

美元急剧升值叠加宏观经济失衡 部分新兴市场货币剧烈震荡

作者 | 研究发展部 王青 冯琳

6月7日，土耳其央行宣布将一周回购利率从16.5%上调至17.75%；而5月阿根廷更是接连3次加息，将贷款利率推升至逾40%；近日印度也启动四年来的首次加息行动。今年4月下旬以来，包括上述在三国在内的多个新兴市场货币大幅贬值，外汇流出压力巨大，被迫通过加息打起“货币保卫战”。

一、本轮新兴市场货币震荡的直接导火索是4月17日之后开始的美元急剧升值。在此后短短一个半月时间内，美元指数大幅走高6.2%。作为对比，2017年美元全年才波动10%左右。美元急剧升值导致外部脆弱性突出的部分新兴市场国家货币风险爆发，短时间内出现本币大幅贬值，相关国家央行被迫先后上调本国政策利率应对，以缓解大规模资金外流、外汇储备急剧缩水压力。

近期美元走强且完全抹掉年初以来的跌幅，一方面源于美债收益率上行，美国与欧盟、日本等主要经济体利差扩大。其背后是伴随美联储持续“缩表”，支撑美国长端利率走高——2008年金融危机之后，正是美联储连续3轮的量化宽松、扩张资产负债表操作，压低了包括十年期美国国债收益率在内的长端利率。

另一方面，本轮美元走强则是近期市场对未来美国与欧洲、日本央行货币政策预期差发生修正。四月份以来，伴随美国与欧、日等主要经济体宏观数据的发布，市场看到美国通胀走高，经济景气水平处于高位；而欧元区 and 日本的物价走势转向低迷，宏观经济景气似有触顶迹象。由此，市场认为未来美联储有可能加快加息步伐，而欧洲和日本央行则在退出宽松货币政策方面面临更大阻力。

年内美联储将按部就班地推进“缩表”计划，全年“缩表”规模将达4200亿美元，较上年增加3900亿。这样美债收益率仍有望在当前3.0%左右继续小幅上行。而在特朗普政府税改政策刺激下，短期内美国经济增速也将继续处于相对高位，强劲的就业和逐步上移的通胀数据都会推动美联储保持年内4次的加息节奏。因此，除非接下来欧洲和日本央行在退出量化宽松政策上采取超乎市场预期的行动，否则美元指数在年内有望继续保持强势。美元走强将对依赖美元资金流入的新兴市场国家带来资本外流、汇率承压等不利影响。

二、本轮新兴市场货币震荡的根本原因仍是相关各国自身存在脆弱性。这种脆弱性或内在压力可大致分为两类：一种是经济领域的宏观失衡现象，特别是经常项目长期处于较高逆差状态，不得不依赖举借外债或吸引短期外资流入来维持国际收支平衡。这其中的代表是土耳其、阿根廷、巴西和印度等国。其中土耳其近10年来年均经常项目逆差与GDP的比值高达5.0%，其他国家年均逆差水平也普遍处于2.0%以上。

第二种是政治稳定性不足，或市场对政府施政能力缺乏信心。前者在土耳其表现尤为明显。2016年末遂军事政变后，土耳其国内局势持续处于紧张状态，市场对埃尔多安政府未来政策走向疑虑重重。后者则在巴西和阿根廷两国表现较为突出。巴西政局动荡状况在今年10月大选前将难现根本扭转；阿根廷马克里政府在2015年上台后，迟迟无法解决该国高达两位数的高通胀问题——货币的对内贬值易于引发对外贬值。

因此从根本上来说，政府能够采取强有力的政策解决宏观失衡问题，才能筑牢抵御外部冲击的“防波堤”，单纯依靠积累外汇储备不能从根本上改善“免疫力”。

三、新兴市场货币震荡未来走势仍存不确定性，相关启示值得重视

经历了这一波美元急剧升值引发的新兴市场动荡之后，脆弱性显著的国家率先出现了大幅波动。接下来是否会向更多国家扩散，将取决于美元走势及其他国家能否采取恰当的应对

策略。在当前市场波动性抬头的背景下，各国政府尤其要在推动经济增长与控制商品与资产价格膨胀、缓解外部脆弱性等方面把握平衡。可以预期，在经历了相对平静的 2017 年之后，国际金融市场的波动性将在 2018 年出现显著上升。

此次危机对中国的启示除了以上内容外，还包括要注意控制短期外债规模过快增长。我国外债规模总体较低，但短期外债占比偏高。近日国家发改委、财政部两部委联合下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，重点是针对房地产企业和地方政府融资平台无序举借外债行为进行规范。这表明政府已开始未雨绸缪，着手防范外债风险。

此外，我国在推行金融业双向开放，推进资本项目可兑换的同时，也要同步强化金融监管能力，密切监控市场风险情绪；必要时实施一定资本管制，遏制市场恐慌情绪，巩固市场对政府应对外部冲击的信心。

声明：本文是东方金诚信用的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本文引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚信用进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚信用对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本文的著作权归东方金诚信用所有，东方金诚信用保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚信用且不得篡改或歪曲。