

流动性泛滥:全球资产市场高烧

编者按:近年来,全球经济正体验着一派繁荣景象。从房地产大涨到股市屡创新高,从巨资并购到天量 IPO,由充沛资金推动的资产价值重估似乎无处不在。究竟是什么促成了这幕好戏?人们明天是否还能大啖资产重估盛宴?本报特此邀请了国内外经济学家,希望能对此给出一个答案。



张大伟 漫画

商品价格飙涨

□哈继铭

本轮上升周期将更长

2002年以来大宗商品价格开始持续上升,进入今年以后,“超级商品牛市”基本被市场所认同。数据显示,2005年IMF全部大宗商品价格指数名义涨幅高达34%,同时IMF能源和金属价格指数分别上升42%和36%。从铜到糖再到油,各大商品价格均急剧上涨,有些已经冲至历史最高点。近期铜价突破每吨8,000美元,油价超过每桶75美元,二者均达到有史以来最高点。金价则飙升至每盎司730美元以上,为1980年以来的最高点。

三大原因推动

全球大宗商品价格进入上升通道,究其原因主要有三方面。首先是全球经济复苏,对大宗商品的需求急剧增加,从而刺激了商品价格。2002年全球经济在短暂的放缓之后开始强劲复苏,随着世界经济的不断好转,全球GDP增幅从2001年的2.4%回升至2004年的5.3%和2005年的4.8%。

其次是美元表现的疲软,随着美国“双赤字”的不断扩大,美元在2002年后开始贬值。由于大多数大宗商品以美元计价,美元的疲软导致大宗商品价格上涨。随着美元的贬值,大宗商品生产者倾向于削减供应以应对其美元收入实际价值的下降。

最后则是全球的低利率拉高了大宗商品价格。从2000年末开始,美联储已13次调低短期利率,试图以激进的降息帮助美国经济走出2001年的温和衰退。在低利率下,企业囤积大宗商品的动机将有所增加,这将增加需求,使资金从国债和债券流向大宗商品。

■记者观察

祸起资金泛滥

□本报记者 钱晓涛

大宗商品进入牛市早已是不争的事实,诸多资深人士纷纷感慨,今年出现的这波商品牛市,可能几十年才会出现一次。有色金属、能源、农产品、战略型物资,凡是大宗商品,那就只有一个趋势,上涨。

业内人士指出,全球资金流动性过剩是造成此轮商品牛市的重要因素。2002年起,全球三大经济体美国、日本、欧盟奉行的是低息政策,美联储为刺激经济发展不断降息;日本央行为了早日摆脱经济持续衰退的泥潭连续多年采用“零利率”,这就造成了金融市场上的资金非常充裕。随着全球各个市场“珠联璧合”,股市无法容纳过剩资金,投资大宗商品成为了最好的选择。

以铜价为例,2002年初每吨仅1400美元左右,而4年之

后涨幅高达10%,2006年1季度同比增长10.2%;印度作为亚洲又一个快速增长的经济体,2003~2004年经济增速上升到平均7.4%。

随着工业和建筑活动的快速增长,对石油、金属和工业原材料在内的大宗商品需求十分强劲,这导致了商品价格的剧烈波动,因为需求调整的速度快于供应调整。当生产商对产能扩张持谨慎态度时,供应紧张推动价格持续上升并吸引投机资金流入。这导致了价格继续上升的预期,因为市场参与者认为永久性的供应紧张即将到来。

后的价格飙升至8000美元之上,价格上涨4倍之多;其他商品包括黄金、白银、锌、铝、白糖等均有类似的情形出现。

当然,各国政府已意识到问题的严重性。从2004年6月至今,美联储已经连续16次加息,欧洲央行、日本央行也都决定结束宽松货币政策。这些举措无疑会缓解全球的流动性过剩,但是任何货币政策的作用都会有一定滞后性。

此外,包括养老基金、对冲基金在内的投资机构蜂拥而入,进一步增加了商品市场内资金的供给。投资基金长期看好大宗商品市场,从而进一步推高商品价格。据粗略估计,全球投资基金的规模至少在1000亿美元以上,如果投资衍生市场的话,根据保证金交易制度,这部分基金能够撬动的资金无疑更为惊人。

谁是“元凶”

主持人:流动性泛滥或者说货币过剩已经成为中国乃至很多国家央行头痛的问题,那么,造成全球经济货币过剩的根本原因是什么?

高善文:造成目前全球货币过剩的原因非常复杂,就我个人理解,从表面上看,造成全球货币过剩的主要原因有两个,第一个层面是美联储长期奉行低利率的货币政策,它的一个主要政策目标是为了刺激美国经济2001年经济衰退的恢复,从而在全球范围之内制造了大量过剩的美元流动性;第二方面,有很多批评的声音认为在此次美国经济复苏的过程中,美联储早就可以提高联邦基金利率了。如果这样的批评是正确的,毫无疑问美联储延续了一个超长的宽松货币政策,从而制造了大量的流动性。

实际上,更深刻的原因不仅是美联储低利率货币政策。在这个方面,美联储前任主席一年多前提出了一个全球储蓄过剩的理论,该理论在很多方面是很有意思的。它的基本思想是1990年代后期,由于全球化和国际金融危机等原因,许多新兴经济体的储蓄行为发生显著变化,这表现为:此前它们大量从全球金融体系融入资金,形成持续的经常项目逆差;后来转化为大量向全球金融体系融出资金,形成持续的经常项目盈余,东南亚国家的情况就比较典型的。由于这样的原因,全球金融体系的储蓄大量增长,形成了收益率曲线长端的下移和各种资产价格的膨胀和重估。1990年代以来经济全球化的加速,再加上信息技术的进步等,对于稳定全球实体经济部门的通货膨胀水平和通货膨胀预期产生了很大影响,也影响了全球的资产重估过程。

王志浩:高博士提到了最重要的三个原因。从2001年起,美

国进行了一个利率的政策改革,目的是引起日本的经济恢复,随后全球很多投资者到日本去借钱,然后把日元换成别的货币,到其他的地方投资。因此,美国和日本泛滥的货币政策,导致很多的投资者借很多的钱到其他地方去投资,所以这也是比较重要的为什么世界正在面临这么流动性过剩。

主持人:全球资本流动性过剩对中国的经济,会产生什么样的影响?

高善文:全球货币过剩对中国经济运行的影响是非常复杂的,就我个人的理解,如果观察中国国际收支平衡表的话,可以找到很多的线索。在2002年到2003年之间,中国的贸易顺差仍然维持在一个比较低的水平,外商直接投资的流入也比较正常,但是中国的外汇储备增长突然明显加速,国际收支的误差与遗漏项也发生了方向性变化。这被一般地解读为大量热钱流入了中国。这样的解读当然可以讨论,但外汇储备的急剧增长肯定是很不正常的,这种变化应该同美国的低利率政策密切相关。实际上,由于美元的低利率的政策,美元流动性还影响了全球许多经济体的金融活动,例如印度、拉美、英国、澳大利亚、新西兰等。所以,在这样一个总的格局和背景下,中国通过国际收支渠道等感受到了美元流动性过剩的影响。一个有趣的反证是,自从美联储开始加息后,流入中国的热钱一下子减少了许多,外汇储备增长的相当部分转而来自急剧扩大的贸易顺差。

此外,中国长期维持双顺差局面,暗示汇率被明显低估,在美元流动性过剩和美元贬值的基本背景下,汇率的压力被迅速放大,也影响了中国的货币控制能力。

(马斌 夏峰)



美日并发低利率“后遗症” 全球通胀抬头

□本报记者 朱周良

国际商品市场高歌猛进的速度令投资者瞠目结舌,热情澎湃。不过,5月中旬以来,国际大宗商品价格出现剧烈震荡,并一度引发全球资本市场连续跳水。这一波始于2005年初的商品大牛市所带来的潜在巨大风险,也再度引起了广泛关注。

事实上,最近几个月中,经济学家和投资业界人士一直都在对火爆的商品市场提出警告,有关商品泡沫的言论也屡见不鲜,其中较主流的一种观点便是,国际市场上的大量游资,是炒高商品价格的主要动因。而造成游资泛滥的根本原因,便在于以美国、日本等为代表的许多国

家过去几年中长期实行的宽松货币政策。

“虽然最近一段时间出现了所谓货币政策‘正常化’的趋向,但总的来说,资金面仍然偏松。”瑞士信贷董事总经理兼亚洲区首席经济学家陶冬对上海证券报表示,“流动资金的增长远远超过了可投资资产的增长。”

陶冬进一步指出,全球范围内的流动性资金之所以十分充裕,主要是因为,在前几年,全世界的央行不约而同地把利率降到了历史最低水平。

从主要国家本世纪以来的货币政策轨迹来看,放松银根是一根主线,直到新一轮加息周期开始。以日本为例,网络科技泡沫破灭后,为尽快实现经济复

苏,日本央行从2001年3月开始重新实施零利率,并引进“数量放松”作为货币政策的杠杆。

而在美国,随着经济步入衰退,美联储从2001年1月开始启动了连续13次降息,把联邦基金利率从2001年1月前的6.5%,降至2003年6月时的1%,为1958年以来的最低水平。

除了美国和日本之外,另一大主要经济体欧盟在过去几年中也一直采取超低利率。

超低利率无疑意味着低融资成本,在刺激经济增长的同时,也必然带来流动资金的泛滥。相关机构估计,目前每天在国际市场上游荡的流动资金高达数以万亿美元计,仅在原油市场的游资规模预计就达8万亿美

元左右。

大量游资必然要寻找合适的投资目标,于是乎,自上世纪末以来,全球房地产市场异常繁荣,各国房价上涨的速度和持续时间,都超过了以往任何时期。在过去5年中,美国等国的平均房价涨幅超过了50%。

随着美国、英国等国的房地产市场告别全盛时期,游资便开始杀向国际大宗商品市场,进而造就了这几年的超级商品牛市。

值得庆幸的是,在经济复苏和通胀抬头的背景下,美、欧、日等主要经济体自2004年以来开始启动紧缩货币政策;欧元区迄今已连续16次加息,欧元区在去年12月启动了5年以来的首次加息,日本也在今年早些时

候宣布告别超宽松货币政策,何时加息只是时间问题。而中国也在前不久宣布提高贷款利率。

“尽管美联储等已开始加息,但过去的长期低利率环境所累积下来的游资规模依然十分庞大,当前的紧缩政策不足以削减如此大的游资规模。”汇丰银行中国首席经济学家屈宏斌这样表示。在游资依然大量存在的情况下,许多专家和国际组织都呼吁各国应进一步采取紧缩措施。

在本周发布的半年度全球经济展望中,经合组织(OECD)指出,美联储应继续加息,以应对油价高企所带来的通胀压力。而国际货币基金组织总裁拉托昨日也表示,当前全球利率普遍上调属“健康行为”。

海外基金扎堆远东楼市

□本报记者 李和裕

狗年春节至今,海外投资机构在上海楼市频频出手。先是香港协和集团出价1亿美元从荷兰国际集团(ING)手中接过了淮海路盛捷高级服务公寓的100%股权;随后美国高盛(Goldman Sachs)以逾7000万美元的价格买下位于古北的虹桥花园酒店式公寓;又有嘉吉投资(Cargill)一口吃进南汇的24幢别墅;基汇基金(Gateway Capital)则为一名中东个人买家作代理,斥资约6亿元人民币购买了新天地旁豪宅翠湖天地御苑的18号公寓……

看来,中国的宏观调控并没有影响外资的扫楼心情。并且,不光是在中国,在全球范围内,房地产都仍是投资者资金投向的好去处。

“美国、英国的房地产市场早已是资金推动型的。”有关研究机构的分析师向记者表示,“国内加息提高了他们的投资成本,所以投资者要为资金另寻出路,还有不少其他国家的房地产是有利可图的。”

他告诉记者,全球投资者近两年开始大量投资亚洲房地产,以期在该地区快速的经济增长和城市化中淘金。“许多投资者青睐日本,有的是直接购买,有的如欧洲和美国的退休基金与保险公司可能会把更多的钱投向专业房地产基金,借此进入当地市场并分散风险。韩国也是选择之一,尽管国外资金来源不断流入韩国房地产市场,推高了地产价格,但韩国的写字楼市场仍保持着较高回报率。”

当然,中国,在海外投资机构的战略版图上,一直是首要地区。如开头所提到的,原本以为受宏观调控影响最大的上海楼市,今年在海外投资机构的纷纷追捧下似乎又恢复了生机。

还有上月刚宣布设立上海分公司的摩根士丹利在“落地”后已做成了一单生意,花

近4亿元人民币买下了上海浦东世纪公园附近的陆家嘴中央公寓中的2栋楼。但作为它的代表,摩根士丹利亚洲区首席经济学家谢国忠却在上月国务院发展研究中心金融研究所主办的“中国金融改革高层论坛”上表示,外资进入加深了中国内地房地产的炒作气氛。

谢国忠表示,在东南亚,外资已经对那里的房地产市场起到很大影响,而在中国,外资进入的规模与国外相比还是有很大距离。不过需要指出的是,如果一家海外投资机构在中国买了一幢写字楼,它是希望能把这幢楼迅速套现的。“事实上,在中国内地投资房地产的海外投资机构,花的不是自己的钱,而是集合境外委托人的资金,代为投资并收取管理费,因此这些机构有强烈的资产增值和变现的冲动。以后赚不赚钱,它都是赢家。”他还表示,一定程度上,政府对上述外资的表现应该加以警惕,因为外资在中国内地房地产泡沫中扮演着推波助澜的角色。

基强联行董事总经理陈基强向记者表示,海外投资机构“吃进”中国房地产往往是想好出路的。“一些机构近年来在中国的收购行动不断,据我所知,它倒也不是想一般意义上的‘快进快出’,而是买下后重新包装经营,一方面可以获得比较稳定的租金回报,另一方面在经营良好,物业升值的情况下,也可以集体打包去海外REITs上市,获得更大的利益。”

另外,业内人士认为,“赌”人民币升值也是外资买楼依然相当活跃的重要原因。“对那些海外投资机构来说,人民币升值的过程显然要比结果重要。正是在一个普遍预期人民币会继续升值的过程中,海外投资机构将进入收购房地产,直到人民币汇率明朗化,无过多升值预期后,他们的收购步伐才会缓下来。”仲量联行中国区董事陈立民表示。

债券牛气冲天

□本报记者 秦媛娜

在充裕资金的引领下,2006年债市虽然出现震荡调整,但是资金面依然宽松的事实却并未改变。

2005年,银行间市场债券指数由年初的104.02点上升至年末的113.23点,上升9.21点,涨幅8.85%;交易所市场国债指数由年初的95.69点上升至年末的109.06点,上升13.37点,涨幅13.97%。与此同时,市场利率则在持续走低,质押式回购利率7年品种加权平均利率年末达到1.56%,比年初下降28个基点。

到了2006年,资金供应的速度还在不断增加,根据央行公布的数据,4月末,M2同比增长18.9%,增幅比去年同期高4.8个百分点;前4个月人民币信贷增加1.57亿元,占全年计划2.5亿元的一半以上。尽管由于紧缩性预期的影响,债市上交易者的态度变得谨慎有加,但是债市在震荡调整的背景下并没有改变上行的走势。以前几期国债发行为例,债券发行利率均低于二级市场利率,银行等金融机构在居高不下的存贷差压力下,只得将资金转向债券等投资对象,使得资金热捧国债的现象仍在持续。

是明显体现,收益率的不断降低也就在情理之中。

在一级市场上,2005年全年各类发行主体共发行债券41138亿元,也创下历史新高,同比增长了62.53%。何毓表示,由于债市利率走低,债券发行会适度增加,以减少融资成本。

到了2006年,资金供应的速度还在不断增加,根据央行公布的数据,4月末,M2同比增长18.9%,增幅比去年同期高4.8个百分点;前4个月人民币信贷增加1.57亿元,占全年计划2.5亿元的一半以上。尽管由于紧缩性预期的影响,债市上交易者的态度变得谨慎有加,但是债市在震荡调整的背景下并没有改变上行的走势。以前几期国债发行为例,债券发行利率均低于二级市场利率,银行等金融机构在居高不下的存贷差压力下,只得将资金转向债券等投资对象,使得资金热捧国债的现象仍在持续。