

[일반] 警惕新兴市场金融动荡影响中国经济

美联储退出量化宽松货币政策（QE），使得国际金融市场环境与1997年亚洲金融危机前有些相似。加上新兴市场国家国际收支失衡、债务规模和结构失衡、信贷扩张引发的资产泡沫破灭的风险等问题，新兴市场国家存在金融动荡甚至爆发金融危机的可能。

一、当前国际金融市场环境与1997年有几分相似

当前的国际金融市场环境都面临着美联储收紧货币政策带来的冲击，这与1997年亚洲金融危机爆发前有几分相似。1994年至1997年，美联储累计上调基准利率250个基点，至亚洲金融危机爆发前上调至5.5%，这不仅增加了亚洲国家的外币债务负担，也通过息差逆转和美元走强，引发资本大规模回流到美国，并成为危机爆发的直接导火索。当前，美联储逐渐退出QE的预期明显增强，美国10年期长债利率已回升到2.8%，最近的一些趋势表明，新兴市场短期资本流出压力急剧上升。在8月的最后一周内，新兴市场股票基金资金流出38亿美元，债券基金资金流出20亿美元，其中亚洲（除日本外）地区的资金流出情况最为明显。这些资金大规模流向美国、欧洲等发达国家资本市场，今年前7个月，北美股票基金累计净流入1024亿美元资产，日本市场净流入280亿美元，欧洲市场也净流入43亿美元。

二、新兴经济体各项经济指标明显恶化，但抵御金融风险的能力有所提升

美联储退出QE的政策预期之所以对新兴市场造成巨大的冲击，关键在于与发达国家经济普遍好转的形势相比，今年以来新兴市场国家各项经济指标普遍恶化，金融脆弱性问题进一步加剧。

（一）新兴国家经济增速快速下滑，金融脆弱性问题恶化

首先，新兴国家经济增速低于美、日，增长前景不容乐观。从经济增长速度看，美国、日本等发达国家的经济增速已经超过了除中国以外其他金砖国家经济增速。今年一、二季度，美国经济增速环比折年率分别为1.1%和2.5%，日本为3.8%和2.6%。特别是美国经济，已保持连续九个季度的正增长，即便是欧元区经济，也有望在今年实现正增长。7月欧元区制造业采购经理人指数（PMI）指数由48.7上升到50.5，首次位于荣枯线之上。而印度、巴西、南非等金砖国家同期的增速分别为0.41%和0.56%、3.25%和2.23%、1.95%和2.03%。今年上半年，俄罗斯经济增速仅为1.3%，发达经济体对全球经济增长的贡献再次超出新兴经济体。从经济增长前景看，可比的数据表明，6月美国、日本和欧元区的OECD综合领先指数分别为101.06、101.09和100.3，不仅在荣枯线100之上，而且都创造了近两年来最高水平。相反，同期印度、巴西和俄罗斯的该指标分别为98.27、98.80和99.57，不仅都在荣枯线100以下，且都达到或接近金融危机以来的最低水平。

其次，部分新兴市场国家国际收支失衡问题加剧。今年以来，印度卢比对美元的名义汇率贬值幅度高达26%，汇率的大幅贬值，并没有对国际收支状况有明显改善。今年前7个月，印度贸易逆差额仍高达1087亿美元，为金砖国家之最。同样，巴西雷亚尔今年以来的贬值幅度接近20%，但1-7月巴西经常项目逆差同样高达526亿美元，全年逆差额将超过1000亿美元，巨额的经常项目逆差只能依靠短期资本来弥补。一旦国际金融市场环境出现逆转，短期资本大规模外逃在所难免。

第三，一些新兴经济体债务问题较为严重。其他一些亚洲新兴经济体，如马来西亚、印尼、泰国、韩国、中国台湾等，还面临着亚洲金融危机时期相似的问题，即外债规模较高或外债中

短期外债的比例较高。这些国家外债与国内生产总值（GDP）的比例都超过30%，其中后四个经济体的短期外债比例均超过外债总额的1/3以上，而印尼和韩国的外债总额已经超过各自的外汇储备规模，这说明一旦资本流动出现逆转，亚洲新兴经济体的偿债能力堪忧。

第四，信贷扩张导致一些国家资产泡沫面临破灭风险。此外，近年来发达国家量化宽松的货币政策还引发了新兴市场国家信贷扩张，加剧了部分新兴国家的金融脆弱性。特别是印度、印尼等亚洲国家，近年来信贷扩张和加杠杆的趋势明显，广义货币供应量与国内生产总值（M2/GDP）之比大幅攀升，房地产等资产价格泡沫问题严重。在经济放缓后，新兴市场本应降息促增长，但随着资本外流压力增加，巴西、印尼、印度等央行不得不通过升息来支持本币汇率。一旦房地产泡沫出现破裂，金融机构坏账将大量增加，从而放大金融市场动荡。

（二）新兴经济体抵御金融风险的能力有所提高

然而，与1997年相比，新兴市场抵御金融风险能力还是有所提高。其一，大部分国家的外汇储备规模较高，除印尼仅为10%外，大多数新兴市场外汇储备占GDP比例都在30%以上。其二，与上世纪90年代固定汇率制不同，目前大多数新兴市场国家都实行浮动汇率制，汇率的弹性明显增强，这有利于缓解外部冲击带来的影响。一方面，汇率双向波动减缓了央行在何时点都必须入市干预的压力，降低了为维护汇率稳定的外汇储备消耗；另一方面，汇率弹性增加将提高短期资本押注“单边贬值”的投机成本。

三、中国经济面临外部冲击但总体可控

美联储退出QE和新兴市场国家的金融动荡，将对中国经济和金融体系造成一定的冲击。

第一，短期资本将可能会先出后进。短期内，美联储政策转向将导致资金从中国撤离，加大国内货币、资本和外汇市场的波动性。在中期，新一轮深化改革和经济增长潜力将使得中国经济增长表现要好于大多数新兴市场国家。因此，资本可能会重新流入中国，短期资本的大进大出将增加人民币汇率的波动，加大货币政策的操作难度。

第二，部分新兴经济体的金融动荡，将恶化中国经济的外部环境。首先，新兴经济体短期资本的外逃，将威胁其金融体系的稳定性，不排除部分新兴经济体陷入衰退的可能，这将通过贸易渠道冲击中国经济。其次，新兴经济体货币快速贬值，人民币将再次面临1997年亚洲金融危机时期贬值与保持稳定的两难困境。

第三，中国面临外部冲击的风险总体可控。原因包括：其一，中国货币政策操作空间较大，可以通过降低存款准备金率来降低风险；其二，中国资本项目并未完全开放，政府对汇率和资本流动的管制能力更强；其三，相对于可比的新兴经济体，中国经济增长相对平稳，通货膨胀和对外负债水平都较低，经济基本面更加健康，风险抵御能力更强；其四，中国外债中40%左右是贸易信贷，这与实体经济和出口紧密相关，在发达国家经济复苏向好背景下，这部分资金相对稳定；其五，外汇储备较大，对外偿付能力显著高于其他新兴经济体。

四、我国应对外部冲击的对策建议

一是增强人民币汇率弹性。市场化程度较高的汇率制度，仍然是应对外部冲击的有效工具。在部分新兴国家货币快速贬值的背景下，适度提高人民币汇率波动幅度，允许人民币适当贬值，可以有效发挥汇率机制在缓解国际金融市场环境变化和新兴市场国家货币贬值对我国出口和资本流动冲击的作用。

二是加强对短期资本和热钱流动监管。重新评估资本项目开放的进程和次序，建立对短期资本流动的监测预警机制，加强对资金流向的监管，必要时可重新启动新一轮的资本管制措施，研究出台“托宾税”等资本管制工具，增加短期资本进出的成本，防止资金无序流出可能导致的金融风险。

三是适度放松货币政策。实际上，美联储退出QE和新兴市场金融动荡导致大规模的资本流出，使得我国境内流动性紧张。因此，境内货币政策应进行适当调整，适当下调存款准备金率，或通过公开市场操作，来释放流动性。

四是可考虑对部分新兴经济体施以援手。目前，可能陷入金融动荡的新兴经济体有印度、印尼、泰国、巴西、中国台湾、土耳其等，这些经济体与我国经济政治关系较为密切，一旦陷入金融动荡，我国可与这些经济体签订或加大货币互换规模，或直接以政府间借贷形式向其提供外汇储备援助，以增强这些国家抵御外部冲击和金融动荡的能力。

（《中国经贸导刊》，中国国际经济交流中心，黄志龙）