



扬纓：市场与美联储博弈 第二回合



文/意见领袖专栏作家 扬纓

“布拉德保持非理性的时间将比你保持偿付能力的时间更长?!”

这是一句网上的戏言，其实道出了市场的担忧：无论对未来美联储会议已经定价了多少次加息，多少个百分点加息，都可能不够鹰派（布拉德是圣路易斯联储主席，并且是美联储议息委员会的主要成员。他上周曾发言，表示美联储在7月前应该加息100个百分点）。

以周五2月11日收盘举例来说，三月的议息会议，市场已定价93.8%的概率加息50-75百分点，6.3%的概率加息25-50百分点；而一个月前的1月12日，市场定价79%概率加息25-50百分点，3%概率加息50-75百分点。

在短短的一个月里，为什么市场态度发生了180度改变，甚至还在忧虑不够鹰?！其主要原因：1) 通胀相关的经济指数（特别是周四公布的1月消费者价格指数）超出预期，2) 多位全球央行官员发出偏鹰言论。

笔者认为后者是更为主要的原因。在过去的几十年中，各位央妈的最受宠爱的“亲儿子”，一直是资本市场；但自从去年十一月以来，这个“亲儿子”突然失宠了，取而代之的通胀则成为了“得宠的长子”。



从通胀的波动率来看，1月已经开始下降；花旗银行美国通胀意外指数早在2021年7月已经掉头向下，说明通胀即将见顶。不过通胀各个成分出现普涨现象，说明即使通胀见顶，但是大幅下跌并不可能。值得一提的是，花旗银行欧洲通胀意外指数仍上涨强劲，高通胀足以对欧洲中产阶级的生活方式造成威胁，而欧洲人大部分不投资股票，因此未来欧洲央行很可能会比美联储要鹰派得多。

笔者认为，市场正在跟美联储博弈谁更鹰派，而这个博弈最后会不会演变成---谁更非理性呢？拭目以待！在这个博弈的过程中，美联储是会选择告诉市场：“你错了，你已经过度鹰派”呢，还是选择顺水推舟，“既然你已经定价了，那我就成全你”？

目前最令投资者挠头的是，在经济环境高度不确定性下，即使猜对了

美联储的下一步，也很难预测市场对美联储的反应机制会是正面的，还是负面的。比如，美联储三月如果加息 25 个百分点，而不是 50 或 75 个，市场是会欢呼

雀跃，爆涨回到新高呢？还是，认为美联储的过于鸽派会失去控制通胀的最好时机，从此使其货币政策的权威性大打折扣。。反过来，市场对美联储加息 50 或 75 个百分点的反应是，松了长长一口气，一只靴子总算落地了，避险情绪下降呢还是“天啊，还是加息 50 个百分点了，接下来呢？”的半瓶子空而不是半瓶子满的市场叙事？

笔者在过去的几周里尝试着回答“猜一猜美联储将要卖的看跌期权 (Fed put) 究竟行权价在哪里？”这个问题，从标普回撤幅度、高收益率债券利差的角度挖掘历史。上周提到“目前 2 年-10 年利差在 60 个百分点，从历史数据来看，这个 60 个百分点，将是除了 1999 年以外，美联储开始加息，利率曲线最平坦的一次。”

以往的加息周期，加息起始时，2 年-10 年利差平均为 105 个百分点，在随后的一年内，平均下降 70 个百分点。今年从年初至今，已经从 85 百分点降至上周五的 42 个百分点，而在过去的 11 个月里，总共下降了 100+ 百分点，有趣的是美联储至今还没有正式开始加息！美联储高度关注利率曲线的平缓度，并认为利率曲线的倒挂对未来经济衰退的预测是高度精确的，因此，美联储加息的力度和次数也会随着利率曲线的变化而变化。

按照这个周期 2 年-10 年利差下降的飞速，美国经济周期的时间也有

可能缩短，类似 2020 年 3 月疫情造成的经济迅速衰退，然后几周内又迅速回到增长；2022 年经济增长迅速进入衰退，然后又迅速反弹，完成迷你周期的可能性大大上升了。因此，美联储最好的策略应该是“震慑策略”（笔者同意 Bill Ackman 的看法，但可能是出于不同的原因）---一次加息 50-75 个百分点，同时宣布之后的议息会议暂停加息，静观经济的变化并且留给市场时间来消化这个大幅加息。这样的做法，强于每次会议之前的等待都让市场在不确定性中“打摆子”。市场更希望快刀斩乱麻，而不是钝刀子割肉。

上周四周五推特上疯传 2 月 14 日美联储开紧急会议，事实上这个会是美联储每两周讨论联储贴现率（discount rate）的常规会议，并非紧急会议。尽管是个谣言，从某个侧面反应了市场的恐慌情绪，但是会议本身还是值得关注的。原因是联储贴现率是各个金融机构直接向美联储贷款的利率，是“最后的救命稻草”的利率，因此一般很少有机构用得上，但是联储贴现率被视为美联储基金利率（Fed fund rate）的上限，如果会议决定大幅提高上限，那么也是在向市场提前传递加息的信息。

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_37387

