

论文 NO. 2018 年 2

发表时间：2018 年 2 月 9 日

美国金融市场调整的根源

郑联盛

摘要：2017 年年底以来，美国金融市场呈现较大的波动状态，近期股票市场出现了国际金融危机以来最为激烈的调整。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

2017年年底以来，美国金融市场呈现较大的波动状态，近期股票市场出现了国际金融危机以来最为激烈的调整。

第一个阶段是债券市场。2017年第四季度美国债券市场开始进行调整，美国国债收益率持续上升，国债市场价格相应出现大幅下跌，10年期国债收益率在2018年1月上旬突破2.5%。但是，这个阶段美国股票市场表现非常好，呈现的是债熊股牛的状态。

第二个阶段是外汇市场。从时点比较看，美国金融市场调整最早实际上是在外汇市场，2017年年初美元创出本轮反弹新高之后，美元指数就开始呈现波动性下跌的状态。但是，2017年第三季度到第四季度美元指数呈现相对稳定、小幅提升的走势。2017年12月美国国会通过特朗普税改方案之后，美元指数开始逆势大幅下跌并在2018年1月17日盘中击穿90关口，并呈现继续调整态势。

第三个阶段是股票市场。美国总统特朗普将2018年1月美国三大股票指数创出历史新高作为其执政的重要成绩之一。但是，2018年1月底美国股市开始出现调整，2月6日出现大幅下跌，道琼斯指数更是在当日出现该指数历史上最大的盘中下跌点数（1600点），这也是2011年8月以来最大的下跌幅度（4.6%）；同时，美国10年期国债收益率达到了2.885%，为2014年4月以来的新高；美元指数虽小幅上升但仍然低于90。

可见，美国金融市场此轮呈现短期三个市场先后调整的情况，但是，整体上是一个外汇市场、债券市场和股票市场相互叠加、相互反馈的状态，这是国际金融危机以来美国金融市场首次出现这种“共振”风险。

美国股票市场下跌的根源

首先，美国股票市场具有内在调整的需要。2009年3月以来，在长达近9年的时间内美国股票市场处于长期牛市，标普500指数从最低666.79点上升至本次调整前的历史最高点2872.87点，涨幅约为431%，美国股票市场是全球金融市场当中表现最好的一个股票市场。不过，随着市场的上行，美国股票市场估值水涨船高，本轮调整前美国股票市场整体估值超过33倍，对于发达股票市场而言，这是一个相对较高的估值水平，也是美国股票市场近期估值的高点。美国股票市场下跌中，金融、能源和制造业等领跌，主要也是其此前涨幅过大、估值偏高所致。为此，美国股票市场具有估值调整的内在动因。

其次，美国货币政策走势是美国股票市场调整的政策因素。美国现在宏观经济政策框架呈现的是宽财政、紧货币的特征，但是，以减税为支撑的财政宽松能否带来更高的经济增长和就业，目前存在较大的不确定性，市场认为美国税改带来的经济增长效应可能是相对有限的。但是，未来美联储加息和缩表的进程是比较确定的。2018年，由于全球经济相对向好，大宗商品价格进一步上涨，通胀压力有所抬升，美联储加息的步伐可能进一步加快，而且，市场预期美联储加息的节奏可能在2018年加快，预计鲍威尔接替耶伦成为新任美联储主席之后的第一次议息会议就可能进行加息操作。美国股指长期持续上涨，依赖于国际金融危机之后非常规货币政策提供的流动性支持，但是，美国股市短期大幅下跌，本质上反映了非常规货币政策的脆弱性。

再次，美国公共债务的不确定性及其国债收益率变化进一步导致股票估值体系的调整。美国债券、外汇和股票市场的调整基本是在特

朗普税改方案通过之后发生的，市场人士对于减税的经济增长效应持质疑态度，而减税对于公共债务扩大的冲击则是明确的。美国国会预算办公室认为，税改实施十年间可能相应导致美国国家债务提高 1.455 万亿美元。税改对于美国联邦财政的中长期收支平衡影响是负面的，同时，税改后联邦政府赤字将迅速上升。公共债务问题日益显性化可能使得美国国债收益率面临中长期的上升压力。因为美国国债收益率是全球的无风险利率，其变化既影响美国自身融资难易程度和成本，也会影响全球利率和包括股票市场在内的各类金融市场。同时，美联储加息节奏相对加快可能使得美国国债收益率具有进一步上升的压力，或者保持在相对高位区间（比如短期 2.8%~3%）进行调整，而国债收益率抬升意味着无风险资产估值中枢的下移以及风险溢价的提升，对于股票市场等风险资产及其估值而言是负面的。

最后，美国股票市场缺乏持续上升的基本面基础。美国股市在过去九年持续上扬，得益于国际金融危机期间及之后一段时间美国金融部门、企业部门和家庭部门有效去杠杆，美国经济复苏相对较好，公司部门在 2012 年底的现金流状态就基本达到了危机之前的水平。目前，美国经济增长速度被认为已经达到其潜在增长水平，就业市场也处于基本充分就业的状况。即使美国政府实施了税改，对于经济增长的拉动作用可能也是有限的；同时，在处于潜在增长水平的状态下进一步扩张财政政策，可能导致经济往过热方向发展，潜在的通胀压力更显著，可能导致美联储更大力度的紧缩。为此，美国经济要实现更快的增长速度、更高的就业水平是面临实质性约束的。这是美国股票市场调整的基本面基础。

美国金融市场走势的判断

第一，美国国债市场将呈继续调整的趋势，利率仍有上行压力。从国债的供给和需求关系上看，在供给方面，联邦政府债务增加，将直接增加债券市场的国债供给量，推动国债收益率上行；在需求方面，美国税改会吸引部分短期和长期资本流入，吸收部分国债新增规模，但是规模可能是有限的。同时，美联储可能加快加息进程并深化缩表计划，也会推动国债收益率在未来一段时间内逐步上升。短期内，美国 10 年期国债收益率波动上限可能在 2.8%~3%，中期内美国 10 年期国债收益率突破 3% 概率较大。

如果税改后国债收益率上升过快，美联储可能会相机抉择减少加息次数，美联储独立性及其对加息、缩表的把控一定程度上有利于缓释减税导致的公共债务上升对主权信用及国债收益率的不利冲击。值得注意的是，税改对美国的影响将是 2018 年美联储货币政策决策的重要考虑，由于宽财政与紧货币的内在政策基础存在差异，美联储加息的节奏不会过多受到税改影响。美联储在 2020 年以后的中长期目标利率是 2.75%，目前联邦基金目标利率为 1.5%，这样来看 2018~2020 年每年可能加息 2~3 次，2018 年可能加息次数要相对更多。

第二，美元指数短期处在权衡纠结状态，中长期走势仍未明朗。美元近期走势与其经济基本面呈现较大的背离状态，预计这种状况还将持续一段时间。逻辑上，在美国税改和美联储缩表、加息共同作用下，美元具有一定的基本面支撑。税改对企业投资、家庭消费和经济增长的促进作用将整体有利于美元的基本面，同时美国国债收益率和

利率提升有利于增加外汇市场上对美元的需求，美元走稳或一定程度走强具有可能性。但是，美元是否会走强，取决于市场对美元背后的主权信用及公共债务的判断，同时需要看欧元、日元、英镑等其他货币及相应经济体基本面的表现。目前，外汇市场可能更多反映了美元利空的信息。

税改导致财政赤字扩大和公共债务提升对于美元的冲击有可能大大弱化基本面基础，甚至使得美元反而成为一种相对弱勢的货币。美元本位制下，美国公共债务提升，意味着美国主权信用弱化，对于美元可能是一个较为显著的负冲击。特朗普税改方案通过之后，外汇市场并没有显示对于美元及其相关公共债务、主权信用的信心，美元指数反而出现超过 3% 的下跌并击穿 90 关口。美元的市场表现与美国主流经济学家对特朗普税改的观点基本一致：税改将显著恶化美国财政赤字和公共债务水平，这对于美国长期发展反而是一种约束。

公共债务政治化将使得美国信用及美元面临更复杂的变数。2018 年 1 月 20 日美国参议院投票因不达五分之三多数未能通过联邦政府拨款的临时预算法案，美国政府非必要部门自 21 日起暂时关闭。特朗普未来的预算方案特别是债务上限问题可能会面临较为激烈的冲突，即立法层面对行政层面的不信任可能使得未来联邦政府债务问题更加突出。减税对公共债务的冲击可能进一步使得美国陷入一个信用弱化的螺旋，并对美元带来新的冲击。

第三，股票市场的调整将继续，房地产市场风险值得警惕。美国政府税改引发的可能是资产价格的一波疯狂上行，但是，总需求上升和资本流入将推高美国通货膨胀和资产价格，需要关注资产价格泡沫

及未来的回调风险。由于美国股市和房地产价格已经处于高位，税改刺激下的资产价格进一步上涨可能引发泡沫风险，在更远的未来可能存在资产价格回调风险。

从中长期的角度，需要关注美联储加息、缩表以及减税过程中国债收益率上行对资产定价机制的内在影响。美国国债是全球无风险资产的核心表现形式之一，其收益率亦是全球无风险收益率的核心指标，同时也是其他风险资产定价的基准。如果美联储加息、缩表以及减税显著提高了美国利率水平，那么美国风险资产及全球风险资产的估值可能会重构，资产价格可能具有较大的下跌压力，尤其是房地产和股票资产。从这个逻辑看，美国股票市场的调整可能还将持续较长的时间。

美国房地产市场价格已经超过金融危机之前的水平，其风险目前还没有受到足够的重视。2017年11月美国标普/凯斯—希勒全国住房指数上涨至195.94，比美国次贷危机之前的最高点184.62（2006年7月）高出了6%。近期，美国大城市房价开始加速上涨，2017年11月美国标普/凯斯—希勒20大城市房价指数同比上涨6.41%至204.6，美国次贷危机前此指数最高值为206.7。值得注意的是，S&P/Experian二手房抵押信用违约指数从2017年9月份的0.53%（大约是2013~2017年的平均水平）快速上升至2017年12月的1.22%。随着美国政策的调整、风险溢价的提升，房地产市场的风险及其外溢冲击值得警惕。