

全球竭力对冲美加息风险

国际经济观察

发达经济体央行转变货币政策立场

蒋华栋

美国通胀数据上周继续攀升,进一步强化美联储即将加息的预期。多个国家和地区未雨绸缪,持续施策对冲美联储加息可能引发的风险。这也反映出美元信用被极度透支后引起的深层问题。

2月10日,美国劳工部数据显示,1月美国消费者价格指数(CPI)环比上涨0.6%,同比上涨7.5%,创1982年2月以来最大同比涨幅,食品价格、电价和居住成本是上涨的主要因素。超预期的通胀数据引起市场震荡,纽约股市三大股指10日均显著下跌,对加息尤其敏感的美国国债收益率当天上涨,10年期国债收益率收于2.033%,自2019年8月以来首次突破2%。

美国货币政策收紧时产生巨大的负面溢出风险。正是考虑到此前的惨痛教训,多个国家和地区从两年前开始,就对美国超宽松政策保持高度警惕,并提前采取措施着手应对。

首先,无论是新兴市场国家还是发达经济体,都不约而同地选择主动加息。

早在去年3月美释放政策转向信号时,巴西就率先加息,于今年2月2日将该国基准利率上调至10.75%,共加息8.75个百分点,创1999年3月以来最大幅度加息周期。墨西哥、阿根廷、智利、秘鲁等拉美主要经济体也陆续进入加息周期,政策延续至今。此外,俄罗斯央行2月11日实施了去年以来的第8次加息,基准利率调整至9.5%。

发达经济体中,英国央行采取超乎市场预期的高通胀政策,从去年12月至今两次大幅度提升基准利率,以“应对通胀持续上升的压力”。韩国从去年8月至今已3次加息,将基准利率由0.5%大幅提升至1.25%。

有分析指出,美国货币政策收紧往往引起融资成本上升、金融环境紧缩、国际资本外流等问题,在一些经济缺乏韧性、金融体系抗风险能力较弱的经济体引发严重金融危机。虽然提前加息不能完全消除负面影响,但对这些经济体而言,“预防立不测则废”的积极因素依然明显。

其次,调整外汇储备权重,减持美元的同时增加其他币种和黄金储备占比。

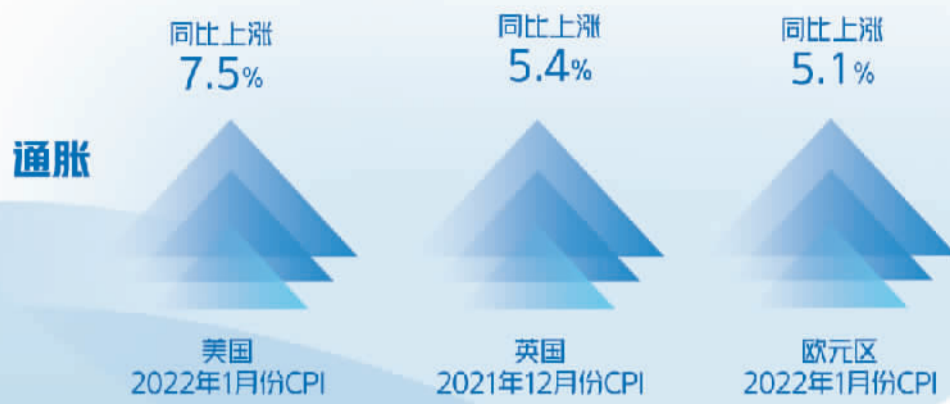
国际货币基金组织(IMF)最新数据显示,2021年第三季度全球美元计价外汇储备市场份额从第二季度的59.23%进一步下降至59.15%,为1995年以来新低。2008年国际金融危机后,全球多国央行和公共机构持续调整外汇储备权重,尤其是不断增加黄金的占比。世界黄金协会(WGC)统计显示,最近10年,全球央行增持的黄金超过4500吨。2021年各国央行总的黄金储备量正在接近1990年以来的最高值。容易遭遇本国货币贬值的新兴市场国家增持现象明显。截至2021年9月,泰国、印度、巴西分别买入90吨、70吨和60吨黄金,而本币汇率持续下跌的哈萨克斯坦已大大提升黄金在外汇储备中的占比。

再次,多国通过签订强化本币结算的相关协定推动本国企业摆脱对美元的依赖。

美国货币政策收紧,不仅会导致一些国家面临本币贬值压力,也会加重其美元债务负担。IMF总裁格奥尔基耶娃1月曾警告,美联储收紧货币政策会对一些经济复苏已经疲软的国家造成冲击,特别是那些美元债务较高的国家,因为美国利率水平上升可能会提高这些国家偿还美元债务的成本。

对风险的预判促使有关国家寻求提高抗冲击能力以应对金融市场动荡。印尼央行2021年7月起大力与相关机构合作推动本币结算的社会化,中国和印尼本币结算合作框架自2021年9月6日起正式启动。泰国央行2021年10月与马来西亚央行签署相关协定。此外,欧亚经济联盟美元结算量持续下降,早在2020年,联盟内部本币结算量占比已接近50%。

多年来,美元因其较好的流动性和信用被用作国际结算货币,至今在全球市场中仍具有主导作用。环球银行间金融通信协会(SWIFT)1月19日报告显示,美元在国际支付中的份额占比有41%。不过,美国多年来肆无忌惮地透支美元作为主要国际货币的信用,特别是美元周期性引发全球市场震荡的风险,让越来越多的国家开始重视美元痼疾。全球竭力对冲美加息风险正是当前全球货币体系下人心思变的集中反映,而全球外汇储备和世界贸易结算多元化也成为更加值得重视的选项和趋势。



美国联邦储备委员会大楼。



在德国首都柏林,一名顾客在一家水果店购物。(新华社发)

去年四季度经济



世经述评

进入2月份,全球主要经济体央行频繁展现出“与通胀斗争到底”的鹰派姿态,逐渐扭转新冠肺炎疫情暴发以来的宽松货币政策立场。然而,面临稳就业和稳通胀两大任务的主要央行鹰派立场的背后,似乎有着更多经济与政治的无奈和权衡。

经济恢复之下的通胀高企无疑是美联储政策转鹰的关键。美国1月份消费者价格指数(CPI)同比上涨7.5%,创下近40年新高,这不仅有能源价格因素,更有国内劳动力市场的问题。在大规模财政补贴之下,美国国内劳动参与率持续低于疫情前水平,导致其国内劳动力缺口仍处于历史高位。1月份数据虽然显示劳动参与率有所提高,但是薪资水平持续超预期回升表明劳动力市场供不应求态势还在持续。因此,劳动力紧张导致的通胀问题何时缓解并不确定,但通胀压力确定还将存在,这是迫使美联储不得不收紧货币政策应对通胀问题的重要因素之一。

另外,经济增长虽然面临一定的下

行压力,但美国经济仍在复苏是美联储敢于收紧的重要原因。最新数据显示,在补库存的推动下,美国去年四季度国内生产总值(GDP)环比按年率计算增长6.9%,同比增长5.7%。在美国国内消费逐步复苏的同时,家庭支出正在从货物转向服务产品。1月份非农就业数据实现了超预期的46.7万。

在上述宏观态势和持续上涨的通胀压力下,美联储近期态度明显转“鹰”,美联储主席鲍威尔近期一系列讲话似乎有对此前通胀“暂时性”判断的“悔过之意”。投资者普遍认为,美联储今年加息5次,甚至有部分机构认为美联储可能在2022年加息7次,2023年、2024年将进一步加息,目标利率逐步从零升至2.5%左右。

与美联储鹰派态度类似的还有英国央行。在2月份的议息会议上,英国央行货币政策委员会决议将基准利率上调25个基点至0.5%。值得关注的是,虽然9名委员的投票比例为5:4,但少数派并非鸽派,而是更加激进、期望一次性加息50个基点的鹰派。货币政策委员会同时一致同意停止对所持有的国债和公司债进行到期再投资,并表示将在2023年

底彻底出清其所持有的投资级非金融机构债券,这事实上也开始了英国的缩表进程。

英国央行的决策背后也有着权衡宏观经济和通胀持续的无奈。英国央行认为,去年12月份和今年1月份奥密克戎变异毒株蔓延对经济的影响正在逐步消除;英国GDP可能在2月份和3月份逐步恢复,并在一季度末产出水平恢复至疫情前水平。但是英国央行警告说,英国经济并非前景无限好,全球能源价格和贸易货物价格的进一步升高将造成通胀可能很快突破7%,远超2%的中期目标。通胀高企还将对居民实际收入水平和消费产生巨大压力。

在经济基本面有所修复且通胀压力持续的背景下,英国央行一方面采取鹰派举措,一方面要“解释”货币政策的效率,强调能源价格和贸易产品价格快速上升作为外生变量并非货币政策所能避免的。未来货币政策收紧的幅度将取决于中期通胀预期;在经济基本面维持稳定的态势下,英格兰银行将可能进一步收紧货币政策。

市场预计英国央行可能在3月份和5月份的议息会议上持续加息,但CPI有效回落至2%以上水平需要2年时间,回落至目标以下需要3年左右的时间。

如果说英美央行在经济稳增长和稳通胀之间面临平衡,欧洲央行面临的则是艰难的抉择和权衡。

欧元区GDP在去年四季度环比增长0.3%。虽然产出水平已经恢复至疫情前水平,失业率在去年12月份已经回落至7%的历史低位,但总体态势弱于预期,一季度增长前景也存在下行压力。欧洲央行认为,鉴于奥密克戎变异毒株蔓延和病例激增,欧元区产出水平将在一季度萎缩,虽然部分国家已经开始放松管控措施,但近期数据对疫情敏感程度较高的部门增长动力弱化,1月份服务业PMI水平持续回落,综合PMI从去年年底的53.3下降至52.3,为2021年以来的最低水平。与此同时,供应链制约、能源价格高企等因素持续冲击欧元区经济,1月份通胀也从去年12月份的5%上升至5.1%。

因此,欧洲央行虽然在2月3日的议息会议上宣布利率不变,但也在逐步转向鹰派,将在今年3月底结束紧急抗疫购债计划(PEPP)框架下的资产购买。欧洲央行行长拉加德在会后表示,“尽管通胀的前景存在不确定性,但可能在较预期更长的时间段内维持高位。欧洲央行将时刻准备调整政策工具确保中期的通胀稳定”。市场机构认为,欧洲央行将在目前资产购置计划结束后开始加息,预计其可能在3月份的会议上宣布重要的政策调整。

在宏观经济之外,发达经济体中通胀的民生、政治属性更加凸显。国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃日前也表示,“通胀是一个比预期更加严重的经济和社会问题”。解决通胀问题已经不仅仅是宏观经济议题,同时也是社会问题和政治问题。部分机构认为,当前全球长期低通胀的环境正在改变,上游产业高企的价格正在逐步向下游传导,居民生活受到了明显影响和冲击,这迫使各国央行不得不收紧货币政策。

发达经济体央行在经济稳增长和抑制通胀的经济、政治影响之间找平衡。部分市场机构基于此认为,央行发出的声音以及产生的预期可能与最终结果存在差距。

尽管鲍威尔将加息基调从“渐进”转变为“灵活”,尽管英国央行部分货币政策委员会成员要求更大幅度加息,但是维持通胀稳定和增长稳定之间的平衡仍然是各国的重中之重,相机决策调整将是未来发达经济体央行的决策主基调,加息幅度和缩表幅度大概率不会过于激进。与此同时,发达经济体的整体利率水平仍将在短期内维持低位,在中期内主要经济体的利率水平仍然低于历史标准水平。

本版编辑 徐胥 美编 高妍

中国创新药出海渐成规模

本报记者 袁勇

在美国上市,中国原研新药出海实现“零的突破”。在出海过程中,百济神州并不“孤单”。恒瑞医药、信达生物等大型药企以及天境生物、亘喜生物等新生力量,都开始布局海外市场。

创奇健康研究院执行理事长蔡江南认为,中国药企近年来加快海外市场布局,一方面是因为企业实力显著提升,另一方面也有不少被动压力。“国内加快创新药审批,港交所和创业板对未盈利的生物医药企业也提供了很强的政策支持,助力企业融资,受一系列政策推动,国内创新药发展明显提速。但同时,企业也面临不小的市场压力。创新药的研发成本越来越高,医疗精准化趋势越发明显,使得产品的单一适应症限制越来越细分,加上集采带来的市场压力,众多药企把目光投向海外市场,也是必然。”

与其他企业特别是大型跨国药企进行合作,是中国药企常见的出海方式。他们或向其他药企授权创新药临床开发和商业化权益,或共同开发新药。跨国药企往往基于多方面因素选择合作对象。首先,通常要求合作产品在安全性和疗效方面的数据都非常亮眼。其次,产品要有巨大的商业化潜力。

尽管跨国药企的标准通常较为严苛,但是,中国创新药近年来还是实现了不少引人瞩目的全球合作。2021年1月,百济神州与诺华就其自

主研发的PD-1抗体药物替雷利珠单抗在多个国家的开发、生产与商业化达成合作与授权协议,总交易金额超过22亿美元。2021年8月,荣昌生物与西雅图基因就ADC新药维迪西单抗部分海外市场的开发和商业化权益达成合作,作价达26亿美元。不断攀升的合作金额,说明了这些药企在全球市场中不断提升的价值。

不过,出海也并非易事。在业内人士看来,在知识产权布局、海外临床执行力、海外商业化布局能力以及全球业务拓展等方面,中国药企还需要进一步加强。尤其是本土化能力,在强监管环境的医药市场中至关重要。

走在出海前列的百济神州对此认识深刻。截至目前,百济神州在美国、欧洲和亚太都建立了由当地人组成的商业化团队。公司的商业化产品已经覆盖了巴西、以色列、韩国、俄罗斯、澳大利亚等40多个国家和地区,成为有力支撑。

药企出海的另一重大挑战是建立独立自主内部临床开发能力,尤其是全球临床III期试验能力。通常情况下,在海外做I期临床试验难度相对较小,许多公司通过CRO(医药研发合同外包服务机构)就能满足。但到了III期临床试验,需要和不同国家的药监部门紧密沟通,小到发药、送药的方式,大到临床试验方案的设计,都对企业提出了很高要求。

此外,海外市场开拓难度大、投入高,对企业的资源利用效率也是不小的考验。亘喜生物有关负责人表示,公司发展的差距往往可以归因于当初的立项决策和后续的推进执行。基于此,亘喜生物专注于平台创新,注重从源头布局知识产权,更加系统化地研发,并选择成熟靶点,根据免疫细胞药物的免疫性特点,精选验证同类最佳产品,进入高投入的全球新药临床试验。

百济神州高级副总裁、全球研发负责人汪来告诉记者,2017年开始,百济神州的临床前研究向First-in-class(同类首创新药)重点发力。在此之前,百济神州也会关注临床上有数据或已经进入临床的靶点,特别是在临床上已经有概念验证、具备成为best-in-class(同类最优)潜力的靶点药物。

除了企业的自主探索之外,中国正在规则制度上加快与国际接轨,给企业出海带来更多助力。2017年,中国加入ICH(国际人用药品注册技术协调会),显著推动了国内药企以国际标准提升产品质量。

一些药企对出海方向也有着更多思考。“走向发达国家和地区是对能力的证明,但发展中国家更加缺医少药,这恰恰是创新药企能够给这些国家和人民带来巨大利益的着力点。”百济神州全球总裁兼首席运营官吴晓滨说。

2019年11月

百济神州自主研发的泽布替尼获得美国食品药品监督管理局(FDA)批准在美国上市,中国原研新药出海实现“零的突破”

2021年1月

百济神州与诺华就其自主研发的PD-1抗体药物替雷利珠单抗在多个国家的开发、生产与商业化达成合作与授权协议,总交易金额超过22亿美元

2021年8月

荣昌生物与西雅图基因就ADC新药维迪西单抗部分海外市场的开发和商业化权益达成合作,作价达26亿美元

每年年初举行的JP摩根医疗健康大会,是全球医疗健康产业的风向标。近年来,参会的中国药企数量明显增多。越来越多的中国药企通过参与全球性平台了解和开拓海外市场。从本年度大会来看,中国创新药探索国际化多年,近年来有所突破,渐成规模。

2019年11月,凭借两项关键临床研究的数据,百济神州自主研发的BTK抑制剂——泽布替尼获得美国食品药品监督管理局(FDA)批准