



陶冬：油价飙升冲击着全球经济，接下来轮到联储发力



文/陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）



风险资产极度动荡的一周，被油价震撼到的一周。乌克兰战局胶着，俄乌谈判无功而返，美国宣布制裁俄罗斯石油，并冻结俄罗斯的部分资产，俄罗斯也还之以颜色，启动冻结美国资产的程序。在极度动荡的地缘政治环境下，布伦特石油价格上周一度蹿升到每桶 132 美元，恐慌指数 VIX 冲上 37，美股录得今年一月以来的最大跌幅，港股跌得更比全球金融危机时候还惨。另一方面，美联储加息在即，大量资金流出债市，美国十年期国债利率在上周从 1.8% 拾阶而上，直至重上 2%。两年期国债也录得类似的图形，收 1.75%。在过去三个月，十年期国债对两年期利差大幅收窄，折射着市场对经济前景趋向审慎，而预期联储持续加息。

欧洲的恐慌情绪稍缓，股市回升。欧洲央行加大了 taper 的力度，欧元汇率从极低水平爬出，但是 DXY 在经历过中段疲软后重新在 99 楼上企稳。布伦特原油价格在周一暴涨至 132 美元后，在大起大落中回落，收 113。欧洲天然气 TTF 也经历了类似的过山车历程。以铜为首的大宗商品价格在上周也经历了类似的行情。一家中国公司在镍市场遭到逼空，镍价暴涨，之后被 LME 暂停交易。上周一在恐慌中金价一度触及 2076 美元/盎司，但之后下滑，收报 1992。

上周一美国宣布制裁俄罗斯能源产品，布伦特原油瞬间拉升了近十美元。布伦特原油今年以来涨了 30 美元，升近 38%。石油市场本来就处在紧平衡状态，俄罗斯入侵乌克兰给石油供应带来了很大的不确定性，美国突然单方面制裁俄罗斯原油，引发了市场的恐慌。

其实俄罗斯石油只占美国石油进口的 3%，同时它有替代选择，可以增加本国石油产量，也将页岩气产能重新投回。单方面制裁本身对美国能源供应，并不是一件巨大的事情，但是对石油乃至汽油价格却有很大的影响。与美国不同，欧洲对俄罗斯原油的依赖度很高，2019 年时候占欧洲石油总进口的 27%，在市场份额上，俄罗斯是唯一一国双位数的市占率。对于欧洲，俄罗斯石油在短期是无法替代的，制裁俄罗斯石油，实际上是制裁自己，杀敌 1000，自伤 1000，搞不好让自己的经济陷入滞涨深渊。欧洲在这个问题上的态度十分审慎，德国能源部长更直言不会参与。美国在制裁上先制造出一个既定事实，不过制裁效果取决于欧洲是否参与进来。

OPEC 的取态也很关键。据报白宫要求与沙特阿拉伯元首通话，试图游说增加石油产量，但是国王和王子都拒绝接听电话。近年从也门不断有针对沙特的无人机袭击，但是美国不愿意将那些武装组织定性为恐怖主义者，对此沙特深感不爽。沙特是 OPEC 中唯一有能力较大地增加产量的，其他国家如尼日利亚、安哥拉连现在的产量都实现不了。

俄罗斯是全球最大的石油输出国，第二大原油输出国。笔者看不出在短期内有足够的替代能源来填补俄罗斯石油的窟窿，美国也许可以靠本国供应大致平衡需求，但是欧洲不行，世界其它工业国家也不行，油价更不行。强行将俄罗斯石油供应人为地排除在外，对于全球经济可能是一场灾难，并最终冲击到美国经济。

在本周召开的 FOMC 会议上，预计联储会正式启动新一轮加息周期。相信联储这次在处理加息上，以试探性的 25 点起步，但是很快会加码。在 11 月中期选举之前，尤其在汽油价格非常昂贵的时候，联储需要作出姿态，所以在未来几个月内可能有一次超级加息，直接加 50 点。但是美国经济复苏根基本来就不牢靠，通胀推高了生活成本和营商成本，经济势头预计会放缓，联储的加息势头和缩表势头估计也随之慢下来。笔者预测今年加息六码，明年加四码，2024 年停止加息。今年夏季开始缓慢缩表，不过只是将债券收入不再重新购买资产，所以影响比较轻微。

其实市场不是很害怕加息。上世纪五十年代至今，在美国总共出现过十二个加息周期，除了 1972-74 年周期之外，其它十一个周期美股都录得

正回报，包括六次双位数的正回报。市场怕的是与央行沟通不足，出现大的政策意外。以目前的通胀形势和 2018 年鲍威尔处理加息的前科看，这个风险的确存在，而且不小。不过全球资金都在流向美元区，一则避险，二则寻求较高的资金回报。如果流动性维持较强，美股可能不断有大动荡，但是仍以上升为主基调。

从全球资产价格角度看，七十年代之后的八个加息周期中，美股六次是升的，日股六次是升的，港股五次是升的，A 股只经历了三个周期，其中两次是升的。如果看商品的话，黄金多数时候是跌的，但是原油、食品、铜、铝等商品大多数时间都是升的。这个趋势很明显，尤其在加息周期的早段。

欧洲央行在上周的例会上审慎行事。乌克兰危机给欧洲经济前景带来了巨大的不确定性，另一方面通货膨胀已经很高，还可能面临进一步的失控，所以 ECB 需要同时兼顾两面。从 ECB 的预测看起，欧洲央行将今年的 GDP 预测下调 0.5 个百分点，到 3.7%，把 CPI 预测上调 1.9 个百分点到 5.1%。看得出货币当局对今年的经济感觉依然良好，打算尽快处理通胀问

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_39477

