



扬纓：联储靴落有戏，拜登甩锅无望



文/意见领袖专栏作家 扬缨



自从俄乌战争开始，“黑天鹅”再也不算是稀有物种了。“北溪二号”被叫停、西方制裁俄罗斯等等，应该算是可以预料的事件。相比之下，俄罗斯银行被逐出 SWIFT 系统、各个商业巨头主动与俄罗斯切割算是小号“黑天鹅”。而更大的“黑天鹅”：德国 30 年（确切地说，是 70 年）一成不变的外交政策的重大变更，德国将其国防开支从一贯的低于 GDP 的 1.5% 增加至接近 2.5%（柏林墙倒塌前的水平），美国和北约年复一年的“威逼利诱”想达成的，普京只用了一个星期！

正因为如此频繁的突发事件以及难以预测随之而来的反应函数，使得

原本连续性很好的全球资本市场从一贯的连续曲线图，变成直上直下的脉冲图，而更有甚者的是伦敦镍直上之后就索性躺平。所有这一切很好地解释了为什么市场的波动率居高不下，各国股市一个比一个弱。

回到美国市场，笔者在上周的文章中写道：“标普平均加权指数的前瞻市盈率是 17 倍，其长期的中位数是 16.6 倍；标普指数的风险溢价是 6.2%，标普平均加权指数的风险溢价是 6.85%；而 2020 年 3 月时，标普的风险溢价是 7%。所以，根据历史数据，很多股票的估值已经趋于合理。”另外，固定收益产品波动率 MOVE 指数从今年年初的 84 一度飙升至 131（2020 年 3 月此值是 138），由此，股债两市应该大概率将美联储的鹰派（加息及缩表）记价在内了。

同时，标普指数 3 月 18 日四巫日到期的期权的 DELTA 占总 DELTA 的 30% 之高（其中看空期权占多数），情形与 2018 年 12 月、2020 年 3 月非常类似，笔者认为美联储本周三的会议是第一支靴子落地，而四巫日的大量看空期权到期是第二支靴子落地，股票市场应该会迎来盼望已久的反弹。

众所周知，美联储的利率政策对短端利率的调控，通过利率曲线影响到长端利率；同时通过量化宽松来增加市场的流动性。事实上，美联储除了影响名义利率的绝对数值，美联储的利率政策还有以下三方面的影响：

实际利率的水平及水平变化率；

房贷产品的利差 (mortgage spread to swap)

3) 利率波动率。就名义利率的绝对数值而言, 市场已经做了无数次推演, 因此美联储在这方面的超预期可能性不大。而剩下的三者, 则很大程度上对美联储的资产负债表更为敏感。笔者会密切关注会议对缩表释放的信号。

与此同时, 利率曲线日益趋平, 3月11日收盘, 2年期和10年期利差是25个基点, 值得指出的是, 1年远期 (1 year forward) 2年期和10年期利差已经倒挂, 所以, 如果利率曲线预测准确的话, 美联储按照市场的预期进行加息, 那么2023年美国经济将进入衰退。

笔者认为, 美联储在进入今年夏天时加息应暂停一下, 一方面是让利率曲线不会短期内倒挂, 而且经济有足够的时间来消化加息并有足够的数据以便决定下一步, 另一方面, 夏天中期选举热火朝天, 子弹横飞之时, 美联储能不添乱绝不添乱。

上周四的通胀数据尽管不算太超预期, 但是并不足以给市场带来安心, 因为通胀并未到顶。原因如下:

首先, 俄乌战争对能源、食品等价格上的影响还没有在这次的数据里显现出来; 其次, 通胀指数的20个部分的相关性一直在增加, 因此从局部价格上升影响到各个部分都在上升。目前通胀成分相关性已经接近1973年的OPEC石油禁运时期, 并不是个好兆头。布兰特原油在本周曾飙升至

每桶 130 美元,一旦达到并持续在 135 美元上下,需求就会受到负面影响,从而降低经济增长。

上周五公布的密执安大学消费者信心指数大幅下降,是自 2011 年 8 月以来新底。在俄乌战争的大背景下,消费者信心指数下跌也是情理之中。不过,有趣的是,密执安大学消费者信心指数是比较精确的选举结果领先指标,拜登试图利用“普京涨价”(意指俄乌战争造成油价上涨)的叙事来甩锅,不过如果按照消费者信心指数预测,十一月的中期选举民主党大概率会丢掉参议院和众议院。

笔者在上周的文章中表示油股被低估,“目前油气行业的估值与 \$65-\$70 的原油价格相当,因此,从基本面来看,油企的股价仍有上升空间。”市场对能源行业的估值首先是对石油的预测。在足够长的时间来看,石油的价格具有一定的均值回归的特性,当油价在峰值时,市场给油股相对低的市盈率;油价在低谷时,市场给油股相对高的市盈率。即使如此,历史数据表明,油股目前仍然被低估近 40%。自从 2018 年,基于气候变化的思潮,油气行业不理想的收益率,以及政策上的不友好,资本撤出传

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_39466

