



陶冬：联储准备大幅加息 中国谋划边际宽松



文/陶冬（瑞信董事总经理、亚太区私人银行高级顾问）



在鲍威尔上任以来展现最大的鹰姿之前夜，在美国通货膨胀爆出四十年新高之当天，S&P500 陡升 1%，录得今年一月以来的最强单周表现，并创下新高。对利率政策最敏感的美国两年期国债，也曾因为联储收缩预期而承受沽压，但是资金咬咬唇说“我不怕”，一周下来两年期利率居然是跌的。十年期国债利率略升，说明市场对美国经济前景保持乐观。的确十一月份美国信用卡使用量比 2020 年同期增加了 20%，2019 年增加了 27%，这个圣诞销情不太冷。承接了债市气氛，美元指数在上周回落，收 96.05。全体民主党参议员和部分共和党参议员联手在星期四推进了表决程序，美国有望推高债务上限。

上周另一件大事是中国中央经济工作会议召开，认为经济面对“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，市场认为宏观经济政策的主基调，已经转为边际宽松。沪深指数上周升 3%。市场对奥密克戎病毒的忧虑

有所舒缓，布伦特原油价格上周升 7%，黄金价格则窄幅上落。在上周其他消息，中国人民银行下调人民币存款准备金率 50 点，随后调高外币存款准备金率。中国十一月 CPI 升 2.3%，同期人民币贷款和社会总融资金额均低于预期。德国新执政联盟成立，奥拉夫-朔尔茨就任总理。

美国联储公开市场委员会本周举行 2021 年最后一次例会，在货币当局放弃通胀暂时论之后，市场普遍认为鲍威尔会加快货币政策正常化的步伐。根据金融时报的最新调查，47%的经济学家认为联储比较可能在明年三月前结束买债计划，9%的经济学家认为非常可能，不可能和比较不可能的合起来占 21%。三月前结束，意味着联储削减购债额度在未来几个月要起码达到 300-350 亿美元，这比十一月宣布的 150 亿最少翻一倍。

联储提高减码额度，对市场情绪和对实体经济的影响未必很大。减少新购入资产数量，意味着联储的资产负债表扩张得慢了，印钱速度慢了，但还在印。加息和收缩资产负债表就对经济和市场的冲击会更大。这次会议的看点在于联储如何修改通胀预期，如何引导市场的加息预期，而不是买债减码多少。

美国通胀已经是四十年新高了，核心通胀也是三十年新高，都是这一代人所未见过的。在汽油、食品和租金三重夹攻的情况下，在工资不断上涨推高服务业价格的情况下，通胀其实易升难降，在可预见的未来回到 2-3% 通胀水平，其实难度很大。鲍威尔的联储会受到巨大的政治压力，而明年的 FOMC 的成员中鹰派人物更多。

笔者估计 FOMC 会在明年三月结束购债计划，不过尤其看重本次更新的公开市场委员会的利率点阵图。FOMC 的点阵图可能预示，2022 年下半年加息两次，2023 年加息四次，每次 25 点；在新出现的 2024 年，决策者可能预期再加息四次。联储到时候愿不愿意、能不能够加息那么多，现在还是未知数，但是如果它在加息上真的作出如此大的摆动，市场情绪还是可能受到冲击的。

明年几个大的经济体中，估计只有美国，可能还有英国加息，那么预计美元汇率进一步升值，资金继续流向美元区。通胀前景和美元汇率是明年初资金全球重新配置时候必须要考虑的首要因素，政策风险是另一个必须考虑的因素。

刚刚结束的中央经济工作会议，对经济下行风险作出了“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力的诊断，在政策的方向上提出“坚定不移做好自己事情”。今年经济工作会议的一个基调就是稳字当头，稳中求进，一个会议公告里“稳”字出现了 24 次，实属罕见的。这和 12 月 6 日政治局会议提出“着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间”遥相呼应。

宏观经济政策的主基调，在笔者看来已经从 2021 年的轻微收缩，转为 2022 年的边际宽松；同时维持政策的连续性、稳定性和可持续性，依然不寻求“负债驱动式繁荣”。这次会议公告中最重要的提法之一是“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”，跨周期意味着着眼长期发展，

不为 GDP 而制造 GDP。逆周期的提法消失了一段时间后重出江湖，意味着 2021 年偏紧的宏观政策告一段落，政策会变得更积极。

财政政策的关键词在“精准”和“可持续性”。公共开支精准地投向基础设施建设、新基建和战略性新兴产业。可持续指的是财政投放要量力而为，不为短期效果而牺牲经济的长期稳定性、可持续性。随着地方专项债的顺利发行，中央和地方两个层面的刺激措施已经逐步展开，“适度超前”地推进预算中的项目，但是这不是 2009 年的四万亿。刺激措施相对温和，资金投向讲究精准和效率。

货币政策的关键词是“灵活适度”和“合理充裕”，灵活性指政策立场，在经济下行压力增加，海内外存在诸多不确定性的时候，货币政策要有弹性，随机应变，但又不过度刺激。合理充裕指的是流动性。今年货币环境不是太紧，不过信用环境有较大的收缩，银行长期贷款不畅，信托、P2P 等影子银行业务更受到重创，这触发了部分地产商和中小企业的流动性紧缺，债务违约增多。相信 2022 年的信用环境有边际宽松，重点在引导资金流向小微企业、科技创新和绿色发展，但是最缺钱的地产商和中小

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_31142

