

海外专题分析报告

宏观经济报告

本报告的主要看点:

1. 对新兴市场国家系统性骤停现象进行了研究。
2. 将新兴市场经历的系统性骤停和欧洲的主权债务危机进行了对比。
3. 总结了资金流出现象发生后的合理政策取向。

对外资流出导致系统性骤停的研究;

基本结论

- 资金大量流出南欧国家的债券，部分新兴市场国家也出现了资金外流的现象，包括中国连续两个月的外汇占款的下滑和人民币汇率的多次跌停；这些现象和历史上的“系统性骤停”有相似性。
- 系统性骤停（SSS, systemic sudden stops）指的是资金在大量流入新兴市场后，突然流向逆转，大量流出新兴市场，造成相关国家经济和金融的大幅度动荡。在上个世纪80年代到本世纪初，主要发生在发展中国家的这种金融现象主导了全球的金融危机。
- 系统性骤停引发产出和吸收大幅度回落。从供给侧看，TFP的回落是产出回落最重要原因，这说明系统性骤停对于相关国家的打击是根本性的，背后的经济意义是要素从劳动生产率高的板块向劳动生产率低的板块转移。同时，相关国家实际汇率显著下跌、资产价格和托宾Q比例大幅度回落、居民消费崩溃，一些国家被迫放弃固定汇率制度，外汇储备大幅变化。
- 相关国家的贸易会在系统性骤停的冲击下逆转。表现在出口大幅度增长，而进口萎缩。这是由于系统性骤停使得相关国家的实际汇率和资产价格大幅度回落，但可贸易品仍能在国际市场以国际价格销售，从而导致出口竞争力的恢复。这也使得相关国家的外汇储备尽管在危机中耗光，但随后贸易的改善又使得该国的外汇储备逐渐恢复。
- 造成系统性骤停的主要原因有：世界利率的外部性；债务的美元化；体现在政府账户的不平衡、经常账户的不平衡和严重通胀等方面的宏观不稳定，再结合盯住的汇率体制也是容易被攻击的窗口；未做充分准备就贸然加入国际金融体系；本国私人部门与外资行动一致性的推波助澜等。
- 应对系统性骤停政策的短期要点：预防货币错配、放松货币政策、保持信贷稳定；中长期着眼于建立国家信用和货币信用、充分发展本币衍生品市场、审慎的宏观政策、建立充分发育的金融机构、发展本币债券市场。
- 当前欧洲与新兴市场系统性骤停的不同点在于，欧元区有足够大的央行。大央行的货币政策可以影响市场。欧元区相对上世纪后期的发展中国家，更容易获得外部的信用支持，避免了货币错配的发生。以上两点使得欧洲央行有能力扮演最终贷款人的角色。欧洲的信贷没有大幅滑落。
- 如果本国发生了系统性骤停，对于获得短期流动性的最好办法是尽可能通过贷款而不是变卖由于利率崩溃和资产价格崩溃后已经大幅度打折后的本国资产。那么对于施以援手的外国来说，最有利的是通过获得资产而不是提供贷款，同时趁有利时机廉价采购商品。
- 关于中国，为避免系统性骤停的发生，建议关注指标有：RMB本币债券市场的充分发展，包括国债和企业债市场的充分发育。RMB货币衍生产品市场的发展。金融机构在知识和能力上的充分发育。国家信用和货币信用。经常账户的平衡。一贯审慎的货币政策和财政政策。

刘锋 分析师 SAC 执业编号: S1130511040004
(8621)61038297
liufeng@gjzq.com.cn

李治平 联系人
(8621)61038205
lizhip@gjzq.com.cn

汪毅 分析师 SAC 执业编号: S1000511050002
(8621)61038200
wangyi@gjzq.com.cn

刘茜华 联系人
(8621)61356502
liuqh@gjzq.com.cn

内容目录

系统性骤停—对资本流动急剧变化的研究	5
一、上世纪 80 年代以后，发展中国家经历过的的系统性骤停	6
二、系统性骤停发生后的现象	9
系统性骤停引发产出和国内吸收的大幅度回落	9
相关国家居民的消费，也会因为系统性骤停的冲击而崩溃	10
引发相关国家货币的大幅度贬值	12
对相关国家外贸的影响	14
对相关国家资本市场的影响	20
个别国家危机爆发常常引发传染效应，最终影响不仅限于个别国家	24
对相关国家资产负债表的影响	25
对外汇储备的影响	26
对相关国家汇率体制的影响	27
三、系统性骤停的原因	29
世界利率的外部性	29
债务美元化	30
宏观的不稳定	32
获得外部资金支持的难度加大	33
贸然加入国际资本市场	33
本国私人部门扮演了推波助澜的角色	33
四、针对系统性骤停的政策应对	34
短期政策应对主要是满足市场流动性	34
中长期的政策应对包括，系统性建立国家信用和货币信用、充分发展本币衍生品市场、审慎的宏观政策、建立充分发育的金融机构	34
五、欧洲主权债务危机与系统性骤停	36
六、应对他国系统性骤停的路径	38

图表目录

图表 1: 阿根廷 2001 年危机	6
图表 2: 墨西哥 1995 年危机	7
图表 3: 巴西 1982 和 1988 年危机	7
图表 4: 巴西 1998 年危机	8
图表 5: 泰国在 1997 东南亚金融危机	8
图表 6: 1997 东南亚金融危机 GDP 总量变化	9
图表 7: 97 东南亚金融危三国 GDP 增速	10

图表 8: 2001 年阿根廷危机居民最终消费	11
图表 9: 墨西哥 82 年危机和 95 年危机居民最终消费	11
图表 10: 1998 年巴西危机中居民最终消费	12
图表 11: 97 东南亚金融危机的三国居民最终消费	12
图表 12: 阿根廷货币兑美元汇率	13
图表 13: 印尼货币比美元	13
图表 14: 马来西亚货币、泰铢比美元	14
图表 15: 阿根廷 2001 危机后出口占 GDP 比重骤升	14
图表 16: 98 年巴西危机后出口表现迅速超过进口	15
图表 17: 98 年智利危机后出口增长迅速超过进口	15
图表 18: 1997 年东南亚金融危机中印尼出口相对于进口	16
图表 19: 马来西亚进出口在 1997 年金融危机中表现	16
图表 20: 泰国进出口在 1997 年东南亚金融危机中表现	17
图表 21: 98 年俄罗斯债务危机后进出口的相对表现	17
图表 22: 2001 年阿根廷危机经常项目平衡占 GDP 比重	18
图表 23: 97 东南亚危机后相关国家经常账户平衡占 GDP 比重	18
图表 24: 98 年俄罗斯违约后经常项目平衡的变化	19
图表 25: 97 东南亚危机相关国家进口总额 单位 美元	19
图表 26: 2001 年阿根廷危机对进口额的影响	20
图表 27: 98 年俄罗斯危机对进口的影响	20
图表 28: 阿根廷股票市值	21
图表 29: 97 东南亚危机相关国家股票市值	21
图表 30: 俄罗斯股票市值	22
图表 31: 阿根廷贷款利率危机后大幅度上升	22
图表 32: 1997 东南亚金融危机印尼贷款利率	23
图表 33: 阿根廷年新增贷款	23
图表 34: 阿根廷美国贷款利差	24
图表 35: 东南亚相关国家与美国贷款利差	24
图表 36: 东南亚危机对相关国家政府收支影响	25
图表 37: 马来西亚政府赤字占 GDP 比重	25
图表 38: 1997 东南亚危机相关国家外储变化	26
图表 39: 2001 年阿根廷危机外储变化	27
图表 40: 98 年俄罗斯危机后外储变化	27
图表 41: 阿根廷汇率体制从盯住美元到自由浮动	28
图表 42: 美联储利率变化而发展中国家危机	29
图表 43: 美国真实利率	30
图表 44: 阿根廷储备占外债的比重	30
图表 45: 阿根廷外债总额	31
图表 46: 东南亚三国外资储备占外债比重	31

图表 47: 阿根廷国内对私人部门信贷占 GDP 比重	32
图表 48: 东南亚三国私人信贷占 GDP 的比重	32
图表 49: 欧元区给非金融机构贷款余额	37

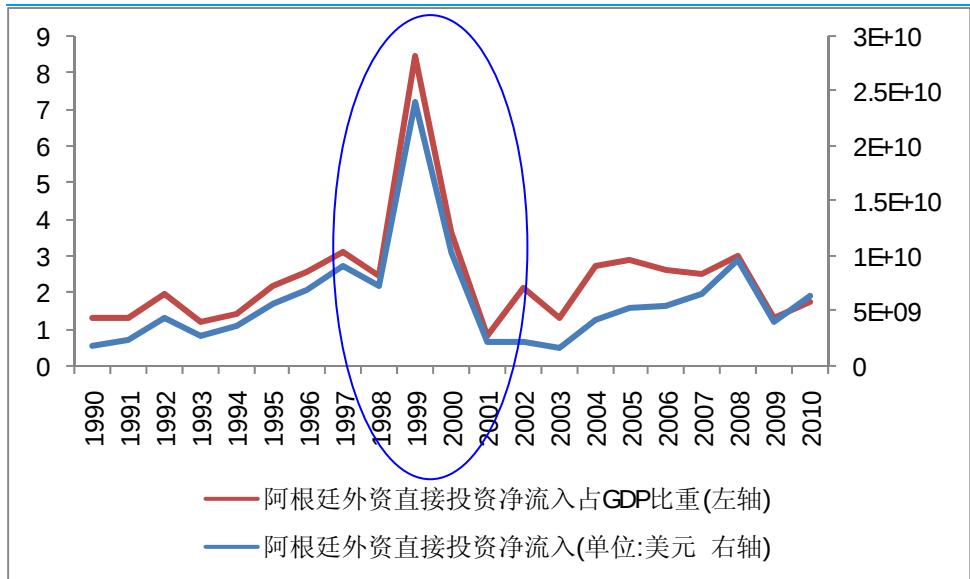
系统性骤停—对资本流动急剧变化的研究

- 前期资本从南欧相关国家国债市场的撤离合人民币汇率的连续跌停，引发了我们的思考。
- 对于中国，我们认识到，尽管中国目前已经是全球第二大经济体，按照中国社科院的研究报告，中国已经是上中等收入国家，但中国依然是发展中国家，从 GDP 水平来看，中国 5000 美元左右的人均名义 GDP 和 7000 美元左右的购买力平价折算后的 GDP（对此有不同争论），正是从中等收入向发达经济体迈进的转型阶段，这个阶段也是一些国家危机频发的阶段。我们希望从经典海外案例的经验型研究中，能够提取出一些有用的结论，从而帮助对这次人民币汇率的连续跌停背后的经济逻辑有更深刻的认识。
- 与海外的经验作比较，人民币的连续跌停和伴随连续两个月的外汇占款的下行与系统性骤停类似。
- 1998 年经济学家卡夫提出了 SSS（systemic sudden stops），即，系统性骤停的概念，同时这个概念也得到了广泛的承认和不断的深入研究。
- 系统性骤停指得是外资流入的突然停止，而在这之前，相关国家得到了大量的外资流入。这样的资本流动趋势的变化可能引发金融和经济的危机。因此，我们重点对海外系统性骤停的现象和理论进行了经验型的归纳总结。我们也认为，认识到系统性骤停的理论逻辑，对于认识 RMB 汇率市场的变化，甚至于对认识欧洲现在正在发生的主权债务危机，都能提供更深层次的理解。

一、上世纪 80 年代以后，发展中国家经历过的系统性骤停

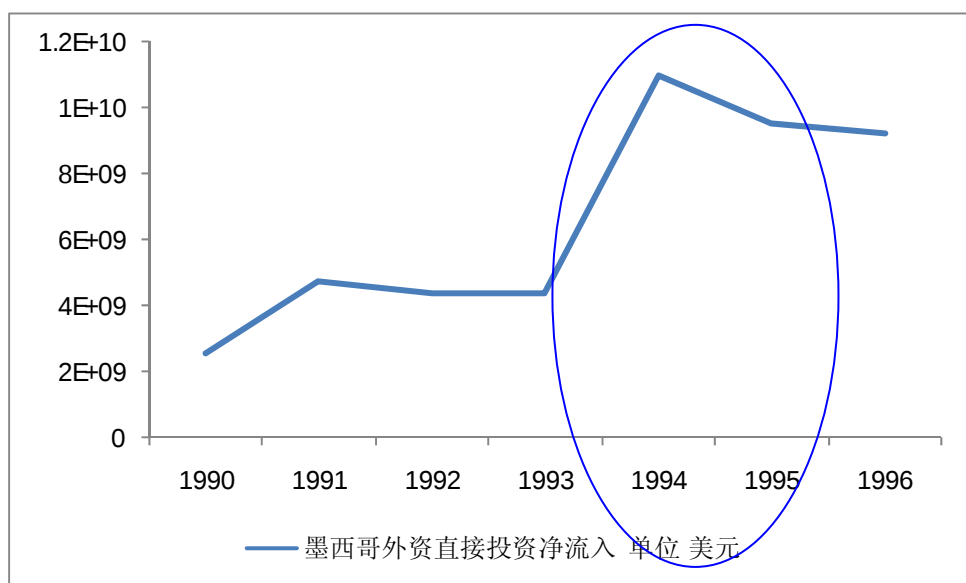
- 在美国引发的次贷危机爆发之前，发展中国家是危机的主角。发展中国家所经历的经济和金融危机几乎都可以概括在“系统性骤停”的框架下。
- 在 2007 年之前，引发世界经济和金融动荡的危机大部分都发生于发展中国家。特别是从 1980 年以后，以美国为首的发达经济体经历了“大温和增长时期”，期间发达经济体普遍经历了较低通胀、较快增长、较低失业率的阶段。
- 相反，发展中国家在这个阶段却是危机频繁。最典型的是拉美国家、东南亚国家、非洲国家、东欧国家经历过的“系统性骤停”的冲击，以及随后的经济危机和金融危机。
- 拉美国家所经历的系统性骤停具有最典型的意义，也成为现有研究的重点方向。我们跟踪和研究的系统性骤停有：2001 年阿根廷经历的经济危机伴随系统性骤停；1982 年、1988 年和 1998 年墨西哥的系统性骤停。墨西哥 1982 年的债务危机也具有系统性骤停的特点，也可以归类为系统性骤停。1982、1988 和 1998 年巴西的危机；1995 和 1998 年智利的危机。
- 其他地区的危机有，1997 年香港、泰国、印尼、马来西亚的危机；1994 年马来西亚的危机；1999-2000 波兰的危机；1994-1995 和 1998-1999 土耳其的危机。
- 东欧国家的危机有 1995 年和 1998 年俄罗斯的危机。
- 这些新兴国家在系统性骤停的危机发生后，都经历了外资投资大幅度增长后的骤然回落。

图表1：阿根廷 2001 年危机



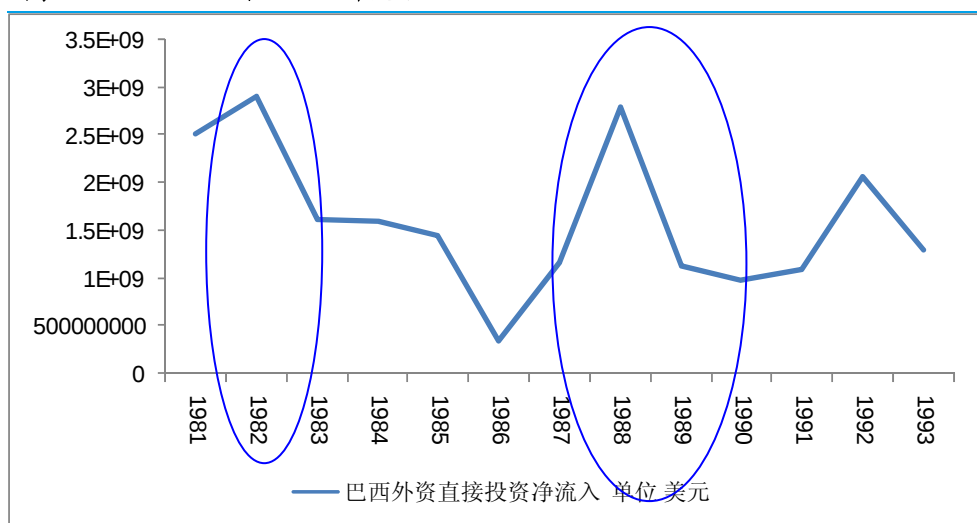
来源：国金证券研究所

图表2：墨西哥1995年危机



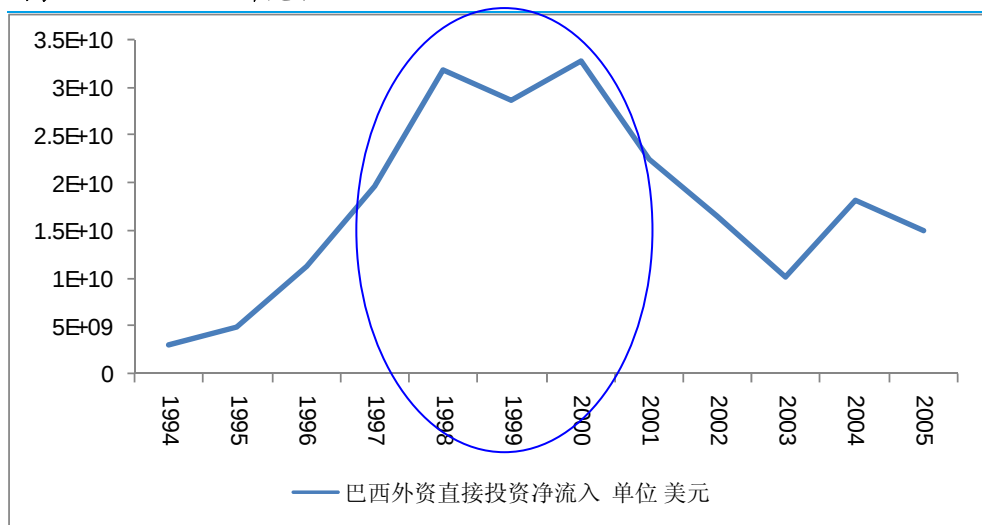
来源：国金证券研究所

图表3：巴西1982和1988年危机



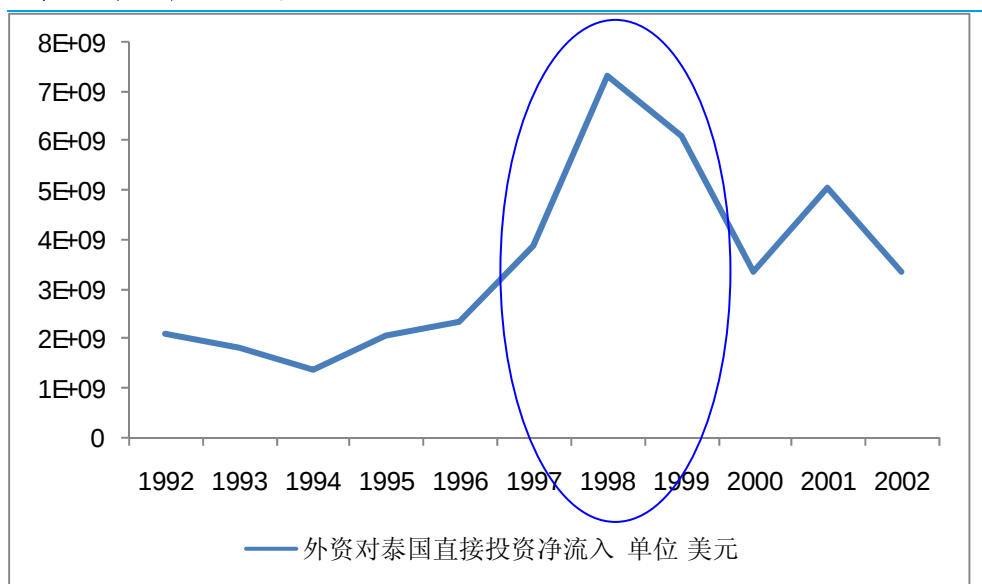
来源：国金证券研究所

图表4: 巴西 1998 年危机



来源: 国金证券研究所

图表5: 泰国在 1997 东南亚金融危机



来源: 国金证券研究所

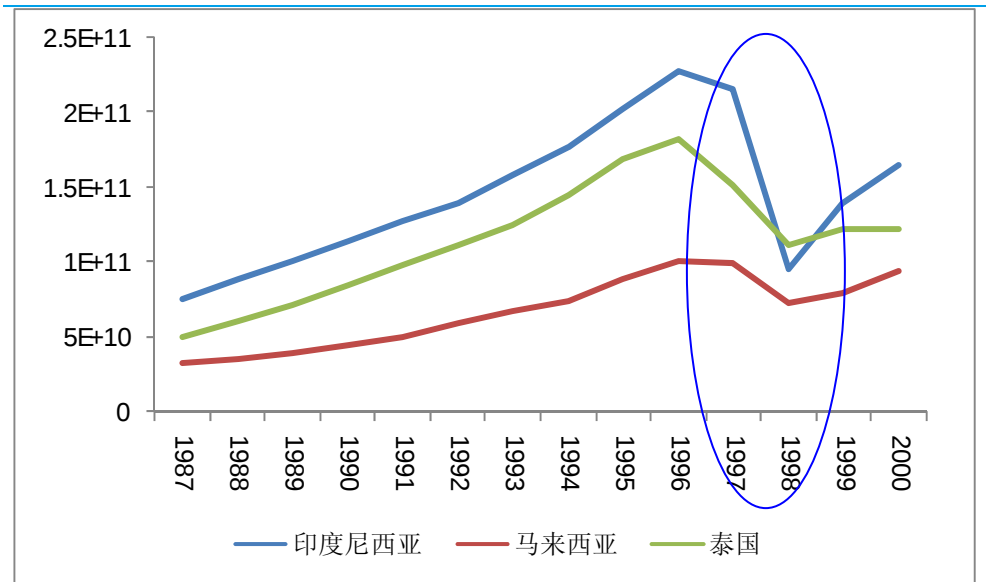
二、系统性骤停发生后的现象

- 系统性骤停对新兴市场经济有巨大冲击，虽然并不是所有的系统性骤停都会引发金融危机、货币危机，但金融危机和货币危机常常伴随着系统性骤停。依据相关文献，从 1980 年到 1997 年，系统性骤停伴随金融危机的概率为 93%，系统性骤停没有伴随金融危机的概率为只有 7%。而且系统性骤停引发的经济衰退的程度要大于普通经济周期的衰退程度，伴随产出和吸收的大幅度回落、货币的大幅度贬值、资本流入枯竭、主权债务危机、传染效应等。

系统性骤停引发产出和国内吸收的大幅度回落

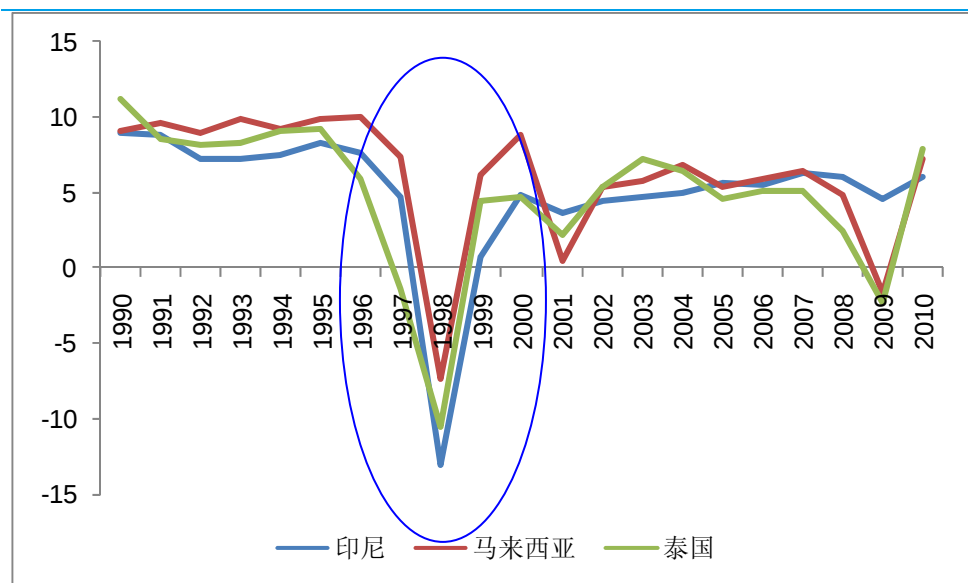
- 从新兴市场经济体的经验看，当系统性骤停发生的时候，都会伴随产出和国内吸收的大幅度下滑。
- 1997 年泰国、马来西亚、印尼在东南亚金融危机中产出在金融危机的冲击下大幅度回落。GDP 增速也大幅度回落。

图表6：1997 东南亚金融危机 GDP 总量变化



来源：国金证券研究所

图表7: 97 东南亚金融危三国 GDP 增速



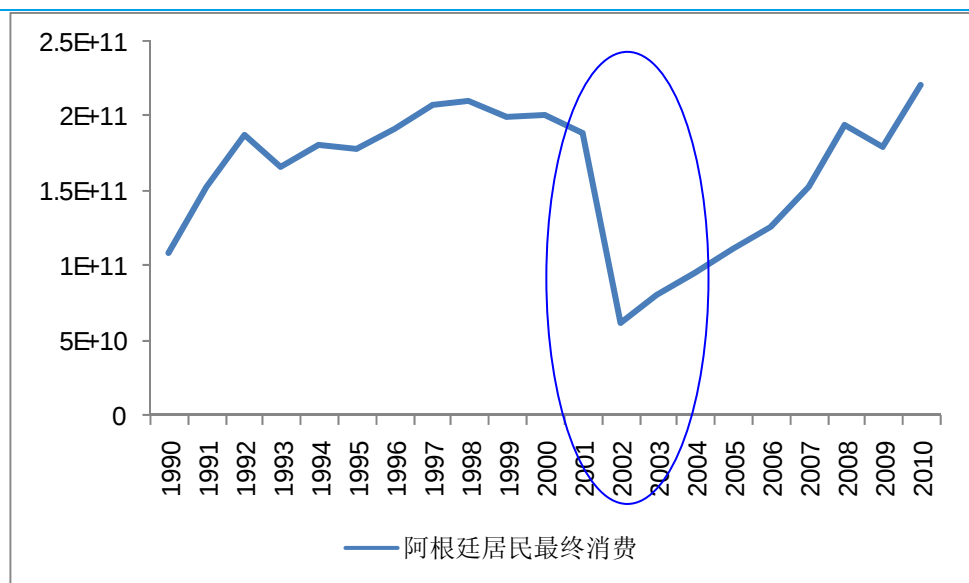
来源：国金证券研究所

- 根据文献，从供给角度看，系统性骤停冲击引发的失业率上升和投资下降会导致产出下降；但引起产出下滑的最大因素是全要素劳动生产率 TFP 的下滑。这显示，系统性骤停对脆弱的新兴经济体国家的负面冲击是系统性的摧毁，负面影响是长期的，是对一个国家经济竞争力的根本性的打击。
- 导致 TFP 大幅度下降得主要原因可能是非贸易板块在系统性骤停得冲击中，下滑幅度最大。如果把经济分为贸易和不可贸易的两大板块来看，非贸易板块的下跌要大于可贸易的板块，恢复也更慢。由于系统性骤停发生的突然性，贸易板块相对于非贸易板块的价格有所提升，导致了资源从非贸易板块向贸易板块的转移。
- 非贸易板块的极端例子是政府提供的服务和产品，这是完全无法贸易的，也是换不来硬通货的服务和产品。房地产是另外一个非贸易板块的例子，显然房子是没法出口换来外汇的。劳动力和投资从不可贸易板块向可贸易板块的转移降低了 TFP，同时也降低了产出。出口的增长和 TFP 的回落这样一个组合，显示受系统性骤停冲击国家的产业升级进程的倒退，资源从非贸易类较高劳动生产率行业集中的板块向可贸易来板块中较多低劳动生产率行业集中的板块的转移。
- 需要指出的是，在浮动利率的体制下，在危机发生的一年以后，相关国家的产出增速会有大幅度的增长。

相关国家居民的消费，也会因为系统性骤停的冲击而崩溃

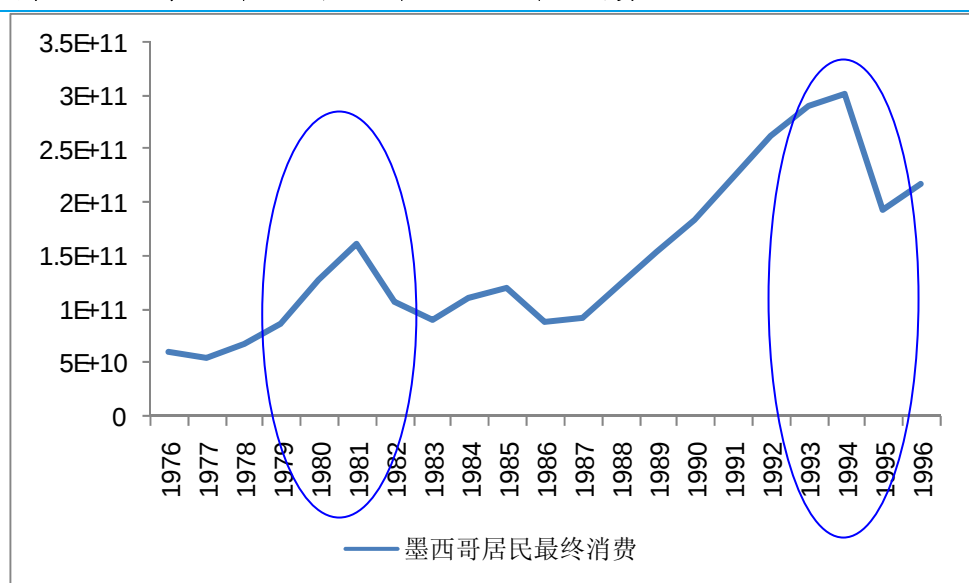
- 相关国家居民消费，因为受到系统性骤停的冲击而崩溃。

图表8: 2001 年阿根廷危机居民最终消费



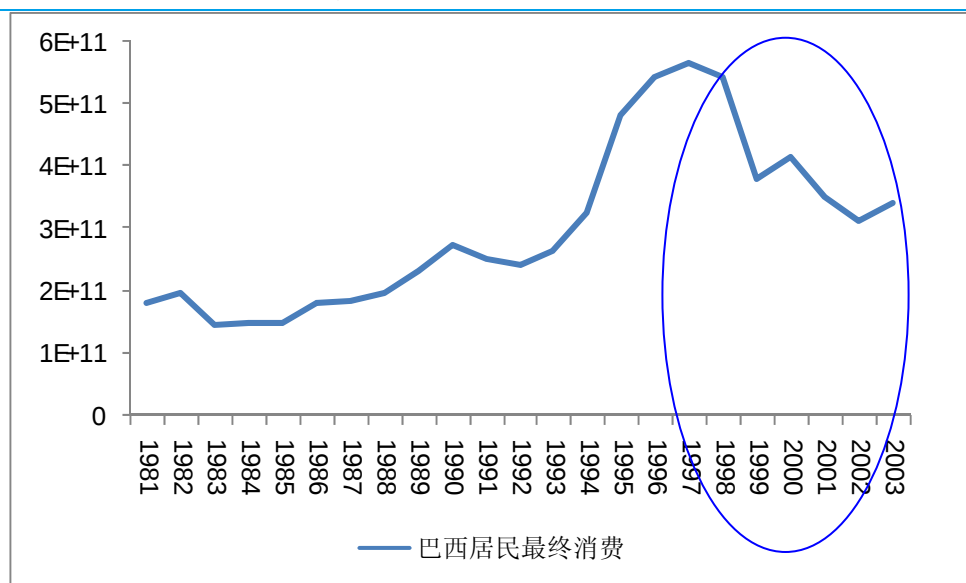
来源: 国金证券研究所

图表9: 墨西哥82 年危机和 95 年危机居民最终消费



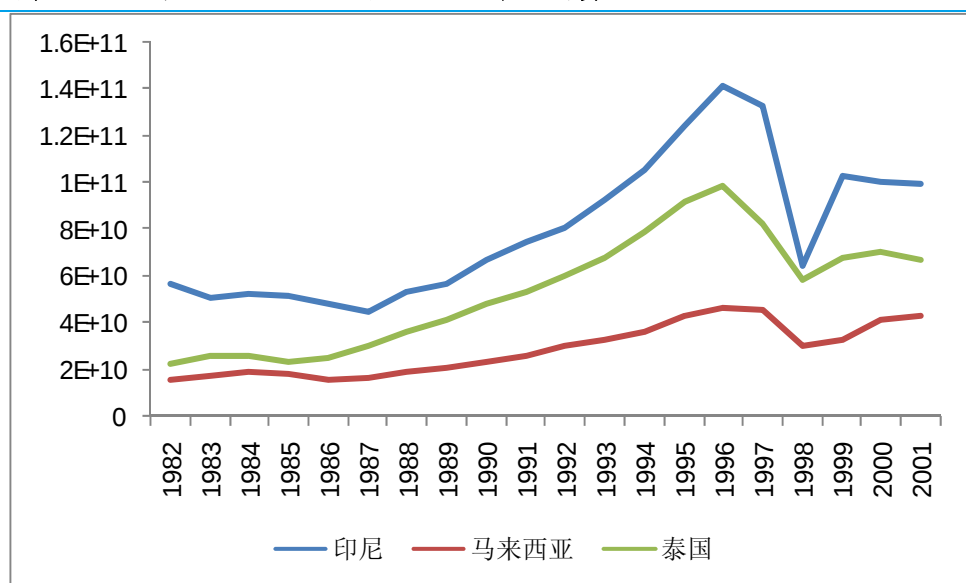
来源: 国金证券研究所

图表10: 1998 年巴西危机中居民最终消费



来源: 国金证券研究所

图表11: 97 东南亚金融危机的三国居民最终消费

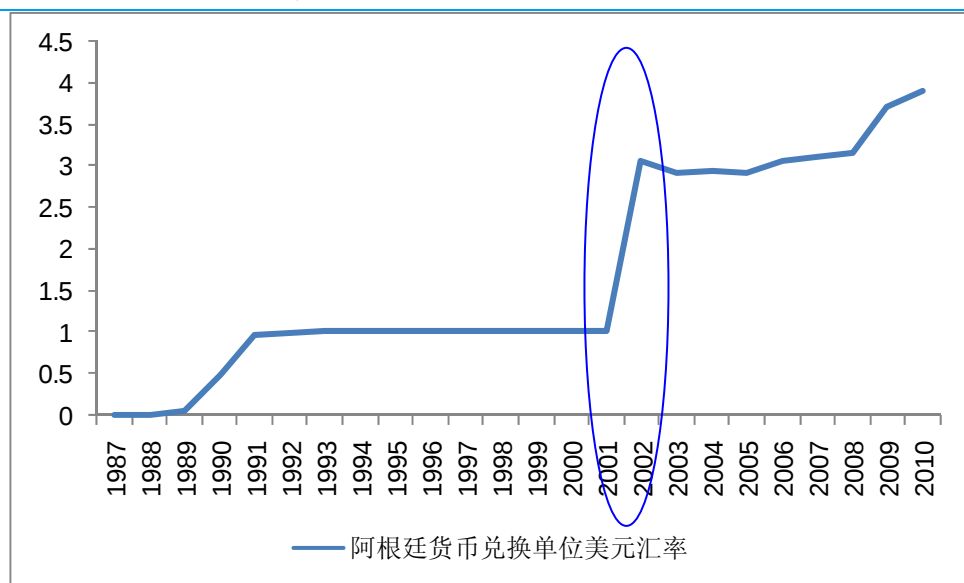


来源: 国金证券研究所

引发相关国家货币的大幅度贬值

- 系统性骤停会伴随相关国家真实汇率的大幅度贬值。
- 阿根廷在 2001 年系统性骤停的危机中,被迫放弃了保持了 10 年的盯住美元的汇率体制,阿根廷本币大幅度贬值。

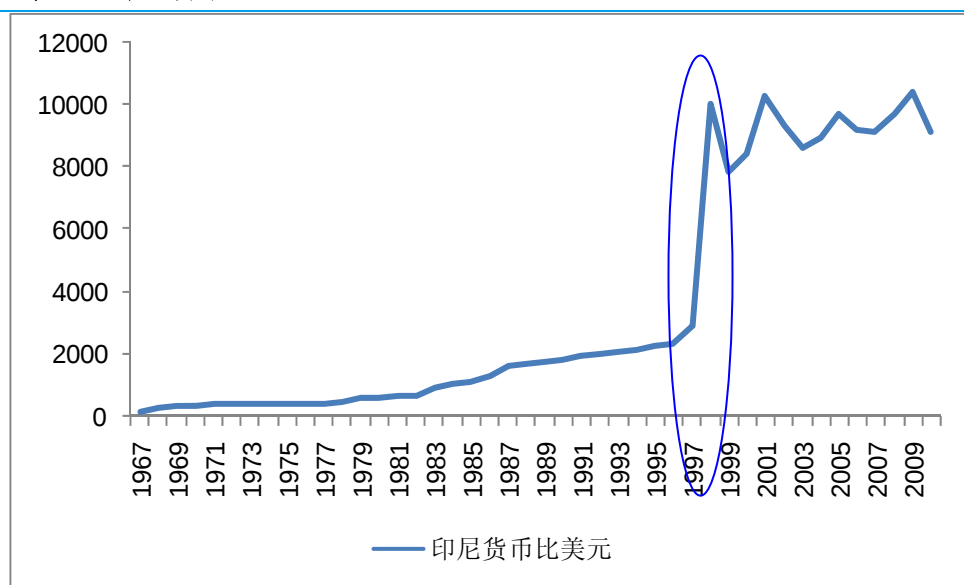
图表12: 阿根廷货币兑美元汇率



来源: 国金证券研究所

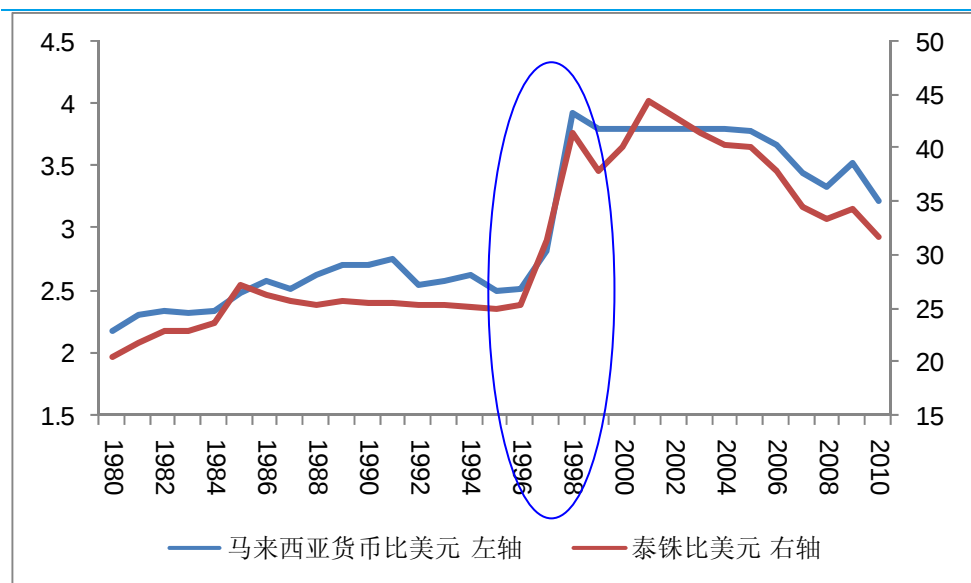
- 东南亚金融危机发生以后, 相关国家的汇率相对于美元也大幅度贬值。

图表13: 印尼货币比美元



来源: 国金证券研究所

图表14: 马来西亚货币、泰铢比美元

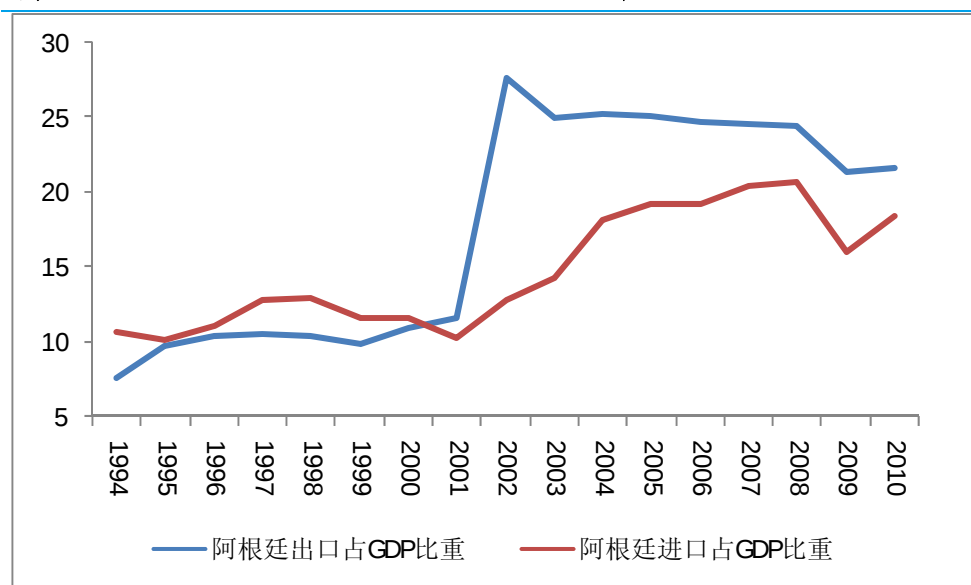


来源: 国金证券研究所

对相关国家外贸的影响

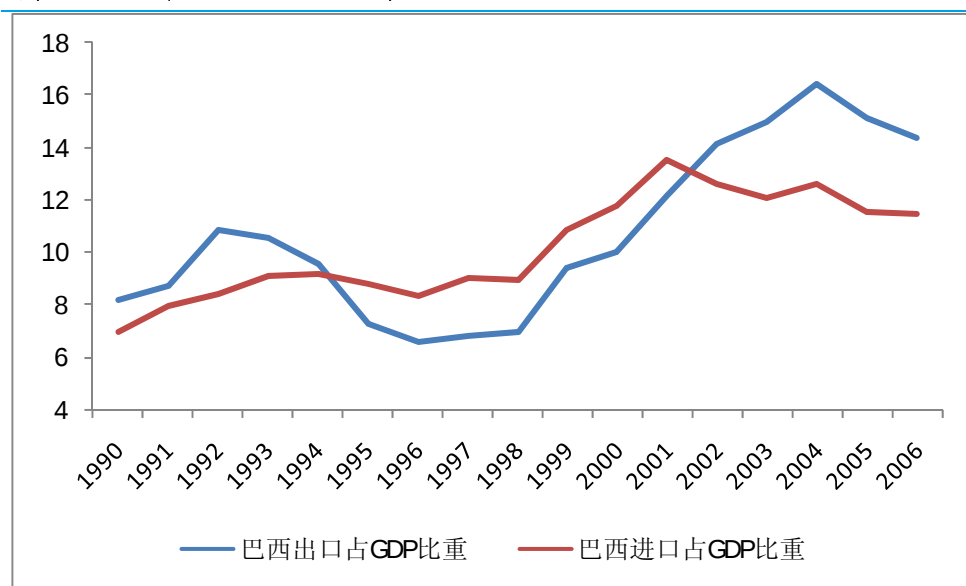
- 在一般的非系统性骤停的经济周期中, 当经济下行的时候, 经常账户的表现与 GDP 成微弱负相关。而在系统性骤停引发的经济和金融危机过程中, 出口会有突然的大幅度增长, 经常账户有显著的改善。
- 经常账户有显著改善的直接原因有两个方面, 首先在国际市场上, 可贸易品仍然是以国际市场的价格水平或接近国际市场的价格水平在销售。第二, 崩溃后的利率导致的较低的真实汇率使得相关国家的可贸易品在国际市场获得了价格优势。以智利为例, 1998 年经常账户的逆差占 GDP 的比重为 6%; 系统性骤停发生后的第二年, 在 1999 年智利经常账户的逆差占 GDP 的比重降到了 0。
- 从相关国家出口和进口分别占 GDP 的比重看, 系统性骤停发生后, 相关国家的出口增速远远快于进口的增速。

图表15: 阿根廷 2001 危机后出口占 GDP 比重骤升



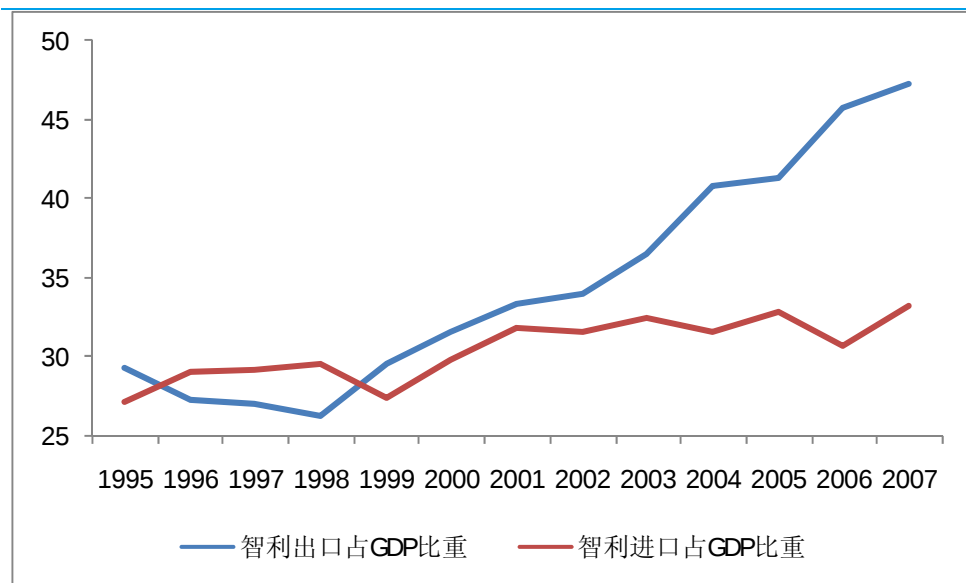
来源: 国金证券研究所

图表16: 98 年巴西危机后出口表现迅速超过进口



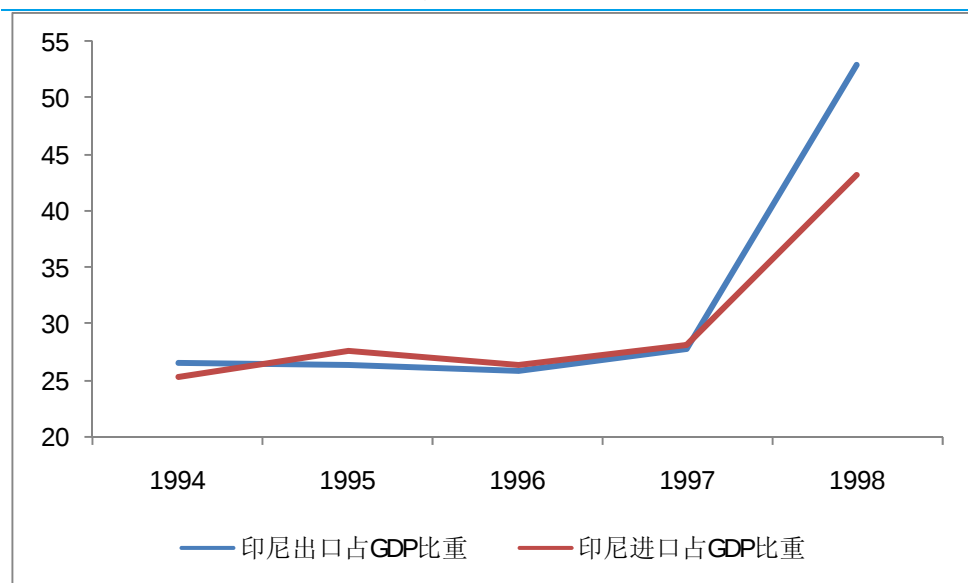
来源：国金证券研究所

图表17: 98 年智利危机后出口增长迅速超过进口



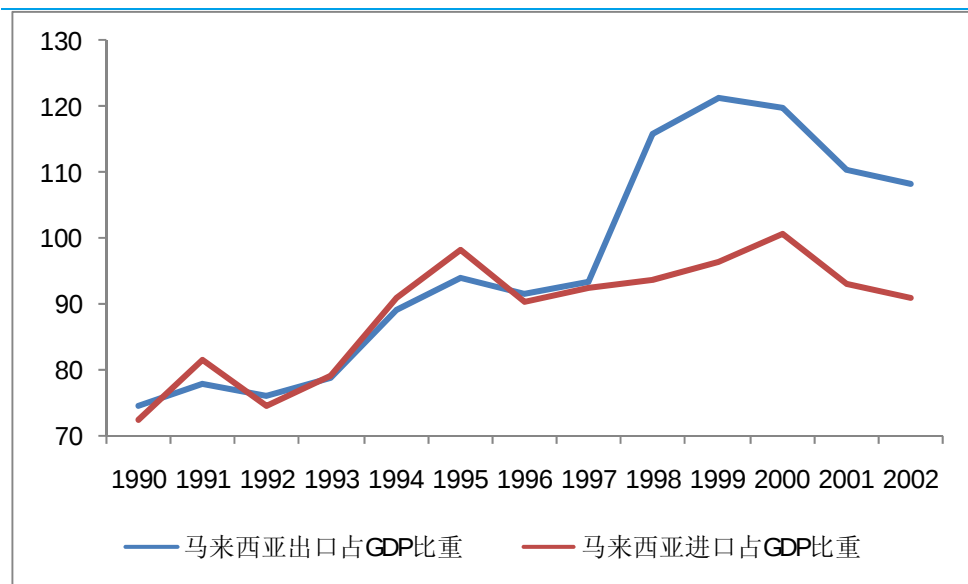
来源：国金证券研究所

图表18: 1997 年东南亚金融危机中印尼出口相对于进口



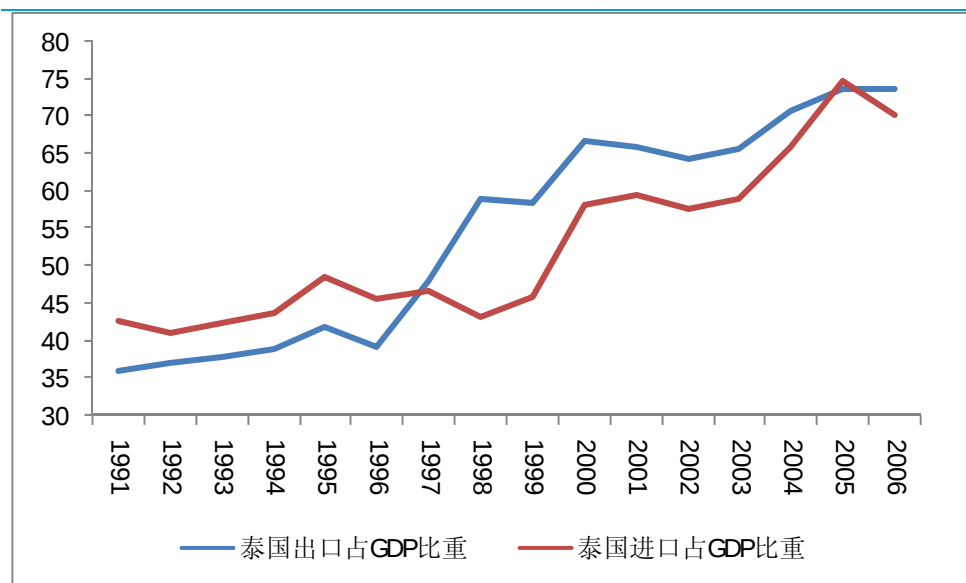
来源: 国金证券研究所

图表19: 马来西亚进出口在 1997 年金融危机中表现



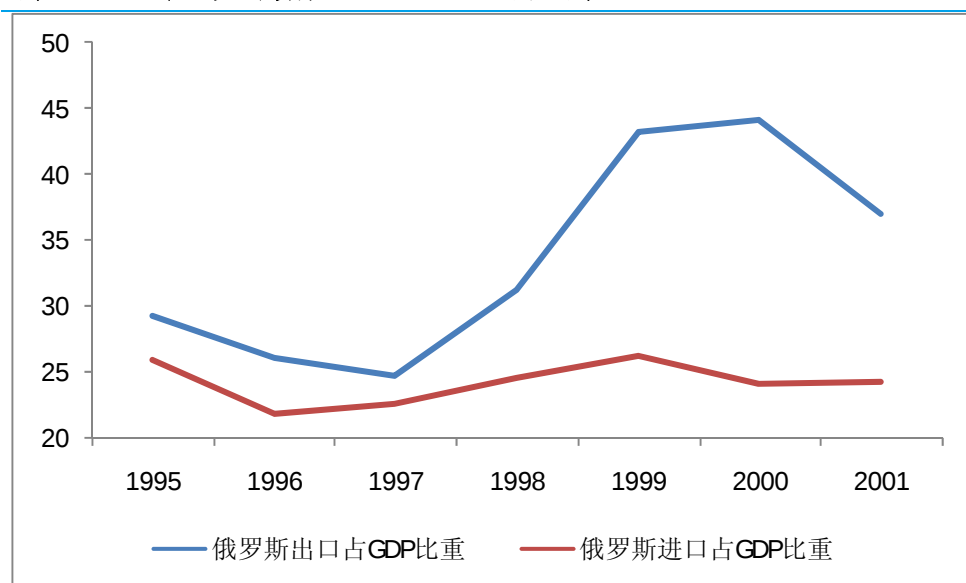
来源: 国金证券研究所

图表20: 泰国进出口在1997年东南亚金融危机中表现



来源: 国金证券研究所

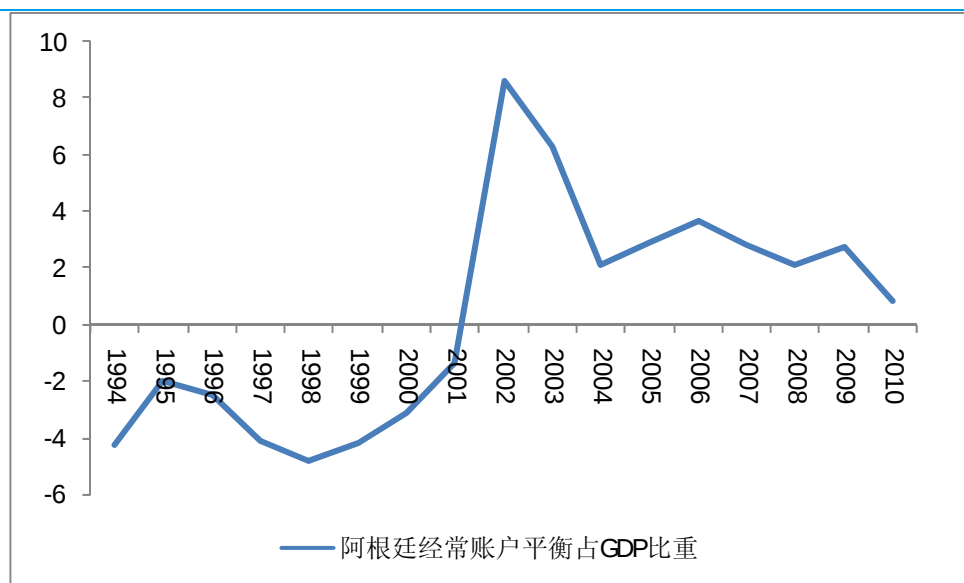
图表21: 98年俄罗斯债务危机后进出口的相对表现



来源: 国金证券研究所

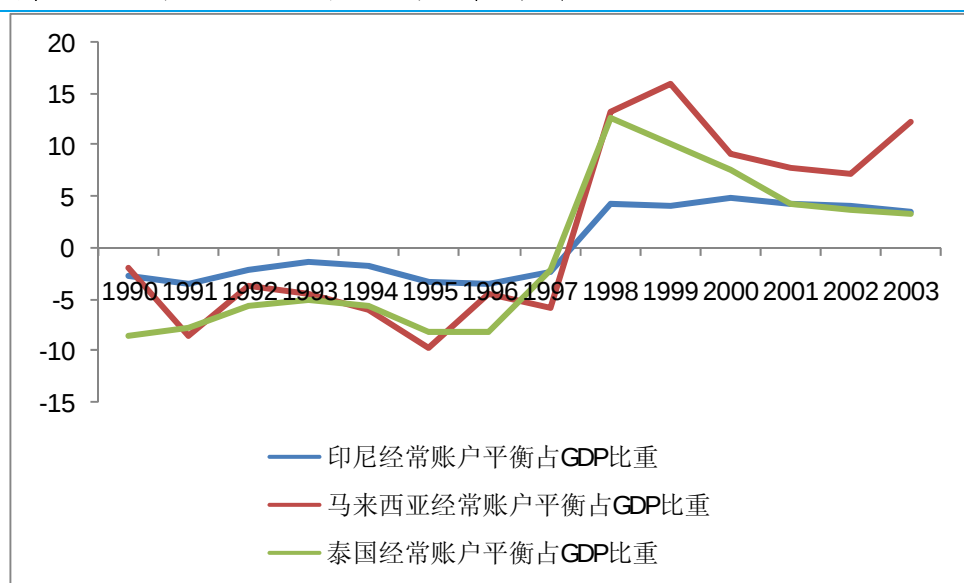
- 从经常账户的平衡看，在系统性骤停发生后，经常账户会从贸易逆差，迅速转为顺差。

图表22: 2001 年阿根廷危机经常项目平衡占 GDP 比重



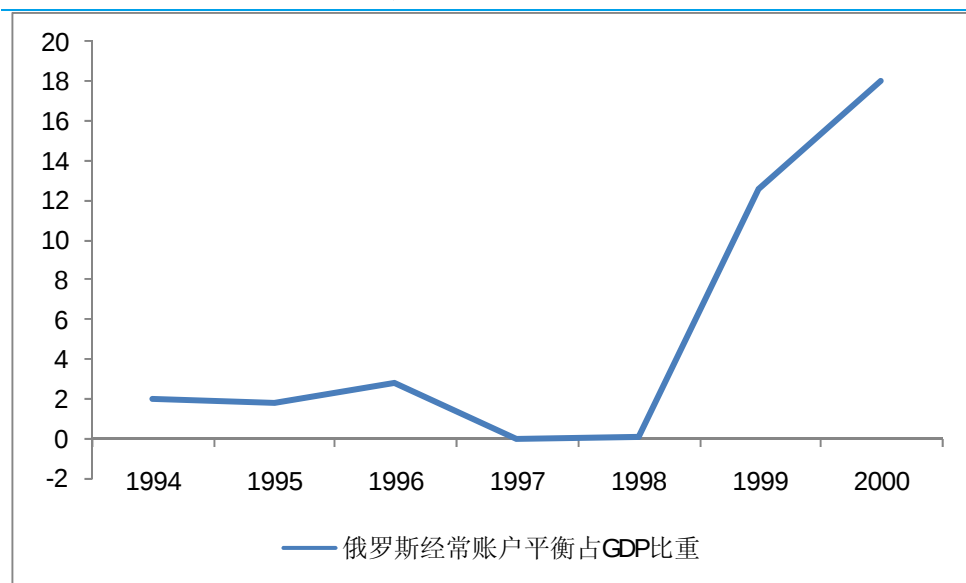
来源: 国金证券研究所

图表23: 97 东南亚危机后相关国家经常账户平衡占 GDP 比重



来源: 国金证券研究所

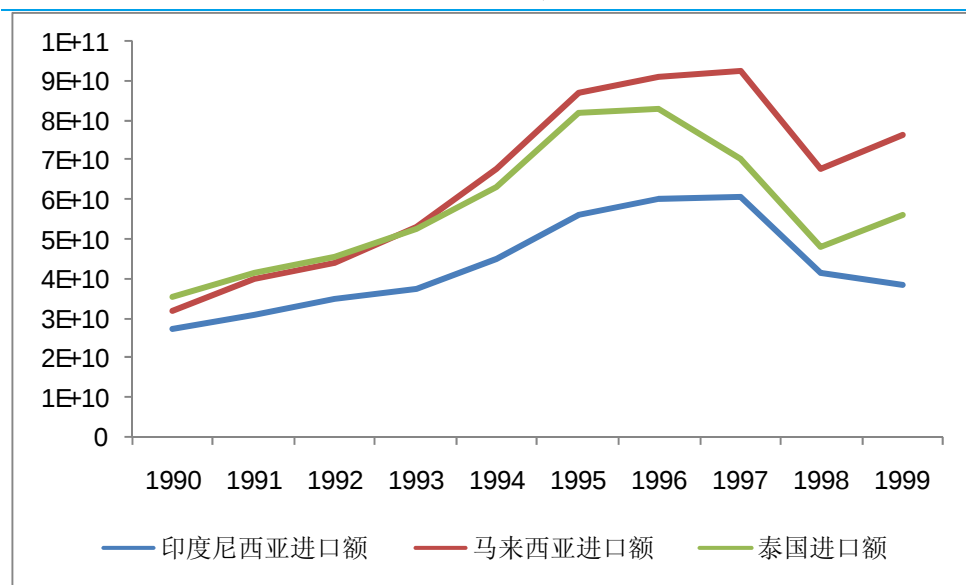
图表24: 98 年俄罗斯违约后经常项目平衡的变化



来源：国金证券研究所

- 同时，由于本国消费的崩溃和货币贬值导致购买力的下降，相关国家进口会显著的降低。

图表25: 97 东南亚危机相关国家进口总额 单位 美元



来源：国金证券研究所