

# 美联储退出:何时何处最危险?

谢亚轩

近期,印度和印度尼西亚等国家市值跌跌不休,股票市场连续大幅下挫,金融市场的异常表现再次引发投资者对美联储9月退出量化宽松货币政策(QE)及其负面冲击的担忧。历史不会简单重复,但总会惊人地相似。”美联储退出宽松货币政策堪比“中等收入陷阱”,新兴经济体总是难以逃脱掉这个陷阱的宿命,最终重演爆发经济和金融危机的宿命。历史和事实的确如此吗?

## 美联储早晚会退出

美联储退出“陷阱”确实存在。美国收紧货币政策之后新兴经济体危机频发。分析1980年以来新兴经济体爆发的数次主要金融危机,从时间点看,每次危机无一例外地爆发于美联储货币政策收紧时期。比如,上世纪80年代初联储主席沃尔克为对抗滞胀使用稳定货币供应量的药方时,联邦基金利率曾接近20%,到1982年爆发了拉美国家的债务危机。80年代末,美国的联邦基金利率再次回到阶段高点近10%,亚洲的韩国和台湾房地产市场和股票市场泡沫破灭。在1990年至1993年放松货币政策后,美联储开始收紧货币政策,此举与政治事件一起触发了1994年墨西哥比索危机。在这轮美联储加息至高点后,日元和美元汇率以及国际资本流动发生剧烈波动,推动了1997年亚洲金融危机——1998年俄罗斯危机——1999年巴西金融危机的多米诺骨牌。进入21世纪,美联储在2000至2001年货币政策收紧的后期,实行货币局制度的阿根廷被动接受从紧的货币政策,内外交困,短期利率飙升并最终爆发货币危机。

## 加息周期成引发新兴经济体危机时间点

由于美元的全球中心货币地位,美国是货币政策的“大国”,其货币政策的松紧均有“外溢”效果,通过国际资本流动和汇率的潮起潮落显著影响新兴经济体。潮起时,国际资本涌入带来和掩盖众多问题,财富盛宴,皆大欢喜,潮水“意外”退去后,水落石出,裸泳各方丑态百出,危机爆发。已故著名国际金融学学者金德尔伯格在《疯狂、惊恐与崩溃》一书中对此过程有清楚描述:一个正的外部冲击(如联储宽松)→(资本流入)狂热→(资本流出)恐慌→(本国经济)崩溃。一旦进入恐慌阶段,本币贬值便不可避免,这既会导致实际外债负担的增加,更会导致从贬值到进一步贬值的恶性循环。在这一过程中,本国经济固有的问题将会集中爆发,从而加剧经济的全面衰退。美元地位决定美联储货币政策主导了国际资金流动的方向。美国加息周期一般意味着资金从发达国家流向发展中国家,如两次石油危机期间资金流向拉美地区,2000年以后则流向以金砖国家为代表的新兴市场经济体。对于新兴市场国家而言,国际资金的流动推动其国内流动性的膨胀,信贷和杠杆率过度扩张。而当美国开始进入加息周期后,随着资金逐步从发展中国家回流美国,多数发展中国家往往会因此爆发金融危机。仔细梳理1980年代的拉美危机,1990年代的墨西哥危机,1997年的亚洲金融风暴以及2000年的阿根廷危机等等均可以发现以上规律。

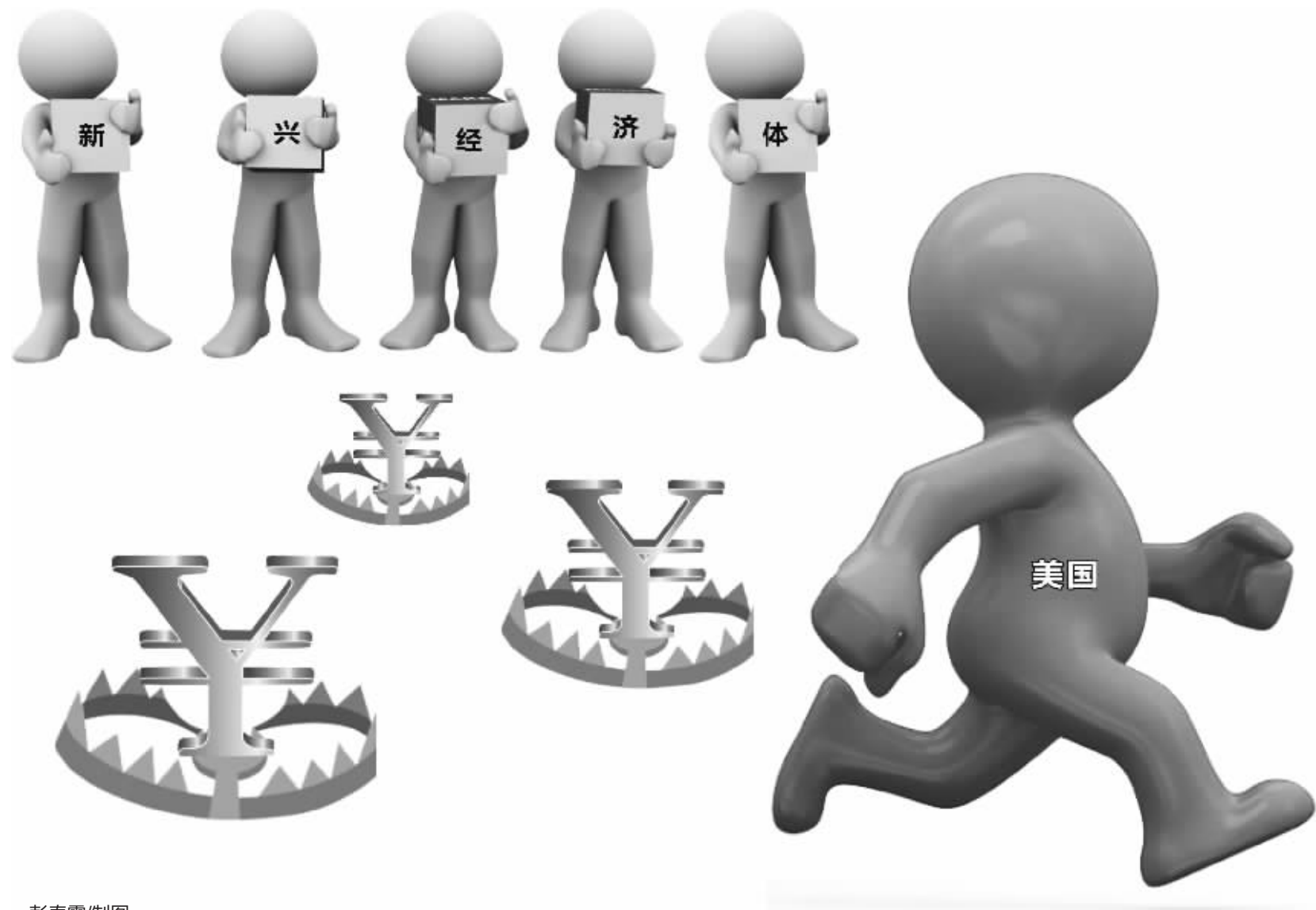
## 新兴经济体宜充分利用时间窗

尽管新兴经济体存在这样或那样的问题,但是历史显示,美联储退出或加息初期爆发危机的可能性并不高,往往是临近加息周期结束,新兴经济体金融危机爆发。之所以存在时滞,一是因为新兴经济体前期的经济成就可

## 美联储政策收紧与新兴经济体金融危机之间的时滞

新兴经济体危机	美联储货币政策	时滞
拉美债务危机(1982年)	1977年开始加息 1981年达到加息周期顶点 1982年利率已经下行	从加息时点:5年 从加息顶点:1年
台湾资产泡沫破灭(1989年)	1987年开始加息 1989年达到加息周期顶点	从加息时点:2年
阿根廷危机(2001年)	1999年再次加息 2000年达到加息周期顶点 2001年月开始加息	从加息时点:2年 从加息顶点:1年

美联储退出QE无疑是未来3年中国经济和金融稳定的一个非常现实的威胁,市场利率愈向上攀升,威胁越大。有三个“缓冲器”可缓解其对中国的冲击。第一,中国的资本项目还未实现完全可兑换,国际资本尚不能快速进出。第二,两个“池子”,即超过3万亿的外汇储备和20%法定存款准备金率锁定了基础货币。央行可通过干预外汇市场稳定人民币汇率,降低存准率稳定国内流动性环境。第三,中国严控外债规模,短期外债水平不高,由此可减缓负面冲击,为制度改革和政策调整争取宝贵时间。



彭春霞/制图

以抵御一段时间美联储政策收紧的负面影响,二是因为从美联储政策收紧到国际资本流动逆向也存在一段时间的政策时滞。简而言之,美联储开始收紧货币政策并不会立刻导致外围国家金融危机的爆发。并且,越临近美联储加息周期的结束,国际资金流入外围国家的规模越大,速度越快。直到某个意外事件的爆发,引发国际资金以更快的速度撤出外围国家。因此,当美联储政策收紧后,新兴经济体还是拥有一段时间来调整政策,应对美联储政策收紧的负面影响。如果在这段时间内政策应对得当,至少可以减轻危机的负面冲击甚至推迟危机爆发的时间。

## 什么样的经济体最易坠崖?

“苍蝇不叮无缝的蛋”。概括而言,受美联储收紧货币政策冲击而倒下的新兴经济体具有以下三个特征:

第一,僵化的汇率制度和盲目开放的资本项目。根据“不可能三角”,选择固定或盯住汇率制度本意是为了遏制通胀,吸引资金流入,付出的代价是国内政策周期被迫与美国保持一致,丧失货币政策的独立性。如果新兴经济体的经济周期与美国的步调不一致时,这些国家往往会爆发危机。美国从紧的货币政策通过汇率和资本流动渠道外溢到一个需要保持宽松货币环境的新兴经济体,这是将美联储宽松政策退出与新兴经济体金融危机联系起来的核心理论渠道。

第二个特征是,杠杆率高。外债比率高的国家脆弱性更强,但内债比率高同样不容忽视。新兴经济体国内普遍缺乏资金,为了实现经济追赶,只能

从外部筹措资金以弥补资金缺乏,从而积累了较多的外债。最典型的是低储蓄率和消费至上主义的拉美国家,如墨西哥、阿根廷,在外部冲击面前非常脆弱。美联储收紧货币政策直接抬升新兴经济

体偿债成本,导致债务不可持续。另外,美联储收紧货币后美元走强,带来大宗商品价格下跌,引起新兴经济体出口收入的恶化。对于依靠外部资金周转债务的新兴经济国家而言,经常项目顺差规

模缩小甚至消失后,只能依靠资本项目的净流入进行资金周转,进一步加重偿债幅度,提升脆弱性。内债不是债吗?尽管内债相当程度可以通过通货膨胀化解,但也存在三个明显的约束条件:一

# 量化宽松放缓对新兴市场的警示



徐高

近日,印尼、印度等新兴市场面临的金融压力明显上升。印尼和印度股市连续暴跌,印尼盾和印度卢比一周下跌5.7%和4.0%,10年期国债收益率分别跳升至8.5%和9.3%,创近年来新高。

## 新兴市场尚未进入危机

纵观历史,受资本外流冲击而陷入危机的国家具有的共同特征是:1. 资本账户开放度高;2. 汇率制度相对僵化;3. 国内低储蓄率,外债占比高,存在严重的货币错配或债务期限错配;4. 经常账户赤字大,大宗商品价格下跌或外国需求放缓导致收入恶化,外部资金周转下降,只能依靠资本项目净流入;5. 低外汇储备和国内政策机制紊乱。

与历史数次危机对比,我们认为,目前局势还没有恶化到出现新兴市场全面危机的地步,原因有多方面。

第一,新兴市场基本面较90年代有所改善,表现为汇率灵活性增强、外债率低、外汇储备较充足。

同1991年印度、1997年亚洲金融

危机相比,本次印度和印尼金融市场动荡突出的表现是经常账户的恶化,这同样出现在澳大利亚等资源国。但这两国目前的外债占GDP比例明显低于历史上的危机时期,短期外债规模也没有1991年和1997年危机时高。80年代拉美债务危机是由于低储蓄率导致其只能从外部筹措资金用于国内经济发展,随后的加息周期导致偿债成本上升和债务不可持续,而目前低储蓄率的问题在东南亚国家已经明显改善。

因此,目前担忧新兴市场全面崩溃还为时尚早。尽管许多新兴市场国家正经历信贷泡沫,但是资本组成较亚洲金融危机时更加健康。新兴市场国家超过一半的资金流入为权益资本,其中许多属于直接投资。此外,近期汇率的贬值也在一定程度上释放了外部冲击的压力。尽管新兴国家外汇储备有下降的迹象,但是目前仍然充足,政策应对资本外流的能力相比90年代有所提升。

第二,美联储尚未进入实质性收缩阶段,仍是货币净投放。

目前美联储QE退出更多的是市场预期,尚未进入实质性收缩阶段,美联储仍是货币净投放,并承诺至少在2015年以前维持低利率。尽管市场预期9月份启动缩减QE的可能性很大,但预计美联储会通过前瞻指引等方式缓和和对市场的冲击。目前市场已经在很大程度上计入了美联储9月份缩减QE的计划,甚至有些悲观,不排除可能出现的利空出尽。

美国经济自身也面临结构性的挑战和增长可持续性的质疑,就业市场的结构性问题导致居民收入和消费水平长期

来看难以大幅改善;房地产市场的复苏目前来看更多是供给面的因素,即库存偏低以及美联储史无前例的压低抵押贷款利率。欧洲和日本虽然近期出现了经济复苏的迹象,但长期增长前景仍面临不确定性,并存在货币再度宽松的可能性。因此,全球整体的货币环境在近期仍将是相对宽松的。

历史上,新兴市场危机一般出现在美联储连续加息周期的后期;即使在加息周期初期,仍有资金流入,原因在于市场的风险偏好导致对新兴市场高收益率的追逐。因此,我们不排除在市场大幅抛售之后可能出现的长期战略配置需求。目前正在实施结构性改革的墨西哥和中国等国仍可能成为长期配置标的。

短期来看,伴随着美联储退出策略开启,新兴市场资产价格的波动仍会持续,不过,目前局势还没有恶化到出现一场新兴市场全面危机的地步。中长期来看,QE的放缓和退出仅是全球货币政策正常化的开端。当美联储真正结束超低利率,启动加息周期时,全球流动性紧缩的影响才会真正显现。

## 机遇与风险共存

短期内新兴市场的波动是否会进一步恶化,取决于其国内政策的应对,结构性改革更为重要,可能出现以下正面因素。

1. 美联储QE退出策略不确定性的消除,风险偏好可能有所扭转,9月18日美联储货币会议是关注的重点。
2. 美欧经济复苏在某种程度上提振亚洲新兴市场的出口,经常账户赤字改善。

是,使用通货膨胀化解债务也要有限度,因为通胀失控同样危及社会稳定;二是,在开放的条件下,通胀或者说内部的币值不稳定一定会侵蚀币值的对外稳定——汇率;三是,国内债务、货币和信贷的扩张往往带来资产价格泡沫,泡沫的膨胀和破灭往往与外部冲击形成共振,加剧新兴经济体危机的破坏程度。

第三个特征是,债务期限结构不合理,短期债务比重过高。墨西哥、阿根廷危机前外债/GDP比例仅接近60%,按照通行的标准并不高。之所以会爆发危机,与新兴经济体债务期限结构有关,主要是中短期债务比例偏高。短债为主的期限结构使得新兴经济体短期内偿付压力过高,提高了债务违约的可能性。而很重要一点是,这同样是美联储政策利率上升的一个结果:伴随利率的不断上升,借长债越来越贵,新兴经济体只能引火烧身,不断借入短债。

中国能否成功避免陷入美联储退出“陷阱”?客观来说,中国经济目前有两个特征与陷入危机的新兴经济体接近:一是,人民币汇率形成机制仍缺乏弹性;二是,国内债务比例高,尤其集中在地方政府和国企等国有部门,而且与房地产价格的膨胀密切相关。因此,美联储退出“陷阱”无疑将是未来3年中国经济和金融稳定的一个非常现实的威胁,越是市场利率上升至高位,威胁越大,必须正视。与其他新兴经济体不同,中国具有三个重要的政策“缓冲器”来缓解美联储货币政策收紧造成的负面影响:一个是中国的资本项目还未实现完全可兑换,国际资本仍不能快速流出流入带来冲击。第二个是,人民银行强调的两个“池子”,即超过3万亿的外汇储备和20%法定存款准备金率锁定的基础货币。这两个池子的存在,使得央行可以在美元汇率上升和国际资本外流的情况下,通过干预外汇市场以稳定人民币汇率及预期,同时降低存准率以稳定国内流动性环境。第三个是,中国非常重视吸取拉美和东南亚金融危机教训,对外债特别是短期外债采取了比较严格的规模控制,因此中国的短期外债水平还不算高。当然,政策的缓冲作用只是减缓美联储收紧货币政策负面影响的冲击力,为国内的制度改革、经济和政策调整争取了宝贵时间,但不能有效解决当前资产价格泡沫和杠杆比率过高这两个根本威胁。堡垒最容易从内部攻破,只有“扶正祛邪”真正提升自身的抵抗力,才能杜绝“外感风寒”,避免陷入美联储退出“陷阱”。

(作者系招商证券宏观研究主管)

3. 新兴市场结构性改革,吸引外资流入。印度目前只采取防止资本外流的措施,需要将焦点转移到改善生产率、基础设施、吸引资金流入等措施上来。正如印度1991年后的改革计划在头5个月内明显地扭转了资本外逃,成功吸引了长期资本流入。目前来看印度国内的改革可能要等到2014年5月大选之后。

当然,美联储的几轮QE是史无前例的,任何与之相关的市场波动都应谨慎对待。若新兴市场国家应对不当,内部结构性改革受阻,外债持续大规模流出,那么此次震荡也只是系列波动的开始。可能出现的风险有:

1. 全球经济复苏强劲导致债券收益率大幅上升,美元资产将获得更高收益率差。
2. 新兴市场的债务期限错配加剧。长端利率的上升增加长期债成本,导致新兴市场不断借入短债。短期债务比例过高导致短期偿债压力巨大,违约概率上升。

我们认为,由于中国拥有稳定的经常账户顺差、超过3万亿的外汇储备以及资本项目的相对管制,本次新兴市场波动对中国经济的短期影响不大。同时,中国货币当局也拥有足够的内部流动性对冲工具来缓冲小规模资本流出。考虑到东南亚国家与我国双边贸易占比较小,本次冲击对中国资产的影响更多将体现在风险偏好的改变和人民币的贬值预期加强,短期内中国面临的资金流出压力有所加大,可能使得货币政策面临更多掣肘。

(作者系光大证券首席宏观研究员)