

美元升值周期加剧全球金融债务风险

张莱楠

当前,全球经济的失衡性复苏加剧了全球货币政策周期,全球股市、债市、汇市,以及货币格局的分化,美元步入长期升值周期将引发全球新一轮债务和金融动荡。

后危机时代 全球经济分化

我们可以把2008年金融危机以来全球经济的调整大致可以分为两个阶段:第一阶段是2009年至2011年中,其经济特征是以新兴市场为主导的再工业化过程,受益于扩张性的经济政策,新兴市场尤其是金砖国家上增长强劲;第二个阶段是2011年下半年至今,经济的主要表现是新兴市场增长受制于通胀和资产价格泡沫的压力,经济持续下行,而以美国为首的发达市场则逐步完成了私人市场的去债务化,经济逐步走出底部,开始回暖复苏。

从经合组织(OECD)综合领先指标来看,当前全球经济总体处于弱复苏阶段,但结构分化明显。美国经济2011年底部之后开始上行,欧洲经济2012年底部之后回升,七国集团市场整体上呈现逐步复苏的趋势。相反,新兴市场经济从2011年之后表现相对低迷,特别是受到今年以来美联储退出量化宽松预期影响,普遍遭遇资本外流、货币贬值以及金融市场动荡的冲击。

分析师“不要脸”的尴尬

张欣然

股市的暴涨暴跌,最为难除了投资者,还有预测走势的研究员(分析师)。这不,日前就有研究员在报告中不无自嘲地称“我们坚决不要脸了,做卖方的就不能要脸”。

仔细阅读这份名为“坚决不要脸”研究报告,不难发现分析师之所以放下脸面,是因为受黑天鹅事件影响,被迫无奈调整短期看法和应对策略。一边是公司业绩考核压力,一面是客户的质问,还有舆论的跟踪,在研究咨询同质化竞争激烈的今日,唯有豁出去拼了。

翻阅近年研究报告,除了“不要脸”外,为吸引眼球、搏出位,研究报告又何止这些。比如,诗词体“股指东南飞”、“要知春时节,花蝶解语前”;淘宝体“亲,股市大涨也别忘风险”;娱乐体“有一种冷叫妈妈觉得你冷”等等,避开报告自身逻辑分析不论,但从这些标题就够“潮”的。

从某种角度上来看,我们或许还可以将这份自嘲理解为,受外部不可抗因素的影响,专业价值投资分析的研究员在调整评级时,那一丝丝无奈。正如此报告所称:脸面重要还是投资收益重要?让客户赔钱还是让客户及

欧美日货币政策分化

美联储加息周期有望在2015年展开。尽管当前美联储主观上对加息依然很谨慎,但根据全球金融市场的多数机构预测,美联储在2015年9月启动首次加息很可能成为大概率事件。2014年6月,美联储公开市场操作委员会(FOMC)会议纪要中细化了美联储加息使用货币政策工具的种类与方法,基本确定了以超额准备金率IOER为中心,使用隔夜逆回购利率RRP来构筑低于IOER的“利率下限”,从而形成有效利率区间的加息机制。联邦基金利率目标调整幅度为25基点,即首次加息可能上调25或50基点。

而相比之下,主要发达经济体货币政策正在走向大分化,欧洲央行未来除了新一轮长期再融资计划(LTRO)、证券购买计划(SMP)之外,还将有更广泛的长期资产购买计划,会将量化宽松进行到底。日本方面,日本经济依旧在衰退边缘徘徊,特别是鉴于日本通胀率增速缓慢,日本央行决定在货币政策方面为经济提供更多支撑,以防止去年4月的消费税率增加导致经济继续下滑,并实现2%的通胀目标。日央行将增购政府债券,并将扩大从银行及其他金融机构购买的金融资产,以刺激金融机构增加对企业放贷,同时为市场提供更多流动性。受此影响,美元兑欧元、日元会继续保持升值态势。

时止损?不管是卖方还是买方,你永远不可能是真理但请向真理靠近。

经过近十年的发展,卖方研究报告虽有量的飞跃,但质的提高却有限,部分研究报告水平甚至出现倒退。不少卖方研究报告不仅没有办法满足投资者需求,更无法应对其他券商研究所日渐激烈的竞争环境。无奈之下,有些卖方研究只能提供“竞强弄巧”的非研究服务以弥补研究能力的缺陷。

面对反复调整的观点,投资者大呼跟不上卖方脚步。研究观点有的一日一变,有的三五日一变,就算是业内公认的数一数二的分析师,也不敢保证自己能准确预测未来5年、10年市场的变化情况。对此,安信证券首席经济学家高善文曾表示,人们都认为经济学家要预测未来,其实原则上,市场和经济本身都是不可测的,预测本身会被击败。

股市本来就无法预测,但分析师的工作往往又是需要预测未来市场的点位、涨跌幅等变化,两者本身就是矛盾的。这也成为研究报告往往一发布就被“打脸”的原因。

因此,研究的目的是不应该猜测点位,而是发现经济的本质,提出有价值的观点,为机构投资者或高净值个人投资者提供货真价实的研究报告。

50美元或成油价新区间上限

胡月晓

2014年下半年以来,国际原油价格一路向下,布伦特隔月合约价格由2014年6月23日最高点120美元,飞流直“泻”到当前的46美元,半年内跌幅超过50%,且中间无任何像样反弹。

跌跌不休的原油价格走势,自然让投资者产生以下多个疑问:为何跌?何时止跌?新价格区间在哪?影响几何?

为何跌?市场已有很多的解释,仁者见仁、智者见智,有些甚至是相互矛盾的。常见通常有:1)地缘政治说,俄乌冲突导致西方挥舞起原油定价权大棒,不惜“自折八百”,打击俄罗斯经济;2)新旧能源竞争说,OPEC等传统产油国为排挤页岩油等新石油开发商进入市场,不惜低价保市场;3)美元上升说,美元强势回归,导致油价回落。笔者认为,以上说法对当前油价走势有着或多或少的解释,

但没有一种能从根源上说明问题;即只能解释波动,难以解释趋势。以上三种说法在任何原油价格波动走势中,都是适用的。此次油价单边快速下行的独特走势,一定是在产业层次上出现了基础性的变动!

石油产业的这个基础性变化,就是全球原油供给结构发生了重大转变。随着发展中国家经济发展,需求在全球范围内更加平均;另一方面,新增供应增多,供给也趋向多元化。1973年,OPEC占全球石油供应的56%,现下降到约30%。当前OPEC在全球石油供应中的比重下降,OPEC本身也更分散,石油供应方面的价格制定领导者的地位在下降,垄断性定价向竞争性定价转变。我们知道,市场经济中竞争性定价的均衡点是边际成本,而石油开采的边际成本要远低于现在市价,甚至要低于20美元,这意味着当前的油

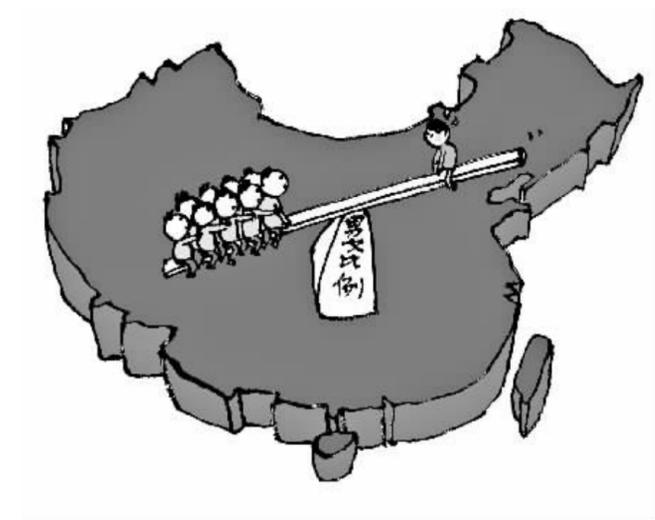
美元升值 将抬高全球债务负担

如果再考虑到美元周期的问题,风险就更值得高度警惕。上世纪70年代以来,美元走势呈现五个阶段的贬值和升值周期。概括起来,表现出以下基本特点:第一,美元贬值和升值呈现明显的周期性特征,而且每个周期升值或贬值幅度都相当大。第二,美元汇率走势受美国债务规模和货币政策尤其是利率政策的影响较大。第三,美元汇率的重大调整往往与其他国家的债务危机或金融危机相伴。

美元升值进一步抬高全球债务负担。根据国际货币基金组织(IMF)预测,2014年,发达经济体的总债务为50.95万亿美元,规模同比上升2.32万亿美元;发达经济体的负债率为108.32%,同比上升0.66个百分点,债务风险依旧困扰着发达经济体。又有统计数据显示,全球债务总负担(包括私人部门债务和公共部门债务)占国民收入的比例从2001年的160%,升至金融危机爆发后2009年的近200%,到2013年更是达到215%。

当前,美元已经进入强势周期,将会使许多以美元计价的新兴经济体海外债务面临风险,并推升全球债务负担和融资成本。据IMF统计,在2008年金融危机后,新兴市场的非金融类企业的海外发债规模出现了急剧飙升,其本质大多是新兴市场大企业利用离岸子公司通过在离岸市场所发行的债券、跨境外币贷款来进行资金套利交易。根据国际金融协会测算,2014年至2018年,所有新兴国家需要展期的企业债务将达到1.68万亿美元,其中约30%以美元计价。如果美元进入升值通道,新兴经济体债券展期成本将显著上升,债务风险将随之升温。

我国男性人口比女性多3376万



男性多出三千万,性别失衡埋隐患。重男轻女是陋习,自然生育受挑战。B超技术偷偷用,增加日后光棍汉。优化落实生育法,男女平等多宣传。

王铎/图
孙勇/诗

三类新兴市场国家 风险更大

全球三类新兴市场国家尾部风险更大。随着美国货币政策紧缩及美元升值,新兴市场出现了资本流出,并导致该市场MSCI指数下降,部分新兴市场货币贬值,波动性上升,以下三类国家更易冲上冲击:

一是杠杆率高的国家。短期外债率高的国家更为脆弱。为克服金融危机的外部冲击,新兴经济体大量举债,致使负债率不断上升。如印度、阿根廷。其中印度短期外债占全部外债的比例从2009年23%上升至2013年30%,超过25%的国际警戒线。二是“双赤字”国家。对于新兴市场而言,经常账户是一个经济体内外平衡的联结点,经常账户盈余意味着债务累计速度更慢,经济体竞争能力更强。反之,经常账户恶化的经济体意味着债务累计程度更高,面对外部冲击时爆发危机的概率更大。2014年以来,新兴市场代替了欧洲边缘国家而吸收了国际经济的不平衡,从而成为经常账户赤字的主要承担国,尤其是印度、印尼、巴西、土耳其和南非,这些国家经济增速最为严重,并且同时拥有庞大规模的经常账户赤字和财政赤字。

三是资源型出口国家。美联储退出第三轮量化宽松后,美元进入周期性上升通道,带来大宗商品价格下跌,南非、巴西、印尼等资源生产国的经济将面临一次大调整。这些国家经常项目顺差减少甚至出现逆差后,不得不靠资本项目净流入维持资金周转,这将进一步加重偿债压力,导致经济脆弱性大幅上升。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

焦点 评论

政府应以减税引导 企业设立年金

马晓明

此次机关事业单位工作人员养老保险制度改革后,机关事业单位要建立职业年金制度引发“新不公”的评论,人社部副部长胡晓义表示,确实很多企业没有建立年金制度。问题的实质在于如何引导更快地发展企业年金,使更多的企业员工不但有基本养老保障,也有补充的养老保障。

企业年金,确实需要政府引导,本来企业主就没有这个积极性,何况现在企业税负负担沉重,特别是中小企业,成本压力太大,不像政府机关,从税款中出钱办福利不存在利益性障碍。而说到税款,企业年金这一块,政府不能在税款上做一些文章,比如减免税,促进企业加快年金制度的实施?对企业有针对性地减税,促进企业年金制度落实,这是一个看得见摸得着的“引导”,而其他方式的“引导”,要么是效果难见,要么是企业无力负担。结果是,政府关于企业年金的善政,就可能飘在空中落不下来。

去年下半年,国务院决定实施普惠性降费,为企业特别是小微企业减负添力——从一个侧面证明了民企税费负担沉重这个问题。而说到中国的税负与民企税负的问题,几乎是随意就能举出一大堆例子。比如去年广州饮食商会的一份数据显示,餐饮业要缴纳的税费高达50项,占营业收入的12.5%。形象的说法是,一只鸡13种税,29种费,一条鸡腿全都贡献给了税费。有数据显示,去

“两融”业务 宜实行“两低两严”

皮海洲

中国证监会对“两融”违规的券商实行处罚,无疑是一种正常的行政监管措施。此举有利于保护投资者合法权益,有利于促进融资融券业务发展。不过由于上证指数处于3400点区域的敏感位置,市场对“两融”罚单的出台过于敏感,加上上周五证监会公布了《商业银行委托贷款管理办法(征求意见稿)》,对委托贷款资金来源、投向及银行职责等作出明确规定,从而导致市场对“两融”罚单的出台做出过度解读,认为是“联合打压股市”,所以股市就出现了“1·19”暴跌的一幕。

实际上,撇开市场的过度解读不谈,证监会规范券商的融资融券业务是很有必要的。因为从去年11月下旬以来,股市出现疯牛走势,而且盘中也常常出现暴涨暴跌的一幕。这种走势极大地放大了市场的投资风险。而导致这种疯牛走势出现的重要原因之一,就是由于资金杠杆撬动的结果。因此,为了股市能够平稳发展,同时也是出于保护投资者利益的需要,证监会对券商在融资融券业务过程中出现的违规行为予以规范,并对违规券商予以处罚,这无疑是很有必要的。不过,基于A股市场的现状来说,对“两融”业务的规范需要实行“两低两严”。虽然“两融”业务是双刃剑,投资者参与“两融”业务必然有投资风险,但从券商以及管理层的角度来看,还是应该兼顾好服务投资者开展“两融”业务与做好风险控制之间的关系。而在这一点上,“两低两严”应当是解决这一问题的有效方法。

“两低”指的是降低“两融”业务的门槛,同时降低融资的杠杆。“两融”门槛的设置不应过高。50万元的门槛设置会把中小投资者赶到社会上寻求各种途径的配资,这对于中小投资者来说意味着更大的投资风险。因为社会上的各种配资,投资者不仅要付出更高的资金成本,而且其配资杠杆比券商融资的杠杆还要高出很多。投资者在操作上一旦出差,就有可能血本无归。因此,从保护中小投资者利益的角度,券商有必要尽可能地将中小投资者留在“两融”的平台上。其实早在2013年4月证监会就已经取消了窗口指导,授权证券公司自行决定“两融”门槛。因此,再把“两融”门槛提高到50万元并不合适,也不利于保护中小投资者。

之所以要降低融资杠杆,也是基于控制中小投资者投资风险的缘故。目前“两融”的杠杆都在1倍以上,理论上最高可达3倍。对于资金量较小的中小投资者来说,这意味着一旦行情做错将会承担较高的投资风险。所以“两融”的杠杆有必要降低,比如控制在1倍之内。或者将资金量低于50万元的投资者的融资杠杆控制在1倍或0.8倍以上。50万元以上的,则维持现行的杠杆比率不变。

至于“两严”,则是指券商要严格执行“两融”的相关政策,不得有违法违规的行为。而一旦券商出现违法违规的行为,监管部门则应对其严格查处,不能姑息养奸。基于“两严”的内容投资者都耳熟能详,故在此不作赘述。

联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至 ppll18@126.com。