



陶冬：联储沟通不足|市场暴跌有余



文/陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）



美股大跌，NASDAQ 跌到了 2020 年 3 月股灾以来的最低点，新年以来连续三个星期暴跌，这是近五十年来的第一次。美国三大指数 S&P500、NASDAQ 和 Russell2000，全部跌破 200 天平均线。美股持续下挫带动了全球股市的跌势，富时全球指数也降到了 2020 年 10 月以来的低位。造成这个局面有三大原因，第一，美股在过去三年翻了一倍，市场警惕心渐强。第二，部分大公司盈利不理想，周五的暴跌甚至是由一家企业的盈利预警触发的。整个市场的盈利情况实际上有好有坏，但是这是疫情后第一次盈利不如预期的企业多过超预期的。第三，最重要的还是联储在政策回摆上速度加快，与市场沟通不足，造成市场恐慌，VIX 一星期上涨 34%。美股 put 期权的合约成交数量激增，反映市场的焦虑和对冲意愿。

美国债券市场上星期初段也曾大跌，对联储政策一样感到恐惧，两年期国债利率一度升破 1.06%，但是之后辗转回落。十年期国债利率一度升

破 1.87%，之后也同样回落，股市资金涌向债市避险，在联储开会之前，资金去杠杆观望气氛浓厚。美债被抛售还牵连了欧债走势，德国两年期国债一度转为正利率，这是三年以来第一次，不过没有站稳就回落了。乌克兰边境局势紧张，美俄外长会谈没有成果，布伦特原油期货一度涨到每桶 97.4 美元，不过整个星期下来油价没有太大涨跌，在各资产大类中已经是了不起的了。在风险意识骤升的时候，避险资产走势分化，黄金期货价格略涨，比特币大跌。美元指数在上周变化不大。

联储政策的激烈转身和所体现的不确定性，是今年以来最大的市场毒药。六个月前，市场预计联储在今年加息两次，现在超过八成的交易员认为今年会加息四次，每次 25 点。联邦基金期货隐含利率目前为 1.08%，也就是说有一部分人认为今年会加息超过 100 点，有人甚至提出三月份可能直接加息 50 点。另一方面，市场对联储什么时候停止加息，也大致出现共识了，三年期掉期和四年期掉期利率接近一致，那么这意味着市场认为联储在 2023 与 2024 年之间，大概加息两百点之后停止利率操作。

联储在去年多数时间误判了美国通货膨胀形势，所以货币政策落后于形势。等到它最后不得不向现实低头的时候，通货膨胀已经升到四十年新高了。物价已经取代疫情和就业，成为选民最关心的话题。美国今年 11 月有中期选举，拜登政府和执政的民主党都面临巨大的压力，而鲍威尔联储的独立性不强，所以联储政策需要为政治服务。美国货币政策的转身，的确急了一点，和市场沟通不足。

鲍威尔与市场沟通不足是有前科的。在上一轮 QE(2013 年~2019 年)期间伯南克和耶伦与市场的沟通比较顺畅，鲍威尔 2018 年上任后，连加四次息，并开始了缩表，结果美股 2018 年底崩盘了，回购利率 repo 在 2019 年也飙升。

联储公开市场委员会在 1 月 25-26 日召开例行会议，这次会议十分重要，就是因为市场对联储的真实想法和政策举动把握不住，资金迫切需要联储给出更清晰的指引，这样才能量化风险。鲍威尔有没有能力与市场作出充分沟通，既照顾到对抗通胀的政策要求，又安抚到市场情绪，这是一大考验。鲍威尔是战后联储历史上第一位非经济学家却坐上了货币政策的头号交椅，现在到考验他驾驭全局的能力和把控语言的能力了。

笔者预计公开市场委员会在这次会议上变得更加鹰派。估计 taper 计划不变，还是三月份结束。联储会挑明，加息可能已经不远了。关键看点有两个，第一个是关于缩表的提法，我估计今年下半年启动缩表。第二个是鲍威尔的记者会，他需要既将政策调整加快的现状讲清楚，又需要安抚脆弱的市场心。这个挺考验对言辞的把控的，而这个并非鲍威尔所长（尽管过去他是做律师的）。

中国的央行上周也做出了重大举措。中国人民银行副行长刘国强在 1 月 18 日的新闻发布会上指出，“‘稳’本身就是最大的‘进’，政策的要求就是发力”。他更提出，“要充足发力，...避免信贷塌方；要精准发力，...金融部门要主动出击；要靠前发力，...一年之计在于春。”随即 MLF 和逆

回购两大政策利率和 LPR 市场利率被调低，中国进入了降息周期。

人民银行这次在推进货币政策宽松时候所表现出来的积极性、迫切性是很罕见的，上次央行用这种语境讲话，是在 2008 年全球金融风暴之后。这样做的目的就是要清晰无误地表达了货币政策转向的态度。刘国强在“更加主动有为”之上又加了“更加积极进取”，相信反映着政策决策者对经济形势的判断，代表着最高层决策者改变经济颓势的决心。

中国经济在 2021 年全年增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，这是不错的数字。连第四季度经济同比增长 4.0%，虽然是去年四个季度中最低，笔者认为也是可以接受的。反映拉闸限电对经济的拖累得到化解，工业生产逐步恢复正常。疫情整体可控。

但是细节里面就隐藏着隐忧，尤其在内需领域。消费持续转弱，12 月份社会零售同比增长降至 1.7%，环比更萎缩了。尽管地方政府专项债发行增速，基础设施建设却未发力。2021 年房地产开发投资增长回落到 4.4%，12 月份更录得同比增长-14%。房地产项目开工、销售和居民按揭贷款一片惨淡。

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_36510

