

匯率疲弱需求低迷衝擊出口

亞洲深陷貿易衰退



8月，亞洲的「貿易衰退」進一步加劇，印度、中國、韓國和印尼的貿易額均大幅下降，匯率疲弱和需求低迷的惡性循環正在衝擊整個亞洲地區的出口。英國《金融時報》認為，貿易衰退加劇表明，困擾全球新興市場的惡性因果循環正進一步惡化。匯率疲弱未能推動出口，卻壓低了進口需求，從而導致總需求下降，加劇通縮趨勢。

貨幣貶值未谷出口卻遏進口

以中國為首的亞洲長期以來是全球最具活力的貿易區域。但研究公司凱投宏觀的數據顯示，今年以來，該地區出口錄得2008年至2009年金融危機以來最差表現。按美元計算，7月出口額同比下降7.7%，為連續第9個月同比下降。8月數據顯示，這種趨勢在繼續深化。印度上周宣布，8月出口同比下降20.6%，同時韓國出口下降14.9%，印尼下降12.3%，而中國下降6.1%。除印度以外，上述所有國家的進口降幅均超過出口降幅。

貿易衰退加劇表明，正在困擾全球(而非僅僅是亞洲)新興市場的惡性因果循環又進一步惡化。匯率疲弱未能推動出口，卻壓低了進口需求，從而導致總需求下降，加劇通縮趨勢。

《金融時報》對107個新興市場國家的研究表明，貨幣貶值沒有導致出口額上升，卻削弱了進口額——平均而言，這些國家的貨幣兌美元每貶值1%，進口



就會減少0.5%。

經濟潛在增長現結構性下降

澳新銀行研究部負責南亞、東盟和太平洋地區的首席經濟學家馬博文表示：「我們此前預期，全球增長引擎的角色將在2015年至2016年間由持續放緩的中國經濟平穩過渡到美國家庭部門，可惜情況並非如此。」他說，由於亞洲地區出現「深度貿易衰退」，該研究部大幅下調了該地區2015年至2017年的GDP增長預期。

馬博文認為，該地區貿易表現疲弱背後有多重因素，包括「主要經濟體的潛在增長率出現結構性下降、不利的人口趨勢以及產能投資不足」。除了這些因素以外，貿易乘數的根本性疲弱也有影響。他補充稱：「相對於亞洲強勁的歷史貿易表現，這是一個不同尋常的結果。」

QE推高資產價值 遠超消費者需求

資本重返新興市場恐難長久

國際金融協會(IIF)的監控數據顯示，上周五當天約4億美元資金流入7個新興經濟體：印尼、印度、韓國、泰國、南非、巴西和匈牙利。這說明投資者準確預計了聯儲局9月不加息的決定。但有分析警告，不應對資本重返新興市場過於樂觀。投資者可能高估了聯儲局不加息對新興市場的有利影響。

美不加息有利影響或被高估

分析稱，如果以上數據無誤，那麼將是連續四次跨境資本向新興市場湧入。IIF的數據顯示，新興市場股市和債市的資金流向自8月12日到9月15日，長達35天為負，而在上周聯儲局加息前開始轉正。但IIF經濟學家克普克表示，我們目前看到資本向新興市場流入，但並不是所有國家，而且也沒有預計中那麼強勁。這也意味着此輪資本向新興市場回流只是曇花一現。

花旗銀行新興市場策略師柯斯達和夏爾馬上周在一份報告中寫道，投資者可能高估了聯儲局不加息對新興市場的有利影響。他們提到，聯儲局也強調對低增長的重視。今年以

聯儲應將負利率放進工具箱

上周聯儲局維持利率不變讓市場吃了一驚，然而更令人吃驚的是，有聯儲局官員甚至建議聯儲實施負利率。根據聯儲公布的利率預測點陣圖，至少有一位委員認為明年年初當的聯邦基金利率目標應該在零值以下。這位委員普遍被認為是明尼阿波利斯聯儲主席柯薩利柯塔。他是一位鴿派非投票委員。在上周的新聞發布會上，聯儲局主席耶倫明確表示在會上並未認真討論負利率的事情。

零利率下限係糟糕選擇

不過，密歇根大學經濟學教授金博爾認為聯儲局實施負利率不但是可能的，甚至是不可避免的。金博爾表示，他的目標是讓政策制定者明白實施負利率實際上是一件非常簡單的事情，而且他相信將這一工具放進央行的貨幣政策工具箱對結束衰退和對抗通縮非常關鍵。

金博爾在接受CNBC採訪時稱：「我們一直試圖在下一場衰退來臨之前為負利率打下理論基礎。人們必須認識到零

經濟疲軟及低需求拖累收入

自金融海嘯以來，更嚴格的資本規則以及低利率，都令銀行業的交易收入和利潤受到擠壓。比利時聯合銀行的基金經理西布切斯稱，在低收益率以及嚴格的監管環境下，銀行高層們倍感壓力，他們不得不尋求降低成本。

並且，與美國銀行業相比，歐洲銀行業的壓力似乎更大。

凸顯這種困境的是，儘管自8月初以來，亞洲地區所有貨幣兌美元幾乎全線貶值(港幣除外)——這本應提升出口，原因是按美元計算，商品價格變得便宜——但出口表現繼續惡化。

分析師們對這種現象提出了數種解釋。一種觀點是，美國、歐洲和日本的量化寬鬆活動將資產價值推高至遠超過消費者需求的地步，美國中產階級薪資增長疲弱也支持這種分析。另一種解釋認為，隨着中國的全球供應鏈的更大部分回流中國，中國出口產品中的進口強度下降。第三種解釋是，巴西、俄羅斯等主要大宗商品生產國的消費者需求大幅下降，在整個新興市場產生了連鎖效應。

有證據表明，整個新興市場的消費者支出繼續表現疲弱，這證實了上述解釋。凱投宏觀的數據顯示，今年第二季度，消費者支出同比僅增長1.2%，為金融危機之後的最低水平。工業產值增長也依然疲弱。5至7月，凱投宏觀衡量所有新興市場的工業產值指標同比僅增長2.2%，同樣是自2009年9月以來的最低水平。

來，新興市場出口量價齊跌，這可能意味着市場環境仍然嚴峻。

多數機構仍看空新興市場

聯儲局上周五宣布維持現有利率水平不變。聯儲局主席耶倫罕見表態稱，海外局勢是影響本次聯儲局不加息的主要因素之一。她並稱聯儲局尤其聚焦中國和新興市場的風險。正因如此，許多機構仍然看空新興市場。摩根大通資產管理公司、瑞銀財富管理公司、亨德森基金管理公司都維持對發達國家股市的超配評級，並削減新興市場股票持倉。

LGIM的多種資產基金主管盧約翰評論稱，過去市場有種說法是「格林斯潘對策」(註：因格林斯潘任聯儲局主席時聯儲採取行動防止市場大跌而得名)，現在看來有了一種「市場對策」，聯儲局本周按兵不動的部分原因就是股市大跌。

瑞銀財富管理的超高淨值首席投資官斯邁爾斯認為，歐美日經濟增長形勢好轉，可能持續，支持各自股市。強勢美元對新興市場和大宗商品不利，這就是看空後兩者的部分原因。

利率下限只是一個政策選擇，而且是糟糕的選擇。這樣，當下一場危機來臨，我們就可以將其廢除。」

當前無必要實施負利率

在危機和衰退當中，由於市場均衡利率已經低於零，此時實施零利率依然屬於緊縮政策而非刺激政策，銀行不願在這一利率水平發放貸款。為了解決這一問題，聯儲前主席伯南克的解決方法是通過量化寬鬆(QE)來購買債券，從而向銀行系統注入額外的流動性。不過金博爾認為這種做法從一開始就注定要失敗。

金博爾指出，美國實施了3輪QE，但沒有人知道其效果到底如何，相比之下，負利率是一種標準的理論，可以通過基本的經濟模型預測其效果。不過，金博爾並不認為現在美國就應該實施負利率，因為衰退最嚴重時期已經過去了，但「在下次衰退來臨時，美國將準備採取負利率」。

私募基金指南針合夥人在紐約的合夥人基維爾稱，「美國企業和投資銀行業仍然從根本上佔據比歐洲或亞洲的銀行更為有利的地位。由於經濟增長緩慢和需求不足，歐洲銀行業收入已經疲軟。」去年，歐洲銀行業來自證券部門的收入較2010年平均下降31%。相比而言，彭博數據顯示，去年美國前五大投資銀行的總收入較2010年增長了2.3%。

投資銀行已經進行了最大幅度的裁員。根據10家歐洲銀行最新公布的數據，自2010年以來，這些歐洲最大貸款機構的證券業務部門已裁員近三分之一。這些銀行的員工總數在同期內亦減少了23%。彭博數據顯示，2014年，10家歐洲銀行的每名僱員平均創造收益40.14萬美元，少於美國前六大銀行僱員平均收益的50.74萬美元。



希臘新政府有望因禍得福 難民危機或迫歐盟減債

最近希臘左翼聯盟大選獲勝，以及湧入希臘的大批難民給了歐洲正確處理希臘持續債務的一個機會。如果這次機會再被浪費，對希臘和整個歐洲來說都將是悲劇。

意外當選可成改革催化劑

左翼聯盟領袖齊普拉斯憑藉其精明的政治操縱去年被任命為總理。這一次，他憑藉該政治天賦再次否定了他不能當選的預言，獲得了第二次執政機會。

上次競選中齊普拉斯的主要承諾是將結束歐元區強加的緊縮政策，這引發了其黨內嚴重的抗議。這次大選中，齊普拉斯對先前的這一承諾來了180度的大轉彎，但是他還是獲得了勝利。

看起來不太可能當選的政治家成為國家改革的催化劑，並且獲得了不太可能的結果，歷史上這樣的例子比比皆是。在很多情況下，他們違反直覺的背景使得他們獲得信任，使他的同胞們相信有必要採取激進措施。前巴西總統盧拉是個例子。在2002年當選總統後，他採取了一系列令人印象深刻且有效的傳統經濟改革措施。這些措施同他多年信奉的主張似乎是對立的。另外一個例子是前以色列總理貝京。作為一個強硬的利庫德政黨總理，貝京與埃及簽署了要求猶太人完全拆除西奈定居點的和平協議，這與他之前的想法也完全對立。

債權國應「借坡下驢」

歐洲可以通過提供進一步間接減免希臘債務的措施來幫助齊普拉斯。這一措施雖然不斷地被拒絕，但現在連IMF也認為，這一措施對保持希臘的可持續復蘇是有必要的。

與此同時，中東移民壓力已經席捲整個歐洲。而隨着中東難民不斷湧入希臘，由德國帶頭的歐元區債權國也有了藉口去「借坡下驢」減免希臘債務，雖然這些國家仍有些不情願。實際上，希臘作為難民達到歐洲的一線中轉站，使得難民危機的衝擊變得更加尖銳。而歐洲國家或將放棄部分貸款債權，來寄望希臘能分擔移民壓力。

而一旦歐洲盟國同意減輕希臘債務負擔，將促使再次上台的左翼聯盟有意願推行一系列難度頗高的經濟和金融措施。這會使IMF重新接納希臘，這將為希臘央行繼續融入歐洲央行提供更好的基礎。最重要的是，這將去除阻礙私人投資資金投資希臘、破壞希臘增長的債務負擔——這些難題是緊縮措施所不能解決的。



澳洲新任財長由原社會服務部部長莫里森擔任。

前財長霍基

政策不得人心 澳前財長辭職

在通過黨內投票將前總理阿博特挑落馬下後，澳洲新一屆總理特恩布爾上周末重組了內閣，首當其衝遭到清洗的，就是被認為是造成了當前經濟與財政困局的罪魁禍首——前財長霍基。特恩布爾上任後，即對霍基任財長期間的經濟管理政策提出批評。新任財長由原社會服務部部長莫里森擔任。

任內被指總犯錯 目標成空談

50歲的霍基因而在上周日發布聲明說，他不想再擔任部長，已決心從參議院辭職。

分析人士批評稱，霍基在其任內總是犯錯——沒能推進商界需要、促進經濟增長的主要結構性改革，失業率達到12年新高，企業投資大幅縮水。霍基於2013年上台時，曾承諾要結束「年齡特權」時代，通過控制支出以控制預算赤字，但現在這些目標都已經成為空中樓閣。今年第二季度，澳洲僅增長0.2%，且主要是因為國防開支增長的帶動，而總體經濟規模是在下降的。為刺激增長，利率也降到了史上最低的2%。

在阿博特任總理的兩年間，澳洲的經濟政策經常難以理解。霍基在2014年5月的第一份預算中試圖削減開支，結果在民眾中不受歡迎，並導致了政治上的問題，於是阿博特和霍基去掉了很多削減項，交出了一份「遲來的」預算。在2014年的預算公布後，霍基還被迫就他「增加燃料稅更多影響的是富人，因為窮人不是沒有車，就是不會長途開行」的言論被迫致歉。此前，阿博特曾表示說，財政問題是當前急切需要解決的，比他的選票重要，但現在已經可控了。阿博特政府也努力推進改革。阿博特和霍基還暗示，稅率政策、勞工政策和養老金政策在2016年底大選前是不會改變的，但這些有爭議的政策已經提交覆核委員會審核。不過經幕僚上月警告說，諸如增強競爭性之類的改革不應留到下一屆政府解決。