



洪灏：俄乌战争将如何影响中国市场



文/意见领袖专栏作家 洪灏



真正的悲剧是两强相遇。

随着俄乌开战硝烟四起，中国社交媒体舆论场两歧遂分，鼓噪而起。外网各方未经证实渠道来源的新闻真假难辨，无疑为这场舆论乱象火上浇油。关于对俄制裁的实施方式和适用范围，众说纷纭，莫衷一是。周末，专家们心中的股市宛如上演了一出跌宕起伏的过山车行情，想必令一众看客惊心动魄而又疲惫不堪。

网络舆论的纷杂喧嚣表明，交易员们可能受到上周四晚间美股市场史诗级盘中逆转的蛊惑，已匆匆重返股市。周五的交易量再度飙升，远超万

亿元规模。随着周末战事前线局势变数再现，未来几周中国市场将何去何从？

下周，万众瞩目的“两会”将如期举行。届时，会议很可能将 2022 年的经济增长目标设定于略高于 5% 的水平，我们应该密切关注重大项目的规划、基建投资的最新进展以及至关重要的房地产政策动向。

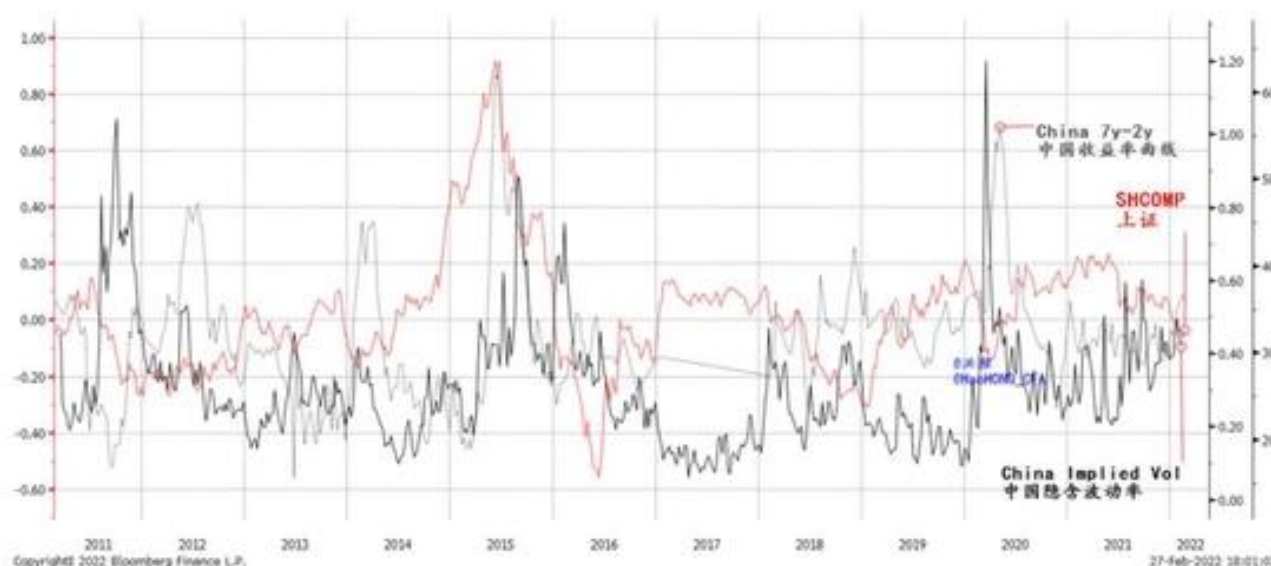
迄今，早期迹象显示，释放的信号都偏积极：专项债和地方政府债券发行已然提速；已公布重大投资项目的 11 个省份，项目总投资金额增幅超过 20%；“消费”和“数字经济”是频频见诸省级计划书的热门词汇。尽管基建方面的重大项目计划似乎呼之欲出，但这些项目所消耗的大宗商品原材料的早期统计数据显示许多项目几乎尚未落地启动，可能是因新冠疫情故态复萌，“动态清零”防疫政策趋严所致。

到如今，政策宽松的倾向早已反映在市场价格。否则，我们应如何解释中国市场的隐含波动率虽然高企，但尚未达至与前几轮危机时等量齐观的水平呢（图表 1）？事实上，现在中国市场的隐含波动率远低于 2011 年欧债危机、2015 年 A 股“股灾”和 2020 年新冠疫情爆发时期的水平。因此，随着外部不确定性在未来数周的交易中仍有一触即发之险，股市仍将遭遇阻力，阴霾难散。其实，至上周五为止，在海外市场史诗级剧震之际，充足的流动性帮助了在岸市场处变不惊，稳泛风波。譬如，中国央行在上周四和周五通过公开市场操作投放了 5,000 亿元资金。

不少人认为外围市场的不确定性很可能会促使中国央行大举放宽货币

政策。但人民币不断走强，已然接近 2015 年 8 月汇率改革前的水平，这表明央行正因循着自己的步调不疾不徐，“以我为主”，为突发事件留出政策余地。并且如若央行稍后果真大幅放松，那么此举应当被视作一项使中国经济免受外部不确定性拖累的保险政策。如是，这样的宽松政策将是示警的红灯，更多的是为了缓冲经济和市场下行的压力，而不是为了刺激推升股市。

图表 1：中国市场的隐含波动率上升，但远未达到以往危机时期的水平。市场压力犹存。



资料来源：彭博，交银国际

周四晚美股市场的史诗级的盘中逆转表明，当下的美国市场深信俄乌交战只是一个转瞬即逝、一次性的利空冲击。假如果真如此，为何美国市场同时又会基于市场波动性的飙升，预期美联储鹰派立场将鸽化，一如不

断下降的、隐含在美国国债的加息概率所暗示那样？毕竟，对于这场结局未见分晓的战争，为数不多的笃定结论之一，是油价很可能会一路高歌猛进。作为对冲因供应链断裂所引致的通胀，大宗商品的走势很可能亦是如此。当前的通胀水平显然与美联储保持物价稳定的政策目标相去甚远，而就业强劲依然势头不减。

在我们最近的报告中，我们一再警告全球经济面临的重大风险之一，是美联储在美国经济周期开始迅速放缓之际收紧货币政策（图表 2）。美国经济周期正日渐趋缓，ISM 指数和铜周期的回落皆是明证。而与此同时，中国经济周期仍深陷低谷。每隔三到四年，这两大主要经济体之间的周期就会相互交错。在这样的关键时刻，它们往往在国际舞台上共同锻造出历史性节点。

重大历史事件往往围绕着这些关键节点纷拥而至，轮番上演。这些历史性事件的出现绝非巧合。否则，我们将不得不解释为何这些历史性事件往往集中于中美经济周期并行放缓、矛盾相向的时期。类似的情况为我们所见还要追溯到 2018 年，彼时，我们一反共识、力排众议，为市场预警

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_38554

