

EBG-Business

火线快评

欧元背叛 全球动荡

——美元危机的首次预演



均衡博弈公共研究

一遵 柯挺 晓峰 王昭 赵建

1 两大央行引发的市场风暴——爽约的德拉吉和固执的耶伦

法兰克福时间，十二月三日下午两点，德拉吉带来了欧洲央行的最终宽松决定：减息十个基点，扩大购债范围，宽松延至 2017 年 3 月。全球外汇交易市场上最戏剧性一幕出现了：首先，来自于 FT “欧央行不宽松” 的乌龙，几乎让全球所有做空欧元的外汇交易员们在一分钟之内，眼睁睁的看着欧元跳高 100 个基点，90% 交易员的空头仓位被打爆。然后，四分钟之后，欧洲央行的宽松决定正式宣布。一分钟之内，欧元上下巨震 200 基点。当市场喘定，开始解读德拉吉的措施后，更大的动荡开始了。



德拉吉的宽松几乎被市场解读成了紧缩，因为严重偏离了市场预期的 20 个基点利息下降和 750 亿欧元的宽松规模。德拉吉话音刚落，欧元开始强力反弹，欧洲各大指数全面下跌。截止收盘，欧元指数直接上涨 321 个基点，欧洲各

大主要指数击穿多根均线，形成断头铡，普遍跌幅均在 3% 左右。



在德拉吉讲话两个小时之后，耶伦开始在美国国会作证。耶伦似乎对大洋对岸欧洲央行所做声明的评估严重不足，在作证期间，耶伦依然坚持了昨日面对市场的高调鹰派态度。“美国经济已经取得了很大进展，劳动力持续改善也有

利于加强通胀在中期内回归 2% 目标的信心，未来加息路径仍然取决于未来数据。推迟加息太久会存在未来突然紧缩的风险，干扰金融市场，甚至将经济推向衰退。”从耶伦在国会的第十句发言之后，高开的美国三大指数全面开始走弱；美元指数在欧元反弹之后，开始快速走弱。截止收盘，美国三大股指平均跌幅在 1.5% 左右，形成技术性的破位下跌。刚刚破百的美元指数，下跌 2.1%，跌至 97.89。随着美元指数的下跌，原油开始反弹，两大原油期货价格上涨超过 3%；农产品价格也快速反弹，黄金价格上涨 8 美金/盎司，涨幅 0.91%。

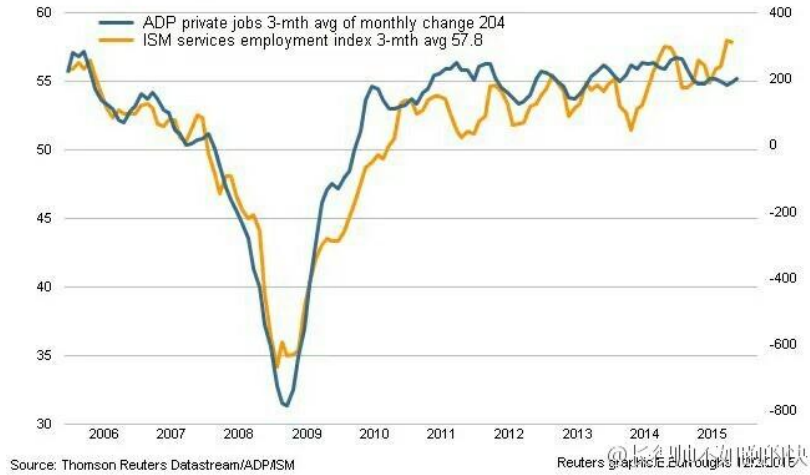


2 美元的悬崖——美联储无法持续的谎言

美联储的加息游戏已经玩了整整两年，这个全球信用体系中的货币之锚终于要步入信用破碎的边缘。连续三次 QE 之后，美元的膨胀走到了这个世界的尽头。美国财政悬崖的屡屡到来，和整个国内债务的继续维持，都需要强势美元的回归。EM 国家的外汇储备与美国债务之间的互相转化，一直是维持全球美元需求、实现资本回归的自然闭环。加息是资本回归美国的最佳途径，而利用加息的预期使资本无成本的回归，更是联储拿手的好戏。这个游戏在过去几十年中，屡屡上演“剪羊毛式”的财富掠夺，美元逆流是最根本的工具。

但是，今天的美联储恐怕已经面临着两难的境地：因为在三轮注水式的货币超发和联储资产负债表无限式的扩张后，美国的经济只是在美联储的口头上被救了起来。除了耶伦口中低劳动参与率下的就业复苏，我们看到美国十一月 ISM 非制造业的 PMI 严重低于预期，非制造业活动正在放缓。而十一月的制造业指数更是跌破 50 荣枯线，只有 48.6，远不及预期的 50.5。上一次这个数据跌破荣枯线时，美联储的对策是量化宽松。而这一次，耶伦的政策却是要加息。因为耶伦在担心“通胀来得太快”。而对“通胀来得太快”的担心，却是在全球商品价格正在处在几十年来罕见的低位，而且似乎依然在下行。

US jobs picture: ADP and ISM



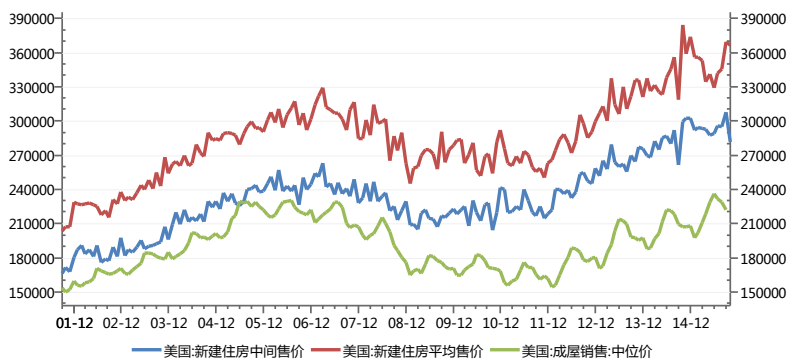
U.S. manufacturing



* A reading over 50 indicates expansion ** Manufactured goods
Source: Thomson Reuters Datastream / Stephen Culp 12/1/2015 @长在则不如调的快

那么什么是令美联储“真正恐慌的通胀”呢？费舍尔昨晚的讲话，才透露出了真正的玄机——关于“美国金融系统的脆弱性”：首先，美国的商业地产价格可能被高估；其次，垃圾债市场存在隐患；最重要的是，证券借贷、双边回购及衍生品交易领域的不透明的数据才真正令人害怕。他认为，要增加这些融资交易的最低保证金。

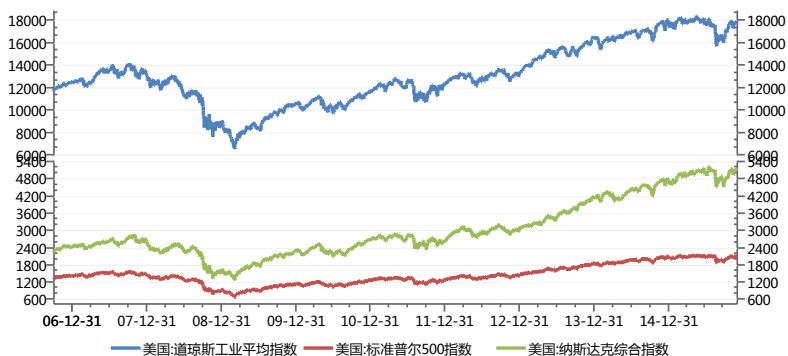
2001年以来美国新建住房售价与成屋销售价格



北京均衡博奔公共研究院

数据来源:Wind资讯

2006年以来美国股市三大指数走势



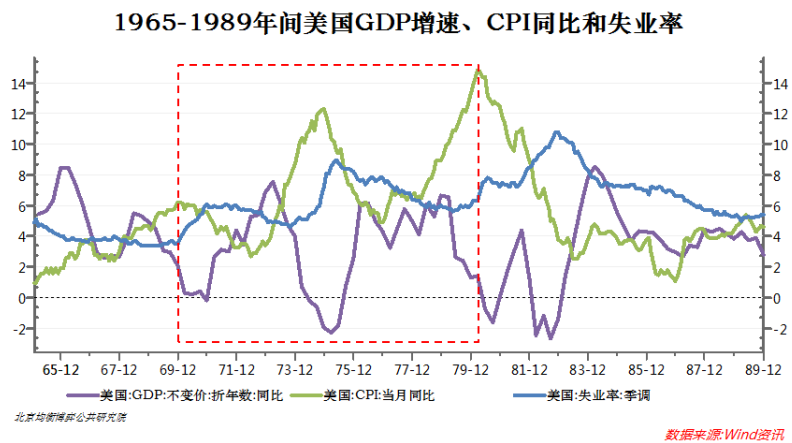
北京均衡博奔公共研究院

数据来源:Wind资讯

其实，美联储三轮宽松之后，真正救起来的是美国金融市场与资产价格的泡沫。如果联储真的像高盛所说的，开启加息周期，那么首先被打爆的将是那些建立在零利率之上的金融衍生品和资产价格。美国的金融市场也将面临一轮

动荡。所以希拉里对华尔街所说的话也基本可以被理解：若美国再发生金融危机，大银行将不再获得救助，并会被拆分。

如果，美国资产与金融市场发生新的动荡，从泡沫中逃逸的美元和加息后从全球回流的美元，双股合流足够在美国的消费市场引发一轮严重的货币通胀。美国的经济也会快速下滑，美国人记忆中最可怕的大滞胀会重新回归。



美联储现在需要的是全球其他央行的继续宽松来实现美联储加息效应。日本和欧洲在上一轮的宽松过程中，正符合了联储的意图。中国的货币宽松也早已经走上了路上。昨晚的欧洲央行，虽然宽松，但是远不及预期。美元在全球货币的比差竞赛中，被欧元绊了一跤；美元的岌岌可危在昨晚表现的淋漓尽致。

关于美元最可怕景象还没有发生，如果美元在全球货币市场的份额中，形成持续下降的趋势，那么美联储在国内

将找不到任何一个可能的池子去承纳那如滔天洪水的货币。
画面太美，不敢想象。

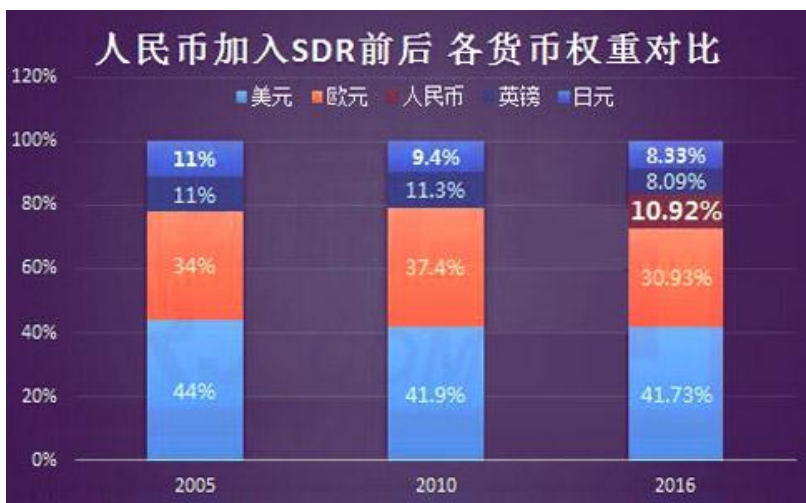
3 旧货币格局的瓦解 ——德国人的报复，还是中欧的结盟？

在德拉吉宣布欧洲令人失望的宽松之后，依然招致了严重的批评，声音来自于德国央行行长魏德曼：“没必要进一步放宽宽松计划；经济预期证明能源价格走低能提振复苏进程。” 欧洲央行其他三名管委和一名执委也表示了对宽松的异议，也许欧洲经济确实没有想象的那么糟。

随着欧元区债务风险的逐渐平息，我们看到了德国人财政重塑计划的有效性，同时德国人在希腊债务救助问题上的让步，也使整个欧洲金融市场的风险在逐步出清。在美国大众门事件上，德国人吃了哑巴亏，而华尔街对德意志银行风险敞口的虎视眈眈，也使德国人心惊胆战。

中东的乱局，叙利亚的混战升级，能源安全的威胁，巴黎的恐怖袭击，反恐形势的不断严峻，欧洲的利益开始和美国的战略渐行渐远。在地缘上，对俄罗斯的妥协和中国的合作，慢慢的成为欧洲人不言自明的共识。人民币入篮 SDR，最大份额的让渡来自于欧元和英镑，我们相信这背后一定形成了某种货币联盟的默契。我们也观察到，中国外储多元化的最大受益者是欧元；中国对欧元区的财政支持与经

济合作，手笔也越来越大。至少在经济利益和货币体系上，中国和欧洲人可能有相同的诉求和天然的共同利益。



假设，中国和欧洲的货币政策都不跟随着美元起舞，而形成一定意义上的货币政策同盟，那么对于美元来说，这完全不是一个好消息。这或许会使美元在全球货币市场中实际使用的份额逐渐缩小；也许这只是可能的开始，但这种趋势足以撼动全球资本的流向。

俄罗斯人刚刚以人民币在中国发行了债券，对欧洲的能源供应开始全部以欧元计价，卢布也正在形成欧中双锚的货币格局。随着中国一带一路的推进，中欧双币锚的格局，届时可能会在更多的中亚和中东国家出现。

4 未来的走势——博弈中全球地缘或通胀风险加剧

欧元一场不及预期的宽松，打断了强势美元的预期。而美国是决然无法接受的，一旦当这种预期形成趋势，对于美国的经济来说，无异是一场危机。对于美国来说，改变这种预期最重要的手段，除了联储嘴上的调控之外，恐怕需要在世界的别处引动一场小型的经济风暴，甚至也可以是一场中型地缘冲突。只有加大全球的局部风险，美元的回归才不必建立在强势加息周期的基础上。

从地缘风险上看，中东地区依然是一个比较好的选择，当然中国的南海和东海也是另一个剑拔弩张之处，这种风险不得不防。

从区域经济风险上看，拉美地区的动荡尤为显著，巴西在经过一轮通胀和萎缩之后，正式进入了二十世纪三十年代以来最严重的萧条；而委内瑞拉如果没有中国的援助，早已进入了破产的阶段。这些黑天鹅尤为重要。

当然，还有另外一种可能，当美元指数不可抑制的下探后，全球大宗商品的价格会迎来一次报复性的货币反弹。首先，几乎全球主要大宗金属的销售价格都以在生产成本上下徘徊，OPEC 即将召开的减产会议，也会让所有的石油空头们忐忑不安。部分商品已经进入了实质性不可恢复的去产能，需求虽然羸弱，但全球产能消失的速度开始逐渐快于需求萎缩的速度。

大宗商品起起落落

过去160年以来大宗商品的起伏表明此番熊市还将持续



来源：加拿大西门菲沙大学

5 关于中国金融市场的建议

A 股市场三天以来上演的逼空行情，恐怕要被这次昨夜的全球市场动荡所打断。在接下来年底前的交易日中，我们相信依然会有许多黑天鹅飞来。十二月十五日，联储加息仍然是高悬之剑，汇率市场可能的波动，也将对股市造成影响。而商品市场，似乎会有一丝亮色出现，虽然我们也对中国式的“铜厂卡特尔”并不报有一致行动的预期，但是，我们相信监管层也是枕戈待旦，昨天晚上通宵加班的应该不止我们，恐怕还有一行三会。国内政策面会继续刮来什么样的风，我们也在高度紧张的关注中。对于国内市场来说，政策面和国家队依然是最有能力建立和改变市场预期的那只手，至少从当下市场来说是这样的。

知识产权声明

本研究报告所涉及全部内容，仅供学术研究参考使用，不作为投资依据。本研究院对报告享有完整版权，对于任何未经授权擅自复制、转载、使用、编译、摘编、出版、发行、演示或以其它非法方式利用本报告的行为，本研究院有权依据相关法律适用条例追究责任。相关版权适用《中华人民共和国知识产权法》、《中华人民共和国版权法》和《中华人民共和国著作权法》以及有关国际条约。