

美国经济“错觉”与美元价格“错判”

□ 谭雅玲



■ 人物志

谭雅玲

中国银行全球金融市场部高级分析师、研究员、中国国际经济关系学会常务理事,本报特约撰稿人。长期从事国际金融的研究工作,主要侧重于国际金融市场的趋势前景研究,跟踪市场的变化,分析探讨发展状况,预测未来走势与前景。

美国经济“错觉”导致市场预期错判

一段时间以来,国际上对美国经济预期发生“混乱”的状况十分明显,其中包括对美国短期经济的判断——美国经济增长周期的确定,即市场一直谈论的美国经济衰退和美国经济问题,这是对美国经济判断的一个基本问题,如果从实际经济指标看,美国经济并没有衰退。而美国经济问题——双赤字是一个焦点,反映了美国经济的全部或局部特征,至于对美国自身和外部的利弊如何,这样对我们分析或判断美国经济方面可以理性而全面一些。另外,也包括对美国经济增长的看法,美国经济增长水平4-5%或2-3%,无论哪一种增长速度,美国经济增长或规模依然是世界第一,在一定程度上经济收缩似乎更有利于美国增长。总之,美国经济规模和数量在短期内不可替代或不可逆转已经是一个事实,虽然短期美国经济可能出现收缩,但这对美国长期而言并非一件坏事,相反将会在结构和周期上进一步形成美国经济持续增长的基础,长期经济可持续发展的基础更加稳固。

从世界经济角度看,当前对美国经济预期似乎过于短期因素,忽略了其实际经济和优势,在一定程度上是顺应了市场需求的“炒作”需求,而非理性地看待美国经济。然而,美国经济之所以成为金融市场的风向标,并非单纯政策指引,而是美国长期经济基础所决定的,美国经济的份额、比重、机制、模式以及影响力等等,并非可以短期取代或改变。美国经济的持续稳健以及经济优势十分明显,美国经济的韧性以及经济规模依然难以撼动或取代。相对而言,我国经济内部与外部不均衡以及结构矛盾压力非常突出。

伴随着美国金融霸主地位的积淀而成,健全或完善的经济体系和机制,大规模的资本市场,大批量的金融产品,以及齐全的多种金融机构和市场中介机构,形成了美国经济的重要基础,尤其是美国债券已成为各国外汇储备的理想工具,而美元汇率也经历了从有秩序的布雷顿森林体系到无秩序的牙买加协议后的发展过程,开始了美元在无序国际货币体系中的主导作用,这一趋势一直持续到今天。现在,美国的GDP是世界的三分之一,美国是世界技术的主要策源地之一,也是全球最主要的国际金融市场,在这种情况下,没有任何迹象能表明,中短期其他任何经济体或货币体取代美元的经济地位和国际影响。

美国货币政策组合“错配”导致价格波动扩大

自2005年以来,国际金融市场对短期和微观的经济数据反应的敏感度不断上升,对一些焦点问题及热点问题预期与争论,不断地刺激了价格起落,不仅增加了市场价格变化的不确定性,而且还加大了国际市场上金融产品与资源商品价格的连接跌宕,并形成了把握各国货币政策的复杂性。其中,美国因素是影响整个金融市场变动的核心因素,这些因素包括对美元经济变化及前景预期的错配,美元政策调控变量的错配,以及市场焦点对美联储政策把握论据和经济前景判断的错判。但是,从长远角度看,市场预期似乎应脱离对影响经济金融的短期变化因素的关注,

当前国际经济、金融发展趋势及金融市场的价格波动,很大程度上已发生了一些错乱。其中,既包括对国际主要货币政策组合的错判,也包括对金融产品及商品组合的交错炒作,同时还存在着对经济金融信心的错觉,进而使国际金融市场出现了价格交叉调整和价格预期混乱。可以说,美国经济之感与美元汇率利率之感,是导致金融市场价格波动的根源所在,以至于市场产生了金融危机之疑。

而要影响经济金融层面的中长期问题进行思考。

对美元利率判断的错觉。今年年初以来,国际金融市场对美元利率的前景争论反反复复,争论的焦点在于利率的中性水平区间究竟在哪里?以及如何评价经济数据和政策评估?但是,金融市场中似乎无视过去的历史与现实的状况之间的联系,由此产生了面对当前利率上升的恐慌心理和预期错位。

在市场争论中,一直认为美元利率水平达到中性的基本点在4%-5%之间,但从实际需求的历史数据看,美元依然有较为充分的加息空间。笔者认为,美元利率的中性水准应该在6%。其实,当前美国通货膨胀与经济增长之间是紧密联系的,并已形成了一种相互扶持和相互调节的互动和呼应关系,其根源来自于美元投资信心的需要,因此,美元利率将会进一步上升到5.5%-6.0%。不过,目前金融市场对这种判断的争论主要集中在对现实与历史错位、金融与资源错位、预期与技术错位三个方面,加之相关因素的不确定甚至扭曲,使市场分析判断或思考角度发生了错位,也导致对影响美元短期与长期因素的认识错位。导致这些认识错位有三大原因。

首先,这是由美国经济的自身变化所引起的。美国经济已经发生了实质变化,但市场依然停留于传统经济理论的分析上,并据此预期和判断美国经济的现实环境变化。事实上,美国经济已显示出较强的韧性与弹性,对于利率调整的承受能力也有所变化。尽管美联储已经连续加息17次,但是美国经济依然表现出较为强劲的增长态势。美国的经济实力和效率在一定程度上支撑了美国经济金融战略策略的前瞻性、防御性以及扩展性态势,可以说美国经济基础是形成其货币政策变化的主要依据之一。

其次,对美元利率的简单比较所致。对美元利率预期水准和加息起步点的判断失误,即金融市场一直争论和质疑美联储加息举措的继续,或许过多关注加息的起步基础,美元利率2001-2004年调控后处于1%的超低利率的历史水平。为此,我们不仅需要反思这种低利率的负面作用,而且还要反思超低利率对经济的不良影响及结果。因此,金融市场在考虑美元利率变动趋势时,需要改变对低利率水平起步基础的评估,但金融市场却恰恰忽略了美元加息的历史参考和现实需求,反而在不断猜测是否要终止加息时间,或在本轮美元利率水平的最终水平上纠缠不清,从而引起了市场对美联储调控利率的基础与背景的认识“混乱”。这种判断错位的预期与心理作用是形成对美元利率争论的重要影响因素之一。

最后,受国际环境的挑战与压力所致。美联储加息除了美国经济的考虑外,更重要的是已将国内因素转向了对国际货币体系的考虑上,经济和金融全球化不可避免使美联储货币政策的调整重心发生了变化。因为,一方面,其他主要货币的利率水平已高于美元利率,从而已影响了国际资本的流动方向与结构变化,利差因素已经成为国际投资方向的观察重点。例如,今年以来日本中央银行已经从国内金融市场上抽走了2000亿美元资金,大部分资金都投资于海外金融市场,且多数投资转移至美国金融市场及新兴金融市场上;另一方面,全球和地区、主要国家外汇储备数量的不断上升,不仅显示了全球流动性充裕,而且也导致了结构性扭曲,心理恐慌性加上短期价格的变化及长期的结构调整变化,潜在调整的可能又进一步刺激了价格的起伏变化。其中,包括投资组合和投机技术的变化,价格波动幅度与波动速度扩大的表象背后反映了资金的充裕,以及投资的交叉战略、策略与技术的复杂性,但利率水平是影响投资的利润和风险的一个焦点。另外,国际经济中通货膨胀压力增加,使得利率上升存在着足够的理由和预期,但流动性的充裕又影响了资金投向的不确定性,乃至形成了恐慌心理。

黄金价格在100美元至200美元之间的价格波动的大起大落,这一案例从一个侧面反映了国际环境的变化。同样,美元利率也难以摆脱这种环境与背景变化的影响。

对美元利率预期的错觉。从美联储调控美元利率的前景分析,美元利率水平将会继续上行到5.5%至6.0%水平。但是,金融市场却一直疑虑美元的中性水准过高,基本点一直低于美联储实际水平的调控,即使目前美元利率不断上升,但预期相对滞后于实际操作,事后的调整表明,市场分析与判断的角度将会有所调整。

通货膨胀防范的战略与策略组合。美联储调控利率的短期因素主要在于通货膨胀率。国际石油价格的上涨现状与趋势,在一定程度上足以支持利率上升。更重要的是受到美元贬值的预期影响,货币贬值必然会加大通货膨胀压力,也进一步支持了美联储的加息行动。事实上,美元贬值是一把“双刃剑”,既可以消化美国经济的失衡,包括国内贸易逆差与外部货币汇率的波动,也可以对维持和扩大美元霸权进行重新修正与恢复。因而,对美国经济即得利益而言是一种受到油价和汇率两个因素的“支撑”,赋予了美元利率的上升空间。这种空间对美国自身是有益的,可以刺激和恢复投资信心,并据此预期和判断美国经济的现实环境变化。事实上,美国经济已显示出较强的韧性与弹性,对于利率调整的承受能力也有所变化。尽管美联储已经连续加息17次,但是美国经济依然表现出较为强劲的增长态势。美国的经济实力和效率在一定程度上支撑了美国经济金融战略策略的前瞻性、防御性以及扩展性态势,可以说美国经济基础是形成其货币政策变化的主要依据之一。

关注短期与长期的经济增长变化。对于美联储调控利率前景的争论,在很大程度上是维系于对美国经济减速的担心上。然而,美国经济以及增长优势已十分突出,不仅经济增长率没有出现下降,反而有上升的迹象。从国际比较看,美国经济优势非常明显,欧元区或日本经济现在似乎还难以与其竞争较量。更为重要的是,如果不能控制或防范通货膨胀水平,美国经济收缩将成为现实,美国经济增长就可能成为一句空话。所以,我们不能简单地以数据变化,而应综合把握和思考调节利率的短期基础和长期效果。

对美元利率判断的错觉。至1990年代至今,美元一直是国际金融市场上的一条主线和热线,不仅影响了各国的货币政策、贸易结构、投资趋势、投资策略等,而且成为全球不均衡的主要影响因素,包括美元利率引起的投资策略和投资结构变化,美元的短期和长期战略与策略,以及对国际金融以及货币体系的长远影响等。特别是21世纪以来,虽然美元曾出现了两次周期性贬值,但美元的优势与美元的忧虑并存,因而美元的短期与长期前景成了争论的焦点。

2000年至今,国际金融市场经历了对所谓美国经济衰退或美国经济强劲复苏的不同判断。但是,事实证明,2005年可以视为美国经济全面反转的开始,美国经济与国际金融市场不仅有效地扭转了美国经济的结构性困扰,更为重要的是美元汇率也拥有了较强的经济基础支撑,表现为实际资本效率和投资信心的不断扩大。在此期间,货币政策策略的灵活、有效,“强中有贬、贬中有强”的美元政策和策略的运用恰到好处。因此,美元指数最高和最低出现121.02点和80.38点的巨大反比,强弱错配既维持了对美元的投资信心,又有效地改善了美国经济结构的调整压力。在此阶段中,虽然美元利率经历了其历史超低水平(1%的联邦基金利率水平),但也给当今美国利率调控与经济协调提供了深刻教训,过低的利率水平不是形成刺激美国经济增长的手段,在一定程度上反而会成为压制美元投资的不利因素,导致美国丧失了调节经济的灵活手段。

美元货币政策是美国宏观经济政策组合的一个重要组成部分。在当前世界经济和国际金融发展新变化中,美元货币政策已经成为影响国际金融市场的一个引导性因素。如果局限于金融市场上技术性问题,单独讨论强势美元或弱势美元,就会对弱势美元走势感到迷惑不已,容易受制于短期交易的片面或局部思维的约束,由此也难以获得深谙美国经济战略的全局性判断。

美元的贬值与升值符合美国的战略与利益

经过深入透析和历史观察,笔者认为,基于美国的经济金融战略考虑,弱势美元政策是符合美国利益要求的,强势美元是顺应国内外形势的一种巧妙组合,原因在于在美元利率的上升周期中,强势美元不仅有利于吸纳廉价商品及廉价资金,并有利于压低国内通货膨胀及弥补资金缺口。并且,这种货币政策组合是基于反映国际环境和货币竞争格局变化的一种选择。2005年,美国经济、美元汇率和美元利率全面反转,就是这种调整效果的充分体现。这种调整超出了市场的普遍预期,也导致了迄今为止国际金融市场的一些分析判断失误,如局限于短期变数或短期眼界,而缺乏全面与综合、短期与长期搭配、宏观与微观等多元化、多角度和多层面的连续性思考。由此,这种调整及由此产生的判断失误,加大了国际金融市场的炒作之风。

笔者在2004年底曾预期了美元反转,在2005年10月也曾预期并一直坚持认为美元利率的中性水准应在5.5%至6%水平。由此,我们认为,美国货币

政策的前瞻性、防范性、有效性和全面性问题值得我们思考。美国的全球经济与金融战略的调整,体现了其全球化发展战略的灵活和有效的金融货币政策组合。其中,包括通过汇率、利率手段来引导全球货币价格变动,给各主要经济体施加调整压力,以及借助石油资源和石油价格手段来影响全球金融产品和资源产品的投资趋势变化。其实,美国资本市场的收益对整合全球市场预期和投资组合都有突出的影响。

综上所述,笔者认为,与2002年至2004年期间的美元贬值不同,2006年以来的美元贬值从根本上讲是美国战略和策略组合的一种运用,并非是对经济和市场风险的单纯规避。应该说,此轮美元贬值趋势出乎市场预料。一方面,由于美国经济依然保持稳健,经济增长继续向上,投资和消费信心增长也比较突出,因而“炒作”美元贬值突出地反映了一种美国的战略;另一方面,美元利率处于上升周期,尽管市场一直在争论美元利率何时会终止上升趋势,但经过两年的调整,美元利率已经经过17次加息,利率水平已达到了5.0%水平,利率水平的稳步、持续上调已经支持美元利率。一般而言,美元还会继续保持稳定,或保持相对强势状态。但是,从2006年年初以来,美元却一反2005年强势趋势转向贬值策略,凸现了技术性炒作美元的迹象非常显著,技术性炒作使得美元走势再度超出预期。

回想2004年年底美元急剧贬值情形,当时是全球看低美元,但美元实际上是循着反预期的方向在走强。在2003年伊拉克战争前夕,市场普遍预期美元会贬值,但伊拉克战争打响之后,美元却呈现升值趋势。不难发现,在这段时期内影响美元贬值与升值的因素,恰恰反映了美国的战略策划和策略效益的有效组合。实际上,是美国政策意图的传导作用而非单纯的市场技术因素,是影响美元走势的重要因素。当前,由于国际政治形势不明朗,美元借调整反而容易产生其效果,国际市场炒作常常运用经济需求和价格连接敏感度,恰好助推助澜地“顺应”了美元货币的“强中贬,强中弱”的策略。

■ 看点

●当前国际经济、金融发展趋势及金融市场的价格波动,很大程度上已发生了一些错乱。其中,包括对国际主要货币政策组合的错判,也包括对金融产品及商品组合的交错炒作,也存在着对经济金融信心的错觉,进而使国际金融市场出现了价格交叉调整和价格预期混乱。可以说,美国经济之感与美元汇率利率之感,是导致金融市场价格波动的根源所在,以至于市场产生了金融危机之疑。

●美国因素是影响整个金融市场变动的核心因素,这些因素包括对美元经济变化及前景预期的错觉,美元政策调控变量的错配,以及市场焦点对美联储政策把握论据和经济前景判断的错判。但是,从长远角度看,市场预期似乎应脱离对影响经济金融的短期变化因素的关注,而要对影响经济金融层面的中长期问题进行思考。

●强势美元政策是符合美国利益要求的,弱势美元是顺应国内外形势的一种巧妙组合,原因在于在美元利率的上升周期中,强势美元不仅有利于吸纳廉价商品及廉价资金,并有利于压低国内通货膨胀及弥补资金缺口。并且,这种货币政策组合是基于反映国际环境和货币竞争格局变化的一种选择。2005年,美国经济、美元汇率和美元利率全面反转,就是这种调整效果的充分体现。这种调整超出了市场的普遍预期,也导致了迄今为止国际金融市场的一些分析判断失误,如局限在短期变数或短期眼界,而缺乏全面与综合、短期与长期搭配、宏观与微观等多元化、多角度和多层面的连续性思考。由此,这种调整及由此产生的判断失误,加大了国际金融市场的炒作风气。

■ 余论

国际金融、证券、期货、商品市场近来风云变幻。发表看法的人很多,有经济学家、研究者,还有金融与投资大鳄等等,各种说法都有,特别是谈到具体市场,分析人士可以头头是道,但要说明白多个市场之间为什么会发生这种状况,恐怕也没那么容易。特别是美国因素对市场的影响到底是个什么样子,还真不太容易讲清楚。

在我们的老作者谭博士看来,关于国际经济与商品市场的价格波动及对应的政策争论之所以十分激烈,一方面,在于市场预期与实际调整扩大,汇率、股票、石油或黄金等金融产品以及资源商品价格的急剧上涨或下跌。基于预期心理因素和政策因素的困惑尤为突出;进而产生了市场价格的非理性涨跌趋势,其中黄金价格表现最为突出。另一方面,由于主要经济体货币政策前景的不确定性,今年年初以来对美元利率的争论不断,导致金融市场的心理不稳定逐渐扩大,市场价格随心理预期的调整而波动。其中,美元主线不仅引起了资产价格指标的变动,而且还导致了利率变化动向的预期不明,经济信心和价格波动随之变化。是否如此,读者自辨。

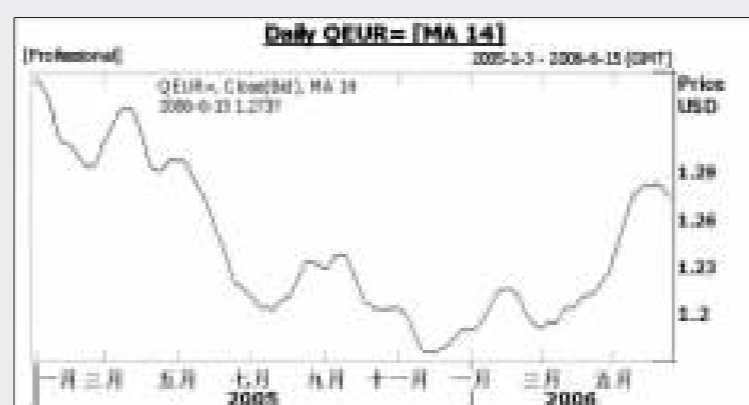
— 亚夫

近30年美元加息周期回顾

加息周期	加息幅度
1976年11月至1979年10月	4.75%上升到15.50%
1980年8月至1981年1月	9.00%上升到20.00%
1983年5月至1984年8月	8.50%上升到11.75%
1987年4月至1989年5月	6.00%上升到9.75%
1994年2月至1995年6月	3.00%上升到6.00%
1999年6月至2000年10月	4.75%上升到6.50%
2004年6月至今	1.00%上升到4.50%

资料来源:路透社财经网站

近两年美元兑欧元汇率变化图



近两年国际黄金价格变化图

