

德拉吉出手 全球“聪明钱”回流新兴经济体？

谢亚轩

欧洲央行终出手。9月6日，欧央行行长德拉吉在法兰克福召开记者发布会，宣布维持0.75%的基准利率不变，他同时在发布会开场声明中称，欧央行理事会已决定启动直接货币交易(OMT)在欧元区二级市场购买主权债的形式。但何时启动，购买多少等细节欧央行未予公布。

国际国内因素左右资本流向

笔者认为，国际因素同样是影响中国等新兴经济体国际资本流动的重要因素，不容忽视。目前看，欧洲央行的直接货币交易(OMT)能否通过购买国债来进一步稳定欧洲金融体系是国际因素中的关键环节。而欧央行议息声明以及伯南克在全球央行会议上的讲话表明，事态在向有利的方向转变。在此条件下，国际资本有望逐步回流新兴经济体，中国的新增外汇占款有望向常态回归。

判断中国等新兴经济体国际资本流动趋势时应兼顾国际和国内两个因素。决定新兴经济体国际资本流动方向和规模的最重要因素是国内还是国际因素，一直以來都有争议。从长期观察看，少数新兴经济体国家吸收了大部分的国际资本，比如过去10年的中国和原东欧国家。这表明，国内因素是影响国际资本流动的重要因素。一个国家信用评级降低可能导致资本大量外流，国内政策工具可以有效影响资本流入的规模。但同时，也可以观察到，新兴经济体资本流动与发达国家，特别是美国的经济周期相反。这说明，当发达国家的投资回报率低时，资本外流到新兴经济体寻找高回报是必然选择。也就是说，国际因素同样是影响新兴经济体国际资本流动的重要因素。在这里笔者认为讨论哪个因素更重要并不是关键，关键的是要在思考和判断中国等新兴经济体国际资本流动趋势时兼顾国际和国内两个因素，而不应偏颇。

两个例证说明国际因素的重要性。为说明以上观点，笔者想举两个例证，一个国内，一个海外。国内的例证选择外币存款额占本外币存款总额的比重，即100元存款中，经济主体以外币形式持有的部分有多少，这代表经济主体持有外汇的意愿。该比重如果上升，存款出现“美元化”倾向，显示经济主体持有外汇的意愿强。观察外币存款占比历年来的变化可以得到两个基本结论：一是，国际因素对持汇意愿影响显著，外币存款占比上升的三个时间段分别是2008年9月至12月，2010年4月至10月和2011年9月至今，分别对应于美国次贷危机、欧债危机首次爆发和第二次爆发三个危机事件。二是，国内因素同样对居民持汇意愿有重要影响，否则不能解释为何当前的外部冲击力小于2008年次贷危机，而持汇意愿走强的大度和持续时间都要大于2008年，这大概与借“四万亿”刺激政策之机投放的货币有关。

观察韩国、我国台湾和印度这三个新兴经济体的国际资本流动，同样可以得出国内及国际影响因素都不能忽视的结论。一方面，在2011年以来这个观察时间段内，三个经济体的国际资本流动方向基本一致，比如，在2011年11月中旬和2012年5月上旬，三个经济体都出现明显的国际资本外流；而在2012年1月至2月以及8月以来，三个经济体都出现明显的国际资本流入。既然不同的经济体出现相同的国际资本流动趋势，说明其背后的驱动因素不在国内而是在国际。另一方面，在国际资本流动大趋势相同的情况下，可观察到印度的国际资本流动变化幅度与其他两个较发达经济体不同。比如，2012年8月以来，我国台湾和韩国的国际资本流入规模均超过今年第一季度的水平，而印度的流入规模则要远小于年初。这表明国际资本对印度政府财政赤字之忧，对印度央行能否成功应对卢比贬值问题缺乏信心。而这些问题都是印度的国内问题，其影响力显而易见。

综上所述，判断中国等新兴经济体国际资本流动方向时需综合考虑国内和国际两个方面的因素，过分强调一方面，而忽视另一方面因素容易导致形势的误判。笔者认为，目前对2011年第四季度以来中国新增外汇占款低速增长的多数分析都过于强调国内因素，所列举的理由包括：1、人民币汇率升值过程已经结束，升值预期转弱预期，

欧洲央行终出手。9月6日，欧央行行长德拉吉宣布维持0.75%的基准利率不变，欧央行理事会决定在欧元区二级市场购买主权债。

从7月底德拉吉讲话稳定市场信心开始，部分“聪明钱”已开始回流新兴经济体，韩国和我国台湾的国际资本流入规模已超出2012年第一季度的高点。而影响中国国际资本流向，还要进一步观察欧美央行货币政策取向和欧美金融体系的稳定状况等诸多因素。

甚至将进入长期贬值趋势；2、中国劳动力和资金成本上升，已失去对外国直接投资的吸引力，外资企业大量撤离；3、国内居民大举向境外转移资产等等。以上理由都在一定程度上有其合理性，但都忽视了国际因素的变化。从2011年下半年以来中国外汇储备及新增外汇占款的变动情况看，与上文提及的韩国、我国台湾及印度的国际资本流向基本一致，即2011年第四季度与2012年第二季度增速低或负增长，2012年第一季度出现恢复性增长。这充分表明，目前多数分析低估了国际因素对中国国际资本流动的影响。

两因素影响中国国际资本流向

影响中国国际资本流动的国际因素可以进一步细分为两个，一个是欧美央行的货币政策取向，一个是欧美金融体系的稳定状况。可以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。传统的研究一般仅关注央行的货币政策，但从实践看，同样重要的还包括金融体系的稳定状况。可将金融体系比喻为水渠，决定了水泵泵出的水能否四通八达。次贷危机中的发达经济体信贷冻结和2011年8月后出现的欧元区银行体系“美元荒”是对金融稳定作用的最好说明。尽管2011年多国央行两次联手向市场注入流动性(放水)，但由于金融体系的互信问题，资金大部分堵塞在欧洲央行账上，未流入实体经济。由此，笔者之前已预计到中国的外汇占款有望从8月开始向单月1500亿-2000亿的常态回归，其主要依据包括以下三点。

首先，欧洲央行底线明确即将致力于维护欧元区银行体系稳定。欧洲央行的货币政策取向毫无疑问将保持宽松，欧元区对新兴经济体国际资本流动的影响主要取决于其金融体系的稳定状况。如果说在2011年12月之前还有相当一部分人认为欧洲央行可能袖手旁观，坐视欧元区解散而不顾；那么，在欧央行2011年12月宣布开展两轮长期再融资操作(OTRO)后，这种观点不攻自破，欧央行以行动亮出了其政策底线。不难理解，欧洲央行行长德拉吉在今年7月底“尽一切努力捍卫欧元”的表态同出一辙。讲话提振了市场信心，流动性开始从央行的账面流向实体经济，流向新兴经济体。因德拉吉此前的讲话并未配合实际行动，所以仅仅可称为言论干预。但本次议息会宣布的直接货币交易(OMT)如开始执行，则将进入实质性干预阶段，欧洲金融体系流出流动性的能力有望逐步恢复。对于这一点可以毋庸置疑，因为欧元区金融体系的信贷冻结对欧元区经济的复苏负面影响更大，欧盟和欧洲央行等可能更急于改善目前



翟超/制图

的状况。

其次，美联储将坚持宽松货币政策，且可能加码。伯南克在杰克逊霍尔全球央行会议上的讲话肯定了通过资产负债表扩张方式刺激经济复苏的方式是行之有效的，并表示根据现有数据分析，采取该方式的成本并不高，譬如不会明显推高通胀预期等。据此判断，在超低利率下降的空间受限时，通过购买资产的方式刺激经济复苏仍然是美联储优选的政策选项。笔者认为美联储推出第三轮量化宽松(QE3)，再度加码宽松货币政策的时间点更可能出现在今年12月份或明年1月份的议息会议，主要理由包括：首先，美国经济复苏下行风险远未消除，出于应对未来可能恶化的国内外形势考虑，QE需要留到迫不得已的时候方可采用。其次，重开印钞机的美联储不可避免将面临较大的政治压力以及通胀上行的风险。第三，今年年底，明年年初正值财政悬崖问题之争和国债上限之争如火如荼茶进行之际，市场信心最为脆弱，可能需要货币政策来提振。第四，技术上看，等本轮扭转操作于今年年底到期后，美联储已经几乎将3年或以下的短期国债全部卖出。进入2013年后，美联储继续实施扭转操作的空间受限。在经济复苏继续疲弱，抗风险能力低的情

况下，美联储需要采取新的措施支持经济增长。因此，对美联储宽松货币政策的憧憬有望持续到2013年。

“聪明钱”已开始回流新兴经济体

国际资本回流的迹象已逐步显现。从7月底德拉吉讲话稳定市场信心开始，部分“聪明钱”已开始回流新兴经济体，韩国和我国台湾的国际资本流入规模已超出2012年第一季度的高点。尽管国内8月新增外汇占款的数据要等到9月中旬才能公布，但招商外汇供求强弱指标已表明8月新增外汇占款可能出现回升。在过去的两周中国人民银行一直通过公开市场净回笼货币，同时国内银行间流动性状况充裕，这从另一个角度为国际资本回流提供了证据。国际资本回流新兴经济体有助于其汇率和资产价格的回升，以我国台湾市场为例，2012年第一季度，国际资本回流推动我国台湾市场出现15%的涨幅。但在国际资本明显外流的第二季度，市场在低位调整。从7月下旬以来，欧洲央行行长德拉吉表态后，我国台湾股指从低点已出现超过5%的涨幅。预计未来在欧央行直接货币交易(OMT)的推动下，国际资本回流和股指将延续回升的趋势。

(作者系招商证券宏观经济研究员)

新兴经济体：宽货币应对困境

潘向东

外国环境面临困难、国际资本流动变化无常、同时国内需求更加疲弱都将抑制新兴经济体增长。上周，评级机构穆迪分别下调了G20中的新兴经济体明年两年的增长预期。出于对中国经济增长放缓的担忧，中国央行近期表示将把稳增长放在更加重要的位置。

为刺激低迷的经济复苏，巴西央行上周宣布再次降息至纪录低点7.5%，是自去年8月以来连续第9次下调利率，同时巴西政府还加大财政刺激力度。面对资本流动波动性加剧，以及美元走强及印尼卢比下降，印尼央行表示将继续干预外汇市场。此外，近期泰国、菲律宾央行也表示将视全球经济特别是发达经济体动向和欧债危机情况来适时调整其货币政策。由于全球经济可能在较长时期都将处于相对疲弱和反复震荡的环境中，这对经济放缓、同时通胀步入下行通道的新兴经济体而言，稳增长依然是目前第一要务。

今年上半年巴西国内生产总值

(GDP)同比增长0.6%，增速继续回落。受全球大宗商品价格的大幅下滑影响，巴西今年以来的外贸顺差持续下滑。巴西通胀数据则显示通胀风险有所回升，近期消费者物价上涨加快与美国和巴西本国的极端天气推高农产品价格有关。为了稳增长，巴西采取了大幅降息、减税和放松信贷等举措，对刺激经济复苏起到了一定的作用，但尚未使该国经济得到根本性好转。该国央行暗示10月存在进一步降息的可能性，但出于对通胀的考虑，预计未来进一步降息的幅度可能会收窄。

韩国8月消费者信心指数由7月的100降至99，为7个月低点，表明韩国消费者对未来经济形势的态度趋于悲观。此外，韩国房地产、股市表现低迷，资产价格的下滑也将对消费者心理造成打击，从而导致消费缩水。韩国公共企业和家庭的债务水平也有所上升，也将拖累居民消费。韩国7月经常账盈余43.8亿美元，经常项目顺差扩大，并创1998年2月以来新高；这主要归因于该国国内经济萧条，内需不足导致进口锐减。

(作者系银华证券首席经济学家)

外汇存款利率下调或带来蝴蝶效应

近期央行的行为确实与两次激进的降息时判若两人，大约是其背后“看不见的手”一时暂停掣肘。央行虽迟迟未如市场预期降准，但还是加大了逆回购的力度。央行的频繁逆回购相应降低了下调存准率的必要性。

谢亚轩

国际资金流入国内

8月基于中间价的招商外汇供求强弱指标在连续多月下滑后出现转折点，预示国际资金流入国内，我们预计8月的外汇占款在300亿至1300亿之间。

观察发现，香港利差持续收窄，港元汇率稳定地处于强势区间，预示资金持续流入香港；国际资本流动新兴市场有明显的一致性，8月流入我国台湾资本市场的资金创年内新高，韩国也处于年内高位，印度连续两月出现资金流入，伴随着资金的流入，这些新兴国家和地区的股市也出现了回升。因此，从不同的视角来看待8月外汇占款的情况，与招商外汇指标显示资金流入国内一致。

外汇占款正增长可望持续

综合考虑当前的国内货币政策导向和欧元区银行体系状况，本轮外部冲击的负面影响有限，持续时间和对资本市场的冲击力度都会小于2011年下半年的全球“美元荒”时期。从美国以及欧元区的风险因素来看，风险偏好降低，有利于国内风险资产价格回升。美国的风险溢价指标均处于最近5年的历史最低水平，从6月初以来连续三个月持续向下，一方面与美国经济稳步复苏相关，另一方面，也与美联储再度出手刺激经济加速回升和降低失业率做准备，推出变相QE(量化宽松)的可能性增加相关。欧洲的风险溢价指标，欧元利率与隔夜指数掉期利率之间的利差今年不断收窄，规模近万亿的两次再融资操作成功地给欧元区银行间市场注入流动性，同时银行信贷冻结的状况也有所好转，德国与欧洲央行虽然对购债具体方案还处于博弈之中，但是德国在欧洲央行有条件购债、捍卫欧元方面的立场是一致的。而购债有利于帮助高负债的政府降低借贷成本，有利于维持欧元区稳定。

风险偏好的回落、宽松货币政策的预期走强有利于美元走弱和银行信贷的回暖，这将带来新兴经济体的国际资本流入规模上升，而中国也将从中受益，外汇占款的正增长可望持续。外部冲击的弱化有利于出口需求的好转，但是大宗商品的价格有可能持续走高，特别是7、8月已经出现了原油价格的大幅回升，对于经济的影响是负面的。

外币存款利率下调 提升新增外汇占款

7月13日建行开始下调外币存款利率，随后的7月27日和8月23日，中行、农行和工行也分别下调了美元、欧元的外币存款利率，各个期限的利率均有调整，降幅在25%以上，缩小了境内外外币存款的利差。随后，外资行汇丰和渣打也调整了外币存款利率。同时，外币的理财存款的收益率也相应的下调。

外汇存款利率的下调，导致外币的吸引力降低，虽然外币存款的占比仍在增加，但是增速已经显著减缓。由于外币存款基数较小的原因，外币存款在本外币存款总额中的占比从2011年9月的2.1%逐渐上升至目前的2.9%。7月外币存款的新增量为73亿美元，相比6月275亿美元与

上半年月均217亿美元的规模，分别下降了73%和66%，单月新增量出现明显的下降。

外币存款利率下降，相应降低居民和企业的持汇意愿，推升新增外汇占款。近期的即期汇率的变动也可能受此影响，8月即期汇率价格出现了持续升值，虽然相比年初依然贬值0.7%，但是与7月25日相比年初贬值1.5%，情况已发生好转。同时，即期汇率与中间价的变动也显著缩小，恢复至汇改前水平。相比7月20日，即期汇率与中间价几近“跌停”，此后的状况不断好转。

9月末降准仍存可能

中国央行近期频繁使用逆回购政策，是货币政策中间目标多样化的体现。1955年以来日本货币政策工具的选择和演变过程，对理解中国目前央行操作及货币政策中间目标十分有借鉴意义。随着金融自由化的推进，传统工具的作用已经开始弱化，央行在具体货币政策操作和管理流动性方面更依赖公开市场操作。央行对于公开市场操作不同方式的重要性发生变化。公开市场操作的重要作用不仅包含流动性管理，同时还包括利率引导。为适应利率市场化改革需要，央行此前逐步加强公开市场操作对商业银行日常流动性的调控，还通过影响金融市场利率来调节。此前主要是通过央票来达到这一目的，但从今年以来，央票未再发行，央行对于利率的引导和调控只能通过正回购和逆回购利率来实现。采用逆回购和正回购分别调节资金的投放量和回笼量。2月至5月以正回购操作回笼货币为主，6月至8月以逆回购净投放货币为主。由于期限较短，以7天和14天为主，单月发行和到期的回购规模巨大。以8月为例，逆回购8200亿，逆回购到期5780亿，实际净投放3440亿。

央行的逆回购降低频繁下调存准率的必要性。近期央行的行为确实与两次激进的降息时判若两人，大约是其背后“看不见的手”一时暂停掣肘。央行虽迟迟未如市场预期降准，但还是加大了逆回购的力度。尽管7天回购利率不降反升，但更长期限的利率水平回落。我们认为必须降低企业融资成本才能推动经济回升，之所以同时对降息保持保守态度是因为，在房地产敏感和高货币存量及高通胀预期条件下，减息有如“核武器”，对经济增长的影响有限，但对房价及通胀的推动作用强。已有人在讨论“二级市场量化宽松”，即央行通过在二级市场购买国债来影响市场利率水平。从日本的情况看，在金融自由化的条件下，确实有一个货币政策中间目标逐步多样化的过程，由单一调控货币供应量M2，逐步增加汇率及利率目标。从这个角度看，我们似乎可以对央行当前的逆回购操作有更深一层的认识。从各国央行的发展经验来看，通过公开市场操作进行短期流动性干预是可行的，但是如果长期使用就会存在成本和风险问题，下调存款准备金率可以有效地缓解长期资金面的紧张局面。有鉴于此，我们认为，如果8月及9月新增外汇占款的规模低于1000亿，且欧美央行未推出大规模量化宽松货币政策，则央行在9月末仍有必要降准。

(作者系招商证券宏观经济研究员)

联系我们

本版文章如无特别声明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83517114。