

后QE时代 全球流动性拐点出现

编者按

日前美联储开始削减资产购买规模,此举超出市场预期,这预示着 QE 开启了退出倒计时模式。不过 QE 渐退消息出炉,美股不跌反涨,道指标普连创历史新高,与此同时,欧股也出现了连涨势头。那么 QE 渐退究竟将对全球经济带来哪些影响?中国经济和 A 股市场会否受到冲击? 本版精选三大机构最新观点,多角度给投资者提供参考。

◎ 中信建投

当前国际经济环境远好于上半年,所以在当前背景下退出,对市场的冲击应该远小于此前预期阶段对市场的影响。而开启100亿规模的缩减象征意义大于实际,标志着美联储长时间以来的超级宽松货币政策正式进入转向阶段,但就美联储从提出QE退出议题到正式宣布退出的长时间纠结、犹豫,以及以100亿美元作为试探性的开端,结合明年美国经济复苏虽然仍将继续,甚至还会进一步走强,但在通胀压力依然尚远的情况下,我们预计美联储QE缩减的节奏会慢于此前的计划,或许要到明年的三季度末,才能彻底结束。

退出节奏温和 全球市场冲击有限

此次 QE 靴子真正落地对市场的冲击远小于悬而不决阶段给市场造成的压力。在今年 2 月份美联储抛出 QE 退出议题之际,当时的国际经济形势尚不明朗,安倍经济学未发挥药效,欧洲依然深陷衰退泥潭而看不到什么希望,美国自身也是刚刚渡过财政悬崖危机,后市如何亦难以预料,所以在这种对全球增长预期尚不乐观之际,美联储对 QE 问题的表态对市场造成比较大的冲击也就成为一种必然。时至今日,全球经济复苏形势日趋明朗,美国经济展现强劲态势,悬而不决的 QE 问题在反复折磨市场预期之后的落地,反而会使市场预期更为踏实,对 QE 退出的恐惧反而不如 5、6 月份退出预期初起时时刻那么强烈。

所以综合而言,我们认为 QE 退出对国际市场的冲击应该远小于 5、6 月份时期,据此我们判断,美国国债收益率上升的幅度,以及印度、印尼等新兴经济体资本市场的波动都将远小于今年的年中时期,当然黄金的情况另当别论,我们认为到明年的中期 QE 应该难以实现完全退出,整个退出过程恐怕要持续到明年的三季度末,在此过程中美元震荡走强将是大概率事件,还因为在此期间欧洲能给市场带来惊喜的可能性比较有限。

国内流动性影响不大 外汇占款小幅增长

从目前情况看,外汇占款、人民币升值、热钱三者相互关联,相互促进,在 QE 渐退预期下,我们维持明年外汇占款全年小幅增长,单月可能出现净流出判断。首先,明年人民币市值全年仍然将维持小幅增长,OE 退出仅在短期内造成有限冲击,如减慢升值速度。从央行角度看,为了推行人民币国际化,央行会继续维持坚挺的汇率政策。易纲近期表示,当前人民币汇率已经非常接近均衡水平,未来将继续推进汇率市场化,包括减少行政审批限制、增强汇率弹性、双向波动,在合理均衡水平上保持稳定。官方的表态显示,尽管未来央行引导的人民币升值空间或较为有限,但如果人民币严重偏离央行认可的均衡汇率,央行会出手干预。从市场角度看,当前市场对人民币市值比较认可,需求也比较大。我们用人民币收盘价对中间价的偏离度去衡量市场对于中间价的认可度以及结汇的意愿,从这个数值看,需求还是比较旺盛的。

其次,国内外的高利差套利在较长时间内仍将持续。受实体经济较旺盛的融资需求和央行锁长放短,中性从紧的货币政策矛盾所致,国内高利率环境或将持续至二季度。美联储方面,OE 的退出是一个比较缓慢过程,并非一蹴而就,并且耶伦公开表示,即便加息门槛被触及, 货币政策仍可能在很长时间内保持高度宽松,我们预计即便 OE 退出,零息利率或也将延迟至 2016 年。而欧洲仍然处于通缩之中,失业率维持高位,通胀也远低于欧洲央行目标水平,宽松货币政策难以退出,日本更是有充分的理由去维持宽松的货币政策。2014 年全球宽松货币格局并没有发生特别大的改变,国内外的高利差将继续吸引热钱流入。

QE 退出对热钱会形成冲击,但冲击有限。OE 退出可能会引发热钱的回流,但国内外的利差短期内也难以消失,高套利空间的存在将对冲 QE 退出产生负效应,热钱大幅流出概率不大。即便 OE 的退出导致了热钱的大幅流出,中国央行拥有 3.66 万亿美元的外汇储备,加之推动人民币国际化的任务,在汇率出现大波动的时候,央行有足够的动力和实力去维持汇率的稳定,并且当前存准率仍然处于历史高位,所以 OE 退出对流动性的冲击还是在央行控制之内的,未来流动性还是主要看央行。

人民币升值预期未改 降准可能性不大

在QE渐退的背景下,当前市场对于降准呼声日高,对此我们认为,降准以热钱大量流出和贸易恶化为前提,央行短期内不会贸然采取降准,OE退出引发的效应仍然需要观察。一方面,OE退出对中国市场的冲击或许并不会像市场想象的那般剧烈:6月伯南克抛出QE退出时间表,市场高度预期9月启动退出,但此期间外汇占款并没有发生大规模的减少,单月最大的减少量仅412.05亿,央行口径外汇占款也仅6月发生了90.86亿的减少。另一方面,当前中国无风险利率中枢大幅上行,人民币升值预期未改,10月、11月外汇占款增量都是在4000亿左右,并且热钱波动性是在加强,所以在短期内央行会选择逆回购等短期工具进行对冲。

债市影响仅限于资金面情绪

在今年国内债市表现疲软的背景下,我们认为,OE 渐退对其短期影响主要是资金面情绪。当前接近年底,银行面临考核压力,财政存款尽管今年也是 1 万多亿到 2 万亿的巨量,但投放时点存在不确定性,叠加 OE 的退出影响,机构的流动性备付很可能会提前展开。此外,这次元旦春节间隔得也比较近,春节元旦效应使得银行体系的 M0 溢出压力也比较大,而到 1 月资金面压力仍然不小,财政存款是正增长。从往年情况看,增量在 2000-3000 亿或略多,并且由于年底的疯狂揽储,1 月中上旬需要补交大量的法定存准。所以在当前以及后期一段时间内资金面压力都比较大的情况下,OE 启动退出在时点上是比较敏感的,其带来的国际资金流动的不确定性会进一步加大资金面的脆弱性。

不过,正如我们前面提到的,央行是有充分能力去对冲 OE 退出的负效应,所以其实最终来看,债市受到的影响,还是取决央行能否稳定市场预期。从央行角度看,在年底春节这样一个特殊的时点,央行不会坐视不理,同时从此前央行的操作来看,当货币市场利率快速飙升时,央行也会适度出手,投放逆回购安抚市场情绪。所以在当前这个敏感时点,预计央行也会加大逆回购的投放进行对冲。此外,OE 退出对美元形成的强烈支撑,从稍长的时间来看,也有助于减少输入型通胀压力,利好债市。总之,OE 退出短期内会对资金面情绪造成扰动,但央行有实力对冲 OE 退出影响,资金面和债市影响几何最终仍取决于央行行动。

最坏时刻已经过去 实体经济影响深远

历次 QE 退出预期增强时的股市表现

	QE1 2010年4月23日- 7月2日	QE2 2011年4月29日- 6月24日	前两轮 QE 平均	QE3 2013年5月21日- 6月24日	2013年8月2-28日
标普 500 指数	-16%	-7%	-12%	-5.8%	-4.40%
MSCI 新兴市场股指	-10.80%	-7.30%	-9%	-15.7%	-4.80%
中国上证综指	-20.10%	-5.70%	-13%	-14.8%	3.50%

历次 QE 退出预期增强时的大宗商品表现

	QE1 2010年4月23日- 7月2日	QE2 2011年4月29日- 6月24日	前两轮 QE 平均	QE3 2013年5月21日- 6月24日	2013年8月2-28日
CRB 商品指数	-8.8%	-11.0%	-10%	-3.6%	4.20%
国际金价(即期)	4.7%	-3.9%	0%	-7.3%	8.13%
WTI 原油期货	-15.2%	-20.0%	-18%	-1.0%	2.95%
伦铜期货	-17.3%	-1.6%	-9%	-9.4%	4.07%

资料来源:彭博、申万研究

◎ 申银万国

北京时间 12 月 19 日,美联储议息会议声明将从 2014 年 1 月开始削减每月的购债规模 100 亿美元至 750 亿美元,其中每月购买国债和 MBS 的规模均降低 50 亿美元,分别至 400 亿美元和 350 亿美元,这意味着自 2012 年 9 月以来的 QE3 进入逐渐退出阶段,美国货币政策正回归正常将导致流动性边际收紧,美国国债收益率等无风险收益率将上行,对各国国债收益率也带来一定的上行压力。我们认为后 QE 时代,2014 年美国仍将保持宽松的货币政策,但相比于 2013 年将边际递减。美国十年期国债收益率未来一年仍将上行,从目前的 2.89% 升至 3% 以上的概率很大,波动区间预计在 2.7%-3.5%,核心中枢将上移至 3.1%,这对于各国国债收益率乃至全球无风险收益率带来一定的上行压力。

对于未来 OE 减码的路径,美联储强调没有预设路径,而是取决于就业和通胀的展望,如果就业持续改善、通胀逐渐靠近 2%,那么未来 FOMC 会议将讨论是否进一步削减 OE,适度的速度是每次削减 100 亿美元,特定月份可能削减更多,但不必每次会议都采取行动,如果经济数据令人失望,可能跳过一、两次会议。伯南克暗示,如果通胀不加速上升,美联储将采取行动,我们预计可能是强化前瞻指引、甚至降低超额存款准备金、逆回购和以融资换贷款。

最后,我们来看美联储宣布 OE 减码的影响。整体来看,这一次 OE 退出的预期比此前两轮持续时间长,我们认为 OE 退出对资本市场的影响已消化了一半以上,而对经

QE退出机制开启 资产重估加速

◎ 平安证券

美联储开始削减资产购买规模,超出市场预期。退出 QE 机制的正式开启,预示全球大类资产去金融属性回归基本面的资产重估过程可能有所加速。具体而言,我们有三方面的观点。

QE 退出开启 新兴市场有远虑

鉴于美国经济基本面的好转和联储下任主席耶伦的鸽派风格,我们预计明年美联储将会逐步缓慢削减资产购买规模,可能在明年底完全退出 OE,基准利率的调整可能在 2015 年才会考虑。另外,考虑到今年美联储货币政策退出过程中,美联储将会更加注重对于市场预期的引导。对于 OE 退出对经济的影响,我们认为美联储货币政策的逐步转向或不会改变全球经济温和改善的趋势,但结构上的影响值得关注。

发达市场整体上基本告别衰退步入复苏,其货币政策自主性相对较强,受美联储政策影响相对较小;而新兴市场多处于经济结构调整阶段,货币政策也呈现被动性,资本流出压力将会加剧其经济基本面的波动,根据历史经验来看,部分经济体隐含的风险相对较大,尤其是经济转型和产业结构调整缓慢的高杠杆国家。

大类资产去金融属性 美元指数强势震荡

从近期金融资产的表现来看,部分新兴市场货币(巴西里亚尔、泰铢)等 12 月份以来有一定的贬值,美国国债收益率有一定的上行,或是反映了美联储 QE 退出的预期,但是相较于 5 月份和 9 月份,大类资产的反映显然不够充分,因此,OE 的退出是超出市场预期的。

就市场区域而言,根据发达市场和新兴市场的流动性环境、政策独立性和经济基本面的差异,我们认为流动性逐步退潮的资产重估过程中,发达市场资产主要关注其增长基本面,而新兴市场资产更多的关注其风险溢价的调整。相比较而言,发达市场的顺周期资产(股市和部分商品)受到的负

济和实体流动性的影响还有较大冲击。具体来看,OE 减码的影响主要有四方面:

1、美国货币政策回归正常,导致美国乃至全球的流动性将边际收紧,风险资产涨幅受到压制。更取决于基本面的复苏而非流动性,坚定认为未来一年美元回升、黄金等商品下跌。由于美联储是全球宽松时代最大的流动性提供方,美国 OE 减码意味着全球宽松时代进入减速时期。今年 5 月是流动性预期的拐点,而今年底明年初将是流动性实质趋紧的拐点。我们预计,由于全球流动性边际减少,支撑欧美股市等风险资产大幅上涨的动力减弱,明年全球风险资产涨幅或低于今年,需要更多基本面而非流动性支撑。

2、随着美国流动性边际上升,美国国债收益率将上行,意味着全球无风险收益率的上升,对各国国债收益率乃至融资成本带来一定的上行压力。

3、对于新兴市场的影响表现在:短期汇率贬值,资金继续撤离,风险资产在靴子落地后还有最后一跌,此后逐渐消化这一利空而企稳回升。不容忽视的是,实体经济受拖累更大,尽管预期最坏的时刻已经过去,但是从 2014 年来看,由于美国削减流动性,新兴市场的流动性仍受到压制,外部融资明显减少,不过随着新兴市场通过转型、对外部资金的依赖程度将逐渐降低,这一负面将边际递减。

4、根据 VECM 模型预测,OE 缩减短期对中国产生较大的负面影响,但是效应边际递减。在未来 6 个月内,美国 OE 缩减对中国经济有新兴市场的拖累,通胀增长放缓,而中国股市震荡下行;而 6 个月过后,数据趋于稳定,经济下行风险有所减小。

面冲击较小,而新兴市场的金融资产受到的冲击和波动都会较大。

就主要的大类资产品种而言,美联储 OE 退出和发达市场经济逐步复苏环境下,受损程度最大的是发达市场债券和贵金属,在金融属性和基本面属性上都是利空,工业商品资产也受损,尽管需求端逐步企稳,但金融属性的负面影响和供给端的过剩压力下,整体走势仍将以弱势震荡为主。

股市资产短期估值将受到负面冲击,但趋势上将更加反映业绩,发达市场因增长盈利的改善中期趋势仍然向好,新兴市场受资本流出和基本面的不稳定影响,整体上市市调整幅度可能较大。在此背景下,我们认为 OE 退出下,明年对大类资产配置优先排序是:股票(仍看好发达市场股市)、一般工业商品、债券和贵金属。而对于美元指数,我们的看法是,尽管美国 OE 退出和经济复苏对其有利好支撑,但考虑到欧元区不断改善的基本面环境,欧元仍将对冲一部分美元的强势,美元指数大概率上仍然是强势震荡而非趋势上行走势。

对 A 股冲击有限 短期扰动难免

由国内的资本管制和经济改革的加速推进,我们认为 OE 退出在流动性、货币政策和实体经济三个层面对国内资产的影响,相较于其他新兴市场更小。对于 A 股市场来说,我们认为 OE 退出的冲击有限,决定市场运行趋势的还是内部因素,明年的中枢仍然取决于改革政策的推进,即中长期风险溢价的变化。但短期,OE 退出的影响将会导致外汇占款规模的缩减,从而对 A 股市场带来负面扰动。

我们认为当前国内投资者过度关注改革政策而忽略了 OE 退出的冲击,实际上,近期人民币外汇市场已经呈现离岸相对于在岸折价的现象,从历史规律看,这一般反映了短期资本的流出压力,考虑到 OE 的退出,未来几个月外汇占款相较于 10-11 月均近 4000 亿的规模可能呈现大幅下降,这可能也是本周市场调整的因素之一。考虑到叠加利率市场化下金融机构资产负债调整的压力,我们认为内生和外生的资金面压力,将对 A 股的走势带来负面影响,我们看淡春季躁动行情。

■ 大宗交易点睛

市场交投明显下滑 资金大幅减持TMT

◎ 金百临咨询

近一周沪深两市大宗交易系统共出现 279 笔成交,合计 11 亿股,金额约 68.7 亿元,而此前一周数据分别为 292 笔、20.5 亿股和 231.5 亿元。由此可见,在股指连续下挫背景下,市场人气急剧下滑冷却。

由于此前一周沪深股市日线收出五连阴,而从各大板块表现来看,银行、地产、资源等板块跌幅较大,以创业板为首的 TMT 板块相对抗跌,但并不代表该板块没有风险。最新数据显示,截至本周二,天音控股、海格通信、东土科技、奥飞动漫等 TMT 板块个股大宗交易频繁,资金离场迹象开始显现。12 月 19 日,沪深交易所发布的大宗交易信息显示,当天共有 44 只个股出现 78 笔大宗交易,其中 TMT 概念股揽下 24 席,交易频繁个股集中在天音控股、海格通信、东土科技身上,占比达 18.5%。与此同时,12 月 17 日和 19 日,国盛证券南昌朝阳中路证券营业部分别卖出天音控股 3325 万元和 6390 万元,12 月 16 日至 20 日,中信证券海门人民西路证券营业部连续卖出 TMT 概念股奥飞动漫,共出现 5 笔交易,累计耗资 2.9 亿元,其中,12 月 16 日和 19 日发生的 3 笔交易成交价分别为 28.79 元、28.53 元,分别比当日二级市场折价 10%、7.91%。据此判断,明年 IPO 一旦重启,今年涨幅最大的 TMT 板块整体估值较高,未来有进一步回调压力,不排除有部分资金提前避险的可能。

■ 龙虎榜风云

游资机构博弈医药股 机构疯狂卖出传媒股

◎ 恒泰证券 吴海荣

近期市场做多动能明显不足,指数连续下跌,但历史经验表明,在资金最紧张的时候,往往能产生阶段性低点,目前大盘技术指标也已严重超跌,短线有反弹的要求,操作上建议关注龙虎榜上榜品种。

1、医药板块集中爆发。在市场弱势之际,作为防御型板块,医药股优势集中体现,再加上近期禽流感病例频发,使该板块再度走牛,其龙头贵州百灵 12 月 23 日涨停龙虎榜显示,游资大量买进,前五买入席位中分别出现了多家著名游资席位,而卖出席位中一家机构席位小幅卖出,而当日同概念的安科生物龙虎榜显示,前四大买入席位为著名游资席位和一家机构席位,而卖一为机构席位,由此可见,游资成为推动医药股走强的主要推动力,而机构选择了逢高获利抛出。整体看,前期涨幅不大的医药股中线仍有机会,相关概念股还有天坛生物、独一味、奇正藏药和佐力药业。

2、传媒板块集体退潮。今年以来传媒板块整体涨幅惊人,临近年底,贺岁档电影的预期使该板块出现超跌反弹,不过近日该板块再度整体跳水,华谊兄弟 12 月 23 日股价接近跌停。数据显示,机构为卖出主力,其卖一和卖四均为机构席位,显示机构开始获利高抛,短期仍有回落风险,相关概念股还有光线传媒、奥飞动漫和天舟文化。

(执业证号:S0670611040016)

■ 透视两融

扩张步伐开始减缓 创业板融资买入持续

◎ 东方证券 余宏开

近一周两市继续延续调整格局,沪指破纪录出现连续 12 跌,市场整体交投萎靡,尤其是银行板块领街暴跌挫伤多头人气。受此影响,近日融资融券方面扩张步伐稍有减缓,截至本周二,两市融资融券余额为 3401.26 亿元,同比增加 0.7%,其中融资余额为 3370.99 亿元,同比增加 0.92%。相比融资,值得关注的是融券方面,目前融券余额为 30.27 亿元,同比减少 15.28%,创下 6 月份以来的最低水平,上次出现该规模水平即是在前低 1849 点。总体来看,虽然激进投资者数量有所减少,但融券做空规模的快速缩小显示市场做空动能也有限,年前两市预计将恢复弱平衡状态。

由于结构性行情特征明显,创业板继续跑赢大盘,目前属于融资融券标的的创业板共有 35 家公司,本周融资共买入 58.27 亿元,融资偿还 55.53 亿元,融资净流入 2.74 亿元,延续净流入势头。板块方面,融资金呈现净流入,期间净买入额为 30.98 亿元。具体来看,全周有 10 个行业融资净额顺差,13 个行业融资净额逆差,其中净买入增速居前的是交通运输、公用事业、交运设备,净买入增速居后的是信息服务、机械设备、电子。从融资融券游动情况看,融资流入居前的是餐饮旅游、食品饮料、公共事业,融资流入居后的是家用黑色金属、农林牧渔、交通运输。综合两者,除了维持“吃药喝酒”外,本周还可以关注细分子行业中的环保、通信服务。(执业证号:S0860613080001)