

每周酷图与思考

2001年美国抗通缩政策后的资本市场与当下类似
股市“被涨”历史的由来

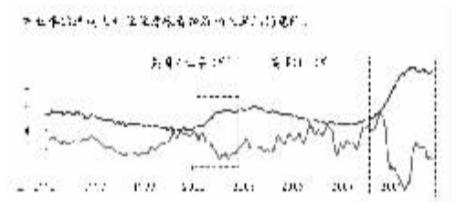
国泰君安策略团队

为了防止通货紧缩的风险,避免陷入日本上世纪90年代后“失落的十年”,美国政府接连采取量化宽松的政策,进而导致美元的贬值以及全球汇率市场的混乱局面。各国开动印钞机,货币泛滥。商品市场上,黄金价格创出新高,农产品市场接连上涨。

2001年后美元迅速贬值

历史总是惊人的相似。2001年,美国经济增速放缓,遭遇了通货紧缩的威胁。当时,美国实际GDP增速连续下滑,2001年一季度为1.3%,二季降到0.3%,三季出现负数。个人消费支出萎缩,增长率由3%下降到了1%。私人投资由1995-2000年每年10%的增速,迅速下滑到了2001年一季度接近于0的增速,之后两季以10%的速度萎缩。现在状况和当年类似,而且在个人消费支出方面,降幅更加惊人。

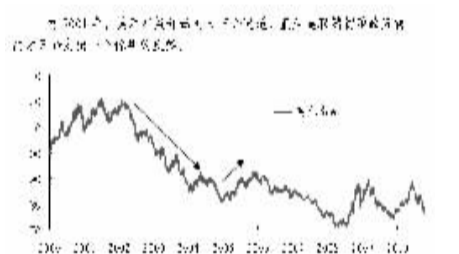
经济的下滑造成了失业的高企,最终导致需求的萎靡。失业率的迅速上升,往往意味着经济陷入通缩的危险。



为了对抗通货紧缩,美联储一年内连续11次下调基准利率,由2001年初的6.5%下调到2001年12月的1.75%。在如此短的时间内如此大幅度的连续下调基准利率,在美国历史上实属罕见。

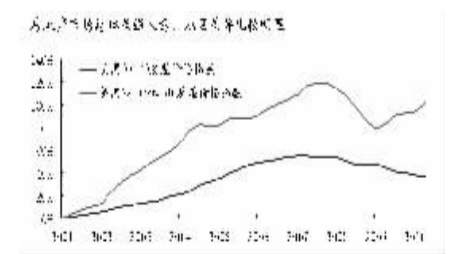
但是现在美联储已经不如当年轻松。2001年经济遭遇通缩威胁时,联储尚有余力降低利率。现在,利率这一武器已经在2008年的金融危机下用尽。在失业率仍居高不下,通缩压力犹存的情况下,美联储的唯一选择只有大量印制货币。定量宽松,虽然措施不同,但与当年一样都是为了对抗美国面临的通缩压力。

2001年后发生了什么?首先是美元的迅速贬值。自2001年,美元指数由最高141点下降到2008年的71点。下降幅度接近50%。美联储的低利率一直持续到2004年中。2004年6月30日,美联储货币政策转向,提高基准利率0.25个百分点,到2006年6月29日连续17次上调基准利率。美元下跌不休后在此阶段走出了一个个像样的反弹。



大类资产中商品表现最优

美元的系统性下跌带来了资产价格的重估。大类资产中,商品表现最为优异,近十年平均涨幅将近100%。相对而言,股票市场表现平平,十年来并没有录得正收益。就商品而言,金属表现最佳。其中,黄金表现最为优异,十年内累计涨幅达到416%。工业商品表现略逊于黄金,铜十年累计涨幅为350%。石油表现逊于金属,十年累计涨幅为219%。农产品表现一般,大豆十年累计涨幅为117%、玉米为117%、小麦为133%。股票市场表现差异较大。成熟市场如美国市场表现逊于新兴市场。新兴市场十年累计收益为184%,跑赢美国标准普尔500将近200%。房地产市场总体差强人意,地区差异比较明显。美国房屋价格十年累计涨幅为37.3%,英国房屋价格十年累计涨幅为100%。香港房地产表现较好,涨幅超过90%。



历史或可解答近期股市“被涨”

但是看似相似的背后,从中长期角度看,2001年以来美元的弱势与金砖四国的靓丽,搭建在美国长周期见顶回落的基础之上。而如今的全球经济增长面临的是新一轮长周期增长动力的摸索,在现在的模式中,美国依然具备引导力。由此,美元短期的弱势应该在中期被视为触底的开始,而非2001年以来弱势的雷同,这是我们现在看待股市“被涨”的中期方向。

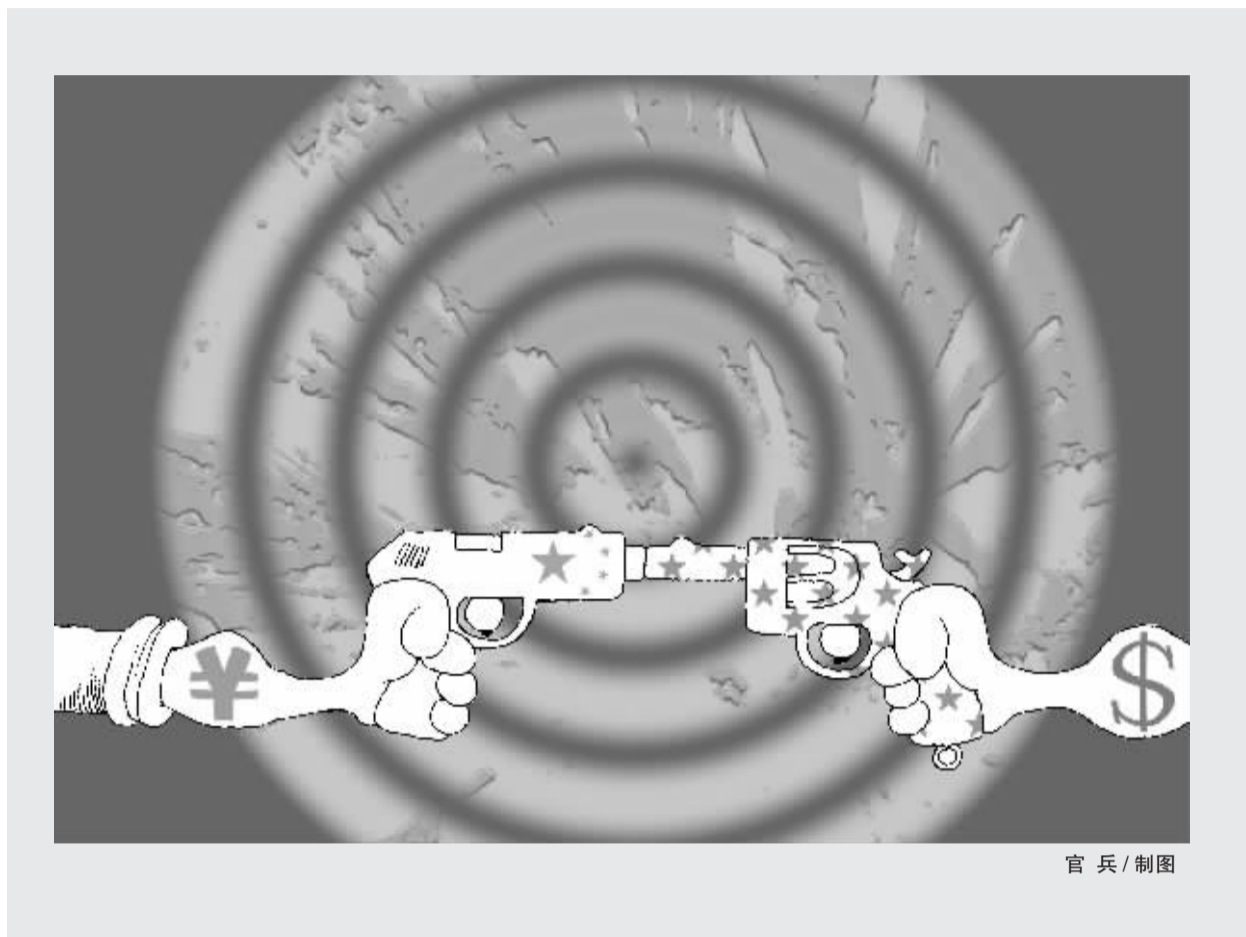
名家专栏 邵宇



美国为市场注入了新的宽松预期,会引发新一轮泡沫吗?

丢手绢游戏 手绢丢给了中国

宏源证券首席分析师 邵宇



官兵/制图

10月以来,美国量宽预期引发了二次刺激概念,同时汇率战争进入战备状态,全球股市和商品市场为之疯狂。中国9月份新增信贷近6000亿元,外汇占款增加,热钱汹涌。一度困惑的流动性好像找到了方向,大市值和资源类股票飙升,带领指数突破。问题是这场疯狂将持续多久?又会怎么收场?

未来似曾相识

现在不论是生产型还是消费型货币的竞争,居然把炮火都发泄到资源和资源类货币上了,黄金和基本金属首当其冲,也在等待石油价格发出更明确的进攻信号。很快11月初,美联储的实际宽松程度会与市场预期做比较,估计美元指数会在75附近短期拉锯,下一个时间点是等待G20的博弈结果,如果人民币坚持不让步,可能会形成突破甚至超调到下探70的历史低位。而生产型的新兴经济体依旧要被美元流动性反复冲刷,尽管包括南美和东南亚国家的经济结构与1997年前相比已经发生了重大变化,但仍吸收不了全球超宽松的货币流入。近期巴西提高外资流入税,泰国也酝酿提高外资流入税。中国应该也会采取措施进行限制,但是这次热钱进入有些不同。

一方面,国内的流动性,主要包括冷却的实业之心,经海外的流动性一招呼,都呼啸而上,居民的储蓄也会受到财富效应的吸引而离开负利率的存款,资源类仍旧是首选。与阴谋无关,这是资本的天性;但另一方面,这次投资标的少了房地产,股市的上升应该会很明显。一个个所谓的估值洼地正在被渐次填平补齐,原来的结构性泡沫开始倒转。但指数的上升,应会使得有关部门加速股票的供给速度和数量,例如银行再融资,来回流动性。不管如何,人民币中期看涨,可能会压制CPI,进而打开内需转换开关。目前的这一幕似曾相识,但我们预期结果会不同。

三次失衡

以更广阔的视角来看,近现代严重的全球性贸易失衡出现过三次。第一次是在银本位下,19世纪初叶,那时中国和英国是最大的贸易伙伴。中国输出茶叶和丝绸,而英国的工业品却怎么也敲不开中国的市场。中国只要白银且多用于窖藏和土地兼并。传导到欧洲,则是贸易逆差带来的货币紧缩,使得英国无法获取所渴望的扩大再生产用的资本,毒品走私成为获得贸易平衡的公开途径。鸦片战争就是最后的解决方式。那是一个帝国的沉迷和另一个帝国的堕落,中国是买单者,英国加速资本原始积累,东西方完成权力交接。

第二次是在金本位下,两次大战间的短暂时光。这时最大的黄金储备和实际产能都集中在美国手中,而一

战给老欧洲带来的巨额战争债务和贸易逆差,使得各国只能以邻为壑,争先恐后地选择竞争性贬值来获得贸易优势和黄金来清偿债务,汇率战争反而使情况变得一团糟,咆哮年代瞬息即逝。德国、英法和美国之间的主权三角债,最终因为美国的孤立主义拒绝买单,而迫使德国在绝境中走上法西斯道路,又是一场战争。德、日、英法统统买单,欧洲与美洲完成了权力交接。

然后就是美元本位时代了,日美之间的上次失衡(上世纪80年代)就是一个警告。在那次佩里式的征服中,美国成功压制住了日本,让它为这次调整买单,冷眼旁观的欧洲肯定不寒而栗,决定与美元分道扬镳,开始尝试区域和货币一体化。金融战败后,日本失去了20年,这在全球金融和实体经济方面影响深远,日本央行疯狂放出的流动性扰动全球金融市场,而东南亚和中国则有机会在中低端制造业方面随之顶上。但由美元主导的国际货币体系没有任何本质改变,终究不过是生产国之间“丢手绢”的游戏而已。现在,这块手绢前面坐的正是中国。

二次刺激与汇率战争

要了解这次货币战争,就必须完整理解美元本位下生产国的汇率均衡策略。德国、日本和中国先后面临过外部失衡的问题。这些最大的顺差制造者之所以表现出“新重商主义”特征,主要是由其基本面因素导致的全球分工决定的,如中国的资源与成本优势,德国的地缘与区域一体化背景,日本的精密制造与工艺技术等等,但是各自选择的汇率均衡策略完全不同。

长期的量化宽松和低利率,让日元成为了国际金融市场中的主要拆出货币,交易者借入低息日元并在外汇市场上抛售买入其它高息货币,这种套利交易平抑了贸易顺差导致的日元升值压力,这也成为日元汇率均衡的主要特征。但在目前欧美同样奉行长期低利率政策的背景下,日元不再是主要的拆出货币,大量的套利交易被解除,这与后危机时代再次出现的贸易顺差一起,抬升了日元汇率。对日本走出目前高收入陷阱至关重要的经济增长却很大程度上要依赖出口扩张,在金融危机经济下滑后,日本对出口复苏更加重视,当日事与愿违地不停升值冲击新高时,受过“广场协议”伤害的日本当局无法坐视不理,对外汇市场进行了直接干预。但日元已经积重难返,过去这种长期的非正规均衡手段的反馈,让日元汇率不断冲击新高,日本政坛的波动也导致政府无法拿出长期而有效地策略来应对这种致命的反转。

德国的汇率均衡策略更特殊。欧元出生以来,德国则用欧元区对外贸易的整体平衡来掩盖自己长期的贸易盈余,准确地说,是南欧国家的贸易逆差被中北欧贸易强国的顺差抵消,这

使得德国可以长期保持区内最大顺差制造者的地位,而欧元却不会有升值压力。欧元像是生产型货币与消费型货币的矛盾混合体:北部生产、南欧消费。德国在建区之初的扩张欲望,让欧元区混入了不符合统一货币条件的国家,如希腊和葡萄牙,从而引发了欧元的危机。而德国有意拖延了最后出手时刻,一个弱而不倒的欧元,和乖乖听话的邻居,最符合德国的胃口。

作为新兴贸易大国的货币,人民币最大的特点是其有限可兑换性,并且有明显的生产型货币特征:货币扩张以实体经济增长为基础,有强大的产能和外汇储备支持,并且还有健康的对外资产负债表和潜在的庞大市场。面对长期贸易顺差下人民币的升值压力,中国坚持主动性、可控性和渐进性的原则,人民币汇率的均衡更多体现为控制下的均衡。尽管对于美元本位,日本不相信、欧洲不相信、中国也不相信,并施展自己的腾挪绝活,但这一次都被美国为了自家利益,顶到了墙角上。而危机暴风眼中的美国呢?

美国的问题在哪里呢?在于低储蓄?在于产业空心化?在放弃中低端制造以后,美国选择的知识经济、金融服务业已经分别以2001互联网泡沫和2008次债泡沫破灭宣告失败。而最最需要资本市场投入的新能源、太空技术却无法得到资金支持,我们担心所谓“伟大的博弈”已经过时,华尔街——或者说美式资本主义和金融市场的巅峰期已过——不再为实体经济输送资源。最重要的是,美国梦已经变

味,最优秀的人本来应该去最具有生产力的领域,结果都去了投行,并全力制造泡沫。而危机的根源,在于流动性反噬美国的FIRE部门,导致泡沫崩溃。本来每次危机都是消灭流动性,向均衡点回复的过程,但因为1929年那次太痛苦,货币主义者想要终结这种苦难,方法只有一个——更多的流动性。伯南克真的高明吗?只怕这辈子也无法回收他放出的那些流动性了。为什么复苏如此艰难,因为危机后的美元失衡没有根本调整。为了刺激国内的经济,在无降息空间时,美国还可以通过量化宽松让美元贬值,并通过大宗商品将成本转嫁给生产国,并使美元储备持有国的资产缩水。美元霸权地位令消费国的二次刺激让生产国买单,货币战来临。票选政治更导致了在最近中期选举压力下,美国将国内失业率矛盾外化的强烈愿望。这种不顾大国形象以邻为壑的民粹主义,充分揭示了目前国际货币体系的失衡和不公平,正如美国前财长康纳利所说:美元是我们的货币,你们的问题。”

人民币崛起

面对来势汹汹的二次量化宽松和随之到来的汇率战争,中国被迫仓促应战,美国纵横,中国就连横,抬升日元汇率,支持欧洲主权债和汇率。例如最近高层的欧洲访问就是寻求利益交换(德国的复苏有赖于中国的内需),为即将到来G20四国游戏做足功课。全球都在看G20如何在消费国和生产国之间进行平衡讲数了,就怕都有国

内的政治压力和核心利益要维护,谈不出个所以然来。

我们认为,消费国货币走弱,生产国货币走强是天经地义的事情,目前不过是消费国不肯让出货币霸权、生产国不肯上位的僵持局面而已。长期来看,生产国以产能为基础的生产型货币,远比消费国以信贷为基础的消费品货币和能源国以资源储量为基础的商品型货币更靠谱。这次中国不是不可以买单,trade-off在美国汇率可以升,储备可以贬,但美元必须退缩,量宽必须终止,IMF话语权必须交。

经此一役,中国会在强大外汇储备掩护下更积极地布局新国际货币体系。一方面以贸易联系和资本交往为依托,积极在亚洲和周边地缘上推动人民币跨境结算。从开放人民币对外结算试点,到增加国内主体的外汇持有额;从对国外央行和商行开放人民币国债市场,到积极将香港建设成人民币离岸中心。考虑到中国的经济总量、金融市场深度和贸易规模,人民币成为储备货币还有很长的路要走,但这个过程中可能要比市场预计的短——一个标注信号就是马来西亚已经将人民币债券作为收储货币。长期来看,人民币必将成为未来的储备货币之一,一个中美欧货币三足鼎立新体系迟早会形成。目前中国如同二战后的美国——具有最大的外汇储备(当时是黄金),最大的产能、最大的潜在消费,但缺的是爱因斯坦、奥本海默,可能更缺的是布热津斯基和基辛格。

货币不紧 房价难降

上海证券 胡月晓

易升难降的局面。

调控目标模糊令市场预期错乱

调控目标不明确,使得市场对政策理解产生差异,进而产生不同的预期,形不成向下的预期合力。政策目标的模糊,令开发商、投资者、自住型的真实需求者各方都在揣摩政策底线,市场各方之间充满着非理性的博弈!

调控历史降低当前政策效果

自2005年3月“国八条”颁布后,房地产调控的力度并非不强,措施并非不具针对性,但每次都被市场轻松化解,抛开“仁者见仁、智者见智”的

诸多具体原因,最根本的基础就是——2005年至现在,正是我国货币供给快速增加时期。1998年中国开始房地产市场化之时,货币深化指标(M₂/GDP)为120%,2005年快速上升到158%,之后便在此水准上稳定下来,2009年时在“反危机”的货币扩张政策下,中国货币深化指标再次快速上升,由2008年的155%暴涨到了181%(同期美国为60%),居全球首位,遥遥领先于世界主要经济体。

自从2005年国务院新、旧“国八条”和25号文发布后,国家层面的调控房价行为就没有停止过。但现实的调控效果是,年年调控年年涨,越调越

涨,及至2008年金融危机爆发,当房地产市场投机者、开发商等众多参与机构和人员,做好了“死”的准备时,没想到天降甘霖,空前的货币“大放水”让楼市投机者个个赚得盆满钵满。中国房地产调控的历史现状,不仅使得政府政策的公信力受损,而且使得投资者的“抗体”增加,极大地增加了市场对调控的“耐药性”。

货币政策攸关房价

基于房地产的金融属性,仅在产业层次上,在实体领域对房地产市场进行调整,其效果要么是无效,要么是导致新问题出现,同时还使得经济体

系中“寻租”现象增多,在制度上成就了腐败的系统性基础(这已被现实证明了)。从当前货币政策走向看,货币当局仍无加大货币回收力度的迹象。重症需猛药。从治理通货膨胀角度,快速回收货币的效果是最佳的,但猛烈的货币回收措施对当前房地产利益集团是一个重要打击,在现有利益格局没转换前,即现有既得利益集团的资产调整没完成前,对全社会利益格局调整有重大影响的强烈货币收紧政策是很难出台的。未来我国的货币回收力度将比较平稳,房地产价格走势也将进入一个平稳、缓慢,但为时较长的回落轨道。

