

每周酷图与思考

加息:或是向德国式增长学习的一步

国泰君安策略部

最近正在研读吉川元忠的《金融战败》一书,其中,弗兰德·巴古斯登(美国前经济研究所所长)曾经在1988年说了一句影响日本后续20年的话,“让日本拿自己的锅煮自己”。低利率、升值预期引导日本随后的泡沫疯狂与破灭,载入工业化史册的20年长期萧条也由此呈现。而同一时期的德国经济却并未受到多大影响。

利率、升值与泡沫

10月份的加息是国内央行自2008年金融危机之后的首次,市场的表象以及我们在加息之后跟部分投资者的沟通来说,都存在着普遍反映:一来加息并不会改变市场原有的趋势,二是加息代表着经济增长动力的恢复。2005-2007年的牛市伴随着的其实是货币政策不断紧缩以及强劲的人民币升值。

值得提醒的是,我们的确无法在短时间内找到充足的理由来反驳市场的一致预期,但是本身市场的一致预期是来源于之前经验的累积,那么,既然中国在2008年金融危机之后并非是第一个加息的央行,我们不妨借鉴下澳大利亚、印度加息之后的股市与汇率变动。



利率、升值乃至泡沫是美联储QE2之后衍生的关键主题,历史上的资本市场经验都表明低利率、升值预期的确是造就泡沫的核心,但是三者之间的聚合性却并非想象的如此简单,最经典的就是广场协议之后的日本与德国。

广场协议后的日本与德国

广场协议并非是日本一家被迫与美国签订城下之盟,而是诸多国家都与美国签署了这个协议。1985年9月22日,美国财政部长贝克、日本财长竹下登、前联邦德国财长施托塞尔、法国财长贝格伯、英国财长劳森等5个发达工业国家财政部长及5国中央银行行长在美国的纽约广场饭店达成五国政府联合干预外汇市场的协议,使美元对主要货币有序地下调,以解决美国巨额的贸易赤字。

广场协议后,日元兑美元到1987年底时已接近升值100%,但是并非仅有日元升值,马克升值了101.27%、法郎最大升值了100.55%、英镑升值了66.98%,而瑞士法郎、意大利里拉等诸多货币在这期间都有大幅度升值。但后续衰退20年的却只有日本。

不一样的利率,不一样的结局

广场协议之后,德国DAX指数、日经225指数整体表现都较为优越,与我们所想象的流动性释放大背景类似,而在1987年之后,伴随着反广场协议的展开,美元的被动贬值逐步结束,汇率方面的稳定性并没有导致股票市场行情的结束,而利率水平维持低位更长时间的日本超越德国,当然,所以说日本的泡沫化倾向更重,是在于当1990年市场下跌时,德国仅仅是短时间的调整,而日本则再也没有爬起来。

两国之间的差异在很大程度上源于利率水平的变动,日本政府为防止通货紧缩,从1986年1月到1987年2月将再贴现利率从5%降低到2.5%,并持续了27个月,这等于鼓励资金进入股市和不动产。而德国在货币升值以后,排除欧洲和美国的要求,坚持采取紧缩的货币政策,使得资金没有大量进入股市和不动产。

中国启示:德国式增长与日本式泡沫

9月份以来的人民币升值在形式上应该类似于1985年之后的被升值,关键的内在逻辑在于美元想贬值。但是从历史上来看,币值的变动并不能绝对改变两国之间的贸易顺差,而股市的表现其实并非源于升值的表象。贸易顺差贡献的外部资金流与国内货币政策贡献的内部资金流是决定性的因素,日本泡沫的行程并非源于日元的大幅度升值,而是在于贸易顺差扩张的背景下,并没有控制国内的货币投放,因此,国内10月份的加息并不能简单雷同于06/07年,而中期来看,我们确实应该为此次加息感到欢欣鼓舞。

团队精品

仅靠流动性能够推动一轮牛市吗?

东方证券策略团队

美元窄幅双向波动甚至贬值。

而我们认为,多余的流动性不一定非要从事地产或者其他商品领域流入股票市场,他们或许被央行收回,或许被房地产市场的向下调整消耗,或许会回流美国。

真正的牛市来自实体经济欣欣向荣所导致的企业盈利不断提升,这是我们最朴素而真实的判断。

需要提醒流动性的是:

- 1)11月之后,美元可能步入中期反弹(我们在下面可以再次重申我们对于美元将会中期走强的逻辑判断);
- 2)11月底之前,我们很有可能见到央行的再度加息(这将改变市场对于货币政策取向的预期);
- 3)12月中旬“中央经济工作会议”之后,货币政策有可能从目前的“适度宽松”向中性甚至“适度从紧”回归;
- 4)同时,明年的信贷额度会远低于预期(不论如何,至少2万亿的表外信贷一定会被消减掉)。

那个时候,如果这一切都“意外”的发生,我们还会对流动性抱有绝对的信心吗?

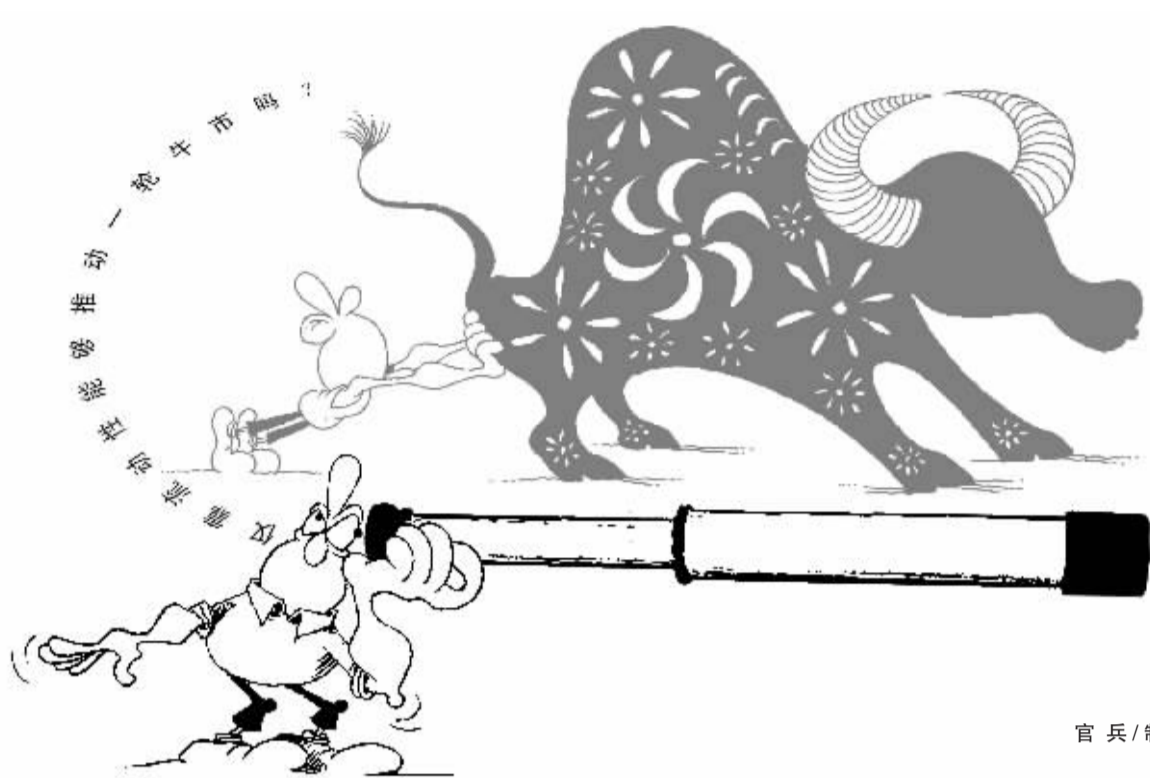
美国止赎风波揭示的潜在风险

美国近期潜在风险:“止赎风波”会进一步扩大么?

上周在二次定量宽松已经没有悬念的背景下,“突然”止赎丑闻不断冒出来,对市场带来的困扰也有愈演愈烈之势,既然事关美国房地产和大型金融机构,也就意味着事关我们对美国 and 全球经济复苏的判断,所以我们应该打个预防针也是好的。

贷款买房者会被银行止赎 foreclosure,无法偿还贷款,房屋被银行收回另出售他人)的前提是相关文件(note)在银行手里。也就是说房子的产权应该只承认note,而不认其他证券化凭证。明白这一点很重要。所以按理,note上面应该写得很清楚,最初是某某按揭贷款,然后银行将按揭打包给某某,某某又卖给了某某,逐一推下去,但是由于“转手”太多,以至于中间没有按照法律手续办理授权签字,而是倒了浆糊,或者说这条chain断掉了。怎么办呢?出现了专门止赎机构,明码标价,用何种手段处理各种业务(伪造文件)。本来过去了就算了,但是现在出现了“意外”。

在房地产市场疲软,失业率居高不下的背景下,违约潮和止赎潮爆发在所难免,很多担保机构不愿意承担过多风险,干脆把问题挑明。所以这件事,往小了说,不过是些法律程序问题,银行需要为自己的“失误”花些钱。大家要讲政治,在保经济复苏的大局面前,当政者可以协助银行搞些压力测试,让市场放心就是。往大了说,贷款者抓住银行的小辫子不放,大家都可以“白贷款”(后来购买房屋的投资者也“白买了”),整个抵押贷款根基



官兵/制图

没了,文明社会不文明了。

我们都知道美国法律以先前的案例为准,一旦开了这样的先河,所有银行的债主都会找上门,没有一家银行可以幸免。要知道2007年6月高峰期,民间抵押贷款证券化产品的投资总额达到2.3万亿美元。前面提到的某某投资者,不仅仅局限在美国,还有欧洲,还有中国,还有……

现在美联储鼓励民间资本“接手”,让房地产反弹的愿望将落空。作为外人,我们面对众多版本说法,对最终损失规模实在无法估量,但有两个小细节也许值得关注,第一,本周PIMCO、Black Rock、New York 联储等“大买方”已经起诉美国银行(Bank Of America)的子公司Countrywide 卖给他们不好的抵押贷款产品。会怎么样,而且,两房”的“土头”FHFA也动用手里的执法权,表明要向美林(现在也归美国银行了)讨个说法。第二,包括约翰·保尔森(John Paulson)在内的对冲界大佬,最近下了不少“本”在包括美国银行在内的金融板块,连他也被骗了?这次又会是提前预知巨大风险赚到爆呢,很快也会知道了吧。

不是说雷曼过去了,事情都解决了么……

一个关于“人民币升值”的笑话

昨天看到同事转发的一个关于“人民币升值”的笑话,看完颇有感触,愿与大家同享。2010年,一美国人到中国旅游,用10万美元兑换到68万人民币。在中国吃喝玩乐了一年,花了18万人民币。2011年,他要回去了,到银行去,因为人民币兑美元升值到1:5了,这位美

国人用剩下的50万人民币换到了10万美元。白玩了中国人一回,高高兴兴地回家了……

另一美国人今年也到中国旅游,也拿10万美元换了68万RMB,花50万买了套房子,吃喝玩乐花了18万,想回去了,房子不能带走只好卖了,净得100万,兑换了20万美元,白玩了中国人一回不说,还倒挣了中国人10万美元,也高高兴兴地回家了!

中国统计局也很高兴,因为GDP增长了……

美元会迎来绝地反击吗?

我们对于“美元将中期走强”判断的逻辑:

目前,市场对中期弱势美元的判断基础,主要在于美联储QE2的强烈预期。事实上,这样的判断非常值得商榷。简而言之,由QE2引发美元贬值所导致的大宗商品泡沫或新兴市场泡沫,不符合帕累托优化的基本经济学原理。

美国之所以准备采取QE2,是因为实体经济复苏缓慢,政府被迫再度注入流动性。QE2是希望资本能留在美国国内,而非流出。试想美联储下了这么大的决心,难道就是为了迎合全球的金融投机者?大家别忘了这可是奥巴马政府中期选举的救命钱啊!QE2的实质是进一步压低资金成本,让实体经济在较低的财务成本下得到更好的休养生息,希望企业能逐步在国内增加资本开支(CAPEX)而不是海外投资。如果美元持续走弱,意味着流动性涌出美国,这其实与QE2的本意背道而驰,QE2可能就是史上最致命的量化宽松政策,半路夭折。

从融资方的角度考虑,也很难会有所谓的美元贬值所引发的大宗商品

泡沫或新兴市场泡沫。大家都理所当然认为联储实施QE2的资金来源肯定没有问题,但这个逻辑是值得推敲的。2011年美国财政预算开支高达3.83万亿美元,至少2万多亿以上需要通过发行国债融资,绝大部分要卖给中日和欧洲国家。如果美元不能稳定,明年这些国债的顺利发行将是巨大挑战。目前中国的真实通胀水平已然很高,根本就不能再承受巨大的输入型的通胀压力。如果QE2的结果是导致资产泡沫,中国肯定会拒绝购买美国国债。看看曼哈顿街头不断扩格的国债钟,就知道美国人的借钱压力有多大。最为极端的情况下甚至不排除美元会对一揽子货币升值,也算美国政府“高息揽存”的最后手段。

即使考虑到美国的“五年出口倍增计划”,QE2也难以允许流动性在海外制造泡沫。站在美国国家战略角度考虑,全球再平衡的实质是顺差国增加进口、逆差国增加出口,如果QE2都把高通胀带给这些国家,将会逼迫这些国家最终采取极度严厉的货币政策去控制通胀,总需求也会被抑制,美国人的出口倍增计划实现难度将会加大。此外,美国大幅贬值将不可避免的引发其贸易伙伴国不同形式贸易或汇率战反击,将在相当程度上抵消美元贬值所带来的出口效用增加(事实上,至今也没有非常明确的证据表明当前的汇率政策可以消除经常项目下的贸易失衡,这其中更深层次的原因在于全球贸易分工格局的不断确立和深化)。

所以,美元近期的走弱更多反映的是政治诉求,美国中期选举前后将是非常值得我们留意的一个时间节点。届时,美元将有很大可能扭转颓势。结果如何,我们可以拭目以待。

全球在等待美国11月的声音

宏源证券 邵宇

东方的消费国和生产国间的温和妥协协议,和一个新兴国家同发达国家之间共享货币权力的合作仪式的彩排预演。

1)生产国再次表示不主动追求贸易盈余。美国财长盖特纳曾向会议提议,各经济体经常账户盈余或赤字应限制在GDP的4%以内,以缓和汇率争端,平衡国际贸易。而此前中国央行副行长易纲也谈到,中国政府将把经常项目盈余在GDP中的比例降至4%以下。2009年这个比率已从2007年的峰值10.6%降至6%,上次达不到4%的水平是在2004年。尽管还不清楚具体会如何实现,但这是一个明确的信号。其中存在的某种默契,可能预示有关各方都想避免在汇率问题上进一步提高调门。

同时,会议敦促储备国家(美国)必须采取行动节制货币印刷行为,盖特纳也开始发表有关“强势美元”的言论。显然美联储可能采取的新一轮定

量宽松,是通往“强势美元”道路上最大的障碍。尽管没有看到伯南克的表态,考虑到这次妥协的姿态,11月将到来的量级可能会比预期小(低于5000亿规模),也可能采取小步分阶段推进的形式,例如第一次1000亿。无论如何,双方外部均衡的短暂调整所赢得的宝贵时间,都需要内部调整加快进程和力度。

2)新兴国家和发达国家之间货币权力的让渡——二十国集团同意将逾6%的话语权转移给新兴经济体。欧洲将放弃两个委员会席位;可能需要1年左右的时间来决定由哪些规模更小的欧洲国家放弃席位。IMF委员会未来数周将举行会晤,以批准上述决定。中国的份额预计会从第6位上升至第3位,排名居美国和日本之后。而俄罗斯、印度和巴西也有望上升至2到3位。中国、印度、巴西和俄罗斯在IMF的话

语权已经跻身前十。但他们可能短期内无法奢望更多,对未来更有序的国际货币体系的等待依旧来日方长,这些调整要到2013年才能进行。而美国反对任何形式的轮流制度,美国的否决权更是依旧无法撼动。说白了这次美国基本没吃亏,中国有所得益,日韩欧都有些失意,全球经济生态还是丛林法则,美国丢个萝卜给中国,后面肯定有说法。

在此基础上,各国承诺暂时放弃汇率战,最终在《联合公报》中承诺,采取更多由市场决定的反映经济基本面的汇率政策,减少汇率过度和无序波动带来的负面影响,避免采取竞争性贬值措施。这为首尔峰会定下了基调。长期来看,我们认为,如果确实由市场力量来决定汇率,那么消费国货币走弱、生产国货币走强(资源国货币也伴随着走强)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。

3)对市场的影响:市场以怀疑的眼光看待这次休战。因为大家都清楚在一个民粹当道的世界里,国内的压力和利益始终是第一位的。纠结在于可能还有新希望,峰会基本会按照现在提供的线路图推进,如果国际的理性最终占据上风,可以预期消费型货币美元指数可短期重回上升通道,等待11月初量化宽松预期的实现;生产型货币例如日元、韩元的干预会部分解除,但汇率也不会因此出现大幅上升情况;预期人民币将继续运行于上升通道,至年底,升值幅度将达到3%左右,全年升值幅度达到5%;资源类货币例如澳元和加元的强势将得到继续休整,大宗商品价格也是如此。全球流动性会暂时失去投注的明确方向。市场都在胶着中等待11月初美国的明确态度。

