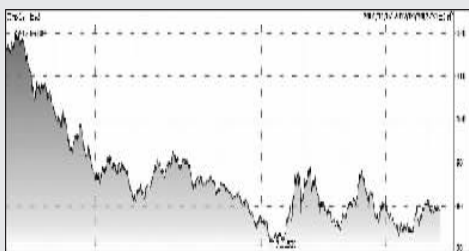


循迹历史:美元冲击波下的“掘金密码”

□本报记者 王朱莹 张勤峰

2001年至2011年 美元跌至低谷:泡沫破裂加重危机



美元指数2001年11月至2012年4月走势

2001年至2011年,美元基本处于弱势周期,其他主要货币以及经济增速较快的新兴市场国家货币吸引了大量资金。在房地产和基础设施建设等投资拉动下,中国经济进入快速发展阶段,A股在此时进入一轮火热的牛市之中,商品更迎来长达十年的大牛市。

2001年,互联网泡沫的破灭和接踵而至的“9·11”恐怖袭击,让投资者对美国经济和美元的信心深受打击,资金开始大规模流出美国,美元史上最久的一轮升值由此走到尽头,此一轮贬值周期真正始于2002年1月底,到2011年5月左右基本结束,前后时间跨度长达九年左右。

分阶段来看,2002年到2004年,是此轮美元下行周期中贬值最快且幅度最大的阶段。2001年,美国网络泡沫破灭和“9·11”恐怖袭击,导致美国经济增速出现快速下滑。为避免美国经济陷入持续严重衰退,当时以格林斯潘为首的美联储不断降低基准利率,推动资金开始大规模流出美国、涌向经济增长形势更好的地区,例如逐步从亚洲金融危机中走出来的中国和东亚新兴市场国家。此外,2000年后小布什执政后,转而采取减税并且增加财政支出的扩张性财政政策,加上反恐战争之巨大开支,让美国政府的财政赤字和对外负债不断刷新纪录,削弱了市场对美元市值的信心。同一时期,欧洲和日本经济有所改善,尤其是日本经济增长恢复较为明显,亦令美元指数蒙受下行压力。

2005年到2008年,美元指数再次遭遇持续下跌,并于2008年7月创出美元指数有史以来的纪录低点71.25点。2004年后,美国经济增长与欧洲、日本相比愈发相形见绌,以中国为代表的新兴市场经济体形势则正处于如日中天的状态,美国资产收益率的相对劣势导致的资金持续从美元资产流出,美元指数延续了2001年网络泡沫破灭后的跌势,随后更因为2007年次贷危机在美国本土集中爆发,而跌破了80点左右历史底部区域,一直到70点上方才止住跌势。

从根本上看,网络泡沫破裂后,美国经济丧失了先前的增长优势,以及美国财政赤字持续扩张、次贷危机重创美元信用,是2001后美元遭遇中期趋势性贬值的主要原因。由此不难发现,由连续加息和危机因素造就的美元升值往往不具有长期持续性,美元中期趋势性反弹有赖于美国经济持续增长,特别是找到新的高速经济增长点,例如上世纪90年代后期的网络科技。

A股:房地产掀起大牛市 券商股资源股受捧

2001年“9·11”事件后,美国的经济进入总退却,货币战略贬值以刺激出口。同期的中国则进入改革开放新阶段,城市化进程加速,在房地产和基础设施建设等投资拉动下,中国经济进入快速发展阶段。

A股在此时进入一轮火热的牛市之中:上证指数最低从2005年6月6日的998.23点,上涨至2007年10月16日的6124.04点的历史高点,期间,走势最好的是券商股,中信非银行金融累计涨幅达1688.62%;其次是有色金属、银行、机械、房地产、建材、煤炭等强周期板块。

在一定程度上,美元贬值也是这一轮牛市推手。美国为筹集军费而实施弱势美元政策,利率长期维持在零附近,美元持续贬值,国际资本形成从美国撤出,流入新兴市场的大趋势。当时资本最为青睐的莫过于改革开放进一步深化中的中国,它们进入房地产、基建市场,加速投资带动资源需求,石油、煤炭、有色金属价格持续上涨,相关上市公司业绩水涨船高,资源类股票价格也直线飙升。

商品:迎来长达十年牛市

2001-2011年,全球经济增长方式几乎都转变为投资驱动型,美国刺激房地产以拉动经济增长,中国也进入房地产行业迅速发展时期。叠加美元贬值和主要国家的低利率等因素,资金撤离原来的新技术投资领域,进入资产和资源领域,助推了大宗商品长达十年的大牛市。

此轮商品超级牛市的基础是长波繁荣下的中国强势崛起。平安期货指出,借力于全球分工以及产业链转移,中国开启了工业化进程,在这个过程中,铁矿石、煤炭、铜等基础资源被大量进口,上世纪90年代金属矿产投入不足令近几十年全球基本金属供给不足,库存不断被消耗,突出的供需矛盾引发了牛市的到来。

随后,各国获得大量的物质财富,对于食品的需求也会增强,另一方面通胀开始升温,并抬升农产品的种植成本,农产品的价格也会不断抬升,其通胀属性开始被市场挖掘,而全球范围内的极端天气、发展中国家粮食储备不足以及欧美的生物能源政策加剧了这一紧张状况。

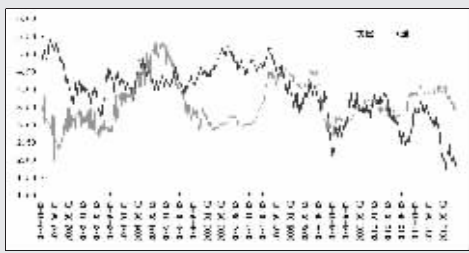
同时金融因素是本轮商品牛市的催化因素,“9·11”后各国政府开启的宽松货币政策造成了全球流动性的泛滥,资金成本的下降刺激了大宗商品价格的上涨,而2008年之后各国的注资行为更是促成了牛市第二波的兴起。

此外,美元牛市往往是新兴市场的风险高发期,在美元强势背景下,新兴市场出现了一些危机事件,也助推了黄金避险需求,如1998年的东南亚金融危机、2001年网络泡沫破灭,助推了黄金的大牛市。

汇市与债市:非美货币各领风骚

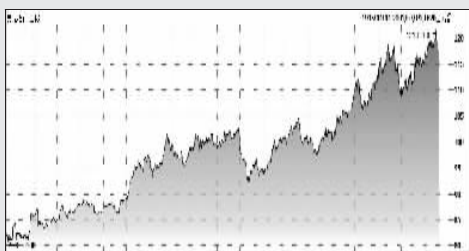
2001年至2011年,美元基本处于弱势周期,其他主要货币以及经济增速较快的新兴市场国家货币吸引了大量资金。可以看到,2001年7月到2008年7月份,欧元对美元上演了诞生后持续时间最长、幅度最大的一轮升值,最高升值幅度超过90%。自2005年7月,人民币汇率改革启动,到2008年次贷危机扩散前后,人民币兑美元汇率中间价从8.28元一路涨至6.82元附近,升值逾20%。

债券方面,2001年至2011年美国十年期国债收益率一波三折,大致呈现先抑后扬再抑的走势,通胀水平的变化及联邦基金目标利率走势与美国国债收益率走势依然表现出高度的相关性。反观中国债券市场,2002年后中国债券市场逐步进入较快发展阶段,从十年期国债收益率历史走势上看,2001年至2011年间以收益率上行、国债价格下跌为主基调,这与同期中国经济保持较快增长、通胀水平总体上行格局是吻合的。期间2007年-2008年经济增速迅速由过热转向衰退,加剧了债券市场波动。单纯从价格变化的角度上说,这期间投资中国债券可能蒙受价格损失,但是考虑到人民币升值较快,中国债券市场仍然具有吸引力大,当然债券资产吸引力仍远不及股票等风险资产,尤其是在次贷危机发生后。



2002年至2011年美国和中国十年期国债收益率走势

1995-2001年 美元史上最久升值:享受新经济繁荣



美元指数1995年4月至2001年7月走势

1995年至2001年,资金蜂拥流向美国,美元汇率升值、美股上涨是这个时代最主要特征。从全球范围内来说,美元无疑是外汇配置的首选货币,具体到大类资产配置上,股票相对债券表现出更好的收益性。

美元最近一次出现中期趋势性升值发生在1995年到2002年之间。1995年4月,经过长达四年的筑底后,美元指数重拾升势,随后这一轮上涨一直持续到2002年1月底,时间跨度长达七年左右;1995年4月,此轮美元升值前,美元指数最低点位于80.05,到2001年7月最高触及121.02点,期间最大涨幅达51%。尽管从涨幅上看,1995年-2002年的美元指数上涨,仍难以与上世纪90年代前半期由美联储紧缩性货币政策造就的美元指数历史上第一轮也是涨幅最大的一轮上涨相媲美,但就持续时间而言,绝对是空前的。

进入上世纪90年代后,信息网络时代在美国拉开序幕,大量资金回流美国,参与直接投资和证券买卖,美国经济自1991年3月走出衰退后,保持了长达近十年的持续增长,为美元趋势性升值提供支持。同期,克林顿政府致力于改善财政赤字且最终实现财政盈余,亦有力提升市场对美元的信心。反观欧洲和日本,进入上世纪90年代之后,当美国经济走出低迷步入上行趋势之时,西欧国家经济却在走向增长的低谷,高通胀、高利率的环境严重制约企业投资,阻碍了经济回升;与此同时,资产泡沫的破裂则令日本经济陷入“失去的十年”,经济增速呈现持续滑坡的状况。经济基本上美国而欧、日皆弱的局面,成为这一阶段美元趋势性升值的核心动力。

此外,在美元持续升值、资金大量回流美国的背景下,1997年亚洲金融危机爆发,随后又发生了1998年俄罗斯金融危机,以及巴西和阿根廷的金融危机,“危机因素”令本已强势的美元更加势不可挡。

强势美元下的A股:互联网科技引领小牛市

1995-2001年,强势美元致使美国制造业一蹶不振,同时由于美联储实施低利率政策,美国国内流动性出现过剩。而美国国内互联网科技的突破,使过剩流动性找到了好去处,互联网科技公司收获巨额融资,相关上市公司的股价快速飙升。

在此背景下,美国股市出现一轮超级大牛市,纳斯达克指数每年增幅在40%以上,并在2000年3月10日到达5132.52的历史顶峰;标普500中诞生了类似雅虎、环球电讯的科技巨无霸公司,当时亚市退市市值竟与通用公司市值旗鼓相当。

同一时期,A股也出现一轮牛市,上证综指自1995年1月19日至2001年6月8日上涨了274.48%。这一阶段投资历史被人称为“互联网泡沫”。

在这一轮网络科技股浪潮中,A股诞生了第一只真正意义上的百元股——亿安科技。许多老股民对这只在1998年10月26日上市的股票依然记忆犹新,该股从8元起步“飞冲天”,在2000年2月15日冲破百元大关,耗时仅一年半,最高达到126.31元,成为自沪深股票实施拆细后首只市价超过百元的股票,整个A股市场为之震动。

相比之下,处于熊市的大宗商品则令资源股表现相形见绌,但在整体牛市中也有了一定表现。Wind数据统计显示,1995年初至2001年底6年间,中信计算机行业指数涨幅最大,为456.5%,其次是家电和电力、银行行业指数,而煤炭行业指数也上涨了391.6%,有色金属行业指数上涨了267.6%。

商品:入熊三五年

当1995-2001年美元处于大级别牛市之时,黄金、铜、铝等大宗商品则进入了一轮长达3-6年的熊市,若此时做空黄金、有色金属等商品,财富无疑会迎来快速增值。

这一期间铜价跌幅最为明显,文华财经数据统计显示,国际铜价则在1995年1月9日至2001年10月22日间,自最高3080美元/吨跌至最低1335.50美元/吨,最低跌幅高达53.96%。而纽约黄金指数则最高自1996年1月29日的420.8美元/盎司,最低跌至1999年7月13日256.5美元/盎司,期间累计跌幅达36.88%;

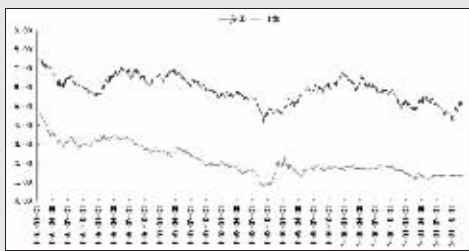
大宗商品可以理解作为一种能与美元交换的货币,华龙证券高级分析师张晓指出,当人们担忧需求萎缩而抛售商品换回美元的时候,美元的需求增加促使其升值,当人们积极以美元换回商品的时候,美元供给的增加加大了贬值的压力。美元作为世界贸易往来中最重要的货币,相对于其他货币的价格波动对整个世界经济体系和行业景气产生着重大的影响。因此,预测大宗商品趋势,首先要分析美元。

这一阶段值得注意的是,原油并没有像其他商品一样持续走熊,原油价格指数1995年至1997年初尚处于上升趋势,此后方才开启跌势,直至1999年初触底反弹,开启了一轮大牛市,在2008年7月15日达到147.94点的历史高点。可见,国际油价与美元指数之间并非单纯正相关或负相关关系。

汇市与债市:美元称霸 债券若即若离

这一阶段,美国十年期国债收益率大致呈现出下行的趋势,美国国债价格总体是上涨的,但是上涨过程中的波动远高于美元指数和美国股票指数。

而从影响债券收益率波动与趋势变化的根本原因来看,美债收益率与美元走势之间并不存在简单的线性关系。中信建投证券报告指出,从根本上说,债券收益率的变化主要取决于通胀水平与货币政策的变化,而美元指数的强弱主要取决于美国与欧、日之间的景气落差和短期之内的国际风险水平。造成美元走强的因素,并不一定会带来债券收益率的回落。1995年到2001年,美国十年期国债收益率震荡走低,主因是美国通胀水平趋势性地走低;期间,1999年美债收益率曾出现一反反弹,则与美联储收紧货币政策、上调联邦基金目标利率有很大关系。



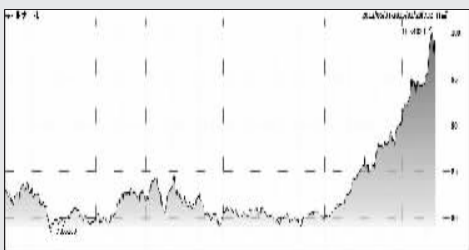
1995年至2001年美国和日本十年期国债收益率走势

太平洋彼岸的美国是世界经济霸主,美元指数的起伏不仅可左右各大经济体的政策导向,更关乎资本市场的牛熊更替。

“以史为鉴,可以知兴替”,1995-2001年的美元牛市引发商品长达3-6年的熊市,同时也缔造了美股和A股的“互联网科技”大牛市;2001年“9·11”事件后,美国经济进入衰退期,货币战略贬值以刺激出口,美元进入熊市,大宗商品则开启了长达十年的牛市,中国股市则伴随城市化进程加速以及房地产投资高速发展,开启了一轮空前的大牛市。

2012年以来,美元再度开启新一轮牛市征程,大宗商品在这“天然克星”的牛蹄之下阴跌不止,A股则悄然迎来了熊牛转换。展望未来,美元牛市大概率延续,价格已近腰斩的商品是否会驱熊迎牛,A股牛市能否继续演绎,债市又将如何发展?也许,历史可以告诉我们答案。

2011至今 美元重回百点: 历史的重演



美元指数2012年5月底以来走势

2011年中,全球经济重新步入温和复苏,其中美国经济复苏势头较为强劲,美元指数进入新一轮上升周期,而商品则进入漫长熊市中。从过去140多年的历史看,商品市场的熊市与股票市场的牛市存在较强的一致性,这次的情形也许不会例外。”安信证券首席经济学家高善文2014年12月初曾表示。

2011年中,美元指数逐渐进入新一轮上升周期,自2011年5月最低的72.70点算起,本轮美元升值趋势中最大涨幅已接近40%。美国经济的相对增长优势仍然是本轮美元升值的最核心动力。

自2011年中以来,全球经济总体温和复苏,但主要经济体经济表现和宏观政策分化明显。当前欧元区经济仍处在衰退边缘,且伴随较大的通胀压力,虽然欧央行出台了一系列宽松货币政策,但仍未从根本上提振欧元区经济。随着安倍经济学的光环褪去,上调消费税令日本经济自2014年二季度以来回落明显。当前日本消费和投资信心依然低迷,物价水平面临较大下行压力,货币政策宽松的边际刺激效果减弱,经济增长前景并不比欧洲乐观多少。此外,经历长期高速增长后,新兴市场经济体增长普遍放缓,其中中国经济进入“三期叠加”的新常态,叠加全球经济动荡外部环境,结构性问题的制约加上缺乏新的增长动力,中国经济的调整过程仍难言结束。

环顾全球,当前美国经济可以说是一枝独秀。2011年四季度以来,美国经济增长虽然算不上非常强劲,但却一直比较稳健,长期零利率环境推动美国房地产市场持续回暖,“页岩气革命”则降低了美国石油对外依存度,大幅降低能源价格,推动美国制造业的复兴。目前来看,美元指数持续较快上涨已经部分反映了美元在经济增长和货币政策上的相对领先性,但除非看到欧、日等其他主要经济体展现趋势性的复苏,否则支持美元强势的基础仍难以动摇。

大类资产新周期:商品熊有助股市牛

伴随着房地产市场由盛转衰,我国前期所投入的大量产能出现过剩局面,在政府债务本身不算很严重的情况下还可以通过投资来消化产能,但是在通胀高企、地方债务问题频出的2012年,投资驱动已不是最佳选项。

伴随着投资“熄火”,资源品供过于求的压力浮出水面,大宗商品自2011年以来进入漫漫熊市,相关企业利润大幅收缩甚至亏损,但也在一定程度上减轻了通胀压力进而形成通缩阴霾。

对于当下价格已近腰斩的商品价格,考虑到当前背景下,美国经济一枝独秀,欧洲日本表现弱势,新兴市场处于高风险状态,均不利于大宗商品的需求,其价格所受到的需求低迷与美元走强的双重短期均难有转机,未来一段时间大宗商品很难出现像样的反弹,持续低迷将是大概率事件。但不排除这一种可能:美联储加息的预期逐渐成为市场共识,而加息那一刻有望构筑美元指数短期的顶部,大宗商品或迎来一波反弹,对杠杆交易者而言,熊市的报复性反弹往往是致命的。

“从过去140多年的历史看,商品市场的熊市与股票市场的牛市存在较强的一致性,这次的情形也许不会例外。”安信证券首席经济学家高善文2014年12月初曾表示,11月份以来原油价格继续暴跌,包括铁矿石在内的其他基础商品价格也普遍走弱。原油等商品价格的下跌可能更多地来自供应层面的因素。作为商品的净进口国,这有利于提升居民和企业间的实际收入,降低通货膨胀水平,并促成更宽松的货币环境。

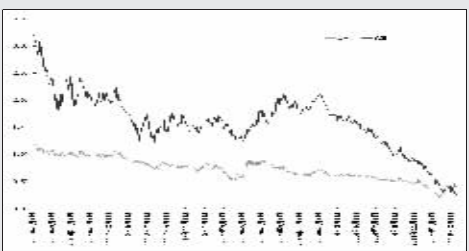
在中国股市开放程度逐渐加大的状况下,全球宏观格局的变化可能会直接影响海外投资者对A股的风险偏好。如果风险偏好下降的幅度大于A股的相对投资吸引力,海外投资者可能改变其资产配置,并影响A股流动性。但历史经验表明,美元强势或弱势并不与A股形成直接的正相关或负相关关系,其对于我国宏观流动性可能会产生一些负面影响,但不会改变A股趋势。当前低通胀环境下的流动性宽松预期,才是A股走牛的核心因素。中信证券等机构认为,最近几个月A股走出新兴市场中相对独立的强劲走势,主要依赖于国内货币政策的宽松,以及对后续进一步宽松的预期。因此,美元走势不会改变国内货币政策趋势,对流动性层面的实际冲击和预期冲击都将有限。

从投资标的看,伴随大宗商品持续低迷,周期类尤其资源类上市公司经营情况在一段时间内难以大幅逆转,建议暂时规避资源类股票,等待“一带一路”等稳增长政策的落实带动需求出现实质好转迹象后再介入,这需要一段过程。此外,创业板牛市仍将持续,因伴随中国经济转型,高污染的制造业势必让位于信息、科技等新兴产业,以信息、科技为代表的创业板股票却悄然展开了一轮牛市,至今仍在牛途便是佐证。

汇市与债市:债券经历黄金时代

当前美元确实足够强劲,但是人民币在升值上展现出的“韧性”令人惊叹。2011年以来,尽管汇价波动扩大,阶段走势有所反复,但人民币对美元仍积累了较大的涨幅。尤其是在2014年前,二次汇改后人民币汇率升值显著;2014年以来,人民币对美元汇率波动进一步加剧,并且出现两轮较明显的阶段性贬值走势。但是需要指出的是,虽然人民币对美元升值放缓,但在美元对其他主要货币升值的背景下,反映人民币对一揽子货币汇率强弱度的实际汇率仍在持续升值,即便在最近四个月人民币对美元快速贬值过程中也没有发生根本变化。如果说美元是当前全球第一强的货币,人民币第二的地位则无人可撼动,在货币篮子中人民币和美元都是较好的选择。

在全球经济复苏缓慢,大宗商品价格下跌压制通胀,且美国以外其他经济体广泛推行宽松货币政策的背景下,2011年以来债券在大类资产配置中占有相当重要的地位。从收益率走势上看,2011年以来全球主要经济体的长期国债收益率均以下行为主基调,尤其是欧洲、日本债券收益率持续下滑,目前已相继创出历史最低水平;美国和中国十年期国债收益率波动较为明显,但期间也不乏大幅度的下行情。考虑到经济和物价形势尚未出现明显变化,当前债券收益率上行风险仍不大,但是就盈利空间而言,已经远不及股票等风险资产。



2011年以来伦敦金价近腰斩