



陶冬：美股市极端起落 欧央行全情扩张



文/陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）

极度动荡的一周，不过美股笑到了最后，联手欧股同创历史新高。上周风险市场在暴跌中起步，德尔塔变种触发资金对经济两次探底的担忧，资金去杠杆，涌入债市，美国十年期国债利率划破心理关口 1.2%，一度直逼 1.15%，股市产生巨大恐慌，资金争相 risk off，VIX 暴涨，全球股市遭遇黑色星期一。未久，市场意识到经济情况并不是那么差，债市稳定后回落，资金再入股市抄底。美国的增长类数据表现理想，联储官员也表现淡定，欧洲央行更展现出将 QE 进行到底的气势。美股全线反弹，星期五再创新高。中国政府加强对数据安全和教辅产业监管，在美上市的中概股遭受重创，教育板块更受极刑，MSCI 金龙指数上周五暴跌 8%以上。OPEC+ 就恢复产能达成共识，油价先跌后回升。上周美元指数继续攀高，黄金价格回调。东京奥运会开幕。



上周市场很动荡，资金担心变种病毒、美国消费信心意外下降，担心美国经济两次探底，十年期国债利率一度急跌到了 1.2% 以下。目前，美国宏观基本因素包括两个维度，经济复苏和通货膨胀。笔者觉得美国的消费复苏势头很不错，数据上可能有波动，但是只要工资收入增长在，消费不会差。通货膨胀就可能比想象的更严重一些更持久一些。通胀中有因为供应链错位而产生的暂时现象，但是工资涨得太快，一定会在各行各业带来连锁反应，这部分不是过渡性的，而且会自我催生新的物价上涨。

经济和通胀是摆在那里的，接下来要看联储和市场如何解读它。笔者相信联储骨子里就是鸽派，不想过快收水，更不想加息。这和美国巨额的财政赤字有关，加息多一点所产生的支付压力随时可能导致财政坍塌；另外也和鲍威尔明年寻求连任有关，一位特朗普提名的高官要得到拜登的信

任，一定要为现政府的财政刺激保驾护航。所以联储会多讲少动，高高举起、轻轻拍下，不过如果通货膨胀上得太快多少，联储还是需要作一些反应，但是不会过激，更不会主动出击。

最难把握的是市场反应。几个月前资金担心通胀超预期，国债利率大升，现在市场担心经济复苏不如预期，债市动荡。在笔者眼里，美国的复苏势头和通胀势头大体上是明瞭的，联储的总体态度也是清楚的，市场却对个别数据或事件作出反应，有时是过度反应。上星期一就是这种情况，未来也还会有。我们需要问，1) 数据有没有颠覆自己对美国复苏或通胀的看法？2) 联储会不会改变政策路径图？如果这两件事情不发生，在笔者眼中市场的反应基本上是噪音。

上周欧洲央行以简单直接的方式，表达了将 QE 进行到底的决心。随着美国联储讨论缩减购债规模、欧洲经济出现转机，市场有猜测欧洲央行也可能着手考虑退出 QE，并反映在德国债券价格上。这次超鸽派表态是欧洲央行行长拉加德的胜利，德国、比利时和荷兰等国官员会上和会后表达了不同意见，但是在政策会议上大家达成了一致意见。尽管欧盟也推出了一些紧急救援计划，但受限于制度的限制，欧洲的经济刺激措施规模上远远小于美国，再加上爆出第二轮疫情，欧洲的经济复苏不仅慢过美国，不确定性也更大。另一方面，尽管通货膨胀也在升温，欧洲的 CPI 仍在政策目标范围之内。所以拉加德这个时候还维持全身心的 QE 态势，是有她的道理的。

笔者相信今年下半年欧洲股市的机会可能大过美国。其实欧洲经济已经在大幅反弹了，本周公布的第二季度 GDP 增长，预计德国超过 9%，法国 19%，意大利 16%。虽然欧洲的疫情有反复，病毒变异也带来不确定性，但是欧洲的重病率已经大幅下降，不太可能再有新一轮严厉的社交距离限制。如果这个判断是正确的话，第二季度在美国出现的消费反弹应该在下半年在欧洲也出现。当然，补偿式消费反弹会很强烈，之后的收入增长将决定何时消费恢复到疫情前水平。无论在中国还是在美国，都显示第二阶段的消费复苏不那么容易。欧洲的收入增长来得会更慢。

东京奥运会在低调中揭幕，这是战后以来最不受人关注的一届奥运会。疫情下延误了的奥运会严重不足宣传不足。很多地方刚刚开放社交距离，消费者正忙着吃喝玩乐，没时间关注奥运。奥运到来，电视机销售、Wi-Fi 订阅都会旺畅、电影院生意则受到冲击。在过去四届奥运会期间，大多数股市指数都是升的。过去四届奥运会期间，美股在每次都是上升的，香港四次中升了三次。A 股的关联度小一点，两次升两次跌。

本周的聚焦点是联储公开市场委员会七月会议，需要关注的是语境变

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32804

