

内外因素共同冲击印度卢比、贬值趋势料将难以逆转

今年5月以来，新兴市场国家金融市场剧烈动荡，不少国家出现了本国货币的大幅贬值，国际收支形势急剧恶化。金砖国家中的印度和巴西，以及印尼和马来西亚等东南亚国家，遭受的冲击较为严重（如图1）。其中，尤以印度为甚。

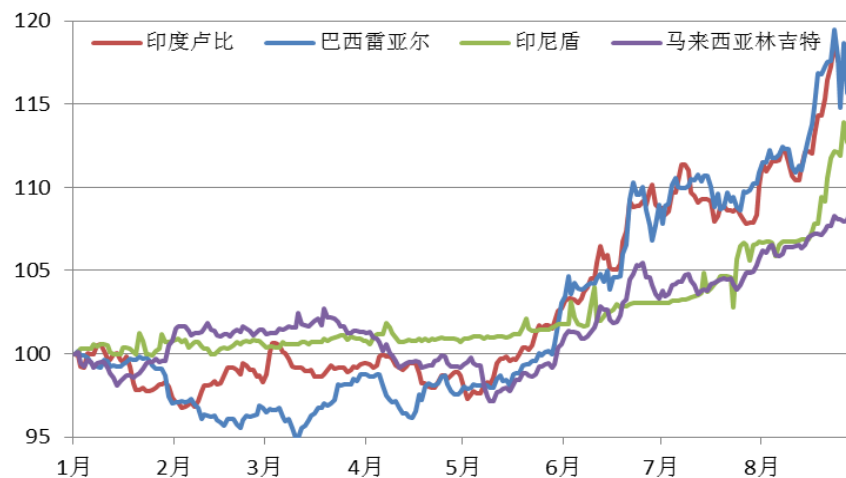


图 1 部分新兴市场国家兑美元汇率的近期走势（2013 年 1 月 1 日=100）

注：数值上升代表该货币相对美元贬值。

数据来源：www.oanda.com 及作者的整理。

从今年 5 月开始到 8 月 28 日的近四个月时间里，印度卢比兑美元名义汇率的贬值幅度已经超过 20%。特别是在刚刚过去的一个月里，印度卢比的贬值幅度高达 12%，8 月 28 日印度卢比对美元的汇率更是跌至 68 以下的纪录低位。与此同时，印度国内的股票、债券等资产也遭到了大量抛售，还出现了资本的大量外流，外汇储备在过去不到 5 个月的时间里已经下降了约 100 亿美元。

与之类似，巴西、印尼、马来西亚、菲律宾、泰国等新兴市场国家经济体也遭到了不同程度的冲击。一时间，市场对金融危机在新兴市场国家卷土重来的担忧急剧升温。那么，是什么导致了以印度为代表的部分新兴市场国家货币受到如此大的冲击？其未来前景又将如何？

内外因素共同导致冲击

可以说，印度货币贬值和国际收支的急剧恶化是其国内外双重因素共同作用的结果：外部因素方面，美联储即将退出量化宽松货币政策的市场预期是引发冲击的导火索；内部因素方面，其经济的长期结构性问题则对汇率贬值和国际资本流动方向的逆转起到了推波助澜的作用。

首先，引发部分新兴市场国家集体遭受冲击的根本因素是市场对美联储退出量化宽松政策的预期和由此而来的大规模国际资本流动。即使是在布雷顿森林体系崩塌数十年之后的今天，美元不仅仍然在国际支付和清算体系中占据着绝对的主导作用，而且也是国际市场上金融资本和重要大宗商品的计价货币。当今世界，特别是新兴市场国家从某种意义上至今仍然处于美元本位制之下。因此，美国的货币政策对新兴市场国家的汇率变动和国际资本流动具有极大的影响力和话语权。可以说，美联储的政策及美元汇率，就是新兴市场国家货币走势的一面镜子。

如图 2 所示，在美联储采取极度宽松的货币政策下，美国的超低利率和量化宽松政策伴随着弱势美元创造出息差交易的绝佳土壤，引致大量资本流向新兴市场国家，推升新兴市场国家经济体的资产泡沫。早在格林斯潘时代，作为对 2001 年 IT 泡沫破灭的回应，美联储就采取的超低利率政策，随之而来的弱势美元伴随着大量资本流动。在 2008 年国际金融危机之后，美联储主席伯南克在保持低利率政策的同时，还进一步实施了量化宽松的货币政策，为国际金融市场提供了大量的流动性。因此，引发了

新一轮向新兴市场国家的国际资本流动，并推升新兴市场国家经济体的资产泡沫。在此过程中形成的内生性货币升值，又吸引了更多资金流入新兴市场国家。但是，这一状况正在发生巨大的改变。

如图 3 所示，今年 5 月开始，关于美联储可能退出量宽政策的预期升温，造成美国国债利率上升，与此同时也引发了国际资本纷纷撤离新兴市场。部分新兴市场国家货币因此经历了大幅贬值。而当前市场似乎已形成了美联储即将退出量宽政策的预期。随着美国经济的逐渐复苏，美联储退出量化宽松政策也进入倒计时，不仅美元计价的债券利率已经重新进入上升通道，而且量化宽松带来的流动性过剩的潮水也即将褪去。这些因素都正在并将继续促成国际资本大量回流美国，带动美元大幅升值；而与此相对应的则是新兴市场国家货币的大幅贬值与资本流出，这就像一枚硬币的两面。

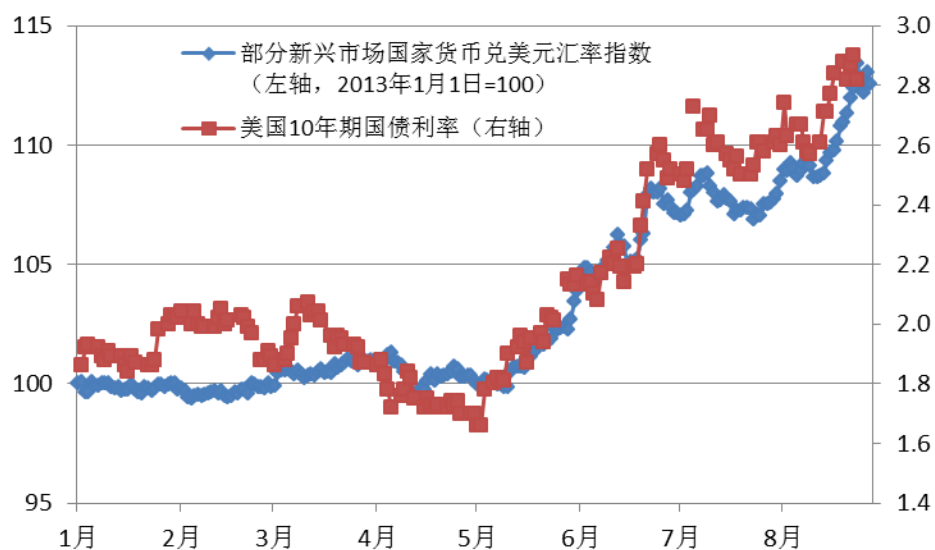


图 3：美国国债利率和部分新兴市场国家货币兑美元汇率指数

注：汇率指数由作者根据印度、巴西、印尼和马来西亚四国货币兑美元汇率计算。
数据来源：www.oanda.com 和 Federal Reserve Economic Data。

其次，印度经济内部的隐忧也对国际资本流出和本国货币的贬值起到了推波助澜的作用。这也是其受量化宽松退出预期冲击相对更为严重的原因。

具体而言，笔者认为，印度卢比快速下跌的长期结构性原因主要是印度不断下滑

的经济增长、居高不下的通货膨胀以及长期的经常账户和财政赤字。其一，自 2011 年度以后，印度经济增长速度出现了大幅下滑，今年已经跌落至 5% 以下的历史新低。由于印度国内经济持续走弱以及改革和相关政策形势不明朗，不仅海外投资者大幅减持印度的股票和债务资产，印度国内资本也出现外逃现象，加快了印度卢比的贬值速度。

其二、印度长期以来一直受到通货膨胀的困扰，尤其是 2008 年金融危机以来，其通货膨胀率几乎一直保持在 10% 上下，大幅超过了其中央银行设定的 5%~5.5% 的理想目标区间。印度大大高于其他新兴市场国家的通货膨胀率也导致其货币相对美元贬值更加迅速。

其三，印度经济长期以来饱受经常项目赤字的困扰。近年来海外需求疲软导致出口受阻，同时进口商品成本不断攀升，致使印度经常项目赤字呈现出不断扩大的趋势：其与贸易相关的净进出口赤字水平占 GDP 的比重，已经由 2008 年年初的不足 5% 迅速提高到 2013 年一季度的 16% 以上。而经常项目逆差和资本外流，则使得印度的外汇储备/对外债务比例由 2008 年年初的 138% 的峰值跌至 2013 年一季度的 75% 的水平。印度的国际收支困境使其金融体系面对国际资本流动逆转更加脆弱，货币贬值速度也更快。

前景不容乐观

综上所述，美国退出量宽的预期已经给新兴市场国家经济体的货币和国际收支普遍带来了巨大压力。然而，美国货币政策转向的大幕其实才刚刚打开，以印度为代表的部分新兴市场国家经济体所经历的货币贬值和资本外流的困难可能也只是刚刚开始。

尽管美联储削减购债规模等具体的举措尚未明确，但可以肯定的是，如果美联储确于今年内开始退出量化宽松的货币政策，那么至少今年内，部分新兴市场国家经济体的货币贬值和资本外流的趋势将难以逆转。一旦美元长期走强的趋势确立，未来新兴市场经济体货币面临的压力将更大。

虽然近期印度、印尼等国央行已开始干预汇市，试图遏制本币过度贬值的趋势，但是历史经验和事实都证明这种方式的效果不容乐观。随着本币贬值幅度的加大，央

行干预的政策操作空间将会逐渐缩小。在现有的内外条件下，加息及抛售美元都可能会对国内经济及外汇储备造成不利影响，加剧资本外流。

以印度为代表的部分新兴市场国家是否将爆发货币和经济危机，笔者认为这将主要取决于各国国内的经济金融结构的健康状况如何，以及是否吸取了过往货币和金融危机的教训。预计印度经济在短期内不仅难以摆脱困境，甚至有进一步恶化的可能。可以说，在新兴市场国家中，印度极有可能率先爆发金融危机。而其一旦爆发危机，是否会像多米诺骨牌一样推倒其他新兴市场国家，答案可能会随着美联储态度的日益明朗很快揭晓。结合近期的市场表现，可以发现，国内经济内生动力不足、高度依赖外部资金、经常项目的高赤字等，是受冲击较大的印度以及巴西、印尼、越南、南非等国的普遍特征。面对国际资本流向逆转的冲击，具有这些特征的新兴市场经济体的金融体系更为脆弱。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。