

经济基本面持续疲弱 美联储QE退出预期升温

# 资金加速撤离 亚太市场危机隐现

□本报记者 张枕河



## 资金回流美元资产大势所趋

□本报记者 董凤斌

近期国际金融市场上某些大类资产的波动关系令很多投资者费解,一切逻辑的根源在于对美联储退出量宽预期的升温,导致美债收益率的飙升,美股、美元指数以及新兴市场股市联袂演绎下挫的戏剧性一幕。资金究竟流入了何方?若美债收益率的上升势头难以扭转,全球资金流向以及资本市场又将展现出哪些新特征?

由于本周四美联储将公布上次货币政策例会会议纪要,而且杰克逊霍尔全球央行年会也将于周末召开,同时考

虑到9月份议息会议逐渐临近,投资者对于美联储即将缩减购债规模的预期愈发强烈,美国10年期国债收益率飙升至2.88%的近两年新高。从美债收益率的走势上看,其在5月初触及年内低点1.66%之后便一路震荡上行,并于5月上旬及6月下旬出现较为明显的两波拉升,前两波拉升均伴随着美股及美元的走强。然而,自8月中旬以来,虽然美债收益率再度飙升,但美股及美元的反应却大相径庭。

首先,从美股的角度上看,标普500指数自8月5日以来累计跌幅已达3.72%,显示出市场开始担忧美股内生增长动力的强势,能否对冲国债收益率上升带来的负面冲击。毕竟本轮美股牛市的核心驱动力来自于上市公司盈利的增长,并非估值水平的提升。而在基本面因素中,成本的下降相对于销售额的提升更为明显,其中借贷成本的减少又是成本下降的重要因素之一。因此,市场担心一旦国债收益率飙升,美股牛市的根基或将出现松动。

其次,从美元的角度来看,在美国经济数据向好、量宽退出预期升温的背景下,美元指数不涨反跌,其自7月10日以来累计跌幅超过4%。究其原因,不妨将视角转移至欧洲,因为在美元指数中,欧元兑美元汇率占据较高权重。8月份以来,欧元区公布的一系列经济数据均显示欧洲经济最困难的时刻已经过去,经济企稳复苏的信号较为明确。反观同期公布的美国经济数据,与预期相比可谓好坏参半,在此背景下,资金大规模流入欧元资产,欧元兑美元7月10日以来累计升值幅度高达4.78%,欧洲主要股指亦显著跑赢同期美股。与此同时,美元的回落再配合好于预期的中国内地7月份经济数据,大宗商品市场成为8月份以来,除欧元资产之外全球资金流入的另一个主要方向。

就中长期而言,在美联储逐渐退出量宽操作甚至升息的背景之下,美债收益率仍将有不小的向上空间,全球资金

在各大类资产之间又将如何重新配置?从目前情况看,较为确定的是新兴市场资产将承受压力,当然其内部的分化难免,但整体上看,金融危机后由美联储量宽操作带来的流动性外溢,进而引发的新兴市场经济和资产价格扬升的光环难以再现,伴随着美债收益率的持续扬升,美元将退出套息交易携带货币的地位,美元的平仓势必引发新兴市场大规模的资金流出。

当前的情形与1993—1994年较为相似,当时伴随着网络高科技热潮的涌现,美国经济增长势头强劲,自1993年10月至1994年11月美债收益率飙升280个基点,而美国联邦基金利率也从1994年2月开始累计上调300个基点,全球资金自1995年开始集中流入美元资产,并最终引发1997—1998年的东南亚金融危机。虽然经历了东南亚金融危机后,很多新兴市场国家对于外汇管制更加严格,再度出现危机的可能性较低,但在未来的几年间,全球资金整体流出新兴市场的趋势较为明确。

既然全球资金中长期流出新兴市场为大概率事件,那么哪些资产类别又将成为其青睐对象?欧元、美元还是大宗商品?首先,应该排除大宗商品的可能性,在美元趋势性转强以及中国经济短期难以显著改善的背景下,商品市场长期压力难以释放。至于欧元资产,尽管欧洲经济已逐渐摆脱衰退,但考虑到今年9月份开始的债务到期压力、欧洲私人部门去杠杆压力以及德国大选引发的政治风险,欧元资产对于资金的长期吸引力有限。

最后只剩下美元资产,而从基本面的角度看,无论是利差收益,还是技术创新引发的新的经济增长模式,美元资产对于全球资金来说都有足够的吸引力,而在私人部门基本完成去杠杆的背景下,美债收益率的上涨对于企业业绩影响并不会如想象中的那么大,因此,有理由相信美股牛市在经历了短暂的间歇后即将进入下半场。

## 美国债收益率料继续攀升

□本报记者 杨博

美联储将于北京时间本周四凌晨公布上次货币政策例会纪要,给出美联储决策层对于放缓购债计划的讨论细节。由于市场对美联储将于9月开始缩减月度购债规模的预期浓厚,美国10年期国债收益率近期持续上升,19日一度升至2.89%的两年新高。与此同时,美股连续四个交易日下跌,创下今年最长下跌周期。

### 美国债收益率持续飙升

美国10年期国债收益率19日盘中一度升至2.89%,创两年来新高。相比之下,今年5月中旬10年期美债收益率还在2%以下,短短三个月涨幅接近75%。上周10年期国债收益率大幅上涨24.5个基点,创下今年6月中旬以来最大单周涨幅。截至19日收盘,美国30年期国债收益率升至3.9%,为2011年8月以来最高水平。5年期国债收益率升至1.61%,为2011年7月以来最高水平。

美国国债收益率上升的主要原因,是

市场猜测良好的经济表现,足以促使美联储最快于下月开始放缓购债计划。贝莱德固定收益部门首席投资官里克·瑞登预计,由于美联储即将削减购债规模,10年期美债收益率可能升至3%以上。他指出,美联储的量化宽松规模“过于庞大”,已经造成利率水平的严重扭曲,因而不得不进行削减。瑞登认为,10年期美债收益率的正常水平应该在3%—3.25%之间。

10年期美债收益率上一次突破3%是在2011年7月。彭博调查显示,分析师普遍预计10年期美债收益率将在2014年第二季度升至3.02%。瑞银投资研究部门仍然对美国国债收益率走势持中性看法。

TrimTabs的数据显示,本月以来美国债券共同基金和交易所交易基金累计出现197亿美元资金净流出,自6月初至今债券基金累计资金流出规模高达1035亿美元。

### 美联储会议纪要受关注

近期公布的就业和通胀数据令市场对美联储提前放慢购债的预期升温。美国劳

工部15日公布的数据显示,上周美国首次申领失业救济金的人数降至32万人,为2007年9月以来最低,远远好于市场预期。此外美国7月核心消费者物价指数(CPI)环比上升0.2%,同比上升1.7%,更接近美联储设定的2%的目标。

达拉斯联储主席费舍尔日前表示,美国国债价格近期的大幅下跌是因为市场已经认识到不会有无限的量化宽松,而且经济数据有所改善。他指出,美联储将在9月的政策例会中讨论利率上升是否对经济带来损害。里士满联储主席莱克尔也表示,债券购买计划可能不会有助于刺激经济,他一直以来都反对大规模量化宽松政策。但莱克尔和费舍尔均不具有今年的联邦公开市场委员会政策投票权。

此外,美联储杰克逊霍尔全球央行年会将于本周末召开,尽管伯南克因行程安排不会参加本次会议,但美联储副主席也是被视为下任主席最热门人选的耶伦,将就非传统货币政策的话题发表演讲,投资者也可能从中探寻美联储未来政策走势的线索。

## 外围市场下跌对A股影响有限

□本报记者 张怡

出于对美国量化宽松政策逐步退出可能致热钱从新兴市场流出的担忧,8月20日亚太股市普遍出现明显下跌。不过,考虑到我国央行20日开展360亿元7天逆回购,以及国务院近期发布多项政策,释放出一定的维稳信号,再加上A股中题材成长股持续活跃,结构性特征依旧明显,分析人士预计目前不会有明显的热钱流出现象,外围市场下跌对我国A股走势难以产生重大打击。

### 资金面趋紧

亚太主要市场20日呈现普跌状态,日经225指数下跌2.63%,泰国综指下跌2.61%,吉隆坡综指下跌1.85%,韩国综指下跌1.55%,新加坡海峡指数下跌1.37%,上证综指下跌0.62%,澳大利亚标普200下跌0.03%。分析人士认为,造成这种现象的原因,主要是对美国QE即将退出、新兴市场增长乏力,可能使资金撤离新兴市场的担忧所致。

我国银行间10年期国债收益率19日在时隔23个月之后再次“破4%”。分析人士认为,鉴于2003年以来我国债券市场经

历的三次大熊市,均是以10年期国债收益率向上突破4%为主要标志,本轮债券熊市已经基本确立。在银行间资金紧张升级的情况下,资金供给压力加大,资金面呈现趋紧状态,这引发了市场对新兴市场经济疲软难以好转的担忧。

有消息称,美联储目前每月的购债规模将从9月开始缩减。受该消息影响,周一美国10年期国债收益率升至2.86%,这是2011年7月以来的新高。同时,据彭博汇编的数据,自去年11月以来,资金每月均在流入美股ETF,新兴市场股市ETF则在过去6个月中,有5个月出现流出。

分析人士认为,这些消息印证了美国QE即将退出的市场猜测,并引发了市场对资金将逐步撤离新兴市场的强烈担忧,投资心理产生巨大变化,导致亚太股市普跌。

### 国内市场不会受明显冲击

鉴于周二央行逆回购量升价平,传递出政策维稳信号,我国A股市场中新兴成长股十分活跃。分析人士认为,当前市场状况并不会引发大规模的热钱外流,更不会对A股产生重大打击。

央行20日继续释放流动性操作,开展360亿元7天期逆回购。总额较上周二放大250亿元,中标利率持平于3.90%。实际上,近几周央行连续采取逆回购操作平抑资金面紧张状况。分析人士认为,本周二逆回购量升价平,特别是中标利率低于二级市场,继续传递出央行稳定货币市场流动性的信号,“钱荒”现象预计难以再现。

同时,近期密集出台多项政策,推动信息消费、加快铁路建设,使得相关题材股持续活跃。国务院日前印发《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》和《关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》,使得信息设备和信息服务板块连续几日走强;关于改革铁路投融资体质加快推进铁路建设的“意见”的发布,也使得交通运输板块得到提振,释放出的维稳信号支撑当前大盘的震荡中枢。

此外,本周四即将公布8月汇丰PMI初值,如果该数据能够印证7月经济数据的改善,也将对股指构成支撑。分析人士认为,在政策保驾护航、以转型为核心的结构性行情持续的背景下,市场对资金撤离A股市场的担忧不会愈演愈烈,相对对A股市场产生重大打击。