



中国社会科学院经济研究所

中国宏观经济运行与政策模拟实验室

中国社会科学院经济研究所决策科学研究中心

经济研究所《宏观经济与政策跟踪》课题组

2014/02/10

经济走势跟踪 No.2014-006

新兴市场动荡逐渐加剧

导读：近来，随着对新兴市场经济形势担忧的逐渐加剧，越来越多的投资者开始抛售手中新兴国家的货币，无一例外这些货币都开始面对贬值的风险，这场抛售终于形成了一次爆发：1月23日，阿根廷比索兑美元汇率暴跌10%，单日跌幅为12年来最大；土耳其里拉兑美元汇率则连续下跌；俄罗斯卢布、南非兰特也创下了数年来的新低。阿根廷比索下跌引发了对整个发展中国家货币大面积贬值的担忧。新兴市场的货币遭遇投资者大举抛售的局面持续不断，金融动荡向债券市场和股票市场蔓延。造成新兴市场动荡的主要原因，一是美国预计退出QE，另一方面也由于自身经济存在的问题。未来新兴市场的动荡是否会持续和加大，是人们最为关注的问题。

整理、编写：王砚峰；责任编辑：王砚峰

声明：本文版权属中国社会科学院经济研究所所有，未经允许请勿转载，或以任何方式刊登、发表。

新兴市场动荡逐渐加剧

[导读：近来，随着对新兴市场经济形势担忧的逐渐加剧，越来越多的投资者开始抛售手中新兴国家的货币，无一例外这些货币都开始面对贬值的风险，这场抛售终于形成了一次爆发：1月23日，阿根廷比索兑美元汇率暴跌10%，单日跌幅为12年来最大；土耳其里拉兑美元汇率则连续下跌；俄罗斯卢布、南非兰特也创下了数年来的新低。阿根廷比索下跌引发了对整个发展中国家货币大面积贬值的担忧。新兴市场的货币遭遇投资者大举抛售的局面持续不断，金融动荡向债券市场和股票市场蔓延。造成新兴市场动荡的主要原因，一是美国预计退出QE，另一方面也由于自身经济存在的问题。未来新兴市场的动荡是否会持续和加大，是人们最为关注的问题。]

新兴市场遭遇货币与资产抛售

近来，随着对新兴市场经济形势担忧的逐渐加剧，越来越多的投资者开始抛售手中新兴国家的货币，无一例外这些货币都开始面对贬值的风险，这场抛售终于形成了一次爆发：1月23日，阿根廷比索兑美元汇率暴跌10%，单日跌幅为12年来最大；土耳其里拉兑美元汇率则连续下跌；俄罗斯卢布、南非兰特也创下了数年来的新低。阿根廷比索下跌引发了对整个发展中国家货币大面积贬值的担忧。到2月4日，新兴市场货币指数跌至五年新低，其中部分国家货币下挫至历史低点。摩根大通拉美国家外汇指数显示，拉美国家货币下跌速度达近两年来最快，目前点位较2013年同期下挫15.75%，为雷曼破产以来最大跌幅，拉美货币指数突破2009年低点，达到2003年来的最低水平。而拉美国家债券市场大幅下挫，阿根廷短期债券跌至14个月来新低。

据报道，在彭博追踪的新兴市场24国货币市场中，仅有八国货币免遭厄运，其中包括人民币和新加坡元，墨西哥比索走势也明显强于其他大多数新兴市场。

有分析指出，新兴市场因对外部环境的忧虑而集体陷入了衰退，无论是美国货币政策的转变，还是中国国内政策的调整，都在影响着新兴市场的发展根本：资本。

最近，汇丰银行公布的中国制造业PMI指数创六个月新低，中国发展的减速很可能会影响到许多的提供原材料的贸易伙伴，譬如南非和巴西。在2013年，已有587亿美金的资本从发展中国家撤出。

而美联储近期削减购债规模的计划也会打击投资者对于新兴市场资产的需求。随着债券利率的提升，大量的资金都将回流至美国，而新兴市场的前景则不容乐观。

新兴国家还面临的一个问题则是经常账户的赤字，依赖进口使得他们的经济增长非常脆弱。这样的国家包括土耳其、巴西、南非、印度和印尼，他们都面临着差不多的问题。

如今，银行和其他大型机构已开始纷纷抛售手中的新兴市场股票，而上一次大规模的抛售则是在2013年5月，美联储主席伯南克首次提到可能缩减QE的时候。

虽然IMF和世行都上调了世界经济的预期值，但几乎所有机构也都提到了新兴市场疲软表现带来的潜在危险。这些国家面临着两难境地，如果他们选择提高利率以阻止资本外逃并对抗通胀，那就要面对信贷紧缩和国内经济增长停滞的风险。但如果放任货币贬值，那央行的公信力则会受到严重打击。

美银美林 1 月 23 日的报告显示，数据显示全球资本正在加速流入欧美等发达国家股市，并且加速撤出中俄巴西等新兴市场股市；贵金属基金 19 周来首次录得净流入；债市方面资金流入数量也相当可观。

标普 500 指数自今年年初开始一直维持高位震荡的态势，未能成功上破，1 月 24 日更是大跌 2.09%，尽管如此依然不能阻止更多的投资者看多美股的热情。RiverFront 投资集团首席投资官琼斯认为，股市一旦出现回撤，反而是给了很多人逢低进场机会。欧洲股市基金流入了 43 亿美元，连续 30 周录得净流入，一些投资者认为欧洲自 2013 年 8 月以后已经走出了衰退，这提供了入场做多的好机会。

而与之相比，新兴市场股票基金方面 1 月 22 日当周出逃 24 亿美元，为 5 周来最大净流出，连续流出 13 周，创近 11 年来最长的流出时间。MSCI 新兴市场股票指数当周下跌 0.2%。琼斯对此表示，“不少人已经意识到，主要新兴市场国家相继出现了比较严重的问题，比如俄罗斯、巴西、中国，人们害怕这些国家的经济增速继续下滑。”而基金研究公司 EPFR Global 公布的数据显示，年初至 2 月 5 日，新兴市场股票基金资金流出规模已经超过了 2013 年全年。年内迄今股票基金流出资金达 186 亿美元，2013 年全年流出规模为 152 亿美元。摩根士丹利称，目前，新兴市场股票基金已经连续 15 周出现资金净流出。这 15 周内，资金流出总额高达 333 亿美元，是自 2011 年 8 月以来规模最大的资金大迁徙，也是史上第五次资金大规模外流。

资金的流出造成部分新兴市场股市下跌，到 2 月 7 日，巴西、俄罗斯、印度股市分别比 2013 年年末下跌 6.67%、7.05% 和 3.75%。

而债券市场表现出了超卖迹象，债券基金 1 月 22 日当周共吸引了 20 亿美元资金，今年累计流入已达 80 亿美元。投资高收益债券（垃圾债）的基金吸引了 10 亿美元资金，连续 5 周净流入。投资高评级债券的基金流入 16 亿美元，同样连续 5 周录得流入，投资美国国债为主的基金吸引了 2 亿美元资金。

新兴市场政府干预暂未奏效

发生货币抛售动荡后，新兴市场的领导人们开始采取行动试图缓解外界的忧虑，避免引发更大范围的市场动荡。

阿根廷在央行为了保住外汇储备放弃干预汇市导致比索创出 12 年最大跌幅后，宣布放宽此前坚持的货币管制，允许购买美元。土耳其央行在 1 月 23 日宣布进行约 30 亿美元的市场干预，但土耳其里拉仍然在第二天创出新低。此外，多个新兴市场经济体央行在 1 月 24 日对市场进行了干预来维护其货币汇率，这其中包括印度、台湾和马来西亚。俄罗斯则再度放宽了卢布交易区间，将卢布汇率浮动区间调整为 33.35-40.35，原为 33.30-40.30。

然而这些措施收效甚微。印度卢比、巴西雷亚尔、俄罗斯卢布和南非兰特对美元的汇率都在 1 月 24 日下跌超过 1%，卢布和兰特创金融危机以来新低，卢布对欧元的汇率创出历史新低。

1 月 28 日，印度央行再次意外上调政策回购利率 25 个基点至 8%，并表示希望 CPI 能够在 2015 年 3 月之前回落到 8% 的预期目标。2013 年夏天新兴市场抛售大潮袭来时，印度是受冲击最大的国家之一，过高的通胀迫使央行不断加息。随之而来印度卢比及股市的积极反应显示，投资者认为央行此举可能对阻止资本再次外流产生正面的作用。

同日，土耳其央行召开紧急会议，将隔夜贷款利率大幅上调 425 个基点，以稳定本国货币里拉，希望加息可以促使投资者涌入土耳其的银行，以防止里拉过度下挫。消息公布后土耳其里拉兑美元急涨 5%。不过到收市时，里拉再度走软，到 1 月 29 日，美元兑里拉已全部收复失地。

1 月 29 日，南非央行宣布，将基准利率提升 50 个基点，从 5.0% 升至 5.5%，为 2008 年

6月来首次加息。南非央行将2014年GDP增长预估从11月预期的3.0%下调至2.8%；将2015年GDP增长预估从11月预期的3.4%下调至3.3%。南非加息并非受土耳其大幅加息影响。汇率大幅波动将不可避免地影响通胀。2013年12月，南非通胀达5.4%，为四个月来最高。预计2014年全年通胀为6.3%，而此前预计为5.7%。但是，在加息后，南非兰特不涨反跌。

2月6日，为了遏制本币对美元急剧贬值，加纳央行加息200个基点把基准利率提升到18%。加纳依靠深海石油平台的开发、传统的黄金和可可出口，成为近几年来非洲表现最好的经济体之一，但是由于过度依赖外部资本，以及最近一年大宗商品市场整体疲软，加纳在外部冲击之下变得脆弱，2013年12月通胀率达到13.5%。

但是，投资者普遍害怕新兴市场央行已经做出了最后努力，没有能力继续采取紧缩措施，或者是它们的经济（政治）太弱，以至于不能够承担加息。

与以上国家不同的是，泰国央行意外维持利率政策在2.25%不变，此前，市场普遍预计，泰国局势持续不稳将迫使央行降息。但是考虑到泰国政治动荡恶化，泰国央行的决策不太可能为泰铢带来支撑。不过本次央行能够顶住压力保持利率不变也算得上是对本国资产吸引力的一种保护。根据瑞穗证券的数据，外国投资者自2013年10月以来已经从泰国撤出了40亿美元资金，造成泰铢兑美元的汇率下跌了5%。

华尔街投行的策略分析师们认为，新兴市场国家经通胀调整后的利率仍然过低，投资者可能会继续抛售新兴市场货币。一年期实际利率是基于利率掉期和通胀率之差计算得出。高盛的数据显示，当前发展中经济体的一年期实际利率约为1%，而2004~2013年间的平均值为2%。

土耳其1月年化CPI升至7.48%，去年12月年化CPI为7.4%，增速快于预期，实际利率进一步承压。

墨西哥实际利率仅为0.1%，而过去10年的平均值为2.4%。

南非实际利率为1.4%，而过去10年的平均值为2%。

阿根廷非官方通胀率达到惊人的28%，高于其存款利率4个百分点。

花旗银行策略分析师维勒（Dirk Willer）表示，当实际利率很低时，很难吸引资金，从而减少贸易赤字。

新兴市场金融动荡的主要原因

市场专家普遍认为，美联储货币政策已经走到了十字路口，美联储决定放缓购债速度，即所谓的“taper”，刺激了投资者加速抛售新兴市场货币。

此外，由于新兴国家自身存在种种问题，经济陷入困境、政局动荡，尤其是中国市场的表现，但中国经济增长放缓和疲软的制造业数据令市场忧虑重燃。新兴国家货币抛售潮从2013年夏天就已经开始了。人们现在最为担心的是会不会发生某一个国家出现问题后就会蔓延到其他国家，如同二十世纪90年代发生的亚洲金融危机。

欧洲股市同样也在下跌，尤其是那些深受新兴市场影响的公司，投资者担心中国经济增速放缓，美国货币政策调整以及土耳其、阿根廷、乌克兰的国内政治问题。

汇丰银行公布的中国制造业PMI指数创六个月新低，中国发展的减速很可能会影响到许多的提供原材料的贸易伙伴，譬如南非和巴西。在2013年，已有587亿美金的资本从发展中国家撤出。

而美联储近期削减购债规模的计划也会打击投资者对于新兴市场资产的需求。随着债券利率的提升，大量的资金都将回流至美国，而新兴市场的前景则不容乐观。

新兴市场的动荡是如何形成的？以阿根廷为例，在新兴市场蓬勃发展的日子里，阿根廷经济也得到了相当大的上行助力。不过当这股热潮消退后，阿根廷经济就面临着和金融危机时一模一样的衰退风险，2013年11月总统费尔南德斯重组了政府的财政团队后，阿根廷比

索就开始了下行之路，而国内流动性也逐渐陷入紧缩。

至 2 月 7 日，阿根廷比索兑美元的官方汇率为 7.8409，年初以来已贬值 20.26%，而黑市汇率更是超过官方汇率 50% 以上。花旗集团分析师威勒（Dirk Willer）在报告中写道，“资本外逃的情况每分钟都在加重，而这将很难控制。”Jefferies 集团分析师摩登（Siobhan Morden）表示：“比索的大跌并非是市场压力的结果。而是意味着从 2013 年 12 月开始，阿根廷就已经踏上了货币危机的边缘，而他们的经济政策却还在偿还债务、吸引外资。”

阿根廷政府已经陷入了一个困局，即快速增长和外汇储备无法兼得，它希望减缓资本外逃的趋势，但这就意味着进口的减少和经济增速的降低，阿根廷的经济增长非常依赖进口。而投资者对此的认知则是：政府希望缩减官方利率和黑市利率的利差，因而默许了过去数月中比索的大幅贬值。后果则是日益严重的通胀不停打击着人们对比索的信心。在人们对新兴市场普遍看衰的环境中，已经没有任何投资者愿意持有比索了。”

2013 年，阿根廷央行出售了 59 亿美元的外汇以提振比索，而目前其外汇储备已降到了七年来的最低，2 月 1 日，阿根廷外汇储备一日之间流失 1.7 亿美元至 281 亿美元。在此前的两周里阿根廷的外汇储备流失了近 20 亿美元，外汇出逃速度创下自 2006 年以来最快纪录。对此，阿根廷央行无能为力，它几乎彻底丧失了对货币的掌控力。

外汇储备的不足早已暗示了危机的到来。到了现在，贬值比索已经不能解决问题了，阿根廷更需要的是一个全面紧缩的财政及货币政策。但专家认为，阿根廷即将面对 30-40% 的通胀水平，这是任何措施也无法立刻解决的，目前阿根廷通胀率高出利息水平 21% 多，“持有比索的投资者每一秒都在赔钱”。

官方数据显示，过去一年阿根廷外汇储备流失高达 120 亿美元，如果扣除外汇储蓄和其他负债，所剩外储仅够支付 2014 年到期的约 98 亿美元外债。

有“美联储通讯社”（Fedwire）之称的资深华尔街日报记者约恩·希尔森拉斯（Jon Hilsenrath）认为，遭遇大抛售的新兴市场有个共性，和官方的短期利率相比，通胀都比较高。如土耳其就是这一新兴市场的“典型”，2013 年 12 月，土耳其通胀年率高达 7.4%，明显高于土耳其央行 4.5% 的基准一周贷款利率。如果让通胀水平超过官方贷款利率，就意味着实际利率成为负值，这不失为抑制通胀进一步上升的方法。企业与消费者都会受到激励，尽快借款与消费。除了土耳其，印度和俄罗斯这两个金砖国家也是通胀超过了基准政策利率的例子。印度的 CPI 达到 9%，印度央行连续上调后基准利率也才 8%。俄罗斯 2013 年 12 月 CPI 年率 6.5%，同样高于 5.5% 的基准利率。

美联储缩减 QE 的影响：

据《华尔街见闻》的资料，美联储缩减 QE 将给其他国家产生以下影响：

土耳其正在经历一场大规模国内政治经济动荡，由此引发了该国货币、债券和股票的大幅下挫。

南非面临劳动力问题。但南非只是一个个例，并没有过多的传染效果。

巴西暂时受到了来自其它新兴市场国家经济疲弱的冲击。但巴西的未来看上去还是比较光明，也算是一个“特殊”案例。

阿根廷危机其实是件好事儿。过去 30 年内，每次阿根廷都能坚强地挺过危机，并获得更好的重生。

日本或将在 2014 年摆脱通缩，今年，日本还会将销售税上调 40%。日元仍然估值较低，这将促进出口热潮的到来。

欧洲终于走上了真正的“复苏模式”，这一点从意大利、西班牙的国债收益率骤降就能够看出来。

中国货币市场利率的飙升也将随着春节的到来而结束。1 月 31 日是中诚信托理财产品的

违约大限，市场也因此做出了一些反应，但中国不会让类似的违约肆无忌惮地蔓延。

美国将迎来多年来 GDP 增长最强劲的一年，公司利润的增长也将帮助美国经济实现多领域扩张。美联储新任主席耶伦曾经表示，会将接近零的利率水平保持数年。

另据有关资料，在美联储削减 QE 的时候，那些更加依靠投资来实现经济增长的国家将面临更大的困难。而亚太地区投资占经济增长比重超过 24% 平均水平的国家中，中国为 48%、印度为 36%、印尼为 35%、泰国为 31%、韩国为 29%、澳大利亚为 28%。

新兴市场颓势难改

新兴市场的这轮金融动荡将如何进展？是短期波动还是将向纵深延展？市场分析对此分别表达了自己的预测。

汇丰预计，新兴市场货币整体的跌势还会持续。汇丰新兴市场研究负责人哥德堡（Pablo Goldberg）列出了以下四个理由：

- 1、投资者对发达市场的偏好会增加。与发达市场相比，新兴市场的估值便宜。而只要热钱继续流出新兴市场，回流发达市场，新兴市场的低价对投资者来说也许就不够有吸引力。
- 2、一些可能采用的短期解决方法治标不治本，会遗留长期问题。
- 3、货币贬值导致本土市场资金外流。
- 4、上述冲击具有分散的特性，所以没有什么能恢复风险偏好的万灵药。

哥德堡还指出，和近年经历的市场冲击不同，无论是 QE 还是 IMF 救助，这次都不可能伸出援手。为评估新兴市场的需求，哥德堡建议追踪 1 年期利率互换、中国 PMI 和 EPFR 资金流数据，了解新兴市场资本外流的趋势是否逆转，以及如有逆转何时发生。

高盛认为：目前对新兴市场货币持中立态度。土耳其里拉可能会进一步贬值，走弱的原因是多种因素综合造成的，包括经常账户赤字和政治不稳定。如果新兴市场央行继续加息，利差交易在未来几个月内可能会变得非常吸引人。

惠誉认为：土耳其加息可能会减少资本流动的漏洞；加息可能会降低短期资本外流造成的主权脆弱性，且能够缓解土耳其里拉和外汇储备的压力。

野村认为：南非央行今年还可能会加息两次。很可能在下半年加息。

法国兴业银行跨资产研究团队悲观认为：市场的信心崩溃可能近在眼前，从新兴市场资金外流角度看，这可能只是开始。

英国《经济学人》的分析文章指出，危机具有这样一种特点：它不会一次性大爆发，会时断时续间歇性发作。比如 1997 年 7 月泰国引爆的亚洲金融风暴，先是席卷泰国，四个月后来轮到韩国，一年后的 1998 年 8 月才冲击了俄罗斯。

一些看空人士认为，2013 年遭到抛售以来，新兴市场面临的形势已经恶化，主要体现在两方面：

1、发达国家的央行决策者还并未很明确怎样控制史无前例的大宽松。美联储从今年开始缩减 QE，预计本月 29 日公布的美联储 FOMC 决议将宣布，每月购买资产的规模再减少 100 亿美元，降至 650 亿美元。美联储无疑要向 QE 下手了，大洋彼岸的英国央行还没有定数。预计英国央行的货币政策应该恢复平稳。总之，央行资产负债表正常化的过程可能难以预测、引起混乱。

2、新兴市场国家出口复苏乏力。按说西方国家加快增长对新兴经济体是好消息，那样一来，新兴经济体就可以减少经常账户赤字，热钱外流对他们的影响也会减小。可迄今为止数据并不乐观。

巴西和土耳其 2013 年夏季至今经常账户赤字不断扩大。2013 年 12 月，中国货物贸易出口同比增长 4.2%，预期增长 5%。中国出口不及预期也充分体现了投资者撤离新兴经济体的现实。因为中国不但是新兴市场的出口方——西方世界需求的晴雨表，自身也是大宗商品的

一大消费国。

不过，经济学人认为以上看空者未免太过悲观。

首先应该明确，大多数新兴经济体的汇率政策已经比上世纪 90 年代更灵活。如果本币有序下跌，货币贬值也是健康的调整迹象。而且，此次新兴市场货币出现的抛售不能一概而论。有些市场的混乱与国内政局有关。土耳其里拉大跌是由于总理的腐败丑闻。南非面临行业动荡。乌克兰爆发大规模示威游行。今年印度和印度尼西亚将举行大选，结果也可能产生无能的新政府。不过，印度到目前为止都表现不错。印度换了新的央行行长，国内经常账户赤字已经收窄。墨西哥与韩国的政府厉行改革，应该会继续激发投资者的信心。菲律宾过去一直让投资者失望，但 1 月份成功地以 4% 的利率发行了 10 年期国债，这表明投资者认可了菲律宾政府的改革决心。

当然，新兴市场还存在一个普遍问题。过去困扰一些新兴经济体的莫过于金融系统脆弱，今天这些国家普遍信贷剧增，贷款连年两位数增长。所以，经济学人认为，今后观察新兴市场的走势应该留意两点：

1、街头——社会动荡和政治僵局的迹象；2、银行——一切银行坏账的迹象。

过去，金融危机一般会逐个横扫新兴市场，这主要是因为他们大多都有共同的弱点。今天的新兴世界截然不同。

凯投宏观在一份研究报告中写道：尽管一些国家的货币在本月出现了急剧下跌，但现在说新兴市场将遭遇新一轮金融危机还为时过早。新兴市场国家之间的情况迥异，有些国家受冲击大，有些几乎没受影响。一般来说债务包袱比较大、对外部投资依赖程度较深的国家受冲击将是最明显的，比如 2013 年夏天的印尼和印度。

凯投宏观（Capital Economics）对 56 个新兴市场进行了归纳，认为可分为以下五类：

1、这类国家的政府出现一系列管理失误，政府现在成为经济稳定的风险，比如阿根廷、乌克兰、委内瑞拉。

2、这类国家过去的发展拔苗助长，现在进入了增长放缓的阶段。他们普遍最难以抵御美联储缩减 QE 和今后几年全球货币环境收紧的冲击。这类国家包括土耳其、南非、部分东南亚国家、智利与秘鲁等部分拉美国家。

3、这类国家过去蓬勃发展遗留的问题今后还会影响前景，他们主要是欧洲的新兴市场。这些国家过去十年出现信贷泡沫，而且他们与欧元区的金融联系密切，所以国内银行业仍然脆弱。匈牙利、罗马尼亚都是这一类，他们最大的风险是欧元区的金融紧张形势再次升级。

4、这类国家面临国内结构问题，金砖五国就属于这类。他们的前景取决于决策者推行经济改革的成效，欧洲的事件和美联储的行动倒不是决定因素。

5、最后这类国家前途光明，韩国、菲律宾和墨西哥属于此类。韩国重要的出口市场正在好转，应该能促进本国增长。菲律宾的经济改革应该会提振经济。墨西哥应该会受益于国内经济改革和出口加快增长。

（完）

地 址：北京阜外月坛北小街 2 号
中国社会科学院经济研究所
邮 编：100836
电 话：(010) 68034160

E-mail: tsg-jjs@cass.org.cn
kingwyf@cass.org.cn

传 真：(010) 68032473