

# 在全球化趋势中更要增强危机意识

## ——美元两次升值对发展中国家经济、汇市、股市的影响及其启示

最近30年来,美元已经经历了两次危机,第一次危机爆发于1973-1976年间,危机爆发标志是美元和黄金的彻底脱钩以及布雷顿森林体系的崩溃。第二次危机爆发于1985-1987年间,危机爆发标志是《广场协议》的签署和美国1987年的股灾。目前的美元指数下跌并连创新高,新的危机问题可能以2007年发生的美国次贷为标志。

一般认为双赤字、低利率、恐怖袭击这三大因素导致国际资本流出美国是此轮美元贬值形成的基本原因。对照三次美元中级调整趋势的主导因素,是经济增长力量发展差异所导致的国际资本流动及其引发的汇率机制变动,新兴强势增长区的出现伴随每一次产业大转移都意味货币利益格局的重新再分配、资本的逐利,体现并加剧新汇率机制的形成。总之,美元的每一次下跌伴随着新兴经济体诞生,并导致世界经济格局发生变化。

居安思危可以发现,每一次美元升值周期形成同样使新兴国家蒙受巨大经济危机、金融危机,数十年发展所积累的财富被流失瓜分。如美元走强的1980-1985年期间发生了拉美债务危机;在1995-2002年美元走强期间,则发生了1997年的亚洲金融危机、1998年的俄罗斯金融危机、1999年的巴西金融危机和2001年的阿根廷金融危机。

分析这些危机发生的时代背景和遭受惨烈的损失,在经济金融全球化、资本大流动的当今,尤其是我们目前的股市市值已经超越了GDP总量背景下,增强危机意识应对复杂的经济金融全球化将起着未雨绸缪的重要作用。

◎上海申能资产管理公司 张惠强

### 一、1982年拉美债务危机

#### 1. 时代背景

1978年,保罗·沃尔克担任美联储主席,上任伊始就开始打击世界范围内的通货膨胀,美元拆借利率平均从1979年的11.2%提高到1981年的20%,国债利率17.3%,基本利率更是高达21.5%;与此同时,号称英国铁娘子的撒切尔夫人于1979年5月当选英国首相,上任一个月就把基准利率从12%提高17%。利率变动导致大批美元流向美国,美元指数从1980年7月的84.75点上升到1981年8月的112点,短短一年时间上升了33%。美元强劲的升势以及大幅提升的利率使以美元为外债的拉美国家偿债能力大大下降,最终在1982年爆发了拉美债务危机。

#### 2. 拉美债务危机对拉美经济的毁灭性债务

一是债务加剧:1980-1990年,拉美地区净流出资金2000多亿美元,外债余额却由1980年的2415亿美元上升到1990年的4390亿美元。二是经济停止增长:1980-1990年,拉美地区的年均经济增长率仅为1.2%,其中阿根廷等7国是负增长,地区人均GDP年均增长率为-0.9%,出现所谓“失去的10年”。

三是工业化进程严重断裂:1980-1990年,拉美地区制造业年均增长率仅为0.1%,从而使拉美国家的工业化进程出现一次“大断裂”。四是贫困人口增加:1990年,拉美贫困人口占总人口的比例达到48.3%的历史最高记录。

拉美国的巨额债务始终成为这个地区经济危机和金融危机的定时炸弹,一旦时机出现就会发生。1994年墨西哥的金融危机、1999年的巴西金融危机、2001年阿根廷金融危机都是债务危机的幽灵在一定时间显身的结果。

墨西哥比索在失去的10年中,与美元汇率从1982年2月到1988年2月的6年时间里贬值了99%,国民财富洗劫一空;虽然没有巴西货币雷亚尔兑美元贬值的数据,但该国从1993年1月到1994年6月的一年多时间,巴西雷亚尔与美元汇率贬值了99%以上,可想而知巴西在失去的10年中所遭受的危机程度。

在拉美债务危机中,股市跌幅比较大,从1981年初到1982年中期跌幅高达67%。在债务危机改善后,许

多公司后来逐渐被外资控制,股市表现出更大的涨幅。在失去的10年中最大跌幅来自1987年美国股灾对股市的影响,3个月时间下跌了70%。

### 二、1997年亚洲经济危机波及更广

#### 1. 泰国30年的经济奇迹反而成为亚洲金融危机的发源地

1961年,在美国资助下泰国开始实施国家经济和社会发展五年计划。1986年以后,适逢美元贬值,由于泰铢与美元挂钩也随之贬值,泰国经济突飞猛进。1984年6月30日,泰国政府宣布实行所谓“一篮子货币”的汇率制度,美元份额占80%以上,日元11%-13%,其它货币不过10%。泰铢对美元汇率基本固定,维持在1美元兑换25泰铢左右的水平。显然泰国的汇率制度就是盯住美元,与美元挂钩。1995年以前,美元持续贬值,泰铢的有效汇率大幅下降,泰国的出口竞争力快速增长,成为令世界瞩目的经济奇迹。

1995年6月,国际外汇市场形势逆转,美元的货币汇率由贬转升,大幅度升值,泰铢汇率也紧跟美元不断走强,出口竞争力随之削弱。紧盯美元的固定汇率制度在低汇率时可以赢得出口顺差,一旦出口形势逆转,巨额赤字的累聚不仅伤害出口竞争力,而且招致汇率风险,使货币投机轻而易举。

1997年7月2日亚洲金融危机终于在泰国爆发。

#### 2. 俄罗斯金融危机

亚洲金融危机殃及俄罗斯,当时的俄罗斯经济非常脆弱,遭受的危机损失程度不亚于亚洲国家。1997年10月份受亚洲金融危机的冲击后,在俄的外资大量撤走,证券市场连续动荡。为了稳定股市,防止卢布贬值,俄政府不得不动用外汇储备,收购国家有价值证券。1997年上半年俄罗斯拥有238亿美元的外汇储备,到年底已下降到150亿美元。1998年6月1日俄罗斯的外汇储备已下降到140亿美元(其中45亿美元黄金储备),而到7月中旬进一步下降到136亿美元,大大少于外商所控制的俄国债券的数额(190亿美元)。

俄罗斯股市、汇市急剧下跌,引发金融危机乃至经济、政治危机。俄罗斯政策的突变使得在俄罗斯股市中投入巨额资金的国际炒家也大伤元气,并带动了美欧国家股市、汇市的全面剧烈波动。如果说在此之前亚

洲金融危机还是区域性的,那么俄罗斯金融危机的爆发和蔓延说明亚洲金融危机已经超出了亚洲范围走向世界,具有全球性的意义。直到1999年,亚洲金融危机才告结束。但巴西危机又开始面临。

#### 四、2001年阿根廷金融危机

2001年7月,由于阿根廷经济持续衰退、税收下降,政府财政赤字居高不下,面临丧失对外支付能力的危险,酝酿已久的债务危机终于爆发。短短一个星期内证券市场连续大幅下挫,梅尔瓦指数与公债价格屡创新低。国内商业银行为寻求自保纷纷抬高贷款利率,贷款利率甚至高达250%-350%,各商业银行实际上停止了信贷业务,布宜诺斯艾利斯各兑换所也基本停止了美元的出售。

阿根廷政府为化解金融危机,采取了一系列政策措施。在危机初期被迫采取了两项措施,一是通过《公共紧急状态和汇率体制改革法》,赋予新总统几乎不受限制的经济权力以应对危机,冻结银行存款和对美元存款按汇率强制比索化。二是通过向国际货币基金组织申请援助,“倒账”(即暂时停止支付到期外债本息)末日与国际金融机构等国际机构债权人进行债务重组谈判等形式获取贷款援助,减轻和延缓债务偿还负担。

固定汇率、资本市场过度开放、资产价格膨胀,以及高利率导致不断高估汇率是亚洲金融危机的根源。在美元走强情况下,则处于无所适从的无应对策略,金融危机结果是本币严重贬值、股市暴跌。即使现在,大多数国家的汇率与危机初期相比还处于明显的大幅度贬值状态;拉美地区的大量债务,为拉美经济危机、金融危机埋下不定期爆炸的定时炸弹。一旦遇到通货膨胀,固定汇率情况下的汇率高估、资本外逃、资本管制失控,夹杂政府危机、信用危机等,则金融危机就在难以避免。危机的结果是股市在遭受短暂打击下可以快速复苏,但本币则严重贬值。不仅亚洲这样,拉美这样、俄罗斯也是这样,即使在目前美元指数连创新高情况下,这些发展中国家的本币还是与危机之初相比处在大幅度贬值之中,长期积累的财富快速流失永远无法挽回。

#### 五、美元未来升值周期中的股市汇市影响

1、美元期待回升——美元中期底部已经不远

10.7%,而联邦政府的财政开支却增长了31%,其中用于公共债务的利息支付额增长了108%,债务负担越来越沉重。

而对资源进口大国的中国和印度的崛起总体带来正面影响,将减缓本币升值压力。但美元升值有可能伴随美元利率回升,因此将面临全球经济增长放缓的压力,从而影响我国进出口的外部环境。

对资本市场的负面影响主要有两方面因素,一方面,从亚洲国家在金融危机前美元走强的历史经验中得到启发。如果本币继续对美元升值,则加速这些国家对全球其它主要国家的货币升值,从而减少这两个国家的贸易顺差。尤其是外汇顺差数量是我国流动性指标中一个非常重要的指标,一旦发生顺差出现拐点,对股市负面影响则很大。另一方面,美元一旦进入升值周期,大量资金将重新回流美国,导致发展中国家汇率下降,资金流入减少,并引发资金不断流出,进一步影响汇率。这些元素对我国来讲,可能带来人民币升值速度减缓,甚至出现双向波动走势,影响资金流入。因此应当重点关注这些指标的变化,对市场的影响和判断做到未雨绸缪。

### 六、面对全球化要更加理性和谨慎

在经济全球化、全球资本流动更加频繁的当今世界,中国的崛起给世界经济增加了活力。但同时也应看到,美国次贷危机不仅影响到美国经济也明显影响了美国股市,并逐渐把这一影响波及到全世界。也许美国人内心更希望运用美国金融资本主义的高超技巧,变被动为主动,把自己的次贷问题由全世界买单。在美元不断走弱情况下,事情的发展对美元反而形成转机。在全世界盯着美元走弱情况下,美国正从明处走向暗处,一旦其它国家对汇率和经济问题应对不当,将使美元从被动中走出来。

从1987年的美国股灾发生来看,美元长期弱势导致的美国股灾在当今日元走弱情况下,这种股灾是否再度重现,在跨入2008年后似乎可能性也越来越大了。同时应该看到,在世界股市已经基本处于相同的运行周期情况下,中国股市也将越来越受国际股市影响,中国股市走势将逐渐融入世界股市的运行周期。因此在目前全球股市基本进入调整周期阶段,中国股市上升动力将受国际股市调整的影响越来越大,对此我们在未来两年的股市走势应保持理性和更加谨慎。

## 券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:1月1日至1月17日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	1.16收盘价	目标涨幅(%)	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
600230	沧州大化	渤海证券	强烈推荐	1-11	61.80	28.18	119.30	0.460	61.261	0.960	29.354	0.445	63.326	0.880	32.023
600030	中信证券	光大证券	买入	1-8	173.60	88.84	95.41	3.980	22.322	4.960	17.911	3.450	25.751	4.615	19.249
000652	泰达股份	申银万国	增持	1-16	49.80	27.30	82.42	0.273	100.000	0.392	69.643	0.283	96.580	0.400	68.326
000001	深发展A	国泰君安	增持	1-4	72.00	39.80	80.91	1.046	38.050	1.679	23.705	0.973	40.886	1.485	26.796
000002	万科A	兴业证券	强烈推荐	1-8	50.80	28.58	77.75	0.710	40.254	1.270	22.504	0.693	41.226	1.302	21.959
600150	中国船舶	中信建投	买入	1-8	450.00	253.40	77.59	6.600	38.394	10.000	25.340	5.471	46.320	8.715	29.078
000831	美铝股份	海通证券	买入	1-9	60.00	37.05	61.94	0.850	43.588	1.650	22.455	0.888	41.708	1.452	25.508
600150	中国船舶	光大证券	买入	1-8	405.00	253.40	59.83	8.000	31.675	10.400	24.365	5.471	46.320	8.715	29.078
600067	冠城大通	兴业证券	强烈推荐	1-3	35.30	22.10	59.73	0.490	45.102	1.290	17.132	0.494	44.737	1.376	16.061
600150	中国船舶	招商证券	强烈推荐	1-8	400.00	253.40	57.85	5.250	48.267	8.360	30.311	5.471	46.320	8.715	29.078
000002	万科A	光大证券	增持	1-8	45.00	28.58	57.45	0.740	38.622	1.550	18.439	0.693	41.226	1.302	21.959
600509	天富热电	广发证券	买入	1-9	60.20	38.76	55.32	0.266	145.714	0.626	61.917	0.296	130.769	0.660	58.692
600150	中国船舶	国信证券	推荐	1-8	390.00	253.40	53.91	5.250	48.267	8.700	29.126	5.471	46.320	8.715	29.078
600082	海泰发展	长江证券	无	1-7	28.00	18.21	53.76	0.192	94.844	0.376	48.431	0.194	94.060	0.385	47.323
600030	中信证券	UBS	Buy	1-8	134.00	88.84	50.83	3.220	27.590	4.580	19.397	3.450	25.751	4.615	19.249
600030	中信证券	中投证券	强烈推荐	1-8	132.00	88.84	48.58	3.810	23.318	4.660	19.064	3.450	25.751	4.615	19.249
600517	置信电气	招商证券	强烈推荐	1-2	84.00	56.63	48.33	0.830	68.229	1.680	33.708	0.814	69.568	1.525	37.146
600550	天威保变	兴业证券	推荐	1-7	85.00	67.68	47.37	0.556	103.741	1.592	36.231	0.557	103.485	1.404	41.097
000063	中兴通讯	国金证券	买入	1-1	101.00	59.50	45.32	1.238	56.139	1.618	42.954	1.287	54.013	1.806	38.481
600067	冠城大通	中投证券	强烈推荐	1-3	32.00	22.10	44.80	0.510	43.333	1.600	13.813	0.494	44.737	1.376	16.061
600325	华发股份	兴业证券	强烈推荐	1-14	64.50	44.69	44.33	1.060	42.160	2.150	20.786	1.012	44.180	1.925	23.211
000024	招商地产	中银国际	优于大市	1-10	88.00	62.00	41.94	1.360	45.588	2.250	27.556	1.196	51.850	2.045	30.315

说明:

1)“目标涨幅巨大”最直接地表达了研究员对企业的估价认识,目标价与现价差异也从侧面代表了研

究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。

机构研究员的认识,并不代表市场预期以及买方机构投资者的观点,在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需要区分研

究员的研究水平、注意卖方机构观点出其后市场的反应情况等。因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代表市场平均预期水平的指

标,将对您的投资提供新的依据。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

### 信息评述

#### 央行年内首次上调存款准备金率至15%

为落实从紧的货币政策要求,继续加强银行体系流动性管理,中国人民银行决定从2008年1月25日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点至15%。

#### 民族金融:

央行仍在延续2007年以来几乎每个月上调一次存款准备金率以紧缩银行流动性,抑制货币信贷过快增长的政策步调。当然在不间断的货币金融环境中,每次上调存款准备金率的背景都有些差异。虽然本月初两周央行通过正回购和票据发行回笼一部分,但从使用的手段来看央行明显力不从心。如果考虑到大量发行票据容易引发过大的利率波动以及增加财务成本,央行更多地利用短期回购来回笼资金,但过大的回购量很容易造成短期内到期资金像滚雪球一样越滚越大,进一步加大央行未来回笼压力。很明显,央行迫切需要更长久地且比较经济的资金回笼手段,存款准备金率再次上调也就不奇怪了,此次调整将直接锁定资金2000多亿元。

今年年初央行还面临更大的货币信贷紧缩压力。针对往年控制货币信贷过快增长的不力,今年央行制定了更为精细的调控手段,如根据“控制信贷总量、把握信贷节奏、调整信贷结构”的总体方针,央行规定在3.63万亿元贷款增量控制前提下,四季度贷款分别控制在总量的35%、30%、25%和10%左右。这个目标的实现决非易事,因为银行都有早放贷的冲动,去年一季度的信贷增量曾几乎达到了全年计划的一半。今年要控制在35%以下还是比较艰巨的,这就需要央行更谨慎地管理银行的流动性,减少过剩流动性刺激银行放贷的冲动,而存款准备金率调整就是有效的手段。

在此次存款准备金率调整后,与去年多次调整后效果不显著相比,这次会产生较为明显的边际作用。实际上这种效果在去年年底的存款准备金率调整后就可见端倪,如去年12月份外汇占款余额多年来第一次减少2303亿元就与存款准备金率调整有关。这种调整方式的效果也将在2008年1月的货币信贷数据中得到体现,而由于2008年1月比2007年年底面临更严峻的出口形势,这就意味着因贸易顺差而引致的外汇占款增速也将下降。而两者因素的叠加将导致外汇占款数量的进一步减少,有利于央行紧缩目标的实现。

#### 德邦证券:

进入2008年1月份之后,受到春节前后大规模现金投放的影响,2008年1月和2月均需要进行较高水平的货币对冲,央行的紧缩政策在一季度将持续出台。虽然从央行2007年货币政策报告来看,四季度货币供应增速(M0、M1、M2)都较三季度末有较为明显下降,贷款增速也在央行调控窗口指导下出现回落,但效果并不十分显著。主要原因在于央行外汇储备仍然大幅增长,2007年增幅高达43.32%,全年外汇占款(按全年平均)4.5的货币乘数计算)导致的广义货币投放量高达15.6万亿元左右,是货币供应超常增长的主要原因,也是国内通胀的主要成因之一。由于美联储月底大幅加息已成定局,央行通过的机会大大减小,在进行更大幅度的汇率调整之前,通过公开市场操作和存款准备金率提高来回收基础货币成为较为现实的选择,预计在2月份仍然会有一次存款准备金率上调。事实上,由于一季度的宏观调控政策的频发,高杠杆比率和低现金流的上市公司,如地产和银行股将承受较大压力。

#### 光大证券:

本次上调其宣布调整日期与调整实施日期间隔只有9天,创下历史最短间隔时间纪录。这隐含反映出央行对流动性过剩、通胀高企和固定资产投资货币信贷过快增长的控制效果比较担忧。此次上调是在2007年12月份货币信贷增速出现明显回落情况之后发布的,这很可能预示着2007年12月份以及2007年全年CPI和固定资产投资过快增长问题也仍然没有得到缓解。虽然此次上调存款准备金率冻结了1947亿元的资金规模,但是考虑到1月份仍然有6900多亿元的资金投放,债券市场资金面仍然比较宽松。此次小幅上调很可能使得债券指数再次处于震荡下行中,但并不代表此次上调是十足的利空消息。

#### 国泰君安:

为了回收多余的流动性和应对大量到期的央票,预计一季度还将有1-2次上调存款准备金率,每次0.5或1个百分点,目前仍维持2008年全年存款准备金率上调至18%的预测。不过央行如果改革存款准备金缴存基数,将其扩大到同业存款,则存款准备金率上调至16%-17%就差不多到位了。

#### 兴业证券:

指向通货膨胀的紧缩性政策在2008年将持续出台,调控力度和频率与CPI等物价指数密切相关。由于短期内通胀情况无法得到根本性缓解,至少在一季度内,笼罩在行业上的调控压力将不会消失。

在提高上缴央行准备金的同事要保证高收益资产的资金投放,资金面紧张已经成为共识,资金拆出行和资金业务活跃主动的银行在银行间市场上具有更大的定价权。各家银行除了调整资产结构外,资金业务也将成为2008年发展的重要业务模块。仍然看好作为资金净拆出行的工商银行、招商银行,以及资金业务活跃主动的兴业银行。

#### 国信证券:

此次上调力度并不大,对银行体系的资金影响很小。对未来货币政策的走向需要注意两点:从紧的货币政策是否会因外围经济体的货币政策走向的改变而开始出现宽松迹象。美联储已经展示强硬的姿态表示不会惜余力地挽救因次级债危机可能造成的经济下滑,降息因而只是迟后的事。在美国基准利率可能继续下调情况下,央行应会再思考可能的加息举措;其次,在外围经济体增长速度放缓情况下,我国采取从紧的货币政策可能由于政策时滞的原因而导致超调,这点相信央行也会重新考虑货币政策的紧缩力度。但是近期内央行仍会坚持去年年底制定的从紧货币政策的力度而不会略偏宽松,央行不会因美联储降息而停止加息,如果CPI继续上扬需要央行降低通胀预期的话。虽然1月份的CPI难于回落,但央行加息步伐很有可能缓一缓,央行会给予时间观察今年的通胀情况,料春节前加息的可能性不大。