

纵观全局

相比以往，拉丁美洲似乎能够更好地应对资本外流，不过其活力将很快受到考验

巴西里约热内卢，科帕卡巴纳滩。

安德烈·迈耶

自2009年以来，巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和乌拉圭这六个在金融方面与世界其他国家趋于一体化的拉丁美洲经济体已经吸引了高达1.7万亿美元的外商投资。其中，仅外商购买债券、股票及其他证券——或证券投资——就达到6400亿美元左右。

这些流入的资本总额远远超过了前十年的平均水平，甚至是相对于GDP而言，也是如此。上世纪90年代初期以来，拉丁美洲还未曾出现过同等规模的证券投资（见图1）。

近期大量资金流入拉丁美洲，这反映了全球资本的流动模式，即从发达国家流向新兴市场经济体。全球经济危机之后，许多发达经济体陷入低增长困境，利率接近于零。这种局面促使投资者纷纷将目光转向其他地方，寻找机遇。因此，投资者不断以多样化的方式投资新兴市场的资产，因为这些地区的增速和利率较高，且整体经济局势更为稳健。

资本流入的“双面”性

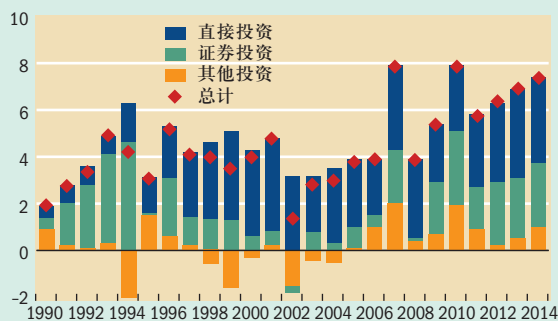
外商投资的流入有其好处。海外信贷能够为资金流入国提供投资急需的资金，或让消费以更为顺利的方式，而非其他可能的方式实现增长。凭借近期大量资本的流入，拉丁美洲国家政府和企业也得以发行低利率的长期债券，减少有息票据。当外国投资者投资拉丁美洲经济，而国内投资者也开始转向海外投资时，双方开始有效地共担风险，

从而帮助那些严重依赖特定行业的国家，比如依赖商品贸易的诸多南美国家。

然而，大量资本的流入也有其潜在的负面影响。不少观察员认为，继近期的资本流入之后，拉丁美洲将迎来大规模的颠覆性资本外流。一直以来，拉丁美洲债券和股票市场的资本流入都极其不稳定，在经济繁荣时期会出现资本流入井喷的局面，而投资者情绪转变时，资本流入会突然停止，甚至出现资本外流现象。以往的资本外流都是因为发达经济体加息、全球金融市场对风险产生更多厌恶情绪

图1
资本流入

近年来，巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和乌拉圭均实现了超高额资本流入。
(占GDP的百分比)



资料来源：IMF，《国际收支统计年鉴》。
注：其他投资包括衍生品。

以及新兴市场经济体出现经济走低迹象等情况引发的。

因此，我们也不难理解为何各界会担心拉丁美洲将面临资本外流的压力。美国预计会加息；地缘政治风险仍十分严重；且近期商品价格暴跌，经济增长大幅放缓，拉丁美洲地区发展前景仍较为暗淡。

此外，历史遗留的影响仍在发挥作用。纵观上世纪80—90年代至本世纪初期，拉丁美洲经历了一系列因资本流入突然停止而引发的经济金融危机。一个著名的例子就是1994—1995年期间墨西哥爆发的“龙舌兰酒危机”。当时，墨西哥正处于资本流入的强劲增长期，却突然爆发资本外流，造成比索大幅贬值，经济增长崩溃。短短几年之后，巴西（1998—1999年）和阿根廷（2001年）也遭遇了类似的货币危机。拉丁美洲各国对这些危机仍记忆犹新，因此对资本流动大幅波动的不安情绪也更加强烈。

增加弹性

然而，自上世纪90年代以来，拉丁美洲地区应对资本外流的能力已大大增强。如今，所有实现金融一体化的国家都建立了汇率浮动机制，彻底摆脱了资本外流爆发时货币挂钩机制几近崩溃的历史局面。换言之，在外国资本撤离这些经济体时，汇率浮动机制允许拉丁美洲各国的货币出现一定程度的贬值。正如植物在风暴中会弯曲却不折断一样，这种机制增强了拉丁美洲各国的弹性。诚然，较为疲软的汇率有助于稳定国内资产需求。而在过去，拉丁美洲各国的央行主要采用出售外汇储备的手段来保卫钉住（且估值过高的）汇率。这种应对措施的作用会持续一段时间，但央行最终将面临外汇耗尽的风险，使其别无选择，只能接受货币大幅贬值的结局，而这种贬值具有破坏性质。

显而易见，虽然灵活汇率制减少了外汇市场干预的必要性，但央行的外汇储备在过去10—15年间却出现了大幅增长。目前，几乎所有实现金融一体化的国家都拥有大量的外汇储备，使其能够偿付超过一整年的外债。如此规模的外汇储备——仅巴西和墨西哥就持有高达5500亿美元的外汇储备——使央行能在必要时安心地对市场实施干预，以稳定汇率波动，并避免外汇储备过快耗尽。

然而，为打造自身的弹性，拉丁美洲国家采取了更多举措，其中最显著的成就莫过于政府债务的去美元化。早在2000年，拉丁美洲各国政府发行的国债就多以美元计价。对这些政府而言，发行美元债券往往是唯一选择，因为本币常常和高通胀紧密相连，投资者不愿购买以本币计价的债券。然而，当美元大幅贬值时，政府外币债务会给公共财政带来重大危害，因为偿还债务的成本大大增加。因此，拉丁美洲各国的央行坚持建立更为可靠的货币政策机制，以便在利率较低时锁定通胀。随着投资者信任度的提高，拉丁美洲各国政府已经能够发行更多以本币计价的债券。通过这些债券，货币风险成功地从拉丁美洲国家政

府转嫁到（外国）投资者身上。

潜在压力点

虽然资产负债表依然脆弱，但公司经济部门可能已经成为主要的风险来源。近年来，拉丁美洲企业充分利用有利的市场条件发行大量外币债券。虽然部分企业债券用以偿还银行贷款，但是拉丁美洲企业的整体外债仍有所增加（Rodrigues等人，2015年）。有些债务特别高的企业可能会感到不安，因为经济增长放缓将给其营收造成压力。更糟的是，如果美元突然升值，拉丁美洲企业面临的债务负担将大大加重。尽管近期美元走强，但目前尚无证据表明拉丁美洲企业面临巨大的资金压力。拉丁美洲国家当局还指出，当地企业通常以持有美元资产、金融对冲或赚取外汇收入等方式规避汇率波动的影响。尽管如此，各国必须监控并谨慎管理企业外汇敞口。

此外，即使拉丁美洲各国政府的美元债务大幅减少，资本外流仍将使其情况变得更加复杂。这是因为拉丁美洲各国政府在吸引外债购买者方面做得太好。在墨西哥，非居民持有本币政府债券的比例从2010年的20%上升至近40%（见图2）。此外，外国人还购买了大量哥伦比亚的国内债券，因为该国的国内债券在去年发布的多个全球基准指数排位中均出现上升。鉴于外国人在部分拉丁美洲债券市场的债券持有规模，如果多数国际投资者试图立即撤回投资，拉丁美洲的贸易条件将变得非常不稳定，利率也可能大幅升高。这恰恰强调了建立深度市场，实现投资者多样化的好处（IMF，2014a）。

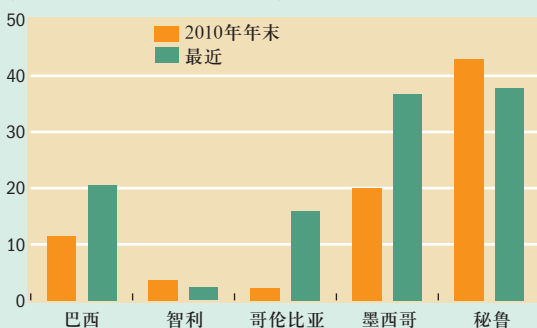
为了进一步衡量资本外流对拉丁美洲地区的影响，最好确定近年来大量内流资本的用途。如图3所示，相比上世纪90年代早期的资本内流潮（因墨西哥龙舌兰酒危机告终），2009—2012年期间，即拉丁美洲地区最近一次资

图2

外国债权人

外国投资者在多个拉丁美洲国家均持有大比例的以本币计价的政府债券。

（占本币计价的政府债务的百分比）



资料来源：国家当局；IMF工作人员的计算。

本内流潮的头四年，拉丁美洲的资本内流模式更为有利，特别是2009—2012年的资本内流。

- 更多面向外国直接投资，让投资者以管理层身份持股。经证明，这类直接投资导致资本逆转的可能性小于组合投资的资金流入。

- 并非主要用于补贴经常账户赤字，这表明部分外国资本并未耗尽，而是被储备了起来。

- 与官方缓冲外汇储备上升及国内投资者大量买进外国资产的趋势相符。两者皆表明外部财富的累计，而在原则上，可以通过减少这些外部财富来缓和未来的资本外流。就官方储备而言，这种缓冲作用是十分明显的。但研究表明，私人持有的外国资产也能够实现类似效果(Adler、Djigbenou和Sosa, 2014年; IMF, 2014c)。例如，全球金融危机期间，由于外国投资者从拉丁美洲撤资，一些本国投资者以有利的利率出售其外国资产并将收益调回国内。在此过程中，他们帮助本国稳定了金融账户。

拉丁美洲各国的央行坚持建立更为可靠的货币政策机制。

虽然这些事实可能会让人安心，但是值得关注的是，2013—2014年间恶化的趋势。证券投资渐升，经常账户赤字增加，而外汇储备累积步伐减慢。由此可见，拉丁美洲国家更易受到资本外流的影响。

基本面至关重要

决策者将如何规避这些风险？资本市场开放的国家（投资者能够依据最低限额要求转移资金），无法完全避免阶段性的大量资本外流，认识到这一点非常重要。正如全球金融危机高峰期，外国投资者有时几乎不加分辨地减少投资，但在多数时候，起作用的是经济基本面。具体而言，在市场出现差异时，财政收支和对外收支稳健、低通货膨胀、银行体系稳健且政策性机构较为可靠的国家往往表现地更优秀。例如，在2013年年中出现的“减债恐慌”期间，这些国家再次表现优秀，而“减债恐慌”的出现是因为美联储暗示正在考虑逐渐淘汰大型债券的购买计划(IMF, 2014b)。投资者担心此举会导致美国加息，并降低新兴市场的投资吸引力。

相反，当灵活汇率制助力这种调整时，政府就能够更加轻松地应对阶段性资本流出带来的压力。不过，这要求稳健的国内资产负债表，以便应对货币贬值。相应地，政策制定者应始终专注于防止私人积累过多未平仓货币交易。即便如此，政府仍应积累充足的官方外汇储备，以便在贸易局势混乱时，政府当局能够进行干预，稳定货币。

美国著名投资者沃伦·巴菲特曾表示：“只有当潮水退去的时候，你才知道谁在裸泳。”拉丁美洲政策制定者若能制定稳健的宏观经济政策，并保持对资产负债表风险的警惕，就能够避免过于尴尬的时刻。■

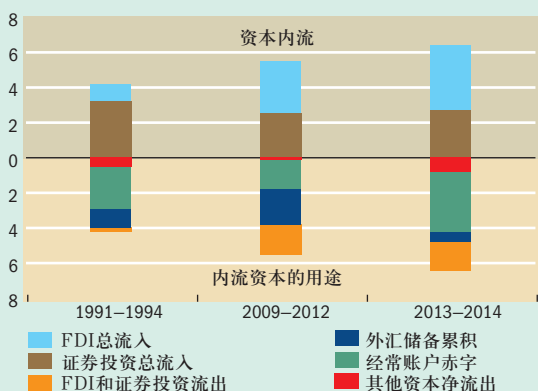
安德烈·迈耶（Andre Meier）是IMF西半球部副部长。

图3

现金使用

近期流入拉丁美洲的资金中，较为稳定的外国直接投资占比较大。直至2013年，拉丁美洲国家使用流入资本补贴经常账户赤字的比例降低。

(占GDP的百分比，各阶段的平均值)



资料来源：IMF，《国际收支统计年鉴》；IMF工作人员的计算。

注：这些国家包括巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和乌拉圭。经常账户收支衡量一国的净贸易（出口减进口，货物和服务贸易兼有）、净收益和净转移支付。其他资本净流出包括其他投资余额、衍生品、资本账户余额、IMF融资及错误和遗漏。FDI=外国直接投资。

参考文献：

Adler, Gustavo, Marie-Louise Djigbenou, and Sebastian Sosa, 2014, "Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?" IMF Working Paper 14/60 (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund (IMF), 2014a, Global Financial Stability Report, Chapter 2 (Washington, April).

——, 2014b, Regional Economic Outlook Western Hemisphere, Chapter 3 (Washington, April).

——, 2014c, World Economic Outlook, Chapter 4 (Washington, October).

Rodrigues Bastos, Fabiano, Herman Kamil, and Bennett Sutton, 2015, "Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America: Taking Stock of 'The Bon(d)anza,'" IMF Working Paper 15/10 (Washington: International Monetary Fund).