



陶冬：收益曲线趋平缓 美英竞相收银根



文/陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）



上周，两条主线主导了风险资产市场：央行政策和公司业绩。加拿大央行取消了所有资产购买计划，在 G7 国家中率先揭开了退出 QE 的帷幕。澳大利亚央行也停止了对国债利率的干预，市场认作是 RBA 调整政策的前兆。国债市场普遍预期美国联储和英国央行即将行动，短期债券受到抛售，短债利率上扬，各国的收益曲线普遍出现平缓化趋势。同一时间，尽管个别科技企业业绩不理想，多数美企的成绩还是超标的，美股再创新高，并引领全球股市在十月份走出今年最漂亮的月度成绩。在连升数周之后，市场担心需求不稳，石油和天然气期货价格回调，多数工业金属价格也见下降。尽管美国 GDP 数据令人失望，核心 PCE 却爆出三十年新高，美元指

数强力走高，黄金大跌。

本周的联储公开市场委员会会议，是今年最重要的货币政策会议，其重要性不在于宣布 taper，即减少购债额度，而在于除此之外联储会不会暗示有更多的紧缩措施在路上。笔者的判断是，联储一定宣布减少购债计划，不过其它方面就温和处理。公开市场委员会的前瞻性指引不变，在加息问题上尽量不刺激市场，坚持认为通货膨胀是过渡性的。联储现在其实挺尴尬的，一方面通货膨胀的确升得很猛，工资大涨、房价大涨，另一方面，经济增长大幅下降，不如预期。如果联储走鸽派之路，它的立场和市场的判断之间就有错位了。

虽然联储还没有正式启动削减购债额度，更没有承诺加息，债市已经动起来了。对政策利率敏感的两年期、三年期国债遭到抛售，两年期国债利率最新收报 0.48%。要知道 8 月 1 日时候两年期的利率只有 0.14%。最近两个月的通胀数据显示，美国的通货膨胀源头在扩散和转移，能源、食品和租金成为拉动通胀的主要动力。债市因此认为联储不得不提早加息，明年九月前铁定加息，甚至有人预言三月就会有第一次加息。这就将短期债券利率强拉上去了，两年期和三十年期利率之间的差距明显缩短。有趣的是长端利率并没有大的涨幅，而短期利率就大幅上涨，横跨不同年期的收益率曲线变平缓。

收益率曲线平缓化，是典型的债市讯号，资金预期货币当局加息，同时预期经济走势转弱。几乎每个周期都会有这种典型时刻，但是我们现在

所处的时代却不是典型的。联储大放水在历史上是不常见的，能源危机是不常见的，供应链断裂是不常见的，新冠疫情也是不常见的。

形势突变给站在直升机上撒钱的鲍威尔一个猝不及防。联储并没有准备好加息，但是通胀形势之下，也许美国的货币政策决策者在明年需要作出更大的动作，也许 taper 和加息两个需要一起做。如果真是这样，未来几个月市场会变得更动荡，联储正在经历一场硬考验。

本周英格兰银行也召开政策会议，行长贝利已经放出风来，说需要对通货膨胀“做点儿什么”，相信英格兰银行在这次会议上会启动加息，预计加息 15 基点，开创几大央行的加息先风。英格兰银行有独立思考的传统，政策上也敢干，有创意。2019 年疫情触发全球资本市场暴跌后，就是英国率先推出购债计划的，很快被其他央行所仿效。

英国提早加息，一定会对美国联储和欧洲央行构成心理压力，因为英国承认了通货膨胀不完全是暂时性的，物价压力需要利率来舒缓。英格兰银行的作法，也有不少人以为不然，经济学人杂志就认为如果加息那将是一个错误的决定，可能把经济拉入困境。不过如果通胀被证实是结构性的，

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_28527

