

国际资本动荡 因美联储而起

肖立晟



编者按: 美联储的前瞻性指引是美联储影响市场预期最重要的货币政策工具。在国际金融危机之后,为了保证本国利益最大化,美联储屡屡使用这一货币政策工具,国际资本市场动荡也因此而起。

美联储是否退出量化宽松是国际资本流动的重要原因。但是,为什么在美联储并没有实施任何实质性举措时,市场就开始出现种种异常现象,这是因为美联储前瞻性指引是当前国际资本流动的主要动因。今年6月下旬,美联储议息会议宣布,将于2013年下半年开始逐步紧缩量化宽松货币政策,并可能于明年年中全面停止刺激措施,受此因素影响,国际资本开始大量流出新兴市场。根据国际金融协会(IIF)的估计,2013年,新兴市场的国际资本流动已经经历了一轮短暂的周期性波动。2013年年初,主要新兴市场国家(包括金砖国家、土耳其、墨西哥和印度尼西亚)的国际资本流入达到2800亿美元的峰值,6月美联储宣布即将退出量化宽松,国

际资本流入第三季度跌至谷底,仅1250亿美元。9月美联储意外放缓退出步伐,国际资本可能再度流入新兴市场国家,有望在四季度达到1700亿美元。

美联储货币政策的变化是国际资本流动的风向标。国际金融危机爆发后,美联储实施量化宽松货币政策,国际资本的大进大出表现得淋漓尽致。当美联储释放流动性时,国际资本大量流入新兴市场,促进

信贷规模迅速增长,经济增长出现过热,金融体系稳定性下降;在美联储释放退出量宽信息时,市场预期全球流动性即将下降,国际资本又大量逃离新兴市场,触发汇率迅速贬值。这一循环系统也被称为全球金融体系的金融周期。全球金融周期的核心指标是美联储的货币政策,一旦美联储实施宽松的货币政策,全球主要金融资产的风险会随之下降,各国投资者的风险偏好

也随之下降,吸引了更多的资本流入和信贷扩张,进一步推动资产价格和企业的抵押品价值上升,导致利率水平下降并增加银行杠杆率,滋生金融市场泡沫。与之相反,当美联储实施紧缩的货币政策时,投资者的风险偏好会迅速上升,资本流出新兴市场,利率上升刺破金融泡沫,产生金融危机。这正是当前新兴市场国家对美国退出量化宽松的担忧。

国际资本闻风而动

前瞻性指引影响预期

前瞻性指引是美联储影响市场预期最重要的货币政策工具。美联储认为,非常规货币政策包含两个主要政策工具:其一是量化宽松货币政策,其二是中央银行货币政策的沟通渠道,也被称为前瞻性指引。两类政策工具分工侧重各有不同,量化宽松货币政策致力在零利率基础上进一步货币宽松,恢复金融市场的运转和媒介作用,消除尾部风

险;前瞻性指引则侧重管理市场预期,降低市场波动。

在美联储开始实施退出量化宽松货币政策计划时,前瞻性指引是当局影响市场预期最重要的货币政策工具,也是造成国际资本流动波动的主要动因。次贷危机爆发后,美国短期利率已经降至零,市场对未来的短期利率预期出现分歧。传统的利率传导渠道失效,常规货

币政策不足以影响市场预期,因此,美联储在2008年推出了量化宽松货币政策,稳定了全球金融体系,消除了尾部风险。但已有的研究表明,仅依靠美联储扩张资产负债表,可能难以对经济增长产生持续有效的影响。

事实上,在零利率环境下,购买私人或政府资产并不能稳定未来短期利率的变化路径,因为投资者难以确认美联储何时会出

售已经购买的资产或者进入新的加息通道。在危机期间,要让企业增加长期投资,必须让他们相信利率在很长的时间内都不会上升,即使经济复苏,利率也不会快速上升。此时就需要依靠美联储的信誉和良好的市场沟通。2012年,美联储正式推出沟通策略前瞻性指引,明确确定年通胀率目标为2%,并且在失业率降低至6.5%之前,将继续执行量化宽松货币政策。这相当于为美联储采取其他措施刺激增长奠定基础,也进一步降低了市场对于货币政策前景的不确定性预期,使增加购买资产的措施变得更加有效。在最初的一段时间,美联储的前瞻性指引发挥了不错的效果,稳定了市场预期,降低了长期利率水平。

退出信息混乱引发波动



随着时间的推移,美联储释放的信息开始变得逐渐混乱,引发国际资本流动的动荡。这主要是因为市场对失业率指标的理解出现了分歧。在2012年初,美联储指出,在劳动力市场出现“实质性改善”后,就可以开始退出量化宽松,但是并没有对“实质性改善”状态作出说明,这引发了各方不同的解读,例如圣路易斯联储主席詹姆斯·布拉德认为只有失业率降低到7.1%以下时劳动力市场才表现为实质性改善,而芝加哥联储主席查尔斯·埃文斯认为只有新增就业人口达到每月20万人以上,美联储才应考虑停止资产购买计划。

这种混乱的沟通方式导致市场错误理解了美联储的退出信息,认为在2014年以前量化宽松货币政策都不会退出,资本开始大量流入新兴市场国家。然而,2013年6月,伯南克明确指出,当失业率降至7%时,意味着就业市场出现“实

质性改善”,并且有可能在今年晚些时候削减月度购债规模,这一退出时间表远远超出市场预期,引发国际资本从新兴市场国家大量流出。随后,9月,美联储宣布继续维持宽松货币政策不变,再度出乎市场预期,引发资本回流至新兴市场国家。

美联储之所以不断释放混乱的信息,可能是选择了失业率这一错误的门槛指标。量宽货币政策的目的之一在于降低失业率。但是人们发现,美国失业率的下降在一定程度上是由于人们退出求职队伍,不再寻找工作,因而不再算作失业者,真实就业人数可能并没有上升。在这种情况下,失业率的变化也许并不能反映经济真实的复苏程度,而这也导致美联储内部,以及市场对是否退出量宽产生了分歧。这一分歧会随着美联储的议息会议扩散到全球资本市场,引发国际资本流

动的动荡。

面对全球金融周期的逆转,新兴市场经济体需要综合运用宏观审慎监管和资本管制政策,管理和监督国际资本流动。

当资本流入影响到本国的信贷周期和金融稳定时,可以考虑通过宏观审慎监管进行逆周期操作政策来应对资本流动,如果宏观审慎监管的工具还不足以应对资本流入的冲击,就可以考虑对资本流入进行管制。例如,当本国居民通过本国银行体系借入外币过多产生信贷激增时,可以首先通过加强对本国银行体系的审慎监管防范资本流入风险。若本国居民是直接从事国外银行借入资金,宏观审慎监管政策就会失去效力,此时就可以考虑采用资本管制来限制资本流入。

(作者单位:中国社科院世界经济与政治研究所国际金融研究室)

瑞士严密防范 国际资本流入

□ 陈建

尽管过去一个时期美国退出量化宽松货币政策的预期大幅增强,但国际资本仍在持续流入瑞士,瑞士法郎继续承受着强大的升值压力。为此,瑞士央行近日表示,尽管金融市场的严峻形势出现缓解迹象,但瑞郎估值依然偏高,目前不仅没有理由讨论取消1欧元兑1.20瑞郎的汇率下限问题,而且该行还准备为维持汇率下限而在必要时采取进一步措施,包括通过无限量购买外汇来实施汇率限制。

瑞郎是瑞士和列支敦士登的法定货币,由瑞士央行发行管理。第一次世界大战后,瑞郎获得了“避风港货币”的声誉。2008年国际金融危机爆发,瑞士因其国内形势稳定,经济增长强劲,以及政府债务总额在国内生产总值中占比不到40%的低水平,引发国际资本持续、大规模的涌入。2011年4月后,美国主权信用评级下调和欧债危机持续恶化,更使得瑞郎成为备受投资者青睐的“避风天堂”,瑞郎对欧元、美元汇率持续攀升。仅在截至2011年8月的一年中,瑞郎就对美元升值近40%,对欧元升值30%左右。迄今为止,以避风为目的的国际资本仍在持续流入。即便是在美联储缩减量化宽松规模的预期大幅增强后,瑞郎仍然承受着持续的升值压力。

国际资本的无序流入直接影响到瑞士正常的生产秩序和物价稳定,对瑞士经济构成严重威胁。随着本币汇率飙升,瑞士出口产业陷入困境,旅游收入大幅减少,经济衰退风险加剧。统计数据表明,2012年瑞士经济增长率为1%。根据瑞士央行发布的预测,2013年瑞士经济将仅增长1%至1.5%,2014年和2015年更是可能进一步下滑到0.2%和0.7%。

在此背景下,瑞士政府和央行达成共识,要不惜一切代价维护汇率稳定。2011年9月6日,瑞士央行宣布实施1.20瑞郎兑1欧元的汇率下限政策,即不允许瑞郎对欧元汇率低于1.20瑞郎兑1欧元的水平。日前一份针对36位汇市策略师的调查结果显示,有31人预期,到明年6月前瑞郎汇率下限将维持在当前水准。瑞士央行表示,设置欧元对瑞郎汇率下限是避免货币环境恶化的重要工具,“无限量地购买流入的外汇”,就是要务求稳定“被极度高估的”汇率。瑞士央行的这一举措,被认为是其近10年来所采取的最激进的汇率政策。

随着这项措施的推出,瑞士央行加大了购买外汇、入市干预的力度。瑞郎对欧元汇率呈现持续震荡态势,虽然欧元汇率曾多次短时间突破1.20瑞郎的下限,但均因瑞士央行入市干预而转为走高。最新统计数据表明,瑞士央行5月份外汇储备规模为4414亿瑞郎,较3月份增加77.55亿瑞郎,在国内生产总值中所占比重高达70%左右,大大高于2008年国际金融危机爆发前不到10%的水平。目前,在欧洲,只有挪威央行的全球养老基金和俄罗斯央行的外汇储备足以同瑞士央行的储备资产规模相媲美;在全球,瑞士央行的国际资产也已超过新加坡、印度和巴西等国家。

与此同时,瑞士央行持续维持着低利率政策。迄今为止,瑞士央行已连续第九个季度将瑞郎的3个月期伦敦银行同业拆借利率的目标区间保持在0%至0.25%的范围不变。瑞士政府相关机构与瑞士央行共同组成的工作组甚至还曾一度调研用负利率政策来控制资本流入、阻止瑞郎升值的可行性。由此可见,为抑制国际资本流入、促进经济增长,瑞士央行将继续全力捍卫瑞郎汇率。



日本受美国政策影响资金外流

本报驻东京记者 闫海防

日本媒体最近发表系列文章详细分析了美国退出量化宽松政策后对日本经济的影响,许多经济专家认为,日美货币政策的一紧一松可能导致日本国内资金大量外流。由于美联储收紧货币投放的闸门,美利率将随之上升,充斥于日本市场的过剩资金会趋利而至,大量进入美国市场,日本的投资商将选择安全风险较低的美国国债作为投资目标。

日本已经是美国国债持有率最高的国家之一,未来一段时间,日本将成为最大的美国国债持有国。为此,对美元的需求将上升,长期看日元可能进入疲软期。尽管日元不会出现大幅快速贬值的态势,但美元坚挺

的趋势短期难以改变。

日本对美国的金融和货币政策非常关注。美国一旦调整量宽政策,日本将面临巨大的国际压力。国际社会对经济已经明显复苏却仍坚持大规模量化宽松政策的日本将愈发不满,因为日本放任日元泛滥并贬值不仅冲击国际金融市场,而且给一些发展中国家的出口造成困难,促使这些国家在通胀压力增加的情况下仍不得不采取本币贬值的政策。

尽管如此,日本政策当局依旧我行我素地推行量化宽松政策。日本央行在10月4日结束的金融政策决定会议上以全体一致的表决同意继续坚持两年内将基础货币增

加两倍的大规模量化宽松政策。不仅如此,央行总裁黑田会后对媒体说,如果美国的货币政策和日本政府的增税政策对经济复苏产生不利影响,央行将考虑推出进一步的宽松政策。据最新报道,截至9月末,日本的基础货币已经达到185万亿日元,比年初增加了37.7%,按照每月7万亿日元投放量计算,年底突破200万亿日元已无悬念,黑田暗示的“进一步政策”可能是以其他方式进一步扩大货币投放量。

日本的投资商分析,至少到明年一季度,日本政府和央行都不会改变现在的金融和货币政策。因此,日元资金除了流向美国市场外,还将集中进入日本

的股市和房地产市场。前几个月,由外资、特别是美资引领的日本股市将发生逆转,外资大幅退出日本股市,取而代之的是日本国内资金。由于日本“申奥”成功,加之日本提高消费税后又推出5万日元经济扶持措施,与奥运相关的交通、运输、建筑等行业的股票开始走高,未来上升空间极大,并带动整个股市升温。此外,近来,与奥运相关的地带吸引大量资金进入,地价快速上涨。据有关机构调查,近期东京奥运场所周边地价已经上涨了5%至7%,有上千亿日元资金进入该地区。日本股市和房地产市场将成为日元资金的“吸纳器”。



本版编辑 于建东 李红光
版式设计 邵颖