

为何市场对美联储退市忧心忡忡

作者：Matthew Sutherland

没有什么比派对尚未达到高潮便已无美酒相伴更扫兴的事了。如果酒杯在派对开始前就被收走，那么毫无疑问，来宾根本不会在这里逗留较长时间。这正是市场担忧美联储主席珍妮特·耶伦 (Janet Yellen) 将会在以 GDP 增长、通胀和创造就业岗位为形式的“经济盛宴”再次开始之前收走宽松货币政策这个“酒杯”的原因所在。

如果参加派对的来宾兴致正酣，而且已经实现稳健增长、通胀恢复到合理水平以及创造了大量工作岗位，那么市场就不会对退市政策如此耿耿于怀。问题在于在这三大复苏指标中，目前只见经济增长，而且就算以金融危机前的标准来看，增幅也相对乏力。市场根本没有创造真正的就业机会。大部分失业数据之所以能够保持平稳，因为数百万失业人口被列为结构性失业，而不再参与劳动人口的统计。飞速发展的科技创新使得机器人和电脑取代了许多手工和低级的文书工作，而且这种趋势将会持续下去。此外，大量工业产能闲置，价格上行几乎毫无压力。因此，现在就把酒拿走似乎为时过早。

为避免全球经济陷入通缩，重蹈 20 世纪 30 年代“大萧条”的覆辙，美联储和其他国家的央行自 2008 年全球金融危机以来一直通过增加货币供应的形式提供“酒杯”。此举非常正确，因为如果不这样做，那么没有人会知道情况会有多严重。然而，由于出席派对的来宾已经对这些杯中之物形成了依赖，因此决定如何以及何时停止量宽颇具难度。自 2008 年初以来，美联储、英格兰银行、日本银行和欧洲央行的资产负债表总体增长了 6 万亿美元，而且这种增长态势依然在继续。

新增资金要寻求回报，因此货币扩张驱使资产价格上涨。这也正是自 2008 年以来，几乎所有资产类别均表现出色原因所在——债券、股票、房地产、红酒和艺术品价格自 2008 年以来大幅攀升。然而，衡量标准家庭购买的商品和服务价格的消费者物价指数 (CPI) 却没有实现同样的增幅。全球各国的 CPI 均维持在非常温和的水平，其中大部分主要发达国家的 CPI 不足 2.5%。西班牙等部分国家仍然完全面临通缩。那么，为什么扩大货币供应会导致资产价格上涨，却不会导致 CPI 上升？

答案是“去杠杆化”。2008 年金融危机的破坏力之大令各国政府、企业和消费者感到震惊。正如 1997 年亚洲货币危机后的亚洲各国政府一样，每个人都决心不再重蹈覆辙。由于导致金融危机的部分原因是过度使用杠杆，因此所有人都决意去杠杆化。去杠杆化对于通缩影响巨大，因为您将赚到的一分一毫都用于储蓄（或投资），而非消费，对于商品和服务的需求就会下降。CPI 通胀率不仅用于衡量货币数量，还能衡量货币换手速度，也被称为“货币流速”。全球所有国家的货币流速均大幅放缓。央行印发的钞票均被储蓄或投资于长期资产。这就是资产价格上涨但 CPI 变动不大的原因。

这种现象会造成一个令人担忧的结果，即贫富悬殊的状况会迅速加剧。这是一种全球性现象，无论是富裕国家还是新兴市场皆是如此。受益于货币扩张力度的持续增大，资产价格飞速上涨，资产拥有者的财富飙升，但无资产人士却每况愈下。显而易见，他们没有从资产价格上涨中获益。同时，他们幸运的也只是保持薪酬不变，而不幸的更可能被机器人或电脑取代而丢掉工作。

只有少数人——拥有资产的人士——成为了这种现象的受益者。全球 1% 的最富裕的人群拥有全球 46% 的资产，这一数字非常惊人。但全球最贫穷的半数人口则家无恒产，仅能勉强糊口。他们的忍耐终归是有限度的。我们已经开始看到全球各地出现了社会动荡加剧的迹象，这在未来几年仍然是市场的主要风险之一。

所以，最理想的情况是，耶伦女士和其他央行在看到创造的真正就业岗位对工资产生上行压力后才停止印钞。更理想的情况是待去杠杆化的现象结束，即消费者重新愿意以消费取代储蓄，企业不吝啬资本开支，政府不再依靠紧缩来维持收支平衡。然而，目前我们几乎没有看到任何此类证据。

央行希望及早采取更为果断的行动，因为货币政策变动产生的实际效果会有所滞后，因此它们担心若等到经济明显复苏才收紧银根，则将导致较高通胀率，甚至是超高通胀率。另一方面，市场则担心央行期待的复苏实际上不会很快来临，从而使全球经济复苏停滞，因此希望央行推迟并采取较温和的退市行动。这也解释了市场为何在美联储采取更为强硬的货币政策时战战兢兢，而在政策取态较为温和时则如释重负。

同时，在一些较为独立的方面，我们也看到股市出现了某些剧变。首先是资金由已发达市场转移到新兴市场。3月，我们看到国外资金流入所有亚洲新兴市场，这是很长一段时期以来首次出现这种情况。专注于新兴市场的资金在经历连续 22 周的资金流出后，在 3 月的最后一周迎来了首次净流入。在市场对于退出量化宽松和乌克兰地缘政治局势忧心忡忡的背景下，资金转移到新兴市场可能会令人惊讶，但事实上，VIX 指数等风险指标其实已处于极低水平。如之前所述，全球流动性依然宽裕，许多新兴市场长期表现欠佳，目前估值再次被看好，尤其是中国和韩国等基本面对相对较为稳健的市场。

第二大转移则是由增长型股票转移到价值型股票。这种趋势同样颇为显著，且持续时间较长。在这种“风格转换”（从一种投资“风格”转到另一种）中，投资者意图锁定高价增长型股票的收益，并转而投资不被看好的价值低洼板块，导致中国、美国及其他地区的科技股大幅下挫。4月3日，罗素 1000 (Russell 1000) 指数销售业务收入对市价比率（主要的“价值型”投资指标之一）的回报率标准差为正 3，表明大量资金流入价值型股票。

我认为目前新兴市场和价值型股票受追捧只是暂时的战术性趋势，而非长期的结构性转变。无论是增长型股票与价值型股票，还是发达市场和新兴市场，其实都不乏理想的投资选择。和以往一样，得出的核心结论就是投资者必须潜心研究（或聘用可以为其开展研究的人员），因为长期而言，选择正确的股票、板块和市场均仰仗于自下而上的良好分析。

重要声明

本文件仅供参阅用途。

富达仅就其产品和服务提供信息。投资涉及风险。有意投资的人士应就个别投资项目的适合程度或其它因素寻求独立的意见。富达并未获授权在中国大陆募集、分销或管理公募基金或其相关产品，或为当地居民提供证券投资管理或证券投资咨询服务。

富达 / Fidelity / 富达国际投资 或 Fidelity Worldwide Investment 是指 FIL Limited 及其附属公司。Fidelity 富达, Fidelity Worldwide Investment, 与 Fidelity Worldwide Investment 加上其 F 标志为 FIL Limited 之商标。

CM20140521F