

# 明星分析师 Zoltan Pozsar: 若俄罗斯将石油与黄金挂钩 金价将翻倍

金十数据·美联储的猫



## 佐尔坦·波萨 (Zoltan Pozsar) 瑞信短期利率策略主管



生于匈牙利，现年 43 岁，因准确预测逆回购市场的神秘动向而闻名。

每当短期利率稍有变动，他的报告便成为市场的指南针，他也因此被誉为“市场波动先知”和“恐慌预言家”。

2015 年加入瑞信前曾担任美国财政部高级顾问。

2008 年金融危机期间，他在纽约联储负责收集有关证券化信贷市场的情报，成为在美联储、美国财政部及白宫官员之间互通有无的关键人物。

他的《全球货币市场快报》因观点全面及分析精湛而广受赞誉，成为交易员、银行家和决策者的首选读物。

“我走到今天的位置付出了无数努力。我从不想着不劳而获，别人说什么就信，我总是自己去寻找答案。金融市场里有许多谣言，你需要自己用心钻研，辨认真伪。” -Zoltan Pozsar

全文共 4711 字，阅读大约需要 16 分钟

欧美国家决定对俄罗斯海运石油设置 60 美元的价格上限。俄罗斯将如何应对？瑞信明星分析师 Zoltan Pozsar 在最新的报告中提供了一个大胆的设计：

**“如果俄罗斯提议两桶油与一克拉黄金挂钩，以回应 60 美元价格上限，黄金价格将翻倍。”**

Zoltan 认为，如果这样做的话，以美元计价的俄油仍然是 60，但黄金的内在价值将会翻倍至匹配两桶原油的水平，一方面能够绕过价格上限，另一方面又能使其持有的黄金价值翻倍，可谓是一石二鸟。

这一切，要从当前市场对金融系统准备金水平的担忧和地缘政治风险说起...目前，市场不断地探索会导致市场“崩溃”的准备金水平到底是多少，这意味着市场担心 2019 年回购市场危机会重演。但 Zoltan 表示，每次有客户问他是否担心美国

银行系统当前的准备金水平时，他都会感到惊讶，因为他认为这种担忧实在是过虑了。

*“老实说，各个融资市场确实有风险在虎视眈眈，但跟美联储量化紧缩（QT）抽取准备金没有任何关系。这些风险倒是跟地缘政治导致准备金减少息息相关。”*

Zoltan 指出，目前的 QT 跟 2018-2019 年的 QT 有根本性的不同。当年的 QT 是美联储第一次进行量化紧缩，当时隔夜逆回购工具中的余额为零，美国金融系统中几乎没有额外的准备金，有的只是银行持有的比最低舒适准备金（LCLoR，指的是银行可接受的最低准备金水平）稍高一点的资金。当时对回购融资的出价极高，边际回购出借方则是那些有额外准备金出借的银行...直到他们的额外准备金也耗尽了。当准备金耗尽后，隔夜回购利率飙升，音乐戛然而止，美联储开始重新印钱提供准备金，并推出全新的隔夜回购工具——国内常备回购便利（SRF）。

但是，Zoltan 表示，现在出现这种情况的可能性很低，目前市场对银行准备金水平是否接近其可接受的最低程度的担忧是毫无意义的。他认为主要有以下三个理由。

首先，Zoltan 认为，当前市场对回购融资的需求疲弱，跟 2018-19 年形成鲜明对比，当年的需求每天都在创新高。同样地，外汇掉期市场对美元的融资需求也很疲弱，因为用外汇作为对冲的国债买家正在减小头寸，经济不确定性和名义利率上升正在引发一股去杠杆的浪潮。

第二，纽约联储隔夜逆回购工具的余额代表金融系统当天无人竞标的准备金。换句话说，隔夜逆回购工具余额就是市场不需要的现金。Zoltan 指出，截至今天（美东时间 12 月 5 日）这项余额为 2 万亿美元。也就是说，美国的银行从其资产负债表中共计剥离了 2 万亿美元资金，同时，国外的银行和交易商也不需要竞购这 2 万亿美元来发放贷款、填补库存或者做市。2 万亿美元准备金就这样从市场的耳朵中冒出来了，Zoltan 说，这笔钱相当于金融系统“放在床垫底下的现金”。

第三，Zoltan 认为，如果出于某种理由，我们错误估计了银行的最低舒适准备金，那金融系统可以从两个渠道获取流动性：一是上面说的床垫底下的现金，二是美联储的 SRF。融资市场存在的理由就是充分调动额外的现金，而目前，市场中有 2 万亿美元正在等待调动...

因此，Zoltan 表示，不必因为担忧 2019 年回购市场危机重演而直冒冷汗。他甚至多次强调称，现在的最低舒适准备金水平根本不值得关注。之前之所以重要，是因为逆回购工具中没有额外的准备，而且也不存在 SRF 这种工具。摩根士丹利的额外准备金耗尽后（即准备金低于最低舒适准备金水平），银行间市场陷入僵局，因为其他银行也没有闲置的准备金了。

而现在，如果银行没有足够的额外准备金用于放贷，他们有两个工具可以使用——隔夜逆回购工具和 SRF，因此无论是准备金过多还是多少，金融系统都有完善的后背支撑，完全不用担心美联储 QT 会导致问题，需要担心的反而是地缘政治因素。

Zoltan 认为，年关将至，市场总是会出现变化。

**“对资产附表表进行优化可能会对市场造成干扰，要么是因为市场没有做好准备、准备金变得稀缺，要么是因为抵押品不足。”**

Zoltan 表示，随着时间推移，市场已经发展出肌肉记忆，专门应对这种年底出现的变化。

“只要不出现新的瓶颈，也就是说国际系统性重要银行、交易对手信用风险的标准化方法、压力资本缓冲等不出问题，而且没有出现异常的市场波动，那面对年底的变化也无需如临大敌。”

最近，股市成为年底融资波动率的影响因素之一，Zoltan 指出，基本的逻辑是这样的：最近股市飙升，从银行抽取了大量流动性，银行不得不进行融资；如果股市出现抛售则相反。他还说，以前，无论股市是抛售还是暴涨，在年底对融资市场的影响都是轻微的，但现在，股市情绪也会带动融资市场的变化。

另外，Zoltan 表示，大宗商品市场动态也让今年的情况变得更加复杂...

**“大宗商品方面，石油和黄金确实有让人担忧的理由。”**

Zoltan 表示，与其担心银行的最低舒适准备金水平，还不如担心石油的库存问题。当前，油市供应紧张，石油需求超过了油田产出的供应。如果不是因为美国释放战略石油储备、OECD 国家释放库存，今年的油价肯定会比现在高得多。

**“大型银行高质量流动性资产组合中的额外准备金就像是大型产油国的闲置产能。就跟 2019 年摩根大通耗尽额外准备金一样，沙特目前的限制产能也已经处于低位。”**

Zoltan 认为，美国的战略石油储备就像是金融系统中的隔夜逆回购工具，当石油供应紧张时，可以通过释放储备来填补缺口。然而，战略石油储备是有限的，经过一段时间的释放时候，储备水平已经降至 1980 年代以来的最低水平了，剩余 4 亿桶石油可谓是聊胜于无，如果继续每天释放 100 万桶的话，也就能坚持一年；如果每天释放 200 万桶，半年就耗尽了；每天 300 万桶的话，只能维持区区 4 个月。

在美国释放战略石油储备的同时，以沙特为首的欧佩克+还决定每日减产 200 万桶。另外，Zoltan 指出，根据预期，俄罗斯将原油从欧洲绕行运到亚洲，也导致

其产量损失 50 万桶/日。欧美国家对俄罗斯的海运原油价格上限生效后，其产量损失可能会增加到 150 万桶/日。

现在美国结束了战略石油储备的释放，再加上欧佩克+继续减产、俄罗斯原油绕行、价格上限等因素，美国的问题变成，如何处理战略石油储备？是继续释放呢，还是填补储备？Zoltan 表示，继续释放更多石油储备有其限制，毕竟 300 万桶/日的释放速度只够维持 4 个月。而且，在上述因素的影响下，如果要发挥作用，未来释放储备的规模得非常大才行。

因此，最糟糕的情况是战略石油储备在明年春季（四月）之前耗尽。Zoltan 表示，届时油市处境将与 2019 年回购市场无异：隔夜逆回购工具不再能够产生流动性。准备金短缺，美联储印钱就好，但是“天气冷了，你没法印石油取暖；肚子饿了，你没法印小麦充饥”。你可以挖油井，但很耗时，而且等产能到位了，油价早就涨完了。

填充战略石油储备会导致各种后果。拜登表示，他计划在油价跌到 75 美元/桶时填充战略石油储备。鉴于“欧佩克+”目标油价接近 100 美元/桶，拜登这一计划难以自洽。

Zoltan 表示，没错，美国经济正驶向衰退，但与 2008 年或沃克尔时代不同，现在油价没有崩盘，产能也没有增加（“页岩油很赞，但生产跟不上；之前像吃了糖一般兴奋，现在开始下头，恢复正常”），所以 75 美元/桶难以实现。那么美国将如何填充战略石油储备？对俄罗斯石油现价是策略之一吗？

Zoltan 表示，不妨这么想：首先，俄罗斯原油售价相较于布油已经折价 30 美元。印度成为俄油大买家一事已经广为人知。印度拥有国有和私营邮轮舰队，并可以给其投保。印度炼油厂正在将一部分的进口石油精炼成用于出口的柴油。以 60 美元/桶价格买入俄油，再以 140 美元/桶价格卖出柴油，利润极其诱人，相当于交叉货币基本掉期利差有 100 个基点。因此印度成为大宗商品交易员（取代了嘉能可），维持了大宗商品市场运作。其次，对一些国家而言，购买俄油面临的制裁风险已经大为改变：美国财政耶伦上周表示，“如果印度避开西方保险、金融和海事服务，即便以高于 G7 设定的价格上限购买俄罗斯石油，美国也会感到高兴。”

美国副国家安全顾问曾警告印度和其他国家不要购买俄油，否则将面临制裁，这种日子已经一去不复返。Zoltan 表示，措辞的改变可能是为填充战略石油储备设置的后门，鉴于印度以 30 美元的折价购买俄油，实际价格可能低于拜登提出的 75 美元/桶。

另外一则消息称，随着欧盟制裁临近，印度炼油厂购买俄油时变得更加谨慎——诱人利润的好日子似乎很快到头了，但如果我们为印度进口“感到高兴”，出口将成为新的目标。

第三,我们知道价格上限设定在 60 美元/桶,与俄罗斯出售给印度的石油价格一致。但 Zoltan 表示,讨价还价得出的价格和官方价格还是不同的。欧洲需要油价上限,但普京不会乖乖就范,以低于上限的价格出售石油。他曾表示拒绝接受。另一方面,美国总有一天需要填充战略石油储备,如果它不这么做,一旦地缘政治波及油市,可能就无法控制国内油价了。

Zoltan 认为,如果印度将俄罗斯石油出口至美国,普京很可能也不会答应。俄罗斯石油决不能躺在美国墨西哥湾沿岸巨大的地下盐穴中,但如果有这个可能的话,黄金是唯一可被接受的支付手段,而非美元或卢布。

你可能想说一派胡言。但 Zoltan 表示,回溯至今为止双方的相杀:你打了乌克兰,我就冻结你的外汇;你冻结我的外汇,我就要你用卢布购买天然气;西方抵制我的乌拉尔原油,我就运到东方去.....西方设定乌拉尔价格上限,随便你,反正我要求用黄金支付;如果有些国家将乌拉尔二次出口至西方,他们也只得用黄金支付。

套用经济学家 Pippa Malmgren 的话,第三次世界大战已经爆发,只不过有些是在冷地(太空、网络、海底和斯瓦尔巴特群岛)爆发的热战,有些是在热地(太平洋群岛和非洲矿区)爆发的冷战。冷地热战还包括权力走廊,它可以决定谁能使用前沿科技、谁的大宗商品能卖多少钱(G7 对俄油设定价格上限)以及大宗商品交易如何清算(今年俄罗斯要求用卢布结算天然气,未来黄金亦可)。Zoltan 认为,战争不讲礼貌.....60 美元/桶的价格等于一克拉黄金的价格(以当前市价计算)。

假设原油与黄金价格相挂钩,情况会是怎样的呢。Zoltan 提出,由美国领导的 G7 将美元与乌拉尔原油挂钩,那如果俄罗斯则将乌拉尔原油与黄金等价挂钩(一克拉黄金等于一桶乌拉尔原油)呢?美元等于对俄罗斯石油“重新定价”:“一桶油换更少美元”。西方正在试图讨价还价,即对“欧佩克+”中的“+”设定价格上限。

但 Zoltan 进一步表示,如果西方想要讨价还价,俄罗斯可以给他们开出一个无法拒绝的价:“一克拉换更多油”。

“如果俄罗斯提议两桶油与一克拉黄金挂钩,以回应 60 美元价格上限,黄金价格将翻倍。”

俄罗斯不会增产,但它会确保需求充足以维持生产。它还会确保流入欧洲的石油比经印度流入美国的石油更多。更重要的是,如果黄金价格从 1800 美元涨至接近 3600 美元,俄罗斯黄金储备价值将增加,其国内甚至一些非洲国家的黄金产量价值也会增加。很疯狂?是的。天方夜谭?那倒也不是。

“今年已经发生了诸多无法想象的宏观情景,而且政治作为货币和财政决策的主导力强势回归。”

另外，Zoltan 表示，经常有人问到关于下一次 LDI 崩溃的问题，但这些问题都没有问到点上。他认为，迷你预算案及其引发的英国国债抛售事件告诉我们，有些国家有时会做出不负责任的决策，又或者是看似负责任但可能起反作用。

*“俄罗斯决定将黄金与石油相关联，可能会让黄金再度成为结算媒介，大幅增加黄金的内在价值。”*

Zoltan 指出，那些活跃在纸黄金市场的银行可能会面临流动性不足问题，因为积极参与大宗商品市场的银行都倾向于做多 OTC 衍生品应收账款，并以期货作为对冲（这是个非对称的流动性头寸）。这带来的风险尚未经过深思熟虑，可能会导致年底的情况更加复杂，因为黄金价格大幅变动可能需要大量意外动用准备金（从隔夜逆回购工具到银行都是如此），引发资产负债表扩张（因为补充杠杆率要求）以及影响风险加权资产资产。

这就是我们在年底最不需要的东西了吧。Zoltan 表示，*巴塞尔协议III*的初衷是避免银行从事那些会伤害自己的活动，但英国的迷你预算案事件和俄罗斯对价格上限的回应说明，

*“巴塞尔协议III无法阻止国家采取伤害银行的措施。”*

德国的工业家穷尽一生创建一家成功的企业，只把一件事情托付给德国政府——能源安全。同样地，银行在管理自身的纸黄金账本时也有一个信念，那就是相信国家能确保黄金不会再度成为结算中介....

