



近来一系列信息表明,美联储12月加息的概率很高。投资者非常关心的问题是:美联储加息之后会发生什么?我们试图从历史比较的角度来部分回答这个问题。

■ 程实 工银国际研究部联席主管

## 美联储加息是“十年之约”

虽然美联储并未在9月和10月议息会议上选择加息,但美国经济基本面已经达到紧缩门槛,加息只是个时间问题。近来一系列信息表明,美联储12月加息的概率很高。投资者非常关心的问题是:美联储加息之后会发生什么?我们试图从历史比较的角度来部分回答这个问题。

实际上,历史从不会简单地重复,但类似的重大事件往往会带来相似的市场结果。导致这种有趣现象的原因在于:一方面,人性是相似的,不同时代的市场参与者在知识、技能、性格上虽然有很大差异,但在情绪控制和行为习惯上往往没有明显区别;另一方面,逻辑是相似的,时代在变化,但经济学理论的思维范式和金融市场的运行规则却保持着较好的传承性,同样的重大事件,对经济、金融领域产生影响的途径以及对其的认识也是相似的。

我们发现,美联储在长期宽松后的首次加息,是一个“十年之约”:1994年2月4日,美联储将基准利率从3%上调至3.25%;2004年6月30日,美联储将基准利率从1%上调至1.25%。这两次加息分别是美国利率周期从阶段性谷底进入上升阶段的标志性事件。而2015年,美国又靠近了加息拐点。1994、2004和2015年,美国利率周期呈现出有序紧缩的稳定节奏。这并不是简单的巧合,利率周期潜在的规律性,恰恰是美国经济周期规律性的另一种表现,这也是美国实体经济长期运行稳定、美国货币政策长期风格成熟的客观反映。

这里,我们提供一个放眼历史的长期分析,考察美联储1994年和2004年加息后金融市场和实体经济的变化。鉴于美联储加息对全球的影响是直接的,对全球的影响是间接的,所以,我们这里主要考察美元汇率、美国股市和美国经济的历史走势。值得强调的是,虽然历史不会简单地重复,但了解历史经验,对于我们理解2015年的现实是有益的。

## 加息后往往是美元冲顶

在很多人看来,美联储加息将借由利率平价将美元汇率持续推向高位,但实际情况是,美联储加息后,往往都会经历一段贬值时期:1994年,加息后一个月,美元指数(美元对六种发达国家货币的汇率指数)下降1.09%,美元名义有效汇率(美元对一篮子货币的汇率指数)下降0.93%;加息后三个月,美元指数和美元有效汇率分别下降3.67%和1.54%;加息后半年,下降5.98%和4.85%;加息后两年,下降8.59%和5.38%。2004年,加息后一个月,美元指数短暂冲顶,上升1.31%,美元名义有效汇率下降0.75%;加息后三个月,美元指数和美元有效汇率分别下降1.6%和0.91%;加息后半年,下降8.93%和6.09%;加息后两年,下降4.1%和5.83%。

可以发现1994年和2004年加息后美元运行的特征:第一,美元指数可能会有短期冲顶,但可能没有,而美元有效汇率始终没有短期冲顶;第二,美元指数和美元有效汇率的贬值在半年左右时间里到达高峰;第三,加息后两年,贬值趋势才可能发生反转,加息的长期效应是贬值还是升值,两年后才会有明显

分歧。这种运行特征是具有合理性的,因为美国货币政策透明度相对较高,市场在加息前较长一段时间就对利率拐点形成了预期,而在一个较为有效的市场里,预期已经反映在现时价格中,所以加息预期的兑现会带来一段时期的贬值。

回到2015年,美元指数和美元名义有效汇率在加息前均已录得较大涨幅,美联储的前瞻指引也给了市场很长时间来消化加息预期。所以,在其他因素不变的前提下,加息预期兑现后,美元指数可能会有短暂冲顶,随后将面临一定的贬值压力。考虑到美国基本面的相对强势具有可持续性,短期贬值压力释放后,美元在长期中有望重回强势。“冲顶——阶段性贬值——再升值”可能是加息后美元运行的大概率模式。

## 加息后美国股市往往短跌长涨

很多人认为,作为紧缩性政策,加息会导致股市下跌,实际情况却是,虽然加息对美国股市的短期影响往往是负面的,但长期影响却是正面的,而且相对更大。1994年和2004年,加息后一个月,标准普尔500指数分别下跌了3%和3.43%;1994年,标准普尔500指数一年内都没有收复加息后的失地,2004年,标准普尔500指数半年内就收复失地;1994年和2004年,加息后两年,标准普尔500指数分别录得32%和11%的较大涨幅。此外,从VIX指数(波动率指数)在两次加息后的变化看,短期震荡明显放大:1994年和2004年加息后一个月,VIX指数分别上升39.89%和6.83%。

可以发现1994年和2004年加息后美国股市运行的特征:第一,加息短期会拖累股市表现,这种拖累一般不会超过半年时间;第二,加息后的三年内,美国股市会录得较为明显的涨幅;第三,加息后的一两个月内,市场情绪较为混乱,市场波动将明显放大。这种运行特征是具有合理性的,加息往往是对实体经济稳健复苏的确认,因此加息前美国股市往往已经实现了较为明显的上涨,技术上就存在调整需要,而加息确认后,短期内,市场将对紧缩政策产生一定的负面反馈,市场情绪也会更加波动。长期中,加息周期往往伴随着经济周期的上行阶段,基本面对股市的长期推

# 美联储加息后将发生什么?

动力最终将抵消并超过加息的短期拖累。

回到2015年,美国股市前期积累了大量涨幅,在加息冲击下,短期调整势在必行。在美国经济运行不发生超预期变化的前提下,加息之后,美国股市可能先跌后涨,短期震荡将明显放大。

## 加息后 美国经济增速下降、增质上升

加息对实体经济的影响是复杂的,而且,影响实体经济运行的因素远不止基准利率一个,所以,直接分析加息对美国的作用是比较困难的。然而,比较1994年和2004年加息后美国的数据表现,可以发现,美国经济增长速度下降,投资受到的冲击尤其强烈,但增长质量逐步上升,表现为就业市场持续改善、工业生产强劲以及金融资本持续净流入。这种实体经济运行特征也为加息后美元长期走强和美国股市先抑后扬提供了解释。

其一,实体经济增长会受到短期冲击。加息之年,往往是经济复苏较为强劲的一年,1994年和2004年,美国经济增长率分别为4.04%和3.8%,均高于3.3%的趋势水平,且都比前一年的增长率高出一个百分点左右,由此可见,强势复苏是利率长期拐点形成的物质基础。而拐点形成后的一两年内,经济复苏往往会有所趋冷,1995年和2005年,美国经济增长分别较前一年下降了1.32和0.45个百分点,美国人均GDP同比增长率也分别较前一年下降了1.27和0.46个百分点。这说明,加息对经济增长的短期冲击是客观存在的。

其二,投资引擎受损更加持久。加息抑制短期经济增长的途径是全方位的,1995年和2005年,消费对美国经济增长的贡献分别下降了0.58和0.23个百分点,投资对美国经济增长的贡献分别下降了1.35和0.35个百分点,投资贡献度的下降幅度相对更大。更进一步看,中长期内,消费引擎的增长贡献会缓慢回升,而投资贡献则会持续下降,1994和2004年加息后投资贡献连续下降的持续期分别为2年和5年。这说明,加息对投资的直接抑制作用是较为明显的,而财富效应的存在使得加息对消费的冲击相对较小。

其三,工业生产会表现强劲。从理论上

看,加息抑制了投资,似乎应该对工业扩大再生产不利,但实际情况却是,加息之后,美国工业生产反而趋强。1994年及其后6年里,美国工业生产指数同比增长率均高于1993年的3.27%,2004年及其后3年里,美国工业生产指数同比增长率也都高于2003年的1.24%。投资乏力、工业生产却很强劲,这是因为加息之后美国现有的产能利用率大幅上升,1994年和2004年,美国的前产能利用率分别为83.58%和77.92%,较前一年分别上升2.14和1.94个百分点。产能利用率提升导致美国经济的产出缺口明显下降,1994年和2004年的产出缺口就分别较前一年下降了0.99和1.32个百分点。这说明,加息后美国工业生产的提振是需求引致型的,具有内生性特征。

其四,就业市场持续改善。加息往往是对经济复苏可持续性表示确定的一种政策反应,尽管加息后的一年两内,经济增长会受到短期抑制影响,但长期来看,加息伴随的还是长周期的持续复苏,因此,1994年和2004年加息之后,美国失业率都处于持续下降态势。

其五,物价未必能消灭通胀。理论上,加息是对物价普遍上涨压力的政策抑制,但经验表明,这种抑制作用未必能阻止通胀的上行。1994年美国的通胀率为2.6%,随后2年的通胀率均高于这一水平;2004年美国的通胀率为2.7%,随后4年的通胀率也都高于这一水平。这说明,加息拐点的长期通胀中枢,宽松往往抬升了随后很多年的通胀中枢。

其六,加息会带来持续的资金流入。1994年,净流入美国的金融资本总计1767亿美元,较1993年增长了86.56%,1996年净流入资本上升至2541亿美元;2004年,净流入美国的金融资本总计9789亿美元,较2003年增长了59.68%,2006年净流入资本上升至1.06万亿美元。这说明,美国相对领先的加息周期往往能带来明显激增的国际资本净流入。

再看2015年,美联储加息对实体经济的影响渠道是相似的,美国经济的相对强势也是相似的。美联储加息不会改变美国经济持续复苏的基调,美国经济增长率短期面临下行压力,长期中,加息不会影响美国经济增长质量持续提升的大方向。

# 数据链:“金融互联网+”的自由空气

经济学家哈耶克所说的自由有两方面意思,一是自由的边界有一个范围,这个范围的大或小并没有本质区别,关键是在这个边界之内,我们要充分地按照自己的意愿来选择权力,这是自由的本质。中国总理李克强说“法无禁止皆可为”,这是中国政府对于公民自由的庄严承诺,也是公民合法行使权力、社会经济运行以及产业创新的“基础协议”,就是哈耶克所说的“自由”的另外一层意思。

遮雾罩。根据我们之前与世界数据管理协会胡本立先生沟通的结果来看,广义的数据可以分为大数据、中数据、小数据以及微数据等。而数据的重要来源即是上文所说的基础协议,我们可以把包括大数据在内的所有关联有机结合体,形象的称之为“数据链”的概念。

包括大数据在内的概念愈炒愈热,但新概念的价值在于应用而不在于炒,而目前数据链的应用解决途径只有创新。

目前对数据的应用大概分四个层面:第一层是直接交易基础原始数据,这是直接出售原材料的行为。如之前爆出的银行、电信、旅游网站内外勾结出卖客户信息的案例,也是数据交易行为的犯罪高发区;第二层存储和交易的数据,例如贵阳大数据交易所,它开始产生了大数据的基础协议;第三层是基于数据链所产生的各类报告和基础数据产品或间接应用,我们可以称之为来料加工的工业化产品;第四层是在第三层基础之上,所深度开发的直接应用产品,比如在医疗和金融领域就有广泛而直接的应用。

以我们最熟悉的金融产品为例,如果我们知道京东全部用户的消费等大数据、信用评估中数据、金融理财小数据,我们就可以推

断出有针对性的各类金融产品所需要的微数据。也就是数据链越完整越充分,我们所能得到的应用产品越直接越有价值。由此可见,数据链的本质也是去中心化的。

我们可以根据以上完整的数据链,为京东的各类用户、分层设计出有针对性的投资理财产品;也可以在此基础上,进一步针对每一个投资人设计出有细微差别的个性化产品。这一步不仅使百万以上级别门槛的私人银行功能向口丝敞开了怀抱,而且可以比私人银行更个性化更有针对性。这就是数据链深度挖掘的产品应用的价值。那么具体是如何实现的呢?

我们知道金融产品是通过全方位研究、策略配置、风险控制、产品设计等各系统模型,共同组成的一个有机体系统。通过数据链的深度应用,可以极大的提高模型的效率和稳定性,也能整体提高金融产品的稳定收益率,为投资人带来长期稳定的个性化收益。

这在一般的产品模型是比较难实现的,但是我们用MOM(基金管理人的管理)的多元基金经理组合、多元策略配置、多元投资组合,即可合理实现。同时我们用二级市场多层次资本市场联动的宏观策略,为投资人锁定长期各类收益。

进一步来说,我们可以通过互联网为渠道进行所谓的“去中心化”,投资人和基金经理投资团队直接线上沟通,产品模型可以瞬间实现实时建模,研究、风控、交易等都通过数据链在后台完成。要完成这一步的核心要素除了完整的数据链、个性化稳定收益的金融产品,还必须要有高附加值的评级系统,包括投资人、投顾团队和基金产品全方位的评级体系。

## 数据链与金融系统性安全

我们都知道,金融的核心要素是信用与杠杆。而这两项功能都集中体现在货币身上,而它们也成为货币经济学的核心。人类进入信用货币时代以后,信用成为社会经济发展和财富增长的基石。社会发展内在因素表现为信用扩张,可以说推动经济发展的一切手段都是为了最大程度的信用扩张;而信用扩张外向表现形式是杠杆的扩张和收缩,即所谓“加杠杆”和“去杠杆”两个完全相反的方向。而一个完整的经济周期,通过市场对“加杠杆”和“去杠杆”两个阶段的完全消化并适应为确定标志。

比如最近盛传中国版QE3计划7万亿大

放水,不管是确有其事还是理解偏差,目前政府希望货币流动性增发,来扩张信用,增加杠杆的意图是明显的。而央行的可用弹药基本消耗殆尽,开动印钞机似乎成了目前唯一“正确”选择。但是我们慎之又慎,一旦开动印钞机就面临着三种可能后果:

第一种是理想化的去杠杆,增加印钞、适度加大货币贬值力度、增加综合竞争力,信用收缩转向扩张,经济机器开始新一轮运转;

第二种则是社会信用依然萎靡不振,当信用通缩与货币杠杆扩张背离时,说明社会陷入了通缩型萧条,增加再多的流动性也难以进入实体经济;

第三种结果大家一致看跌本币,因此会将增发的流动性大量换成外币,这种情况会对本币贬值起到雪上加霜的作用,造成通胀型萧条。

美国自2007年以来经历了一轮完整的减杠杆到加杠杆的周期,复苏趋势强劲,美联储加息在即;而中国(其他国家水平也相差无几)等国几乎逆美国周期的这次加杠杆行为,结果将会如何?前途未卜,不容乐观。

同时过度加杠杆行为所造成的全社会负债水平高企现象,也不容忽视。除了之前备受关注的地方债问题,中央政府高负债也将成为经济硬着陆的引爆点之一。虽然目前中国国内债利率水平创近年来新低,全都要拜流动性扩张不进实体经济福;但目前中国企业海外融资成本进一步加升,国际三大评级机构都一致唱衰,也间接推高了亚洲整体债务成本。

除美国之外的全球各国,目前金融系统性安全系数相对于2008年金融危机相比,不是更高而是更低。这是因为在破除金本位和布雷顿森林体系崩溃之后,货币体系的基础协议不复存在,而几乎各自为政的各国信用货币自建壁垒,建立了各自的中心化货币市场。虽然全球资本市场总体也不是在弱化而是在加强。哪怕是包括人民币在内的多个币种积极扩张的国际化,但实际上全球发生系统性金融危机的风险并没有因此降低。

从数据链、基础协议、去中心化三个要素看来发展趋势,我们建议各国货币当局对包括比特币在内的电子货币以及量子货币、矢量货币等创新货币体系,以及货币所衍生的支付工具和支付方式等创新手段,理应承担包容、开放、合作、共建共享的积极态度,而不是作茧自缚、错失发展改革良机。



■ 秦飞 金谷投资MOM董事长、亚洲金融风控首席经济学家

## 互联网与去中心化

经济学家哈耶克所说的自由有两方面意思,一是自由的边界有一个范围,这个范围的大或小并没有本质区别,关键是在这个边界之内,我们要充分地按照自己的意愿来选择权力,这是自由的本质。中国总理李克强说“法无禁止皆可为”,这是中国政府对于公民自由的庄严承诺,也是公民合法行使权力、社会经济运行以及产业创新的“基础协议”,就是哈耶克所说的“自由”的另外一层意思。

如何理解自由代表的“基础协议”呢?费曼从量子计算的角度,设计了一个只有单分子的简单物理模型。这个物理模型大概可以理解为一个物理封闭的盒子,0和1分别代表左右两侧边界,分子在其中做各种规则或不规则运动。费曼这个非常简单的模型,就是人类能够完成各种复杂的计算、人工智能的基础协议。达尔文100年前发现的进化论不外乎发现了宇宙的进化就是沿着一种基本的协议——物竞天择、适者生存,300年前亚当斯密的《国富论》奠定了经济学基础是发现人类社会有一个基本协议是市场运行规律。

中国“改革开放”前后的对比,态度鲜明的充斥着对这种基础协议的认知过程:从一开始是拒绝的,到半推半就,直到敞开心扉。所以这样的基础协议所带来的繁荣和价值是不言而喻的,否则这个国家可能永远跟繁荣富强绝缘,加入WTO是接受和参与世界市场基础协议的里程碑标志。

而在互联网时代,即使金正恩和奥巴马之间的价值观不同,他们也可以自由平等地传递信息这个基础协议是TCP/IP,它的意

义在于我们可选择的自由第一次以代码形式有了保障,因为以前我们的那些基础协议,实际上是很受一些中心势力即中央集权化干扰的。

最简单直接的现象是出租车。原来是出租车管理办公室,还需要它发许可证出租车才能运营,当然它也要收各种费用,并且由它来定价。原来我们一直怀有感恩的心觉得要是没有这样一个办公室,可能黑车的价格不知道涨成什么样了;但是现在横空出世一个Uber,它不外乎有一些简单的基础协议,让最近的车和用户之间产生资源最优配置,而且价格算出来往往比出租车便宜。

它不但解决了全世界各大城市打车难的不解难题,而且让顾客作为市场的上帝这个本质身份重新回归,就是因为这么一个基础协议。当然大家都知道各方势力还在博弈当中,代表中心势力的那些办公室还在不断地打压Uber(劣步),不光是中国,纽约也在宣布它是违法的,因为传统中心势力太不想放弃独占市场的权力和巨大的寻租空间。

但是有了这样一种基础协议的存在,尤其有互联网的代码形式保护了我们自由的权力以后,那么中心也没有办法继续无限制的剥夺我们这种自由,所以上海市颁发了全世界第一张专车运营牌照。这是“中心”被迫顺应基础协议的主动行为,同时也是企图继续维护、巩固中心势力的反基础协议行为,但此举无疑推动了基础协议的进一步完成。这标志着我们进入了一个受代码保护的时代,同时也是一个去中心化的时代。

## 数据链与“金融互联网+”革新

现在动辄就谈大数据,但什么是大数据、如何定义大数据,可能大家都是莫衷一是,云