

美联储加息引爆“四宗最” 美元资产成色凸显

□本报记者 杨博



最漫长“分手”：美欧货币政策分化

2015年的12月必将在全球金融史上留下深刻印记。月初,欧洲央行宣布进一步下调已处于负值的存款利率,同时延长政府债券购买计划的期限。月中,美联储宣布上调联邦基金利率25个基点,启动十年来的首次加息,终结了长达84个月的零利率周期。

美欧货币政策在几乎同一时间点分道扬镳,上次出现这种情形还要追溯到上世纪九十年代初。彼时,为维持良好的通胀趋势,美联储在时任主席格林斯潘主导下将联邦基金目标利率从3%上调到3.5%,而主导欧洲利率水平的德国联邦银行将基准利率从5%降至4.5%,以刺激经济增长。

货币政策分化实际上反映出主要经济体经济复苏、通胀以及债务/杠杆周期不同步的现状。美国去杠杆基本完成、经济稳步复苏、失业率降至金融危机前的水平、通胀预期良好;欧洲去杠杆尚未完成、经济仍在触底企稳的过程中、

通缩风险犹存,仍需宽松政策保驾护航;新兴市场杠杆自2008年以来不降反升、经济和通胀都面临下行压力,宽松在所难免。

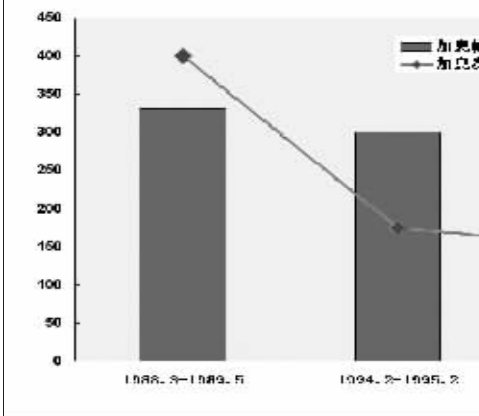
就自身经济增长表现看,上世纪90年代以来的三次加息周期开启时,美国经济增速分别为4.0%、4.9%和3.8%。而眼下,即便是美联储最乐观的委员对今年美国经济增长预期也仅为2.2%。从外部环境看,其他发达经济体复苏迟滞,新兴经济体增速放缓,全球经济整体低迷。面对前所未有的复杂局势,美联储本轮货币政策的调整难度极高,在加息进度上很可能偏向谨慎。

反映美联储决策层预期的“点阵图”显示,联邦公开市场委员会委员对明年底联邦基金目标利率预期中位数为1.4%, 隐含四次加息空间, 对2017年底利率水平预期中位数为2.4%, 对长期利率水平预期为3.5%。

美盛环球资产管理旗下西方资产管理公司

投资组合经理约翰·贝洛斯对中国证券报记者表示, 明年美联储的实际加息进度可能比预期更缓慢, 至少有一个季度会停止加息。摩根士丹利认为, 鉴于目前美国和全球经济复苏的不确定性, 美联储的第二次加息不会早于明年6月, 之后在明年三、四季度各有一次, 到明年底利率达到1.125%。

事实上, 美联储加息后全球流动性不会迅速吃紧。一方面, 欧洲与日本央行“接棒”扩大资产购买规模, 为全球市场注入新的流动性。另一方面, 美联储尚未终止现行的到期资产再投资策略, 这意味着其庞大的资产负债表没有丝毫削减, 美国乃至全球的流动性仍然充裕。自2008年金融危机爆发至今, 美联储进行了三轮资产购买, 总计注入3万亿美元, 资产负债表飙升至创纪录的4.4万亿美元。尽管美联储曾表示未来将通过停止到期证券再投资等手段逐步减少证券持仓, 但到目前为止还没有实质性举措。



安联投资环球投资策略师杜纳恩：货币政策分化助美元走强

□本报记者 杨博

安联投资环球投资策略师、欧洲股票首席投资总监杜纳恩接受中国证券报记者专访时表示, 货币政策分化推动投资者将持有的现金投入美元, 推动美元进一步走强。由于美国总统选举因素影响, 美联储货币政策调整大概率会集中在明年上半年。在低利率、低增长、高波动的市场环境中, 未来的投资回报可能非常低。相对债券, 明年更看好股票市场, 特别是发达国家股市的表现。

安联投资 (Allianz Global Investors) 的母公司是全球最大的保险和资产管理集团之一德国安联保险集团。截至2015年9月30日, 安联投资管理的资产总值达4270亿欧元。

强美元令新兴市场承压

中国证券报: 美欧经济体货币政策二十年来首次出现分化, 这会给市场资金流动带来怎样影响?

杜纳恩: 尽管美联储已经启动加息, 但预计到明年底联邦基金利率水平只会升到0.5%—1%左右, 这意味着美联储的行动不会太快, 取决于美国经济进展。如果美国经济表现可以, 美联储会继续加息, 如果不行, 预计明年会停止加息。

货币政策分化对资金的影响主要体现在美元市值上。如果美联储加息的进度比市场预期快, 美元就会更强劲, 欧元和日元会更疲弱。强势美元对新兴市场的影响偏向负面, 因为这不只会冲击商品价格, 而且对发行美元债的经济体和企業来说也是负担。美元越强意味着借贷成本越高, 这对新兴市场是个挑战。

2016年货币政策将出现重大分歧, 美联储加息与全球几乎所有央行形成对比, 因为各央行正采取零息政策、减息 (例如印度和巴西) 或加大量宽力度。

在美联储加息的同时, 新兴市场降息, 对国际投资者而言, 美债收益率将更有吸引力。因此, 预期未来将出现新一轮资金流动。人们将把持有的现金投入美元, 而不是新兴市场本币。在我看来, 这也是2016年的一个风险, 美元强势吸引资金流入美国金融系统, 从而推动美元进一步走强。事实上, 即便美联储自身也不完全清楚加息会带来哪些次生影响。

此外, 2016年11月将迎来美国总统大选。我们认为, 美联储希望避开大选敏感时段, 因此货币政策调整会集中在上半年。到夏季以后, 美联储会完成所有希望做的工作, 到9—10月的竞选活动高峰期, 美联储将不会有行动, 他们不希望成为选举政治的一部分。

中国证券报: 美国经济是否足够强大, 能否经受住加息的冲击?

杜纳恩: 过去三年美国经济复苏一直迟滞, 增速保持在2%—3%左右, 低于正常复苏情况下5%—6%的水平, 这显示出金融危机给美国经济增长带来的冲击和影响。

最“扎堆”交易:做多美元

弱、通胀更低, 意味着他们的央行将维持鸽派。预计到2017年年底前, 美元兑欧元有望再升值20%。

“美联储与欧洲、日本央行之间的政策分歧将继续成为2016年的主题之一。”高盛驻伦敦宏观和市场研究联席主管格萨拉里表示, 汇率对于政策差异的压力尤其敏感, 尽管美元已经走强, 但美元兑欧元和日元还有更大的升值空间。

从过去30年的经验来看, 由于美联储加息周期往往伴随着经济改善, 因此大概率会催生美元牛市。不过, 美元指数与联邦基金利率之间并不总是保持正相关, 美元有时会提前消化加息预期, 有时会滞后反应。与此前周期不同的是, 本轮美联储加息伴随着其他主要经济体的进一步宽松, 这使得美元存在较强支撑, 在加息预期形成时就已经显露强势。

最具吸引力标的:美元资产

业盈利改善前景的驱动。

不过, 在近两年美股大市频创新高后, 多数机构认为单边上涨的行情将告一段落, 未来市场将以结构性机会为主。高盛认为, 美股未来主要投资策略应包括以下三条: 其一, 资产负债状况稳健的股票将跑赢大盘; 其二, 美欧货币政策分化将推升美元, 美国业务占比较高的公司将领先于海外业务占比较高的公司; 其三, 由于大多数公司利润率止步不前, 有能力提升利润率的股票将获益, 投资者可买入销售增速高于美国名义GDP增速, 且预期利润率增长超过50基点的公司。

“尽管市场可能因为对全球增长放缓的担

最具破坏力风险:垃圾债市场崩盘

尽管美联储一再强调低利率环境将持续一段时间, 但市场已经开始对流动性趋紧的状况感到担忧。近期美国高收益债券市场出现抛售潮, 整体垃圾债收益率冲击四年多高位。垃圾债是指高收益率企业债, 由于发行这些债券的高负债公司存在更大的违约风险, 因此此类债券的收益率更高, 通常在7%以上。

美银美林美国高收益债指数显示, 风险最高的CCC及以下级别高收益债平均收益率从去年中的8%飙升至15%, 逼近2011年欧债危机爆发时的高点, 风险最低的BB级垃圾债平均收益率从去年中的4.3%升至接近6%。

随着收益率上升, 企业偿债成本更高, 违约率显著增加。评级机构标准普尔的统计, 今年以来全球企业违约数量达到102宗, 超过2008年, 仅次于2009年的240宗。其中, 美国企业占一半以上, 其次是新兴市场企业。11月美国垃圾债违约率升至2.8%, 创三年来最高水平, 预计到2016年9月底将升至3.3%。

12月以来, 美国垃圾债市场风险暴露之势

愈演愈烈。本月10日, 传奇投资者马丁·惠特曼创立的第三大道资产管理公司宣布对旗下投资于高收益债的精选信贷基金进行清算, 同时禁止投资者赎回。这是2008年金融危机以来美国共同基金行业最大的“黑天鹅”事件。次日, 规模达13亿美元的对冲基金Stone Lion暂停投资者赎回旗下运营时间最长的高收益债基金, 原因是发行企业违约。14日, 规模约9亿美元的高收益债基金Lucidus宣布清盘。

目前美国垃圾债市场规模约为1.8万亿美元, 几乎是2008年底的两倍。其中, 能源类企业占到15%, 金属和矿业占15%。由于美联储加息、海外经济疲软, 大宗商品价格持续暴跌, 相关企业债务陷入困境, 本轮垃圾债市场抛售潮最初就集中在能源、矿产和金属行业。

美国市场人士称, 近期垃圾债抛售潮已经蔓延到其他领域, 如零售、医药和传媒等。BMO私人银行首席投资官杰克·阿尔滨表示, 一旦企业违约潮蔓延到金融板块, 造成信贷环境紧缩, 将造成严重问题。

自金融危机以来, 为了推动经济复苏, 美国大规模举债, 而背负太多通常意味着不会跑太快。美国实际上是用更多的负债来解决原来的债务问题, 其代价就是经济增长放缓。我们预计, 美国长期潜在经济增速已经无法达到原来的4%至5%的水平, 而是会在2%至3%徘徊。美元升值会让出口更加艰难。

发达国家股市吸引力大

中国证券报: 美联储加息是否意味着企业违约率将大规模上升?

杜纳恩: 鉴于美元仍是主要的环球货币, 美元进一步转强, 将会影响全球的美元贷款和再融资活动。预计对大宗商品价格较敏感的国家的企业违约率会上升, 比如巴西、俄罗斯、澳大利亚、印度尼西亚等。一旦大宗商品价格崩盘, 这些企业将无法像从前一样在低息环境中进行贷款展期。依赖大宗商品业务的经济体也面临一样的困境。

对大宗商品业务依存度较低的经济体和相关企业面临的挑战是能否有足够的增长吸引投资者, 进行美元债再融资。预计这些企业到2017年至2018年时面临的再融资挑战要比2015年更甚。

国际清算银行 (BIS) 发布的研究报告显示, 美国以外地区发行的美元债券规模高达9万亿美元, 占全球GDP的20%。这些离岸债券并不受美联储的金融政策保护。不确定性意味着市场将更加波动, 也会导致投资者和企业持续紧张。

近期在美国市场上, 投资者对美国高收益债的担忧升温。一方面是投资于高收益债的人寻求更高的风险溢价, 另一方面是寻求进入市场融资的企业需要支付更高的偿债成本, 这可能导致这些企业不得不裁员或采取其他方法, 从而演化成经济问题。

中国证券报: 明年投资机会在哪些领域?

杜纳恩: 预计明年汇市更趋反复, 令投资者在国际股票及债券市场赚取可观的回报增加困难。明年的投资回报将非常低, 可能不到10%, 低于过去五年内平均10%—20%的水平。投资者明年需要在资产配置方面保持活跃, 因为市场不会再像从前一样处于单边上涨的轨道。

债券方面, 主权债没有太多吸引力, 原因是价格已经比较高, 未来回报预期非常低。如果能接受货币汇率风险的话, 亚洲新兴市场债券看起来很有吸引力, 但风险也很大。比如巴西债券收益率高达16%, 但过去六个月巴西雷亚尔贬值了一半, 这意味着投资者不赚反亏。

相比于债券, 我们明年更看好股票市场的表现, 鼓励投资者冒点险。目前, 发达国家市场比新兴市场更有吸引力, 而且风险更低。尽管发达和新兴市场都需要调整, 需要新的增长领域, 但我们认为欧洲和日本的调整将比绝大多数新兴经济体更快。我们认为, 在低利率、低增长、高波动的市场环境中, 能够取得年化6%—7%的收益已经算不错。投资者明年应该寻找增长中的公司, 而不是增长中的经济体。