

## 高管套现、美债倒挂，这些衰退信号特朗普能扛住吗？



吴靖 香港中文大学决策科学与企业经济学系助理教授

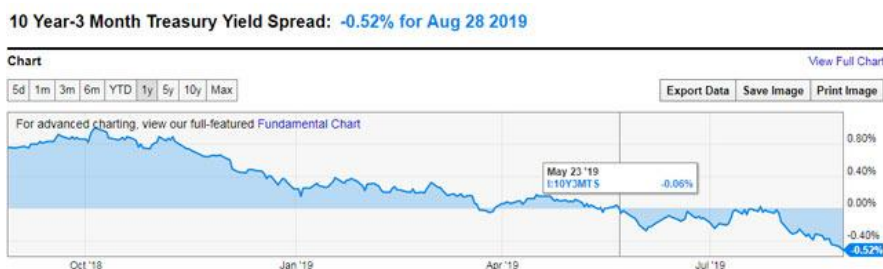
2019-09-02 07:12:40 来源：观察者网

[https://www.guancha.cn/wujing2/2019\\_09\\_02\\_516089\\_s.shtml](https://www.guancha.cn/wujing2/2019_09_02_516089_s.shtml)

【受访者/ 观察者网专栏作者、香港中文大学决策科学与企业经济学系助理教授、香港深圳联合金融研究中心研究员 吴靖】

观察者网：8月27日，30年期美债收益率继续下跌，已经跌至标普500指数的股息收益率下方，上一次发生这种情况，还是2009年3月全球经济陷入深度衰退的时候。您认为美债收益率持续下跌的主要原因是什么？

吴靖：美债低于股息和此前美债收益率曲线自身的“倒挂”原因是接近的，都是因为短期美债收益率的下跌，一般投资者关注的3月和10年期美债收益率曲线从今年5月开始就是倒挂的。背后的主要原因还是投资者认为近期风险很高，经济可能进入衰退。



图片来源：ycharts

除开客观存在的经济风险，另一方面和资金寻找出路也有关，最近全球主要经济体的数据大多也不好看，尤其德国数据非常薄弱，大量资金需要找到安全的蓄水池，于是进入了美债。因此，美国收益率曲线传递的信息已经不仅仅是美国经济的状况，同样包括了投资者对全球经济的担心。

总的来说，这不代表危机和衰退马上会到来，但绝对意味着经济正在放缓。

观察者网：另据CNN报道，连续5个月，美国上市公司高管出售本公司股票超过100亿美元，仅低于2007年金融危机之前。高管出售公司股票，是否可以视为一种套利的惯常操作，还是确实体现出他们不看好本公司的发展？

吴靖：上市公司通常会向高管提供股票薪酬，高管可以根据自己的意愿出售这些股票。因此，高管出售股票可能是因为套利。高管出售股票潮从2018年就开始，当下很多人担心目前美国历史上最长的牛市难以持续。相对地，投资者经常将高管买卖股票视为内幕人士信心的信号。最近很多高管的加速退出确实表明对未来挑战的担忧，尤其是中美贸易战可能会引发的全球经济衰退。

高管出售股票的另外一个原因是为了降低和分散风险，比如知道公司接下来可能会发生负面消息，这就是为什么有内幕消息的高管出售股票时需要提前递交申请给监管机构，向市场公

开，因为没有人比高管更了解公司前景。学术方面，有严谨研究说明高管等内幕交易者出售股票，在大样本下平均而言，接下来公司股票就会表现不佳。

各国的证券交易监管机构都允许上市公司内部人员在规定的时段内出售预定数量的股票。因为信息披露机制并不要求高管披露出售股票的原因，市场容易对高管出售本公司股票作负面解读。

最近高管出售股票有两个很有名例子。第一个例子是脸书：在脸书出现数据泄露和虚假新闻的时候，扎克伯格等高层管理人员都出售了大量股票；同样地，在脸书二季度不佳业绩公布之前，扎克伯格也出售了大量股票。

不过，高管出售股票也有可能是为了融资再投资，比如第二个例子：亚马逊的贝佐斯最近卖了 28 亿美元股票，虽然亚马逊未对此做评价，但贝佐斯早在 2017 年就说会通过出售亚马逊股价的方式，来开启他的太空计划“Blue Origin”。

当然，如果当脸书的扎克伯格、亚马逊的贝佐斯、苹果的库克并不是目前仅有的几个出售股票的高管，这表明市场是时候要小心了。

**观察者网：上述衰退信号是否真的预示着经济危机的来临？是否反映出一种普遍的情绪？这种情绪与贸易战、美债受益率倒挂、美股长期处于高位等似乎都有关系，能否具体盘点一下市场近期对这些问题的看法与反应？**

**吴靖：**最近美联储对于加息的口风已经放松了，市场对经济的期望也在下降中。基本面方面，企业负债较高，增长乏力，回购股票减缓。美股虽然出现了 5% 的回撤，但市场的波动性并不高，交易量也很薄弱。从美国的宏观数据来看，经济基本面其实尚可。

最近市场关注的收益率曲线作为领先指标，它确实意味着在未来 12 个月内出现衰退的可能性更大。我觉得需要继续等待看看市场发展，如果收益率曲线一直倒挂或者倒挂程度更深，那确实是一个不小的问题。

之前的每一次危机之前都伴随着收益率曲线倒挂（我记得出现过七次），所以两者确实是有相关关系的。但从学术严谨的角度讲，尚且没有足够严谨可信的研究证明两者之间存在必然的因果关系。

**观察者网：目前普遍认为，特朗普的连任前景已经与美国股市和经济绑定在一起。在您看来，特朗普有多大的机会，将股市与经济至少稳定到选举之后？他主要会采取哪些措施？**

**吴靖：**下一次美国总统大选是 2020 年 11 月，一般大选前一年美股市场表现都不错，当然这一次大环境不一样，很难预计。

客观原因就是我们的确处于这一轮全球经济周期的最后阶段，只是危机和衰退究竟什么时候来很难准确预测时间。就收益曲线倒挂来说，2001 年的经济衰退发生前，收益率曲线倒挂了九个月；而 2008 年经济衰退发生前，收益率曲线整整倒挂了两年。这次已经倒挂几个月了，确实存在近期发生衰退的可能性，倒挂时间越久可能性应该越高。显然，如果“复制”了 2001 年的倒挂情况，特朗普的连任就非常危险；如果“复制”2008 年，继续倒挂一年半才衰退，他就有可能安然连任。

如何拯救股市和经济？特朗普手里的牌其实并不多，他可能会继续出台减税措施，这是他最擅长的。他可能会继续要求美联储降息，当然美联储决策和白宫相对独立。美联储有自己的利率正常化目标，美国目前仍然处在加息周期中。

至于贸易战，显然对股市和经济都具有破坏性，随着美国感恩节和圣诞节接近，特朗普可能会被迫考虑降低贸易战的强度，比如取消部分关税。因为为关税买单可能会抵消减税带来的影响，关税最终的买单者是美国的消费者。

从历史上看，美国成功连任的总统在第二次参选前都没有遭遇到经济衰退，所以特朗普很明白，如果在连任选举前经济出现大问题的话，结果意味着什么。特朗普需要坚持在接下来的15个月内经济衰退不会到来，这个目标和贸易战几乎是不可兼得的。当然特朗普也可能不按正常招数出牌，他将继续注入不确定性和紧张局势，转移国内矛盾，即便这样意味着更加动荡不安的世界。

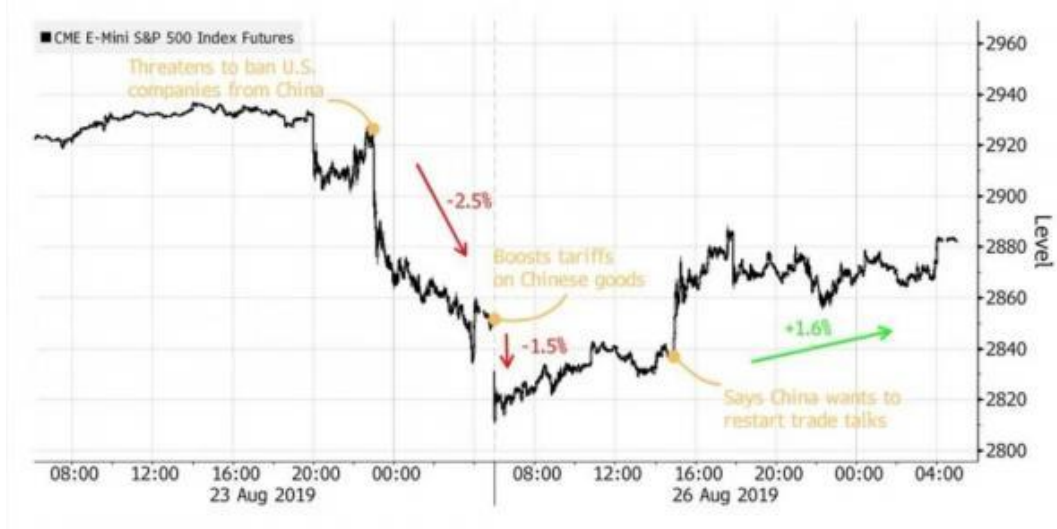
**观察者网：**也有人怀疑，特朗普可能利用推特在贸易战中反复制造波澜，操纵股市，通过“白手套”从中牟利，您认为这种可能性大吗？反复波动是否反而有助于释放压力，避免美股崩盘？

**吴靖：**很有意思的问题，我个人当然是不相信的。特朗普很擅长用推特操纵舆论，他的推文基本可以认为是美国总统的正式声明，所以主要目的还是政治上的。

关于操纵股市，我理解这个提法不是空穴来风，按特朗普的推特做波段交易的说法也已经差不多存在两年了。甚至有“宽容”（观察者网注：靠数学模型分析金融市场的物理学家和数学家）把自己根据特朗普推特自动下单的代码程序分享在了GitHub（对于了解Python编程的读者，我建议大家看看<https://github.com/maxbbraun/trump2cash>），非常有意思。

我们以特朗普最近的推文为例，说明波段交易吧。比如引用下面彭博社最近的图，特朗普23号发布威胁中国产品的不确定性的论调，美股立刻走低，当他26号发布中国想重启贸易谈判的言论后，美股又反弹。这说明市场整体是有效的，交易员对负面消息和不确定性做出了反应。正因为波动都是针对新的信息作出的反应，所以也就不存在所谓释放已有压力。

当然，很多算法交易都需要波动性，这确实为很多量化交易公司创造了盈利机会，这种人为制造的波动性对市场带来混乱，伤害大多数普通的投资者。



关于“白手套”，美国总统要是真想谋取经济利益，太容易闷声发大财，干净利落。为了政治目的，每一届美国总统肯定都希望股市向上走，因为美国每一位投资者（大多数民众）都希望市场上涨。但市场的力量很大，影响的因素太多。

**观察者网：最近特朗普拿出国家紧急法，要求美企从中国撤回美国，前几天还明着催通用。能否谈谈美国的政企关系？**

**吴靖：**8月24日，在中国宣布对美国实施报复性关税后的几小时，特朗普在推特上说可以寻求1977年签署的国际紧急经济权力法案，以跟进他要求美国公司撤出中国的要求。根据这项法律的内容，特朗普需要先宣布国家进入紧急状态，这样美国法律赋予特朗普广泛的权力，可以阻止个别公司甚至整个经济部门的活动。

但是如果美国国会反对，可以投票终结这项宣布，毕竟之前这个法案仅在针对国际恐怖主义、毒品走私、非法武器扩散等严重问题时被启用过。同时，滥用这条法例会破坏财产所有权，可能面临美国公司基于美国宪法和法律的反击挑战。但特朗普确实有更加“实际”的做法，比如削减联邦政府的采购协议来惩罚他不喜欢的公司，或者疯狂加关税直至美国公司从中国生产的利润全部被关税侵蚀。

特朗普的推特出来数小时后，美国消费者技术协会(Consumer Technology Association, 代表了科技行业的2200多家公司)就发表声明指出，这无助于与中国达成协议，同时会威胁已经处于衰退边缘的全球经济，扰乱美国依赖中国生产的从服装到智能手机的一切产品。

美国商界领袖也联合警告称，迫使企业离开中国将损害美国工业的竞争力，并造成严重的经济损失。美国公司在中国有着广泛的利益，除开中国市场具有吸引力以外，既有的投资金额也十分庞大。统计数据显示，1990年至2017年间，美国公司在中国的投资总额为2560亿美元，而同期中国公司在美国的投资额仅为1400亿美元。

客观来说，虽然最近中国制造面临各种挑战，但中国在诸多制造业基础、劳动力素质、制造成本等方面仍然有优势。特朗普本人长期以来一直利用外国制造业，特别是在中国，生产自己品牌的商品。最近网上比较火的有一个视频，是特朗普的2020总统竞选横幅等宣传品在中国工厂生产。同时我有朋友最近入住特朗普旗下酒店，他说酒店里贴牌“特朗普”的生活用品比如咖啡杯也都是中国生产的。