

BLU PUTNAM, 芝商所首席经济学家  
SAMANTHA AZZARELLO, 芝商所经济学家

2014 年 2 月 27 日

# 新兴市场动荡是否正在减弱？

本报告中的所有示例均为对各类情形的假设性解释，仅作说明之用途。本报告中的观点仅反映作者观点，并不一定是芝商所或其附属机构的看法。本报告及其中所含信息不应被视为投资建议或实际市场经验的结果。

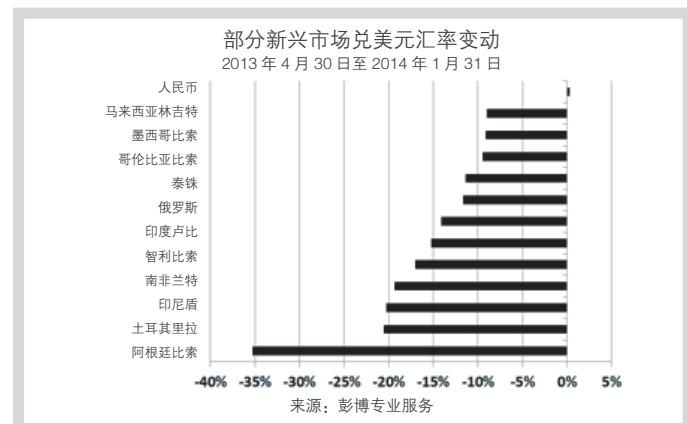
尽管很容易将新兴市场 ( EM ) 归类于简便而上口的缩写，而且还可延伸到某种广泛的资产类别，但这并不一定是最明智的。正如美国、英国、日本和欧盟等发达国家一样，所有国家都有着明显而不尽相同的结构性问题、政治和基本动态等问题，而新兴市场国家的该等差别则更加明显。不过，与发达国家相比，与新兴市场板块相关的证券经常比较缺乏流动性，因此轻信该等普遍性（特别在流动性受到考验的市场抛售期间）会加剧市场影响并产生金融危机的蔓延。这还意味着那些让流动性得到改善的市场发展可能会有助于制止未来金融危机的发生。

本报告将分析新兴市场国家最近出现的市场危机的起因和机制。我们的主要结论是 2013 年美国股市表现比较出色、许多新兴市场国家的经济增长减速、政治风险上升以及流动性较低的市场上发生的资产配置转移是 2013 年春季以及跨 2013 和 2014 年冬季发生的金融危机的四大起因。有人认为美联储逐步退出量化宽松政策为新兴市场货币市场抛售的主要原因，不过我们并不属于该阵营。为说明新兴市场之间的差别，我们将大致描述一下巴西、印度和中国在面临金融危机恐慌时以及在其自身政治和经济变革的背景下管理其货币时会遇到的主要问题。我们还认为，更加活跃地交易新兴市场外汇的无本金交割远期协议 ( NDF )，加上历经数年经济停滞之后的美国经济得以改善以及欧洲出现的温和增长，都将有助于新兴市场在 2014 年的稳定。不过，这个基于经济前景的较为乐观的市场格局最终还要取决于政治风险将会如何演变。

## 最近新兴市场发生金融危机的起因

金融危机经常会城门失火，殃及池鱼，影响那些毫无戒心并且不一定做错事的各方。在 2013 年 5 月至 6 月及 2014 年 1 月出现的新兴市场抛售的过程中，我们首先从回顾美国市场开始，对其可能的原因加以分析。

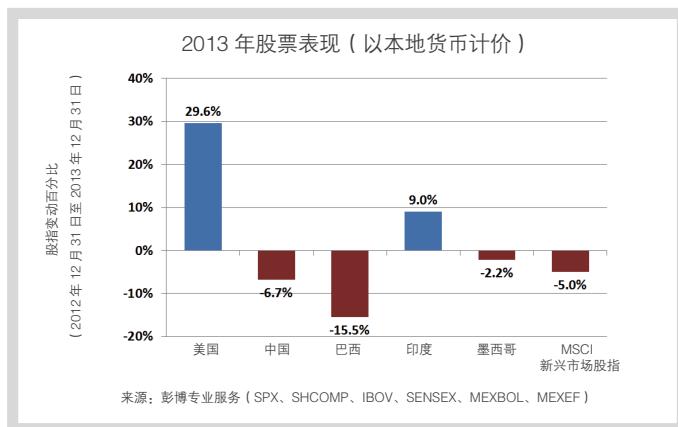
图 1



虽然美联储前任主席本·伯南克 2013 年 5 月发表“逐步退出量化宽松政策的言论”以及联邦公开市场委员会 ( FOMC ) 于 2013 年 12 月作出开始逐步退出资产购买 ( QE ) 的正式决定，但美国股市还是冲上新高。尽管美国 10 年期国债收益率从 2013 年 4 月的不足 1.7% 上涨至 2.6%-3.0% 这一新区间（这比“逐步退出量化宽松政策的言论”之前要高出整整 100 个基点），美国股市还是创下新高。美国股市在 2013 年无视美联储即将推出逐步退出量化宽松政策的政策变化，以及美国债券的过度抛售，强烈表明量化宽松政策并非新兴市场金融危

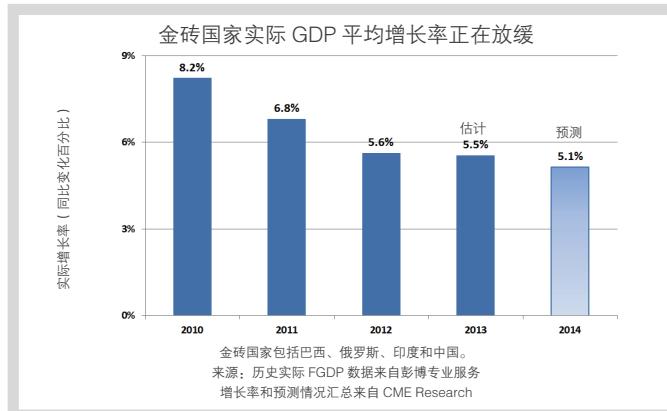
机的罪魁祸首。美国股市的活跃表现（这与美国债券收益率上涨直接相悖）使我们得出这样的结论，即新兴市场发生两次金融危机的一大主要原因在于美国股市的出色表现，而不是逐步退出量化宽松政策。由于新兴市场股市在 2013 年表现糟糕，资产配置策略自然要让资产从该类市场中脱身。

图 2



美国股市相对出色的表现不仅是由于美国经济走强，同时还是许多新兴市场国家经济增长减速以及政治风险增加的共同因素所致。正如我们 2013 年 12 月 9 日的报告《增长放缓的金砖国家面临结构性挑战》当中所分析的一样，四大新兴市场（巴西、俄罗斯、印度和中国）的经济增长一直在放缓，其中实际 GDP 增长率的加权平均值从 2010 年的 8.2% 降至 2013 年的 5.5%（估计值）和 2014 年的 5.1%（预测值）。

图 3



从政治风险的角度来看，挑战包括叙利亚内战在内，该内战由于神经瓦斯袭击以及相关的美俄外交关系而变得复杂。同时，土耳其广场发生针对发展计划的游行示威，以及政府丑闻达到顶点。在巴西，中产阶级居民涌到街道上要求改善政府服务，尽管政府为 2014 年世界杯和 2016 年奥运会作出了大量基础设施的投入。在泰国，政治动乱一直威胁着大选进程。印度竞选活动在不断升温，政治权力有可能要发生大转变。阿根廷正面临严重的通货膨胀，货币贬值和政治全面混乱等局面。乌克兰的紧张政治气氛以演变为暴力冲突。这些紧张局势当中有的得到缓解，但有些则持续多年，不过自始至终，美国股市一直保持上升态势，并且创下历史新高。

美国股市强劲反弹，与此同时，许多新兴市场国家经济增长放缓，政治风险增加，诸多因素加在一起使全球许多资产配置机构（如养老金、储蓄保险、主权财富基金等）远离新兴市场国家，将其资产配置政策转向美国股市和其他成熟工业市场。资产配置的变化使新兴市场股票与货币同时受到打击。从一系列流动性较低的敞口或市场转至流动性大得多的市场则会带来另一系列的动态变化。随着越来越多的市场参与者达成一致意见，决定“离开”某种资产类别，抛售效应则会由于有限的流动性而加剧，而这也进一步强化了金融危机的实际表现。

这就是说，当投资者迫切需要排除特定资产类别的风险，或者市场情形表明投资氛围发生转变时，那么本能上首先要做的就是全面削减问题资产类别的头寸。这种情形经常在由第三方为大型基金或机构投资者管理大量资产时发生。

例如，如果一家大型全球养老基金或主权财富基金决定将资产配置从新兴市场国家敞口转出，那么这可能就意味着第三方新兴市场资产产品经理将会不断抽出资金，随后他们必须快速筹措现金来返还给投资者。通常，这就意味着卖啥都没太大区别。而在现实情况当中，在投资组合或基金经理减少头寸时，他们是这样做的：以最快速度卖出可以卖出的产品，其中流动性高的资产将会首先被抛售。由于新兴市场流动性最好的敞口通常是与

其相对应的货币，而且再加上卖出任何本地货币计价的证券还要涉及到卖出该货币并将收益转换成美元或者任何其他主要货币，因此新兴市场货币和资产的抛售通常会发生货币贬值风暴。在该过程期间，同一资产类别当中不同风险敞口对之间的关联性会增加。

通常来说，在最初的热潮之后则会出现一段较长的微调间歇期。在此期间，新兴市场基金经理开始重新调整敞口来优化其投资组合并适应环境的变化，同时利用当前机会来在新兴市场买入抛售潮之后可能剩下的估值偏低的资产。

实际上，这有助于认清从 2013 年 4 月 30 日至 2014 年 1 月 31 日的整个期间的情况，并且有助于将新兴市场外汇表现划分为三个不同的时期。如图 1 所示的新兴市场国家现货汇率当中，期间 9 个月中有代表性的变化，贬值幅度介于 9% 至 21% 之间，其中，阿根廷货币贬值幅度最大 ( -35% )，而另一方面，人民币小幅升值 ( +0.3% ) 则反映另一方向。

整段期间采用分散性量化测度的目的是要利用新兴市场现货外汇变动百分比的标准偏差。就该标准而言，0% 的标准偏差表示完全相关：他们同步变动，并且幅度相同。较高的标准偏差表示分散性较高，波动关联性较低。对于我们示例中的国家（参见图 1）的货币兑美元来说，整段期间的分散性测度为 8.4%。如果除去两个极端（阿根廷与中国），那么对于其它新兴市场货币组合来说，分散性测度则降至 4.5%。在较短的金融危机期间，该分散性测度甚至还要低，这反映出新兴市场货币波动的关联性更大，并且更为紧密。

首轮金融危机与美联储“初步退出量化宽松政策的言论”相关，发生在 2013 年 4 月 30 日至 7 月 5 日期间。在

此阶段，新兴市场外汇波动的标准偏差接近 3.0%（阿根廷与中国除外），这反映出新兴市场货币波动联系非常紧密，也正是因此贴上了金融危机的标签。不过正如我们所认为的一样，由于当时新兴市场还存在重大政治问题和社会骚乱，因此“逐步退出量化宽松政策的言论”可能会构成一种虚假的关联。

从 2013 年 7 月 6 日至 12 月 31 日的期间当中阶段则没有太大关联，分散性测度上升至 5.4%（阿根廷与中国除外）。该时间段中，不同国家差别再次比金融危机显得更为重要。新兴市场货币汇率波幅范围扩大，其中有些货币得以稳定（如俄罗斯卢布 ( +1.4% ) 和墨西哥比索 ( +0.3% )），而有些货币则大幅贬值（如印度尼西亚卢比 ( -18% )）。

随后在 2014 年 1 月，新兴市场货币的汇率波动再次表明其强大的关联性。我们的分散性测度降至 2.1% 的低位（阿根廷与中国除外），这表明在这一短暂期间它们的关联非常紧密。

需要注意的是，金融危机蔓延期相对较短，仅为 1 至 2 个月，随后各国之间的差别很快就开始重新浮出水面。我们将在最后一部分再次讨论这个问题，不过我们认为市场流动性的改善以及新兴市场货币更为活跃的交易可能会有助于减轻金融危机的蔓延程度，不过在政治风险升温的前提下，情况可能会在某些特定国家集中体现。

### 三项个案研究

为突出说明不同新兴市场国家的差别，我们来看看三个最大的新兴市场国家：巴西、印度和中国。在此期间（2013 年 4 月 30 日至 2014 年 1 月 31 日），巴西雷亚尔下挫 17%，同时 Bovespa 指数下跌 15%。与巴西雷亚尔情

况类似，印度卢比贬值幅度为 14%，但印度的 SENSEX 指数却上涨了 5%。而在货币波幅受到限制的中国，人民币升值近 2%，但上证综指同期下跌超过 6%。货币发生的情况并不一定发生于股市，这一点表明需要对各国分别进行分析。

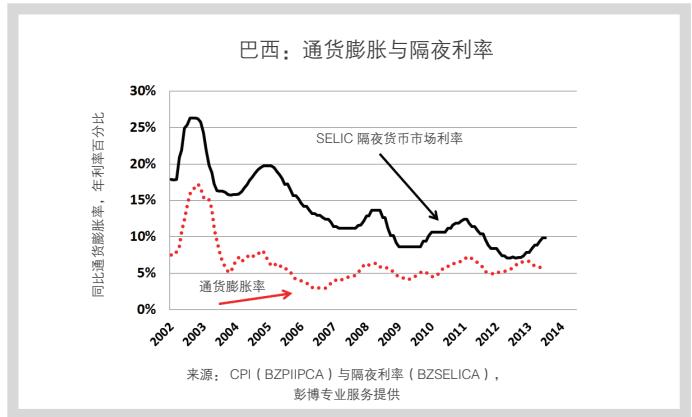
**巴西** 巴西在新兴市场外汇与股市动荡中是一个比较有趣的个案，原因在于在金融危机发生之前正好开始其利率收紧周期。即便如此，但正如上段所提，巴西雷亚尔还是受到重创，在发生问题的期间汇率暴跌。央行于 2013 年 4 月开始收紧短期利率，总的来说，SELIC 基准隔夜利率连续七次上调，从 7.25% 升至 10.5%，此为央行采取的一项积极行动。最初的利率调整举措可能是出于对通货膨胀的担忧，不过随后的利率调整举措更多的是由于汇率下跌所致，但这又被视为增大了可能发生的通膨压力。相比之下，虽然巴西的短期利率上涨，但墨西哥比索同期利率实际上却稍有下调。不过墨西哥比索略微稳定，下跌幅度略少于巴西雷亚尔的一半。

在通常情况下，新兴市场经济体对利率的敏感度不如成熟工业经济体。不过在经济增长受到挑战时，利率也会收紧。巴西在 2013 年的 GDP 同比增长率估计介于 2.0% 至 2.5%，这比 2010 年的 7% 明显减少。恰逢货币动荡之前经济增长的放缓可能正是去年股市表现不佳原因之一，而资产配置从新兴市场转移所带来的货币抛售使情况更加恶化。

图 4



图 5



**印度** 印度面临难以解决的潜在结构性问题。印度政府不断上升的补贴的规模是政府财政健康的心头之患。特别是石油补贴是经常账户赤字不断扩大的罪魁祸首之一。目前印度 80% 的石油为进口，这非常惊人，但其国民为此而获得巨额补贴。黄金进口同样是经常账户赤字的另一因素，即便黄金进口关税上调也只是杯水车薪。印度经常账户赤字越来越大，已达到 GDP 的 5.8% 左右。

鉴于印度实施比较严格的货币与资本管制，因而经常账户在货币选择方面的作用越来越重要。如果国家限制资本流动，那么在经常账户中赤字增加时吸引用于抵消的资金流则面临更高的挑战。例如，印度高度依赖外国直接投资 (FDI)。FDI 会由于市场参与者的风险偏好和承受程度（尤其是政府对外资在印度运营的公司所有权的态度）而不太稳定。短期资本流入会在 FDI 放缓时填补空缺，但只是按较低的卢比价格来计算，而这可能推高将来通货膨胀压力。不过与此同时，印度以本地货币计价的股票却温和上涨。

对于出口行业的许多公司而言，卢比贬值被认为是对其收益的长期利好的因素，而且并未像巴西那样受到人们对政治风险担忧的影响。

图 6

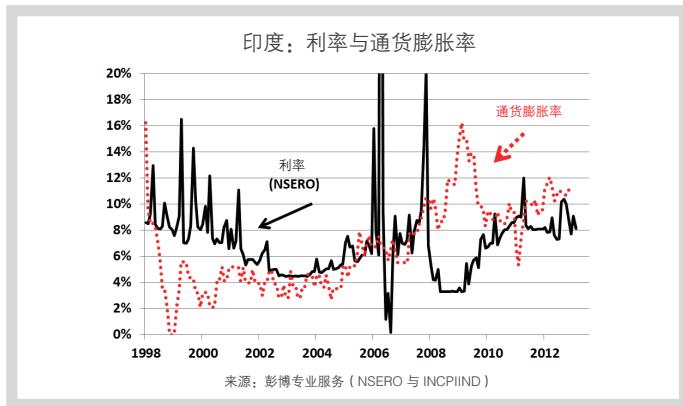


图 7



政治风险对印度的影响也在不断上升。目前距下届大选仅剩两个月，而民意测验表明印度国大党（索尼娅·甘地和拉胡尔·甘地领导的党派）可能会大败于印度人民党手下。这仍可能会让新首相的人选悬而未决，原因在于它非常难以争取到议会的多数票。这是自 1989 年以来未曾发生过的情形。

中国 中国过往的经济增长模式主要依靠大规模的基础设施建设，政府在经济诸多领域占主导地位。随着中国经济不断增长并实现现代化，政府主导的新一轮大规模基础设施项目的经济效益自然递减。而在将来，中国的目标可能是实现服务业的现代化，并且放开包括货币、利率和能源价格在内的要素价格。就目前而言，中国仍在实行具有一定限制性的货币管制，并且在通常情况下将汇率变动限制在较小的范围内。

图 6

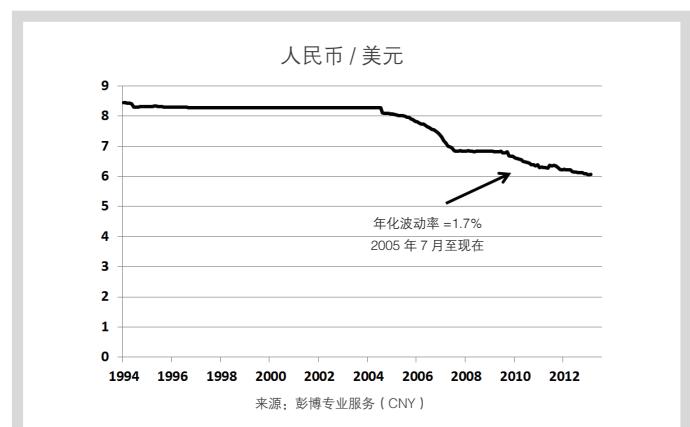
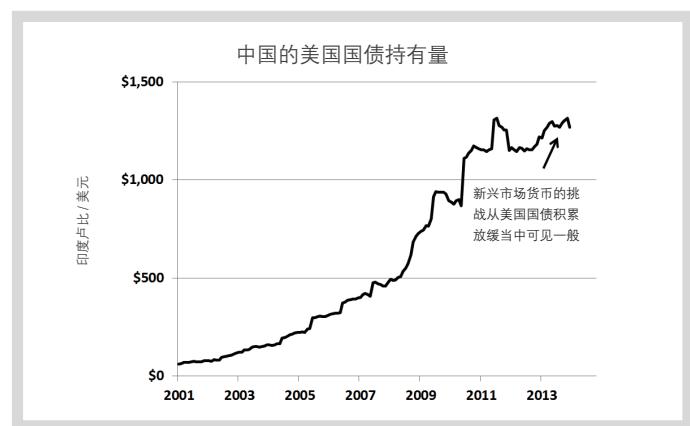


图 7



在全球资产配置转移给中国市场带来的影响方面，资本管制与货币政策可能会带来误导。中国经济正在逐渐放缓的道路上，实际 GDP 增长率从过去数十年的 10% 降至 2013 年的 7.7% 左右，2014 年可能只有 6.5% 至 7.0%。有鉴于此，中国股市在新兴市场股票普遍遭到抛售的大潮中并未能独善其身。上证综指在整个 2013 年下跌 6.7%，而且在 2014 年继续下挫 4%。

同样，我们还注意到寻求限制汇率波幅的国家往往会出现波幅会转移到外汇储备的变化方面（外汇储备为控制汇率变动的基本工具）。事实上，中国在 2013 年 12 月成为美国国债的净卖方，这表明人民币受到下行压力。

## 未来格局

我们认为新兴市场在经济格局方面正在变得积极，而在政治格局方面则仍有一定的风险。根据我们对新兴市场的全面分析，以及我们进行的三项个案研究，我们得出以下几点结论：

首先，2013 年和 2014 年初新兴市场货币被抛售是由于美国股市表现相对出色，许多新兴市场国家经济增长减速，以及新兴市场政治风险加大等因素共同作用所致，并且由于新兴市场货币与股票市场比较缺乏流动性而加剧。值得注意的是，本文对新兴市场外汇金融危机的解释中并没有像许多市场分析人士所说的那样，即美联储逐步退出量化宽松政策在很大程度要为规避新兴市场风险的市场环境负责。

其次，虽然评论家经常将此类发生的事件描述为“新兴市场板块金融危机”，不过实际上新兴市场不同国家之间的外汇与股票市场还是存在明显的巨大差异。波幅最大的是那些本国政治风险日渐抬头的货币，如阿根廷比索和土耳其里拉。此外，货币管制比较严格的国家并不能置身事外。印度卢比大幅贬值，而中国在面临市场下行的压力时则变为美国国债净卖方，来使其货币在目标范围内波动。

第三，市场发生任何风暴之后，通常会出现两种截然相反的情景：（a）风暴将会减弱，并且在此之后将会出现绝佳的买入机会，或者（b）风暴将会加强，而外汇和股票将进一步下跌。在我们看来，风暴减弱的可能性目前占据上风。原因是美国较为稳健的增长以及欧洲经济出现一定程度的温和改善将会为全球贸易流动提供坚实的基础，而新兴市场外汇在此基础上将可走稳。但是从政治的角度出发，我们发现许多国家还继续存在较高的风险。这让我们预期新兴国家汇市与股市表现在 2014 年可能会发生极大的分化，具体情形要取决于当地政治风险的演变。

第四，令人鼓舞的乐观情景是，越来越多的新兴市场货币交易活动在伦敦，在芝商所全球电子平台上，以及在区域性离岸中心和交易所。此外，甚至在由于国内原因而受到利率管制和资本流动限制的地方，无本金交割远期货币的交易活动日渐增加。越来越活跃的货币交易正是全球经济一体化逐步提升的一大迹象，而且意味着市场一直在不断发展，并提供所需的流动。该趋势有助于建立更有力的联系，使新兴市场国家可更快地从成熟工业世界经济状况的改善受益。

此外，由于金融危机的蔓延，新兴市场国家和某些中央银行经常会认为其货币是市场上一些投机活动的受害者。我们对此却有着不同的观点：这是受到货币流动程度的严重影响所致。在缺乏流动性的国家，全球资产配置转移就有可能更为激烈，并且会助长金融危机。而在流动性比较充沛并且交易活动比较活跃的国家，金融危机就不太可能发生。资本管制与流动当属鱼与熊掌，不可兼得。限制资本流动的国家使之难以取出资金，因此外国投资者对投资（将资本注入该国）非常慎重。相反，如果资本和货币流动较为自由的国家实际上在吸引资本方面有着更大优势。换而言之，如果有人告诉我，我可以随时取走资金，那么我会把资金投入进去，而有人告诉我不可能取走资金，那么我就不投进去。

因此，流动性和交易活跃性得到改善有可能会让国家差异表现出来，同时有可能减少未来金融危机的可能性。目前还有一些令人鼓舞的迹象，即哪怕在目前的金融危机中，流动性在未来几年内可能会有所改善，使未来不太可能出现金融危机或者危机可能不那么严重。首先，成熟工业国家（即日本、欧洲和美国）自 2008 年金融恐慌以来不太稳健的增长大大拖累了新兴市场国家的出口增长能力。其次，强劲增长期（2003 年至 2010 年）大潮的上涨使得所有“船只”均水涨船高，但是退潮后则吐露了各金砖国家中的各不相同的严重结构性挑战。除了经济增长放缓以外，上述提到的结构性问题已向全球投资者发出风险警报，这从新兴市场货币及股票在 2013 年受到的巨大压力可见一斑。

**如欲阅读更多市场洞察，请浏览 [cme.com/marketinsights](http://cme.com/marketinsights)。**

---

**本报告中的所有示例均为对各类情形的假设性解释，仅作说明之用途。本报告中的观点仅反映作者观点，并不一定是芝商所或其附属机构的看法。本报告及其中所含信息不应被视为投资建议或实际市场经验的结果。**

---

CME Group 是芝商所公司的注册商标。地球标志、CME、Chicago Mercantile Exchange 和 Globex 是芝加哥商业交易所股份有限公司的注册商标。CBOT 和 Chicago Board of Trade 是芝加哥期货交易所股份有限公司的注册商标。New York Mercantile Exchange 和 NYMEX 是纽约商业交易所股份有限公司的注册商标。COMEX 是纽约商品交易所股份有限公司的注册商标。

本手册中的信息由芝商所仅为一般用途而编制。尽管芝商所已尽其最大努力来确保本手册中信息的准确性，但仍不对任何错误或遗漏承担任何责任。此外，本手册中的所有示例均为假设情况，仅作解释之用，不应将其视为投资建议或源于实际市场经验的结果。

© 2014 芝商所版权所有，保留所有权利。