

第三章 全球失衡的风险：超出经常账户范畴

全球化带来了巨大的经济效益。通过全球化，贸易流量进一步扩大，消费者获得了多种商品和服务，远远超出其国内经济提供的商品和服务范畴。与全球化相关的国际资金流动，不仅使企业的投资决策摆脱了国内融资约束，而且还使投资者通过全球资产的多样化降低了风险并优化了回报。国际资金流动因此提高了资本和技术分配的效率。

然而，全球化在扩大经济活动范围的同时，也使经济活动面临更多潜在的不稳定因素。在 2007—09 年金融危机中，正是近几十年来有助于提高福利和效率的国际联系充当了重要的金融和经济冲击传播渠道。危机初期，资产价格的迅速下降严重削弱了全球投资者的资产负债表；危机后期，全球贸易的萎缩沉重打击了许多出口导向型经济体。

金融危机之前，巨额经常账户顺差和逆差被认为是全球经济的主要风险；危机高峰时期，主要金融机构偿付能力面临的威胁成为人们关注的焦点。随着危机的逐渐消退，目前的讨论热点重又回到经常账户带来的风险上。事实上，全球经常账户失衡虽然在危机期间有所缓解，但仍然明显。

经常账户持续失衡可能会产生的风险包括政策制定者趋向支持贸易保护主义。此外，资本从经常账户顺差经济体流向经常账户逆差经济体也孕育着风险。一旦资本流动方向突然逆转，有着大规模资金净流入的经济体可能会发生货币大幅和无序贬值的风险。此外，金融部门可能无法有效吸纳这些净流入资本，导致金融不稳定。

经常账户失衡在缓慢缩小。主要顺差国和逆差国正持续进行储蓄和投资方面的结构调整，这有助于缩小长期不均衡。实际汇率调整也有助于缩小经常账户失衡。近期，加快实际汇率调整要求增强国内价格或（和）名义汇率调整的灵活性。因为政策制定者需要保持物价稳定，所以实际汇率调整应依赖名义汇率调整。

加强国际协调有助于主要顺差国和逆差国共同分担调整经常账户失衡的责任，并打破目前的政策僵局。例如，由于中国需承担进一步增加汇率灵活性的责任，美国就应该通过实施更紧缩的财政和货币政策分担调整责任。此外，在有着经常账户顺差的新兴市场经济体之间，允许本国货币率先升值的经济体会丧失竞争力。国际协调可以减少这种先行者劣势。

经常账户和资本净流动失衡造成的危险固然重要，但是金融危机强调需要关注更大范围的危险。如果我们希望充分理解逐渐增加的金融失衡风险，我们必须研究资本流动总规模。资本流入和流出的总规模显著大于经常账户相关的资本净流动。即便在经常账户余额小到可以忽略不计的情况下，资本流出与流入的总规模通常也较大。资本流入国金融部门吸纳的是资本流入总额而不是净额。如果资本流动突然停止，资本流入国有发生经济危机的风险。

资本流动造成的威胁在于它们导致全球金融机构、企业和家庭相互关联的资产负债表脆弱性增加。无论是对于市场参与者个体还是整个市场而言，资本流出获取的资产与资本流入形成的负债在风险特性上不可能完全匹配，从而导致货币、流动性和信用风险的错配。此外，即使资产负债表的各项头寸完全匹配，仍然会带来交易对手风险。金融危机期间，资产负债表的突然恶化导致经济活动大幅萎缩，表明即使资产与负债在风险特性上只有看似很小的差异，但加上交易对手风险，也可以形成强大的冲击传播渠道。

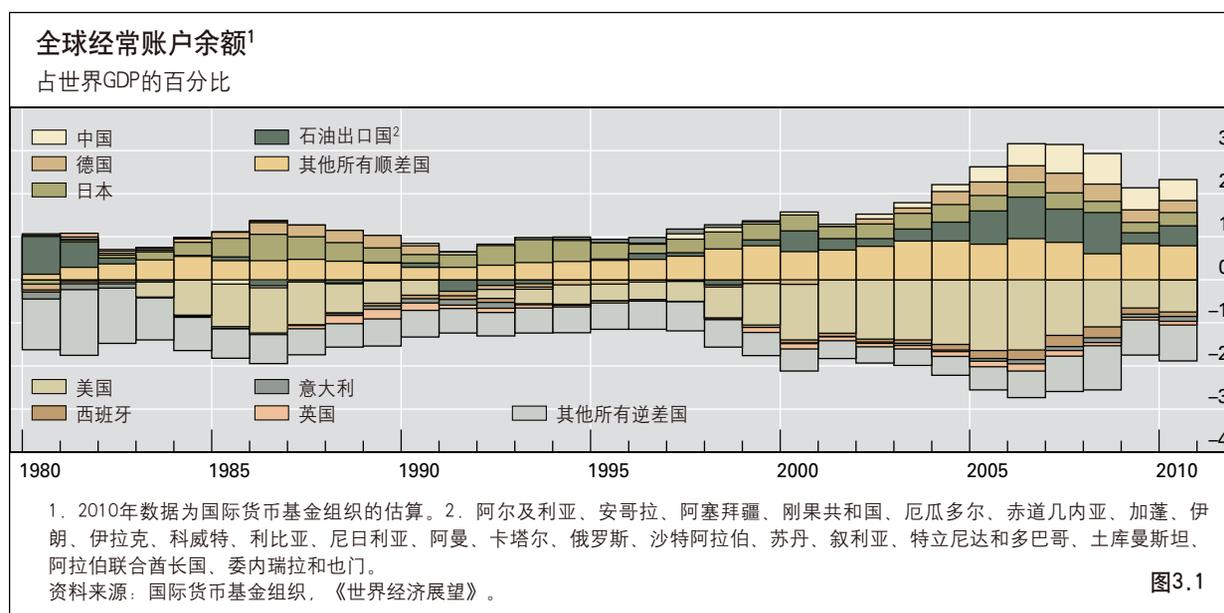
资本流动和金融失衡相关风险管理的第一道防线是宏观经济政策，即旨在维持货币稳定和财政可持续的宏观经济政策。货币政策可“逆风向而动”，防止信贷和资产价格的过度上涨。加强审慎框架和金融基础设施的政策形成了有效的第二道防线，以限制金融失衡并将危机的余波降低到最小限度。资本管制可作为最后一道防线。在非常情况下，可采用这个权宜之计解决大规模资本流入带来的风险。此外，填补目前数据缺口的一些措施，可以更好地评估国际收支平衡表的脆弱性。

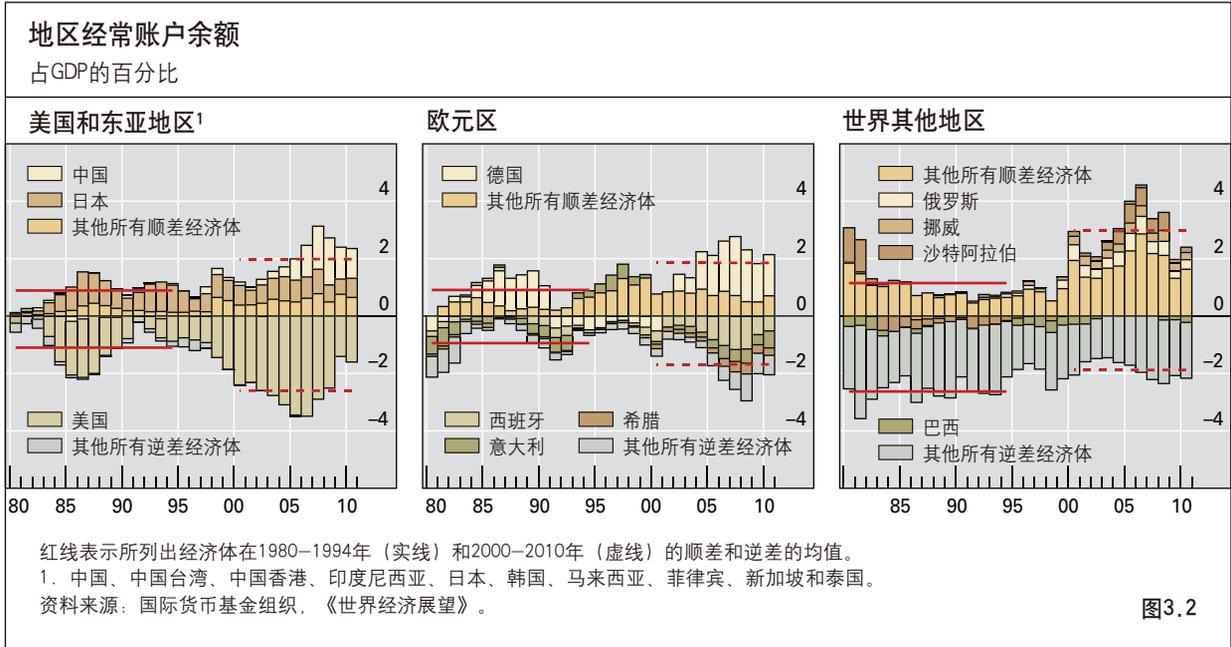
最后，经常账户失衡和金融失衡是相互关联的。金融危机表明，对两类失衡风险的有效管理是全球经济可持续增长和金融稳定的关键。此外，经常账户失衡产生的有些风险与资本流动产生的有些风险相似。大家都注意到，资本流动的突然逆转能够触发国内经济和金融危机。能够有效缓解其中一类失衡的政策措施也能纠正另一类失衡。例如，增强名义汇率灵活性不仅加快了经常账户失衡的调整，而且也通过纾缓通胀压力，帮助了顺差新兴经济体维持金融稳定。

我们首先探讨当前的经常账户大规模失衡和通过政策协调减少失衡风险的前景。随后分析大规模资本流动的相关风险以及有效的应对政策。最后是描述经常账户失衡和金融失衡是如何相互关联的。

经常账户余额：风险和应对

经常账户余额依然较大（图 3.1）。美国、意大利、西班牙和英国持续拥有巨





额经常账户逆差，而中国、日本和德国持续拥有巨额经常账户顺差。20世纪80年代和90年代初，全球经常账户余额的绝对值（全部顺差的总和加上全部逆差总和的绝对值）占全球国内生产总值的比率约为2%，此后一路稳步上升。在金融危机之前，该比率升至6%左右。其后，虽然回落至4%，但全球经常账户余额的绝对值仍保持在历史较高水平。

经常账户顺差或逆差集中于少数几个国家。自1994年以来，经常账户余额的增长主要集中于美国和东亚（图3.2，左图）以及欧元区（中图）。在1980—1994年和2000—2011年，美国和东亚地区的平均经常账户余额占地区GDP的比率上升了2.6个百分点，欧元区上涨了约1.7个百分点，但世界其他地区只上涨了1.1个百分点。这集中解释了为什么政策讨论往往更关注中国和美国等少数几个国家。

危机期间经常账户余额的减少，其中有相当一部分是周期性的，而非结构性的，未来可能会增加。例如，美国等许多拥有经常账户逆差的发达经济体，曾在危机期间经历了国内私人需求的急剧收缩；随着经济复苏、私人消费和投资的再次增长，国内需求可能会增加。如果没有实质性的财政整顿，需求的增加可能会进一步扩大经常账户逆差。相反，拥有经常账户顺差的新兴经济体，特别是中国，出台了经济刺激措施促进增长；随着刺激措施的逐步取消，国内需求可能会出现下降，并可能扩大经常账户顺差。

风险

长期持有经常账户巨额逆差是不可持续的，所以最终一定会走到尽头。因此，这不是一个失衡是否会纠正的问题，而是一个失衡如何得以纠正的问题。当前的主要风险——全球失衡的无序调整风险——不利于全球宏观经济和金融的稳定。

如果弥补经常账户逆差的资本流动突然逆转，背负巨额逆差的经济体可能会出现货币无序贬值的状况。金融危机之前，美国经常账户的巨额逆差被视为全球稳定的一个重大威胁，因为它蕴涵着美元价值无序下降的风险。目前美国并不具

经常账户失衡风险
汇率无序调整
.....

备轻松为其逆差融资的能力。过去一些规模较小的逆差经济体的例子表明，市场信心会迅速蒸发，引发突然及成本巨大的强制性调整。美元急剧贬值促成的全球需求的突然重新平衡，会对全球经济产生深远的影响。

国内金融部门也竭力有效地吸纳与经常账户逆差相对应的资本流入。如果金融机构没有被妥善监管，不能引导流入资本进入生产领域的情况特别容易出现。由此产生的资本配置不当，例如流向房地产贷款，可能会导致繁荣—萧条周期，最终造成金融不稳定。事实上，一些经济学家认为金融危机前美国房地产市场繁荣的原因之一就是大规模的资本流入，即与经常账户逆差相对应的资本流入。全球经济失衡的继续持续意味着金融稳定失衡的相似风险也将会继续。

……贸易保护主义

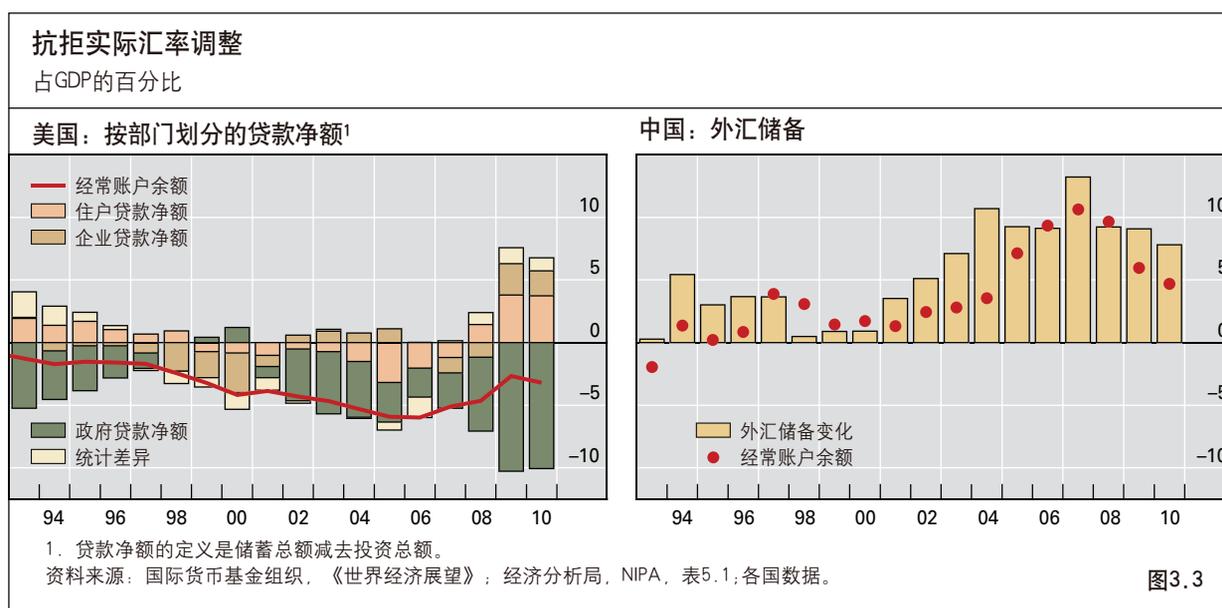
最后，经常账户失衡可能会促使逆差国家转向保护主义措施。当顺差国家的政策被认为会将逆差国家置于竞争上的弱势地位时，逆差国家贸易保护主义抬头的风险显著上升。不断升级的贸易保护主义，最终可能导致贸易战。目前，政策制定者虽然仍表示对贸易保护主义予以抵制，但是趋向于贸易保护主义的风险似乎在逐渐上升。

政策僵局

减缓经常账户失衡需要全球需求的重新平衡。逆差经济体需要从内需型转化为外需型，而顺差经济体则反之。从数量变化角度看，逆差经济体需要增加国内储蓄以及减少消费或投资；顺差经济体则反之。从价格变化角度看，逆差经济体货币的实际汇率的贬值会增加国际竞争力，有助于实现所需的数量变化。顺差经济体货币的实际汇率的升值也会产生同样的效果。实现实际汇率的调整需要提高国内物价与工资或（和）名义汇率的灵活性。

但是，调整缓慢……

虽然经常账户失衡在一定程度上低于金融危机前的水平（见专栏 3.A），但是目前的调整速度似乎比较缓慢，而且在目前条件下，进一步进行大规模有计划调整似乎也不太可能。主要的顺差或逆差经济体由于担心承担全部调整成本，可能会继续抗拒价格或名义汇率调整。



专栏3.A: 调整的证据

纠正经常账户全球失衡需要在储蓄和投资两方面进行抵消性调整——也就是说数量调整——调整相对价格的实际汇率变化可作为补充，以发挥支持作用。一些关于储蓄和投资调整的初步迹象已经出现。在美国，私人储蓄自金融危机高峰以来已出现增长。在中国，政府计划增加国内消费，以及正在进行的主要企业治理结构改革可能会减少它们目前的高储蓄水平。

通过实际汇率的变化发生的相对价格调整，正在支持减少经常账户失衡的努力。也就是说，逆差国家的商品价格，在用顺差国家的货币表示时，往往比顺差国家的商品价格上涨速度慢得多。基于单位劳动成本的实际有效汇率是衡量国际竞争力的一种方法。对于美元，这一比率在2004年和2009年之间下降了10%左右，应当有助于减少经常账户逆差。尽管中国没有可获得的官方单位劳动成本数据，但近期工资的快速增长表明，调整也正在发生。尽管提高最低工资政策是导致工资增长的一个原因，但工资的增长也可能表明，中国正在接近其剩余劳动力供应的尾声，即意味着未来工资增长速度甚至更快。^①

基于消费物价通胀的实际有效汇率的衡量也显示出调整正在进行。在过去五年里，人民币实际有效汇率已上升15%左右(图3.A, 左图)。同一时期，美元实际有效汇率，尽管在金融危机期间有所上升，下降了约15%。以美元表示的人民币实际升值是由于中国通胀超过美国以及人民币兑美元名义汇率升值结合在一起所致(图3.A, 右图)。这些衡量可能低估了中国的调整程度。最近的工资增长可能会传递至更高的服务价格，其在中国消费物价指数中呈系统性的权重低估，而消费物价指数是计算实际汇率的基础。

① 根据劳动力供给争论，中国对劳动力需求的增长没有像以前那样显著增加实际工资，因为农村剩余劳动力供给满足了这部分需求。随着供给过剩逐渐减少，劳动力需求的进一步增加意味着实际工资增长，从而可能推动人民币实际汇率更快升值。

实际汇率调整

实际有效汇率¹



名义汇率和通货膨胀³



1. 相对消费物价：增长=升值；清算银行广义指数，2005年均值=100。2. 在2005年GDP和购买力评价汇率基础上，中国台湾、中国香港、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国的加权平均实际有效汇率。3. 双边汇率和消费物价的年变化率，百分比。

资料来源：各国数据；国际清算银行。

图3.A

特别是，因担心承担币值不稳定带来的巨大成本，逆差经济体会选择抗拒经常账户逆差引起的通缩压力，而顺差经济体则选择抗拒相应的通胀压力。经常账户顺差方和逆差方的抗拒行为与其国内政策目标是一致的，尤其是将对立方的抗拒行为作为既定时。结果是出现了僵局。

……由于国内政策目标……

……以及顺差新兴经济体抗拒增强汇率灵活性

例如，美国的低利率政策和积极的财政刺激政策取代了急剧下降的私人住户和企业的需求（图 3.3，左图）。家庭贷款净额，即储蓄总额减去投资总额，从 2005 年的占国内生产总值的约 -3.2% 增加到 2010 年的 3.7%，而同期，政府净贷款从 -3.2% 下降至 -10.1%。美国曾一度面临明显的通缩危险，并出台了财政刺激政策帮助妥善应对。

同样，许多顺差经济体致力于限制名义汇率升值速度。名义汇率的迅速升值将标志着成功的出口导向型增长战略的终结，并可能导致就业和产出在短期内蒙受损失。因此，这些经济体限制名义汇率的快速升值符合其国内政策目标。

过去十年，顺差经济体积累了大量外汇储备，从中可以反映出其对名义汇率调整的抗拒（表 3.1）。中国经常账户巨额顺差与储备积累高速增长相匹配（图 3.3，右图）。事实上，自 1994 年以来，中国积累了 2.4 万亿美元的储备，已超过累计经常账户顺差约 30%。大量积累储备，使得名义汇率上升幅度低于原本应该实现的调整幅度。

外汇储备的积累增加了货币政策的复杂性。如果不采取额外的措施，储备增加会对利率产生下行压力。为维持货币稳定，抗拒外汇干预带来的通胀压力，中国进行了冲销操作，以消除储备大量积累的影响。为了同样的理由，中国还稳步提高了存款准备金率和利率。

总体来看，美国，中国和其他国家采取的维持货币稳定和限制名义汇率波动的政策，减缓了实际汇率的调整速度。

抗拒行动使得其他国家单边调整成本更高

此外，主要的经常账户顺差方（或逆差方）采取的政策使得另一方进行单边调整更加困难。例如，中国的经常账户巨额顺差，增加了美国实施刺激需求的宏观经济政策的冲动。相反，美国的宏观经济刺激政策和一般意义上的过度需求，加大了美国为减少顺差所需要的汇率调整规模和成本。顺差方和逆差方都希望进行调整，但是任何一方都发现单边调整不符合自身利益。着手调整的国家没能按比例分摊成本，其承担的成本看来似乎超出了国内收益：以金融稳定增强和通胀降低（顺差新兴经济体）或对外收支状况更加可持续（逆差发达经济体）的形式出现。无论如何，因为调整促进了全球宏观经济稳定，所以给其他所有国家提供了正外部性。

政策协调的作用

要想克服目前的僵局需要政策协调

政策协调可以打破这个僵局。伴随着货币不稳定产生的巨大成本意味着调整应该通过增加名义汇率灵活性来实现。以美国和中国为例，调整成本可能主要由中国承担。然而，美国应该通过实施紧缩的财政和货币政策，减少国内需求，分担部分调整成本。逆差经济体实施紧缩的宏观经济政策，也能够使顺差经济体减轻对外汇储备价值受通胀影响而贬值的担忧。

政策协调的实施可能会依赖于经常账户顺差和逆差经济体国内出现更多支持条件。逆差经济体的主要需要是复苏强劲，以实施紧缩的宏观经济政策。顺差经济体则需要加强金融市场基础设施，例如完善外汇衍生品市场，以减轻为增强名义汇率灵活性承担的实际成本。

政策协调也能够解决顺差经济体面临的先行者劣势问题。相对于没有同时调整汇率的顺差经济体的出口商，允许本币名义汇率启动单边升值的顺差经济体的出口商会处于不利的地位。顺差经济体，尤其是亚洲新兴经济体之间的政策协调，可能有助于克服这一障碍。

| 官方外汇储备年变动额 | | | | | |
|---------------------|---------------|---------|-------|---------|---------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| | 10亿美元，以当前汇率计算 | | | | |
| 世界 | 915.9 | 1,445.2 | 654.6 | 1,131.7 | 1,102.5 |
| 工业化国家 | 164.7 | 177.2 | 71.6 | 483.9 | 320.0 |
| 美国 | 0.8 | 4.7 | 7.1 | 53.1 | 1.7 |
| 欧元区 | 12.3 | 18.3 | 3.4 | 64.1 | 17.4 |
| 日本 | 45.4 | 73.1 | 56.6 | 12.9 | 39.3 |
| 亚洲 ¹ | 395.2 | 684.5 | 412.0 | 747.4 | 653.7 |
| 中国 | 247.0 | 461.8 | 419.0 | 466.8 | 450.0 |
| 中国台湾 | 12.9 | 4.2 | 21.4 | 56.5 | 33.8 |
| 中国香港 | 8.9 | 19.5 | 29.8 | 73.3 | 12.9 |
| 印度 | 38.8 | 96.3 | -19.6 | 17.8 | 10.1 |
| 印度尼西亚 | 8.0 | 13.9 | -5.4 | 14.0 | 29.3 |
| 韩国 | 28.6 | 23.3 | -61.0 | 68.8 | 21.6 |
| 马来西亚 | 12.3 | 18.9 | -9.9 | 4.3 | 9.5 |
| 菲律宾 | 4.1 | 10.2 | 3.0 | 5.6 | 16.6 |
| 新加坡 | 20.1 | 26.7 | 11.2 | 13.6 | 37.9 |
| 泰国 | 14.6 | 19.9 | 23.4 | 26.8 | 32.0 |
| 拉丁美洲 ² | 49.5 | 126.7 | 42.9 | 44.0 | 81.6 |
| 阿根廷 | 3.7 | 13.8 | 0.2 | 1.2 | 3.6 |
| 巴西 | 31.9 | 94.3 | 13.4 | 44.5 | 49.7 |
| 智利 | 2.5 | -2.6 | 6.2 | 2.2 | 2.5 |
| 墨西哥 | 2.2 | 10.8 | 8.0 | 4.5 | 20.7 |
| 委内瑞拉 | 5.5 | -5.2 | 8.9 | -11.4 | -8.6 |
| 中欧和东欧 ³ | 28.2 | 42.4 | 5.7 | 39.3 | 15.3 |
| 中东 ⁴ | 27.1 | 63.3 | 53.4 | 7.8 | 19.7 |
| 俄罗斯 | 119.7 | 171.2 | -55.0 | 4.9 | 26.9 |
| 备忘： | | | | | |
| 石油净出口国 ⁵ | 285.3 | 330.5 | 145.8 | -22.2 | 106.4 |

1. 列出的国家。2. 列出国家加上哥伦比亚和秘鲁。3. 中欧和东欧：保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰和罗马尼亚。4. 科威特、利比亚、卡塔尔和沙特阿拉伯。沙特阿拉伯不包括外国证券投资。5. 阿尔及利亚、安哥拉、哈萨克斯坦、墨西哥、尼日利亚、挪威、俄罗斯、委内瑞拉和中东。

资料来源：国际货币基金组织；Datastream；各国数据。

表3.1

除政策协调以外，顺差和逆差经济体出台的结构性政策也能够推进经常账户失衡的全球调整。例如，美国现行的税收制度有利于举债但不利于鼓励储蓄。消除这些扭曲可能有助于全球经济重新平衡。相反，中国应进一步发展可持续的社会保障计划——包括公共医疗和养老金计划——将会降低家庭储蓄的需要并鼓励消费。

无论如何，问题的大小表明了如果没有协调一致的行动，政策僵局和全球经

济失衡加剧可能会持续多年。只要顺差经济体有意愿继续积累外汇储备并能承受相关成本，它们就能够保持名义汇率不变。因此在一般情况下，最终被迫进行调整的是逆差经济体。僵局持续的时间越长，最终调整的规模以及无序调整的风险也越大。¹

资本流动总量和金融失衡

金融危机已经证明，资本流动造成的全球风险与经常账户失衡风险一样重要。资本流动导致遍布世界各地的金融机构、企业和家庭的相互关联的资产负债表都出现了扩张。流入和流出资本之间的特性差异集中表现为资产负债表中资产与负债的不相匹配。互相不匹配的资产与负债，例如货币或期限错配，可能导致金融失衡。理解并管理错配风险对实现全球经济可持续增长和维护金融稳定至关重要。

大规模的资本流入和流出总量并不一定与净流动相关……

一国资本流入和流出总量之间的差额等于其经常账户余额：流入总量大于流出时，经常账户为逆差；流出总量大于流入时，经常账户为顺差。² 但是，分开来看，流入和流出总量与经常账户规模关系不大。投资者全球投资组合多样化的基础是预期收益和风险，而不是根本性的国内储蓄与投资的平衡。构建多样化的全球投资组合的养老基金，在进行相关交易时会涉及顺差和逆差国家大规模的资本流出。同样，大企业在进行境外投资和扩大生产时往往不会考虑本国的经常账户。

……以及相互关联的资产负债表的累积

例如，尽管巴西经常账户余额不大，但资本流入和流出总量很大（图 3.4，左图）。顺差国可以有大量的资本流入。从 2002 年至 2009 年，中国累计资本流入总量超过 1 万亿美元，而经常账户顺差累计 1.7 万亿美元（中图）。相反，逆差国可以有大量的资本流出，就像美国的情况一样（右图）。虽然过去 8 年，美国的经常账户逆差累计约达 5 万亿美元，但是资本流出规模更大，通过约 10 万亿美元的资本流入进行融资。

……建立了相互依赖的复杂模式

此外，反映资本流动总量的资产负债表互相关联，呈现出复杂的模式。国际清算银行的银行业统计涵盖双边交易的子集，即交易双方中至少有一方是向清算银行上报数据的银行。在图 3.5 中，圆圈或节点代表国家或地区，节点大小与位于该国家或地区的跨境银行的簿记资产与负债总额成正比。节点连线粗细程度与节点间的金融债权或金融联系成正比。图 3.5 的节点和连线分别反映的是美元计价的存量间的联系（左图）和欧元计价的存量间的联系（右图）。

在某些情况下，金融联系与经常账户密切相关。欧元区 and 欧洲新兴经济体之间的金融联系即符合这种情况。但是美国和英国之间的资金流动（2.7 万亿美元存量；图 3.5，左图），英国和欧元区之间的资金流动（3.6 万亿欧元存量；右图）均与基本经常账户余额的关系不大。

风险

资本流动总量变

资本流动总量变化与资本流动净额变化造成的一些风险相类似。大规模资本

1. 美国遭受的调整压力略小于其他逆差国家。由于美元是世界主要储备货币以及非居民可能希望持有美元资产，所以美国经常账户逆差在一定范围内可以持续。然而，美国当前的逆差规模明显已经超出这一范围，意味着最终调整势在必行。

2. 资本流动总量是合并数。流入总量指的是非居民购买的国内资产减去出售的国内资产。同样，流出总量指的是居民净购入国外资产。无论是流入总量还是流出总量，如果出售资产额大于购入资产额，资本流动总量是负值。

部分国家资本流动总量

自2001年底以来的累计流动¹，万亿美元

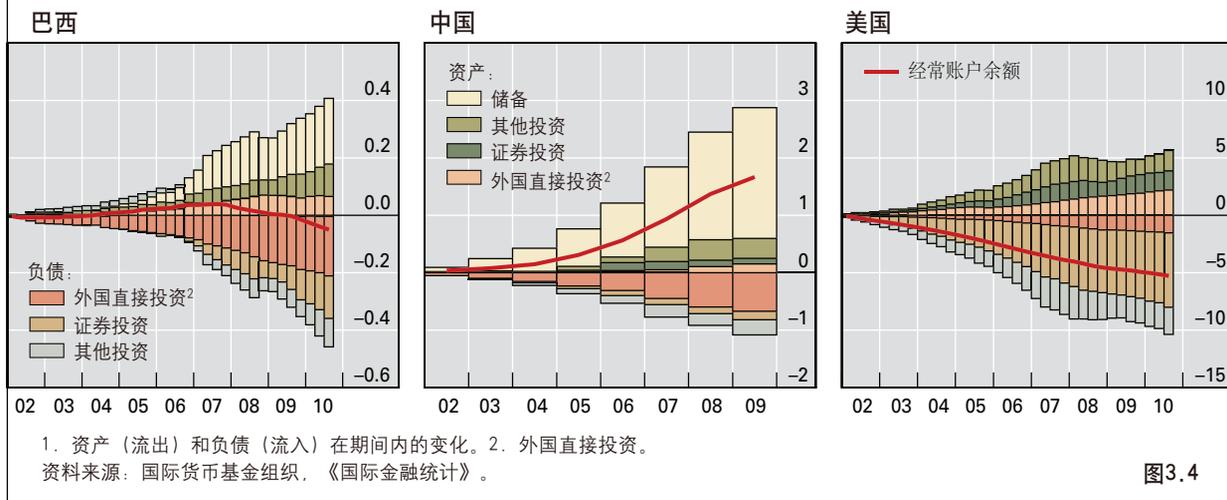


图3.4

流入可能会突然停止，甚至突然逆转，导致危机发生。它们也可能压垮脆弱的或没有被妥善监管的金融部门。毕竟，金融部门在发挥金融中介功能时承载的是资本流动总量，而不是净额。

最重要的是，反映了资本流动总量的资产负债表规模扩张会导致风险增加，这主要是因为资产（累计流出）和负债（累计流入）不能相互转换。一些居民持有的外币资产，例如养老基金，一般不能被用来偿还其他一些居民，如房地产开发商，所欠的跨境债务。资产和负债的币种、流动性和信用风险也可能有所不同：养老基金持有的股票投资组合与房地产开发商贷款在风险特性方面呈现出较大差异。

当然，不能孤立地考虑资本流动总量相关风险（居民和非居民之间的交易）；必须在国内资产负债表的大背景下（居民之间的交易）进行研究。例如，国际资本流动代表了额外的融资来源，即不仅仅从居民处获得资金，可以促进国内信贷迅速增长。事实上，在信贷繁荣期间，境外融资往往比国内融资（见专栏3.B）增长更快。

资本流动总量划分成储备、证券投资和外国直接投资（FDI）三大类，显示了上述例子中描述的资产与负债之间的区别。一国资产负债表上的错配是显而易见的，即便是高度综合的主要大类之间也是如此（图3.4）。例如，巴西的直接投资流入远比对外直接投资流出大。巴西的经常账户是通过储备积累加上其他小额投资来平衡的。中国的流出资本大多是储备，而流入资本主要是外国直接投资。美国的对外直接投资流出稍高于外国直接投资流入。大量证券投资组合流入中有一部分是其他国家累积的储备，这些流入为经常账户逆差提供了融资，同时也为购买可产生更高收益的外国资产提供了低成本资金。在经济个体层面，这类不匹配甚至更加突出。

分布全球的资产负债表之间的金融联系能以意想不到的方式迅速将冲击传导至难以预测的地点。例如，金融危机期间经历的严重压力限制了全球活跃银行提供信贷的能力。结果之一是，向各类新兴市场经济体发放的跨境贷款大幅下降，跌幅远远超出需求层面（图3.6）。一些欧洲大陆的银行发现对美国次级债市场有

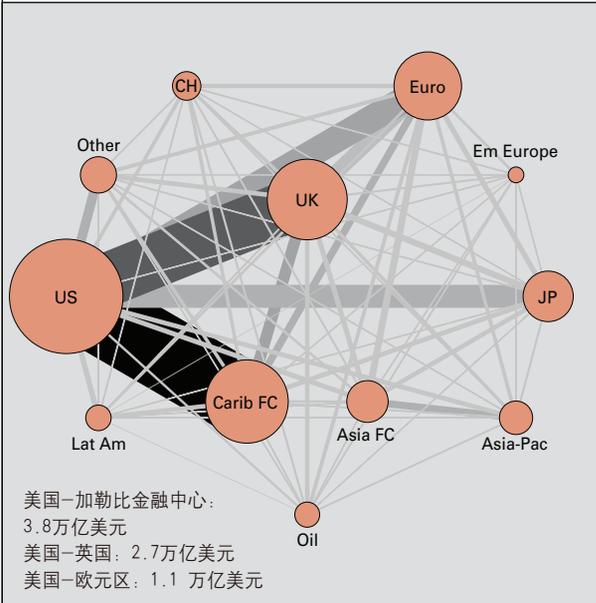
化与资本流动净额变化造成的一些风险有类似之处

国际资产负债表上的大规模错配也产生了风险

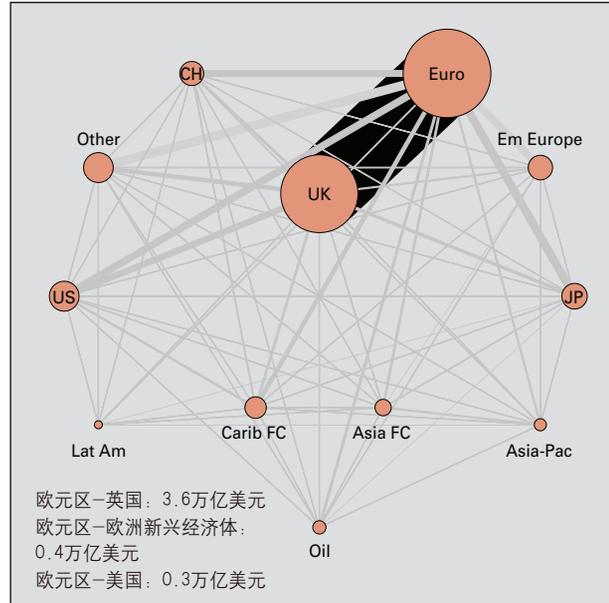
金融联系能迅速传导冲击

2010年底全球银行业体系之间的联系¹

美元联系



欧元存量联系



Asia FC=亚洲金融中心(中国香港、中国澳门和新加坡); Asia-Pac=中国、中国台湾、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、巴基斯坦、菲律宾和泰国; Carib FC=加勒比金融中心(阿鲁巴、巴哈马、百慕大、开曼群岛、库拉索和巴拿马); CH=瑞士; EM Europe=欧洲新兴经济体(保加利亚、克罗地亚、塞浦路斯、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、马耳他、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚、土耳其和乌克兰); Euro=塞浦路斯、马耳他、斯洛伐克和斯洛文尼亚以外的欧元区成员经济体; JP=日本; Lat Am=阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉; oil=石油(石油输出国组织成员经济体加上俄罗斯); other=其他(澳大利亚、加拿大、丹麦、新西兰、挪威和瑞典); UK=英国; US=美国。

见I fender和P McGuire,《银行结构、融资风险和冲击在各国之间的传导:概念与衡量》,载《国际清算银行季报》,2010年9月,第63-79页。

1. 每一个圆圈大小与位于该地区的向清算银行报告数据银行的跨境债权和负债存量成正比。一些地区包括非报告银行。地区A和B间连线的粗细程度与下列数加总之和成正比: A地区银行持有的B地区所有居民的债权, A地区银行对B地区非银行的负债, B地区银行持有的A地区所有居民的债权以及B地区银行对A地区非银行的负债。

资料来源:国际清算银行按居住地进行的地区性银行业统计;作者的计算。

图3.5

超出预期的较大风险敞口,对其流动性和偿付能力造成了威胁。如果一个经济体国内资产和负债杠杆率较高,就会限制其吸收国际头寸损失的能力,因此对这些经济体来说,这些风险敞口带来的挑战尤其严峻。

应对金融风险

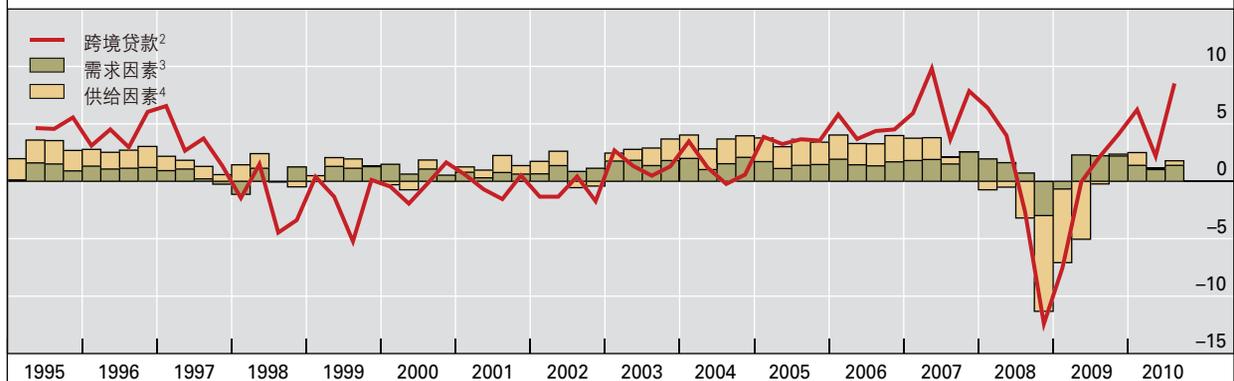
金融危机已经表明,忽略金融失衡可能会付出巨大的成本。如果没有适当的监管,不能为金融部门提供正确激励,那么大量资产负债表的联系和错配会使金融部门和整体经济面临的风险显著上升。

第一道防线:稳健的宏观经济政策,包括货币稳定

稳健的宏观经济政策——确保货币稳定和财政可持续——是防御金融失衡风险的第一道及最佳防线(见第四章货币政策面临的挑战)。如果市场察觉通货膨胀正在逐渐“脱锚”或财政日益衰落以致不能充分防范主权债务违约风险,投资者可能会被迫启动去杠杆化过程。这类去杠杆化可能会将资产负债表错配状况传递至国内宏观经济,造成经济严重紧缩,并向全球溢出。此外,货币政策除发挥保

部分新兴市场经济体的银行跨境贷款的供求分析¹

季环比平均变化率，百分比



更多细节，见E Takats,《是信贷供给吗？危机期间新兴市场经济体的跨境贷款》，载《国际清算银行季度评论》，2010年5月，第49—56页。

1. 样本国家数据推算。样本国家：阿根廷、巴西、智利、中国、捷克共和国、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、新加坡、南非、泰国和土耳其。2. 所有向清算银行上报数据的银行分别对每一个国家跨境债权的总额的季环比增长率（对数）；实际值，百分比。3. 季度调整后以美元计价的名义GDP的季环比增长率（对数），乘以面板估计系数，再加上常数和国别固定效应。4. 标准普尔金融指数的波动性乘以面板系数，再加上常数和国别固定效应。

资料来源：Datastream；作者的估算。

图3.6

持价格稳定作用外，还可以通过“逆风向行动”使信贷和资产价格从过度增长到适度增长。

加强对金融部门的监管是稳健宏观经济政策的重要补充，有助于防范危机的发生或减少危机余波的冲击（见第五章）。按照资产负债表具体账户的风险敞口对资本金要求进行调整，将会增强金融体系的抗风险能力。这种调整还将发挥的一个辅助作用是，控制金融部门首先追求资产负债表扩张的冲动，避免积累大量不匹配的资产和负债。当前在巴塞尔协议Ⅲ框架下推进的监管改革意味着在这方面迈出了重要的一步。

特别是，宏观审慎工具在限制金融部门积累大量不匹配的资产与负债方面发挥了重要作用。一些新兴市场经济体最近对宏观审慎工具有了大量经验。在中欧和东欧，即便在金融危机之前，就已经使用贷款与价值比率或贷款的还本付息比率。一些拉丁美洲新兴经济体从率先实行动态拨备的西班牙获取了相关经验。一些亚洲新兴经济体出台了各种宏观审慎措施，防范房地产市场过热对本国银行业体系造成冲击以及限制信贷增长。这些工具可以保障银行资产负债表安全，也可以减少金融冲击对整体经济造成的危害。

资本管制仍然是在特定环境下防范金融失衡风险的最后一道防线。这可以作为一个权宜之计，减缓短期资本流入。在更长的一段时期内，经验表明，资本管制主要改变的是资本流动总量的组成，而不是规模。但迄今为止的经验并不足以显示结构效应是否有助于降低资产负债表不匹配的风险。此外，资本管制仅能影响跨境资本流动（居民和非居民之间的交易），不能解决国内交易与货币状况，后者往往是金融失衡风险积累的一个更主要的组成成分。

资本管制的最大困难是，随着时间的推移，可能会扭曲资本配置和损害长期

第二道防线：金融部门监管的增强……

……特别是，运用宏观审慎工具

只有在特定环境中才应该使用资本管制

专栏3.B: 全球流动性

国际主要货币实行低利率，导致对全球信贷状况的担忧加剧。本专栏根据国际清算银行国际金融统计数据，跟踪离岸、跨境信贷模式，阐明信贷增长的国际影响因素。信贷状况被认为是“全球流动性”的一个要素。

全球信贷总量

一些货币在辖区外被广泛使用。辖区货币发行当局的决定直接影响了世界其他地区的货币和金融状况。例如，美元在美国境外的使用规模很大，且一直呈增长趋势。2010年中，非美国居民的美元信贷（图3.B.1，左图，“美国境外簿记债务证券”和“国际贷款”）与全球非金融部门美元信贷的比率为17%，而2000年这一比率是12%。扣除“美国政府负债”后，这一比率，也就是美元在美国境外的使用程度，进一步升高至23%（2000年，这一比率是15%）。

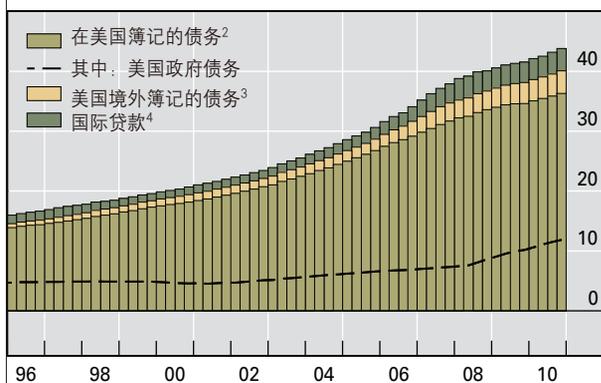
世界其他地区的美元信贷相比美国居民的呈更快增长的趋势。危机后，两者的差距显著扩大（图3.B.1，右图）。2000—2007年，美国家庭和非金融企业的美元信贷保持了约9%的年环比增长速度，直至危机前达23万亿美元，占GDP的166%。在同一时期内，美国境外借款人的美元信贷高速增长。2007年中，年环比增长达到了30%的峰值，总额为5.8万亿美元，占世界其他地区GDP的15%。危机后，2008年第三季度至2010年第四季度，美国私人部门的信贷下降了5,800亿美元。与此相反，在短期触底后，非美国居民的信贷实际上升了7,490亿美元。国内信贷正处于繁荣阶段的国家（如中国）的美元信贷扩张特别迅速。

国内信贷繁荣的国际要素

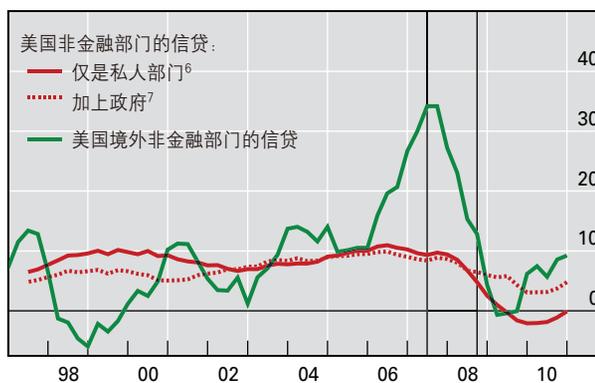
国内信贷繁荣期间，私人部门的信贷增长有超过货币增长的趋势。正如美国影子银行体系相关经验显示，非银行信贷渠道往往要特别活跃，此外，全球资金来源——对非银行部门的直接跨境（“离岸”）贷款和通过本地银行贷出的跨境资金——变得更加重要。也就是说，在信贷繁荣时期，上述两个渠道的跨境融资往

美元的全球流动性

非金融部门的信贷¹



非金融部门的信贷增长⁵



1. 万亿美元。2. 美国非金融部门债务，包括债务证券、抵押贷款、银行贷款、商业票据、消费者信贷、政府贷款和其他贷款以及预付金；不包括贸易债务、以证券套利交易为目的的贷款和股权融资。3. 非美国居民在美国境外发行且尚未兑现的美元债务证券。4. 美国境外非银行部门的跨境美元信贷和境内美元信贷。统计中国非银行部门的境内美元信贷时，采用的数据是国家商业银行外币贷款总额，假定其中的80%都是以美元计价。在统计其他未向清算银行上报数据的国家的非银行部门的境内美元信贷时，采用的数据是所有向清算银行上报数据的银行对该国跨境美元信贷的合计。5. 年同比增长，百分比。垂直线指的是2007年第二季度末和2008年第三季度末的数据。6. 美国非金融部门的信贷总额减去美国政府的信贷。7. 美国非金融部门的信贷总额。

资料来源：中国人民银行；美国联邦储备理事会；国际清算银行国际债务统计和按住址划分的银行统计。

图3.B.1

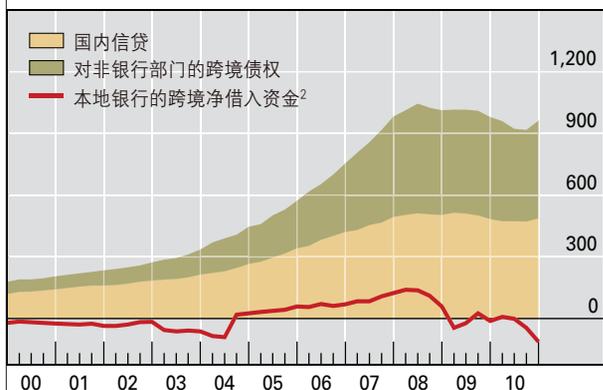
往比本地银行发放的贷款增长速度更快。

爱尔兰仅仅是该规律的一个例证。危机前三年,爱尔兰非银行部门的跨境贷款保持了40%的年增长速度,比国内信贷增长速度高10个百分点(图3.B.2,右图)。此外,由于国内银行信贷比国内(非银行)存款增长更快,爱尔兰银行利用跨境资金为国内信贷融资(左图)。2008年,爱尔兰非银行部门的跨境贷款与银行的跨境融资结合在一起,占银行对非银行贷款总额的比率超过50%。

与银行跨境融资相比,非银行部门的直接跨境贷款给当局带来了特别的挑战。首先,它可以规避正在实施旨在抑制贷款的相关措施,这些措施包括更高的准备金要求,审慎和宏观审慎工具(例如更严格的贷款与价值比率)或定量的信贷限额。事实上,为防止出现规避行为,在巴塞尔协议III逆周期资本缓冲的实施建议中,设想了母国和东道国监管机构应在互惠协议的基础上建立明确的协调机制。第二,直接跨境贷款比国内信贷更难跟踪。它们被排除在货币统计以外,货币统计是信贷增长的典型信息来源;以及原始数据来源问题,例如国际收支统计,往往在这方面显得相对不太可靠。

爱尔兰非银行部门信贷

水平, 10亿美元¹



增长率, 百分比



1. 以2010年底汇率表示。2. 所有部门的跨境净借入资金(债务-债权)。3. 包括本地银行(左图)的跨境净借入资金(如果是正值),假定跨境信贷最终都会流向本地非银行部门。

资料来源: 国际货币基金组织,《国际金融统计》; 国际清算银行根据居住地进行的地区性银行业统计。

图3.B.2

增长前景。在短期内,面临的主要风险是资本管制可能会引发“逐底竞争”,也就是说,一个国家实行资本管制可能导致资本流入其他国家,进而使得这些国家面临更大的压力,也决定实行资本管制。由于上述外部性的存在,可能有必要通过国际协调来避免资本管制的过度使用。

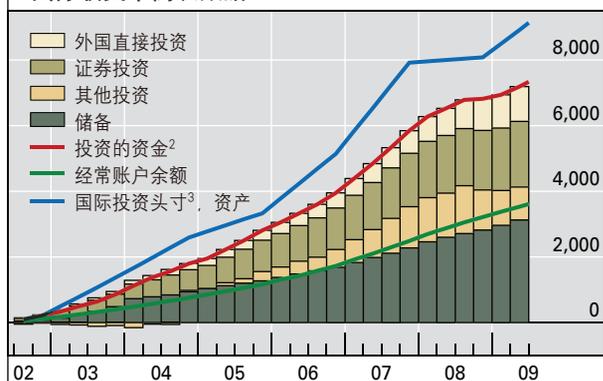
目前可获得的资本流动总量和资产负债表相关信息需要进一步加强,以在基本风险分析以外进行补充分析(见第六章)。东亚经济体(图3.7)的资产积累,2002年至2009年,东亚经济体经常账户顺差合计增加3.5万亿美元(左图);资本流出总量逾7万亿美元。同时,资本利得和其他价值变动效应使资产价值头寸升至更高,约9万亿美元(右图)。但是,根据目前可获得的交易对手方数据,这9万亿美元中只有约3万亿美元才能被跟踪。这些以及类似的数据缺口必须予以填补,以更好地评估相互关联的国际资产负债表带来的风险。

要想充分理解风险,就需要加强信息统计

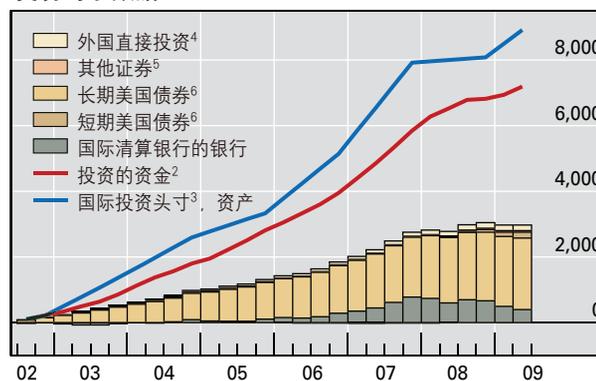
东亚地区经济体资本流动总量¹

2002年第二季度末以来的累积流动

国际收支平衡表数据



交易对手数据



见《国际银行市场》，载《国际清算银行季报》，2005年12月，第15—30页；以及2006年6月，第11—25页。

1. 中国、中国台湾、中国香港、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。2. 定义为储备变化、外国直接投资（FDI）以及证券和其他投资流出。3. 国际投资头寸的累计变化。4. 德国和美国的累计外国直接投资。5. 对德国的累计证券投资。6. 美国财政部国际资本数据。

资料来源：国际货币基金组织，《国际金融统计》；国际货币基金组织，2010年10月期《世界经济展望》，美国财政部；Datastream；国际清算银行。

图3.7

总结

全球化大大改善了发达和新兴经济体的生活水平。商品和服务跨境流动的扩大给消费者提供了更多的选择，同时也使具有不同比较优势的生产者更加专业化。金融全球化有利于资本在各个国家间的有效合理配置，并促使投资组合的全球多样化。然而，收益和风险是相互伴随的。

经常账户失衡风险管理需要推行结构调整，以在长期内推进需求平衡。短期内，应加强各国在增强汇率灵活性方面的协调，加快正在进行的调整。

有效管理资本流动造成的金融失衡风险，要求实施稳健的宏观经济政策，并通过实施加强审慎框架和金融基础设施的政策予以支持。资本管制最好被留做最后防止风险发生的“权宜之计”。

影响一类失衡的政策，往往对另一类失衡会产生同方向的作用。例如，逆差国的货币紧缩政策，不仅缓解了国内需求过剩，而且还减少了金融部门承担风险的冲动，减缓了两类不平衡。相反，过度宽松的货币政策（“在太长的一段时间内一直处于过低水平”）可以加剧两类不平衡。此外，监管和宏观审慎措施可以限制金融失衡规模，并有助于金融体系有效吸纳与经常账户失衡相关的资金流入。同样，有着不可持续的经常账户逆差的发达经济体，其实施的财政紧缩政策将有助于减少经常账户逆差和债务可持续担忧引发的金融风险。最后，名义汇率灵活性的增强，不仅有助于实际汇率的调整——对减少经常账户失衡至关重要，而且也降低了顺差新兴经济体的通胀压力——是金融失衡风险管理的根本。

为确保全球化继续提高全球经济福利和生活水平，采取上述步骤妥善管理全球化造成的脆弱性是有必要的。