

应区别看待新兴市场货币贬值

●中国已经准备好收紧货币政策并实施管制手段以限制债务增加,而这必然意味着牺牲短期经济增长以将其扭回到一个更稳定的路径之上。很显然,市场相信中国政府是可以完成这一任务的。

●为了应对因贬值导致的国内通胀,新兴市场各国央行必须提高核心利率——但同时不能扼杀整体经济。



□德国安联保险集团首席经济学家
迈克尔·黑斯

对于许多新兴经济体来说,2014年的开局堪称灰暗。对中国经济显著降速以及阿根廷比索对美元汇率大幅下跌的忧虑,导致一大批新兴市场货币均面临

极大抛售压力。但当前的弱势并非预示着新兴经济体整体的增长将持续走弱。我们必须要把其中各国区分开来,而这也正是金融市场目前的工作。

各国之间受影响的程度差异极大。例如目前困扰着阿根廷的一系列问题并不是意料之外。相反,这是多年以来错误

政策管理所导致的近乎不可避免的后果,正是这些政策滋生了高通胀,货币市值过度高估以及巨额外汇储备流失。

相比之下,中东欧地区新兴市场国家的货币还相对稳定。得益于波兰强劲的经济表现,其货币兑欧元基本保持平稳,2月初汇率仅较今年年初下跌了2.2%。在同一时期匈牙利货币福林(Forint)兑欧元则下跌了逾5%,但跌幅已经较以往有所收窄,而当年该国的宏观经济问题导致其汇率对市场情绪波动的敏感程度比如今要大得多。

欧元区经济的稳定化以及财政失衡状况的缓解,也有助于改善对中东欧国家的发展预期。此外,大多数这类国家都在应对自身财政负债方面取得了进展。相比之下,俄罗斯卢布今年依旧继续其漫长的暴跌进程。自2月以来兑欧元汇率已经下跌超过5.5%,而下跌的成因也来自于国内:投资气氛清淡,巨额资本外流以及急剧萎缩的经常账户顺差。

拉丁美洲各国同样存在着极大的区域差异。该区域形势最恶劣的阿根廷比索(peso)自今年以来对美元已经下挫了19%。巴西雷亚尔(real)的下跌则相对温和,但这可是在去年大跌之后的走势。而智利和墨西哥也面临着资本外流的状况。

该区域各国对大宗商品的依赖也令人忧心。如果中国经济的增长低于预期,那么大宗商品价格和出口量都将下跌,导致拉美国家增长受阻。然而随着全球工业生产指数自2013年下半年以来持续攀升,尤其体现出发达经济体状况的好转,因此对商品市场的悲观预期似乎也不靠谱。

目前来说,亚洲货币的下跌依然有限。其中韩元兑美元跌幅最大,自年初到2月以来已经下跌了3%(但这是在经历一个漫长的升值趋势之后)。印度和印尼货币较为坚挺,但也别忘了去年的大跌。由于遭受长期经常账户逆差,持续高通胀以及增长大幅下跌的拖累,印度卢比(rupee)到2013年末同比下跌了11%。

矛盾的是,中国这个当前处于众人焦点之下的国家却是唯一一个本币兑美元略为上升的主要新兴经济体。考虑到

该国所面临的多项重大挑战——从重新调整增长模式到应对信贷和房地产泡沫——这种升值堪称奇迹。中国已经准备好收紧货币政策并实施管制手段以限制债务增加,而这必然意味着牺牲短期经济增长以将其扭回到一个更稳定的路径之上。很显然,市场相信中国政府是可以完成这一任务的。

而土耳其这个被许多严重失衡状况埋没了其巨大增长潜力的国家则没有那么幸运。土耳其里拉(lira)今年一月间兑欧元下跌超过7%,自去年年中以来已重挫24%。但土耳其在面对金融市场从拥抱风险(risk-on)到厌恶风险(risk-off)的突然转换时所表现出来的脆弱性其实是可预见的。巨额的经常账户赤字缺口(主要由短期资本流入填补),国内政治不确定性以及过往的非常规货币政策经历等因素在最近几个月中损害了投资者信心。而在中国,必需的调整过程将影响短期增长,但中长期预期则是积极正面的。

很显然,金融市场正在惩罚某些国家的货币,这些国家都存在宏观经济失衡或者政治不稳定问题,以致在任何类型的外部冲击面前都摇摇欲坠。事实上,有些市场参与者担忧盘旋上升的货币贬值,高通胀以及不断上涨的利率会扩大成为一场大范围的信心危机。

虽然无法排除进一步的资本撤离,也不是所有的投资者都会随波逐流。随着受影响国家的货币价格下降到一个更合适的水平,那些重树信心的政策会很快刺激那些有前瞻意识的投资者再次试水。

总而言之,货币贬值可以有助于推动竞争力并减少外部赤字。但在短期内它们也会刺激更高的工资需求,通胀压力以及外部融资成本从而使经济问题进一步恶化。

在这样的情况下,货币政策必须实施平衡性手段。为了应对因贬值导致的国内通胀,各国央行必须提高核心利率,但同时也不能扼杀整体经济。政策制定者们也更不可能在国内改革消除宏观经济失衡以及其他长期增长阻碍因素之后获得成功。(本文版权属于Project Syndicate)

流动性紧平衡推动市场转向理性预期

□万联证券研究所负责人 傅子恒

春节过后,央行并没有向市场注资应对3000亿元的到期逆回购,任由资金巨额净回笼,维持了流动性趋紧的政策信号导向,但市场却没有出现过度恐慌,上海银行间隔夜拆借利率自节前高位持续回落,股市出现短线回升,市场对流动性冲击再度来袭的忧虑略有缓解。

笔者认为,可以从三个维度观察上述变化:一是季节性因素缓解。春节之后现金回流金融体系,解除了节前商业银行现金备兑头寸压力,这种因现金需求原因造成的流动性波动在每年长假前后一般都会出现,并没有值得特别关注之处。

二是预期变化,由内、外部因素所决定,央行自去年年中以来坚持政策从紧方向的操作不动摇,经历半年多以来的博弈,市场对流动性紧平衡这一常态的政策取向逐渐出现“适应性预期”。而这种预期也有现实的基础支撑,主要在于,尽管需求一直旺盛,但我国总量的货币供给充足,2013年我国广义货币余额达110.65万亿元,同比增13.6%,同年度GDP总量为56.9万亿元,同比增速达7.7%。从测算来

看,考虑到物价与外汇占款因素,货币供给增长与实体经济需要大体匹配,“紧平衡”对应的是对多年以来货币释放累积,尤其是对2008年应对国际金融危机货币冲击背景之下巨额增量投放的一种平衡矫正,同时也是对美欧央行金融去杠杆化的相向调整。因此,无论是基于实际的供需因素还是政策导向因素,市场的这种适应性预期都是理性的。

三是将这一现象放在金融业开放的背景之下分析,在金融市场开放初期由金融机构等市场主体竞争原因导致存款利率上升,竞争延续正在改变金融机构行为,节后利率下降是这种行为改变的折射。

总量宽松背景之下,金融市场流动性短期紧张的原因在于存在结构问题。首先是信贷资源分布严重不均衡,出于认识、规模、管制、政策等各方面原因,在贷款取得方面,以央企为代表的众多国有企业占据便利条件,由于信贷条件以及企业内部决策“软约束”等原因,长期以来这些领域中无论是实体企业还是金融机构,形成对过度宽松货币政策的依赖,一旦过度宽松的外部条件稍作改变,就会对其形成冲击,2013年中期的流动性紧张很大程度上

即是这种原因造成的。年中之后,货币政策取向信号改变以及金融业开放在与市场主体的互动、碰撞中向前推进,倒逼企业与金融机构进行自身改革与行为的“适应性”改变。

此次节后同业利率在央行“按兵不动”中仍出现回落,市场平静接受流动性收紧事实,情绪较为平稳,不能不说是市场主体行为进行“适应性预期矫正”结果。仅仅对比今年春节与去年春节的货币投放,央行的收缩是相当明显的,今年春节前最后一周央行逆回购释放流动性3750亿元,而2013年最后一周为6,620亿元;此前一个月央行几乎没有进行公开市场操作,或只是进行小额的对冲;2014年前两周(1月6日-17日)无操作。由此可以认为,当前市场逐渐超越对流动性紧平衡的恐慌,市场主体的免疫力正在增强,这无疑是一个积极信号。

可以推测,节后利率在资金净回笼背景下的变化,将可以部分强化央行维持货币政策既定方向的操作信心。就方向而言,我国金融市场改革的基本目标之一是实现资金价格(各类存、贷款利率与汇率)真正由市场供需所决定,而不是人为管制决定,并在理顺资金价格的基础之上,实现金融

资源配置的市场化;同时,基于币值与物价稳定需要,减少经济增长对货币扩张推动因素的过度依赖。

而金融体制改革重点在于风险可控基础之上放松准入管制,弱化由此原因造成的行业垄断壁垒,以引入竞争方式推进既有金融主体改革,以竞争方式实现资金价格与金融资产配置市场化,同时强化后续的综合监管,抑制金融机构在单纯利润追逐导向之下的非理性加杠杆冲动。而只要坚持这一方向的改革,金融市场许多错乱与扭曲问题都可以逐步化解,比如当前广泛关注的“影子银行”问题,我国“影子银行”的出现有金融主渠道被人管制导致的非市场均衡问题,也有金融业监管缺位之下、金融机构冠以创新之名推动方面的原因,而问题解决的钥匙即是体制改革进行“渠道疏通”,以及在综合权衡利弊端之下的严格市场监管。

在实现这一改革目标的过程之中,需要顾及实体经济需要与金融市场现实,应坚定又需稳妥地、审慎地推进,引导市场由适应性预期步入理性预期,减少由操作不当造成的市场非理性波动几率,降低改革成本。

■ 记者观察

世界经济复苏难改出口结构性衰退

□本报记者 顾鑫

今年世界经济尤其是发达经济体的好转有望带来出口形势的改善,不过,对于外需的回暖不宜高估,更不能期望外贸行业会整体复苏。可以预期的是,我国外贸行业的格局将深度调整,结构性衰退不可避免,一些行业将逐步从巅峰坠落,但同时新的出口优势也在形成,另一些行业预计将冉冉升起。

从最新数据看,2014年中国外贸形势开局向好。1月份,中国进出口总值3823.95亿美元,同比增长10.3%。其中出口2071.32亿美元,同比增长10.6%;进口1752.63亿美元,同比增长10%;贸易顺差318.69亿美元。进出口增速比去年12月份均有回暖。

不过,出口数据存在一些与经验走势不符的现象,如1月PMI订单需求明显回落,企业没有足够的订单需求支持如此高的出口反转。

应当看到,当前世界经济复苏情况较为复杂,对于我国外需的提振作用是否如预期乐观确实需要进一步分析。美国等发达经济体复苏的势头比较明确,但其再工业化进程在一定程度上制约了复苏带来的进口需求,同时比中国制造更廉价产品的出现,也抑制了其对于我国的进口需求;新兴市场经济体是我国出口的重要增长点,但是在2014年整体经济反弹力度却可能偏弱。

从内部环境看,资源、环境、劳动力等方面的约束导致部分传统出口产业在国际

市场竞争中逐步丧失成本优势,资金成本居高不下和人民币升值还将进一步削弱曾经拥有的出口优势。一个典型的例证是,部分跨国公司的生产基地正在从中国向国外转移,订单外流导致一些产业面临渐渐萎缩的苦恼。数据显示,2000年,耐克在全球生产的运动鞋中,有40%产于中国,13%产于越南;而到2012年,中国的比例下降到32%,越南的比例上升至41%。

当然,对于我国外贸行业也不宜过度悲观,外贸行业调结构是中国经济真正实现转型的基础。实际上,也应当看到一些积极的因素和变化,在部分行业中我国的外贸优势将进一步显现,如随着技术水平不断提高,我国的LED产业在全球市场的竞争优势正在凸现,加之受益于海外对于白

炽灯的淘汰,需求好转十分明确,未来数年产业规模有望实现爆发式增长。另外,还有一些行业原本就具有外贸优势,但是受到政策压制,而2014年外贸发生了变化,行业也出现转机,如化肥行业的出口将明显受益于关税政策的调整。

从长期看,我国外贸行业在主场新兴市场经济体还将有着更大的作为,随着产能输出战略的逐步推进,部分过剩行业的结构升级可以期待。产能输出并不能简单理解为产能的转移和国内产业的空心化,而是产业的不同环节在国内外的重新分布,即低端环节转移到国外、高端环节保留在国内,从而实现生产成本的下降和生产效率的提高,这对于提升出口的质量和效益意义重大。

私募行业应树立底线思维

□中国社科院金融研究所 张跃文

2008年国际金融危机尽管给对冲基金行业带来巨大损失,但是凭借赖以生存的深厚市场根基,以及行之有效的行业自律规范,这一行业很快得以重整旗鼓,资产管理规模已经恢复到危机之前的水平。与国外同行相比,我国私募基金业仍然需要从保护投资者利益出发,夯实行业自律基础,明确行业行为规范和风险管理规则,促进行业健康稳定发展。

从字面理解,对冲基金是指进行对冲操作以规避市场风险的基金。比如上世纪60年代的琼斯基金,就是典型的对冲基金。但是自此以后,随着国际金融市场的迅速发展和大量创新型金融工具的出现,许多基金的投资策略已经不仅仅局限于对冲操作,但是这些基金仍然自称为对冲基金。它们的组织形式庞杂,投资策略迥异,各国法律或者金融监管规则中也没有对冲基金的正式定义。

不过,业界对于对冲基金的几大特征,似乎并没有太多异议:以私募方式募集;投资者以高资产净值的个人和机构为主;基本不受监管;信息高度不透明;管理人根据投资业绩提取报酬。此外,还有某些特征虽然不是全部对冲基金都具备,但至少大部分基金具备。比如采用合伙制,经常使用杠杆和进行卖空,交易频率较高,投资者须遵守某些赎回限制等。根据这样一些特征来考量,我国大部分活跃在金融市场中的私募基金,都可以划入对冲基金的范畴。

在上世纪90年代以前,对冲基金并没有成为国际金融市场中的重要角色。著名对冲基金经理索罗斯在国际外汇市场上的一系列操作,使他及其管理的量子基金进入人们的视野,对冲基金作为一个行业,逐渐受到各国金融业界和监管机构的重视。时至今日,全球对冲基金资产已经接近2.5万亿美元,活跃的对冲基金数量突破8000只。为什么对冲基金发展如此之快?笔者总结主要有以下几方面的原因:首先,上世纪80、90年代,以英美为代表的发达国家金融自由化改革,为多元化机构投资者崛起创造了条件。各国鼓励金融市场投资的政策,降低了投资者进入市场的门槛,也为大型金融机构开展针对对冲基金的专业金融服务扫清了障碍。

其次,全球金融一体化趋势加快,前苏联解体、东欧国家政治转向、欧洲经济一体化进程加快以及欧元诞生等重大经济和政治事件,为各国金融市场融入国际金融体系提供了契机。在此过程中,各国的货币和金融政策自主性降低,国际市场价格波动对本国金融体系的影响渐深,市场中出现大量套利机会。以短期套利见长的对冲基金,具有一显身手的空间。在上世纪90年代,对冲基金对于英镑危机、拉美货币危机、以及东亚金融危机都有参与。当然,与此有关的指责也频频出现,马来西亚前总统马哈蒂尔就曾指出,以索罗斯为首的对冲基金应为东亚金融危机承担责任。

第三,西方金融业强大的资金实力和服务能力,为对冲基金的迅速发展提供了产业基础。常见的对冲基金的管理团队一般只有少数几个人,主要负责基金募集、投资策略制订实施、风险管理和投资者关系等核心业务,至于基金的日常营销、资产稽核、技术支持、合规检查甚至办公室管理等大多采取外包方式解决。这种运营模式可以大幅度削减基金运营成本,将管理团队的主要精力集中到投资业绩上。但其必要条件是承接外包服务的第三方有相应的专业服务能力。此外,担任对冲基金交易对手方的金融机构还需要有较强的资金和证券调动能力,并且能够较好地管理同对冲基金交易所产生的有关风险。英美国国家金融业的总体经营能力较高,监管环境相对宽松,这也是对冲基金往往聚集在上述国家的根本原因。

第四,迅速发展的国际金融市场,为对冲基金的发展提供了市场基础。进入新世纪以来,全球金融市场整合步伐加快,资本市场、货币市场、大宗商品市场、衍生品市场和外汇市场的规模迅速扩大,证券品种、投资工具的数量呈几何级数增加。金融市场的深度和广度达到了前所未有的水平,为对冲基金多元化投资策略的制订和实施提供了充分的可能性和想像空间。

综合以上分析,全球对冲基金业是在国际经济金融一体化的大背景下,全球金融市场和金融业发展到一定阶段的必然产物。它旨在满足部分投资者规避系统性风险、追求更高投资收益的需求,尽管这条道路并不平坦(对冲基金是平均生命周期最短的投资工具),但是却有越来越多的金融机构、从业者和投资者开始关注这一高风险行业。

2008年金融危机为全球对冲基金业提供了一次在低谷期历练的机会。这次危机中对冲基金没有受到更多诟病,它们总体上以受害者的形象接受了洗礼。对冲基金遭遇资产贬值、债务违约和投资者大规模赎回,大批对冲基金难以维系,被迫清盘倒闭,基金经理另谋出路。全球对冲基金管理的资产在危机最严重时降到1.5万亿美元。市场经济法则在对冲基金身上以略显残酷的方式展现了威力。然而,似乎为了证明这一行业与生俱来的强大生命力,在危机尚未结束之时,对冲基金业即开始迅速回暖,基金的总体业绩回升幅度超过了市场,一批新基金带着新的投资者和资本加入进来。

国外对冲基金同我国的私募基金一样,具有不同于公募基金的独特组织结构、投资策略、风险结构和监管环境,其管理人的操作模式自然也不同于其他类型的投资工具。在长期资本管理公司事件发生以后,美国政府和金融界迅速开始重视对冲基金的监管和风险管理问题。作为美国对冲基金行业组织,美国管理基金协会(MFA)自2000年起就开始发布“对冲基金操作守则”。旨在为对冲基金稳健和持续运营提供可行的操作建议,指南从投资者保护、估值、风险管理、业务运作、合规、反洗钱和业务持续性等方面,提出了对冲基金管理人在设计基金运作框架和处理具体业务时所应当遵守的基本准则。这些准则是美国对冲基金业在实践中逐步总结和提炼出来的,反映了对冲基金运营管理的一般性规律。对于对冲基金管理人的规范操作,起到了很好的指引作用。

在我国,私募基金行业已经具有一定规模,新《基金法》将私募基金纳入监管机构视野,但并没有从根本上改变私募基金当前比较宽松的监管环境,经营能力较强的私募基金还可以设立公募基金。监管法律法规的变化,既承认了私募基金的合法地位,又为其发展预留了广阔空间,可以预见,未来会有越来越多的优秀基金经理投身私募基金业,包括机构投资者在内的广大中国投资人也会对私募基金产生越来越大的兴趣。有利的外部环境,必将极大地刺激私募基金业发展。

与此同时,也需要看到这一行业在自律监管规则和行业行为规范方面的缺失。对于一个外部行政性监管力量较弱的行业而言,自律监管和规范操作,是有效管理行业风险和基金个体风险的最有效、也是最后的保障。私募行业同样需要树立“底线思维”,以保护投资者利益为根本出发点和落脚点,增强行业自律组织力量,出台统一的行为规范和风险管理规则,为全行业的长期、健康和稳定发展打好基础。