

编者按:美联储究竟会在9月还是12月开始缩减量化宽松规模,这一时点似乎已经不再重要,重要的是“非常规货币政策”的宽松浪潮终将退去。这一预期推动美国和德英等国国债收益率纷纷飙涨,还引发资金从新兴市场流出,使得新兴市场国家货币继续大幅下挫。

热钱加速撤离 亚太市场或现危机

■ 本报记者 王 哲

在主权债务危机的沼泽地挣扎了几年的欧洲,正迎来经济复苏的曙光;而美国经济的强劲表现,使得其在9月份逐步退出QE(量化宽松货币政策)的预期进一步增强。反观新兴经济体,则出现了经济增长势头疲弱,且结构性问题突出等阻碍中期走势的苗头。多重因素作用下,欧美资金回流本土市场的步伐越来越快,并引发印尼、印度、巴西等新兴经济体股市、汇率大幅下挫,东盟诸国甚至出现小股灾。商品大王罗杰斯在接受媒体采访时直言不讳地表示,他正在沽空印度市场。

资金外流,股市下跌,货币贬值,到底是新兴市场的“成长烦恼”,还是危机前的预备性演习?

亚洲各国股市拼“跌”

8月20日,亚太多个新兴市场国家的股市普遍出现下跌。其中,印尼雅加达综合指数继19日大跌5.8%后再跌3.2%;而泰国和印度股市也成为重灾区,分别下跌1.98%和0.34%。

有市场观点认为,亚太股市的低迷主要是由于市场对于美联储量化宽松削减的偏空预期,同时,外资加速撤离新兴市场,回流发达国家,引发投资者恐慌。据悉,将于2023年5月到期的印尼国债收益率上涨18个基点至8.37%。值得一提的是,该债券的收益率此前曾一举达到8.41%,创下了自2011年3月以来的最高值。

5年前,美联储启动规模逾万亿美元的量化宽松政策后,投资者将钱疯狂砸向新兴市场。而如今,美

国成为最安全的市场,亚洲的上空则阴云密布。

以印度和印尼为例,这两国经常项目赤字均升至创纪录水平,刺激投资者大举抛售其债券和外汇;泰国连续两个季度GDP环比负增长,私人部门债务水平激增更是加重了市场担忧。

热钱流动最说明问题。据贝莱德数据显示,今年前7个月,有1024亿美元流入北美股票交易所交易基金(ETF),日本净流入280亿美元,创历史新高,欧洲也吸金43亿美元。相比之下,发展中国家的ETF则净流出76亿美元。

这一切表明,资金的迁徙路径是从新兴市场撤离,进而转移至以美国为首的发达市场。究其原因,主要是新兴市场经济放缓,又恰逢美联储退出计划,这进一步加重了流动性枯竭的预期。

对此,业内人士表示,随着投资者越来越确信美国将逐步退出量化宽松政策,加上新兴市场经济出现疲态,近期,资金大规模由新兴市场转向欧美市场的趋势更加明显。如果美联储如其此前所暗示的,在9月就开始缩减购债规模,亚洲市场将面临更严峻的资本撤离考验。

来自多方的数据显示,资金正加速从亚太区市场,特别是新兴经济体撤出,并快速流入欧美市场。美国仍被认为是全球最稳定的经济体,今年以来的多项重要经济指标都表现强劲,美股今年良好的涨幅更使投资者对美国投资市场充满信心。欧洲尽管仍未完全走出债务危机阴霾,但近日也显露出复苏迹象,股指走出上涨行情。而反观近年来增速较快的新兴市场,今年以来却出现疲软迹象,在市场普遍预期美联储将削减资产购买措施,从而导致全球流动性收紧的背景下,资

金无疑会选择更为稳定且收益最大的地区。

货币暴跌、经常项目赤字扩大、新兴市场国家央行争先恐后地出手干预……一切听上去似曾相识。美元回流了,然后,新兴市场就危机了? 1997年亚洲金融危机曾证明过这一过程的正确性,那么,这一次呢?

美债收益率揪人心

美联储可能很快开始削减资产购买规模的消息让全球金融市场再现动荡。8月19日,美国10年期国债收益率一度触及2.9%,创下自2011年7月28日以来的最高水平。投资者一直期待8月21日美联储公开市场委员会公布的7月份货币政策会议纪要能对减债时间给出明确信号,但事实证明,美联储再一次放了烟雾弹。

北京时间8月22日凌晨公布的美联储会议纪要显示:“一些(a few)货币政策委员会委员的看法是在削减QE购债规模问题上继续保持耐心,等待更加强劲的就业和经济数据,而另外一些(a few others)委员则倾向于尽快(soon)缩减QE规模。”

个中措辞值得推敲。广东省社会科学综合开发研究中心主任、境外热钱问题研究专家黎友焕认为:“美联储的议息会议不断释放退出QE的思路。我们看到,放出这样信息的都是国际投行。我一直想,美国到现在还处于试探外界对QE退出的反应当中,这段时间肯定是要通过投行的评论对发展中国家进行试探,包括热钱资金变动问题,而这可能会给他们的下一步决策带来参考。”

今年5月,美联储释放信号,考虑缩减每月850亿美元的购债规模。随着美国债券市场利率攀升,新兴市场的投资者纷纷撤资,印度、印尼以及泰国等亚洲新兴经济体也出现“资产抛售潮”,各国也用尽办法来挽回投资者信心。

近两个月时间内,印尼央行已经将基准利率上调

了75个基点。印度政府实施了跨境资本管制,期望能够控制资本外流。然而,在市场预期美联储将会退出量化宽松的阴霾之下,这些国家采取的措施显得十分无力,外国投资者继续选择逃离。此外,印度卢比和印尼盾的螺旋式下跌也将导致市场抛售这些国家的资产,反过来引发本币汇率的进一步下跌。

有分析人士认为,印度和印尼的共同点是经常账户赤字进一步加剧,通胀率却持续上升。尽管这些亚洲新兴市场暂时还不会重蹈当年亚洲金融危机的覆辙,但眼下笼罩着这些国家的阴霾难以迅速散去。

有印度当地官员表示,政府看起来已经失去了对经济的控制,他们所做的事不仅徒劳无功,还会造成信任危机。摩根大通亚洲首席经济学家阿齐兹表示,印度等国目前只采取防止资本外流的措施,但必须尽快思考如何吸引资本流入。

可以看出,尽管美联储7月议息会议纪要未释放“9月份开始削减购债规模”的信号,但整个新兴市场已如惊弓之鸟。

“最近几周,东南亚形势很严峻,不仅股市下跌,汇市也在下跌,整个资产价格都在下跌。我们注意到,很多投行包括三大评级公司开始转方向,对西方发达国家的美国、欧洲的评级可能会提高,对发展中国家,包括印度、印尼、巴西、南非,甚至中国的评级可能会降级。”黎友焕分析指出,“我7月份判断他们会这么做,因为在很多外文资料中,他们一些所谓的推手已经站出来说话了。我估计,未来一段时间,他们还会继续这样操作。这样的行为可能会引发热钱对西方发达国家复苏的良好预期和对新兴发展中国家丧失信心,加速资金出逃。”

新兴市场“多米诺”在劫难逃

■ 张庭宾

自1997年亚洲金融危机之后,新兴市场再一次遭遇了货币和股市大跌的风暴。从年初到现在,印度卢比对美元已经累计贬值15%以上,成为亚洲表现较差的货币。货币贬值同时造成印度资本市场震荡,孟买证交所敏感30指数8月16日收盘时创下自2008年大熊市以来最大跌幅。巴西雷亚尔贬值幅度在新兴市场排在首位,今年以来已经下跌了近20%。为阻止雷亚尔下跌,巴西央行此前已经投入450亿美元,23日,再度宣布投入600亿美元。

新兴市场国家股市和货币的大跌缘于资本大量外流。据印度中央银行统计,国际投资者持有的印度债券减少了36%,从最高点的380亿美元减至280亿美元,这是自2012年1月以来的最低点。外国人在7月份净出售的印度股票和债券达到30亿美元。新兴市场投资基金研究公司数据显示,自6月初以来,散户投资者从新兴市场债券基金中撤出了181亿美元资金,相当于他们自金融危机以来所有投资额的1/3。同期,机构投资者撤出了93亿美元,相当于他们在后金融危机时期投资量的10%。

国际热钱大量外流,是因为国际投资者普遍预期美联储将在9月份开始退出量化宽松,这意味着全球新兴市场的资本流入周期正转为流出周期。在2008年美国金融危机之后,因次贷泡沫破灭而形成了美国金融系统巨大的流动性黑洞,为此,美联储将基准利率降低到0~0.25%,并

直接印钞去购买美国国债和MBS(美元抵押贷款支持证券),造成了史无前例的美元超级宽松政策。美国的低利率环境促使更多美元流出,去追捧新兴市场较高的经济增长和投资机会,这就形成了新兴市场的繁荣周期。

然而,美国在过去4年多时间内通过QE1至QE4修复了美国金融货币体系,稳定了财政体系;通过再工业化和能源独立革命正恢复产业竞争力;加上房地产重入上涨周期,家庭和企业部门开始新的加杠杆周期;此外,股市屡创新高,上市公司的现金流达到了30年来的最好水平,以特斯拉为代表的新一轮技术创新拉开序幕,从而使美国正开启新一轮的复兴周期。近期,由于预期美联储开始退出量化宽松,美国10年期国债收益率已经上升到2.92%。

新兴市场近几年虽然在外资涌入下一片繁荣,但是,其昔日弊端并未得到根本改变。产业链多被外资控制,企业缺乏核心技术,对外依赖度较高,社会保障缺乏,大多难以摆脱“中等收入陷阱”。新兴市场国家还有另外一个共同的弊端,由于没有经历过上世纪70年代的石油危机,其石油战略储备普遍较低(石油产地国除外),例如,中国的战略储备仅够30天,对外石油依赖度高达60%,从中东进口石油约占全部进口量的50%;而印度则更不济,石油战略储备仅够15天,对外石油依赖度更高达80%,从中东进口石油占全部进口量的75%。

虽然印度、巴西的本币和股市大幅贬值,仍有进一步贬值的预期,但这是顺

从市场化的调整,会增强印度、巴西等国制造业的国际竞争力,对中国制造将形成更大挑战,同时也会避免热钱外流时洗劫其积累的美元贸易顺差,避免热钱获得太多汇率投机利润。

从中国的情况看,自2011年4月到2013年8月,主要新兴市场国家俄罗斯、南非、印度和巴西的本币已经分别贬值了6%至35%,唯有中国的人民币对美元反而上涨了5.7%;中国楼市已经成为全球最后一个最大的资产泡沫,其绝对价格已经达到国际最高水平,但中国居民的平均收入不足发达国家的1/10;而由于土地、劳动力和原材料价格大涨,中国制造生存竞争能力严重下降,企业债务负担已达到经合组织平均水平的3%至4%;2008年以来,地方政府债务迅速攀升。

与此同时,中国的做空机制在加速到位。做空股市的股指期货、融券和转融券都已到位,转融券扩大借券范围可能即将落实;做空债务的国债期货也将在9月份到位;资本项目的开放也在进一步加速。国际热钱由此将更方便地通过做空中国赚钱;而在热钱大规模外流的情况下,人民币不贬值反而升值,将使离场的热钱获得汇率投机收益的最大化,将最大程度牺牲中国贸易顺差的储备,使其成为国际热钱的美餐,甚至酿成中国外部美元汇兑危机。

毋庸置疑,新兴市场的“多米诺骨牌”危机已经启动,从孟加拉国的危机,到印度、印尼和巴西的货币股市危机,不可能不影响中国。对此,我们不能不防。

(作者系中华元智库创办人)

IMF隔空喊话:退出时机未到

■ 王宙洁

一年一度的全球央行年会8月26日在美国怀俄明州杰克逊霍尔落下帷幕。在为期3天的会议中,与会官员就货币政策方案及全球流动性等议题展开讨论。尽管美联储主席伯南克意外缺席此次会议,但美联储退出债券购买的计划依然受到热议。而国际货币基金组织(IMF)对此认为,退出的时机尚未成熟。IMF总裁拉加德23日表示,全球主要央行利用非常规货币刺激措施提振了各国经济,目前还不是撤出刺激措施的合适时机。其表示,类似于美联储所推债券购买计划的非常规货币政策在所有适用领域仍是必要的。

拉加德补充说,那些不采用非常规货币政策的国家有办法来抵御潜在不稳定性冲击。而一些市场干预行动可能

有助于降低汇率的震荡,或者有助于缓解短期流动性压力。

日本央行总裁黑田东彦表示,一国央行出台货币宽松政策并不一定会导致该国资本流出。他表示:“通过货币政策注入的基础货币几乎全数都会被央行以存款的形式吸纳。”

此外,尽管伯南克缺席,但在23日的演讲和讨论中,与会人员讨论了美联储尝试采用的新政策工具及其效果。今年在政策会议上有投票权的圣路易斯联储银行行长詹姆斯·布拉德表示,在退出的问题上不能着急。旧金山联储银行行长约翰·威廉姆斯则表示,如果经济不出问题,他希望在今年晚些时候缩减购买规模。而亚特兰大联储银行行长丹尼斯·洛克哈特也表示,如果经济持续扩张,他将支持央行在下个月放缓资产购买步伐。

