

特朗普当选对金融市场的影响:利率、“牛市”及金融管制

简练

利率问题:预期“几”字型走势,从零利率拨乱反正,再保持在低利率

美国自2009年以来,一直通过货币政策来“刺激”经济,包括把基准利率调低至零利率,再进行QE,在这种极尽宽松的货币政策影响下,长期债券的市场收益率也不断下降,表现为债券牛市。

这种宽松的货币政策,到2013年以后,越来越表现为用保持零利率来维持股票市场的牛市,从而造成繁荣的假象。但这种政策对美国的实体经济是没有什么好处的。这就是这次总统大选美国普通百姓把反建制派的特朗普选成总统的原因。

从伯南克起,美联储就使用口头干预的方式来维持一种微妙的平衡。因为根据过去的规则,如果经济复苏,那么就应该加息防止下一步的过热了,所以具有加息的预期是经济繁荣的证明。但是,到2014年,美国乃至很多发达国家的债券价格已经涨的很高,股票价格也屡创新高,如果真的加息,债、股、市下跌,立刻就会把繁荣假象给戳穿了。所以,伯南克到耶伦的真实思路,就是始终维持加息的预期,但每到议息时就不加息。在总统大选前更是如此,力保美国股市不跌,给民主党希拉里选造势。特朗普在选前就直接指出这一点,对耶伦的作为非常不满。当然这种掩耳盗铃的做法也被证明失败,耶伦护航没有成功。

现在,特朗普已经当选了,怎么办?这要从耶伦的思维出发。耶伦这种出身学者的金融官员,和伯南克有点像,那就是没有自己足够的独立性,行为有投机色彩(这和保罗沃尔克形成鲜明的对比)。特朗普当选以后,市场长期债券价格下跌,收益率提高,各国债市都进入转折期,这时候再挺着不升息,意义不大,不如顺着市场预期升息。耶伦估计会想,如果我升息,没准特朗普还会和自己重归于好,不会在她到任时撤换她。所以最大的可能是耶伦放弃嘴上加息的游戏,转向降息,而且未来连续降息,但最后特朗普还是会撤换她。事实上,本号认为,耶伦即使升息,也不会是什么大新闻了,人们更关心特朗普中长期的经济政策。

但是由于特朗普的政策会涉及大量基建,需要保持一个低利率。所以特朗普任内收敛的状态,当是低利率,但不是鼓励泡沫的零利率。特朗普代表的一派,是在财政政策上有所作为(包括减税和财政支出),在货币政策上理性谨慎,与伯南克-耶伦,乃至过去格林斯潘这一派是很不一样的。后一派基本对应了克林顿时代开创的美式全球化在本土的经济治理方针:在财政政策上无所作为,轻视实体经济而在货币政策上搞形形色色的放水。要知道,从1995年起的鲁宾开始,美国在财政政策上就没有什么有意义的动作,2008年危机时紧急救援除外。

“特朗普牛市”能持久吗?很难

特朗普当选后金融市场最戏剧性的事情,就是美股不但不跌还涨了。在选前,众所周知的,美股是押宝希拉里的,凡是希拉里赢面变大时,美股就狂飙,特朗普赢面大时,美股就重挫。11月8日投票当天,美股预期希拉里当选,顺利冲高。当天晚上点票,美股期指暴跌,日本韩国下跌惨重。结果第二天美国时间白天一开盘,美股没事一样,继续上涨。居然冒出来了“特朗普牛市”。这好比一觉过去,美股把原来的逻辑完全忘记了一样。

这种“一觉就忘”的事情,在最近多年美股倒也成了惯例了。结果就是美国大选不管希拉里还是特朗普当选,都上涨,那美股就跌的时候了。这和相当长时间的A股形成了对比。2013年前后A股大盘低迷的时候,是国内一有消息就被往坏了读,A股跌,欧洲日本有坏消息,A股也跌。

为什么美股会有这种“一觉就忘,往好了说”的习性?简单地讲,美国过去近三十年,把持了世界金融霸权,它那个从业群体在顶端吃惯了,赚快钱赚惯了,岂能因为特朗普当选这个意外——其实是个大耳光,就被颠覆?不行,就算你特朗普当选,我也要解读出利好出来,而且是大大的利好——特朗普不是要修基建吗,美国钢铁应该涨,大涨;特朗普不是要废除法案吗,那多德-弗兰克法案就该废除,美国金融股涨,大涨。

华尔街希望投资者尽快忘记过去,也希望大众尽快忘记不久之前的事情——比如特朗普的西棕榈滩演讲,葛底斯堡演讲。如果这种逻辑成立,那特朗普当选也不是什么大变革了,马奇怪,股照炒,舞照跳。什么变化都没有,那奇怪,美国的大众干嘛要选特朗普上去?美国大众都是被忽悠的傻子?

事实上,美国的股市资产是高估的资产,其中,互联网及“互联网思维”公司(大部分不盈利)是过去几年市值的主要增量,当然是泡沫——而且不少公司已经跌过一轮了,是很危险的;而传统行业的企业过去几年的盈利增长也靠的是发债回购股票注销增加每股盈利,以及裁员削减成本来讨好资本市场的,没有长期的可持续性。美国金融界(华尔街)过

这是特朗普时代供给侧改革的全球复兴的金融部分。特朗普的施政方向随着大批人任命的任命而逐渐展开,笔者将把克林顿时期的问题留到后面,穿插进行。首先笔者讨论的是特朗普对金融市场的影响,尤其是中期(1—3年内)的方向。金融市场,包括基准利率(进而债券市场)、资本市场(股票)、和对金融机构的监管趋势。

去十几年的典型形象,大概就是一堆交易台上面插了个美国小国旗,一边咆哮着我赚钱了一边“爱国”,是一种个人发财的狂野发泄和居高临下的傲慢(包含着对其他地区包括亚洲地区的蔑视,我不认为这种人有多爱其祖国)的混合物。这在经济基础上行的时候大概还可以,比如19世纪后半叶美国经济迅速发展,证券市场也很繁荣。但现在美国经济中大量部门停滞了近三十年,靠生产转移海外压缩成本的美式全球化也走到了民众忍耐的极限,继续这样股市狂欢还有多少日子?

西棕榈滩演讲是此次大选特朗普第一个被认为可载入史册的演讲

所以,“特朗普牛市”是没有基础的。为什么当选后几周上涨?除了美国市场为了“大家赚钱”而形成的集体“正面解读”这种“本领”之外,还有一个技术条件是,过去几年美国资本市场量化交易逐渐铺开,量化交易有一种正向反馈,会延长惯性,即市场的冲动会被“发掘”到而被量化交易基金自动执行,再进一步抬升市场。

特朗普当选后,美国各路金融分析师迅速制作出一些选后的逻辑出来,目前形成的大概逻辑是:会滞涨,因为特朗普要搞基建;金融股要涨,因为特朗普要废除多德-弗兰克法案,金融为王的时代又要来了(对标是2003—2007年)。这些逻辑对不对?我们要看看刚过去不久的历史。

美国资本市场的过去4年多历程与未来的变化

美国资本市场(及资本圈)2008年以后的历程大致可分为两段,第一段是恢复期,第二段是移动互联网新产业为主力的造富时代。前者从2009年开始到2012年左右,后者从2012年底启动,一直延续到现在,但在2014年年底之后就进入升势大趋缓的盘整震荡阶段。

在这两个阶段,货币的宽松都起了重要的作用。前一个阶段是救市,所有股票从2008年10月—2009年3月的低谷里快速回升,这一阶段华尔街是大赚特赚的,所以2009—2010年华尔街发了很多奖金,引发了2011年美国的“占领华尔街”运动。第二个阶段,主要是借着智能手机普及的东风,以及更早一个阶段社交互联网(后来大多成功转型为移动社交互联网,FB和Twitter)产生了一批新的上市公司而且股价持续上涨,其中的标志是特斯拉汽车在2013年4—5月份股价陡然而起,成为风向标(而在此之前1个月,在实体经济层面,特斯拉几乎要倒闭了),同样在2013年,“独角兽”这个名词被制造了出来并很快风靡中美这两个世界上互联网公司的聚集地。

在上述过程中,华尔街主流机构(投资银行及综合性金融集团)只在第一个阶段的早期是获利的。而第二个阶段,由于多德-弗兰克法案在2010年付诸实施,主流机构被限制住了,因此华尔街主流机构在2011年之后明显开始了一个衰落的过程。主要有这么几个原因:

- 1、被多德-弗兰克法案中加入的沃尔克法则禁止了自营交易。自营交易对华尔街在90年代到2008年危机前的巅峰期意义非凡。
- 2、天天被罚款,主要是那些欧洲起源的欧美美骨银行们被罚,但美国自己的主流机构也一样被罚;另外,从2013年开始执行的巴塞尔III协议也对金融机构的扩张能力大加限制,从此主流机构尤其是综合性金融集团启动收缩,和90年代末美式全球化上升期完全相反。
- 3、大宗商品部门在禁止自营后被卖出。2002—2012年,中国拉动的能源价格高涨期,华尔街的大宗商品交易部门在以油气能源为龙头的领域发挥了非常重要的作用且收益丰厚。这些部门被转让,而国际石油价格在2014年上半年走向暴跌后这些部门更是迅速被卖出。

美国的金融街在2009年之后冒出了主



流机构外的新秀:首先是资产管理,以贝莱德为代表,算新主流,2010年以后是一些新的量化交易机构乃至新型线上交易所。不过这些机构并没有能撑起2003—2007年美式全球化最巅峰时期华尔街的地位。

所以,在2013年之后,美国经济还是个虚拟经济,但从2008年以前金融地位最高变成了移动互联网公司们地位最高。连常青藤大学的MBA们都蜂拥到硅谷的创业公司去了。主流金融机构在这个热潮里面分享不到太多的利益(除了吃一点别大公司的上市承销费用)。主要受益者是创业者,早期团队和风险投资,受益方式除了上市或被并购后变成可流通证券外,还有作为非上市公司把估值不断抬高。

现在的情况是,整个危机后牛市的主力——移动互联网板块岌岌可危。大部分这个板块的公司都是亏损上市的。互联网公司自1995年第一家互联网公司网景上市以来就获得了一种豁免特权——没人去议论他们到底怎么盈利,好像你提出这个问题你就是笨蛋。但这个特权能维持的时间是有限的,一般来说,如果上市2—3年还不盈利,就会产生审美疲劳。公司越小能维持的“质问豁免期”越短。大部分中小公司,包括Twitter这种级别的公司,其实从2015年6月以后就跌了,到现在为止已经近1年半了。很多公司股价已经跌到了2013年以后最高点(多在2014年年中达到)的10—30%左右,每天走势都成了“折线图”(每天也就几笔成交)。市场对“科技”的默认所指越来越集中到FB、亚马逊、苹果、谷歌等少数几个巨头上。非上市公司的估值玩法的逆转晚一些,大约出现在2015年底到2016年初,而在2016年下半年的两个地雷的破坏力是相当大的:即7月爆出造假的生物医学技术公司Theranos和12月初爆出造假的混合现实显示技术公司Magic Leap。因为这两家当年都是众多知名机构乃至谷歌、FB等大公司都趋之若鹜的当红对象,都没有什么经济产出,是最典型的无收入超高估值案例。他们倒掉意味着2013—2015年的全新公司模式不成立。再仔细看一下,可发现这些公司的爆炸是因为他们都是非纯互联网领域,而是需要硬技术领域的“互联网思维”公司,因为如果是互联网公司,好歹还有些用户数据(能不能产生收入是一回事,要等投资人丧失耐心),而在硬技术领域用互联网媒体的方式吹牛造假,坍塌就是几分钟的事情。

特朗普当选对美股过去4年,乃至拉长了看,从90年代中期起的逻辑颠覆可能才刚刚开始,市场群体、媒体还完全没有意识到。但戏剧正在表现端倪。

因此把股市构成细细掰开来,现在这种强拉、透支性的“特朗普牛市”没有什么基础——过去多年的主力,互联网“科技”股,摇摇欲坠,而且特朗普本人也对此很不感冒(他选前和硅谷的对立众所周知,选后在各路人马都去表忠心的时候唯独不见到硅谷的人,除了一直支持他的Peter Thiel)。传统产业,基本面一直没什么变化,都靠低利息融资回购股票+裁员,这种局面必须做大手术。其实现在那些鼓吹“滞涨”的分析师自己都处在逻辑混乱的境地:说滞涨,理由是特朗普要搞基建,但这些人其实没什么人信特朗普能搞成基建的,本质上就是“先炒一波再说”。另外还有一种逻辑,认为美国过去多年QE释放了大量的基础货币,但都积攒在美国金融机构的资产方(超额准备金),一旦特朗普要搞基建及美国实体经济复苏,这些银行就会真正启动贷款,就会创造大量的货币,从而使使得社会货币充盈,实现拉动型通胀。这种观点不稀奇,笔者在前几年也提到过,但它在未来成立的前提是希拉里当选,民主党继续限制(实体经济的)供给,而过多的货币炒无可炒后开始炒大宗商品。目前来看这是不行的,特朗普一定会鼓励实体经济领域的供给侧。这也涉及到放松金融管制的效果问题。

金融管制问题——只是废除多德-弗兰克法案?可能你没看全

特朗普宣称自己要放松金融管制,废除“多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法”。当选后,市场将其解读为放手大银行恢复当年的盛况,所以大型银行的股价暴涨。结合特朗普在选前的集会的反建制表态(所谓建制派,最典型的就是华尔街+大媒体,参考选前特别有名的结合特朗普西棕榈滩演讲的宣传片),那这看起来就是180度反转了,选民选特朗普也白选了。或者特朗普就是个骗子。那真相是什么,到底会怎么走?

这涉及两个问题:第一,特朗普所说的废除多德-弗兰克法案是什么意思,去管制是什么样的去管制。

第二,华尔街有没有重振90年代末到2007年“巅峰时代”的基础。

废除多德-弗兰克法案是特朗普竞选很早就提出来的,但媒体截了前半段,后半段没什么人说,那就是,建立21世纪的格拉斯-斯蒂格法案(美国30年代建立的商业银行和证券公司的法案,1999年被克林顿废除——虽然不是直接废除,是通过允许银行控股公司同时拥有商业银行和证券公司来实现,上市主体都成为银行控股公司,该事件被认为是美式全球化及金融自由化的标志性节点事件)。特朗普说要建立21世纪的格拉斯-斯蒂格法案是说了好几次的,包括7月一次,10月底一次。特朗普的原话说的:“我要废除多德-弗兰克法案,因为它使得大量社区银行经营困难,更难从事贷款。我要建立21世纪的格拉斯-斯蒂格法案,来取代多德-弗兰克法案。”

可见,特朗普解除金融管制的主要理由和指向是什么?实际上是中小机构。特朗普有很强的崇拜“草根英雄”的情结。他本人也是类似的人。这在实体经济领域看的很清楚,他大力支持页岩气、页岩油行业,因为页岩气等行业是一个非常典型的牛仔行业,完全竞争,没有大公司,又真的蓬勃发展起来了,满足特朗普的评价标准。但页岩气的融资也是靠的是发行利率很高的垃圾债,融资不是很顺畅。特朗普的理想世界里,那就是社区银行去贷款支持这些完全竞争的地区商业,包括页岩气工业。这是很多典型的美国19世纪“理想”社会——当然有不少美化和不现实性,显然低估了草根社区银行体系的不稳定性,但你可以看出特朗普想说的什么。

多德-弗兰克法案实际上是民主党的左翼推动的,但它是一个妥协。这和民主党内部的利益有关。自90年代以来,民主党的当权派实际上是紧密和华尔街结合在一起的。但民主党内部有一批左派,比如桑德斯,比如沃伦是真诚相信90年代以后的华尔街模式太猖狂,而国家在监管上可以扮演重要的角色,包括对坏账的处理可以由国家全面出面一笔勾销。但这种理想在现实政治就会变成冗长的管制,最终给中小机构增添负担。

最后一点,怎么看待特朗普内阁拟定人选中的华尔街人,典型者如拟任财政部长Steven Mnuchin,拟任商务部长Wilbur Ross。前者是比较典型的高盛人,在90年代在房产抵押债券部门扮演比较重要的角色,2002年离开高盛做金融领域的创业,主要靠买进、卖出金融资产和中西部的金融机构来获利。后者是传统行业的秃鹫基金经理。另外,特朗普的军事班浓曾是个非典型的华尔街人。笔者认为,在经济核心政策上,特朗普很可能会亲自来抓,所以财政部长和商务部长更多起辅助功能。他会做什么还要等待正式就职后才能逐渐看出来。

更重要的一点是,华尔街有没有重复90年代末—2007年巅峰的基础?即便特朗普的亲华尔街幕僚们重新赋予了2010年以前的宽松管制,那么华尔街有没有可能重复当年的盛况?

我们要知道,90年代末—2007年的华尔街巅峰,正是美式全球化的上层建筑的最重要组成部分。所以,它当是能那么繁荣是有历史基础的。

还记得《世界是平的》这本10—15年前的畅销书吗?

2002—2008年,这一轮登峰造极的繁荣,

基础是当时全球化进入极盛期,中国全面进入全球经济体系,极大繁荣了贸易,压制美国国内普通消费品物价,同时还没有和美国企业形成竞争关系,而是上下游供货关系。同时,美国国内鼓励提前消费,透支信用买房,再基于这些债务以及衍生的对赌制造出大量的信用衍生品——人造的证券。同时,还有个大宗商品牛市,以及衍生的一批升值的货币(包括澳大利亚这样的资源国和一些新兴市场国家)大搞“套息交易”(carry trade)。这是建立在“高增长、低通胀”(这个增长是真的发展,比如中国,有的是消费热,比如美国和巴西)实体经济基础上的虚拟证券繁荣。

2009—2010年,主要靠的是救市下的反弹。同时大宗商品还有一个反弹并维持高位(直到2014年)。但力度比前一期要弱得多。

这一阶段的基础——全球化的繁荣在现阶段并不存在。

再往前追溯,华尔街的火爆期是1995—2000年初。这主要是第一轮互联网泡沫及美股大牛市。其中不少新兴明星后来爆仓了,典型例子是安然和世通公司。安然是一个典型的靠资本运作从天然气管道公司变成一个以“交易生态”等当时舆论特别喜欢的概念为核心的公司,用财务手段造出“安然股票涨,安然的利润就会涨”这种正循环。世通公司也是做假账,在重型资本的铺设光纤网上造资本故事,华尔街从中赚中间费。

这个基础如前面关于移动互联网板块摇摇欲坠所说,也不存在。至于所谓滞涨说——历史上美国经历过的滞涨就是70年代,而70年代美国的华尔街过的相当糟糕——滞涨导致股、债双熊,唯一的相对受益者是当时的石油公司(当时管制也还存在)。

概括起来,美国2008年以前的繁荣,是这样一个世界:华尔街暴富,纽约的公寓和康涅狄格的别墅价格暴涨但纽约的地铁破败不堪,修个隧道几十年修不了。美国2009—2015年的加州繁荣,也是硅谷及个别城市的一些人因为估值兑现暴富,当地地产、房租、食品价格跟着抬升但当地普通百姓也未必过的很好。其他美国的经济部门是停滞的——包括美国的军工企业,憋了一肚子火。这是特朗普要改变的,也是他可能被选民选上去的根本原因。

美国宾州的一处页岩气开采设施

从当前情况看,特朗普在经济上的突破点就是页岩气、页岩油为核心的能源行业。同时,考虑一个多月来的动向,军工行业也会是他重点支持的对象。

页岩气、页岩油行业,是典型的供给侧完全竞争行业,经过近10年的拼杀,逐渐形成新兴强人群体,比较重视技术同时也比较野蛮直接。其中的西部牛仔文化,不主张提前消费,主张量入为出,同时倾向于冒险。军工行业,需要的是团队协作,系统工程,和过去20多年的硅谷明星企业模式有极大的不同。华尔街能在里面扮演什么角色?很可能扮演为页岩气、页岩油提供融资,疏通渠道(包括价格上的统一,包括期货等工具)的功能。至于军工行业,近20年的新兴玩法不太用得上(其实90年代华尔街衍生工具大进步和克林顿砍军工迫使大批物理学家到华尔街求职干技术活有直接关系),可能做传统的融资服务工作。

所以,特朗普经济的焦点不会是金融,而是实体经济,首当其冲是能源,而这将掀起世界产业格局和地缘政治的连锁反应。

美联储加息25个基点 预计明年加息三次

美联储10年来第二次上调短期利率,并预期明年收紧的步伐将更快,这是美国经济复苏势头增强且可能会进一步受到共和党减税政策刺激的回音。

伴随美国走向充分就业且通胀逐渐接近美联储的目标,美国央行将联邦基金利率目标区间上调了25个基点,至0.5%—0.75%,与金融市场的普通预期一致。在最近几个季度接连调降加息预测之后,美国央行的政策制定者对2017年加息次数的预估中值从之前的两次上调至三次,每次25个基点。

周三,致2017年的加息决定,是美联储在当选总统唐纳德·特朗普上任前的最后一次会议上作出的,同时共和党正在酝酿的减税计划有望进一步助推经济复苏。美联储在会后发表的声明中表示,加息的依据是“已实现的和预期的劳动力市场状况和通胀”,同时重申加息将“循序渐进”的现有指引。

(FT中文网)