

■ 大视野

# 新兴市场须克服“兴奋剂”依赖

□世界银行首席运营官 英卓华

经济增长回来了。不但美国、欧洲和日本终于同时开始扩张,发展中国家也重获增长动力。因此,预计全球GDP今年将增长3.2%,高于2013年的2.4%,这意味着2014年很有可能将是世界经济的转折之年。

发达经济体反弹这一事实对所有人都应是好消息。但是,对于在过去五年主导全球增长的发展中国家来说,这同样带来了一个无法回避的问题:如今,在高收入国家也加入增长行列的情况下,发展中国家是否像往常一样有竞争力。

答案是否定的。正如有的运动员使用兴奋剂来快速取得成绩,而没有通过艰苦训练以培养耐力和保证健康,许多新兴经济体依靠短期资本流入(所谓的“热钱”)支持增长,推迟甚至避免必需的经济和金融改革。美联储即将收紧驱动这一“轻松增长”的极度宽松的货币条件,这些新兴经济体也必须随之改变增长模式,尽管它们的腾挪空间已经十分有限。

随着美联储货币政策收紧成为现实,世界银行预测发展中国家资本流入规模占GDP的比重将从2013年的4.6%下降到2016年的4%。但是,如果美国长期利率上升太快,政策变化沟通不力,或者市场波动性增加,那么资本本流可能快速恶化,甚至在短短几个月时间内暴跌50%。

这一情景可能冲击某些新兴经济体的增长前景,这些国家没有利用当前资本流入以实现改革。此外,利率可能上升,给存在大规模经常项目赤字和外债水平的国家带来很大的压力,这也是近五年来信用扩张的后遗症。

事实上,去年许多新兴经济体经历了首波冲击,而在未来,这样的冲击还会到来。事实上,去年夏天,当人们预计美联储将马上开始减少其长期资产购买(所谓的量化宽松)规模



时,承受最大金融市场压力的正是基本面最疲软的市场。所谓的“脆弱五国”土耳其、巴西、印尼、印度和南非首当其冲。类似地,近期以来一

些新兴经济体的货币面临着新的压力,这些压力与十分不稳定的市场情绪,以及这些国家经济失衡有关。

## 新增外汇占款或阶段性回落

□招商证券宏观研究主管 谢亚轩

国内农历新年期间,外国以阿根廷为首的多个新兴经济体波澜再起。国际资本外流,汇率贬值、股债双杀,多国央行应对危局被迫加息。我们不禁要思考,这些现象背后的推手是什么?对中国的国际资本流动、人民币汇率和资产价格影响几何?

### 新兴市场再起波澜

过去的一个月里,多个新兴市场汇市跌、股市跌。汇市方面,阿根廷比索以月跌幅22%高居榜首。几乎同一时期,土耳其里拉贬值幅度超过9%,乌克兰里夫尼亚贬值6.1%,印尼盾贬值4%,巴西雷亚尔贬值3%。港元实行联系汇率制度,虽未出现大幅贬值,但也明显偏向弱方保证区间。股市方面,表现不佳的经济体的数目更多。从年初到现在,香港恒生国企指数以10.82%的跌幅接近垫底;俄罗斯和巴西股票市场的跌幅都在7%左右;墨西哥、智利、乌克兰、土耳其和印度股市跌幅在5%左右;新加坡和韩国股市跌幅在4%左右。

汇率和股票市场的价格波动是表象,其背后的国际资本流动是根本。外资撤离新兴经济体抛售该国股票等资产导致资产价格下跌,外资以该国本币兑换日元和美元等国际货币导致其汇率的下跌。笔者监测的亚洲新兴市场资金流动情况显示,国际资本正在集体撤出新兴经济体。春节期间韩国国际资本流出20亿美元,台湾流出26亿美元。而春节前一周韩国国际资本仅流出0.8亿美元,台湾还有3.2亿美元的资本流入。招商亚洲

### QE退出是幕后推手

新兴经济体出现市场动荡时,分析人士一般会关注该经济体国内的影响因素。比如,麻省理工学院教授克里斯蒂·福布斯的研究表明,2013年5月至6月新兴市场国家汇率调整程度与其经常项目逆差水平有60%的相关性,也就是说,贸易赤字高的国家可能将首先面临汇率调整。又如,当前分析人士会关注阿根廷的高通货膨胀、高利率、高外债和政治意见分歧等问题带来的负面影响。再如,泰国和乌克兰的反政府示威带来的政局动荡问题与资本流动的关系等。笔者并不否认国内因素是导致新兴经济体出现国际资本外流的重要影响因素,毕竟,苍蝇不叮无缝的蛋”。但是,如果只是分析国内因素,甚至片面强调国内因素不够客观和全面。因为,很显然,单纯的国内因素不能够解释为何多个新兴经济体同时在这个时点出现市场动荡。

笔者认为,本次导致多个新兴经济体“感冒”的“病毒”仍然是美联储退出QE。2014年1月的议息会上,美联储决定进一步削减月度购债规模100亿美元至650亿美元。会后,芝加哥联储行长

和里士满联储行长均表示,除非经济状况大幅偏离预期,美联储很可能在未来延续每次削减100亿美元购债规模的节奏,进一步强化了联储逐步退出QE的预期。

应该说,QE退出的负面影响可能阶段性发生。QE退出对国际资本流动的负面影响在于,由于美元的全球中心货币地位,美联储货币政策变化具有外溢效果,影响其他经济体的货币政策。当美联储货币政策收缩时,流动性紧缩会外溢,导致全球资本流动方向变化。因此,可将欧美央行的货币政策比喻为水泵,从源头上决定释放还是回收流动性,以及流动性的规模。美联储退出QE的负面影响,体现在水泵泵出流动性规模逐步下降,从而阶段性导致流动性紧张,资金撤离新兴经济体并引发市场动荡。2013年5月至7月,印度和印尼等多个新兴经济体的市场表现是一次美联储退出QE负面影响的生动预演。

### 新增外汇占款将阶段性回落

分析和预测中国国际资本流动要重视国际因素。所谓重视国际因素至少要避免两种倾向。一种倾向是只强调国际因素,忽视国内因素。比如,认为QE退出将带来全球流动性的的大拐点,美元持续走强,人民币将面临暴跌,国际资本大举撤离中国。这种倾向忽视了不同新兴经济体的特性,忽视了QE退出大潮下不同新兴经济体表现分化的事实。另外一种倾向是完全无视国际因素,只强调国内因素。比如,认为国内利率高,套利资金必将带来国际资本涌入。国家外汇管理局日前公布的国际收支平衡表显示,2013年中国国际收支再现“双顺差”,其中资本和金融项目顺差

外流对不同国家影响不同,这是中国和其他新兴经济体表现差异的原因之一。金融开放程度与本国发展阶段相适应。目前中国没有完全放开资本管制,受美联储政策和海外资本流动的影响较小,但一些新兴市场经济体过早地放开了资本管制,无法隔离资本流动的冲击。

相比而言,我国虽有诸多优势,但也有很多相似之处。例如,前期增长主要依靠的是廉价资本,缺乏内生增长动力,结构性问题尚未根本解决。在既有发展模式亟待转变情况下,当资金外逃、流动性趋紧时,经济增长面临困难。要避免我国出现流动性趋紧、资金撤出等问题,既要加强对QE退出短期影响的跟踪和应对,又要加快政策调整,把三中全会确定的各项改革部署落到实处,用投资机会和利润空间引导国际资本走向,增强经济抗风险能力和可持续发展能力。

一是保持货币政策的灵活性,根据资本流出情况适时通过多种工具实施流动性管理,特别要应对好季末等关键时点的流动性紧张,化解外部因素冲击。在管理好规模的同时,更加注重货币投向的结构管控,防止资金进一步向房地产、政府融资平台集中,加剧泡沫风险。继续实施有限度的资本管制,防止投机资本大规模炒作。

二是加快资本市场改革,营造公平开放的金

但是,对大部分发展中国家来说,情况并没有那么悲观。许多发展中国家的金融市场并未承受巨大的压力,无论在去年夏天还是现在。事实上,超过五分之三的发展中国家,其货币在去年春季和夏季实际上有所升值,因此吸引了更多的外国直接投资等较稳定的资本流入,这其中不乏许多得益于危机前实行改革因而经济表现出众的国家。

回到运动员的隐喻。哪怕面临再大压力,一些运动员也在不懈锻炼、磨炼毅力。比如,墨西哥在去年向外国合作伙伴开放了其能源部门,尽管这是一项难度颇高的改革,但的确有望带来巨大的长期好处。事实上,很可能正是这一改革让墨西哥避免跻身“脆弱五国”行列。

高收入经济体增长的提振,将通过增加进口需求和新的投资资源,为发展中国家创造更多机会。尽管这些机会比量化宽松时期的轻松资本流更难以把握,但其好处也要更为持久。为了把握这些机会,新兴市场国家就要像运动员一样把精力放在能让它们在竞争中胜出的工作上,例如促进商业友好,改善政策环境,采取更有吸引力的外贸制度,以及发展更为健康的金融部门。

许多国家的挑战部分来自重建宏观经济缓冲。多年的财政和货币刺激已经耗尽了原有的缓冲。减少财政赤字、让货币政策日益向中立考虑,对“脆弱五国”等增长不力的国家来说特别困难。就像精疲力竭的运动员想要重获体力,让政治领导人在面对压力时采取艰难的改革措施向来不是易事。但是,对新兴经济体来说,这样做是重塑增长、增加公共福祉的关键所在。从危机中存活下来是一回事,存活下来并成为赢家则是完全不同的另一回事。

(英卓华是前印尼财政部长,现为世界银行常务董事、首席运营官。本文版权属于Project Syndicate)

达2427亿美元,较经常项目顺差1886亿美元大幅超出28.7%。国际收支数据似乎给上述观点提供了支持,但事实上,国际收支数据更多反映的是过去的情况,不能简单趋势外推。

应辩证看待美联储退出QR等国际因素对中国国际资本流动和外汇占款的影响。当前美联储退出QE带来的市场动荡不可避免将导致中国新增外汇占款在近期出现阶段性回落。2014年1月基于即期汇率计算的招商外汇供求强弱指标跌至-3.8,是近期的最低水平。基于中间价计算的招商外汇供求强弱指标较12月小幅下降,自去年8月来首次下跌。据此,笔者预计2014年1月新增外汇占款在2000亿元左右。综合考虑中国货物贸易差额的季节因素和当前新兴经济体金融市场动荡,预计2014年2月的新增外汇占款将回落至0左右。另一方面,笔者认为2014年全年的国际资本流动仍将处于回归正常化的阶段,不需对中国的外汇占款和人民币汇率过度悲观。美联储有序退出是以美国经济恢复增长为前提,而经济繁荣推动全球资本的流动性上升,风险偏好的上升在一定阶段推动资金流向新兴经济体。预计2014年全年特别是下半年,中国的国际资本还是以流入为主,外汇占款全年新增量可能在1-1.5万亿元左右,呈现前低后高的走势。

值得强调的是,如果外汇占款的增量果然如预测出现回落,那么央行将可能调整公开市场操作的节奏和方向,启动甚至加大逆回购等操作力度,但鉴于“防风险”在货币政策目标中的地位上升,央行在近期放松货币政策的可能性很低。

## 用投资机会和利润空间引导国际资本走向

融环境,扩大证券业对内对外开放,支持保险资金、养老金、企业年金等长期资金进入证券行业,形成国有和民营、内资与资本并存的多元化公平竞争格局和优胜劣汰机制,增加我国金融领域的投资机会,防止资本短期内大幅波动。

三是加快商谈双边自贸协议,适时加入TPP谈判,形成面向全球的高标准自由贸易区网络,改善投资贸易环境,降低国际经济交流合作成本,从贸易投资角度为国际资本创造稳定预期,防止资金大规模流出。

四是发挥价格机制配置生产要素的作用,用市场力量推进结构调整和发展方式转变。加快重大基础科技研发,建立健全技术创新的市场导向机制,发挥市场对技术研发方向、路线选择、要素价格、各类创新要素配置的导向作用,推进水、石油、天然气、电力、交通、电信等领域价格改革,放开竞争性环节价格,严格限定政府定价范围,让价格真正反映要素稀缺程度,改善出口商品结构。

五是加快本币互换和人民币贸易结算,扩大企业及个人对外投资,扩大QFII规模。QE政策给新兴市场经济体带来了一定负面影响,使美元信任度有所降低,人民币应及时补位,增加新兴经济体对人民币的了解、使用和信任。

## 资本净流出风险点集中在二季度末

□民族证券 陈伟

近期受美国QE加快退出影响,过去囤积在新兴市场逐利的投机资金呈现了明显外流局面,也由此引发了不少新兴市场国家的金融市场动荡。我国作为新兴市场的领头羊,由于有着稳健的经常项目收支状况以及雄厚的外汇储备,短期受此影响很小,外汇资金仍将呈现净流入状况,但是随着事态的日益恶化,不排除外汇资金也将在今年二季度末出现类似2011年末的净流出局面。

### 人民币汇率保持稳定

人民币汇率虽然也受外国市场资金流出冲击,近两周以来有所走软,但总体相对于其他新兴市场更为稳定。考虑到以下因素,这种趋势仍很可能在一季度延续。

相对于其他新兴市场大国近期以来都出现明显的贸易逆差,我国经常贸易顺差仍比较稳定。例如,巴西今年1月贸易逆差达到创纪录的41亿美元,而我国去年四季度受益于发达经济明显复苏带来的出口增长,贸易顺差环比三季度增加近300亿美元,考虑到年初以来各项指标显示我国出口增长的态势仍在延续,今年一季度贸易顺差虽然受季节性因素会有所回落,但仍将维持合理水平。

与其他新兴市场国家相比,我国通胀水平处在较低的水平,而与美国近期CPI的持续回升相比,我国近期的物价涨幅也并不具备趋势性。如去年12月我国CPI同比涨幅只有2.5%,四季度以来增幅呈现下降趋势。从今年以来食品价格走势偏弱来看,今年一季度CPI水平也难以回升超过3%,通胀水平可控也就决定,未来一段时间人民币相对于美元的名义汇率不会像其他新兴市场国家一样,因为通胀率的不利变化导致汇率的明显贬值。

我国与美国金融市场的利差仍保持基本稳定。虽然自去年5月以来,受QE退出预期影响,美国金融市场收益率已开始出现明显回升,10年期国债收益率已经从去年5月的1.7%回升至近期的2.7%,但由于下半年以来,我国央行也逐渐收紧了货币政策,金融市场收益率也稳步回升,这也使得我国目前10年期国债收益率相对于美国10年期国债收益率仍维持在较高的水平。今年1月31日,两者差值达到1.8%,明显大于去年5月末1.3%的水平。

此外,十八届三中全会后,改革总体方案的公布以及中央和地方层面都纷纷成立最高级别的改革机构,人们对于未来改革推进力度也有了更高期待,这无疑也有利于提升海外资本对于我国经济中长期稳定增长的预期。

因此,人民币短期将有望在动荡的新兴市场环境中保持基本稳定,而一季度跨境资金流入规模相对于去年四季度也不会出现大幅度的回落。

### 二季度末净流出风险增大

当然,上述局面不大可能较长持续,诸多因素决定我国难以独善其身,二季度末我国跨境资金净流出风险大增。

新兴市场为应对QE退出引发的资金外流,近期大都采取了加息的手段,这虽然有利于短期稳定资金外流局面,抑制国内通胀,但必然会打击疲软的本国经济,新兴市场经济二季度将面临较大的下滑风险,之后经济复苏的时间也会比以往更为缓慢。

回顾历史,1997年下半年金融危机引发汇率调整后,在美国GDP增长较快的拉动下(1997年三季度美国GDP同比增长达到4.7%),新兴市场经济很快就出现“V型”反弹,而目前美、欧经济仅是温和复苏。与1997年相比,美欧经济这轮复苏更多依赖制造业,如美国制造业占GDP比例自上世纪70年代中期持续下降以来,首次于2010年后开始明显回升。美国经济转向制造业也将削弱对新兴市场进口依赖,对新兴市场的拉动作用也将减弱。亚洲金融危机后的新兴市场快速复苏情景将难以在2014年再现。考虑到近年来我国出口对于新兴市场的依赖度大大增加,出口届时也将受到明显影响。

过去几年QE实施的时间长、规模大,使得更多巨量资金流向了高风险、高收益的新兴市场逐利,由此带来的信贷膨胀虽然助推了这些地区较快经济复苏,但是也给这些地区债务将偿还还,比去年高出50%,这些债务偿还还将面临更多不确定性因素,一旦风险暴露也会短期影响金融市场稳定以及投资者情绪。

我国也面临类似的问题。过去几年虽然依赖信贷以及影子银行膨胀保住了短期经济稳定,但留下了债务率高企、产能过剩等经济后遗症。以信贷余额占GDP比例计算,该指标已达到126%的历史新高,比2008年高出29个百分点。今年我国也面临较大的债务偿付压力,例如,过去两年集中发行的信托大约有1.7万亿元的债务将偿还还,比去年高出50%,这些债务偿还还将面临更多不确定性因素,一旦风险暴露也会短期影响金融市场稳定以及投资者情绪。

新兴市场不断放大的风险因素,无疑将使更多投机资本选择回流经济增长更为确定的美国等发达国家,而二季度我国经济下滑将加快,金融市场的信用风险更多显现,央行很可能不得不在一定程度上放松货币,压低市场利率水平,跨境资本流入我国的规模很可能明显减少,不排除届时新增外汇占款将出现连续几个月的负值。

因此,对于年初以来短期资金仍继续流入我国市场的前景,不能报以太乐观的估计,面对未来潜在的资金流出风险,需要提前做出各种议案和安排,以尽量减轻由此造成的市场风险。尤其是央行需要更多及时有效的流动性管理工具,以稳定市场对于流动性的预期,而市场也需要去杠杆以抵御未来流动性逆转的冲击。