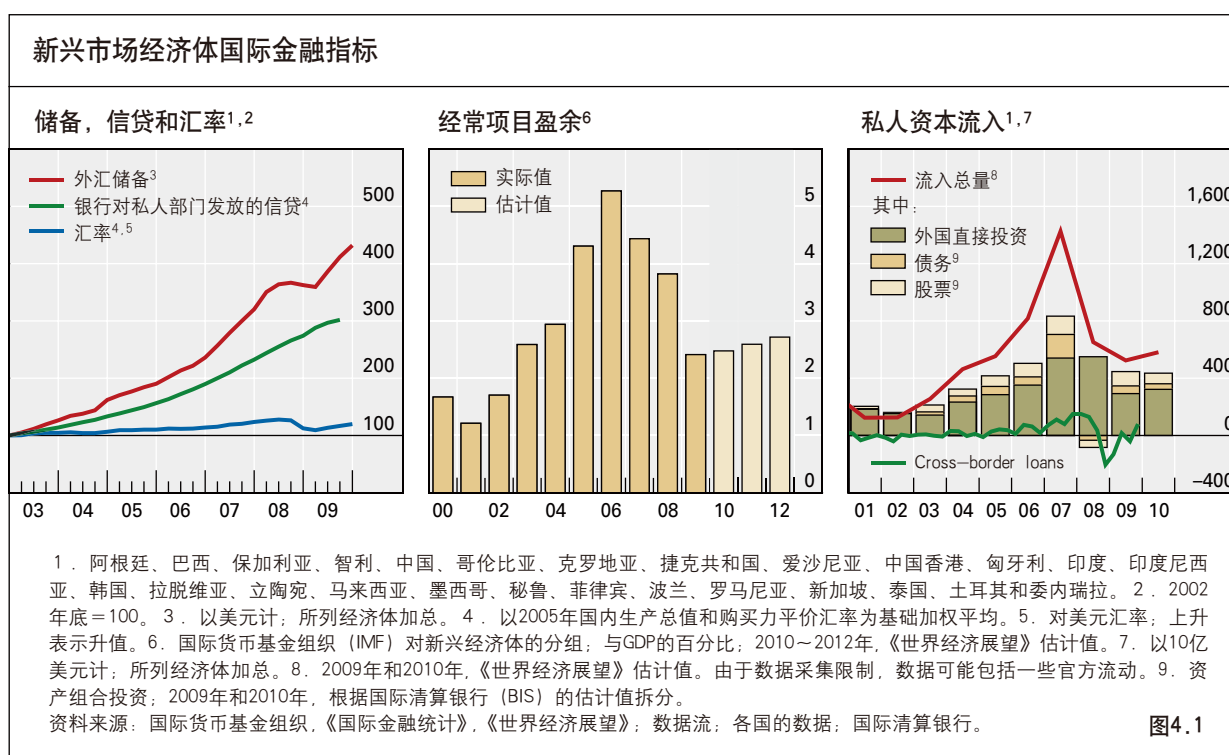


## 第四章 危机后新兴市场经济体的政策挑战

新兴市场经济体（EMEs）的需求正在强劲复苏。亚洲的大部分、拉丁美洲的一部分（包括阿根廷、巴西和墨西哥）新兴市场经济体和土耳其的标题通胀率已经上升。印度的核心通胀率已大幅升高。新兴市场经济体，尤其是中国和印度资源密集型工业部门的增长已推高初级产品价格。在几个国家，私人部门的银行信贷已快速增长，有时还伴随着房产价格的强劲上扬。

尽管出现上述这些情况，但是许多新兴市场经济体的货币条件依然宽松，尤其是亚洲，为抵制汇率升值而重新进行大规模干预，导致储备快速积累（图 4.1，左图）。在此形势下，一些中央银行，特别是通胀压力正在上升的经济体的中央银行需要收紧货币政策。由于发达经济体的利率继续保持在低位，新兴市场经济体收紧货币政策将在短期内刺激资本流入。但是，在抵制汇率升值压力的同时，短期资本流入增加将引起信贷加快增长，并提高资产价格超调的风险。

因此，毫无奇怪，新兴市场经济体对使用自主性资本管制措施来对付高涨的资本流入，再次表现出兴趣。然而，许多形式的资本管制只能暂时缓解问题。而且，在发挥效用的同时，资本管制削弱了金融体系竞争，扭曲了资本有效分配，并阻



碍了经济增长。不过，宏观审慎措施有助于降低金融体系对擅变的资本流动的脆弱性，并缓解一些重要政策面临的困境。

鉴于上述政策挑战，最有效的政策选择可能就是提高利率、增加汇率灵活性和减少外汇干预。为了实现中期宏观经济的有序调整，并最终实现全球平衡增长，实施这一政策也是必要的。

同时，新兴市场经济体和发达经济体需要继续合作加强国际货币安排，以便在今后的危机中确保国际货币供应充足。在可预见的未来，这一国际货币几乎肯定还会是美元。

## 外部失衡和资本流动：不健康的趋势继续？

预计新兴市场经济体的经常项目失衡将加大。2006 ~ 2009 年，新兴市场经济体经常项目盈余总额占总体 GDP 的比例已大幅下降，但预计 2010 ~ 2012 年将上升（图 4.1，中图）。实际上，今年年初，由于贸易流动的周期性敏感度、中国强劲需求，以及初级产品价格上涨的根本影响，许多新兴市场经济体的出口大幅上升。

经常项目失衡持续

同时，资本继续流向新兴市场经济体。危机期间，外国直接投资仍保持相对强劲，继续作为资本流入的主要来源。自 2009 年年中以来，其他私人资本流入上升主要是因为股本流入（图 4.1，右图）。债务流入也已恢复，但恢复的速度更慢一些。2009 年只有跨境银行流动仍然较为疲弱，不过在第四季度也略为上升。

新兴市场经济体资本流入复苏

一些内部指标和外部指标均表明，未来一段时期资本流入将更多。第一，由于新兴市场经济体中央银行政策利率正常化步伐快于发达经济体中央银行（图 4.2，左图），短期名义利差预计将扩大，有利于新兴市场经济体引导全球复苏。

……由于国际利差……

第二，汇率升值预期将吸引更多的资本流入。因此，如危机前那样，几个新兴市场经济体的货币很可能成为套利交易目标，并面临更大的汇率波动。

……汇率预期……

第三，预计未来十年新兴市场经济体的增长将比发达经济体快得多（图 4.2，左图）。这一前景有利于资本流入。

……强劲的增长前景……

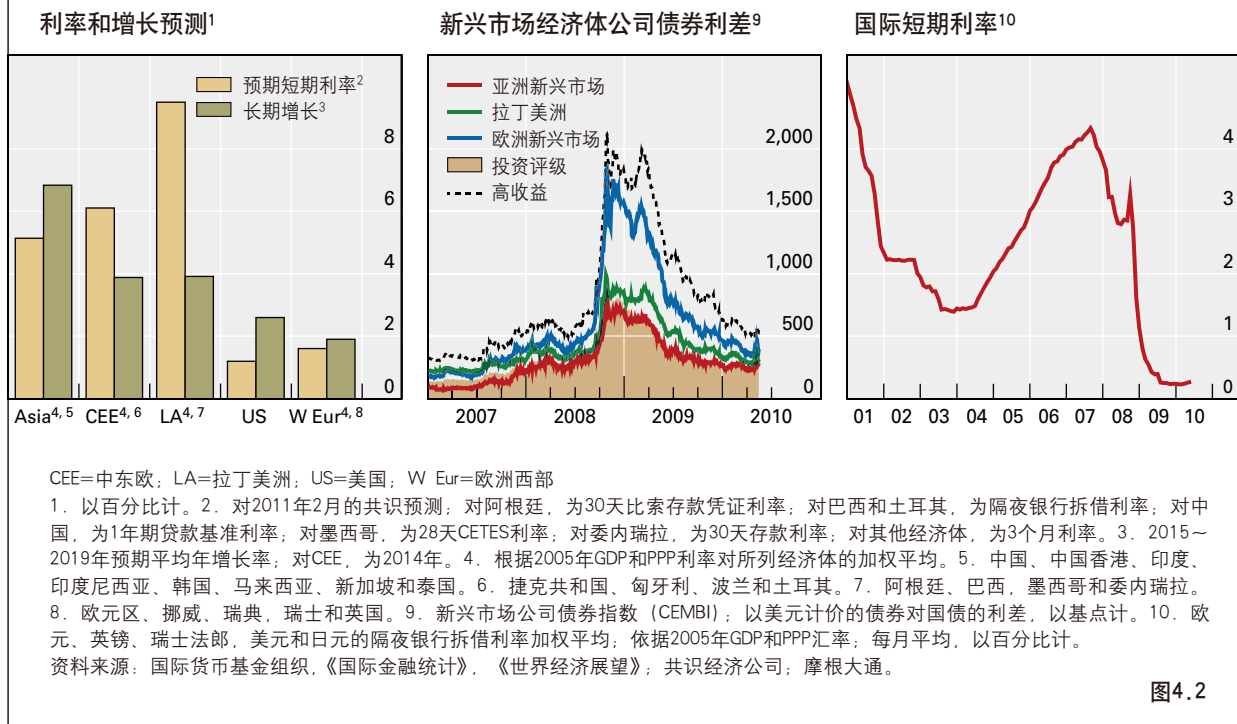
第四，新兴市场经济体较强劲的复苏不仅能提高实际回报率，而且投资者因此也将预期风险降低。这已反映在债券利差下降（图 4.2，中图），以及新兴市场经济体（包括巴西，印度尼西亚、韩国、秘鲁、菲律宾和土耳其）2009 ~ 2010 年评级提高上。上述这些对新兴市场经济体更有利的融资条件使得部分国际投资者对一系列新兴市场经济体资产重又产生了兴趣。随着新兴市场的信贷违约掉期（CDS）利差从 2008 年底的高点大幅缩小，国际市场和地方市场的新兴市场经济体债券发行强劲反弹。实际上，发行新兴市场经济体公司债券更多的是参照投资评级，而不是依照高收益债券定价（图 4.2，中图）。但是，迄今为止，对新兴市场经济体资产需求增加的主要受益对象是那些高质量的借款人，尤其是亚洲和拉丁美洲经济体中那些公共财政和公司资产负债表保持健康的借款人。

……且外部融资条件有利……

而且，主要发达经济体较低的政策利率（图 4.2，右图）和中央银行资产负债表的大幅扩张为资产和银行流动大幅反弹提供了条件。国际投资者仍持有大量的高流动性资产，如货币市场共同基金，当条件成熟时，这些随时都可以转化成高收益和低流动性的新兴市场经济体资产。另外，国际银行正在适应危机后新的银行环境，正在加强资产负债表，开拓当地融资渠道（见第六章）。

国际金融一体化带来明显好处：资本流入刺激金融发展，并常常构成中期经

## 促进资本流入新兴市场经济体的因素



经济增长的关键要素。但是，一些形式的资本流入可能是不稳定因素。主要的担心在于资产组合，特别是债务形式的资本流动和跨境银行借贷，因为基金经理人和杠杆投资者在这些形式的流动中发挥巨大作用。这些问题表明监测资本流动种类和最终投资者非常重要。

### 政策选择

汇率升值促进调整，但也有风险

强劲资本流入的前景给新兴市场经济体带来了一系列即时政策挑战。更大货币灵活性有很多好处。它可以阻碍私人部门粗率地积累外汇风险暴露。并且，尤其可以阻碍与套利交易有关的短期资本流入。然而，较大的灵活性意味着汇率可能会暂时提高到不可持续的水平，但随后会回落。但是，这种变化对资本市场较浅或外汇市场调整过度或调整不足的经济体来说是较为严重的问题：它们的金融体系将受资本流入的步伐主导。而且，出口行业在过去十年已在引导新兴市场经济体的增长；很多人担忧货币升值将削弱出口行业的竞争力，因而对新兴市场经济体造成成本高昂的结构调整。无论如何，货币升值通常是将需求重新导向国内需求的一项重要机制。

降低政策利率也会引发风险

新兴市场经济体对资本流入带来的货币升值挑战所做的一个政策反应是将政策利率保持在低水平，即使通胀压力上升。低政策利率能缓解汇率压力，同时促进投资和刺激内需。但是，长期将利率保持在过低水平将引发国内过热、通胀、信贷过度扩张和资产价格高涨的风险。

在资本流入上升情况下管理汇率压力的另一政策选择是外汇干预，同时伴以提高利率的手段来解决通胀、信贷增长和资产价格问题。但是，只进行外汇干预

造成的储备积累，会带来与银行资产负债表大幅扩张和通胀压力上升相关的扭曲现象。同样地，通过提高利率来控制内需，只允许汇率温和或稳步升值最终可能会刺激套利交易，甚至引起资本流入增加，反过来会增加汇率压力。另外，大量干预使政策制定者难以实施具有恰当约束作用的货币政策，并可能带来金融稳定风险。

因此，政策制定者已开始寻求非利率政策选择，一方面减小资本流动的规模，另一方面加强经济体和金融体系面对资本流动变动性的弹性。以下几节探讨与长期外汇干预相关的可替代政策。同时，也讨论资本管制和化解资本流入增加所带来的金融风险的监管措施。

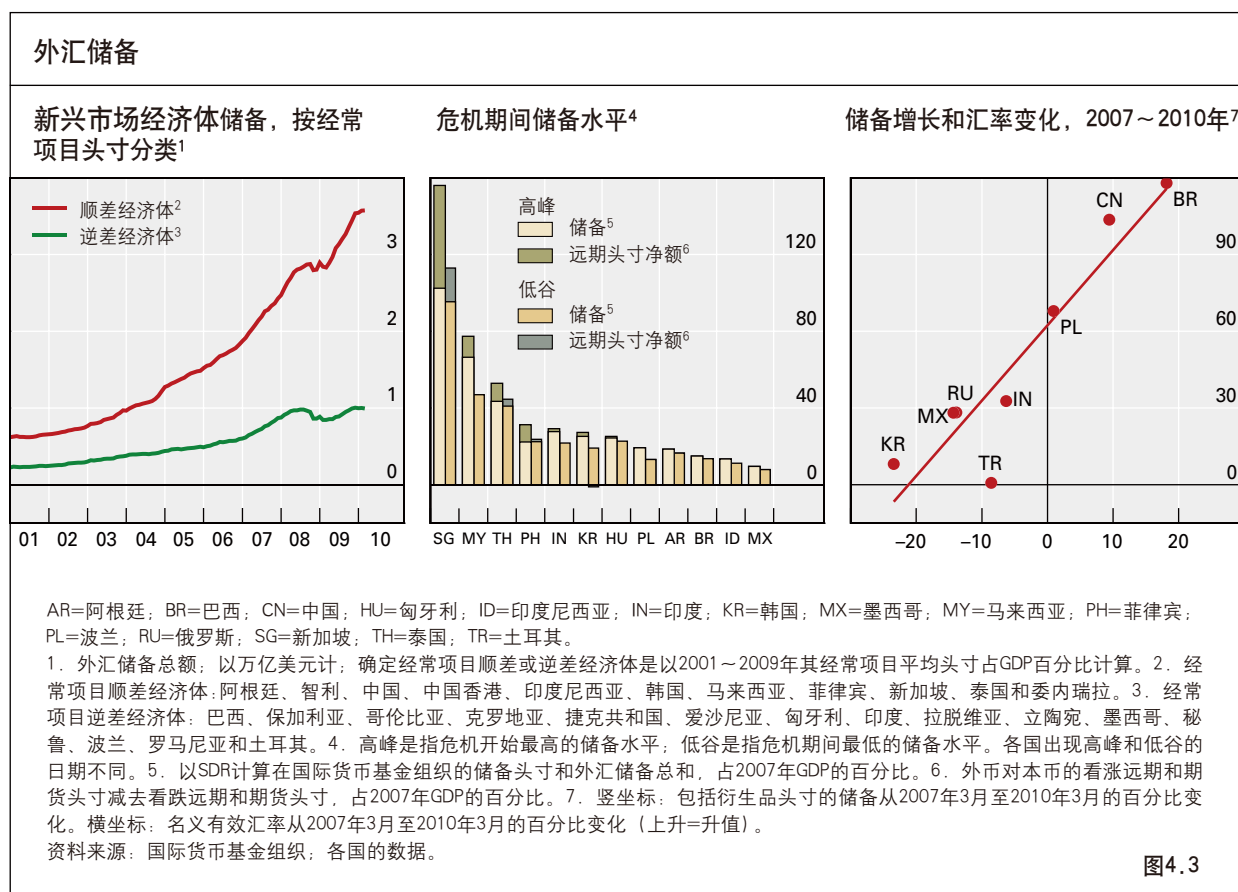
可能需要其他政策选择

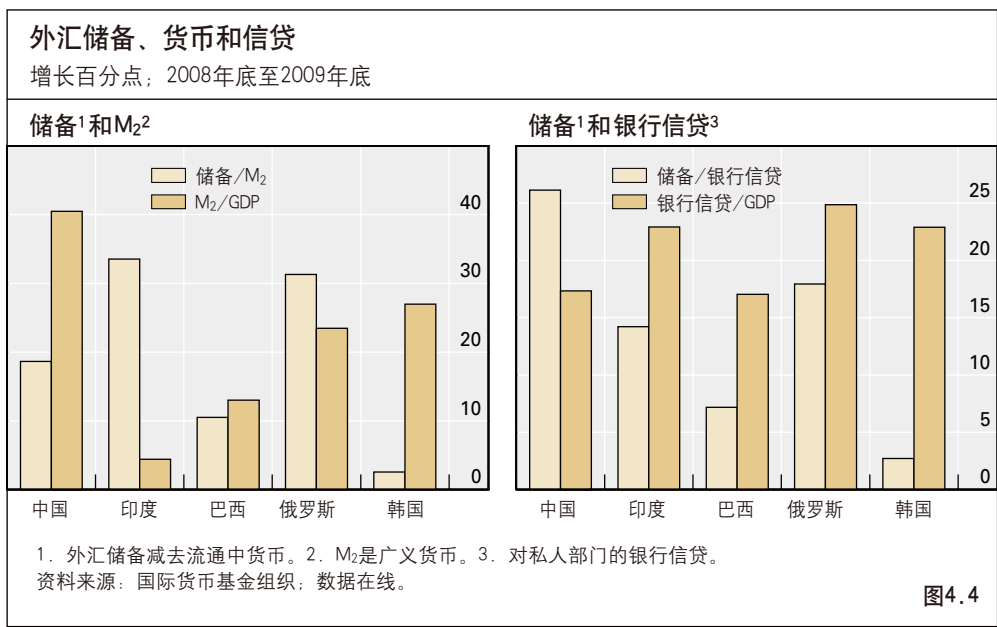
## 外汇干预——问题的一部分，还是解决方法的一部分？

外汇储备存量在危机前、危机中和危机后的变化说明外汇干预是新兴市场经济体中央银行的重要政策工具。但是长期、大规模地干预外汇市场不但有成本，还有风险。

干预是新兴市场经济体工具箱的内容之一

危机前，新兴市场经济体当局积累了大量外汇储备（图 4.3，左图）。在一些新兴市场经济体（比如韩国），建立市场参与者认为充分的外汇储备是其自主决定的一个政策目标。评级机构将储备规模作为评估一国信誉的要素，也影响了储备积累。但是，在其他新兴市场经济体，特别是那些存在大量经常项目顺差的新兴市场经济体，储备积累是汇率政策的副产品。





危机期间，储备证明是有用的

危机期间，大量持有储备被证明是有用的。在早期阶段，可表明新兴市场经济体有抵抗外部冲击的某些保护条件，有助于消除投资者顾虑。2008年年中以后，当面临大规模资产外逃时，中央银行不仅使用储备来支持汇率（如巴西和韩国），还用来满足国内金融机构对美元流动性的短缺需要（如巴西和韩国，如图 4.3，中图）。如此使用外汇储备来向国内银行提供外币融资更加印证了危机前支持拥有大量储备的观点。但是，这些储备最终需要用外汇互换安排，特别是与美联储的互换安排来得到补充。短期美元融资的缺乏也促进了对更强健制度安排的讨论。

降低衍生品头寸也有帮助

危机期间干预的另一特点是使用外汇互换和远期。例如，马来西亚、菲律宾和新加坡当局使用远期头寸作为缓解外汇储备和减少对国内流动性冲击的第一道防线（图 4.3，中图）。这给当局提供了一种向私人部门、大部分是对银行注入外币流动性的方法。自 20 世纪 90 年代中期开始，新兴市场经济体已在储备管理中增加衍生品工具的使用。墨西哥在龙舌兰危机后使用期权来熨平后续汇率调整。远期和掉期已成为中央银行近年来使用的主要衍生品类型。

干预和储备积累已恢复

在危机后的恢复期，很多新兴市场经济体中央银行重新开始抵制汇率升值，并以相当大的规模积累储备。一些中央银行在危机中继续积累储备（比如中国），另一些在危机中外汇储备下降最多的中央银行已恢复储备积累。例如，韩国的储备在危机中下降了 640 亿美元，但现已恢复到危机前水平。这些例子与新兴市场经济体储备积累和汇率压力存在正相关关系的普遍看法一致（图 4.3，右图）。

干预会导致宽松的货币和金融条件

长期和大规模干预对新兴市场经济体的经济状况和国内金融体系有显著影响。第一，储备积累导致宽松的货币环境和快速的信贷增长，从而增加通胀压力，或带来金融体系风险。<sup>1</sup> 近几年，外汇储备已上升至目前相对于国内金融体系较大的水平（图 4.4）。

对干预进行长期对冲可能成本很

第二，即使对冲措施抵消了由储备积累而无意造成的通胀压力，但干预和对冲措施几乎总是代价高昂。通常来说，对冲使中央银行将高收益的国内资产转换

1. 例如，见 J Amato, A Filardo, G Galati, G von Peter 和 F Zhu 的“关于汇率和货币政策的研究：概述”，国际清算银行工作论文，第 178 号，2005 年 6 月。

成低收益的储备。<sup>2</sup> 对冲也会导致银行体系资产负债表扩张，并至少通过两个关键渠道<sup>3</sup> 增加金融体系的脆弱性。首先，当局将私人部门外币资产转换成公共部门本币资产，有效地将资本流入的外币风险从私人部门转移到公共部门。其次，如果中央银行票据的到期日被大幅延长的话，如前几年那样，持有新兴市场经济体对冲所产生的债务工具的私人部门银行将暴露在利率风险中。

高，且招致金融稳定风险

完全对冲大规模干预所带来的副作用已引起非市场工具的使用，比如使用存款准备金率。实际上，一些国家的中央银行（包括阿根廷、中国、克罗地亚、印度、韩国、波兰和罗马尼亚）已积极运用存款准备金率来有效对冲了干预对银行体系流动性的影响。相对于发行中央银行票据，中央银行提高存款准备金率的成本较低，因为其回报率低于市场利率。但实际上也有缺点。特别是对金融体系较发达的经济体，高准备金率将逐渐使金融中介功能从受监管的银行体系转移到其他受监管较少的金融机构。而且，提高存款准备金率对抑制由资本流入引起的信贷扩张可能是有用的，但当需要刺激信贷发放时，降低存款准备金率的效果比不上降低中央银行票据利率。并且，与使用利率型工具进行对冲相比，存款准备金率的频繁变动可能不恰当地造成银行流动性管理更加复杂。

总之，长期大规模外汇干预会造成严重的金融体系脆弱性，并加重政策制定者面临的困境。这些内在缺陷有助于解释为什么动用行政性工具（如资本管制和审慎性措施）来代替外汇干预的兴趣复苏。

## 资本管制和审慎性政策起作用？

关于资本流入管理而引发的政策问题受到了广泛关注。<sup>4</sup> 尽管过去已使用过各种管制手段，但历史记录表明这些措施好像不能使资本接受国免于面对高涨的资本流入局面。不过，一些措施能暂时帮助这些国家将当地利率维持在国际市场利率之上。另外，审慎措施在增强国内金融体系能力来吸收跨境资本流动和避免汇率波动上也发挥了一定作用。

管理资本流动

过去二十五年各国普遍减少阻碍跨境资本流动的法律障碍，相应加大了金融全球化程度。金融一体化上升带来很多好处，但也产生了一些需要加强管理的风险。新兴市场经济体实施资本管制的方法因地制宜。20世纪90年代初以来，作为其融入欧盟的一步，中东欧（CEE）国家稳步取消资本管制；同期，东南亚新兴市场经济体加强了某些资本管制；而拉丁美洲国家处于上述两者之间，直接资本管制有所减少。

资本管制的吸引力来自于几个方面。一是其通过在在岸和离岸金融市场上插入一个楔子来提高国内货币政策的有效性。二是如果资本控制引起资本流入量减少，可以缓解货币升值压力（但成本是扭曲国际资本分配）。

资本管制的一些好处……

然而，实证研究表明资本管制也有局限性。管制对资本流动规模的影响效果似乎不能持续。不过，通过减少汇率波动，可以改变其构成（比如，减少短期

……并非唾手可得

2. 基于当前中央银行和政府间的基本治理安排，成本可能足够大到可以引发关于中央银行预算独立性的问题。关于印度和韩国前几年成本的估计，见H Genberg, R McCauley, Y C Park和A Persaud的“亚洲官方储备和货币安排：谜，现实和未来”，日内瓦关于世界经济的报告，2005年9月7日。

3. 见M S Mohanty和P Turner的“新兴市场的外汇储备积累：国内影响是什么？”，国际清算银行季报，2006年9月。

4. 见全球金融体系稳定委员会，“资本流动和新兴市场经济体”，全球金融体系稳定委员会，第33期，2009年1月。

宏观审慎工  
具……

流动)。而且，几乎没有证据表明资本管制可以减少经济体遭受危机或降低危机实际成本。<sup>5</sup> 最后，管制造成微观经济扭曲。

目前金融体系仍处于发展中阶段的经济体认识到，放松当前针对国际资本流动的管制措施应仔细安排好先后顺序。无论如何，随着这些经济体的发展及其金融市场变得更为复杂，管制的有效性和支持因素趋于减弱。降低新兴市场经济体资本流动波动性的更有价值和更持续的方法是加强金融体系和经济的抵抗能力。作为降低系统性金融风险的一种方法而成为关注重点的审慎性工具（见第七章）可以发挥较大作用。

新兴市场经济体长期运用审慎性工具来加强金融体系抵御能力。这些当局最近已将许多工具做了修正，以解决资本流入问题。例如，在中国香港，大规模资本流入已推高房地产价格，当局在 2009 年 10 月降低某些抵押贷款的可贷款金额占房产总价的比率，以降低房产价格上升的相关风险。韩国也采取了类似措施。一些经济体（比如韩国）也使用限制贷款占收入的比例来抑制信贷过快增长。几个中东欧国家的中央银行（尤其是保加利亚、克罗地亚、爱沙尼亚和波兰）在危机前的信贷繁荣期也采用类似措施来减少资本流入造成的货币错配和信贷过度发放风险。

……可以使金融  
体系更具有抵御  
能力

新兴市场经济体已采取其他措施来确保金融体系的抵御能力，包括加强关于金融机构资产负债表期限错配的监管框架，鼓励发展本币债券市场和工具来规避外汇风险，限制短期外币借款，加强私人部门的风险管理能力和做法，以及加强外币风险头寸监督等。

## 美元作为国际货币的前景

改革国际货币体  
系的呼声

尽管资本流入是短期关注的重点，新兴市场经济体政策制定者也在探讨对国际货币体系进行改革的较长期的重要问题。其中，尤其关注的是美元作为主导的国际货币的地位。在最近的危机中，美元在国际货币体系的作用——特别是作为大部分衍生合同的载体货币——已被认为是国际金融和宏观经济溢出效应的一个促成因素。但重要的是，应注意到，本次起源于美国而扩散到欧洲发达经济体的危机不是由于美元本身导致的，大部分原因在于这些经济体的银行严重暴露于美国有毒资产，并依赖短期美元批发融资。并且，危机通过贸易联系向亚洲、拉丁美洲和新兴欧洲经济体蔓延。一些新兴市场经济体的银行体系遭遇短期美元融资短缺而使危机加剧，但在一些国家，这一问题通过与美联储确定双边互换额度而得到解决。

美元是具有主导  
地位的国际货币

危机期间对所需  
国际货币的获得

危机时期货币当局主要关心的问题是确保国际货币资金的充足供应，而不管这种国际货币是何种货币。目前它是美元，并至少是欧元或瑞士法郎（见专栏）。其他一种或一些主要国际货币（实际或理念上）的出现不会改变问题的本质。

但国际货币的发  
行者可能不会提  
供充足的流动性

这对新兴市场经济体来说就是一个严重的问题。由于所持的外币有限，任何中央银行提供外币流动性的能力受到限制。而且，不可能期望国际货币的发行者无条件提供流动性保证。使用一种根据一篮子国家货币创造出的诸如特别提款权（SDR）的国际货币不能解决这一根本问题。事实上可能使问题更复杂：构成货币

5. 见R Glick, X Guo和M Hutchison, “货币危机, 资本项目自由化和选择偏好”, 《经济和统计评论》, 第88卷, 第4册, 2006年11月, 第698~714页; 以及R Cardarelli, S Elekdag和M Kose的“资本流入: 宏观经济影响和政策应对”, 国际货币基金组织工作论文, 第WP/09/40号, 2009年3月。

篮子的国家货币的官员可能会将组合货币的无条件发行视同于其本币的无条件发行。

因此答案的寻找继续集中于加强全球金融安全网，以及正在讨论的其他建议。鉴于新兴市场经济体和主要中央银行间缺乏广泛的和正式的外币互换额度安排，寻找答案尤为重要。一种方法是修订国际货币基金组织的灵活信贷额度（FCL）贷款工具，增强贷款资格条件的可预测性，以及延长贷款期限。另一方法是建立外币流动性保证机制，即把缴纳的保证金和事前与主要中央银行达成一致的信贷额度结合起来。其他可能性包括区域性安排，比如清迈倡议多边化和压力时期非储备货币的双边互换等。所有这些机制都值得进一步考虑。要解决的重要问题是如何处理这些机制可能产生的道德风险，以及就足以应付重大危机的、足够大的全球金融安全网达成一致的现实性。这也涉及需解决很多其他问题。

新兴市场经济体  
寻找其他可替代  
方法

## 总结

新兴市场经济体的经济局势获得很大改善，但仍然面临重大政策困境。增长复苏和资本流入恢复让政策决定者再次面临熟悉的压力——通胀，信贷快速增长，货币升值和资产价格飙升——危机前它们不得不对付的压力。如果资本流入加速，宏观经济不平衡将继续。重新实施大规模外汇干预来缓解资本流入将给金融体系造成风险。作为可替代方法，宏观审慎措施能有助于限制债务流入引起的货币或期限风险，并能降低与信贷扩张有关的负面影响。但是，宏观审慎措施不能代替紧缩货币政策和提高汇率灵活性来促进有序和可持续的对内调整和对外调整。同时，需要采取进一步措施来增强国际货币体系的抵御能力。



## 专栏: 危机关于美元国际地位的经验

2008 年底, 国际货币市场风暴扰乱了美元在两种欧元区边缘货币——匈牙利福林和波兰兹罗提远期交易中的地位。最后, 这一部分全球货币市场迅速回归至先前模式的自然历程展示了美元的弹性。这一案例显示, 美元作为一种国际交换媒介的主导地位强于大家的普遍预期。

### 背景

全球金融危机期间, 美元融资市场的压力迅速和有力地蔓延至其他货币市场, 部分原因是由于美元在外汇掉期市场占主导地位。在掉期市场上, 一种货币的资金被临时调换为另一种货币的资金。2007 年 4 月, 交易最多的货币对是美元 / 欧元, 占掉期交易的 28%。其他货币与美元的掉期占 64%, 与欧元的掉期只占 6%。在中欧货币市场, 美元掉期以 10 : 1 的比例遥遥领先, 但对比分明的是, 市场参与者进行的本币即期交易主要是对欧元。简而言之, 美元作为掉期市场交换手段的作用, 远远领先于其他货币。

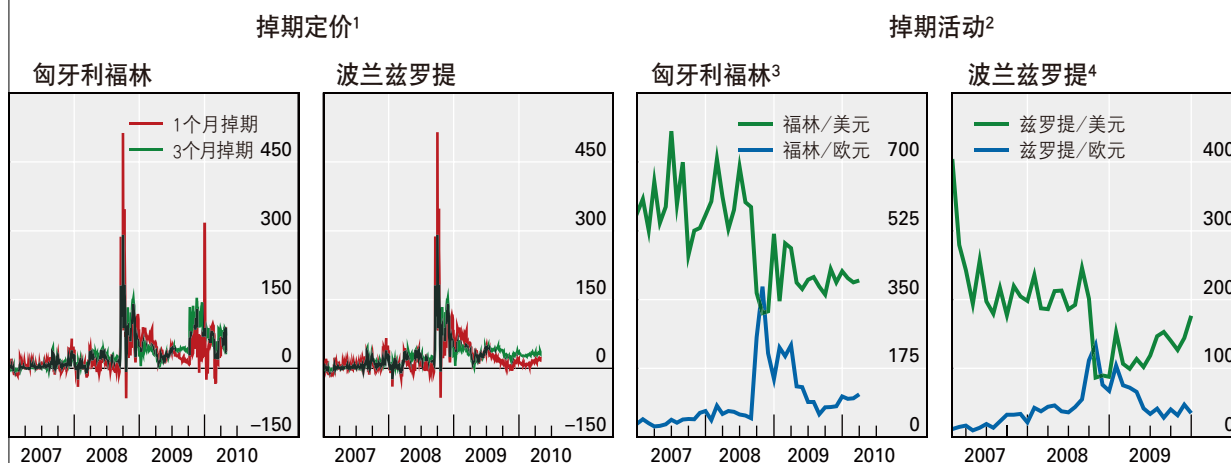
美元的其他国际用途并没有如此之大。在国际债券市场, 美元作为价值储存工具的重要性和欧元几乎相等: 根据国际清算银行和欧洲中央银行的数据, 2008 年底, 美元债券占 45%, 欧元占 32%。造成这种反差的一个原因是交换媒介的惯性, 因为流动性集中于某些双边汇率。因此, 只有在中欧国家货币对欧元的汇率比对美元汇率更稳定时, 它们才开始在即期货币市场上更多进行对欧元的交易。

除纯粹的惯性因素外, 网络的外部性也影响交换手段的选择。特别是, 如果美元掉期大部分针对其他外币, 任何本币的掉期也大部分针对美元。因此, 美元掉期的主导地位即使在受到强烈冲击、市场参与者暂时用欧元替代美元后也能自行恢复。纯粹的惯性能解释持续性而不能解释美元掉期的回归。

### 自然历程

2007 年 4 月, 只有几种货币, 包括匈牙利福林和波兰兹罗提拥有发达的、对美元和欧元的掉期市场。

## 掉期定价和活动: 美元和欧元对福林和兹罗提



资料来源: Magyar Nemzeti银行; 波兰国家银行; 路透社。

图4.A

幸运的是，匈牙利和波兰的中央银行收集月度数据，可以让我们观察到2008年9月雷曼兄弟倒闭后那段时期市场的变动情况。如前所述，危机前，所有这两个市场掉期选择的货币仍是美元。当美元短缺问题在2008年9月和10月变得突出后，美元掉期定价中暗含的美元利率上升，超过欧元掉期定价暗含的欧元利率。匈牙利和波兰的外币交易商将本币对美元的掉期转换成本币对欧元的掉期。当美联储的大量互换安排向欧洲银行提供美元资金后，美元利率下降，并且，一年后，交易商再次主要进行本币对美元的掉期交易（图4.A）。

瑞士法郎的市场结构对解释匈牙利和波兰掉期市场的美元回归至关重要。因为匈牙利和波兰的大量借款以瑞士法郎标价，其银行需要将本币流动性最终转换为瑞郎，而非欧元或美元。2007年4月，在即期市场，瑞士法郎/欧元的交易额接近瑞士法郎/美元的交易额（330亿美元对490亿美元）。但在掉期市场，瑞士法郎/欧元的交易额远低于瑞士法郎/美元的交易额（150亿美元对810亿美元）。在正常环境下，如果更易于进行瑞士法郎对美元、而不是对欧元的掉期，匈牙利和波兰的交易商在危机后恢复本币对美元的掉期交易可以理解。

在对美元作为储值手段的未来前景的讨论中，匈牙利和波兰的掉期市场恢复使用美元表明了美元作为交换工具的弹性。这种弹性反映了纯粹惯性之外的力量。这种力量根植于国际银行、跨境借贷和交叉货币流动性交易的复杂联系之中。近期市场运行的这一实践经验应为改变国际货币体系的任何讨论提供信息。