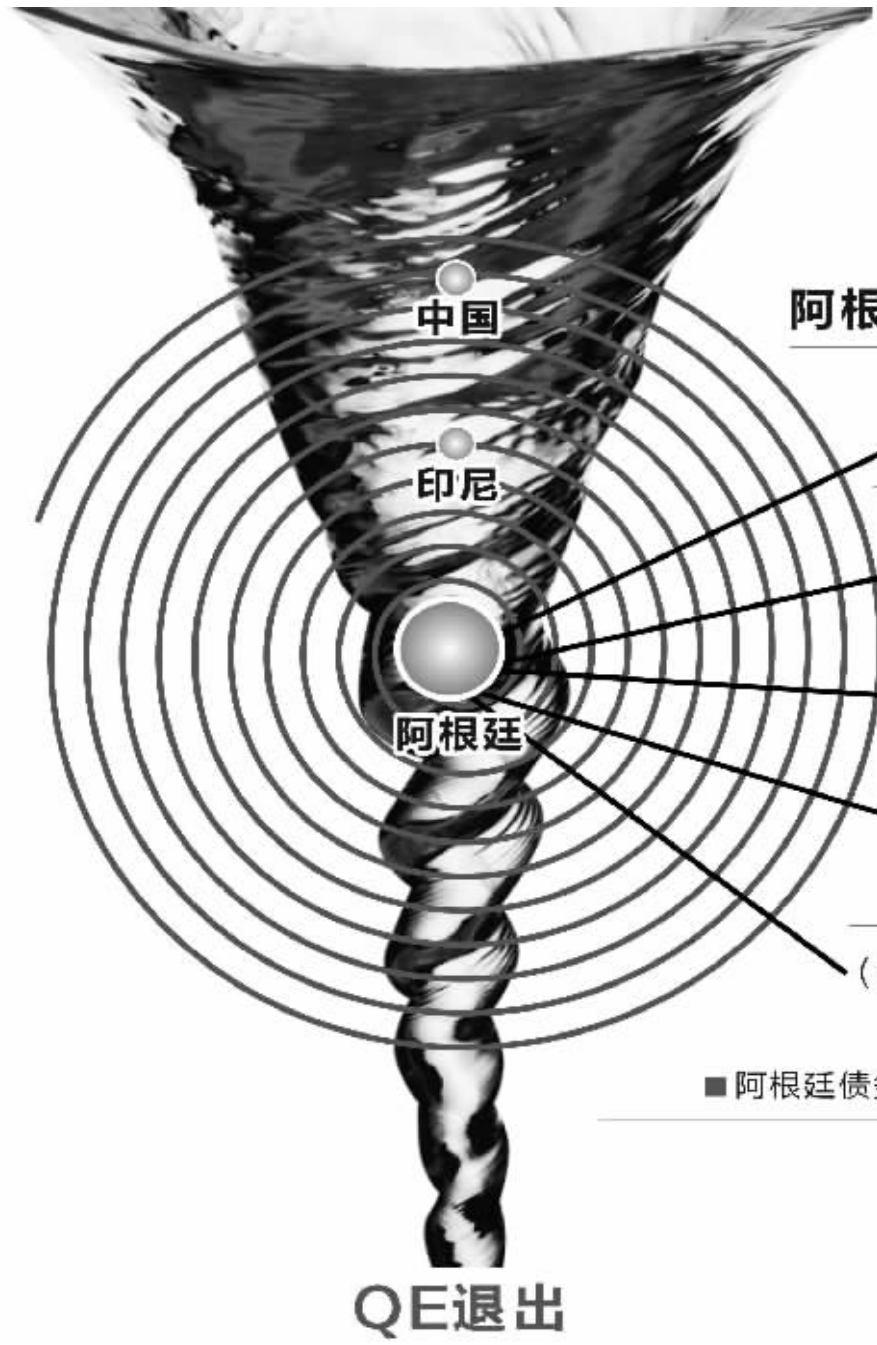


阿根廷比索崩盘始末与启示

阿根廷拉响警报 新兴市场面临压力



阿根廷金融动荡数据:

(1) 2014年1月23日, 美元兑比索一天贬值11%
2010年至今比索贬值幅度共约60%

(2) 2013年6月至今, 阿根廷股指从3000点
冲至6000点, 半年间上涨一倍

(3) 外汇储备2012年1月至今两年间从5000亿
美元减至2500亿美元

(4) 当前经常项目与GDP的比值为负值
2012年上一轮比索贬值时尚有4%至6%

(5) 当前阿根廷外债与GDP比值30%
2001年时该比值为60%

■ 阿根廷债务正由外债为主转向内债为主

彭春霞/制图

沙骥 张韵

听说阿根廷比索长期贬值,且近期加速贬值后,人们的第一反应是:“那阿根廷股市完蛋了!”可事实并非如此。虽然比索持续贬值,但阿根廷股市在持续创新高,半年涨了一倍。这背后的逻辑是什么呢?

其实很简单。阿根廷比索在持续贬值,通胀在10%以上,当本币对外、对内同时贬值时,拿着现金类资产或者本国的货币将是最傻的行为,最理性的选择是尽快把货币换成资产,对投资者来说,最具价值的资产之一莫过于股票——其实是股票背后对应的实物资产。同样的例子可参见委内瑞拉2013年股市上涨500%,通胀同比超过20%。

2002年1月6日,阿根廷比索大幅贬值40%,从而引发南美洲及其他新兴市场货币的一系列贬值。12年后,2014

年1月23日,阿根廷比索再度大幅跳水,单日最高贬值11%,短短2日贬值高达13.8%,随之带来新兴市场货币一系列的贬值及全球股市动荡。历史再次重演,但重演路径与幅度有相似也有不同。

2002年阿根廷政府宣布放弃与美元1:1挂钩的汇率机制,从而引发比索暴跌,国债违约。2014年类似情形再次发生:阿根廷政府长期守卫比索失败后最终放弃捍卫,引发比索暴跌。这两件事表面看都是由于政府改变了汇率机制,导致比索过去半年大跌30%,但是为什么政府在那个时点放弃?

阿根廷经济数据显示,政府支出太大导致负债过高,从而致使通胀高企、贬值压力越来越大。若是平时,阿根廷政府的保卫也许能坚持下去,但是2001年末和2013年末的两大事件,使得阿根廷政府筋疲力尽,并最终放手。

第一件大事发生于2001年的

“9.11”,当时市场一片恐慌,美元成为避险港湾。截至2001年12月,美元指数4个月持续上涨3%。第二件大事发生于2013年年末,美联储宣布开始削减量化宽松(QE)购买量,美元指数1月上涨1.3%。两次均一样:阿根廷政府负债累累,为了保住汇率不停使用外汇储备购买本币,在美元持续上涨、外汇储备回落下,政府再也无力支持。

两次贬值之不同,最显著的就是阿根廷从原来的经常项目大幅顺差转为小幅逆差。2002年阿根廷经常项目占国内生产总值(GDP)在2%-4%之间。阿根廷农牧业发达,也是食品出口大国,在政府积极干预外汇减少贬值的同时,阿根廷的出口竞争力也受到了一定冲击。伴随着大量的资本外逃,阿根廷自2011年7月以来基本保持逆差。

另一点不同在于,2001年底阿根廷背负的外债占GDP的比重约为60%,2013年三季度末阿根廷该比率缩小至不到30%。外债越高对一个国家来说风险越大,因为外债受汇率的波动而波动,当本币贬值时,政府需要花费更多的本币去还外债。

美联储依然在向市场注入流动性,只

是量有所减少,新兴市场已经开始恐慌爆发,从2013年出现的一轮新兴市场货币贬值潮,到现在比索暴跌,意味着曾经炙手可热的新兴市场已经进入了初冬。

随着QE退出加码、资金回流美国、美国国债持续回升,新兴市场将变得更为脆弱,因为面对发达国家资金利率的回升,资本外逃将加剧贬值压力。当美联储开始加息,联邦基准利率回升至2%-3%,新兴市场的严冬极有可能才真正来临。

从比索暴跌的案例可见,一个脆弱的经济体特性有以下几点:高负债率、高外债、高通胀、出口逆差。中国虽然负债率在持续攀高,但经常项目占比一直维持在2%以上。去年年中通胀压力开始显现,央行迅速收紧货币政策,从而使得通胀维持在可控区间中。因此站在现在时点,不必太担忧新兴经济体贬值会给中国带来巨大的连锁反应,央行已经未雨绸缪,同时企业的出口竞争力仍在。

但需要警醒的是,阿根廷、土耳其等汇率崩盘仅是新兴市场汇率危机的序幕,我们需要密切留意和小心那些高负债率、高外债、高通胀的经济体,一旦它们的出口贸易顺差开始收窄达到一定程度,不排除它们将会成为第二个、第三个阿根廷或土耳其。

全球货币政策大收缩启动

“中美大类资产的联动会越来越强烈,但实体经济的表现则有差异。这种差异在未来2至3年的中美经济对比中可能成为常态。”

薛鹤翔

美欧两大经济体复苏势头基本确认后,美联储量化宽松(QE)规模的缩减,标志着全球货币政策方向逐步转向收缩。流动性反转将对整个金融市场产生巨大影响,尤其对杠杆程度较高且经济转型缓慢、增长乏力的新兴经济体来说,是边缘上的一场灾难。2014年宏观经济最大看点在于:美元断风险,新兴定方向。

中美长期利率联动

美国国债利率在去年5月份后迅速上升,目前已接近了3%的近年最高水平。那么,去年下半年中国长期利率

的上升,是全球共性还是中国特性使然呢?美国利率5月开始飙升,但中国利率直到7月才开始快速上升,这说明美国利率上升具有领先性。

2013年下半年欧洲利率同样上升,其时欧洲央行货币政策是紧缩的。印度东南亚国债利率2013年下半年同样上升,东南亚国家十年期国债利率同期大幅上升。日本利率下降,则缘于独立的货币政策。当美国货币政策收紧时,美国国内利率上升,人民币会有贬值倾向,中国国内利率向上调整。但日本却希望用更宽松货币政策来刺激,日元贬值则是宽松加码导致的后果。

由此,笔者提出全球利率传导机制。美联储货币政策收紧如何传导?这

一传导机制分为两个层次,第一是,面对美联储收紧货币政策,各国央行一般会倾向于稳定汇率而收紧货币政策;第二是,面对各国央行收紧货币政策,二次市场投资者会出售债券。

就中国而言,维持汇率稳定是为了维持房价稳定,而保护中国企业和居民的资产负债表。2011年限购加码后,中国自2012年1月以来房价的上涨源自被压抑的需求开始释放。从全球视角看,中美房价均是在2012年1月启动。

因此,中美大类资产的联动会越来越强烈,但实体经济的表现则呈现差异。这种差异在未来2至3年的中美经济对比中可能成为常态。

美联储今年收缩加速

与中国可比的央行——美联储、欧洲央行、日本央行、英格兰银行在次贷危机后都已经是零利率。从央行资产规模/国内生产总值(GDP)这一指标看,出人意料的是,尽管美联储的比率仍是最高,但回落显著。这说明4万亿下去,在资产端和产出端都见明显,因此2009年一季度起人民币该行比率从65%开始回落。欧洲央行、英格兰银行分别在2012年8月和四季度开始回落,美联储也逐渐转向回落。只有日本四季度以后加速上升。各

国货币政策变化可以很好地解释各国长期利率的变化。

人民银行非外汇资产下降更快,而且人民银行资产/GDP比重的下降主要是由非外汇资产引发的,2013年三季度相比2009年一季度下降12.8%,其中外汇资产下降4.5%,非外汇资产下降8.3%。如果没有外汇资产的流入和结汇,人民银行的货币政策可以理解为是非常紧缩的,这种紧缩带有明确的主动性。

美联储货币政策退出不会拖泥带水,而是会有持续性退出动作。从过往30余年历史看,1994年与2014年具备可比性。1994年2月到1995年2月,联邦基金利率从3%上升到6%,一年时间内完成加息周期,之前宽松的周期长达五年。

美国国债利率一定会跟着政策利率收紧而上升。在1994年2月美联储开始退出货币政策时,十年期国债利率在1993年四季度见底,市场利率提前上升。退出QE不需要很强的通胀和太强烈的经济数据,1994年宽松退出时经济并不是强劲复苏,而是围绕潜在增速上下波动。1994年以后,美国物价指数甚至下降。1994年整个加息周期美元一直在贬值,在加息周期之后才启动。而在降息周期底部,美元已经开始升值,加息预期主导美元升值。因此,今年上半年美元将维持强势震荡,下半年将展开凌厉升值。(作者系国泰君安宏观研究员)

陈煦

量化宽松(QE)退出,美元刚开始回流,阿根廷就挺不住了,比索暴跌。2008年以来美国货币宽松的“货币溢出”无差别地从新兴市场回流,这一切是否会引发东南亚金融海啸,并进一步席卷中国呢?以印尼为例,国内生产总值(GDP)8780亿美元,外债2500亿美元,外汇储备900亿美元,这种经济结构若遭遇资金短期大幅撤离,将直接导致印尼崩盘。新兴市场国家经济具有相似性,其他国家跟随发生雪崩的可能性在增加。为了理清思路,让我们先看看新兴市场崩盘的逻辑何在。

崩盘的基本逻辑

首先,要区分经济的正常状态和危机状态。正常状态,市场较理性,对经济的预期一般包含在资产价格之内;危机状态,是对经济悲观预期发生后的情况。人们一般低估极端事件出现的概率,认为经济崩溃的可能性1%,当经济真崩溃的时候,之前的一切预期都不管用。危机就是危机。

其次,要明确一条思路。新兴市场国家的经济发展,有两种说法:第一种,新兴市场国家自身素质很好,因而吸引了外资进入并推动经济发展,经济发展又进一步吸引外资,形成正向反馈;第二种,不管该国素质如何,外资先进入,资金的投资推动了经济发展,而经济发展也吸引外资,从而形成正向反馈。经济学家对该问题争论不休。

从市场交易者的角度看,新兴市场,尤其是小国的经济发展,更可能是发达国家货币宽松的溢出效果。发达国家货币宽松,国内收益率降低,资金在自然向全球寻找更高收益率,而一些资本项目管制不严格的国家获得这些资金。当然,哪些国家获得资金,取决于资本项目是否可兑换、经济发展的基础条件两个因素。如果资金宽松程度很大,经济基础一般或者较差的国家也会得到大量的

外资,从而推高国内资产价格。而当发达国家货币紧缩时,不管是降低杠杆,还是追求安全的目的,这些游荡在外的“货币溢出效应”资金会迅速回流发达国家。发达国家的这种资金回流,对新兴市场国家来说则是一场灾难。

第三,危机传导。当资金短时间内大量从某个开放小国(外汇储备不多、浮动汇率制)流出时,其必然结果是外汇储备的消耗及汇率的短期大幅贬值。如果预期到汇率贬值,国内资金将选择提前逃离,流动性较高的资产会快速变现,流动性较差的资产将随后变现。大量的资产变现,会造成资产价格暴跌。资产价格暴跌的预期,会让投资者争相变现资产。这是一个向下不断加强的正反馈。该过程是自适应的,如果没有强力外力直接介入,该过程将一直持续。

第四,波动放大。债务结构是一种波动工具,不同的债务表现为不同的波动放大效应。以外债为例,经济向好时,本币升值,外债缩水,使得经济负债程度降低,经济表现更好;而经济向坏时,本币贬值,外债相对本币膨胀,经济负债程度增加,经济表现更差。外债从原理上讲,是一种放大经济效应波动的工具,如果债务中外债占比较高,则收好时更好,坏时更坏。

第五,触发机制。资金回流发达国家,取决于之前发达国家是否实行大幅度的货币宽松政策,使得资金流向国外寻求高收益。如果外流的资金数额巨大,则形成“货币溢出”效应。如果发达国家忽然紧缩,国内

收益率升高、本币升值,将促使之前外流的资金回流。大家预期的QE暂停或退出,就是这样的一种“扳机”——触发机制。

印尼将直面崩盘

印尼是东南亚比较典型的国家,外汇储备相对于经济规模和外债规模来说较小。其外汇储备2013年7月忽然大幅下滑,不断创出2008年以来新低,较2012年底的1127.8亿美元缩水严重。外汇储备剧降的重要原因是经常项目的巨额赤字,赤字2013年呈加速状况。同期,印尼盾大幅贬值。2011年开始,印尼盾开始贬值,2013年加速,2013年初1美元兑9660左右印尼盾,年底1美元兑12260左右印尼盾。

不需外债全部出逃,只需其中三分之一就能把印尼的外汇耗干。这还未考虑印尼国内其他资金撤离的情况。如果其他资金预期到趋势,也在此过程中撤离,那印尼很可能会崩盘。这还未考虑国际宏观对冲基金对该国的攻击。以现在印尼的外债、外汇储备情况,只需要一个事件引子和几百亿美金,就存在将印尼击垮的可能性。

其他新兴市场国家的情况,大同小异,均为经济规模较小、对外依存度高、外债较多、外汇储备不足的情况。任何一个国家崩盘,其直接后果是国内经济迅速下滑、各种资产价格短期暴跌、货币大幅贬值。而单个国家的崩盘,必然引发一系列的传导效应。新兴市场国家的经济结构很类似,一个国家的崩盘,会造成对其他国家的质疑,质疑的后果,就是同一过程的再现。最终结果的差异,仅仅体现在国家之间外汇储备的多寡与采取措施的及时与否。

目前观察,这个过程会在近期开始加速,除非外力强行干涉。但至今为止,仍未见任何国际组织如IMF、世界银行、超级大国表态愿意干涉。可以预见的是,印尼以及近期的阿根廷等国家正处于这样的一个崩盘过程之中。

中国央行未雨绸缪

如果新兴市场的小国崩盘,对中国的影响是,资金短期内大量流出,人民币贬值压力增大,国内资金面紧张等几种情况。

2013年5月至7月曾预演过这样一个过程。当时,市场流传美国QE提前退出的传闻。中国的外汇占款数据可以模拟部分资金流动,外汇占款从5月的27.4299万亿,至6月27.3887万亿,再至7月27.3642万亿元,逐月减少,这与2013年全年外汇占款增加的趋势反向而行。同期,国内股市与债市都遭遇罕见的暴跌。股市从5月29日的2324点一个月内跌至6月25日的1849点,跌幅20.4%。债市也同期遭遇熊市。Shibor的1周拆借利率,在6月底高达11.0%,隔夜利率更是高达13.4%。如果说2013年中的情况只是一次演习,当QE彻底退出时,中国将面临更复杂和剧烈的市场情况。

对于中国而言,面临两个问题。第一个问题,救不救那些面临崩盘的国家;第二个问题,中国的国内政策应如何应对。市场波动,归结到本质,就是两个因素,外部需求减弱与资金外流。对第一个问题,针对可能出现的新兴市场国家的危机,中国应承担起世界第二大经济体的责任,对一些经济基础脆弱且可能引发市场连锁反应的国家,要果断联合世界其他国家给予援助,防止某个国家的崩盘引发世界或区域范围的经济危机;对第二个问题,针对资金外流,人民银行应承担起央行的责任,向市场释放足够的流动性,以缓解短期的流动性危机。

(作者系北大光华管理学院博士)