

美元霸權老謀深算 頻挑爭端震盪市場



▲美國長期貶值的目的是不會改變，預計美元未來走勢將以震盪下跌的方式實現貶值訴求

外匯觀察

近期金融市場上關於土耳其里拉崩盤的言論可謂是沸沸揚揚，尤其是針對土耳其里拉崩潰言論並不準確。然而，觀察其歷史數據，土耳其里拉貶值是長期現象，更是由土耳其國內經濟結構所產生的必然結果，但畢竟土耳其基礎實力與心理承受處於堅持之中。因此8月10日土耳其里拉兌美元匯率創下單日近20%的最大跌幅，隨即連續三天貶值至7.2149，但是土耳其央行出一系列政策，最終里拉一度升值至5.68，單日最大漲幅近10%。由此，國際金融市場有關焦點的不尋常隨即出現，其核心在於避險品種轉換發生，誰是當前市場的避險工具和避風港？

中國外匯投資研究院分析師 宋雲明

1、明攻土耳其 暗箭瞄歐元

觀察土耳其里拉嚴峻的大跌大漲過程，其中隱含國際游資炒作的一種策劃和應對是存在可能的，而非貨幣本身崩盤的現象。在里拉貶值期間，美國對土耳其實施鋼鋁關稅翻番等制裁措施是游資炒作的素材，這或許也是美國戰略的體現。因為土耳其的地理位置是橫跨歐亞大陸之間，且偏重歐洲大陸的依存度是顯著的，因此土耳其地緣政治戰略意義極為重要。土耳其更是歐盟候選國，與歐盟國家金融經濟關聯緊密。從歐元出以來，美元一直將歐元視為挑戰者，並持續針對歐元設計、規劃甚至已經到攻擊性了結階段的貨幣競爭階段中，畢竟歐元在美元指數的構成中佔比57.6%，美國為鞏固美元霸權地位必然要瓦解歐元以及歐元區成員國間的向心力，土耳其或許就是美元絞殺歐元的切口之一。畢竟土耳其問題的開啓正是伴隨歐元啓動，與歐元關聯的淵源十分緊密，所謂國際地緣政治就是由土耳其的問題而起，所以土耳其貨幣的震盪性不是新現象，而是老問題。

2、削黃金避險價值 鞏固美債地位

最近土耳其里拉的暴跌尚未達到崩盤的程度，但引起的恐慌情緒誇大了失控概率，進而市場輿論炒作性渲染極其嚴重。在恐慌情緒的影響下，按照以往慣例全球投資者們都會選擇傳統避險工具來進行風險的規避，例如黃金、瑞士法郎等。而我們發現在新興市場風險事件發酵的時段內，黃金不漲反跌，其避險功能似乎缺失，而美元避險屬性備受推崇，反而成為投資者首選的避險資產。這又是為什麼呢？

常言道「解鈴還須繫鈴人」，此次風險事件的出現似乎具有美國一手策劃主導的可能，現實與實際問題在於：美

元和美國市場有風險？經濟增長加速、股市牛市延長、政策引領轉換、美元霸權夯實，風險而言似乎在遠離美國和美元，反之新興市場國家和地區風險在加大，經濟下滑、金融受困、股市震盪、匯率受制、資本流出、產業不均、國家風險放大，新興市場國家和地區乃是廣大的發展中國家處於被動的風險承擔者。目前來看，美國的經濟發展是一枝獨秀，又在漸進加息的進程中，加息使利率上升則會導致黃金的投資機會成本變高，這可能就是全球投資者會首選美國資產而不是黃金作為避險工具的原因。這樣迫使資本回流到美元上導致了美元上漲，而美元強勢會打壓黃金價格，所以黃金在這個時間會出現下跌。我們認為，美國從戰略上暫時也希望把黃金價格壓低，製造黃金不避險的心理感應，畢竟市場依然偏重價格短期影響，甚至忽略價值長期取向；同時可以看出，這段時間美元雖然「強勢」，但美元指數在沒有觸及97後便快速回落，不願上漲的意願強烈，升值的誇張明顯，穩定的現實凸顯。

為什麼美國政府不願美元上漲，又希望把黃金價格壓低呢？因近幾個月，在美國發起全球貿易爭端之際，俄羅斯和其他歐洲國家開始拋售美國債券，同時購入黃金增加儲備。以俄羅斯為例，自今年2月超過中國成爲全球第五大黃金儲備國後，俄羅斯繼續增持黃金。7月俄羅斯再度購買了83.9萬盎司黃金，使其黃金儲備增加到6330萬盎司，價值達760億美元。在2018年截至目前，俄羅斯已購買了130噸黃金，目前黃金在該國的總儲備中所佔比例從10年前的2.5%上升到了17.2%。在增持黃金的同時，俄羅斯還在4月和5月拋售了價值900億美元的美國國債，遠遠超過了俄羅斯現在全部黃金儲備的價值，據悉，俄羅斯有可能會進一步拋售美債。

美債、黃金和美元作爲美國控制霸權地位的重要工具，國債如果被快速大量拋售會打擊投資者的信心，對美國經

濟社會的衆多方面不利，對美國已經嚴重失衡的債務和赤字更是雪上加霜，最終必將創傷美國經濟，導致美國的經濟增速下滑，並直接干擾美聯儲加息乃美元利率霸權戰略路徑的發揮與實施，同時會削弱美國對其他國家的控制力以及增加政府財政赤字等，這顯然是美國政府不希望看到的。

美國是世界第一大經濟體，其各方面技術和手段既豐富即成熟又老道，其不僅可以將主動權牢牢掌握在手裏，並可以刻意宰割價格組合。既然俄羅斯等國拋售美債購入大量黃金，黃金價格走低很可能是美國蓄意所爲，在價格達到一定區間時，則迫使黃金購入國承受大量虧損的壓力和恐慌不安的心理，加劇市場不安、政策難決和經濟迷失；此時的美元上漲意願和動能又不充足，再通過新興市場土耳其等國造成混亂，這使歐元等貨幣受壓，造成拋債國在承擔虧損壓力的同時失去能夠轉移虧損的投資標的，最後不得不再回到購買美國債券上面來。美國10年期國債收益率自2016年以來是一個長期增長的趨勢，而目前美債是處於高位波動區間，美國現在通過種種手段迫使這些國家購入美國債券，可能的目的有兩個：其一是爲了鞏固美元霸主地位，其二則是要通過全球來分擔美國未來經濟下行的風險。另外，美國政府不願美元上漲的重要原因因爲弱美元化有利於美國的貿易和製造業的發展，有利於美國經濟保持良好發展的趨勢。

3、美元、黃金未來展望與前景預測

透過上述分析論證，預計未來無論是爲了給美聯儲加息留出空間，還是爲了恢復美國製造業從而保持美國經濟向好，美國政府的一系列動作都表現出對美元貶值的強烈訴求。然而，美元走向短期內仍受到當前美國國內經濟利好的支撐，兩方面的矛盾性導致美元短期走向較爲糾結，但是長期貶值的目的不變。預計美元未來走勢將以震盪下跌的方式實現貶值訴求。

預計國際黃金價格在美國短期戰略未能實現之前可能會承受較大的上漲阻力，而目前避險功能暫時失效以及後續避險情緒的舒緩又不能給予黃金足夠的支撐，但預計未來美元如果按訴求貶值或將提振黃金上漲。

預計國際黃金未來走勢將可能是震盪緩慢上漲，年底前恢復1300至1400美元或仍有空間。

A股市場未擺脫底部震盪

西南證券首席策略分析師 朱斌



斌眼觀市

市場在近期有所反彈，估值也處於歷史底部區間。但制約市場上行的中長期因素依然存在，並且一些新的風險正在初露端倪，因此市場仍然處於底部震盪區間；雖有所反彈，但亦難形成趨勢性上行。

貿戰與去槓桿困擾大市

從各項指標來看，當前A股確實處於歷史底部區間。從市盈率來看，當前A股整體市盈率爲14倍左右，已經低於2005年與2008年的低點，但較2014年底部仍有一定距離。而當前A股淨率爲1.6倍左右，亦低於2005年與2008年的低點，但略高於2014年底部。因此，從整體上來看，當前A股基本進入到歷史最便宜的10%區間。

從各類市值的公司來看，在經過按照貨幣倍數調整後，當前各個市值公司所佔比重與此前的市場底部接近。過去十幾年中國貨幣發行量高速增長，資本市場容量不斷擴大，殼資源的價格也不斷上漲。因此簡單將不同底部時期各類市值佔比進行直接類比是不妥的，必須考慮貨幣發行量增大的因素。在這一基礎上，我們按照2005年至今、2008年至今貨幣發行量增加倍數作爲市值系數，對上市公司市值進行調整。在調整後，2005年6月市場底部時，市值在10億以下、10至20億、20至50億、50至100億、100億以上的公司佔比分別爲0.4%、2.5%、32.9%、34.8%和29.3%。而在2008年10月市場底部時，各個市值區間公司佔比分別爲0.5%、8.2%、37%、25.3%、29%。而目前各個市值區間公司佔比分別爲0.2%、9.4%、43.2%、21.8%和25.5%，已經接近前兩次底部的分布了。

從破淨個股來看，數量超過歷史底部，佔比上也與歷史底部接近。2005年市場最低點時，A股共有上市公司1200多家，其中破淨個股數量爲189家，破淨率爲15%。2008年底部時期，破淨個股數量達到212家，而當時共有1500多家上市公司，破淨率爲13.8%。而當前共有上市公司3500多家，其中破淨個股數量爲263家，雖然絕對數量超過前兩次低點，但破淨率僅有7.4%。但考慮到近兩年新股上市數量快速增加，在2016至2018年共有1500多家公司上

市，而在2016年之前尚只有2000家上市公司。如果剔除新上市的公司，則當前的破淨率在13.2%，與之前兩次歷史低點類似。

此外，A股的換手率也來到了歷史底部。8月22日上證綜指成交984億元，換手率僅有0.28%，已經與2012至2014年的市場底部區間相當。8月24日創業板綜指成交420億元，換手率僅有1.37%，已經接近2016年初熔断時的水準，顯示當前市場風險偏好極低。

目前來看，雖然處於歷史底部，但市場仍然將在底部弱勢震盪較長時間。市場維持弱勢的原因在於制約市場的中長期結構性因素依然存在。主要是兩大因素，貿易戰持續焦灼與中國經濟去槓桿持續推進。從貿易戰的情況來看，中美雙方已經對500億美元商品開始徵稅。接下去美國還會進一步推進2000億美元商品徵稅落地，而中國也將採取反制措施。雖然中美雙方已經在進行談判，但是在中期選舉之前想要達成妥協的可能性是較低的。從更長時間尺度來看，貿易戰是中美之間衝突的一種表現，而中美衝突作爲新興大國與守成大國的衝突，將在中國崛起的過程中長期存在。

房租上漲通脹壓力浮現

此外，一些新的風險因素也正在初露端倪。中國經濟當前處於下行通道中，但是隨着供給側去產能以及環保限產帶來的原材料價格上漲，上游的通脹正在初露端倪。這從7月份的經濟數據與預期值的差異中可以看非常明顯：與通脹相關的預測值普遍大於實際值，而與經濟增長相關的預測值則普遍小於實際值。CPI的預測值爲2%，但是實際值爲2.1%；PPI的預測值爲3.7%，但實際值爲4.6%，大幅高於預期。與經濟增長相關的數據則普遍小於預期：社會消費品零售增速預期9.3%，實際值爲8.8%，大幅不及預期；工業增加值增速預期6.2%，實際值爲6%；固定資產投資增速預期6%，實際值爲5.5%。

在房價大幅度上漲之後，房租也呈現出快速補漲態勢。居民在住房上的開支增長將進一步擠壓消費，同時房租上漲也將助推CPI。總體而言，由成本驅動的通脹壓力正在逐步顯現。

當前A股弱勢震盪，以防禦為主。可以配置低估值且有安全邊際的銀行、公用事業等板塊，同時適當配置新興產業中進口替代方向的龍頭標的。

兩地融合 樓市受惠

Q房網·香港董事總經理 陳坤興



樓語縱橫

配合粵港澳大灣區規劃大綱出在即，內地再有便利港人措施推出，9月起可在內地申領居住證，享受包括就業、社會保險、住房公積金、教育以至辦理銀行戶口、駕駛執照等，與內地人同等的待遇。措施會帶來多大的影響，最終會有多少港人申領內地居住證，反應如何現時仍言之尚早。不過，按政府提供的數字，現時約有52萬港人在內地生活、約1.5萬名在內地讀書的香港學生，新措施肯定大大便利港人在內地生活。

廣深港高鐵初步定於下月通車，港珠澳大橋可望於年底前正式通車，內地已計劃將大灣區定位爲國際科技創新中心，香港勢成重點發

展城市。隨着交通的便利、規劃的配合，兩地融合是大勢所趨。香港與內地樓價勢必拉近，當然兩地無論在法制、稅制、經濟、治安、衛生、醫療、教育，以至社會福利等有一定程度的不同，香港樓市始終有一定的優勢。

融合不一定只在於帶動大量內地人來港買樓投資，令香港樓價進一步被推高，稍後實施港澳台居民亦可在內地申領居住證，相信亦會吸引部分港人前往內地發展。

融合既可帶動更多內地人來港買樓投資，同樣亦會有部分港人，選擇售出在港物業，轉購內地物業投資或自用，最終令整體樓市流通量增加。

香港整體樓市在辣招的需求管理措施下，流通量顯著減少，入市買家亦以用家爲主，成交縮減令買家選擇減少，期融合有助樓市流通量增加，讓用家有更多的選擇，對於長遠樓價穩定亦有幫助。



▲內地居住證開放予港人申領，長遠利樓市交投

美匯指數過去12個月走勢

