

## 新兴市场资金流入恐难持续

根据国际金融协会（IFF）最新发布的报告，在 2016 年 3 月，预计共有 368 亿美元外国资金流入新兴市场国家，远高于 2 月的 54 亿美元，创下 21 个月以来的新高。受这波资本流入的影响，不少新兴市场国家货币对美元汇率显著反弹，国内股市也明显回暖。例如，MSCI 新兴市场指数 3 月份上涨约 10%，显著高于 MSCI 全球指数 5% 的涨幅。

近来新兴市场重新面临显著资金流入的主要原因包括：

第一，受国内经济复苏面临不确定性以及全球经济波动的影响，美联储在 2016 年第 1 季度没有加息，且以耶伦为代表的美联储官员近期连续发表了一系列鸽派言论，导致全球投资者避险情绪削弱、风险偏好上升，进而造成投资者开始增持在新兴市场的风险资产。

第二，由于美联储加息进程放缓，导致美元汇率指数自 2016 年 1 月中旬以来持续走软，这既缓解了新兴市场国家货币的贬值压力，也导致全球大宗商品价格出现一

波明显的反弹。过去做空新兴市场国家货币与大宗商品价格的机构投资者被迫平仓，也是当前这波反弹的重要原因。一旦本币贬值压力放缓、大宗商品价格反弹，那么新兴市场国家（特别是大宗商品出口国）就很可能重新面临资本流入。

第三，中国经济出现企稳迹象，且人民币贬值预期有所削弱，也是导致新兴市场国家转而面临资本流入的重要原因。近年来随着经济体量的放大，中国经济的“溢出效应”显著增强。2015年中国宏观经济增速放缓、进口需求下降、人民币兑美元汇率面临持续的贬值预期，这不仅降低了全球投资者的信心，也对与中国经济关联度较高的东亚经济体以及全球大宗商品出口国产生了显著为负的溢出效应，加剧了后者面临的资本外流压力。相反，随着中国政府出台了更加宽松的宏观经济政策、2016年初的宏观经济数据有所改善，以及近期人民币兑美元汇率基本稳定，这就改善了投资者对新兴市场国家的整体信心。

然而，全球经济增长总体疲弱的基本面并未显著改观，无论是发达国家还是新兴市场国家的潜在金融风险正在进一步浮出水面，因此，我们不能对当前的乐观氛围蒙蔽了双眼，新兴市场当前面临的资金流入恐难持续，它们未来很可能会继续面临资本持续外流的挑战。

首先，美联储迟早会继续开始加息。其实当前美国经济复苏状况是有喜有忧，宏观数据好坏参半。这意味着美联储既可能继续推迟加息，也可能在未来出乎市场意料地加快加息。而一旦后者成为现实，那么全球投资者的情绪将再度由喜转悲，这意味着他们必将减持位于新兴市场的风险资产，这无疑会引发新一轮资本外流。

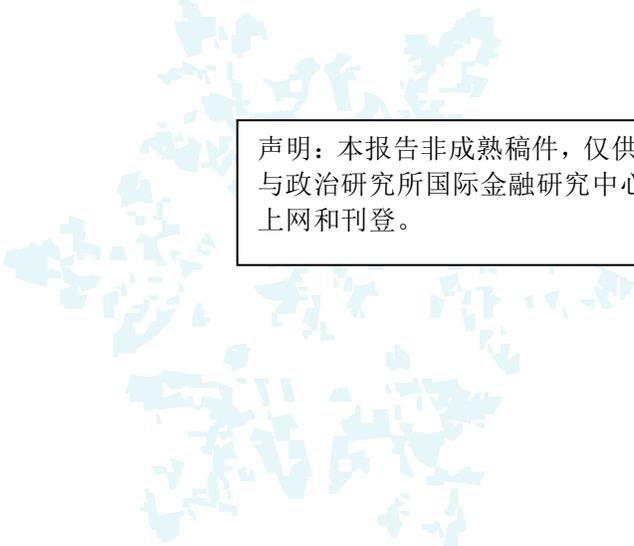
其次，一方面，从基本面来看，美国经济的复苏态势依然好于全球大多数新兴市场国家，这意味着新兴市场国家货币兑美元汇率依然会面临贬值压力。另一方面，由于需求依然疲弱、供给依然平稳，因此大宗商品价格走势基本上取决于美元走势。而一旦未来随着美联储开始加息、美元指数再度走强，那么大宗商品价格可能重新开始下跌。这就意味着，新兴市场经济体最近的好日子恐怕难以长期持续。

再次，根据 IFF 的数据，在 2015 年，发达经济体企业债务与 GDP 之比降低了 0.4 个百分点，降至 87.4%，而新兴经济体企业债务与 GDP 之比却增加了 6.7 个百分点，达到 101.3%。这意味着新兴市场经济体的债务水平仍在上升，这意味着潜在风险的累积，并可能引发投资者对新兴市场经济体在特定冲击下去杠杆的担忧。

第四，无论是中国宏观经济的企稳还是人民币兑美元汇率的稳定，其能否持续还

存在较大的不确定性。例如，如果在没有需求管理政策的配合下过快推进以“三去一补一降”为核心的供给侧改革，2016年中国经济增速很可能进一步下降。又如，如果美联储在2016年第2季度加息，人民币兑美元汇率可能会再度面临贬值压力。届时新兴市场经济体可能再度面临中国经济波动的溢出效应所造成的冲击。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）



声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。