但显然现在没有这样的一个组合。所以目前来讲是经济放缓是否会拖累美国，通胀持续得

低于市场预期，美联储前瞻性的货币政策是否会放缓？应该是这样的一个组合，它顶多对于黄金来讲就是一个不再跌的过程，仅此而已。

后面会怎么样转化？我觉得可能跟鲍威尔一样，包括跟美联储一样，更多的数据将直接决定市场的情况。最后一句话收尾：市场的波动很正常，但是一定要区分市场波动和美联储的核心任务，美联储的核心任务是关于金融稳定，而不是关于市场波动。

谢谢大家。

—— END ——

[\(戳\) 不错哟！我要订阅《付鹏说》](#)





交易
傅鹏



《付鹏说》~见识社区~



付鹏的财经世界

“交易桌前看天下，付鹏说来评财经”~感谢大家订阅《付鹏说》语音，听我聊聊一些有意思的事情，发散思维评说财经，欢迎大家

在社区里多多交流。



华尔街见闻
wallstreetcn.com

02

相关文章



鲍威尔最新言论暗示暂停加息？
市场可能想多了

2018-11-29 20:01



联储发言“just below”是否代表了一切？

2018-11-29 21:26



小心，美联储口风突变

2018-11-19 21:52



万众瞩目！鲍威尔周三将发表上任后最重要的讲话

2018-11-28 07:02



加息提前结束？美联储主席鲍威



尔暗示利率接近中性

2018-11-29 01:10

1条评论



请发表您的评论



Marco_张旭萌

1小时前

付哥的观点一如既往的深刻透彻



联系我们

关注我们

加入我们

[广告投放](#)

[意见反馈](#)

[信息安全举报](#)

[微博@华尔街见闻](#)

[邮件订阅](#)

[RSS订阅](#)

[招聘专页](#)

[评论自律](#)



其他方式使用本网站的内容。

评论前请阅读网站“[跟帖评论自律管理承诺书](#)” 举报电话: 021-65963809

儿童色情信息举报亦可联系: contact@wallstreetcn.com

华尔街见闻不良信息举报电话: 18521730658

[违法和不良信息举报受理和处置管理办法](#)

[界面新闻](#) | [证券之星](#) | [全景财经](#) | [观察者网](#) | [经济网](#) | [猎聘网](#) | [华夏时报](#) | [陆家嘴金融网](#) | [英为财经Investing.com](#) | [黄金头条](#)

技术有限公司 wallstreetcn.com 沪ICP备13019121号 增值电信业务经营许可证沪B2-20180399