

主持人 时娜 编辑 赵艳云

继美国、英国及欧元区等经济体上周相继宣布维持宽松货币政策基调后,韩国央行12日决定继续将基准利率维持在目前2%的水平。我国昨日也再度表示,将继续实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策,但会增强政策的灵活性和可持续性。此外,刚刚结束的二十国集团财长和央行行长会议也发表联合公报称,短期内继续实施刺激措施。

而上月刚加过息的澳大利亚,上周再度宣布加息25个基点,将基准利率调升至3.5%,成为全球第一个今年内二度加息的国家。以色列、印度和挪威等国家,今年8月份以来也分别通过加息及上调准备金率的方式,开始退出超级宽松的货币政策。曾经的“救市大联盟”,如今开始分道扬镳,还是即将先后携手迈入“退市”时代?部分国家纷纷加息是否表示紧缩周期即将来临?这对复苏中的经济及股市又会产生怎样的影响?中国的加息周期何时到来?A股又将何去何从?本期,我们邀请了瑞士信贷、摩根大通、瑞士银行及国元证券(香港)的4位知名经济学家和市场策略员,为您全方位解读“退市”背后的深意及影响。



宽松货币政策退出预期影响几何

“救市大联盟”分道扬镳还是携手“退市”?

主持人:澳大利亚等国开始退出宽松的货币政策,会否产生多米诺骨牌效应,蔓延至全球主要经济体?当前“退市”的时机是否已成熟?

李晶:目前着手退出宽松货币政策的国家,主要是在金融海啸中受伤较轻或经济复苏步伐较快的国家,但全球主要央行的跟进加息还需要比较长的一段时间。各国情况不同,目标不同,在退出的时间与方式选择上,会存在明显差别。

欧美国家是本次金融危机的肇始地,其救助手段主要针对金融机构,救助及刺激方案的退出可能根据救助对象的现有情况,分步骤、有针对性地裁减其支持性政策。而像澳大利亚这样受到金融危机牵连的国家,其采取的是全方位的强力刺激措施,当其本地经济开始复苏,投资品价格开始飙升后,刺激措施如果持续过久,有可能形成新的经济泡沫,造成新一轮的危机,此时采取类似加息的举措是不错的一种选择。

陶冬:许多国家在第二季度经济已经走出衰退,随着美国经济走出衰退,全球经济第三季度普遍由负转正,复苏大局已定。在经济步入衰退的时候,货币政策出现微调是合乎逻辑的。那些经济没有受到金融危机太大伤害的国家,如澳大利亚、挪威、印度等,已经逐步开始退出超宽松的货币政策,这的确意味着全球的货币政策的转折点已经出现。

但是不同的国家在退出时间上会有很大的差别。对于金融体系依然面临重大挑战,信贷发放并不畅通的国家来讲,尽管银行倒闭的风险基本上已经消失,但是除了有毒证券外,很多的零售银行依然面临重大的消费信贷坏账,商业按

揭坏账,当这些还没有清理完之前,超宽松的货币政策仍将维持一段时间。

主持人:部分国家纷纷加息,是否意味着紧缩周期已开始启动?“退市”路径及时间表可能会是怎样的?

浦永源:西方的主要经济体仍然非常虚弱,尤其是就业市场和金融行业,其央行都还没有准备退出宽松的货币政策,因此还不能说全球紧缩周期已经开始启动。现阶段,澳大利亚、挪威等国家开始退出宽松的货币政策,主要还是出于减少刺激因素,并不表示真正意义上的紧缩。大多数国家都没有忘记上世纪90年代日本过早退出的教训,因此在经济没有全面复苏之前,全球主要经济体不会退出宽松的货币政策。

杜丹:部分国家的退出,意味着此前全球为应对经济危机而实施的超级宽松政策正逐步回归中性,目前各国利率水平平衡,仍属于历史最低水平或略高于最低水平,因此部分国家的政策举措并不代表全球已经进入紧缩周期。目前全球经济复苏催生了资产价格快速上涨,逐步退出宽松货币政策有助于抑制资产泡沫的膨胀,但由于经济复苏中存在隐忧,政策扶持不可能完全退出。

从澳大利亚等开始退出政策的国家来看,一方面是其自身经济从金融危机中恢复得较快;另一方面是其国内资产价格快速上涨,令其面临较大通胀压力。但美、欧、日等发达经济体经济复苏冷热不均,退出策略上将侧重于收紧货币政策回收流动性,但扩大政府支出和扶持就业的相关政策将会更晚退出。

面对“退市”全球经济及股市如何着陆?

主持人:宽松货币政策的退出或者说退出预期,会对全球经济及股市造成怎样的影响?未来几个月哪些市场会表现更好?

李晶:随着经济复苏步伐逐渐稳定,市场预期短期内部分国家会退出宽松货币政策,影响资产价格的上扬趋势。我们认为这种预期在一定程度上会对全球股市造成一些心理上的影响,但仅仅是有限的影响。股市最近的调整原因应该说是多方面的,很难笼统地归因到某个方面。未来几个月我们还是看多中国A股市场,我们认为在2010年一季度A股值得期待。

陶冬:当前经济的增长已经有了一定的好转,而股市情绪的改善比经济的改善更明显更猛烈,这的确给央行一个更大的信心将货币政策正常化。但是,一旦流动性出现调整,必然对资产价格造成一定的影响。但是我们现在做的是将一个非正常的、人为的货币环境、财政环境向自主发展上转移,这是一个必要的过程,在过程中无可避免会对经济造成一定影响,但若经济真正复苏,必然要抽回所谓的“急救工具”,让经济按照自己的规律、自己的力度展开商业活动。

浦永源:从长期来看,各国逐步“退市”会产生正面影响,还可以防止潜在的资产泡沫。股票市场的涨跌受诸多因素的影响,货币政策是其中很关键的一个因素。但是,较早的退出并不意味着“紧缩”,唯有货币政策从“中立”转变到“紧缩”时,股市的反弹趋势才会逐渐消失。目前,货币政策正逐渐从“宽松”转变到“中立”,因此,只要公司业绩优于预期,投资者的风险偏好进一步恢复,更重要的是国家经济持续复苏(目前已有很明显的迹象),那么股市就仍然有上升趋势。

杜丹:从股市角度而言,“退市”的影响取决于当前经济复苏的可持续性,如果经济复苏能够持续,逐步“退市”并不会对股市产生冲击,反之若经济再度转弱,投资者可能认为

“退市”过早从而打击市场信心。

主持人:如何才能尽可能地减少救市政策退出造成的冲击,实现经济及股市的“软着陆”?

陶冬:量化宽松是近代史上没有出现过的,没有先例可以遵循,也没有太多经济学理论可以指导。对于退出带来的影响,大家是看不清楚的,央行能做的是“摸着石头过河”,其中一方面便是增加透明度,将节奏放缓,一旦出现问题迅速做出调整。决策者敢抽流动性,就说明决策者有一定的把握能够实现“软着陆”,但决策者心目中的“软着陆”,跟实际经济状况间也可能有一定的差距。能否实现“软着陆”,不仅取决于政府的手段和力度,而且取决于其他许多因素,如消费者的情绪信心、就业的复苏、全球流动性、金融危机是否出现新问题等等。

李晶:像这么一个全球范围内的货币政策的改变和调整,我们认为“退市”会是一个循序渐进的过程。但这里应该对经济和股市的“软着陆”进行一下细分:从宏观经济层面看,我们还没有到“软着陆”的时候,目前经济只是在复苏的前期阶段,大家关心的是如何让这把“星星之火”慢慢烧旺,这和我们平时说的“经济软着陆”是不同的概念。对股市而言,就像我刚才解释的,调整需要不同的原因考虑。由流动性刺激的市场带给投资者的是beta回报(所有股票都在涨),现在是时候考虑个股的基本面情况及盈利能力,以及由此给投资者带来的alpha回报了。

浦永源:股票市场常常快速上涨或下跌。政府必须确保在完全退出之前,经济已经走上了可持续的复苏道路。但是这很困难,原因就在于许多国家的经济复苏是靠经济刺激方案在推动,可持续性不是很高。因此,世界正面临着潜在的二次触底风险。另一方面,经济有其自身的周期性,如果人为地扰乱其周期性,有可能使经济在未来出现更大幅度的波动。重要的是,我们应在短期增长和长期可持续性方面寻求一个良好的平衡点。

新兴市场国家将受更大冲击?

主持人:有观点认为,新兴市场国家可能会率先“退市”,您怎么看?全球主要经济体退出宽松的货币政策会对新兴市场国家的经济和股市产生怎样的影响?

陶冬:我们认为受伤较轻的国家会先退出。在亚洲我们看到印度率先开始了货币政策的退出,因为其相对美国及欧洲而言,复苏力度较强,银行基本面也相对较健全。

但新兴市场国家接受的不仅是本国央行制造的流动性,也受到了全球流动性的冲击,因此新兴市场国家面临着资产价格增长过快的风险。全球主要经济体的退出对新兴市场国家也一定会产生影响。

李晶:尽管多国货币政策依然宽松,未来12个月内,产能过剩和失业率的问题会使全球通胀率保持温和。市场普遍预期G10和亚洲国家2009年及2010年的通胀率会在0.5%—0.8%和1.4%—2.6%之间。大部分发达国家和新兴市场国家没有在短期内全面退出宽松货币政策的压力,但不排除部分复苏较快的国家,例如中国、印度及印度尼西亚在2010年开始“退市”。

估计新兴市场国家会快于发达国家退出宽松的货币政策,届时会对资产市场有一定的短期负面影响。从今年三月以来,投资市场信心渐渐恢复,各国的低利率政策促使信贷增长和资产估值较高。由于新兴市场经济复苏速度较快,资金流入量也相对比发达国家多,从而使股市和楼市价格上涨。货币政策收紧会对企业盈利前景有一定的影响,促使投资者重新调配资产。这过程有可能带来一轮短暂的价格调整,但我们相信长期而言,新兴市场较高的经济增长前景会带来比成熟市场更好的长远投资机会。

浦永源:新兴市场的经济及其股市表现将会出现更多的波动。对于新兴市场来说,关键是要增加国内需求,降低对外部的依赖性,使其股市的表现优于其他地区。虽然全球的股票市场有非常紧密的联系,他们的波动倾向有相似性,但当中具有更强基本面的市场的表现会更好。

杜丹:新兴市场国家会率先“退市”,除了经济复苏较快之外,新兴市场的股市、楼市上涨较快,加大了通胀压力,在澳大利亚、印度之后,预期台湾地区和东南亚国家将会跟随退出。美欧日发达经济体预期明年稍后才会退出,短期内会吸引资金从新兴市场回流。但从中长期看,发达国家经济可能较长时期内处于“低增长、高失业”状态,新兴市场前景依然看好。

中国加息可能要等到明年第二季度?

主持人:中国短期内有加息的可能吗?据您预测,中国会在什么时候、什么情况下“退市”?有哪些指标值得关注?

陶冬:中国有回收流动性,将货币环境正常化的需要,但是短期内加息的可能性不大。中国三季度经济增长已达8.9%,如果按环比计算,目前的经济增长是10%,这样的增长速度,至少说明已进入正常的增长期。如果经济增长趋势变正常的话,货币政策和财政政策有必要向正常化迈进。

但是,目前中国经济增长的基础并不牢靠,就业市场依然低迷,民间投资不是很旺盛,因此政府可能会一方面采取“摸着石头过河”的形式,逐步地多方面地调整货币政策;另一方面尽量避免采取一些地标式的紧缩政策,以免伤害市场信心,对市场造成不必要的波动。加息可能要等到明年第二季度,之前可能是对于按揭的限制,及非国有企业进入楼市采取一些行政上的限制,银行信贷每月新增贷款数量也可能会遭到进一步的压缩。

李晶:虽然当前中国经济表现好于年初预期,但不确定性仍然较多,虽然房地产市场和股市已经先行出现反弹,但是实体经济的反弹后劲如何尚需观察。因此在当前经济企稳回升的基础还不稳固的前提下,货币政策仍要坚持适度宽松的取向,保持银行体系有较为充足的流动性,引导货币信贷合理增长。虽然市场有通胀迹象出现,但这在经济复苏时期是一种普遍现象,与经济高速发展时期的通胀有本质上的不同,风险也不能相提并论。因此中国今年内上调利息的可能性非常低。

此外,对于中国这样的发展中国家和新兴经济体,并未受到金融危机的直接冲击,而是利用这次金融危机对其实体经济的影响,进行了结构性调整的政策安排。在这种情况下,中国刺激性政策的退出将会相对较慢。

杜丹:中国也会逐步“退市”,但其策略可能有所不同。中国短期内不会加息,但有可能上调准备金率,此外也可能通过公开市场回收资金、收紧银行信贷途径来“退市”,但刺激消费、扩大就业、调整结构的政策仍将维持。CPI是一个需要关注的指标,但从2007年至2008年的经验看比较滞后,要体现货币政策的前瞻性,就必须关注资产价格变化带来的通胀预期,股市、楼市和大宗商品都值得关注。

浦永源:中国的利率波动在很大程度上是由通货膨胀所推动的,因此我们有必要关注CPI。相信到2010年第一季度,中国的CPI有望出现积极势头,届时利率也有可能上升,但是,中国央行有可能首先调整存款准备金率来控制货币流通。

主持人:“退市”或“退市”预期会对A股后市产生怎样的影响?您如何看待未来一段时间影响A股市场的主要因素?未来投资的关键词是什么?

李晶:近期来看,中国市场会受到海外经济体不断退出之声的影响,股市可能出现震荡波动。但是不断改善的企业盈利基本面、逐渐明显的宏观经济复苏信号、依然充裕的市场流动性和日益活跃的民间投资奠定了此轮以维稳为基调的A股长期上涨的趋势。另外,可能影响中国短期市场走势的还包括近期创业板股票的集中上市。

杜丹:“退市”会对A股和港股市场带来冲击,但对市场长远发展有利。今年以来内地和香港市场出现较大涨幅,政策预期和资金推动是首要因素,但也导致市场对政策出现依赖、资金流入产生资产泡沫等问题。“退市”有助于摆脱“政策市”的负面影响,市场机制将重新发挥主要作用。未来影响市场主要因素将从政策、资金回归到基本面,业绩将取代政策和资金成为投资主题。



瑞士信贷董事总经理、亚洲区首席经济分析师 陶冬



摩根大通董事总经理、中国证券和大宗商品主席 李晶



瑞银董事总经理、亚太区首席投资策略师 浦永源



国元证券(香港)首席策略员 杜丹