

注资万亿欧元 欧洲央行再推扩大版QE“养家”

胡月晓

欧洲中央银行(ECB)1月22日宣布了一项扩大资产购买规模的计划,将向孱弱不振的欧元区经济注资逾万亿欧元,为振兴经济进行最后一搏。另外,希腊等尚未退出国际救助计划的欧元区国家也将被包括在债券购买计划之内,但需附加额外条件。在风险承担方面,20%的债务违约风险将被共同承担,而其余80%的风险由相关国家的央行承担。

欧洲央行称,将在今年3月到明年9月底之间购买公债,德国央行对此持反对意见,且德国政府担心,此举可能导致一些花钱大手大脚的成员国放松经济改革。

欧洲央行总裁德拉吉称,加上现有的购买民间债券的计划,以及向银行提供数千亿欧元低息贷款的长期再融资操作,新的量化宽松(QE)计划将每月向经济注入600亿欧元。未来,欧洲央行将坚定实施这一计划,直到欧元区的通胀趋势出现持续的调整。到明年9月,将会印钞超过1万亿欧元。

欧洲央行当天还宣布,维持基准利率在0.05%的历史低位。

三因素逼出新QE

首先,欧洲经济持续低迷。相对于美国和中国而言,欧洲经济活力明显不足。2013-2014年,欧元区经济虽然走出下降态势,但增长乏力,2014年GDP增速不到1%,明显低于危机前和危机后的反弹时期。相对而言,美国经济复苏的步伐要有力得多。

其次,欧洲物价压力持续上升。从物价方面看,欧洲的持续通货紧缩态势也很严重。在发达国家中,除了有通货紧缩传统的日本之外,欧洲的物价形势最为严峻。2014年12月,欧元区最新的CPI数据为-0.2,即使是扣除食品和能源的核心CPI,通胀水平也只有0.7。伴随国际大宗商品价格的持续走低和经济的低迷,欧元区未来的通货紧缩压力仍有上升趋势。

第三,希腊再陷危机,欧元又面临解体威胁。希腊作为引爆欧元危机的“导火索”,经济一直未有改善,依靠外债援助,希腊得以度过2009年的困难时期,欧元也得以避免解体。然而希腊一直靠救济过活的状态,随着希腊新选举年的临近,态势随时面临改变。反援助的极左翼联盟(Syriza)党极有可能借机夺得希腊执政权,从而引发希腊政府与欧盟(EU)和国际货币基金组织(IMF)之间的僵局,进而催生新一轮金融危机。为改变欧元区困难国家的财政僵局,避免欧元解体,ECB被迫再放水。

新QE:成员国分摊担责 规模略超预期

与先前由ECB统一执行买债操作的量化宽松政策不同,此次QE政策买债的风险违约责任在ECB和成员国央行之间分担:ECB承担20%,成员国承担80%。这种分担的操作模式强化了成员国的货币责任,但同时意味着各成员国实际上取回了部分货币权力。欧元危机在ECB持续QE,避免解体的同时,ECB

降息



彭春霞/制图

的货币统一权力也被迫向成员国下放。

在ECB正式宣布决议前,市场早已预料到ECB会实施新QE。ECB和FED一样,对于货币政策都有较为公开的透明性,因而市场先前就预言,欧洲央行执委会提出的购债计划,将在周四会议上作出决定。但市场原先预料的规模是每月500亿欧元。据路透社先前的报道,欧洲央行执委会已提出一项计划,央行可自3月开始每月购买500亿欧元(580亿美元)债券。市场普遍预计,欧洲央行执委会的提议将在央行管理委员会周四会议上讨论,并可能作出修改。若计划从3月开始并持续一年,按每月购买500亿欧元计算,需要的资金总额约为6000亿欧元。若计划延长至2016年底,购债总规模要超过1万亿欧元。

ECB的新QE将部分购买决策赋予了成员国,成员国央行的权利和责任都增加,不再是单纯的政策执行机构。ECB的这种量化决策,主要目的是为了督促希腊等国加强财政纪律,减少其在货币政策上“绑架”ECB的可能,但客观上也使得欧元区成员国得到了部分货币主权。由于欧元区各国经济的差异性,货币决策差异化有一定的客观基础,预料ECB的货币权力未来将进一步分解,成员国在统一货币下得以恢复部分货币主权。

欧元汇率应声而下 大宗商品价格依旧

ECB宣布新的QE后,欧元汇率再度下降。由于欧洲经济持续低迷,以及和美国经济截然不同的走势,2014年年末以来,欧元兑美元一改前期相对平稳的态势,持续贬值。ECB新推QE后,欧元贬值趋势将更加明显。

虽然欧元放水,但美国的QE退出趋势不会改变。由于原油、有色金属等国际大宗商品,鲜有以欧元定价的,即国际大宗商品价格大都掌握在美元手里,因此欧元放水不会引起国际大宗商品价格的波动。从需求角度,欧元放水可以避免欧元解体,阻止欧洲经济下跌,但难以对真实需求有增长。金融属性最强的欧美股市,在ECB决议公布后,应声上涨,但大宗商品反应要明显弱。

中国不为所动

ECB的行动早在市场预期之中,中国的货币政策不会因此改变。中国货币政策对外方向是国际化,并有严格的稳步推进措施——通过签定双边货币互换,步步为营地推进人民币走出去!随着人民币国际化程度的提高,除了FED政

策对中国的货币政策影响较为直接外,其它货币政策已基本不对中国货币决策构成方向性改变影响。当前中国已在14个国家和地区建立了人民币清算安排,人民币已然成为区域计价、结算及投融资货币;已与28个中央银行或货币当局签署了双边货币互换协议,推出了人民币对新西兰元、英镑、欧元、新加坡元的银行间市场直接交易和人民币对哈萨克斯坦坚戈的银行间市场区域交易。ECB放水后,人民币将进一步加强与美元的联系,弱化与欧元的联系。

首先,中欧之间的贸易互补性较高。就贸易而言,中欧之间的直接冲突较少,双方更多的是互补和各自市场保护,因此欧元放水会带来汇率变动,对双方贸易影响较小。

其次,人民币钉住的是美元。中国货币政策历来是钉住美元,而不是其他货币。中国货币当局虽然号称钉住“篮子”货币,但从实际表现看,人民币实际钉住的是美元。只要美国没有大动作,中国不会有自发的动作。

第三,中国的资本项目只是有限开放。这意味着欧元放水不会引起国内货币的被动扩张。欧元新QE,客观上使得欧元在国际货币体系中的地位进一步削弱,中国货币当局会进一步减少人民币和欧元间的联结程度。

(作者上海证券首席宏观研究员)

■客官别急 | Easy Investment |

玩转可转债并不容易



证券时报记者 朱凯

可转债,全称可转换公司债券。由于兼具债性和股性,因此深得某些风险偏好相对较低的投资者参与。不过,随着近期相关正股快速上涨,可转债纷纷触发强制赎回条款,相比可转债当前的市场价格而言,如果不慎忘记转股而被强制赎回的话,将可能出现相当高的实际损失。

笔者近期就接触到几位“粗心”的散户投资者,他们持有的平安转债(目前已退市),因在最后赎回日之前没有完成转股手续,而遭到发行主体的强制赎回。据他们介绍,转债价格170余元,结果只得到略多于100元的赎回款,白白损失了数万元资金。

那么,散户投资者到底适不适合参与可转债交易呢?可转债的投资价值究竟应该怎么理解?为此,笔者向债券基金经理、券商资管研究人士作了一番请教。基本结论是,可转债的优点和缺点都很明显,有很好的风险保护作用,但同时需要投资者有时间和精力去跟踪公司公告及行权条款变动,以免遭受“不白之冤”。

兴业全球基金资深基金经理杨云认为,我国可转债的发行主体均为A股上市公司,其发行可转债的目的旨在降低融资成本、稳定股票市价、调节权益与债务资本的比例等,因此可转债条款总体上是“有利于”投资者的。不过,天下没有免费的午餐,凡事都需要进行仔细的关注和研究,可转债投资马虎不得。

上海地区某大型券商研究人士表示,买入可转债要讲究时机,一般是在其债性偏强的时候买比较好。简单理解就是,当其对应的正股处于下跌趋势中,同时可转债价格比较接近面值100元或低于100元时,就属于债性偏强,可以大胆买入。比如说,在深圳证券交易所上市的歌尔转债(128009),其正股就是歌尔声学(002241)。以1月22日为例,歌尔转债的收盘价格在153.50元,而歌尔声学的股价收盘在30.64元。

2014年新股申购制度改革之后,网上申购采用配售制,存在限额限制。对于某些风险偏好不高、不愿意大量参与股票二级市

场的投资者而言,打新股的成本无形中提高了,资金使用效率也受到了限制。据称,不少资金量比较大的保守型投资者,开始涉足可转债市场,成为新的参与力量。

对于非机构投资者参与可转债市场,杨云认为,可转债总体上是不适合散户的,这是因为可转债的条款非常复杂,你必须经常关注公司的公告,否则就可能遭受未及时调整而强制赎回的风险。据相关统计,迄今为止每一只可转债的赎回日之后,仍总是有一定规模的可转债没有转股,从而被“折价”赎回,相关当事人也苦不堪言。

试想,有几个散户能够像上班那样,每天不停盯着公司的新发公告看?又有几个散户投资者能够看得懂内容繁复且专业性极强的可转债条款?

不过,据专业人士介绍,可转债也具有一定的套利模型。简单说,在价格下跌至某一合理位置时买入可转债,并T+0当日转股,次日再择机将股票卖出获利。但是,这其中包含了一定的绝对时机,对可转债缺乏深入研究的人,或许很难抓住这一套利空间。

一般而言,按照监管部门规定不允许直接参与股票二级市场的金融机构,往往会通过投资可转债,间接分享股市上涨带来的较大收益。据介绍,这些机构主要包括券商资管、保险公司、某些一级债券型基金以及部分财务公司等。

所谓可转债的“风险保护”,指的是同样一家公司发行的股票与可转债,当市场下跌时,可转债的跌幅会远低于正股的跌幅。这表明,当看好某家上市公司或者其所处的行业发展前景时,不妨买入相对应的可转债,长期持有到转股为止。不过还是那句老话,散户想要“玩转”可转债,首先必须做一个有心人,千万马虎粗心不得。

据Wind资讯统计,截至本周,沪深可转债市场存续的可转债共有28只,其中沪市的19只(含停牌的双良转债),深市的9只。在近三个月(65个交易日)中,涨幅最大的可转债为中行转债(113001),区间涨幅超过64%。此外,深受A股市场上上涨情绪影响的分级可转债基金,如招商可转债B(150189)、银华中证转债B(150144)等,近期涨幅也非常可观。

不过,随着证监会融资融券管理政策及“中信证券大股东减持事件”等的爆发,上述高风险品种均出现连续跌停。除了市场情绪的因素外,机构赎回压力及流动性管理压力等,均是投资可转债类产品的风险点之一。令人记忆犹新的是,2012年年中及2013年“钱荒”时最先暴跌的,很多时候都是可转债品种,风险也最难以预判和控制。

因此,除非有特殊的风险管理需求,普通散户投资者并不建议参与可转债等的投资。

期待更多央行重回降息俱乐部

彭松 曹阳

在1月22日欧洲央行采取1万亿QE前后,诸如瑞士、丹麦、加拿大等不少央行纷纷降息应对,那么这些国家降息的原因和市场影响如何?

继1月15日瑞士央行将银行间Libor目标利率下调至-0.75%后,丹麦央行在19日和22日连续将存款利率从-0.05%下调至-0.35%。此后,土耳其、加拿大央行也下调利率和至7.75%。我们理解各国央行下调利率原因有以下几点。

首先,油价大幅回落降低了各国通胀压力。自2014年三季度末国际油价从94.5美元大幅回落到至47美元,跌幅达到50%。油价下跌对各国、尤其是原油进口国有“减税”作用,从花旗通胀意外指数来看,G10、新兴市场的该指数分别回落至-12.3和

-14.7,这为各国降息提供了空间。

其次,各国需要平衡利率、汇率政策,应对经济环境的变化。2015年初IMF下调了全球经济增长预测,相比2014年的3.8%下调至3.5%,显示各国经济下行风险依然较多,这需要较低的利率促进国内增长。降息可以缓解汇率高估压力,也增加国内政策的灵活性,这一点对于加拿大最为重要。加拿大是G7国家中最大的原油出口国,原油出口占比达到18%,油价下跌和汇率高估均不利于出口,并拉低经济增长。一方面,我们测算油价每下跌1%对应GDP下滑0.03个百分点,另一方面,仅就贸易余额看,由于加元对美元升值有限,但新兴市场货币、欧元对美元大幅贬值,我们发现加元对美国的贸易顺差大幅收窄至32亿加元,对中国贸易逆差扩大至145亿加元。因此加拿大需要低息、弱汇率的组

合来拉动经济增长。

最后,资金跨境流动的外溢性也是各国央行关注的焦点,这在欧元区尤其如此。2008年以后欧元区内存款下滑是趋势性的,整体欧元区存款增速从11.7%大幅下降至2014年11月的1.2%。从资金流向来看,大致经历两个阶段:第一阶段,希腊、西班牙等欧洲边缘国家银行业风险增加,2008年至2012年7月间存款从边缘国家转至核心国家;第二阶段随2011年10月后欧洲央行不断降低存款利率,并在2014年6月起开始实现负利率政策,存款加速流出欧元区,金融机构的信贷投放也偏向区外国家。从数据来看,欧元区外国家的贷款占比在2014年10月达到26.7%,相比2012年7月采取零利率之初增加了1.36个百分点,西班牙的贷款下降最为明显,其占欧元区总贷款占比从17.5%下降至14%,这意味着欧洲央行的宽松

政策对区内信贷条件改善有限。

但是欧洲央行这些诸如LTRO、QE的宽松政策释放流动性通过跨境资本流动给非欧元区国家造成很大压力,如欧元贬值造成各国汇率高估、高息国家存款增长过快,信贷条件较宽松增加资产价格泡沫风险。我们以瑞士、丹麦为例进行简要分析。

从瑞士来看,迫使瑞士央行(SNB)进行降息和升值的原因在以下几点:其一,为维持与欧元高估的汇率,瑞士央行需要回收外币,增加外储累积,截至2014年三季度瑞士央行的欧元储备价值高达4710亿瑞士法郎,占比达45%。2014年下半年起,欧元持续贬值了20%,外储持续缩水增加SNB实行盯住汇率压力;其二,由于瑞士国内利率相对较高,欧元区资金流入使得信贷条件宽松,推高了房地产价格。相比2011年底,2014年9月瑞士房价上

涨了9.2%。为了对冲外部资金流入压力,减缓外储和资产价格压力,瑞士央行被迫放弃与欧元的汇率下限并下调利率。丹麦的情况也较为相近,其国内来自欧元区金融机构存款从2012年7月后持续下行,同期本国居民在非欧元区金融机构存款大幅增加,这迫使丹麦央行降息来进行平衡。

各国降息后的经济前景可能并不相同,我们相对看好加拿大、丹麦的经济增长,但对于瑞士的增长前景看法谨慎。

从政策搭配来看,对于经济走弱的经济体,采用降息和促进汇率贬值的政策会有较好效果。加拿大三季度GDP环比折年增幅下滑至2.8%,相比第二季度的3.6%回落明显。加元兑美元贬值,降息的影响均对经济影响正面。从丹麦来看,二、三季度的单季GDP环比增速仅为0.1%和0.4%,因此宽松的政策对提振丹麦经济也是必要的。

但降息可能增加瑞士经济过热和资产价格泡沫压力。一方面,瑞士经济在二、三季度有所加速,从0.3%增加至0.6%;另一方面,在2009年后,低利率使抵押贷款存量增长了25%,高贷款收入比增加地产业泡沫风险,因此负利率可能未必是好的政策组合。同时,由于瑞士法郎升值在汇市造成了“黑天鹅事件”,这使瑞士央行信誉可能受损,这可能在较长时间影响投资者对于瑞士金融市场的信心。

各国央行降息将使全球流动性得到提振,由于欧元区外国家降息减缓欧元区银行存款流失压力,加上欧洲央行1万亿美元的资产购买计划,我们最为看好欧洲金融股表现。此外政策组合对于经济提振较多的加拿大标普/TSX指数也有望上行。瑞士股票市场表现可能差强人意,因政策组合对经济改善帮助有限,且金融市场不稳定因素仍多。

(作者系浦发银行研究员)