

第三章 当金融变成实体

石油价格暴跌和强势美元是过去一年宏观经济的背景。关键市场情况的大幅变化深刻影响了处于不同发展阶段的各经济体。

在能源成本降低的推动下，先进经济体步入经济周期的上行轨道。而汇率变动在抑制美国经济增长的同时，拉升了欧元区经济复苏的势头。对于在金融危机中遭受重创的国家，尽管其融资环境得到进一步宽松，但危机前金融泡沫的阴影仍笼罩这些国家。过去激进的信贷扩张造成的资源错配依旧在拖累生产力的增长。高公共债务水平的后遗症限制了政府财政调控的施展空间，而日益老龄化的社会使得实施必要的财政调整变得更为复杂。

在许多受危机影响较小的新兴市场经济体（EMEs）中，情况则有所不同，大宗商品出口收入出现下滑，美元债务偿还成本增加，同时经济增速下滑，金融周期已达波峰。从过去经验来看，新兴市场经济体经济增长放缓和债务到期潮特别是在全球银根收紧的大环境下，会最终导致严重资金紧张问题。包括债务期限延长和汇率风险敞口缩减在内的更好宏观经济管理和更强健金融结构已显著增强经济稳健性，但更高的私人部门债务总额，包括来自本国银行系统和境外资本市场的贷款，可能会抵消稳固债务结构带来的好处。

本章将回顾过去一年经济增长模式的转移，同时评估先前金融繁荣对先进经济体增长的影响，就近期金融繁荣和增长放缓现象对新兴市场经济体金融脆弱性进行测试，并得出结论。

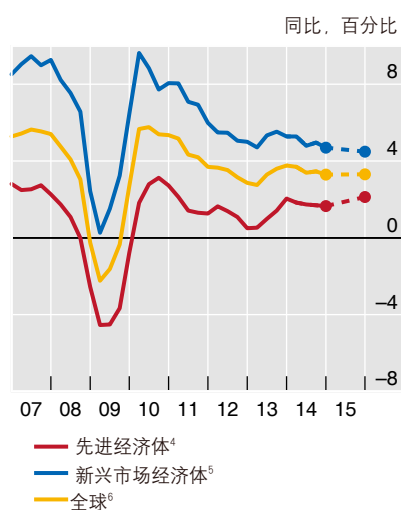
转移中的经济增长模式

在过去的一年里，全球经济增长率达到 3.4%（附表 A1），与 1980 年以来全球长期平均增长率基本持平。但这掩盖了一个现实，即国家间经济增长极发生了重大转移。

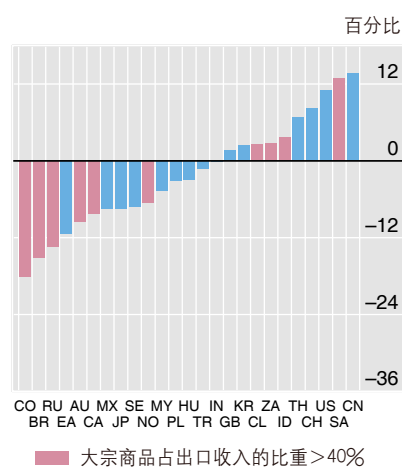
经济体经济持续复苏（图 3.1，左图）。美国和英国经济扩张加速，欧元区回归温和增长，日本经济缓步复苏。2014 年，美国经济同比增长 2.4%，失业率大幅降低。2015 年第一季度产出出现收缩，主要是由于出口疲软。2014 年，欧元区产出增长 0.9%，经济学家预计，2015 年欧元区将加快复苏步伐，西班牙、葡萄牙等国回归增长轨道，意大利经济也将迎头赶上。日本 2014 年 4 月提高消费税率后，国内消费显著下降。其他先进经济体平均增长 2.4%，但国家间增长差异加大。

新兴市场经济体内经济活动进一步下降。2014 年经济增长率下降 0.3%，达到 4.9%，并将在 2015 年延续放缓趋势。各新兴市场经济体间也存在巨大差异。

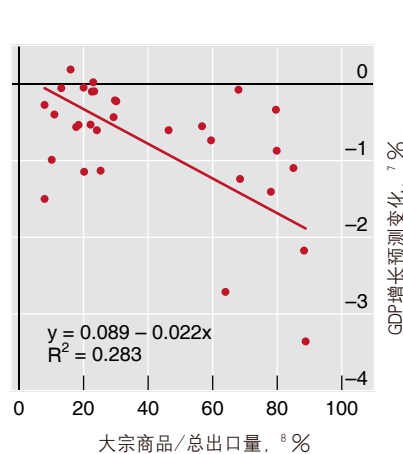
全球产出增长¹



实际有效汇率变化²



大宗商品与GDP增长预测修正间的关系³



AU=澳大利亚；BR=巴西；CA=加拿大；CH=瑞士；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；EA=欧元区；GB=英国；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；JP=日本；KR=韩国；MX=墨西哥；MY=马来西亚；NO=挪威；PL=波兰；RU=俄罗斯；SA=沙特阿拉伯；SE=瑞典；TH=泰国；TR=土耳其；US=美国；ZA=南非。

1. 使用购买力平价汇率算出的GDP加权平均值；预测以点状标示。2. 自2014年7月至2015年4月；正值表示升值。3. 脚注4、脚注5中包含除匈牙利、印度、意大利和俄罗斯的所有国家。4. 澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。5. 阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。6. 脚注4、脚注5中所有国家。7. 2014年7月至2015年5月关于2015年GDP增长预期的变化。8. 2004年至2013年大宗商品占出口收入比重的平均值。

资料来源：联合国商品贸易统计数据库；市场预测；各国数据；BIS计算。

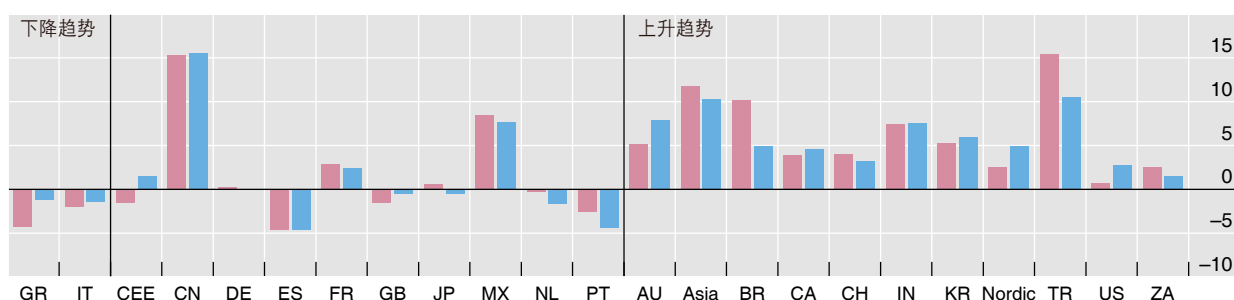
受困于疲软的房地产市场，中国私人消费增长率趋缓。与此相对，印度和韩国出现了经济的加速增长。其他亚洲新兴市场经济体在2014年都出现减速，但预计在2015年将有所恢复。巴西经济在2014年下半年出现萎缩，而其他拉丁美洲经济体表现较为优异。中东欧经济体增长率上浮2%至3.1%。

石油价格暴跌和美元升值自2014年中期以来对全球经济增长产生重要影响。2015年5月下旬，原油按美元计价价格同比下降40%（见第二章）。2014年7月至2015年4月，美元实际贸易加权汇率升值约10%。与此同时，欧元及日元分别相应贬值10%和7.5%（图3.1，中图）。

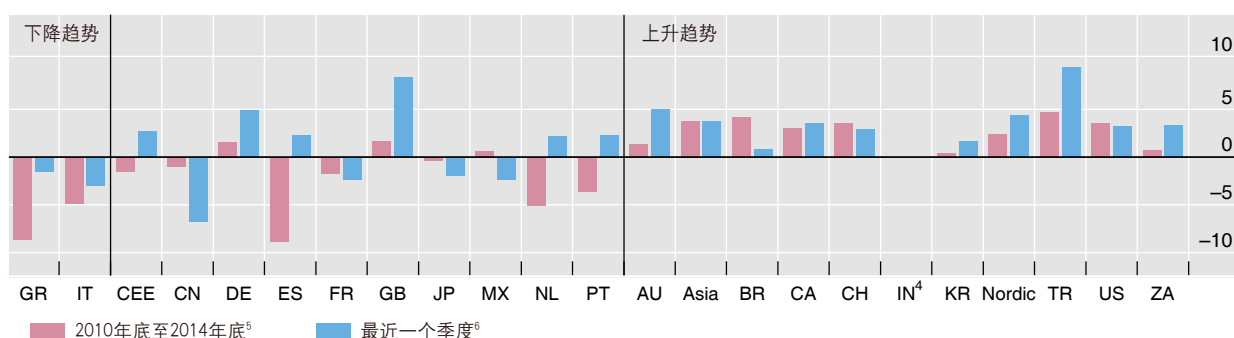
石油价格和美元的大幅价格波动对于宏观经济的影响仍未完全消弭。供给增加导致的低石油价格会通过更低的投入资源成本和更高的实际收入来刺激经济行为。石油价格下降确实提升了发达国家的消费者信心，有助于欧元区近期的消费增加。与之相对的是，汇率变化仅重新分配了增长。受强势美元影响，美国出口增长率自2014年第二季度至2015年第一季度同比下降1%，达到3%。

许多新兴市场经济体已遭受了更猛烈的冲击。大宗商品生产国的经济活动已经走弱。2014年7月至2015年5月，更依靠大宗商品出口的国家，其2015年经济增长率向下调整的幅度也更大（图3.1，右图）。大宗商品低价引发了投资削减，特别是在石油和天然气部门。而且，大宗商品出口国也损失了大笔财政收入。

实际信贷增长²



实际住房价格增长³



AU=澳大利亚；BR=巴西；CA=加拿大；CH=瑞士；CN=中国；DE=德国；ES=西班牙；FR=法国；GB=英国；GR=希腊；IN=印度；IT=意大利；JP=日本；KR=韩国；MX=墨西哥；NL=荷兰；PT=葡萄牙；TR=土耳其；US=美国；ZA=南非。亚洲=中国香港、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国的简单平均数；中东欧(CEE)=保加利亚、捷克、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚和俄罗斯的简单平均数；北欧=芬兰、挪威和瑞典的简单平均数。

1. 如果一个国家的两个指标（实际信贷增长和实际住房价格增长）读数都在零界限之上（之下），则这个国家呈上升（下降）趋势。2. 私人非金融部门信贷总额使用GDP平减指数（瑞典使用消费价格平减）。3. 使用居民消费价格指数平减。4. 无数据。5. 年化平均增长率。6. 同比变化，%。

资料来源：经合组织；Datastream；各国数据；BIS；BIS计算。

此外，大宗商品出口国遭受了实际汇率严重贬值，而货币贬值可促进出口，最终刺激投资出口产业，再平衡经济活动。多数大宗商品进口国货币兑美元也出现贬值。事实上，一些经济体特别是亚洲新兴市场经济体都出现了实际汇率升值，压低了净出口值。

美元的显著升值也增加了偿还美元债务的负担。美国以外的美元信贷近年来大量增加，截至2014年底达到9.5万亿美元（见第五章）。虽然超过半数的美元信贷来自先进经济体的借款人，新兴市场经济体借款人仍借了超过3万亿美元的债务。新兴市场经济体货币错配的重要性将在本章最后一节详细讨论。

经济增长模式的转移影响了处于不同金融周期阶段的各个经济体。¹ 在许多

1. 尽管关于“金融周期”没有形成统一概念，但通常是通过测量一组宽泛的金融变量间的协同运动进行判断。最简单的方法是测量信贷和房地产价格，但也有其他测量方法可提供更多信息。这些金融变量间的相互作用可对宏观经济产生重要影响。例如，正如许多国家在金融危机后面临的一样，银行业危机或一段时间的金融困顿通常都会在金融周期触顶后发生。获取更多信息，详见《国际清算银行第84期年报》第四章。

遭受了国内泡沫破裂的经济体，金融周期重新进入上行轨道。美国的信贷和房地产价格都出现了回暖（图 3.2）。在英国，私人部门信贷持续下滑，但房地产价格出现猛增。希腊、意大利、西班牙等国信贷也在持续下滑，但房地产价格下降步伐放缓，特别是在西班牙，房地产价格止跌反升。

异常宽松的全球货币和金融环境激发了许多受金融危机影响相对较小的小型先进经济体和新兴市场经济体的金融繁荣（见第五章），而其中部分经济体的金融繁荣已有见顶迹象。实际信贷增长在新兴市场经济体，包括许多亚洲新兴市场经济体以及巴西和土耳其其中有所放缓。此外，房地产价格变动预示着在个别经济体中，金融周期将出现反转。这一情况在中国尤其明显，过去一年中，中国的住房价格在扣除物价因素后下降幅度接近 7%（图 3.2，下图）。墨西哥的住房价格也出现下降，巴西的住房价格增长率则显著放缓，而这是金融繁荣接近尾声的征兆。相反，下跌的大宗商品价格并未削弱过去一年信贷和房地产价格增长强劲的澳大利亚、加拿大和挪威等国的金融繁荣。

商业和金融周期的当前格局给先进经济体和新兴市场经济体带来了许多不同的挑战。对于前者，特别是在危机中心的经济体，问题是如何在没有新的信贷繁荣—萧条周期的情况下保证经济的健康长期增长。对于后者而言，关键是如何在经济增长疲弱、金融繁荣的环境中确保金融和经济稳定。

先进经济体经济增长和金融周期

将金融周期与总需求和产量相结合，在一定程度上可以解释近年来许多先进经济体复苏乏力的现象（见《国际清算银行第 84 期年报》）。

金融周期通过偿债负担和资金杠杆直接影响消费。在金融繁荣阶段，资产价格增长可以推高抵押品价值，降低贷款难度（见专栏 3.A）。同时，更多的负债意味着更高的债务偿付负担，尤其是在利率升高的情况下，限制了消费。只要资产价格持续上升，使用杠杆融资的支出便可以抵消该影响，但一旦金融繁荣失去原动力，下跌的资产价格会提高杠杆，使家庭和公司借贷难度加大，拉低了债务偿付负担。而在金融繁荣泡沫破裂后，需要一段时间使支出回归正常。即使利率如 2008–2009 年那样快速下跌，高债务水平仍将使偿债负担维持高位。资产价格被压低导致的信贷约束只能逐步得到释放。事实上，杠杆与偿债负担间的交互作用能很好地解释美国国内支出在金融危机后的演变过程。

总的来看，在金融周期的现阶段，融资约束对企业投资来说居次要地位。反而，近期 BIS 研究表明，多国的模式显示出经济体未来发展方向的高不确定性。² 高债务性融资的并购和收购行为，以及在美国存在的高水平股份回购都体现出企业部门宽松的融资环境。³ 尽管在过去一年内融资约束逐渐放松，一些国家的企业，特别是欧元区内的中小企业，仍较危机前更难获取银行信贷。⁴

2. 见 R Banerjee, J Kearns and M Lombardi, “(Why) Is investment weak?”, BIS《季度评论》, 2015 年 3 月, 67–82 页。

3. 见 A van Rixtel and A Villegas, “Equity issuance and share buybacks”, BIS《季度评论》, 2015 年 5 月, 28–29 页。

4. 见 ECB, “Survey on the access to finance of enterprises in the euro area, October 2014 to March 2015”, 2015 年 6 月。

金融周期在金融危机前后影响了许多经济体的演变。近期的研究进一步阐明了部分深层次动因，强调了两个变量：总杠杆（股票信用与资产价格之比）和偿债负担（利息支出与摊销费用之和与收入之比）。^① 杠杆的影响得到广泛研究，尽管偿债负担对私人部门支出增长有着相当大的负面影响，但其作用并没有受到重视。

信贷、GDP、资产价格和利率间的两组长期关系限定了总杠杆和偿债负担。第一，信贷与GDP之比和实际资产价格间的关系通过间接约束固定总杠杆：长期来看，更高实际资产价格可支撑更高的信贷与GDP之比。第二，信贷与GDP之比和利率间也存在长期关联。假设收入相同，更低利率可维持更高债务水平，从而界定了偿债负担的可持续水平。

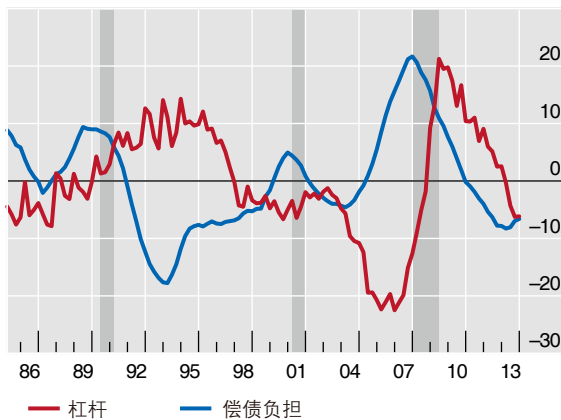
杠杆和偿债负担长期固定值的偏离深刻影响了产出。美国在金融危机前后的情况可作为例证。21世纪初，美国资产价格较高，而利率对比未偿还债务水平则偏低，从而鼓励家庭和企业借更多钱。资产价格增幅高于信贷增幅，使总杠杆低于长期价值（图3.A，左图），为更多贷款提供充足空间，刺激了支出增长。但偿债负担加重减少了可支配收入，逐步抵消了信贷扩张带来的积极作用。这也就解释了为什么21世纪前十年中期产出增长率仍处于平均水平，而无视信贷规模的大幅扩张。当金融繁荣后劲不足，资产价格开始回落时，总杠杆强劲增长，限制了私人部门的借款能力，进一步限制了消费，从而导致严重经济衰退。美国对此采取了降低利率的货币政策，降低了偿债支出，缓解了其对需求的束缚。

关于杠杆和偿债负担与长期价值偏离的简单模型与美国在大衰退后的经济行为演化相契合。^②

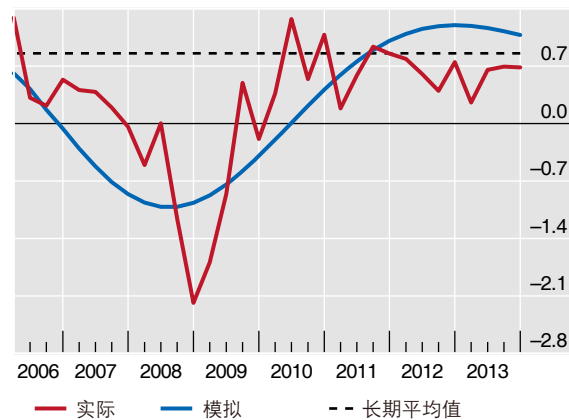
杠杆和偿债负担是促进支出的重要驱动力

图3.A

杠杆和偿债负担与长期平均值的偏离¹



美国实际支出增长率和模拟支出增长率²



据美国国家经济研究局解释，阴影区域代表衰退阶段。

1. 杠杆：信贷与资产价格比率与长期价值的偏离值，使用信贷与GDP比重与实际资产价格长期关系的偏离值进行测算。偿债负担：债务支出与收入比率与长期价值的偏离值，使用信贷与GDP比重与名义贷款利率长期关系的偏离值进行测算。2. 模拟过程使用1985年第一季度至2004年第四季度数据，通过协整向量自回归模型进行模拟。模拟样本同时为长期平均支出增长率提供基准点。模拟过程从2005年第四季度的杠杆条件和偿债负担条件开始测算，并假设其他变量初始为平均值，并在不添加额外条件的前提下绘制出回归均衡点的调整轨迹。

资料来源：M Juselius and M Drehmann, "Leverage dynamics and the real burden of debt", BIS《工作论文》, No.501, May 2015.

尽管该模型仅更新至2005年数据，“样本外预测”结果显示支出增长率将在2009年底降至每季度-1%，与大衰退时期实际情况相近。模型同时还预测了经济的衰退和回复，私人部门支出增长率将在2012年初回归历史正常水平，同样与实际情况相差无几（图3.A，右图）。

① M Juselius and M Drehmann, “Leverage dynamics and the real burden of debt”, BIS *Working Papers*, No. 501, May 2015. 长期关系使用协整向量自回归模型进行估算，采用了美国1985–2013年数据，包括信贷与GDP之比、平均股票信用贷款利率、实际住房价格、实际商品房价格和实际证券价格等数据。杠杆和偿债负担对经济的影响使用扩展向量自回归系统进行估算，涵盖了信贷增长率、私人部门支出、其他支出、资产价格和平均股票信用贷款利率等指标。②值得一提的是，模型考虑到了当时美国执行的货币政策造成的影响，并通过数据支持。

信贷繁荣造成的资源错配扼杀生产率提高

从根本来讲，早前的金融繁荣对生产率提高的破坏性打击依旧影响着经济的长期发展。金融繁荣通常伴随有显著的资源错配，特别是劳动力会转移到低生产率增长预期的泡沫部门。初步估算显示，美国2004–2007年的信贷泡沫中，与1994–2004年信贷总额占GDP比的增长率情况相比，资源错配造成其年劳动生产率少增长约0.2%，意大利约0.4%，西班牙约0.7%，而爱尔兰则高达1%（图3.3，左图）。

在信贷泡沫破裂后，资源错配造成的不利影响在接下来的几年更为突出。据估算，若使危机前信贷额占GDP的比重增长率为1994–2004年平均水平，2008–2013年爱尔兰劳动生产率可多增长约1.8%，西班牙多增长约1.2%，法国多增长约0.5%，美国多增长约0.4%。因此，信贷繁荣加重了先进经济体生产率增长的下降趋势（图3.3，右图）。因此，信贷繁荣的崩溃带来的辐射加剧了生产率的下降趋势（见《国际清算银行第84期年报》）。同样地，近几年的生产率低增长也不一定是永久性的。⁵

高公共债务拖累经济增长，老龄化使情况变得更糟

在多数先进经济体中，拖累经济长期增长的另一原因是其公共债务水平。⁶ 在危机前已较高的情况下，先进经济体债务水平在2007年后急速膨胀，预计2015年底前，公共债务占GDP比重将达到120%，远高于危机前75%的水平（附表A3）。在一些国家如日本（234%）、希腊（180%）和意大利（149%）则更高。多数国家已针对改善财政状况采取措施，预计2015年财政余额占GDP比重将较2012–2014年水平提升约1.6%，但这仍不足以使公共债务维持在长期可持续的水

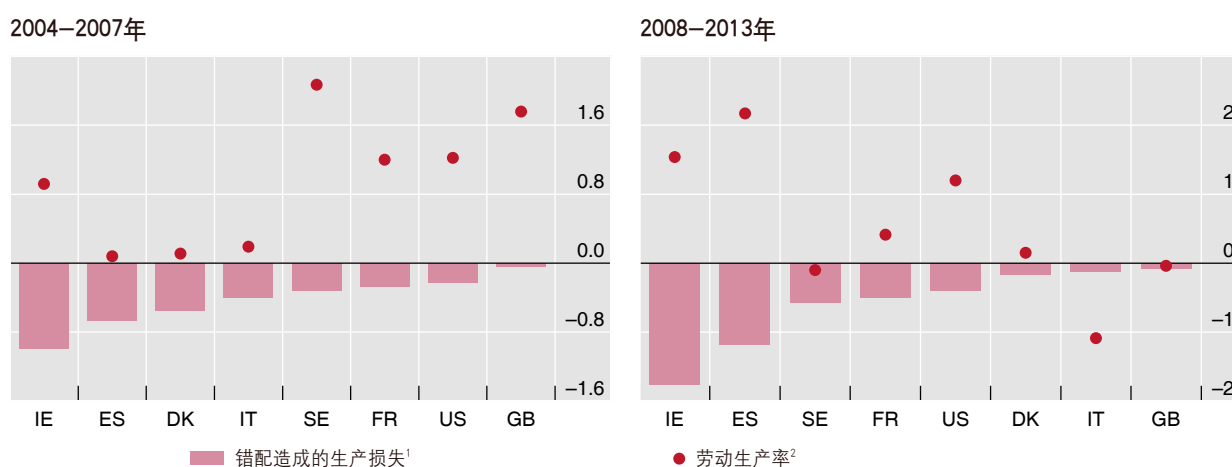
5. 关于近年来先进经济体低增长可能解释的讨论，见 C Teulings and R Baldwin (eds), *Secular stagnation: facts, causes, and cures*, a VoxEU.org eBook, CEPR Press, 2014, 以及文中的引用。

6. S Cecchetti, M Mohanty and F Zampolli, “The real effects of debt”, in Federal Reserve Board of Kansas City, *Economic Symposium 2011: achieving maximum long-run growth*, 2011, pp. 45–96.

信用繁荣导致的资源错配拖累生产率增长

年化平均增长率

图3.3



DK=丹麦；ES=西班牙；FR=法国；GB=英国；IE=爱尔兰；IT=意大利；SE=瑞典；US=美国。

1. 对比1994-2004年各国平均劳动生产率水平，2004-2007年信贷繁荣对年劳动生产率增长造成的损失；以百分比计算。2. 以百分比计算。

资料来源：EU, KLEMS；经合组织，STAN；GGDC10-sector数据库；BIS计算。

平上。

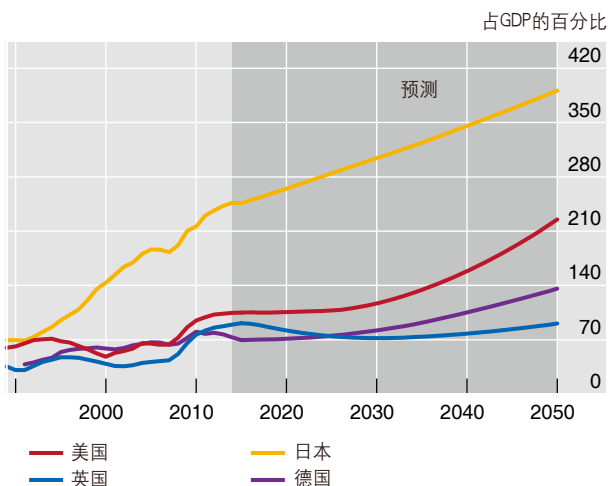
而高公共债务压力与人口压力相叠加，限制了政府财政调控的能力。图3.4(左图)通过使用人口预测数据，推出未来养老保障支出负担，并模拟了债务与GDP之比的发展趋势。⁷ 养老保障支出最终将推动债务水平向上发展，模拟显示，德国和英国的债务水平一开始会有所下降，美国维持不变，但最终养老保障支出会改变该趋势，即使在现有的极低的实际利率下，这些国家的债务水平长期来看仍会不断上涨。在日本，尽管与老龄化相关支出预期将适度增加，债务与GDP比率将继续上升。而偿债负担将通过收税转嫁至私人投资和劳动力市场，造成更低的投资、经济增长率和税收收入。

老龄化不仅仅是先进经济体面临的问题，在更多的新兴市场经济体中，人口老龄化也将给经济增长和公共债务带来沉重压力。1990-2014年，快速增长的劳动适龄人口贡献了美国和欧盟约三分之一的GDP增长，而在拉丁美洲，这一比例则高得多(图3.4，右图)。相反，2014-2040年，预计人口下降将每年拉低日本GDP增长率约1个百分点，拉低欧盟、欧洲新兴国家和中国GDP增长率各约0.5个百分点。

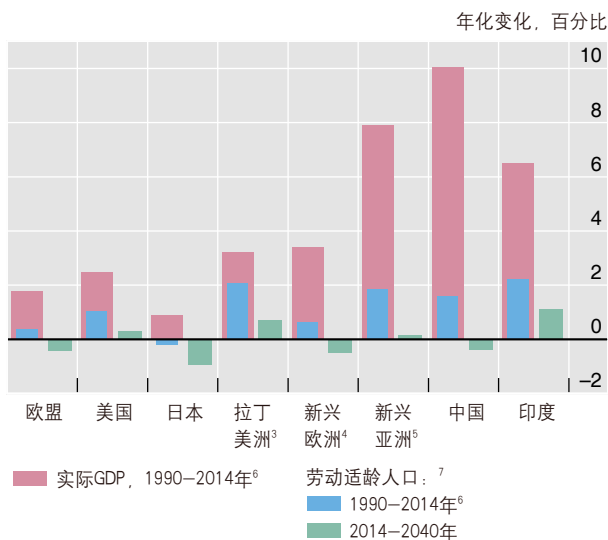
如何在面临人口老龄化问题时维持经济可持续发展是摆在决策者面前的难题。有多种方法可缓解老龄化导致的劳动人口萎缩问题，如提高老年人口和妇女的劳动参与率等。鉴于目前劳动对于体力要求更少，可适当延长工作年限。此外直接针对生产率下降趋势进行结构化改革，放松管制并提供更优质教育，也可以

7. 该模拟基于对2015年债务水平的现有预测，并假设该年度基础财政收支与上年官方预测相一致。关于之后的年份，假设基础财政支出减去养老相关支出后占GDP的比重维持不变。

政府总债务预测¹



劳动适龄人口对GDP增长的贡献²



1. 名义债务估值，加上与老龄化相关的额外支出。2016–2050年借贷成本的有效利率假设维持2015年水平。2. 2014年GDP和PPP加权平均值。
 3. 阿根廷，巴西，智利，哥伦比亚，墨西哥和秘鲁。4. 新兴欧洲：波黑，保加利亚，克罗地亚，捷克，爱沙尼亚，匈牙利，拉脱维亚，立陶宛，马其顿，波兰，罗马尼亚，俄罗斯，塞尔维亚，斯洛伐克，斯洛文尼亚，土耳其和乌克兰。5. 新兴亚洲：孟加拉国，中国，中国香港，印度，印度尼西亚，韩国，马来西亚，缅甸，巴基斯坦，菲律宾，新加坡，泰国和越南。6. 新兴欧洲为1995–2014年数据(塞尔维亚为1997–2014年数据)。7. 20~64岁。
 资料来源：欧盟委员会；IMF；日本内阁办公室；经合组织；英国预算责任办公室；联合国；美国国会预算办公室；BIS计算。

提高劳动人口素质,最终提升生产率。(见《国际清算银行第83期年报》第三章)。

新兴市场经济体有多稳健?

表面上来看，当前的信贷繁荣、下调的经济增长预期和收紧的美元融资条件与以往发生在新兴市场经济体的严重融资压力情况相似。但是，对于潜在脆弱性的合理评估还需要考虑近些年在新兴市场经济体发生并提升了其稳健程度的重要改变。

尽管过去新兴市场经济体中发生的金融危机起因各不相同，但具有一些共同点。⁸ 第一，它们都遵循了投资者的乐观情绪在外部条件变化后迅速转阴的过程，暴露出这些经济体基本增长模式中的弱点。第二，先进经济体中宽松的融资环境和不足的汇率灵活性造成过度宽松的国内货币和融资环境，以及实际汇率的升值。第三，令人失望的经济增长表现和脆弱的债务结构将原本的周期性经济减速催生一场金融危机，造成严重的经济和社会损失。汇率因此承受巨大波动压力。在

8. C Borio and P Lowe, “Assessing the risk of banking crises”, *BIS Quarterly Review*, December 2012, pp.43–54; P-O Gourinchas and M Obstfeld, “Stories of the twentieth century for the twenty-first”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, January 2012, pp.226–65.

本国货币价值被低估时，较高的外币债务水平会加大贷款人偿债成本，同时，较短的债务期限迫使新兴市场经济体国家进行大规模且仓促的调整，以满足债务偿付义务。对私营和政府部门偿债能力的质疑使资本市场和经济行为濒临瘫痪。最后，危机引发的严重后果会迅速蔓延至其他新兴市场经济体。

目前情况与前几次危机相比如何？下文将详细探讨新兴市场经济体的实体经济发展成果及其金融脆弱性。

令人失望的风险

新兴市场经济体经历了有史以来最长的高速发展时期，自 2002 年起，总产出以年均超过 6% 的速度增长（图 3.5，左图）。中国则高达 10%，在剔除中国后，亚洲年均增长率约为 6%，拉丁美洲和中东欧为 3.5%。除了少数中东欧国家外，经济危机仅短暂打断了新兴市场经济体快速发展的进程。增长率在 2009 年降至 3%，随后在 2010 年反弹至 10%。在这之后，增长率逐步下滑，而各国间差异巨大。

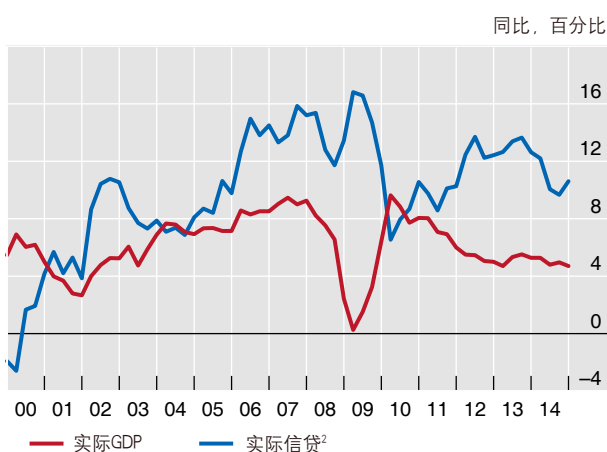
此前极高的增长率出现调整可能是无法避免的，但是经济增长减速将使外界在至少三个方面对新兴市场经济体长期经济实力产生担忧。一是大宗商品价格高企或强劲资本流入可能会导致对生产可能性边界估计的过度乐观；二是金融繁荣造成的资源错配可能会拖累生产效率；三是信贷泡沫造成的沉重偿付债务负担为中期经济增长带来下行压力。

令人失望的经济增长是 1982 年拉丁美洲债务危机和 1997–1998 年亚洲金融危机爆发的关键。这两次危机都表现在一轮强劲增长势头后，经济增长比预料中更早触及瓶颈。在墨西哥和智利，以及其他多数拉丁美洲国家，经济增长严重依

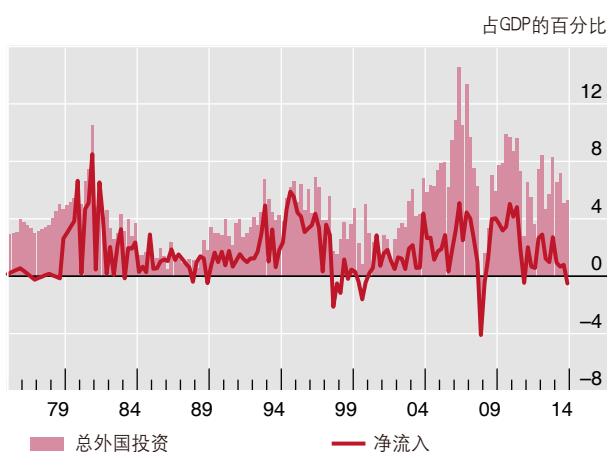
新兴市场经济体GDP、信贷和资本流入¹

图3.5

GDP增长率和信贷总量增长率



境外资本流入



1. 合计数为根据GDP和PPP汇率计算出的加权平均数，包括阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。2. 私人非金融部门信贷总额使用GDP平减指数。

资料来源：IMF《国际收支统计》，《国际金融统计》和《世界经济展望》；Datastream；国际金融协会；各国数据；BIS计算。

赖大宗商品生产并出口，而在 20 世纪 80 年代贸易量大幅下滑以及利率飙升的情况下，其经济便失去动力，而在亚洲，经济增长依靠工业制成品出口和房地产推动。在某种程度上，在贸易条件恶化暴露出多数投资的低盈利水平时，经济便会停滞不前。

如现在正发生的那样，受到大量资本流入和境内外宽松货币政策的带动，新兴市场经济体同时出现了经济快速发展和金融繁荣（见第五章）。过去 10 年是近百年内外商投资总额与接受国 GDP 之比最高的一段时期，较 1982 年债务危机和亚洲金融危机时期水平以来的更高。而外资涌入推动了本国的信贷繁荣和资产价格泡沫。自 2004 年起，实际信贷总量年均增长约 12%，而房地产价格增长了约 40%。

升高的大宗商品价格和本国金融繁荣无疑刺激了新兴市场经济体的产出，但将这一现象视做永续现象是不明智的。在先进经济体特别是美国出现的高利率会迅速蔓延至新兴市场经济体，并降低投资者获利意愿，造成该国融资环境收紧。而石油价格崩盘已经为我们展现了大宗商品市场环境转变的速度能有多快。

关于实际产出与潜在产出间缺口（即产出缺口）的测算，在对更高大宗商品价格和资金流的周期性影响进行校正后，证实了上述的观点。传统测算方法可能将巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁等国自 2010 年起的潜在产出平均多估了 2% 左右（图 3.6，左图）。

过去 10 ~ 15 年的金融繁荣从中期来看，也将拖累经济增长。历史上，新兴市场经济体出现的信贷繁荣和实际汇率升值在时间线上与资源重心由可贸易部门向不可贸易部门的转移相吻合。例如，20 世纪 70 年代末，墨西哥和智利的非商品可贸易部门增长率仅为 GDP 增长率的一半。在商品繁荣期结束后，非商品可贸易部门由于过于薄弱，并不能吸收萎缩部门剩余的资源。由此造成的资源错配会严重削弱生产力增长，并需通过痛苦的转型加以抵消。

实际贸易加权汇率在近期也有明显增长（图 3.6，右图），但在不同国家间差异显著。自 2009 年初至 2013 年中，新兴市场经济体实际有效汇率中值与历史均值比达到三十年来顶峰。但随后降至接近长期均值水平。目前仍不清楚这究竟表明汇率修正已完成还是汇率进一步调整的征兆。

金融脆弱性

若没有各融资渠道带来的放大作用，20 世纪 80 年代的拉丁美洲新兴经济体或 20 世纪 90 年代的亚洲新兴经济体也不会陷入严重的危机之中。超高的债务和脆弱的金融结构使其在面对内外部冲击时脆弱不堪。当经济放缓、全球金融环境收紧时，这些国家国内银行业将暴露其脆弱性，更难对现有债务进行再融资。

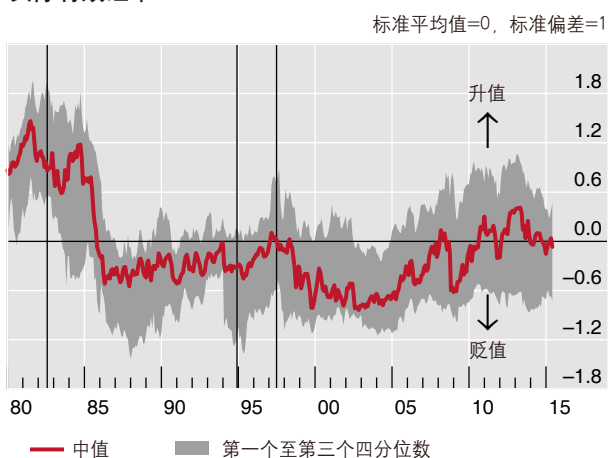
债务的短期化和外币化加剧了问题。当这些经济体货币贬值时，飙升的债务负担对私人 and 政府部门履行债务的能力发出挑战，以外币偿还境外贷款人的迫切需要引发了国际收支危机。此外，外部融资环境收紧和汇率暴跌导致的国内信贷紧缩也影响了不存在任何货币错配部门。

如今，高债务已加剧了新兴市场经济体的脆弱程度。政府部门和非金融私人部门的债务总量与 GDP 之比较 1997 年亚洲金融风暴时水平高出 50%（图 3.7，左图）。政府债与 GDP 之比自 1990 年中期起持续在 45% 上下波动，而非金融私人

调整商品价格和资本流动后的产出缺口¹



实际有效汇率²



右图中的黑色垂直线表示危机的开始：1982年8月（墨西哥债务危机）、1994年12月（墨西哥比索危机）和1997年7月（泰国泰铢危机）。
 1. 合计数为根据GDP和PPP汇率计算出的加权平均数，包括巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁。秘鲁数据更新至2013年第四季度。2. 国家（地区）样本包括阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。3. 根据C Borio, P Disyatat和M Juselius的方法计算，“A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output”，*BIS Working Papers*, No.442, 2014年2月。产出缺口动态方程式受到净流入和国家特定商品价格影响。
 资料来源：IMF《国际收支统计》，《国际金融统计》和《世界经济展望》；联合国商品贸易统计数据库；Datastream；各国数据；BIS计算。

部门信贷额与GDP之比从1997年的60%增至2014年的约120%。而新兴市场经济体银行跨境融资业务在这场泡沫中作用有限，与GDP之比从亚洲金融危机前的9%降至2014年的约5%。

有关银行业压力的前期预警指标预示了强劲信贷增长带来的风险（附表A4）。在不同类型的经济体如巴西、中国、印度尼西亚、新加坡和泰国，信贷缺口即私人部门信贷与其长期变动趋势偏离值远高于GDP的10%。在过去，在所有高于10%出现后的三年内，三分之二的情况都出现了严重的银行业恶化。⁹ 诚然，除去信贷快速增长因素，低利率在多数经济体仍能保持偿债比率维持在长期均线上。巴西、中国和土耳其的家庭和企业较先前大幅增加债务偿还支出。但是一般而言，加息会推高其他经济体，特别是亚洲经济体的偿债比率。

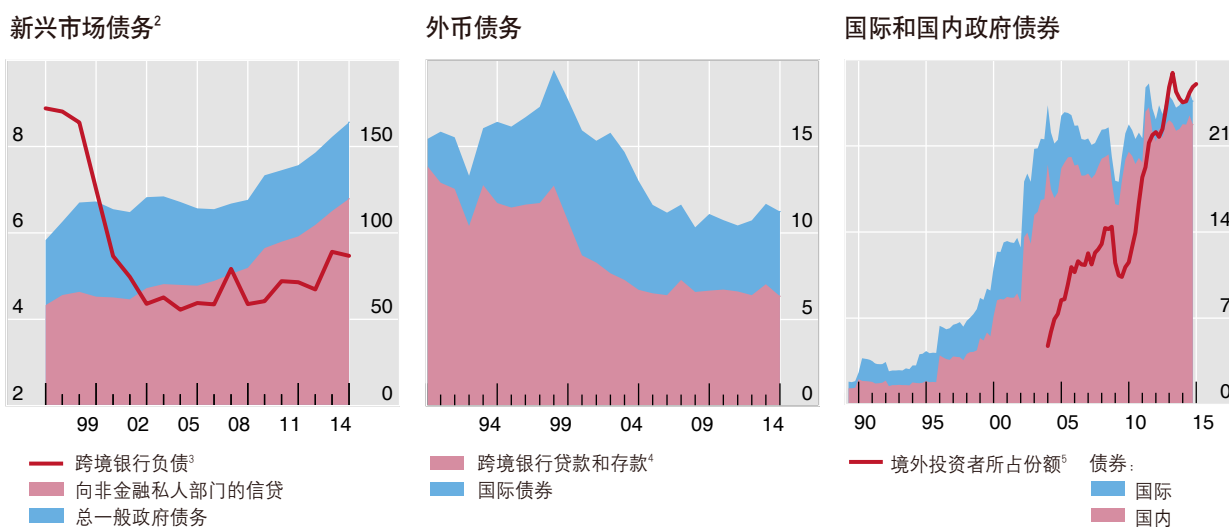
与此相对的是，外币债务带来的风险看上去稍低。平均而言，外币跨境银行借款和国际债券与GDP之比较1997年有所下降（图3.7，中图），这是由于跨境银行贷款与GDP之比从先前的10%以上下降至2014年的约6%。在剔除中国数

9. M Drehmann, C Borio and K Tsatsaronis, “Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates”, *International Journal of Central Banking*, Vol 7, No.4, December 2011, pp.189–240.

新兴市场债务¹

债务存量按所在地分，占GDP的百分比

图3.7



1. 合计数是根据GDP和PPP汇率计算出的加权平均数，包括阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、泰国和土耳其。2. 脚注1中的国家，但不包括匈牙利、沙特阿拉伯和土耳其。3. 跨境银行存贷款，加上银行发行的国际债务证券。4. 按所在地分，所有银行和非银行部门跨境银行存贷款（以欧元、日元、瑞士法郎、英镑和美元计价），1995年第四季度前使用跨境银行债权数据。5. 脚注1中所列国家（剔除阿根廷、智利、中国、菲律宾和沙特阿拉伯）本国国债市场中境外投资者所占份额的简单平均数。

资料来源：IMF，《国际收支统计》，《国际金融统计》和《世界经济展望》www.carmenreinhardt.com/data；Datastream；国际金融协会；各国数据；BIS区域银行业统计（按所在地分）和债务证券数据（按所在地分）；BIS估算。

据后，外币债务与GDP之比目前约为14%，而1997年则接近20%。

同样，政府债务结构也不再那么脆弱。政府在本地市场增发债券（图3.7，右图），使国际债券份额从1997年的约40%下降至2014年的约8%。

即便如此，这也并不能将各经济体隔绝于外部影响。例如，新兴市场经济体内本币长期利率倾向于与主要储备货币走势相近（第五章，专栏5.C）。事实上，新兴市场经济体中境外投资者持有的本国国债比例从2005年的9%左右飙升至25%左右，在墨西哥、印度尼西亚、波兰和秘鲁则超过35%。而投资组合的大规模重新配置可能会导致资产价格的大幅波动。

此外，在新兴市场经济体外币债务总体下降的背景下，一些经济体仍存在由公司借贷带来的货币错配风险。以债务证券和跨境银行借贷形式存在的外币债务在匈牙利、智利和土耳其达到GDP的30%，其中约1/4~1/3归属于银行（图3.8，左图）。目前仍不清楚这多大程度上影响着货币错配，因为与金融性对冲相关数据并不统一。新兴市场经济体许多发行外币债务证券的公司都从事可贸易商品的生产（图3.8，右图），其以外币计价的营业收入可对外币负债提供自然对冲。

但是自然对冲在出口或大宗商品收入下降、结算货币强势的时候并不十分有效，而金融对冲在汇率出现大幅波动时也可能十分脆弱。例如，许多新兴市场经济体企业在2008年雷曼兄弟公司破产后蒙受重大汇兑损失，部分由于金融对冲的

总生产率的增长本质上可以反映两个宽泛因素：一是也是最明显的科技进步，以及不同行业更多更好的人力物力资源；二是资本和人力资源从表现糟糕的部门转移至表现良好的部门。本专栏提供证据证明信贷繁荣有削弱上述第二个动因的倾向。在信贷增长强劲的时期，劳动力加速流入生产增益在未来较低的部门（特别是信用密集型但长期生产率低的部门）。这阻碍了生产率增长，即使在信贷停止上涨之后，也会降低潜在产出增长。

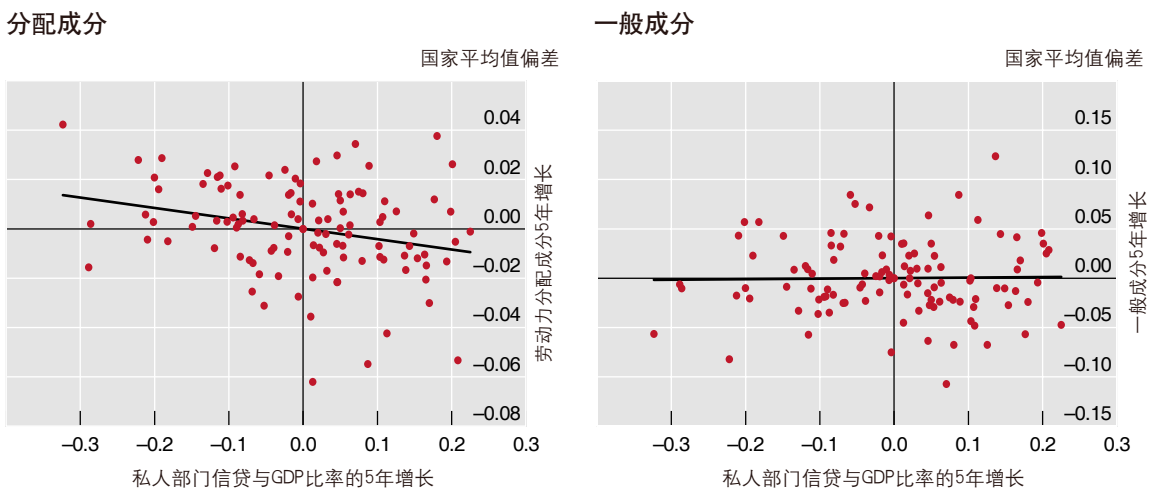
总生产率增长可分解为一般成分和分配成分。一般成分假设部门构成固定即部门间劳动力不流动，用于测量经济的劳动率增长。分配成分测量劳动力在部门间再分配，即劳动力是否流入高生产率增长部门时对生产力增长带来的贡献。在这里，我们考察自1979年以来的六个五年时期，逐个解析共22个经济体。然后分析每个成分是如何关联私人信贷与GDP的比率的。^①

经验表明，由私人信贷大规模扩张引发的金融繁荣，与分配成分下降相契合。这意味着劳动力流入了低生产率增长部门（图3.B.1，左图），与之相反，一般成分看上去与私人信贷规模并无关联（图3.B.1，右图）。信贷扩张可以通过提高需求和投资刺激产出增长，却无法提升生产力。为更好理解其经济重要性，以美国经验为例，2004年至2007年，劳动生产力每年增长1.2%，但劳动力再分配拖累了增长率约0.3个百分点。在同一时期，私人信贷与GDP之比每年增长4.5%。若信贷与GDP之比每年仅增长1.5%，则将不再拖累生产率增长。

劳动力再分配也可以影响到总生产率的后续变化，特别是在金融危机之后。为证明这一观点，我们将目光聚焦在GDP与劳动人口之比的转折点上，探寻到达转折点后总生产力增长路径是否取决于劳动力再分配。我们得出两个结论，一是劳动力再分配至高生产增益部门对总生产率有正面贡献（图

信贷繁荣导致劳动力错配¹

图3.B.1



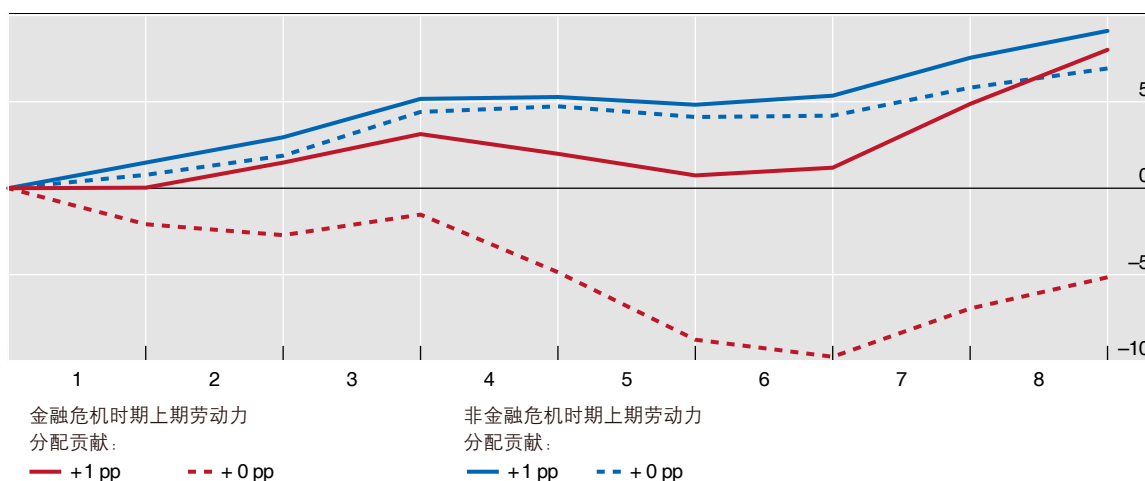
1. 左图绘制了私人信贷与GDP之比增长率和劳动生产力增长率的分配部分，两个变量都采用与国家或阶段平均值的偏离值。右图绘制了私人信贷与GDP之比增长率和劳动生产力增长率的一般部分，两个变量都采用与国家或阶段平均值的偏离值。样本涵盖22个经济体（澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、日本、韩国、卢森堡、荷兰、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国）以及六个五年期（1979—1984年；1984—1989年；1989—1994年；1994—1999年；1999—2004年；2004—2009年）。

资料来源：BIS计算。

金融危机和劳动力再分配对生产率的影响¹

与峰值的偏离，百分比

图3.B.2



1. 模拟基于劳动生产率与峰值偏离率的本地投影回归模型。独立变量包括峰值前三年生产率增长的分配成分和一般成分。峰值与金融危机叠加（红线）和未叠加（蓝线）效果分颜色显示。实线假设峰值前三年分配成分每年贡献劳动生产率1个百分点，虚线假设分配成分对劳动生产率无贡献。

资料来源：BIS计算。

3.B.2 中的实线 vs 虚线)。二是劳动力再分配在金融危机重创经济之后效力更强（图 3.B.2 中的红色实线 vs 红色虚线），这样劳动力错配显著并长期拖累总生产率增长（5 年后差额约为 10%）。在美国的例子中，我们的估计显示，2004 年至 2007 年的劳动力错配在 2008 年至 2013 年间给美国造成每年约 0.45% 的生产率增长损失。因此，金融繁荣可能受到资源错配和由此引发的金融危机的双重影响，导致生产率增长停滞。

^① C Borio, E Kharroubi, C Upper and F Zampolli, “Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences”, mimeo, 2015.

流行使这些企业易受汇率大幅波动影响。¹⁰

最后，私人借贷从银行向市场的转变存有不明确后果。银行仍是国内借贷的主体，但其在跨境借贷中的份额自金融危机之后大幅下降（图 3.9，左图）。相反，尽管不同国家间存在较大差异，新兴市场经济体的私人部门债务证券存量在 2015 年初增长至约 3%（图 3.9，中图）。此外，非金融企业通过离岸子公司发行了约占 GDP2% 的债务证券（图 3.9，右图）。一方面，这一转变降低了展期风险。一

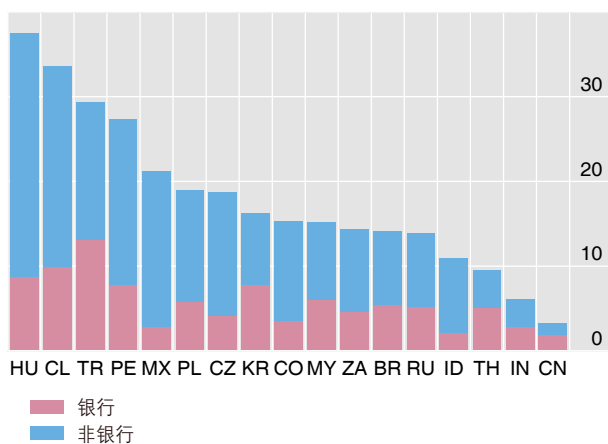
10. M Chui, I Fender and V Sushko, “Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch”, BIS Quarterly Review, September 2014, pp.35–47.

外币债务

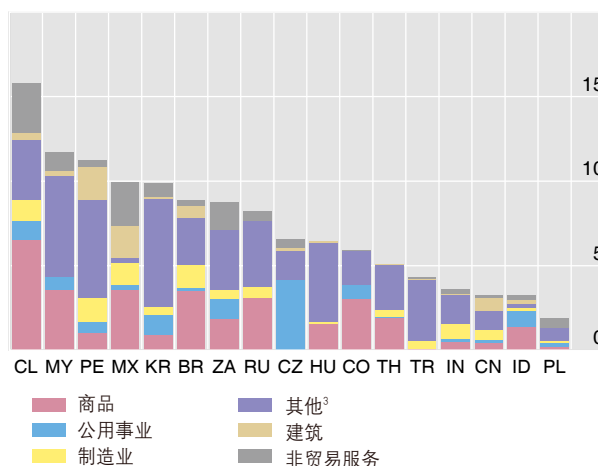
债务存量，占名义GDP的比重

图3.8

银行业 vs 非银行业¹



外币债务证券，按行业划分



BR=巴西；CL=智利；CN=中国；CO=哥伦比亚；CZ=捷克；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IN=印度；KR=韩国；MX=墨西哥；MY=马来西亚；PE=秘鲁；PL=波兰；RU=俄罗斯；TH=泰国；TR=土耳其；ZA=南非。

1. 截至2014年第四季度，按所在地分跨境银行存贷款（以欧元、日元、瑞士法郎、英镑和美元计价），加上截至2015年3月底的所有外币债务证券。2. 按发行人国籍分，截至2015年3月底。3. 金融、保险、发行和控股公司。

资料来源：IMF，《世界经济展望》；Dealogic；BIS区域银行业统计（按国籍和所在地分）；BIS计算。

年期以内的债务证券占总债务的比例约10%，跨境银行债占60%，短期银行债在中国占比尤高。另一方面，自由投资者行为可能会在受压时放大价格波动。

防范措施

自20世纪90年代后期起，新兴市场经济体努力在巩固多条防御措施，限制金融压力带来的风险，并在风险来临时更有效地进行管理。

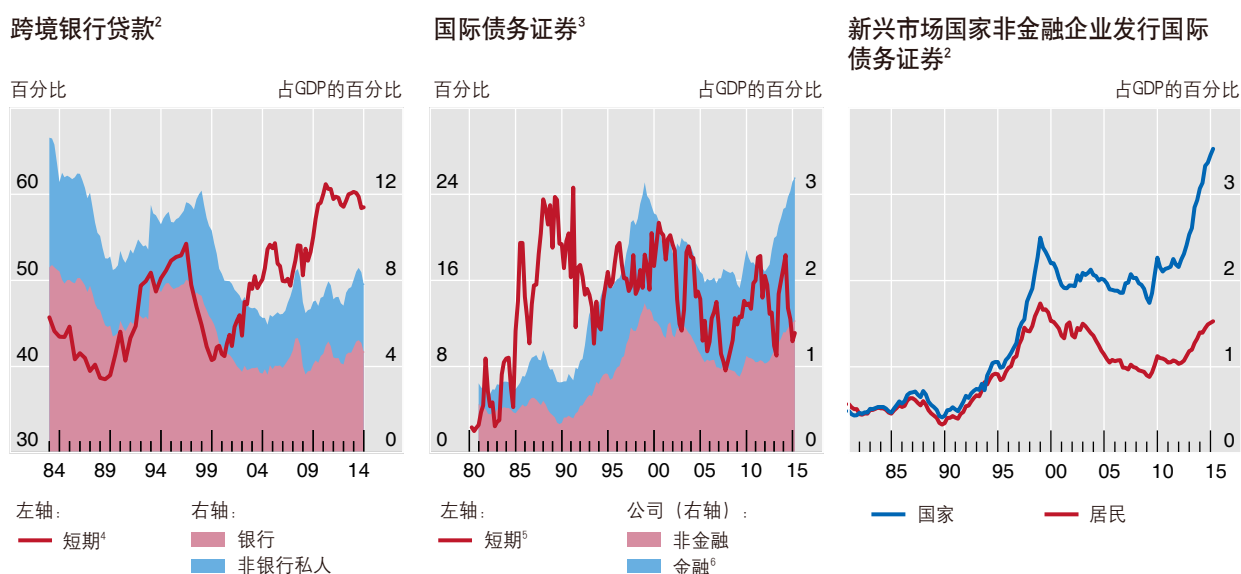
第一条应对外部危机的可行措施是私人部门持有更多海外资产。在新兴市场经济体中，私人部门所持海外资产从20世纪90年代中期的约占GDP30%升至2014年的约45%（图3.10，左图）。但是在遭受压力时，私人部门变现外部资产的可操作性大打折扣。一是资产和负债通常为不同人所持有，二是海外持有资产可能会受到引发压力的相同市场条件的不利影响。

可能最明显的防范措施是已大幅提高的官方外汇储备。尽管近期略有下滑，新兴市场经济体的官方外汇储备与GDP之比从20世纪90年代中期的约10%升至2014年的约30%。确实，各国所持储备水平大相径庭。例如，沙特阿拉伯目前拥有相当于GDP100%的外汇储备；在中国、秘鲁、马来西亚、泰国和匈牙利，这一比例则为30%~45%；智利、墨西哥、印度、土耳其和南非为10%~20%；阿根廷为5%。各国所持储备大致高于短期负债。此外，外汇储备还有央行外汇掉期额度以及其他机构如IMF的灵活信用额度等作为补充。

新兴市场经济体私人部门债务¹

未偿还债务总量

图3.9



1. 合计数是根据GDP和PPP汇率计算出的加权平均数, 包括阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、泰国和土耳其。2. 按所在地分跨境银行存贷款; 1995年第四季度前使用跨境银行债权数据。3. 按所在地分。4. 一年期以内短期贷款占全部国际债权份额。5. 一年期以内到期证券占全部金融和非金融企业(剔除中央银行)债务证券的份额。6. 剔除中央银行。

资料来源: IMF《世界经济展望》; BIS合并银行业统计、区域银行业统计和国际债务证券统计; BIS计算。

尽管如此大额的专用资金无疑较先前提提供了更多的保障, 如何对这些资金进行更有效的部署仍存疑问。特别是如何将官方储备疏导至合适的方向, 为私人部门填补流动性缺口, 十分具有挑战性。此外, 当局可能会由于不同原因而不愿介入, 包括避免过早耗尽储备或是由此设立错误的激励效应。

更为根本的是, 通过改善政策框架而提高的宏观经济弹性可提高新兴市场经济体的恢复能力。在货币政策方面, 政策框架的重心从固定利率转移至通胀目标可为管理信贷泡沫及其脆弱性提供回旋余地。更灵活的汇率也可提升一个经济体适应经济环境的能力。在过去一年里, 一些新兴市场经济体, 特别是在拉丁美洲地区, 经历了大幅度的汇率贬值, 却并未因此引发危机。

即便如此, 这些改变仍未使新兴市场经济体完全免疫于外部环境变化。正如在第五章讨论的那样, 灵活汇率只部分地防护新兴市场经济体免遭先进经济体货币政策溢出效应的侵扰。近期, 巴西和土耳其都在经济活动放缓时期提高了政策利率, 证实了由先进经济体货币政策收紧导致的巨量资本外流对于新兴市场经济体国内货币政策的约束效应。

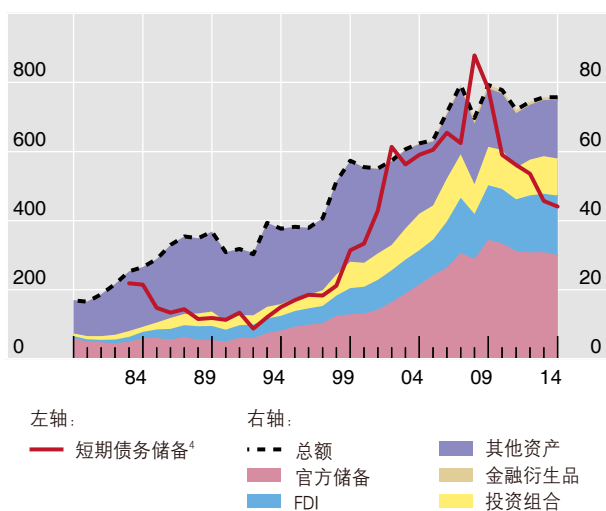
财政政策吸收冲击的能力也很有限。目前各国财政赤字较2007年水平仍有增加(图3.10, 右图)。此外, 2014年全球平均GDP1.5%水平的财政赤字并不能掩盖各国间的显著差异: 巴西和印度的预算赤字超过了GDP的6%。同时, 金融

防范措施¹

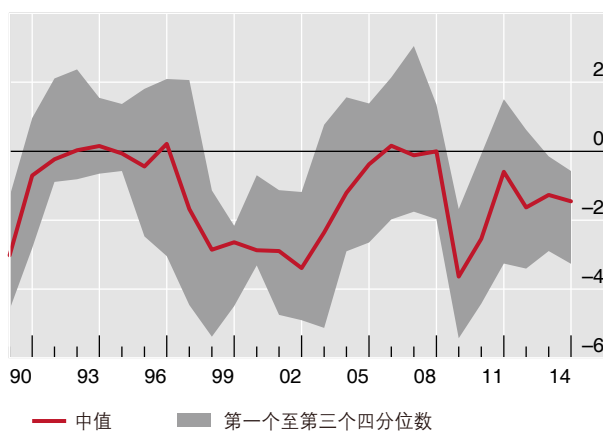
占GDP的百分比

图3.10

国际资产总额²



一般政府收支平衡表³



1. 经济体样本包括阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。2. 合计数为根据GDP和PPP汇率计算出的加权平均数，包括脚注1中所有国家，2014年数据剔除阿根廷、马来西亚和南非。3. 政府净贷款与GDP之比。4. 官方储备与一年期以上债务之比。债务为所有部门按所在地分国际债务证券总量和与直接对手方交易的国际债权总量之和。
资料来源：IMF，《国际金融统计》和《世界经济展望》；P Lane and G M Milesi-Ferretti 在“The external wealth of nations mark II, revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004”中构造的最新版数据集，Journal of International Economics 73, 2007年12月，pp.223–50；BIS合并银行业统计和国际债务证券统计；BIS计算。

繁荣提高了政府账目状况，这反映在对潜在产出和潜在增长率的估计过高上。金融繁荣带来的虚高收入和或有负债将在泡沫破裂时亟待解决。西班牙和爱尔兰等国在金融危机前极具迷惑性的强健财务状况是个很好的例证。

金融传染和实体传染

如今，新兴市场经济体更深地融入了全球经济和金融体系中。因此，任何严重的金融压力都会比从前更大范围上影响着世界。

过去新兴市场发生的金融危机引发了大范围的金融传染。首先，全球投资者从与危机中心国家相类似的国家撤资，例如，1997年的危机阴影首先从泰国传染至印度尼西亚，随后蔓延至马来西亚、菲律宾和韩国。其次，共有贷款方传播金融压力。例如拉丁美洲债务危机是透过对该地区有较大风险敞口的美国银行系统进行传播的。

目前仍不清楚金融结构变化究竟在何种程度上改变了危机传染性。亚洲区域性银行日益增加的作用加重了区域内直接传染的可能性。2007–2014年，亚太地区银行在亚洲新兴国家的国际债权比重从三分之一扩大至约五分之三，而与此同

时在欧洲，这一比例则降至 15%，仅为 2007 年水平的不足一半。

一个关键变化是新兴市场经济体债券基金经理的行为，其重要性日益凸显。从单纯的银行放贷转移至市场融资，到期日更长，加之本国货币债务比重更高，意味着部分借贷风险从债务人转移至债权人。这也证实了资产管理人和资产最终控制人的行为相互联系，都倾向于进行高买低卖操作，从而限制了多样化投资者来源带来的好处（见第六章）。¹¹ 不同投资者行为趋同问题将使决策者更难阻止大规模撤资行为。

更重要的是，金融传染并不一定只局限于新兴市场经济体，正如 1982 年拉丁美洲债务危机严重危害了美国银行系统。如今，来自新兴市场经济体的借款人占到国际清算银行所有报告银行外汇敞口的 20%，占有所有未偿债务债券的 14%。这些敞口上的任何亏损一定会对至少部分债权人造成严重后果。同样，新兴市场经济体占到 MSCI 指数全球市场资本总额的 20%。

此外，传染并不只限于金融渠道。近年来，新兴市场经济体充当了全球经济增长的主要驱动力，以 PPP 计，新兴市场占到全球大约一半的 GDP 总量，而拉丁美洲债务危机和亚洲金融危机前，这一比例仅为四分之一和三分之一，新兴市场经济体对全球经济增长率的贡献从 1980 年的大约一个百分点提升至 2000 年后的约 2 个百分点。而全球贸易在 2008–2009 年暴跌 20% 例证了金融危机是如何影响实体经济活动的。

综合来看，我们有很多理由相信新兴市场经济体比 20 世纪 80 ~ 90 年代更为稳健，金融系统基础设施更为完善，审慎监管更为严格。危机防范，特别是对外汇储备增长风险防范更为严密。本币债券市场发展降低了政府对外币债务的过度依赖。

但仍有值得警惕的方面。信贷规模增长过快，甚至超出严重银行业危机预警线。而稳固的宏观经济表现可能并未使新兴市场经济体免于外部冲击的影响。外币债务水平与 GDP 相比并不高，但集中于企业部门，货币错配变得难以估量。如何调用储备，更有效地支持本国货币或消除个别部门的流动性紧张，具有挑战性。最后，银行融资转向外国资产管理公司以一种没有得到很好理解的方式改变了市场情况。

11. K Miyajima and I Shim, “Asset managers in emerging market economies”, *BIS Quarterly Review*, December 2014, pp.19–34.