

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

■ 记者观察

## 资金回流美元资产大势所趋

□本报记者 董凤斌

近期国际金融市场中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到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挤压,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,美元的平仓势必将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,还是科技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,美债收益率的上扬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月中旬时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

## 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导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,鉴于自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。

### 国内股市不会受明显冲击

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A股产生重大打击。

### 将面临严峻的资本撤离考验

业内人士表示,随着投资者越来越确信美国将逐步退出量化宽松政策(QE),加上新兴市场经济出现疲态,近期资金大规模由新兴市场转向欧美市场的趋势更加明显。如果美联储如其此前所暗示的,在9月就开始缩减购债规模,亚洲市场将面临更严峻的资本撤离考验。

美国新兴市场基金研究公司(EPFR)最新的统计数据显示,上周全球新兴市场股票基金在过去的12周内第8次出现资金净流出,新兴市场债券基金则继续扩大着自5月底以来的资金流出规模。而近期EPFR监测的欧美股基均实现强劲的资金净流入,欧洲股基资金净流入额在最近一周创下66周以来的高点。

彭博数据显示,美股指数交易所交易基金(ETF)今年累计流入近950亿美元,新兴市场股市ETF则流出84亿美元。资金自去年11月以来每月均在流入美股ETF,7月流入金额达到320亿美元,创下2008年9月以来最高。新兴市场股市ETF资金则在过去6个月中有5个月流出。

分析人士指出,来自多方的数据显示,资金正加速从亚太区市场,特别是新兴经济体中撤出,并快速流入欧美市场。美国仍被认为是全球最稳定的经济体,今年以来的多项重要经济指标都表现强劲,美股今年良好的涨幅更使投资者对美国投资市场充满信心。欧洲尽管仍未完全走出债务危机阴霾,但近日也显露出复苏迹象,股指走出上涨行情。而反观近年来增速较快的新兴市场,今年以来却出现“疲软”迹象,在市场普遍预期美联储将削减资产购买措施,从而导致全球流动性收紧的背景下,资金无疑会选择更为稳定且收益最大的地区。

### QE退出政策落地前波动将加剧

市场人士普遍预计,在美联储退出量宽政策的最终时间表落地前,亚太新兴经济体的资本市场波动或将加剧。美联储目前每月的购债规模为850亿美元,并将利率维持在接近于零的超低水平。彭博对经济分析师的一项调查显示,65%受访者预估美联储9月将开始缩减购债规模。第一步可能是将每月购债规模缩减100亿美元至750亿美元,最终量化宽松政策可能在2014年中期结束。

花旗集团的研究报告指出,资金撤离将导致新兴市场股市下跌,并且直接推高当地国债收益率,加速本币贬值等一系列连锁反应,这又进一步加剧了股指波动。预计在美联储9月的货币政策例会前,亚洲股市和汇市料将面临更频繁的波动。其中,泰国、印尼、印度等市场的压力相对较大。

美银美林全球新兴市场固定收益主管阿德雷斯表示,在目前的“政策真空期”,一旦美联储真正开始实施退出政策,新兴市场的资金面或面临更大的压力,股市的流动性还会进一步收紧。如果这些国家不寻找到新的经济增长点,在未来两到三年内经济都会面临很大困难。

路透社的评论指出,在美联储将逐步退出量宽政策的预期下,美国10年期国债收益率19日升至两年高点的2.85%,预计短期还有上升空间。美国国债与亚洲国家国债相比,无疑更具吸引力,这使得部分投资者重金入场“抄底”,亚洲部分国家债市将面临危机。

### 部分东南亚国家危机前兆隐现

鉴于近几个交易日部分亚太区股市的急挫,一些持悲观看法的业内人士认为,亚洲国家近期可能出现分化,部分东南亚国家除资金外流之外,还受到经济基本面疲弱的拖累,甚至已经隐现金融危机爆发的前兆。

印尼二季度GDP增速降至6%以下,为三年来最低增速。上周末公布的最新数据显示,印尼二季度经常项目赤字大幅扩大至98亿美元,前一季度赤字为58亿美元,这也直接触发股指暴跌。该国经济主要依赖出口铁矿石和煤炭等大宗商品,鉴于出口滞缓而通货膨胀依然高企,投资者已纷纷撤出印尼市场。

泰国被其国内媒体形容为“已在技术层面进入衰退”,其第二季度GDP环比萎缩0.3%,第一季度环比降幅为1.7%,这已达到通常对于经济衰退的定义,即GDP连续两个或两个以上季度出现环比萎缩。同样,泰国也一直面临增长失衡局面,第二季度出现经常项目赤字51亿美元,第一季度则为盈余13亿美元。

吉隆坡联昌国际银行分析师米歇尔·谢认为,目前的 market 情绪有一些“金融危机前兆”的意味。这主要归因于汇率、外汇储备以及通胀等重要经济数据不佳。尽管这些国家的政府和央行推出多重措施,但是收效甚微。

渣打银行高级经济学家维莱佩斯表示,目前亚太区维持金融稳定已变得更为重要。但因为亚洲地区政府和企业的债务负担已较1997年时大大减少,而且各国也有充足的外汇储备。目前的状态也只是隐现危机先兆,如果调控措施得当,不会爆发全面性的金融危机。

法国巴黎银行最新公布的报告指出,与东南亚相比,韩国等东亚经济体近期的抗压性会相对较好,可能更受投资者青睐。其最新统计数据 显示,韩国7月流入股市的外资为8.53亿美元,部分弥补了先前大量流出的资金。今年以来,已有120亿美元外资流入韩国债市。



图片来源/新华社 CFP 制图/王力

亚太股市20日普跌,其中最引人注目的是今年曾分别创下历史新高和多年新高的印尼和泰国股市。今年5月创下历史新高的印尼雅加达综合指数当日重挫3.21%,回吐今年以来的全部涨幅,至今累计下跌3.28%;同样在今年5月创下19年来新高的泰国证交所指数下跌1.97%,回吐今年全部涨幅,累计下跌1.51%。此外,日本日经225指数下跌2.63%,中国香港恒生指数下跌2.2%,马来西亚吉隆坡综合指数下跌1.85%,韩国首尔综合指数下跌1.55%,新加坡海峡时报指数下跌1.4%,中国台北股市加权指数下跌0.86%。

分析人士指出,市场对美联储将收紧货币政策产生担忧,导致资金流出亚太区、回流欧美市场。预计短期内特别是在美联储22日公布货币政策会议纪要前的近几个交易日,这种资金外流的现象或延续。此外,多个国家除股指重挫之外,本币以及国债价格也出现“跳水”。其中,印尼盾汇率跌至四年来的低位,印度卢比汇率在历史低位附近徘徊,印尼10年期国债收益率刷新2011年2月以来的新高。