

俄乌冲突僵持不下 美联储加息非比寻常

可能在短期使商品价格涨势放缓或步入下跌通道

邵亚男

在俄乌冲突陷入胶着、地缘紧张局势加剧的当下,美联储3月的加息与以往相比显得尤为特殊,事实上,这恐怕是美国几十年来为数不多的在无奈之下的被迫加息,其会议结果及后续影响成为近期全球金融市场关注的焦点。本文对美联储加息的历史情况及现实影响进行梳理,为市场提供参考。



美联储及其货币政策

市场对美联储的关注集中在其利率决策,主要指加/降息的节奏和程度。美国通常在自身经济下滑相对疲软的时候选择减息提振市场,而在其经济过热引发通胀的时候选择加息稳定民生,从而利用货币手段来有效调节其经济周期。操作方式上,当其决定降息以释放流动性刺激经济时,会通过购买国债的方式将美元投放市场,利率水平随美元供给增多而下降。反之,美联储加息则是通过向市场抛售大量国债来回收美元流动性,提升美元的稀缺性及购买力,通胀随之下降,同时美元指数走强上涨。从实施效果来看,历次利率政策变化对美国自身经济都起到了良好的反馈。

然而,美元是世界货币,而且主导了全球的金融货币体系和贸易结算体系,这意味着美联储加/降息不仅会对美国经济带来影响,也会对全球其他经济体及各类资产市场带来不同的影响和风险。从对全球大类资产的冲击来看,通常情况下,美联储加息将直接带动美债收益率上行,同时驱动美元走强升值、美元指数上行,而与实际市场利率高度负相关的黄金价格多以下跌为主,与美元直接挂钩的原油亦随着美国利率的上调而遭到抛售,油价或承压下跌。

从对世界其他经济体的影响来看,美联储加息的传导路径有二、分别为商品层面和金融层面。

从商品层面看,大部分大宗商品以美元定价,故当加息引起美元走强时大宗商品价格承压,资源型国家受到压制。同时,由于强美元导致的非美元货币贬值,引起非美元国家物价上涨,易造成输入型通胀。此外,非美元货币贬值还会降低其出口商品或服务的价格,提高进口商品或服务的价格。由于“马歇尔-勒纳条件”的存在,短期内对外贸易有恶化可能。

金融层面看,最大的影响是美元利率的提高直接引发美元资产收益预期增加,导致国际资金和资本回流美国,实施汇率自由浮动的国家特别是新兴经济体将面临外汇储备流失的风险,将被迫收紧货币政策,流动性紧张。同时,被动跟随加息导致其国内融资成本上升,实体经济发展受挫。另外,强美元周期下美元回流会导致非美元国家

资产价格承压,被动损失价值。在极端情况下,美元外汇储备不足又依赖海外资本流入投资的经济体,甚至会出现金融市场崩溃的情况,而自身货币不断相对贬值,最终也会冲击实体经济,带来区域性金融危机或者经济危机。历史上20世纪80年代的拉美债务危机、90年代的东南亚经济危机和2008年的全球次贷危机不外如是。

历史加息周期及影响

经济过热和高通胀通常是美联储加息的触发条件。此外美联储也会考虑外部风险,即金融系统与金融的不确定性风险与冲击会影响美联储的政策动向。

回顾历史,近40年来,美联储共经历了6轮较为明显的加息或利率上升周期,包括20世纪80年代著名的沃尔克对抗通胀。6次加息周期的驱动因素多样,既有供给端压力导致的高通胀,地产、股票带来的泡沫压力,也有非常规措施实施后的正常化过程。

1983年3月—1984年8月:石油供给冲击叠加经济复苏过快,美国进入滞胀的恶性循环。时任美联储主席沃尔克将控制通胀作为核心目标,推行强硬紧缩,20世纪80年代初严控货币增量,随后转向加息。彼时经济、就业维持景气,宏观杠杆率抬升温和、金融体系较为稳定,本轮加息未引发资本市场大的调整。

1987年1月—1989年5月:通胀控制逐步成为美联储目标,“泰勒规则”逐步引入,确定了高通胀与加息的正向关系。这一时期美元贬值,通胀上行,美联储通过加息进行应对。

1994年2月—1995年2月:衰退后快速反弹,经济和股市出现过热苗头。美联储担忧经济复苏会引发高通胀卷土重来,因此提前采取行动启动加息进程,属于前瞻性加息,节奏超市场预期,债券市场大幅动荡。另外,本时期,美联储开始增加通胀预期的指引。

1999年6月—2000年5月:亚洲金融危机波及下,美联储降息应对。1999年6月,美联储决定撤回宽松并开始加息,随之而来的是互联网泡沫破裂。刺破泡沫的同时,美国经济回落,大宗商品价格持续低迷。

2004年6月—2006年6月:在美国互联网泡沫破裂、“9·11”恐怖袭击等事件冲击下,为了防止美国经济陷入

严重衰退,2001年美联储连续降息,货币政策环境极度宽松,金融日趋自由化,美国居民和企业大幅加杠杆,经济、金融市场随之繁荣且逐步走向过热,但经济复苏和房价上涨引发资产泡沫担忧,美联储再次开启加息进程。本轮加息引爆次贷危机,美国股市和楼市泡沫均破灭,全球金融危机开启。

2015年12月—2018年12月:2015年年末,美国失业率降至5%的历史低位水平后,美联储再次启动加息,长期零利率和QE后,美联储开启正常化过程。前期加息节奏谨慎,后期明显加快甚至激进。鹰派程度大超市场预期。

战争背景下的“另类”加息

2022年的俄乌冲突成为市场关注的焦点,但世界并不是一维发展,3月16日美联储的加息会议是市场另一关注焦点,并且二者有着显著关联。

事实上,距离上次美联储加息已经过去3年,也是疫情席卷全球的3年。其间,为推动因疫情严重衰退的经济,美国双管齐下,除了政府财政补贴刺激消费外,美联储更是开启了历史性的降息周期。释放天量流动性的效果是立竿见影,美国在疫情后的经济复苏是七国集团中最强劲的。然而,通胀不可避免随之而来,甚至创造历史。美国劳工局及美国经济分析局的数据显示,截至2021年12月,美国核心CPI同比高达5.5%,为1982年1月以来(40年来)最高值,及至2022年2月,录得6.4%,续创新高。同时,另一通胀指标核心PCE同比在2022年1月,攀升至5.21%,为1983年5月以来最高,近乎为恶性通胀。另外,受益于极度宽松的货币环境,疫后美国宏观杠杆率、资本市场估值高位大幅抬升,房地产价格指数亦持续攀升,经济明显过热。

2022年美国政策核心是抑制通胀,加息乃至结束QE成为共识,未来只是何时加息和加息几次的节奏问题。俄乌冲突持续,显然影响了上述节奏。

事实上,作为世界能源和资源大国,俄罗斯的供给输出因战争影响与美欧关系的极度恶化而显著降低甚至停滞,这引发了2021年全球能源危机后的二次危机。原油、天然气及小麦、有色金属等大宗商品纷纷开启涨价潮,并带动生产生活资料价格集体上行。欧洲面临经

济回落甚至衰退可能,并将波及美国。毕竟,尽管美国和俄罗斯间的直接贸易和投资联系有限,俄乌局势依然给美国经济增长带来了风险,而美联储显然并不想增加这种不确定性,从而,在此“黑天鹅”事件影响下,加息力度难以维持强度,毕竟除通胀外,经济增长也是同样重要的调控目标。应该说,俄乌冲突已将美联储的地缘政治风险指数推升至伊拉克战争以来的最高水平。俄乌冲突迫使美联储本轮加息不得不面临恶性通胀和经济回落的艰难抉择,其加息预期被动下降。当下,市场对其加息程度的期望已经从战争前的50BP降至25BP,另外,美联储可能在会议上正式宣布结束史上最大规模的量化宽松政策。

根据历史经验,美联储加息后资本市场将面临估值和盈利双重回落压力,那么,本轮特殊背景下的加息周期即将开启,大类资产又将如何演绎?

首先,加息抑制通胀的效率和速度尚有待跟踪,但加息和缩表等操作将首先对消费、投资和资本市场产生直接的影响,容易引发经济回落甚至衰退,再与高居不下的通胀率叠加,全球经济有可能面临“滞胀”风险。特别是俄罗斯能源和食品断供全球,会进一步引发疫情时的全球产业链中断风险重现,部分对冲加息效果,预计“滞胀”短期难消。

其次,收缩流动性必然将对风险资产形成负面冲击,但本次加息的情况有所不同。通常而言,债券收益率基本跟随加息程度变化,而对于权益资产,美债收益率抬升会带动全球无风险收益率水平,各大经济体权益市场估值有望承压,至少短期如此。至于大宗商品,鉴于当前地缘政治紧张局势主导大宗商品长期走势,美联储加息更可能在短期驱动商品价格涨势放缓或步入下跌通道。拉长维度来看,商品价格或依旧高位运行,当然,若美联储加息速率和程度超市场预期,或对大宗市场产生更长时间的影响。从这个维度上看,3月加息的正式落地更像是“利空出尽”。

除了对大类资产的影响外,美联储加息对新兴经济体的影响值得深入分析。美联储加息是否会引起资金外流中国,以及掣肘国内货币政策呢?我们认为,有压力但不会形成很大冲击。另外,在对大类资产的影响方面,从历史加息后的市场表现来看,有必要警惕美股下跌的情绪波及国内,特别是A股和大宗商品市场。

(作者单位:中原期货)

芝商所投资教育专栏

人民币汇率存在阶段性贬值压力

程小勇

2022年年初至3月初,在美元持续强势的驱动下,人民币兑美元汇率依旧强势升值,呈现“美元强,人民币更强”的格局。然而,3月10日开始,人民币兑美元持续贬值,截至3月15日基本上抹平了2022年年初至今的升值幅度。

从人民币汇率定价来看,长期走势取决于经济增长基本面和通货膨胀,短期与贸易顺差、货币政策和国际资本流动性有关。笔者认为,2022年上半年,人民币兑美元存在一定的贬值压力,但是从长期来看,人民币兑美元汇率还会处于缓慢升值的趋势当中。

年初至3月上旬人民币汇率升值的原因

回顾2021年,人民币汇率超预期强势,这与中美利差、货币政策都出现阶段性背离有关。而2022年年初至3月上旬可能还在延续这个逻辑,主要来源几个方面:一是在美元国际结算体系受到俄乌冲突、美国高通胀的冲击下有所动摇,人民币作为安全资产被资金青睐;二是可结汇资金持续大幅增长,成为支持人民币汇率升值的最关键因素,银行代客结售汇顺差与人民币汇率保持很好的相关性;三是中国经济增长前景较欧美发达国家要好,包括完成了金融机构和房地产去杠杆,宏观杠杆率下降和经济转型取得一定的成效。四是人民币的套息属性增强。新冠肺炎疫情期间,人民币汇率由于其低波动性、息差可观和趋势明确等特点,成为投机交易的做

多对象,对人民币汇率进一步形成支撑。

3月中旬之后人民币兑美元存在贬值的风险因素

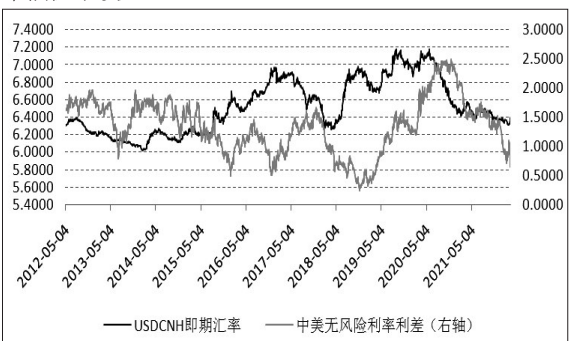
一是随着欧美经济体补库结束,出口增速回落是大概率事件,结汇需求会明显降温。一方面,发达经济体货币政策纷纷转“鹰”,抑制总需求。另一方面,我国在疫后新增的出口份额中,有三分之二是海外临时性需求驱动,特别是耐用品消费。从银行代客结售汇顺差来看,2022年1月已经回落至352.34亿元,而去年人民币强势的一个重要原因是持续增长的银行代客结售汇顺差带动人民币的需求,这一支撑人民币升值的因素在2022年会逐渐消退。

二是美联储加息可能引发国际资本回流美国,包括中国在内的新兴市场面临一定程度的资金外流压力。投资者担忧美联储加息后外资流出的逻辑有两条:第一条逻辑是基于宏观层面的资本外流,即“美联储加息—人民币贬值—人民币资产预期收益率下降—外资流出”;第二条逻辑基于风险偏好,即“美联储加息—美股或其他海外资本市场动荡/下跌—全球权益投资者风险偏好下降—外资低配包括A股在内的所有权益资产”。

统计发现,过去14年来北上资金流入流出与人民币汇率的3个月滚动相关系数平均值为-0.1,即人民币贬值时北上资金会流出。从概率上讲,相关系数大于零的时间占比为39.6%,小于零的时间占比为60.4%,换句话说大约60%的情况下人民币汇率和外资是负相关,即若人民币贬值,有60%的概率外资也是流出的。

通联数据Datayes显示,3月11日和14日,北向资金净流出总额约200亿元,占过去一周北向资金净流出额424.57亿元的50%。

在美联储本周即将加息25个基点的影响下,3月14日,10年期美债收益率创下2019年以来最高值2.14%,令中美利差收窄至年内低点64个基点,令人民币均衡汇率估值下跌。



图为中美利差和美元兑离岸人民币汇率走势

三是从我国“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”的政策定位来看,人民币汇率或需在贬值方向上释放更大弹性,政策面可能对人民币贬值容忍度有所提升。从疫情后经济复苏进程来看,中国与海外经济体出现了错位,中国经济领先于欧美发达国家半年至一年。

从1—2月社融数据来看,实体融资需求依旧偏弱,主要是政府融资在发力。从新增信贷来看,2月新增人民币贷款依旧是票据融资在冲量,主要是私人部门贷款

需求下降。2月新增人民币贷款中票据融资达到3052亿元,较去年同期增加4907亿元,占当月新增贷款的比例达24.8%。而2月金融机构新增人民币中长期贷款为4593亿元,较去年同期少增1.05亿元。

尽管3月15日公布的工业增加值、固定资产投资、社会零售销售额数据都超预期回升,但是从分项数据来看房地产投资增速依旧偏弱,且制造业投资和基建投资可能存在基数低的原因,而3月全国疫情再次严重可能拖累居民消费。

四是全球金融市场波动性加大导致清算所与经纪商纷纷要求欧美投资机构追加保证金,迫使后者从新兴市场撤离资金填补保证金缺口。即便是业绩持续稳定且风格稳健的大型对冲基金,也被要求追加10%—15%的保证金,反之业绩波动较大的中小型对冲基金,保证金追加比例可能达到30%以上。此外,LME期镍遭遇空式大涨引发伦敦金属交易所采取暂停交易等措施,令清算所与经纪商预感到金融市场“黑天鹅”事件开始增加,进而要求投资机构追加保证金以提升抗风险能力。

因此,笔者认为从3月开始,随着美联储步入加息周期,人民币兑美元可能阶段性贬值。投资者可以运用芝商所的美元/离岸人民币期货合约(CNH)来对冲风险。美元/离岸人民币期货(CNH)具备以下几个优势:多种合约规模,提供更大的交易灵活性和更广的市场参与;通过CMEGlobex可几乎24小时操作;期货保证金与其他双边场外交易外汇产品相比资本效率更高,还可通过在CMEClearing清算的场外交易人民币产品享有跨市场保证金机会等。(作者单位:宝城期货)