



欧版QE呼之欲出 规模或达5500亿欧元

■ 本报记者 静安

北京时间1月22日20:45,欧洲央行将公布最新利率决议和货币政策,随后21:30,德拉吉将发表讲话。

据彭博新闻社消息,93%受访的经济学家认为,德拉吉1月22日将宣布上任以来最大手笔的刺激措施,祭出量化宽松政策,以免欧元区步入通缩。经济学家们预测,欧洲央行主席德拉吉可能宣布5500亿欧元(6350亿美元)的购债计划,并且不会吝于提供细节。

对此,高盛首席经济学家Jan Hatzius表示5000亿欧元(约6000亿美元)的规模不是个小数目,相比之下,美国的QE2(2010年晚期美联储实行的第二轮量化宽松)也不过6000亿美元。

市场对于德拉吉政策的猜测使得欧元汇率跌到11年低点,资金流出可能部分促使瑞士央行上周抛出惊人之举,弃守欧元对瑞郎1.20的汇率下限。

欧版QE的四种方案

关于欧洲央行是否会实施QE市场已基本取得共识,但具体细节如购债总规模、购买资产种类和各国份额占比等还存在不确定性。

彭博的调查显示,57%的经济学家认为QE将主要集中在购买国债和其他一些债券种类(如资产担保债券和资产抵押证券)。14%的经济学家认为QE将只购买国债。

风险分配模式和各国分配份额也是市场关注的重

点。如果由各国央行自行购买,则这些债券的风险将分散自负;若由欧洲央行统一购买,风险都落在央行。各国份额上可能按各国需求分配,也可能按各国在欧洲央行内的持股比例分配。

27%的经济学家认为各国自己的央行也将承担部分风险,三分之二的经济学家认为,欧洲央行将按各国在欧洲央行内的持股比例分配QE份额。

据瑞信报告预测,欧版QE可能有四种方案:

一是购买资产规模小,分担风险低。即购买规模不足5000亿欧元,分担风险的资产占比低于50%。出现这种情形,市场对风险资产会做出非常负面的回应,欧元区边缘国家的风险资产最受打击。市场的避险情绪会推升欧元区核心国家的利率。

二是购买资产规模大,分担风险低。即购买规模接近1万亿欧元,分担风险的资产占比不超过50%的上限。出现这种情形,风险资产会看涨,核心欧元区国家的利率将下行。

三是购买资产规模大,分担风险高。即购买规模接近1万亿欧元,分担风险的资产占比超过50%。出现这种情形,风险资产会大涨,特别是欧元区边缘国家的债券价格会强劲反弹。核心国家的债券会遭到抛售。

四是购买资产规模小,分担风险高。即购买规模不足5000亿欧元,分担风险的资产占比超过50%。这是看跌风险资产的情形,但由于债务共担的程度超出市场预期,欧元区边缘国家的债券应该会表现良好。

此外,瑞信报告指出,最大的正面因素不是购买资

产的规模,可能是欧洲央行推出QE的时机。总体而言,这一QE计划将对市场产生负面影响。

欧洲各国准备应战

法国总统奥朗德近日表示,欧洲央行若本周推出主权债购买计划(QE),以及近期油价和欧元下跌,这些将有助于提振欧元区经济。

德国央行正在限制欧洲央行实施QE计划上发动最后一搏,寄望于软化欧洲央行的宽松“蓝皮书”,或者推迟可能在本周(1月24日当周)做出的关键性决策。

德国央行则仍然在寻觅保护性措施,其中就包括可能让欧元区成员国央行在很大程度上承担购买成员国国债所带来的风险,而不是让欧洲央行方面独自担当。

德国央行还公布了月报,月报显示油价下跌有利于德国经济,对欧元提供支撑。预报指出,因油价大跌,德国将大幅下调通胀前景预期。德国通胀率可能暂时跌入负值。不过,德国经济增长有望上行。

除了欧元区内部对QE的讨论,为了应对本周四欧洲央行可能的QE计划,欧元区外围国家也对本周四可能来临的欧元区QE做准备。

周一,丹麦央行下调存款利率至-0.2%,此前

为-0.05%。丹麦央行的降息举动,对欧元的反弹构成一定的支撑。

对于目前市场关注的丹麦央行会不会效仿瑞士央行取消盯住欧元汇率,丹麦央行发言人Biltofy重申,丹麦没计划取消汇率限制,并称央行有必要工具来维持这个政策。

北欧斯安银行首席外汇策略师Carl Hammer称,丹麦改变汇率机制的“可能性极低”。

由于外界猜测丹麦可能效仿瑞士央行,斯基的那维亚地区的银行不得不向海外投资者解释丹麦货币政策,告诉他们丹麦的汇率制度已经实施30多年,并有欧洲央行支持,这与瑞士央行此前实施的挂钩机制完全不同。

欧元区中对希腊问题的担忧也是市场讨论的对象。在希腊本周日大选前,最新民调显示左翼激进联盟党支持率领先优势扩大至4.6个百分点。

国际货币基金组织主席拉加德警告希腊,如果选举后重组债务将有严重后果。她希望希腊遵守协议,她将在希腊大选后评估希腊的情况。

德国总理默克尔表示,她有信心,希腊投票者将做出负责任的决定。她重申她的目标就是让希腊留在欧元区。

瑞郎“脱欧”为何引起人民币贬值?

■ 易宪容

2015年金融市场第一只黑天鹅事件,就是瑞郎“脱欧”,即瑞士央行在1月15日突然宣布取消每欧元兑换1.2瑞郎的汇率上限。这一事件对国际市场之影响与冲击,只要观察一下瑞士央行15日宣布瑞郎“脱欧”后市场的即刻反应,就可知道这项决定对国际市场来说是多么的重大且令人意外。比如瑞郎兑换欧元一度飙升约40%,瑞士股市也立刻暴跌10%。一些国际上的外汇交易商、券商及对冲基金立即破产倒闭,全球外汇市场震荡不已,甚至于人民币即刻贬值等。

本来一个只有800万人口欧洲小国,其经济总量占全球比重不足1%,以此来看,其政策变动及影响肯定也是微不足道。但是,瑞郎的“脱欧”为何会对全球市场产生如此重大的影响呢?为何假如香港政府宣布港元不采取联系汇率,其对国际市场影响与冲击肯定不会这样大呢?

估计会有以下几个方面的原因。一是瑞士国家虽小,但这个国家的政治上中立性及经济上高度发达,使得瑞士在国际市场上的地位是没有其他国家可替代的。二是瑞士的银行是世界上最安全的银行。3个世纪以来,瑞士银行坚持着为储户永久保密的原则,世界上对瑞士银行具有绝对的信任。三是有了上述两个条件,瑞士央行很自然容易被国际市场称为最遵守承诺的央行,其央行在国际市场权威性高。所以,瑞士法郎一直被市场定为国际市场最好的避险工具。

比如,近几十年来,黄金价格大波动往往都与瑞士有关。比如,2014年11月7日瑞士黄金公投遭否决,黄金的价格先跌至1130美元的4年多低位,然后才大幅反弹。同样,3年多前即2011年9月6日,当时黄金价格创出1932美元历史高位,而同日瑞士央行推出汇率上限,即1欧元兑换瑞士法郎不能高于1.2。瑞士法郎汇率与欧元挂钩之后,国际市场的黄金价格就进入长期调整期。还有,1999年4月,瑞士全民公投,批准结束黄金与瑞士法郎之间联系,同时瑞士央行宣布将出售1300吨黄金储备的一半。并带动其他欧洲国家央行也跟随减持黄金储备,国际市场黄金的价格也由此跌到了250美元低位。同年9月,欧洲国家签署了限制黄金的“华盛顿协议”,才遏止了黄金漫长的熊市。而这次瑞士央行宣布瑞士法郎“脱欧”也立即把

黄金的价格由1226美元推到1282美元,上涨幅度达4.6%。在外汇市场对他国货币的影响更是大,有人称之为发生一场全球性“货币海啸”。

瑞士法郎“脱欧”后,同样引起了人民币的贬值。比如,人民币汇价在上周五单日贬值185点至6.2066水平,离岸人民币(CNH)跌得更多,低见6.2263水平。当天,人民银行开出中间价比平时较紧,央行意在以此来稳定人民币。因此,市场相信人民币贬值势头不会太久,6.23水平仍有强大支持。实际市场是否与此分析相同,估计是相当不确定的,关键就在于中国央行如何来评估这次瑞士法郎“脱欧”的影响与冲击。

因为,这次瑞士法郎“脱欧”后,预计国际市场在以下几个方面将发生很大变化。一是由于瑞士央行的意外举动,将会导致全球市场资金流向发生较大变化。这既表现为投资者担心全球市场震荡加剧,因此会让全球不少资金转向低风险资产,并导致资金由包括中国在内新兴市场流走,这对人民币将造成不少的贬值压力。由于瑞士法郎震荡也可能让国际市场资金重新选择全球避险货币,这也容易引发全球热钱流窜。这对人民币稳定同样也是不利的。

二是早些时候,在人民币汇率较为稳定、日元持续贬值的情况下,借日元买人民币的利差交易十分盛行。但是瑞士法郎的“脱欧”让市场重新寻找避险货币时,日元面临着升值的风险。所以,瑞士法郎的“脱欧”后市场上套息交易的拆仓盘涌现,令人民币汇率下挫。同时,也可能有外汇交易商由于瑞郎飙升而出现严重亏损,被迫沽出包括人民币资产套现。这也可能导致人民币贬值。

还有,这次瑞士央行在无预警的情况下作出这样大决定,也会让市场对各国央行货币政策不信任,这不仅会使得欧元更为弱势,而且也可能由此引发一场货币竞相贬值。而当前人民币是仅次于美元的强势货币,在全球货币竞相贬值的情况下,如果人民币仍然不贬值,当然对中国经济有很大不利影响。这也就增加了人民币贬值的压力。

总之,瑞士法郎“脱欧”不仅对国际市场造成了巨大的冲击影响,而这种冲击与影响有可能蔓延到中国来,增加人民币贬值之压力,对此,国内投资者要加以关注,以便采取好的应对方式。

(作者系社科院金融研究所研究员)

瑞士央行或引发全球金融震荡

■ 乔治·玛格纳斯

瑞士一般并不以令全球金融体系震荡而著称,然而它刚刚就这么干了一回,而且毫无预警。瑞士取消了自己强加的瑞士法郎兑欧元汇率上限(2011年出台),并将已经为负的存款利率从-0.25%降至-0.75%。该政策1月15日一经宣布,瑞郎相对欧元一度飙升近40%,不过这一涨幅随后回吐了一半。

梳理一下瑞士央行(SNB)此举的来龙去脉,看看它目的何在,其意义又是什么?

瑞士央行或许认为,这是阻止其资产负债规模急剧扩张的一个机会。自2011年瑞士央行干预汇市、压低瑞郎汇率并支撑遭遇主权债务危机的欧元以来,该行的资产负债规模就一直在扩张。到2014年底,其资产负债规模已扩至约5000亿瑞郎,相当于瑞士国内生产总值(GDP)的80%。就央行资产负债规模与本国经济规模之比而言,瑞士央行是美联储(Fed)和英国央行(BoE)的3倍以上。在俄罗斯遭遇经济和政治问题后,为寻求避险,越来越多的资金涌入瑞郎。

另外,瑞士当局或许是越来越担心,一旦欧洲央行(ECB)如人们现在普遍预期的那样在1月22日的会议上宣布启动量化宽松,可能会有更多资金流入瑞郎。如果汇率上限依然存在时出现过这种流入,那么瑞士央行的资产负债规模可能已进一步扩大。

理论上讲,瑞士央行本可继续放心地无限扩大其资产负债规模,因为它清楚自己可以无限量印制瑞郎,以弥补若未来瑞郎升值所造成的任何外汇损失。但这家一向谨慎的央行如果真的这样做,很可能引起外界对其金融稳定性的更大担心,甚至要比它迄今一直竭力应对的问题引发的担忧更严重——这件事归根结底与无限货币创造的后果有关。自2011年中期以来,瑞士的货币基础已扩大了4倍,至4000亿瑞郎,房价和租金正在快速上涨,银行贷款增长了25%,贷款总额相当于GDP的170%。

不管怎样,瑞士央行可能已经看到了,如果量

宽松启动后欧元汇率在外汇市场上下跌,出售“廉价”瑞郎支撑欧元并无益处。

瑞士眼下至少需要解决三大问题。

首先,如果目前瑞郎相对欧元的升值不逆转,将会加剧正在影响整个瑞士经济的通缩。在石油价格开始下跌时,人们曾预期瑞士的通胀率会降至零左右,但考虑到物价正大幅下跌,我们现在应当预期通胀率会降至远低于零的水平。

其次,瑞郎兑欧元汇率走高可能会造成瑞士经济增幅减少约0.7个百分点。这将对商业和投资决策产生负面影响,并损害出口企业,瑞士出口企业有一半左右的产品都发往使用欧元的国家。这有可能会促使瑞士人对海外进行更多的直接投资。

再次,瑞郎的走强将令瑞士央行面临巨大的资产损失,其资产约有一半以欧元计价——尽管这些损失可能只是刚好抵消了它2014年从干预汇市中获得的收益。

就在上个月,瑞士央行在重申其汇率上限政策时,还警告瑞士及全球有陷入通缩的危险,同时表示瑞郎仍然受到高估。

因此,瑞士央行取消汇率上限的做法就更加令人惊讶。压低瑞郎汇率并没有减少瑞士通缩的可能性,而促成这次的上涨只会导致物价的更大幅下降。部分欧洲银行一直在东欧积极推出瑞郎抵押贷款。随着当地的偿债和摊还成本上升,这些抵押贷款的借款人以及其他借入瑞郎的人现在面临一个新的通缩冲击。

20世纪70年代末,瑞士出台负存款利率以阻止瑞郎对德国马克升值;当此举没有奏效时,瑞士为瑞郎汇率设置了上限。这一政策失败了。

这一次,瑞士以相反的顺序执行了同样的政策。

外汇市场是防范全球性冲击的重要避雷针(这一次的全球性冲击是通缩),但各国央行的单打独斗很少能带来稳定性。在欧洲央行即将启动量化宽松之际,要实现这一目标似乎还有很长的路要走。

(作者系前瑞银首席经济学家)