

# 宽松留有隐患 应对面临两难



**编者按** 与利率调整这一“传统手段”不同,量化宽松一般只在极端条件下使用,经济学界普遍将之视为“非传统手段”。如果说此次发达国家的量化宽松是应对国际金融危机的无奈之举,那么其早退出会影响经济复苏,迟退出则引发恶性通胀,留下的种种隐患,将使得市场在今后的应对中处于两难境地。

## 欧洲版“量化宽松”是把双刃剑

本报驻布鲁塞尔记者 严恒元

自2011年年底以来,随着欧债危机不断恶化和欧元区经济陷入衰退,欧洲央行持续推行“量化宽松”货币政策。一年多来,欧洲版“量化宽松”虽对缓解欧债危机、减轻信贷紧缩和稳定市场信心等方面产生了积极影响,但也留下了市场流动性剧增,加大未来通胀压力等隐患。

欧洲央行推行的“量化宽松”货币政策,具有浓厚的欧洲特色。

欧洲央行推行的“量化宽松”货币政策,其实施工具主要包括“长期再融资操作(LTRO)”和“直接货币交易(OMT)”。

欧洲央行分别在2011年12月和2012年2月先后两次推出LTRO,在二级市场通过债券抵押的方式向商业银行提供规模总计为1万亿欧元的3年期低息贷款。欧洲央行推出的LTRO,是在二级市场通过债券抵押的方式向商业银行提供中长期低息贷款。这种做法既回避了直接购买成员国债券的法律困境,又减轻了商业银行的融资困难和成员国的财政压力。

2012年9月,欧洲央行推出OMT,在二级市场上购买欧元区成员国期限在3年期以内的国债,购债计划既未预先设定规模限制,也未设定国债收益率目标。

欧洲央行推出“量化宽松”货币政策完全是形势所迫,并预留了“防手”。

无论是早先的LTRO,还是后来的OMT,这两项政策措施都是在欧债危机严重威胁到欧元区生存的危急时刻出台的。同美日等发达国家央行相比,欧洲央行在推出“量化宽松”货币政策方面表现得比较谨慎,在出台相关“量化宽松”措施的同时预留了“防手”。如欧洲央行去年9月在推出OMT计划的同时就提出会继续通过回笼等量资金的方式对债券购买措施进行完全冲销,以避免增加基础货币的投放和降低通胀风险。

欧洲央行推出的“量化宽松”组合拳收到了一定的效果。用欧洲央行行长德拉吉的话说就是“帮助欧洲银行避免了一场信贷危机”。的确,欧洲央行的货币政策起到了“一石二鸟”的作用,既缓解了欧元区银行业持续上升的信贷紧缩风险,又压低了欧元区重债成员国的国债收益率。欧元区银行业间融资紧张的情况因此得到一定程度的改善。

此外,“量化宽松”政策措施在短期内压低了西班牙、意大利等欧元区重债成员国的国债收益率。在欧洲央行去年9月6日宣布推出OMT后,西班牙和意大利10

年期国债收益率由7%下降到5%以下。今年5月,西班牙10年期国债收益率一度跌破4%。西班牙等重债国10年期国债收益率持续走低意味着欧元区金融市场信心正在得到恢复,欧债危机正在逐步化解。

随着欧债危机逐渐减退,私人资金开始回流到欧元区边缘成员国。荷兰国际集团今年初发表的统计数据显示,2012年最后4个月,回流到葡萄牙、爱尔兰、希腊、西班牙、意大利等欧元区成员国的净私人资金总额为930亿欧元,而上述5国在2012年前8个月中资金外流总额却高达4060亿欧元。

欧洲央行“量化宽松”货币政策是为了缓解信贷紧缩,但现实中并没有真正打通银行向实体经济“输血”的途径。

欧洲央行“量化宽松”货币政策的终极目标是通过增加基础货币供应量来缓解信贷紧缩,促使银行向企业放贷,以推动实体经济复苏。但令人失望的是,这种货币政策并没有真正打通银行向实体经济“输血”的途径。

有迹象显示,欧元区银行的避险情绪和信贷倾向依然如故。欧元区经济持续低迷增加了银行对工商企业还贷能力的担

忧,再加上低利率、经济前景暗淡等因素,进一步减弱了欧元区银行的放贷意愿。商业银行出于规避市场风险和优先清理自身资产负债表等方面的考虑,将大量资金用于回购到期债权或存储在欧洲央行,真正用在购买重债国国债或放贷给企业的资金非常有限。

欧洲央行的首要政策目标是抑制通胀,而不是刺激经济,因此不会很快结束宽松货币政策。

鉴于欧元区经济依然疲弱,欧洲央行不会很快结束宽松的货币政策,但短期内再度推出类似于LTRO或OMT的量化宽松政策措施的可能性不大,因为央行的首要政策目标是抑制通胀,而不是刺激经济。德拉吉最近表示,只要有需要,欧洲央行就会继续实施宽松的货币政策,目前向商业银行按需求发放贷款的做法至少会持续到明年年中。

不过,量化宽松货币政策是把双刃剑,在缓解欧债危机和促进经济复苏的同时也会带来严重的负面影响。分析人士认为,欧洲央行推出的量化宽松货币政策必然会加剧流动性泛滥,从理论上讲很可能会加大全球通胀压力,从而为未来经济发展留下重大隐患。

# 俄罗斯： 金融市场 不安情绪上升

本报驻莫斯科记者 廖伟径

近来,对美联储有可能退出“量化宽松”政策的担忧席卷全球金融市场,作为金砖国家之一的俄罗斯受到波及。对西方发达经济体政策走向的担忧,以及本国经济增速放缓的叠加效应令俄罗斯金融市场不安情绪上升。

股市下滑资金外流

自今年年初以来,俄罗斯股市表现一直不尽如人意。莫斯科银行间外汇交易所指数(MICEX指数)从1月份至今的累计跌幅高达17.38%。在6月10日至14日这一周,MICEX指数下跌了3.3%,收于1299.61点,俄罗斯交易系统(RTS指数)下跌1.6%,至1293.88点,创今年4月份以来的新低。市场人士认为,俄股市大幅下滑的直接诱因是对美联储退出“量化宽松”政策的担忧。

在股市出现动荡的同时,俄罗斯资金外流也呈现加速趋势。在本月初,俄中央银行行长谢尔盖·伊格纳季耶夫称,目前还未见资本流出的下降态势。统计数据显示,俄罗斯在今年一季度的资本净流出额为25亿美元。俄罗斯央行还宣布,截至6月,俄罗斯国际储备总额为5184亿美元,降至8个月以来的最低水平。今年1月至5月,俄罗斯国际储备累计减少约192亿美元,下降3.6%,其中5月份减少148亿美元,下降2.8%。今年年初至今,从俄罗斯股市流出资本超过11亿美元,其中在6月6日至12日流出2.23亿美元。

市场担心内部风险

俄罗斯央行分析认为,美联储若宣布退出“量化宽松”政策将导致发展中国家货币大幅贬值,从而造成资产贬值并引发资金外流,对经济增长造成不利影响。日前,卢布相对一揽子货币贬值5%,对美元汇率下跌超过1卢布。在5月底美元兑卢布升值至接近32这一自去年9月以来的新高,俄罗斯央行在5月29日入市干预,出售5000万美元以示作为。不过,专家普遍认为,卢布兑欧元一美元双货币篮子在34.65和35.65之间时,俄罗斯央行不会进行大规模实质性干预。

与外部风险相比,真正令市场担心的还是当前俄罗斯经济形势。今年以来,俄罗斯政府已下调了2013年经济增长预期,今年早些时候俄经济发展部曾预测2013年俄经济增速将达3.6%,而现在已降至2.4%。俄阿尔法银行的最新分析报告建议俄政府积极采取结构性措施应对经济增速放缓。俄总统普京在6月10日召开政府经济会议并签署有关文件,责成政府近期就降低个别行业费率、提高国家福利基金投资可回收投资项目比重、扩大国家对中小企业扶持力度等提出建议,并指示俄政府与央行共同研究降低实体经济部门企业融资成本的具体措施,包括降低银行行政负担、保护贷款人权利和发展银行竞争等。

央行不得已作出妥协

俄罗斯央行一直将控制通胀视为主要的政策目标,而俄政府其他部门及企业则希望央行降息以推动实体经济发展。俄央行第一副行长乌留卡耶夫6月初对外表示,今年以来通胀率已达7.3%,而俄央行希望下半年通胀率维持在5%至6%目标区间。因此,俄罗斯央行一直顶住各方压力没有降息,但在目前经济形势下,也不得不作出一些妥协。

6月11日,俄罗斯央行董事会议决定维持现有基准利率,以及吸收流动性的主要业务的利率水平不变,但宣布部分长期业务利率将下调0.25个百分点。专家认为,央行降息是必然趋势,8月份以后通胀水平将逐渐回落,俄罗斯央行领导在换届后降息可能性很大。

## 众说纷纭

今年美国通胀压力下行,为了维护美联储的信誉,美联储在通胀压力低于和高于通胀目标时,需要捍卫既定的通胀目标;更稳妥的做法是等到经济出现更明确的复苏提速迹象和通胀压力抬升迹象后,美联储再行宣布退出QE3。

——美联储圣路易斯地区储备银行行长布拉德

金融市场对美联储的退出计划反应过度,美联储从执行到完全退出超宽松货币政策需要相当长的时间,新兴市场当前出现的资本外流迹象属于短期调整而非长期趋势。

——彼得森国际经济研究所资深研究员加尼翁

新兴市场正面临“新挑战”,主要包括出口增速回落、既有发展模式难以维系、资金成本快速升高等,新兴市场决策者面临巨大考验。新兴市场爆发新危机的可能性很小,除非政府犯下大错。

——花旗集团新兴市场经济与战略研究主管蒙迪诺

各个新兴市场的情况各异,因而所采取的应对措施也需从各自情况出发;但是总体而言,妥善的应对措施应当是让市场根据美国国债收益率和利率上行的前景自发调整,一些新兴市场如果出现资本外流和流动性压力明显的迹象,需要关注如何确保市场正常运转并合理使用缓冲政策手段。

——国际货币基金组织新闻发言人格里·赖斯 (郭 辑整理)

本版编辑 于建东 顾金俊 李红光  
版式设计 邵 颖

# 东南亚：调整政策应对市场变脸

本报驻雅加达记者 李国章

迄今为止,全球性的金融危机或股市变脸,都能找到国际热钱兴风作浪的痕迹,这一轮东南亚股市震荡亦不例外。

东南亚股市变脸

5月下旬以来,全球股市开始大幅回调,东南亚股市亦不例外。5月第二周对于东南亚证券市场来说,无疑有点“黑色”的味道。菲律宾股市和泰国股市分别暴跌6.8%和5.5%,双双创下自2011年9月以来最大的单日跌幅;印尼股市跌幅也达到3.5%。与此同时,几个主要国家的股票和债券市场出现大规模资金撤离现象:印尼资金净流出总额达到3.48亿美元,泰国为3.45亿美元,马来西亚为2.13亿美元,菲律宾为1.35亿美元,新加坡为1.08亿美元。

这种状况与此前形成极大反差。近年来,东南亚一直是外资的偏爱之地,仅去年1月至4月,注入泰菲印(尼)3国股市的外资就高达43.5亿美元。中南半岛4个东盟新成员也在经济快速发展的基础上

纷纷筹建股市,希望能分享东南亚整体经济发展的红利。今年以来,东南亚主要股市涨势如虹,菲律宾、印尼、马来西亚和泰国纷纷创下历史最高纪录,越南证交所指数今年以来也累计上涨高达18%。

“领跑之后的修正”

“领跑之后的修正”——这一针对东南亚股市变脸的观点,得到越来越多证券业人士的认同。自2009年1月美国执行第一轮量化宽松之后,东南亚股市一直领跑全球股市,其中,2009年1月至2013年6月初,印尼从1200点涨到最高峰5105点,3年涨幅超过330%;菲律宾从1872点涨到了7392点,涨幅超过253%;泰国股市增长幅度也超过250%。东南亚市场在全球大规模刺激政策的带动下从2009年涨到现在的水平,下行回调也属自然。

国际评级机构对美国经济的评估趋于乐观,美联储可能收缩货币政策,美国国债收益率飙升等因素导致大量外国资金撤

离,被普遍认为是这一轮东南亚股市下跌的“罪魁祸首”。另外,日本金融市场的动荡,大量热钱流入后造成东南亚经济体资产价格走高,东南亚国家内部的经济结构及政策缺陷等,也都是这一轮东南亚股市大幅震荡的“帮凶”。

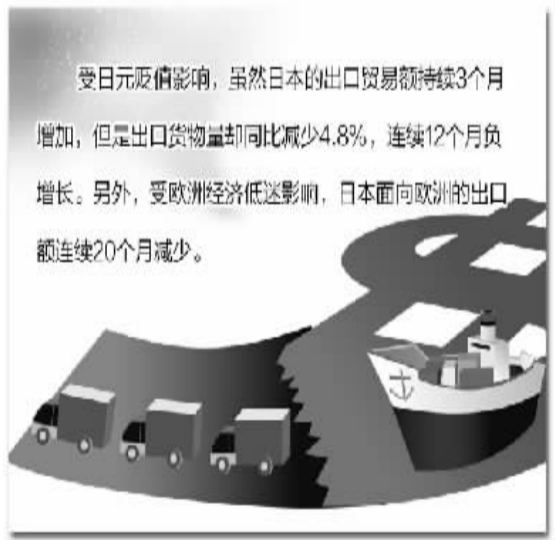
但是也有专家指出,既然热钱有趋利的特性,就不可能轻易撤离“钱”景无限东南亚。近期撤离印(尼)泰马菲新5国的外资总额不过11.49亿美元,还不及泰菲印(尼)3国股市去年1月至4月外资流入的三分之一。近日,许多专家和经纪人纷纷表示,乌云终将散去,继续看好东南亚新兴市场。

调整政策冷静应对

值得肯定的是,面对这一轮震荡,东南亚主要证券股票市场保持冷静,调整政策,积极应对。泰国财长表示,外资暂时或部分撤离并不值得担心,因为外资金流出恰好可以帮助抑制泰铢持续走强,令政府

无需再采取其他措施稳定泰铢汇率;印尼央行正式入市干预,将基准利率提高25个基点至6%,以控制通胀预期,并支持盾币;泰国债券市场协会主席表示,财政部、泰国央行要对货币市场和资本市场加强管理,并制定与市场波动特点相适应的管理措施,要努力避免对经营带来限制和障碍;马来西亚和菲律宾等国也纷纷采取相似的应对措施,减少潜在的通胀压力,并保持宏观经济与金融体系的稳定。

综合分析,几个方面的利好条件将推动东南亚证券市场继续快速发展:东南亚经济在国际金融危机后所呈现出的整体复苏及高增长率,为证券市场提供了稳定可靠的发展环境;经济结构调整有力,出口依赖减弱,内需拉动明显;对外合作扩大,经济相得益彰;日趋谨慎的货币政策和健全有效的监管机制提高了银行体系和证券市场的风险防范能力;东盟在2015年实现经济共同体将加快本区域内资金、商品、人员、技术、管理的互联互通,有力促进东南亚经济整体发展。



# 东南亚：调整政策应对市场变脸