



编者按:几个月来,美联储官员在公开演讲和媒体采访中一直强调2015年是加息之年,并与市场就加息时机反复进行沟通。目前多数市场人士认为美联储最早将于今年9月启动加息,但也不排除推迟到12月行动。

在现行国际货币体系之下,美联储的货币政策对全球尤其新兴市场经济体的经济和金融“牵一发而动全身”,各国货币政策总是受美联储政策的影响或牵制,被迫为美国货币政策让路。

美联储加息在即 全球资产何去何从

近期,美国“靓丽”的经济数据不断涌现,令市场对美联储的加息预期越来越高,而这也标志着当下乃至未来几年时间里,全球将不可避免地受到新的金融结构和金融周期的冲击,大类资产首当其冲。

美股恐进入调整期

随着美股二季度财报逐渐披露,美联储的加息决定将给市场带来巨大影响。市场普遍认为,目前,美股将会进入调整期。

全球“债王”比尔·格罗斯在最新一封写给投资者的信中表示,美联储长期以来的低利率已经导致美国出现一批“僵尸”公司。一些评级为BB-,B-,甚至CCC-的公司都能以低于5%的利息借到资金,美国实体经济中存在着并还会再出现大量这样的僵尸公司。与此同时,能源企业正携3年来最差季报来袭。能源企业财报的密集披露或将使得原本处于弱势的大盘雪上加霜。FactSet高级分析师约翰指出,标普500指数的十大板块中,预计能源板块盈利与营收同比降幅排名第一。英国石油公布的财报显示,该公司第二季度盈利与去年同期相比大幅下降了近2/3,原因是其面临着原油价格下跌,利比亚业务减记以及墨西哥湾原油泄漏事件相关支出带来的困境。

J.P. 摩根基金全球市场策略师Anastasia Amoroso认为目前估值并不便宜,但是也不是很贵。而Wells Capital Management首席策略师Jim Paulsen认为目前股市虽然处于强势中,但依然可能面临大幅回调的风险。他建议投资者寻找美国以外的投资机会,因为其他国家和地区并没有加息的风险,比如过去几年一直表现不如美股的欧

股和日股,因为他们的估值相对较低。

瑞德证券的美国首席经济学家史蒂文·里奇乌托称,在今年,有关美联储加息对股市来说既有必要也利于股市的观点一直都持续存在着,但实际上有证据表明事实正好相反。来自于美联储加息阵营的最新观点则是,在美联储经过一个紧缩周期后首次开始加息时,通常来说经济和通胀率都会上升。因此,当美联储9月份开始加息时,投资者将转出债券市场并转入股票市场,从而推动股市上涨。里奇乌托对于这种新想法则并不怎么认同。他表示,从根本上来说,这种以相关性为驱动力的观点是有缺陷的,原因是美联储加息通常落后于商业周期而非领先于周期。

高盛首席执行官Lloyd Blankfein指出,美国股市已经持续上涨了很长一段时间,美联储首次加息必将引发股市震动。美联储在加息之后仍然有可能实施宽松政策。

美元指数再次走高

中金公司报告预计,未来3个月,美元指数将再次走强,目前,欧元区、日本、加拿大等国货币政策仍然超级宽松,美联储加息将进一步加大美国与这些国家的货币政策差,推高美元汇率,预计在9月中旬美联储加息之前,美元指数将再次走高。

事实上,今年以来,美元指数已经上涨约8%,但波动较大,并非一路上涨。对此,美国最大上市投资管理公司贝莱德的首席投资策略师Russ Koesterich认为,这体现出投资者在反复调整对美国经济增长和美联储加息时点的预期。

展望后市,Koesterich预计美元将继续动荡,但

长期来看还会走高,主要有如下因素支持美元长期走强:第一,全球央行货币政策分歧加大,美联储最早今年9月可能启动加息,其他央行还可能保持货币宽松。第二,美国能源业复兴,美国逐步走向能源独立,能源进口量减少。受益于国内产油量增长,美国的经常项目逆差过去10年几乎减半。美国产量增长应会支持美元走强。第三,美元走强持续多年,不是几个月而已。上世纪70年代,布雷顿森林体系终结后进入浮动汇率时代,每7年里几乎有6年美元汇率都在上涨。近期美元回涨可能只是升势的开始。贝莱德此前研究认为,美元升势往往会自我增强,即美元走强吸引更多资金投资美国资产,强化了美元走高的预期。例如美国企业开始对冲海外盈利,美元需求增加。第四,美元将经历波动后攀升。贝莱德研究还发现,历史数据显示,在美联储首次加息以前,美元通常温和上涨,接着动荡一年,然后恢复升势。这次也可能遵循这一规律。

最后,Koesterich指出,预测美元波动需要观察全球主要央行的行动,在当前央行推行非常规货币政策时,形势会更复杂。若美元长期走高,对美国国内通胀和出口商盈利都会有下行压力,大宗商品可能要受到困扰,但对股市可能是利好,因为其他国家和地区货币对美元的汇率走低时,其股市往往表现更好。

看好美元上涨的不只贝莱德。上月初法兴报告认为,美元和美国国债是最安全的资产。上月高盛在下半年宏观展望中维持了美元对大多数G10国家货币走强的预期,预计美元对欧元、日元以及澳元、纽元、加元这类商品货币的汇率更是会如此。高盛认为,美国经济数据越来越好、日元和欧元区通胀升势减弱、大宗商品价格下跌都会推

动美元走高,而且新兴市场国家的货币对美元汇率也将进一步走弱。

美国短期债不容乐观

摩根大通称,随着美联储加息临近,美国短期国债价格将会下跌,预计美国两年期国债收益率将从当前的0.67%攀升至年底的1.25%。摩根大通分析师Jay Barry, Bruce Sun和Phoebe White在最新报告中称,其仍然看空短期国债,美联储收紧政策将促使美国短期利率在2015年上升。

自从2008年以来,为了支持经济,美联储一直将政策利率维持在0-0.25%。美联储12月加息的概率为68%,加息后美国联邦基金利率均值将升至0.375%。

由于期限短,美国两年期国债对美联储加息最敏感。但是,美国长期国债将受益于低通胀。东京资本资产管理公司投资长杉本年史称,美国10年期国债将受益于低通胀。他称,商品价格下跌和劳动力成本较低将使美国通胀继续疲软。分析师认为,美联储最终加息将导致美债价格下跌。

持同一观点的还有花旗分析师Jabaz Mathai,他在7月31日报告中称,美国短期国债市场可能在未来几周将美联储9月份加息的可能性由50%上调至100%,市场走势可能非常迅速,尤其是在如果6月份就业报告强于预期的情况下。花旗分析师表示,在2004年,6月份加息的概率在仅仅1个月时间里就达到100%;2-5年期债券收益率可能遭遇这种情形的冲击。在9月份加息概率被迅速重新定价至100%以及更快加息速度的预期下,美国两年期债券收益率可能上涨约25个基点,5年期收益率可能上升12个基点。(王 彭)

中国对美国加息准备好了吗?

■ 易宪容

可以说,下半年美联储加息已是大概率的事件了,或这种趋势基本上不会改变。美联储的加息,不仅对世界经济,也对中国经济将造成巨大影响与冲击。

最近,国际货币基金组织(IMF)的年度评估国际金融风险的《溢出影响报告》指出,下半年美国加息在望。而美国加息肯定会与当前其他发达国家央行的货币政策背道而驰,同时对其他国家产生严重的溢出效应风险,所以,无论是发达国家还是新兴市场国家,美联储的加息对全球各国经济的影响与冲击都难以幸免。尤其是新兴市场国家,其货币和资产在中国经济持续放缓情况下已经疲惫尽显,美国加息无疑更是会对这些国家金融市场构成双重夹击,并对全球市场造成严重的负面影响。

近期,新兴市场国家的股市及汇率波动剧烈,国际市场的大宗商品价格暴跌,都是对美国加息的提前反应。所以,中国政府也在调整政策,以便为下半年可能出现的情况作准备。而这些政策的调整,就在于美元强势下人民币汇率政策的选择。

比如,最近国务院宣布将扩大人民币汇率波动区间,增加人民币汇率波动的弹性。面对这种人民

币汇率政策调整,国际市场炒作人民币贬值的风声四起。比如,有国内外投资银行认为,按照当前经济形势,即当前中国经济增长下行的压力加大,中国出口疲弱,中国股市的危机及中国外汇储备连续几个月持续减少,再加上美国即将加息,人民币不久将会出现贬值。比如中金公司就认为今年底人民币对美元汇价料见6.25;而汇丰更是把人民币看得很淡,认为明年人民币将贬值到6.32,即比现在贬值2%以上的水平。

至于近期或更长一段时间人民币是否会贬值,特别是美元加息后,人民币会不会贬值,如果从一般性的角度来分析,当然人民币贬值概率会越来越大。因为,不仅当前中国经济增长下行的压力越来越大,出口增长下降,而且今年美元强势之后,人民币对非美元货币已经升值达20%以上。因此,随着美元加息,美元会进一步强势,如果人民币还是跟随美元强势,那么就容易导致人民币汇率的严重高估,从而使得人民币随时都存在贬值的风险。

但是,这些分析基本上是以金本位制下的国际货币体系为前提的,如果以当前信用货币美元为主导的国际货币体系来看,那么其结果就完全不一样了。因为,在现有的国际货币体系下,是无法用国际贸易中的实质性产品的价格关系来衡量一国货币与

另一国货币的汇率关系。而当前国与国之间货币的汇率关系更多的是国与国之间的利益博弈。在这个前提条件下,政治因素将成为中国政府考量人民币汇率变化最为重要的选择。

首先,中国政府十分清楚,中国近十年来的经济快速增长及国家实力快速增强,很大程度上是与国内信用过度扩张有关(即近5年的信用扩张总和大于前64年的信贷总和),与催生一个“房地产化”经济有关,与人民币对内严重贬值和对外快速升值有关。在近十年时间里,人民币对美元的名义汇率升值了35%,而人民币的实质汇率则升值了54%。在这种情况下,国内以货币快速扩张及房地产价格快速飙升来增加GDP,对外以人民币汇率快速升值来计价中国经济在国际上的比重。在这样的情况下,中国经济在国际上的名义实力岂能不快速上升?而中国经济实力在国际上快速上升,也就决定了中国在国际上的政治地位。

因此,不论美联储在什么时候加息,不论美元会如何强势,当前人民币汇率变化,中国政府最大的考量应该是人民币国际化的走向及中国在国际上政治地位的确立,即中国政府的政治考量。

其次,预计美联储加息后,在短期内,美元强势不会改变,而美元强势对人民币汇率变化将造成重

大影响。因为,如果美元强势,而人民币可能随着其他非美元货币也出现弱势,那么这不仅会使人民币在国际市场上的地位下降,不利于人民币国际化进程,更为严重的可能是会让早期流入中国的国际热钱迅速撤出中国,甚至让中国居民持有的资产也流出中国。如果这种情况出现,中国就面临着几大泡沫破灭的巨大风险。比如房地产泡沫、信贷泡沫、地方政府债务泡沫等破灭,而这些泡沫破灭必将引发中国金融市场的系统性风险及实体经济面临的衰退危机。这些都是中国政府不愿意看到的。因此,从这个意义上说,中国政府仍然要维持人民币随美元的强势。

也就是说,出于上述两个方面的考量,美国加息之后,中国政府会促使人民币随美元强势,并借助人民币的强势,以吸引更多的外国投资者愿意持有和使用人民币,同时吸引更多的外国政府把人民币纳入其国家外汇储备组合,以此来真正地实现人民币的国际化,推进IMF将人民币纳入其特别提款权(或SDR)货币篮子。这样不仅能够让人民币成为如美元、欧元一样国际主流货币,也让中国在国际上的政治及经济地位双重提升。这应是美国加息后,中国政府最为重要的应对方式。

(作者系中国社科院金融研究所研究员)