

# 美俄经济战很冷 全球利率上浮油价受冻

“

美国以一种“君子报仇、十年不晚”的方式开始了对俄的“经济冷战”，其持续时间应该会比较长。由于美俄都是非常强的国家，这场冷战也必然会成为影响世界经济的新变量。



吴比较/制图

刘锋

美俄经济战初露端倪。美国政府近日宣布针对俄罗斯主要经济部门施加制裁。接着，两大美国评估公司就开始行动，惠誉确认俄罗斯 BBB 评级，评级展望修正至负面。标普维持俄罗斯 BBB 主权信用评级，展望下调至负面。与此同时，它确认美国 AAA 评级，将其从评级负面观察名单中去除。美国能源部也在 3 月一度宣布释放 500 万桶的石油储备。让我们看看美俄进行经济冷战的必然路径。

## 经济冷战的必然路径

经济制裁的传统路径至少包括三个方面：减少资金流入到相关国家、减少相关国家的收入、影响和破坏相关国家金融条件。从减少资金流入的角度看，美国两大评级公司降低俄罗斯的评级就是以“市场化”的方式，阻吓外资流入俄罗斯。这表明，美国已经开始从资本项目的角度影响俄罗斯获得外汇。从减少收入的角度看，美国能源部宣布释放石油储备无疑是对俄罗斯的威胁，也表明了美国政府对油价的态度。可以断言，美国政府现在成了油价的一个重要影响因素，这个因素将长期制约油价上升。除此以外，美国还有一个更重要的金融武器，即美国是世界利率的决定者。

3 月 19 日美央行议息会议结果发布后，耶伦戏剧性地从大家公认的鸽派变成了一个不折不扣的鹰派。有的媒体认为，耶伦是由于经验不足的原因，这些媒体这么认为，只能说明这些媒体没有经验。耶伦的鹰派绝对不是经验不足，而是反映了美国的高层已经进入了“经济冷战”状态。耶伦将更快更早期地提高利率水平。在开放条件下，俄罗斯也将被迫接受一个不断提高的世界利率水平，美国由于自身竞争力的提升，完全可以适应一个更高的利率水平，而俄罗斯本已经步履蹒跚的经济再叠加一个更高的利率水平，经济会受到更沉重的打击。

## 全球利率上浮油价受冻

美国以一种“君子报仇、十年不晚”的方式开始了对俄的“经济冷战”，这场经济冷战持续时间应该会比较长；由于美俄都是非常强的国家，这场经济冷战也必然会成为影响世界经济的新变量。

如果经济战发生，应该会看到俄罗斯经济会发生一些重要变化。随着经济冷战的开始和深入，在一个偏中长期的时间域，美国会希望看到俄罗斯外汇收入的减少、外汇储备的减少、财政赤字的增长、汇率贬值以及居民生活水平的下降。

影响俄罗斯的这些因素也会影响全世界。美俄经济战会不仅影响美俄，也会影响其他国家，也就是所谓的外部性的概念。这些影响所有国家的因素包括更高的世界利率水平，以及长期受到限制的油价。应对美俄地缘政治和经济冷战的风险，主要应该针对以上这两点。对于不断提高的世界利率水平，审慎的财政和去杠杆是应对利率提高风险的合适方式；而对于受限制的油价，那些大宗商品出口国应当实行更审慎的财政政策。

## 美国地产依然很冷

美国地产数据依旧疲弱。2 月，美国新屋开工 90.7 万户，较前月少 2000 户，同比下滑 5.6%，是自 2011 年 9 月以来首次同比回落。值得注意的是，营建许可数由上月的 94.5 万户上升至 101.8 万户，其中独栋住房环比少增 1.1 万户，多户住房环比多增 8.4 万户。从趋势上看，独栋住房缓慢走低，而多户住房量持续上升。也就说明地产商认为出租市场要好于自主房市场，原因与高抵押贷款利率相关。同样，二手房销售市场继续惨淡，2 月仅新增 460 万户，较前月减少 2 万户。3 月，美国住房建筑商协会 (NAHB) 房产指数仅为 47，低于 50 荣枯线，表明整个一季度地产处于较冷阶段。

(作者系国金证券宏观研究员)

在一个偏中长期的时间域，美国会希望看到俄罗斯外汇收入减少、外汇储备减少、财政赤字增长、汇率贬值以及居民生活水平下降。

影响俄罗斯的这些因素也会影响全世界，这些因素包括更高的世界利率水平，以及长期受到限制的油价。

”



## 债券市场 告诉我们什么？



James Purcell



Kiran Ganesh

市场中的许多投资者非常关注美国债券收益率的走势。就在我们写这篇文章的时候，美国 10 年期国债收益率略低于 2.7%，而去年底曾触及 3% 的高位。

CIO (欧洲一预测机构)认为，部分由于美国经济增长加速，未来 12 个月美国 10 年期国债收益率将升至 3.4%。这一预测意味着债券持有者的损失将达到约 35 个基点，即我们的预期较国债远期市场 3.05% 的收益率高出 35 个基点，这对于我们在战术性资产配置中大幅减持高评级债券构成有力支持。

然而，债券市场传递出的信息远比收益率走势更多，我们据此来支持“欧元兑美元将在未来 12 个月走跌至 1.24”的观点。我们还认为，债券市场目前正就中期美国经济增长达成共识。因而，市场关注焦点正在转向美联储何时开始加息。“债券市场能告诉我们投资者如何看待美国增长前景。”

我们看空欧元兑美元有几个原因。从欧元来说，由于欧元区外围国家国债收益率反弹，使得估值相对缺乏吸引力，因而可能令前所未有的资本从美国投资者流向欧洲的势头放缓。综合债券和股票数据，回顾过去 35 年，资本从美国投资者净流出欧洲金融资产最多的 10 个月当中，有 4 个月发生在去年。

此外，随着欧元区外围国家经济复苏以及进口增长重新加速，我们预期欧元区经常账户盈余将下降，目前的盈余水平达到欧元问世以来的高点，占到 GDP 的 1.35%。这两个因素都对欧元不利。

最近几周，进一步削弱欧元的第三个因素已经出现：欧洲央行几位重量级官员承认量化宽松 (QE) 是合法的政策选择，甚至连保守的德国央行行长魏德曼 (Jens Weidmann) 近期也表示量化宽松并非“毫无可能”。

再从美元来看，美元走强受到美国经济增长出色以及利差日益扩大的支持。在过去的 10 年中，欧元 / 美元月度变化与美国和德国 2 年期国债收益率的变化之间存在 0.5 的相关性。目前，美国 2 年期国债收益率较同期德国国债高 25 个基点，而在 2013 年 12 月时，两者相差还不到 10 个基点，这一变化对美元有利。我们预期，美联储加息时点要远远早于欧洲央行，并且后者可能推出 QE。因此，美欧之间的利差可能会随着时间推移而扩大，促使基金经理将资金重新配置到美元以获取更高收益，因而会导致欧元兑美元走低。

债券市场不仅影响我们的欧元 / 美元配置，而且还告诉我们市场如何看待美国经济增长的前景。美国 10 年期国债收益率普遍被认为受中期美国 GDP 增长预期的影响非常大；而中短期债券，例如 2 年期国债收益率则与联邦基金利率短期预期的关系更密切。因此，最近美国 10 年期国债收益率的波动备受关注。目前 30 天滚动波幅目前位于第 18 个百分点 (从 2008 年至今)，并且收益率波幅较金融危机高峰时低 60%。

相比 10 年期国债收益率波动性下降，2 年期的波动性却大幅上升，原因在于市场猜测美联储首次加息的时点。去年 4 月时，2 年期与 10 年期国债收益率的波幅还基本一致，但现在前者是后者的约 3.6 倍。这表明，市场对美国经济的中期前景感到越来越放心，但对近期美联储政策则不确定。对美国经济长期前景的信心增强也为我们为在战术资产配置中加码美国股票提供了支持，因为确定性增强将鼓励长期资本项目支出。资本支出大幅增加支持我们预测的 2014 年美国 GDP 增长 3.0% (高于市场预期的增长 2.7%)，而且也有利于推动企业盈利增长和美国股市表现。

CIO 对 10 年期美国国债收益率的预测高于市场预期，这对我们提出的客户应在其战术资产配置中减持高评级债券的观点构成支持。然而，债券市场蕴含了更多对投资者有用的信息。市场对德国和美国短期国债收益率差将进一步扩大的预期意味着欧元将走强，而美国 10 年期国债收益率波幅下降表明市场对美国经济中期前景越来越有信心。

(作者系瑞银财富管理投资总监全球投资办公室分析师)

# 新加坡：亚洲最不看好的市场



郑汪清 (Kelvin Tay)

年不同而导致数据扭曲。如果看今年 1-2 月较上年同期的平均增长率，则出口增速在 5% 的温和水平。

“新加坡正在从劳动投入型开始减退。作为市场短期上涨投入驱动型向生产率的领先指标——做空活动，已朝历史驱动型经济增长模式平均水平回落。股市自今年 2 月以来转变。”

电子产品 (约占新加坡国内除石油以外出口的 32%) 在 2 月继续表现落后，连续第 19 个月录得负增长。石化产品继续强劲增长，增幅高达 49%，但该行在经济中的重要性相对较低，以出口额计算不到电子产品出口的三分之一。

全球对电子产品的需求改善或许会提振今年新加坡的出口，但我们预计其仍将不及中国台湾地区和韩国。这两个东亚经济体正积极准备迎接移动设备行业的加速发展，

而新加坡仍将重心放在个人电脑 (PC) 行业。

此外，对外国劳工的限制推高了新加坡的劳动力成本，使其出口产品相对较昂贵。电子产品出口占总出口的比重自 2005 年以来也已下降了近 20 个百分点，增速快于其他亚洲经济体。在西方经济体开始增加 IT 支出 (一般在经济周期较晚时期出现) 前，新加坡电子行业不太可能强劲反弹。

尽管新加坡出口有望受益于美国和欧元区经济形势好转，但紧张的劳动力市场和更缓慢的人口增长可能会拖累其经济增长。新加坡正在由劳动投入驱动型向生产率驱动型经济增长模式转变，政府致力于让更多的就业岗位由制造业转向服务业，重新设计流程以提高自动化程度，并限制外国劳工流入，导致国内企业的利润率受压。

与此同时，股市的另一个重要板块也面临压力。政府通过实施调控措施和增加住房供应，令住房价格通胀保持在可控范围内。地产股和房地产投资信托基金 (REITs) 在 MSCI 新加坡指数中占比高达 20%，而在利率上升的环境中这两者通常会丧失吸引力。

另外，最近几周新加坡股市上涨之后，估值吸引力已下降，增长动能的上涨已导致 MSCI 新加坡指数的 12 个月远期市盈率升至 13.6

倍，与 13.7 倍的 5 年历史均值基本持平。该指数较 MSCI 亚洲 (日本除外) 指数 11.3 倍的市盈率溢价达到 21%，远高于 13% 的历史溢价水平。另一方面，MSCI 新加坡指数的市净率估值为 1.3 倍，较 1.5 倍的 5 年历史均值低 1 个标准差。

考虑到这些情况，加上其出口的构成，我们将新加坡列为亚洲 (日本除外) 股票策略中最不看好的市场。

(作者系瑞银财富管理南亚大区首席投资总监)

## 经营证券业务许可证 (正副本) 遗失公告

日信证券有限责任公司霍林郭勒中心路证券营业部经营证券业务许可证 (正副本) 遗失，编号为 12971028，声明作废。特此公告。

日信证券有限责任公司  
二〇一四年四月十七日