

第三章 全球经济：经济复苏正在加强，金融周期转向？

本年度全球经济的周期性上行显著增强。2017 年初，几乎所有主要经济体均处在扩张期，调查数据证实短期展望向好。先进经济体的闲置产能收缩，特别是在劳动力市场；许多新兴市场经济体受益于大宗商品价格上涨。消费增长是推动需求的关键因素，商业投资也有反弹迹象。许多国家的金融周期处在扩张阶段并支撑了经济活动。在受危机影响的先进经济体，去杠杆已经让位于金融周期上行；在多个小型先进经济体及新兴市场经济体，金融繁荣已经趋向温和，甚至在某些国家转向下行。

尽管短期展望较为乐观，经济扩张的可持续性面临中期风险。首先，金融压力的领先指标显示，在多个受金融危机影响较小的经济体中，私人债务与房地产价格高企酝酿着风险。其次，在部分国家，家庭部门的高债务可能严重拖累需求，特别是若利率上升加重偿债负担的话。再次，持续疲软的生产率增长速度与企业部门高债务可能对投资产生负面影响。最后，保护主义情绪抬头，尤其可能损害小型开放经济体与新兴市场经济体的经济前景。

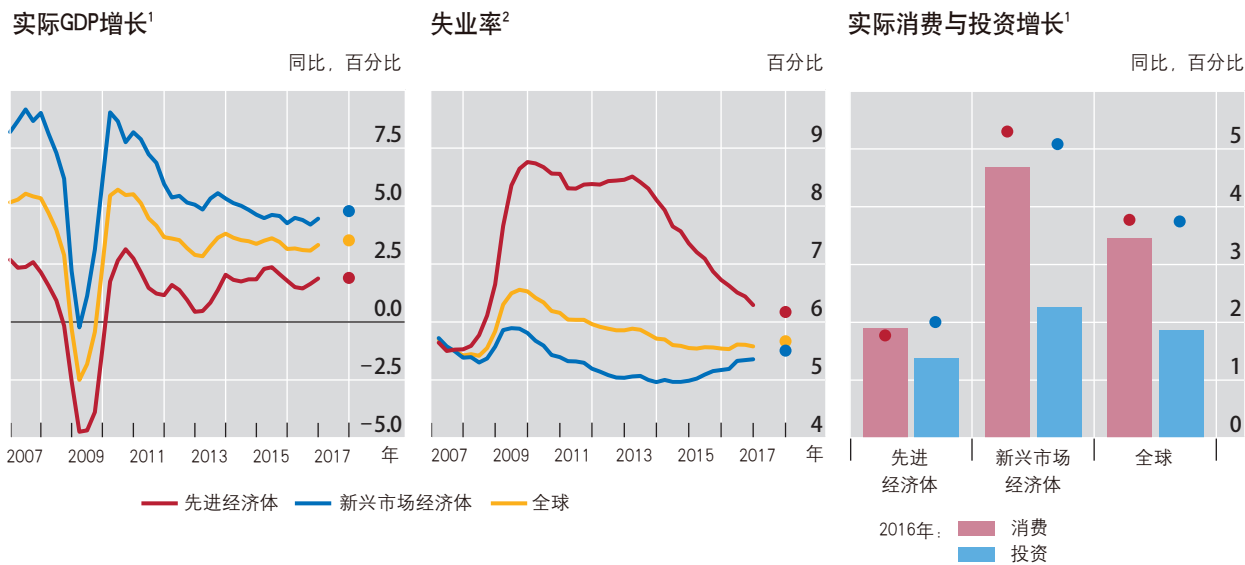
本章首先回顾过去一年的全球经济形势与金融周期，接下来评估经济展望的中期风险、金融周期总体风险、消费与投资增长的可持续性以及上升的保护主义风险。最终，本章强调，当前的周期性推动力为增强经济韧性与可持续发展的政策提供了一个好时机。

宏观金融形势——处在转折点？

2016 年下半年，全球经济迅速复苏。到 2017 年初，几乎所有主要经济体都处在扩张状态。2016 年全球经济增长率为 3.1%，尽管略慢于 2015 年，但预期 2017 年将反弹至 3.5%（见附表 A1）。

2016 年第三季度，许多先进经济体的经济增长率好于预期，2017 年延续复苏态势（见图 3.1 左图）。2016 年，美国经济增长率为 1.6%，预计 2017 年增长率为 2.1%。2016 年，欧元区经济增长 1.7%，日本增长 1.0%。虽然“脱欧”带来相关不确定性，英国经济仍增长 1.8%。由于经济的周期性上行，先进经济体失业率进一步降低，部分国家的失业率甚至低于危机前水平（见图 3.1 中图）。

新兴市场经济体的增长动能略弱于先进经济体，但大宗商品出口国的经济前景因为能源价格反弹而得到改善。中国经济得益于积极的财政政策，增速由 2016 年中的 6.7% 略增至 2017 年第一季度的 6.9%。2016 年下半年，印度增速有所放缓，2016 年第四季度为 7.0%。石油价格升高，带动石油出口国的经济增速回升。



圆点是对2017年的预测。
1. 基于滚动GDP和PPP汇率的加权平均值。2. 基于滚动劳动力水平的加权平均值；各国定义可能有差异；未包括数据不足的印度。
资料来源：IMF《世界经济展望》与《国际金融统计》；OECD《经济展望》与《主要经济指标》；CEIC；Consensus；Datastream；各国数据；BIS的计算。

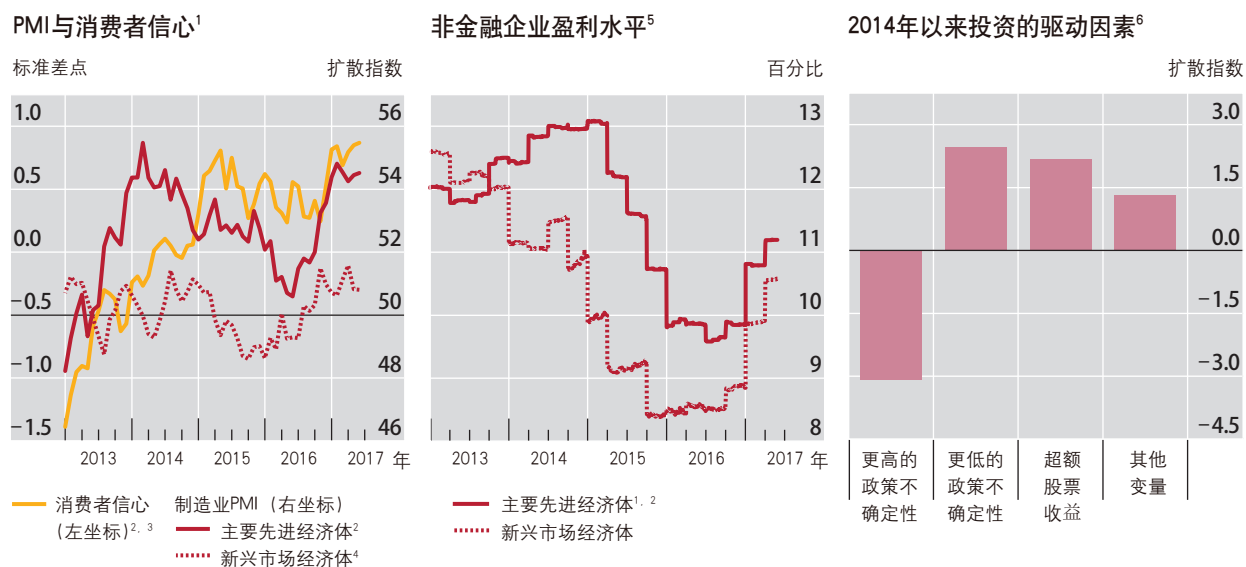
2016 年第四季度，俄罗斯经济增速由负转正，巴西经济下行似已触底（见附表 A1）。

2016 年，在先进经济体与新兴市场经济体中，消费都是促进需求的重要因素。先进经济体消费增速超过投资增速约 0.5 个百分点，而新兴市场经济体的消费增速高于投资增速 2 个百分点（见图 3.1 右图）。2017 年，预计先进经济体与新兴市场经济体的投资均会反弹，消费将继续增长（见图 3.2 右图中的圆点）。先进经济体投资增速预计将超过消费，大宗商品价格走高将促进商品出口国的资本形成。

调查数据为较为乐观的短期经济展望提供了支持。截至 2017 年初，先进经济体的消费者信心进一步超过历史平均水平，支撑了由消费推动的经济扩张（见图 3.2 左图）。企业调查对于 2016 年下半年以来的宏观利好消息反应强烈。在美国，企业税降低和去监管的预期产生了重要影响。截至 2017 年初，欧元区与日本的制造业采购经理人指数（PMI）分别创近 6 年、3 年新高。

影响投资前景的多种因素也转向乐观。先进经济体与新兴市场经济体的非金融企业盈利水平均有所提高，扭转了此前数年的下降趋势（见图 3.2 中图）。盈利水平提高可能促进了股票估值的上涨，降低了需求的不确定性（见图 3.2 右图）。不过，政策不确定性进一步上升（见第二章），有可能对投资产生了抑制作用（见图 3.2 右图）。

对宏观政策组合变化的预期也影响了经济前景。美国的政策表态显示出扩张性财政政策，其他国家也采取了宽松财政政策。2016 年 8 月，日本政府公布了包括基础设施支出和转移支付等内容的一揽子财政方案。英国政府放弃了此前定



1. 基于滚动GDP和PPP汇率的加权平均值。2. 欧元区、英国、日本与美国。3. 规范化数据，即指标与其历史平均之差。4. 巴西、中国、匈牙利、印度、墨西哥、俄罗斯、新加坡、土耳其与南非。5. 股票收益，新兴市场经济体整体数据由Datastream Worldscope提供。6. 不同因素对G7经济体非住宅投资冲击的中位数。基于R Banerjee, J Kearns与M Lombardi的“(Why) Is investment weak?”，BIS Quarterly Review, 2015年3月，67-82页。适度增加了控制变量，并将数据更新至近期。

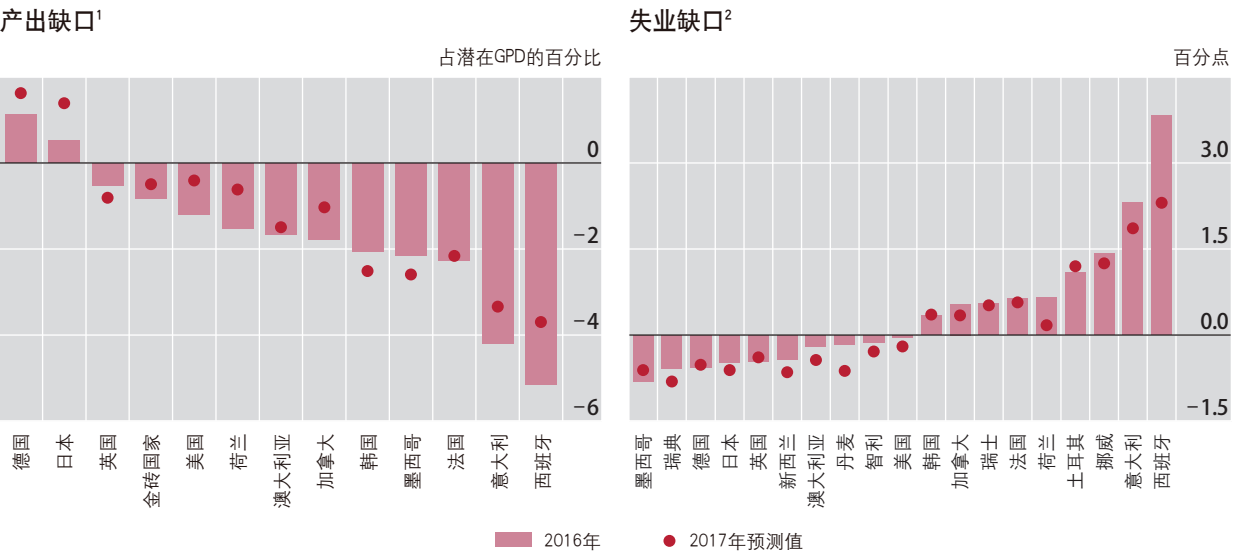
资料来源：彭博社；Datestream；Datestream Worldscope；BIS的计算与估计。

下的 2020 年前消除预算赤字的计划。2016 年 11 月末, 欧盟委员会建议欧元区在 2017 年实施财政扩张政策, 幅度为 GDP 的 0.5%。2016 年 12 月中旬, 中国政府将积极的财政政策列入 2017 年经济重点。

衡量经济闲置产能的指标降低,表明经济扩张正走向峰值(见图 3.3)。诚然,应当谨慎对待这些估计指标,不仅仅是因为估值常常被大幅修正。即便如此,产能约束似乎不断趋紧,尤其是失业缺口等劳动力市场指标(见图 3.3 右图)。据此,绝大多数先进经济体在 2016 年已达到充分就业,许多国家劳动力市场恐将进一步趋紧。然而,欧元区部分国家仍然存在显著的闲置产能,特别是意大利与西班牙。

在许多国家，由信贷及房地产价格所体现的金融周期处在扩张阶段，支撑了经济上行（见图 3.4）¹。在受金融危机影响最大的主要先进经济体，金融周期继续温和上行。住房实际价格连续数年上涨后，非金融私人部门信贷与 GDP 之比在 2016 年略有扩大。这主要反映了企业债务比例的温和上涨，而家庭部门债务比例在连年下跌后保持平稳（见附表 A2）。2007—2016 年，美国家庭部门债务与 GDP 之比下降了 18 个百分点，英国下降了 6 个百分点，西班牙下降了 17 个百分点，为消费推动经济扩张提供了空间。

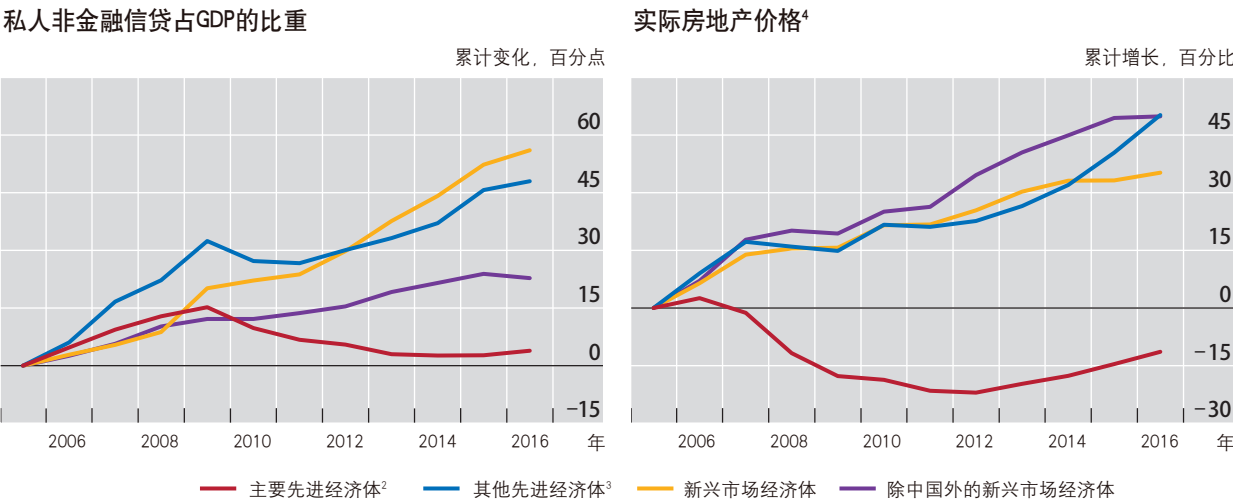
在其他受金融危机影响较小的先进经济体中，金融繁荣已趋向温和。尽管房地产价格继续攀升，私人部门信贷比例增速比上一年降低约6个百分点。增速降低主要反映了公司债务增长疲软，同时家庭部门债务进一步上升。2016年，澳大利亚、加拿大、瑞典与瑞士的家庭部门债务与GDP之比增长幅度为2~3个百分点，



1. 实际GDP与潜在GDP之差与潜在GDP之比；IMF与OECD估计。金砖五国数据是基于巴西、中国、印度、俄罗斯与南非滚动GDP和PPP汇率的加权平均值。2. 实际失业率与非加速通胀下的失业率之差；OECD估计。
资料来源：IMF《世界经济展望》；OECD《经济展望》；BIS的计算与估计。

升至 86% ~ 128%。

2016 年，许多新兴市场经济体的金融上升周期增速放缓，有些甚至进入下行周期。总体而言，房屋实际价格与信贷占 GDP 之比均进入平稳阶段。除中国之外，新兴市场经济体的信贷与 GDP 之比小幅下降。这主要反映了巴西与俄罗斯的经



1. 基于滚动GDP和PPP汇率的加权平均值。2. 欧元区、英国、日本与美国。3. 澳大利亚、加拿大、瑞士、丹麦、挪威、新西兰和瑞典。4. 使用CPI平减。未包括数据不足的阿根廷、南非和中国台湾。
资料来源：IMF《国际金融统计》；Datastream；各国数据；BIS；BIS的计算与估计。

济的下行以及房价及信贷的持续萎缩（见附表 A2、A3）。巴西、印度、韩国与俄罗斯等国的企业债务比率下降 3 ~ 5 个百分点，但中国则进一步上升。此前，许多新兴市场经济体的企业债务自金融危机以来快速上升。2007—2016 年，新兴市场经济体的企业债务比率平均上升 19 个百分点，中国尤为显著（上升 70 个百分点，至 GDP 的 166%）。过去一年，一些新兴市场经济体的家庭债务比率也提高了，尤其是中国与韩国，分别上升至占 GDP 的 44% 与 93%。

风险展望

尽管短期内周期性不断改善，但同样存在诸多中期风险。本节审视以下四种风险：（1）金融稳定的金融周期性风险；（2）家庭债务给消费增长带来的风险；（3）生产率增长乏力以及高企业债务给投资带来的风险；（4）日益上升的保护主义风险。

金融周期风险

金融周期是决定宏观经济动能与金融稳定的重要因素。金融周期达到顶峰，常常预示下一阶段银行业或金融业可能陷入困境。从这一角度来看，部分新兴市场经济体及较小的先进经济体当前或未来所面临的金融周期下行对经济前景构成了一定风险。

可通过金融困境早期预警信号评估这一风险（见表 3.1）。指标之一为信贷 / GDP 缺口，定义为私人非金融部门信贷与 GDP 之比与其长期趋势的偏离。另一项指标是债务偿还率，即同一部门的本息支付与其收入之比，测算其对历史均值的偏离。这些指标能够准确反映金融过热，揭示中期金融业困难的迹象。20 世纪 70 年代末期以来，在超过 2/3 的情形中，一旦某项指标突破关键阈值（红色区域），约三年后会出现银行业困难，这一预警几乎很少失灵。更低的阈值（褐色区域）则能够反映出更多的银行业困顿，但预警失灵的机会也随之增多²。

多个新兴市场经济体与小型开放经济体的信贷 / GDP 缺口显示风险颇高（见表 3.1 第一列）。尤其是数个亚洲新兴市场经济体的信贷缺口相当大。部分其他新兴市场经济体与先进经济体的信贷缺口也较大。此外，在大多数情况下，信贷缺口规模大，往往与（同时或近期）显著的资产价格缺口同时发生，因此两项缺口指标都提供了预警信号。

与之形成对照的是，更能反映一年左右时间段短期风险的偿债率大多低于触发警报的水平。少数几个新兴市场经济体是例外，即使假设利率固定，偿债负担也高于其历史常态（见表 3.1 第二列）。然而，在压力更大的条件下，若其他情况不变，利率上升 250 个基点且完全传递至债务，多个经济体的偿债率将会升至高风险区间（见表 3.1 第三列）。

对于外币债务负担较重的新兴市场经济体，汇率可能放大金融周期风险。本币对主要融资货币、特别是美元的大幅贬值，会促使债务负担膨胀，可能加剧金融困境³。平均而言，新兴市场经济体的外币债务与 GDP 之比为 12%，低于以往金融危机之前的水平（见图 3.5 左图）。因此，总体来看，外币债务造成的脆弱性

国内银行体系压力的早期预警指标

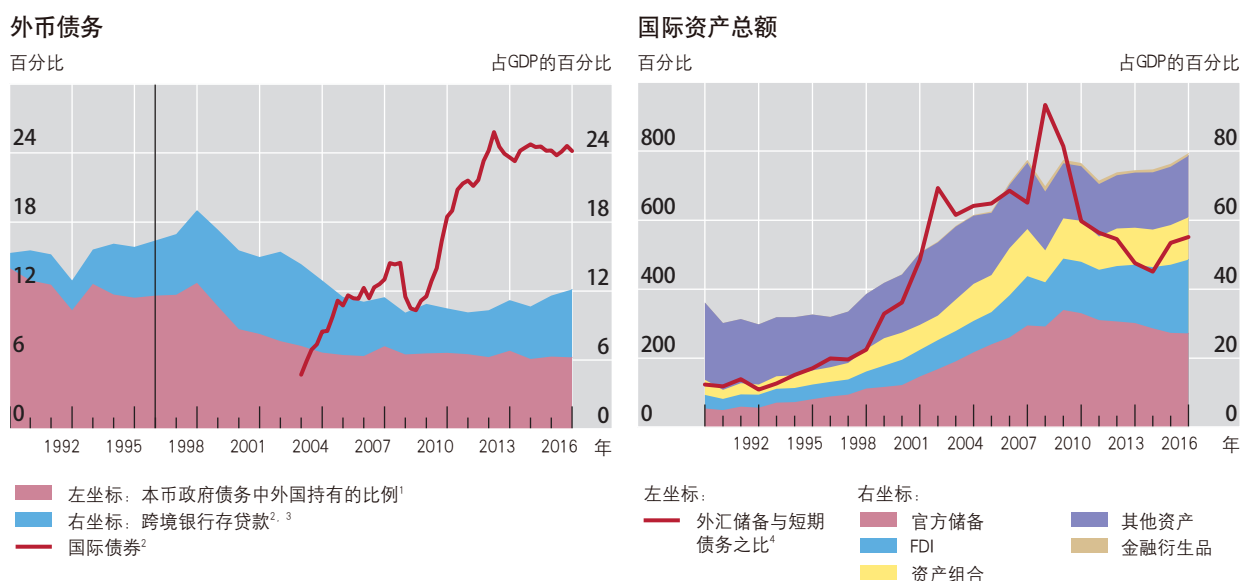
表3.1

	信贷/GDP缺口 ¹	债务偿还率 (DSR) ²	利率上升250个基点 后的债务偿还率 ³
澳大利亚	-0.5	1.3	5.2
巴西	-3.0	2.9	4.5
加拿大	14.1*	3.3	7.6
中东欧 ⁴	-10.1	-1.6	-0.2
中国	24.6	5.4	8.8
法国	1.8	1.1	4.3
德国	-4.3	-1.8	0.0
中国香港	30.3*	6.6	11.1
印度	-7.8	0.8	1.9
印度尼西亚	9.3*	0.8	1.5
意大利	-14.9	-0.7	1.4
日本	5.4*	-2.1	0.6
韩国	0.2	0.0	3.7
马来西亚	9.7*	0.9	3.3
墨西哥	9.0	0.9	1.7
北欧国家 ⁵	-4.3	-0.1	3.8
南非	-2.5	-0.2	1.1
西班牙	-46.9	-3.2	-0.4
瑞士	7.6*	0.0	3.1
俄罗斯	-2.8	2.3	3.6
泰国	11.3*	-0.3	1.6
土耳其	7.2	4.0	5.6
英国	-19.6	-1.4	1.5
美国	-7.7	-1.4	1.2
图例	信贷/GDP缺口>10	债务偿还率>6	债务偿还率>6
	2≤信贷/GDP缺口≤10	4≤债务偿还率≤6	4≤债务偿还率≤6

数据截至2016年第四季度。红色区域阈值通过选取在3年内至少捕捉2/3的危机事件、同时产生最少的假警报获得。信贷/GDP缺口的褐色区域阈值基于《巴塞尔协议III》中的逆周期资本缓冲指引；偿债率褐色区域阈值则通过在2年内至少捕捉2/3的危机事件、同时产生最少的假警报获得。

1. 对于信贷/GDP缺口超过关键阈值的经济体，星号(*)表示房地产价格缺口在过去五年中任意一年都同时超过关键阈值。关于信贷/GDP缺口及房地产价格缺口的推导及其测度，见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, 2011, pp 189–240. 2. 私人非金融部门偿债率与该国长期平均值之差。偿债率的计算，见<http://www.bis.org/statistics/dsr.htm>；关键阈值的推导见M Drehmann and M Juselius, "Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?", BIS Quarterly Review, September 2012, pp 21–35. 3. 假设利率增加250个基点，债务偿还率的其他因素均保持不变。4. 捷克、波兰、匈牙利的简单平均。5. 芬兰、挪威、瑞典的简单平均。

资料来源：各国数据；BIS；BIS的计算。



左图中，垂直线代表1996年底（亚洲金融危机前）。

1. 巴西、哥伦比亚、捷克、匈牙利、印度尼西亚、印度、韩国、墨西哥、马来西亚、秘鲁、波兰、俄罗斯、泰国、土耳其与南非外国投资者持有本币政府债务份额的简单平均。2. 各国余额：对阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、匈牙利、印度尼西亚、印度、韩国、墨西哥、马来西亚、秘鲁、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、泰国、土耳其与南非基于滚动GDP和PPP汇率的加权平均值。3. 银行及非银行部门的贷款及存款，以瑞士法郎、欧元、英镑、日元和美元计价。1995年第四季度之前，只有以外币计价的跨境银行债权被纳入。4. 官方储备与剩余期限一年以内债务余额的比例。债务定义为按国别计算的国际债券与按直接对手方计算的合并国际债权之和。

资料来源：根据P. Lane and G. Milesi-Ferretti, "The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004", Journal of International Economics, vol. 73, November 2007, pp. 223–250所采用的数据集，有更新与拓展；IMF《国际金融统计》与《世界经济展望》；国际金融协会；Dealogic；Euroclear；汤森路透；Xtrakter Ltd；BIS债券统计、合并银行统计与本地银行统计；BIS的计算与估计。

似乎相对有限。然而，新兴市场经济体已进一步融入全球金融市场，举例来说，外国持有更多的本币政府债就是一个反映（见图 3.5 左图）。因此，这些经济体仍然受全球投资者情绪改变的很大影响。

然而，早期预警指标也易受多种缺陷的影响。一方面，这些指标不够全面：主权风险等金融困境的其他潜在来源被忽略；另一方面，对这些指标的解释必须慎重。首先，从构建角度，这些指标需在发出假预警的风险和未能识别未来压力之间求得平衡，假警报不可避免。其次，尽管这些指标能够反映整体金融风险的累积，但并不能准确指示风险何时会实现，更无法指示金融压力的潜在强度。最后，这些指标与金融危机风险的关联可能随时间推移而改变。重要的是，许多国家已经开发实施了旨在增强金融部门韧性的宏观审慎框架。同时，由于上一轮金融危机，全球已采取重要措施，整体加强监管框架（见第五章）。

此外，新兴市场经济体已采取措施，降低其面对突然出现的大幅汇率贬值时的脆弱性。这些经济体提高了汇率机制的灵活性，并大规模积累外汇储备（见图 3.5 右图）。从占 GDP 的比重来看，外汇储备自 20 世纪 90 年代中期以来已经增长了 2 倍多，特别反映了亚洲新兴市场经济体的情况（见附表 A5）。此外，新兴市场经济体的私人外国资产持有量上升，提供了又一道防线。

过度负债是金融危机及随后发生深度衰退的根源之一。近年来，由于家庭部门过度杠杆在金融危机中的核心位置，家庭债务受到高度关注。

目前，普遍认识到家庭借贷是普惠金融的重要方面，可发挥平顺消费等正面经济作用。同时，在金融周期繁荣与萧条的交替过程中，存在显著的家庭信贷快速增长。例如，家庭债务——或更广泛的债务——增速长期快于GDP，是金融压力的有效早期预警信号^①。此外，越来越多的证据表明，家庭负债不仅影响衰退的深度，更影响经济增长本身。在Mian等人即将发表一篇有影响力的论文中，表明家庭债务与GDP的比例提高，对消费产生的拖累效应可持续数年^②。BIS的研究强化了这一结论。例如，Lombardi等人（2017）以54个先进经济体及新兴市场经济体1990—2015年的面板数据为基础进行研究，发现家庭负债的上升在短期内能够提振消费与GDP增长，但在长期内无此效果。具体而言，家庭债务与GDP之比上升1个百分点，长期增长将降低0.1个百分点^③。

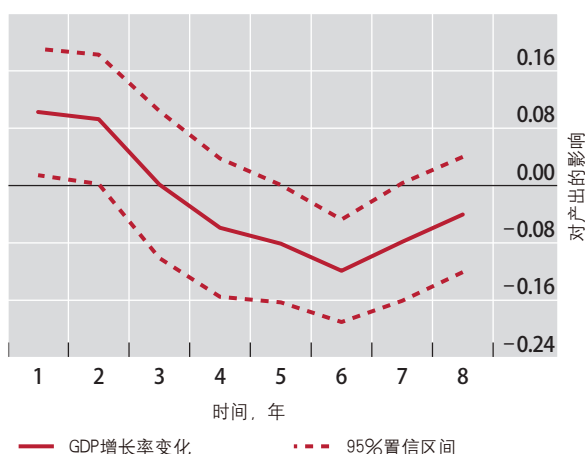
Drehmann等人（2017）揭示了这些实证规律背后的可能机制。家庭部门借入长期债务，会增加当前购买力，但同时也对预先设定的还款路径做出了承诺（支付利息以及分期还款）^④。用一个简单的框架即可反映这一会计关系。该框架有两个特点。第一，若考虑典型情况，即借贷持续多年上升且以长期债务为主，只有在新增贷款到达峰值后，偿债负担才会达到最高水平。这一时滞可能持续数年，随着债务期限上升及借贷的持续而增加。第二，从借款人到贷款人的现金流将在新增债务峰值前达到最大值。由于不断增加的偿债现金流持续抵销净借款产生的正现金流，在信贷繁荣结束前，现

用偿债解释家庭债务对经济增长的负面影响

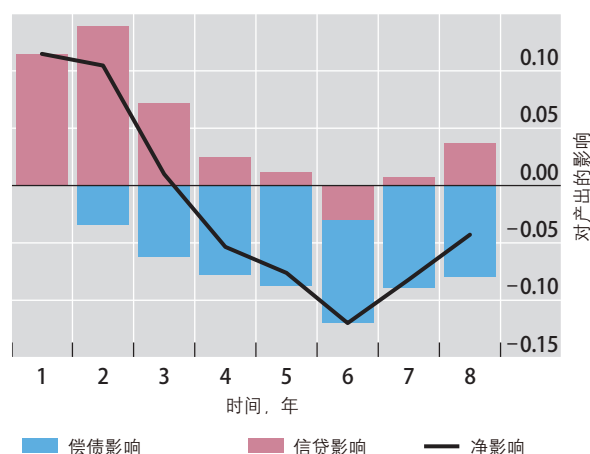
百分点

图3.A

过度新增借款对GDP增长的影响¹



分析过度新增借款的影响²



1. 新增家庭借款与GDP之比增加一个百分点的局部预测。该模型控制了实际GDP增长的滞后、货币市场实际利率、家庭存量债务平均利率变化、最优借款利率与货币市场短期利率利差、住房实际价格、金融危机虚拟变量、2009年国际金融危机虚拟变量及各国固定效应。2. 左图为局部预测的净效应。偿债效应通过预测家庭部门借款对未来偿债的影响并计算预期偿债水平对未来GDP的影响而得到。信贷效应即为两者差值 [更详细的讨论及方法论, 参考Drehmann等人 (2017)]。

资料来源: M Drehmann, M Juselius and A Korinek, "Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms", BIS Working Papers, no 645, June 2017。

金流会转为负数。

从实证角度讲，这一简单的会计关系显示了信贷过度扩张引发未来产出损失的传导渠道。具体而言，Drehmann 等人（2017）通过 17 个主要先进经济体 1980—2016 年的数据发现，新增债务与 GDP 之比若上涨偏离历史均值，GDP 短期内会有所提振，但在中期产出增长受到抑制（见图 3.A 左图和右图中的黑线）。这一会计框架表明，新增债务的增长带来更高偿债负担。随着时间推移，更高的偿债负担对产出有较强的负面影响，这一机制几乎能完全解释中期增长率的下降（见图 3.A 右图蓝色柱形）。不过，信贷高增长在中期的负面影响并不是无条件的。如果家庭部门初始债务负担较低，借款增加在短期内仍有利，长期也不会出现显著的负面影响。这表明在居民家庭没有受到限制的国家，仍有余地进行积极的金融深化。

信贷过度增长的不利影响也可能被经济体的供给侧反馈放大。例如，若银行提供抵押贷款的意愿较强，可能出现房地产繁荣及建筑业过度投资的不可持续，并挤出生产率更高部门的投资机会。例如，Borio 等人（2016）发现，证据表明信贷繁荣往往与资源错配和生产率增长放慢相伴出现——在建筑业尤为显著，对实体经济产生长期的不利影响^⑤。

① See eg C Borio and P Lowe, “Assessing the risk of banking crises”, *BIS Quarterly Review*, December 2002, pp. 43–54; or M Schularick and A Taylor, “Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870–2008”, *American Economic Review*, vol 102, no 2, April 2012, pp. 1029–1061. ② See A Mian, A Sufi and E Verner, “Household debt and business cycles worldwide”, *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming. ③ See M Lombardi, M Mohanty and I Shim, “The real effects of household debt in the short and long run”, *BIS Working Papers*, no 607, January 2017. ④ See M Drehmann, M Juselius and A Korinek, “Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms”, *BIS Working Papers*, no 645, June 2017. ⑤ See C Borio, E Kharroubi, C Upper and F Zampolli, “Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences”, *BIS Working Papers*, no 534, January 2016.

总体而言，分析表明多个经济体存在显著的金融周期风险。尽管如此，由于采取了增强金融体系的措施，并未出现显著的金融困境，但金融周期下行仍可能削弱需求与增长，不仅仅是通过抑制消费与投资。

消费风险

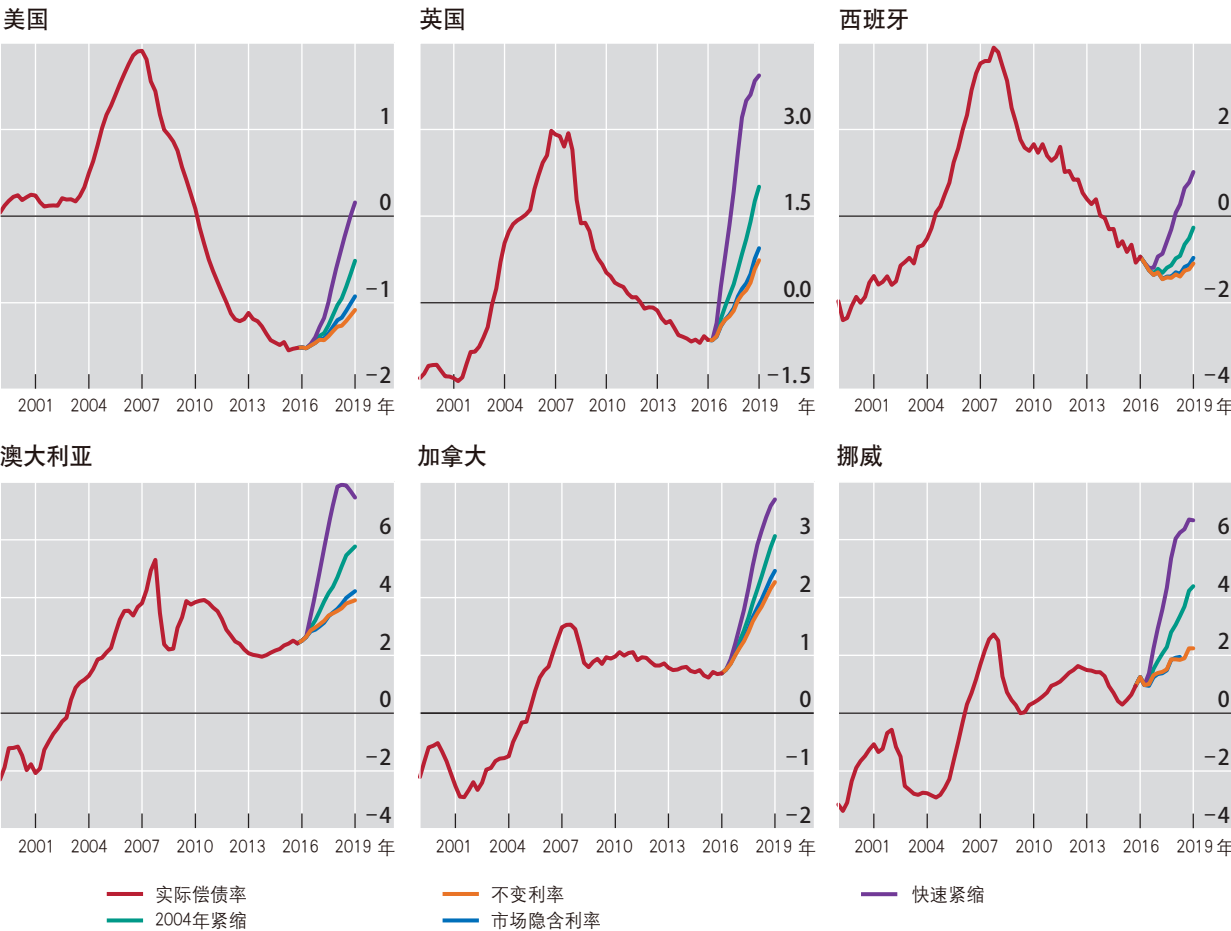
在过去数年中，私人消费是推动全球需求的关键因素。然而，支持消费增长的主要因素在未来可能走弱。有迹象表明，目前劳动力市场疲弱情况逐渐减轻，就业的动态情况对消费的支持可能会下降。工资增长或许会部分抵消就业增长放缓的影响，但随之而来的通胀上行压力又可能导致货币政策收紧。同时，家庭信贷与资产价格的繁荣对消费的提振作用可能减弱，特别是在金融周期已经出现转变迹象的国家。

此外，消费风险还来自过高的家庭债务水平，特别是在未来利率升高的前景下。来自一些先进经济体的证据表明，家庭部门债务与 GDP 之比提高，对消费有短期的促进作用，随后往往发生中期宏观经济表现偏差的情况（见专栏 3.A），其

不同利率情景下的家庭偿债负担¹

百分点

图3.6



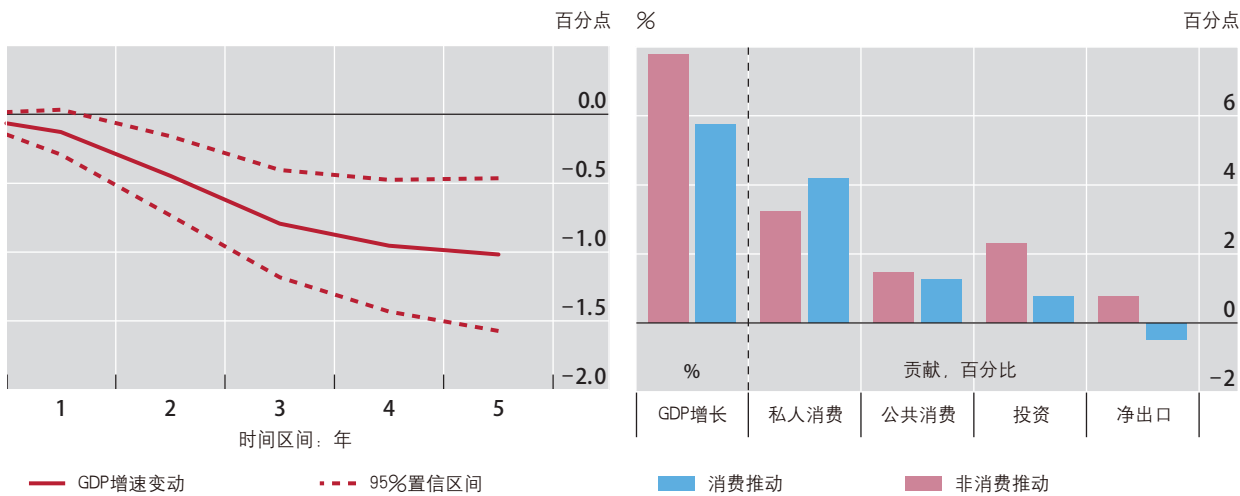
1. 偏离国别长期利率均值的不同情景。在以下四种利率情景下,对家庭部门偿债率的预测:市场隐含利率(货币市场3个月期利率与市场隐含利率变动一致);利率不变(货币市场3个月期利率保持不变);2004年紧缩(2004年紧缩后,货币市场3个月期利率发生绝对值的变动与幅度一致);快速紧缩(货币市场3个月期利率在8个季度内升至2007年底的水平,随后保持不变)。预测基于各国的VAR模型,内生变量包括家庭部门信贷与收入比、家庭存量债务利率、实际住房价格及实际GDP等,货币市场3个月期利率为外生变量。该模型基于1990—2016年季度数据估计;澳大利亚、挪威与美国的预测开始于2016年第四季度,其他国家开始于2017年第一季度。
资料来源:各国数据;BIS的计算。

主要传导渠道为偿债负担随着债务累计及利率升高而增加。

可通过直观的模拟评估利率上升对偿债负担的影响。模拟反映了债务偿还率两个组成成分(信贷/收入比以及债务名义利率)与实际住房价格、实际GDP及货币市场三个月利率之间的动态关系(见图3.6)。在受金融危机影响的国家,家庭部门自金融危机后已经降低杠杆率,因而对利率的上升相对更有韧性。在大多数被考察的国家中,即使短期利率快速上升至2007年底的水平,偿债负担仍然接近长期均值。对比之下,在过去几年家庭债务快速上升的国家,债务偿还率已经高于历史平均水平,还可能因利率上升而进一步提高。这可能严重拖累消费与产出(见专栏3.A)⁴。

消费推动经济增长之后，GDP增速放缓¹

消费推动以及非消费推动的经济增长的构成，三年时间窗口



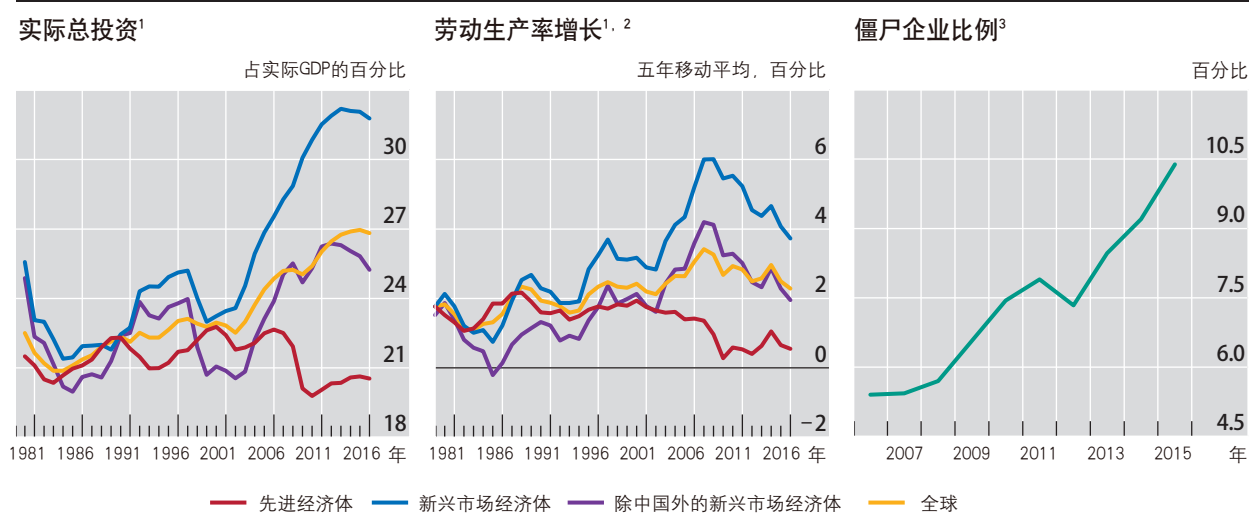
样本包括1991—2016年的18个主要先进经济体。消费推动的经济扩张指私人消费占GDP之比上升的时期。未包括实际经济负增长的时期。
1. 在此前三年的基础上，再增加一年由消费推动的增长，对随后年份GDP增速的影响。将不同时间区间的GDP增长作为过去三年GDP增长的函数，包含了在三年基础上增加年份数的变量，在此基础上对一套本地预测的回归。所有估计包括国家与时间固定效应。
资料来源：E Kharroubi and E Kohlscheen, "Consumption-led expansions", *BIS Quarterly Review*, March 2017, pp. 25–37; OECD; BIS; BIS的计算。

确定地说，上述模拟以简化形式包含了1990年以来的历史互动，因此仅为其内在动态机制提供了初步的估计。例如，长时间的非常规货币政策有可能已经改变了这些变量之间的相互作用。此外，快速紧缩情景似不大可能发生，若发生则可能出现完全不同于历史关系的宏观经济动态。尽管如此，模拟结果仍表明，利率大幅上升在许多经济体都会构成阻力。

投资风险

经济增长由消费驱动转向投资驱动，可支持当前的经济上行维持中期可持续。生产性资本存量的增加，能够提高潜在增长率，缓解产能约束，防止通胀压力积累。消费引导的扩张，其定义为私人消费增长远快于产出的扩张，相比总需求其他组成部分推动的扩张，持久性略差。先进经济体的证据表明，一般消费引导的经济预示着此后的产出增长可能低于均值（见图3.7左图）。一个原因可能是前述的家庭债务过度积累⁵；另一个可能是投资活动疲软导致产能增速放缓（见图3.7右图）。

先进经济体在危机后投资持续疲软，近期则出现了投资反弹迹象，而新兴市场经济体近期投资增速放缓。先进经济体实际投资与GDP之比（反映投资品相对价格的变动）在金融危机后很快下跌了3个百分点，不足20%（见图3.8左图）。



1. 基于滚动GDP和PPP汇率的加权平均值。2. 每个受雇用者劳动生产率增长。3. “僵尸”企业指息税前收入与利息支出之比小于1且成立10年以上的上市企业。图为澳大利亚、比利时、加拿大、瑞士、德国、丹麦、西班牙、法国、英国、意大利、日本、荷兰、瑞典及美国僵尸企业比的中位数。
资料来源：欧盟委员会，AMECO数据库；IMF《世界经济展望》；Datastream Worldscope；世界大企业联合会；BIS的计算。

这部分反映了对危机前住房投资繁荣的修正，也反映了非住房类投资的下跌。相比之下，在新兴市场经济体，受中国强劲扩张影响，投资比在危机期间均保持上升，2013年后进入平稳期。多种因素发挥了影响，包括大宗商品出口国贸易条件的不利变动、非大宗商品出口国的外国直接投资流入放缓以及中国投资放缓等⁶。

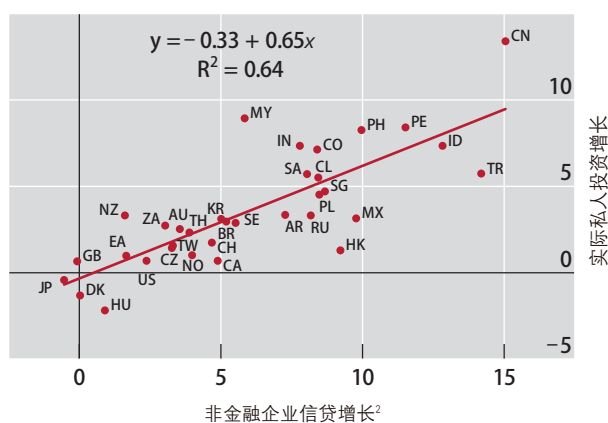
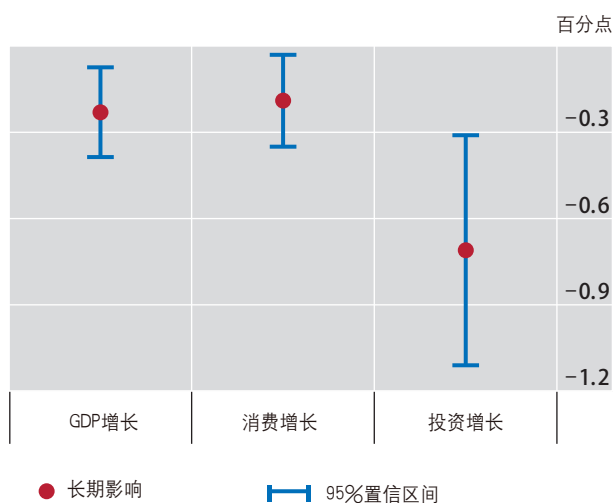
近年来的投资疲弱与生产率增速放缓同时发生。2007年以来，先进经济体与新兴市场经济体的生产率增速均放缓（见图3.8中图），一个可能原因是资本与劳动力的持续错配，具体反映在亏损公司比例不断上升。尽管利率水平极低，“僵尸”企业（利息支出超过息税前收益的企业）的比例显著上升（见图3.8右图）⁷。

另一项阻碍生产率增长的因素似是新技术扩散的停滞⁸。同时，投资不足与生产率增长乏力可能互相强化：投资可通过资本深化及内在技术进步提高生产率，高生产率则进一步促进投资回报。因此，生产率增长持续疲软，可能导致投资的中期前景黯淡。

展望未来，其他多种因素也可能影响投资。一是前文已经提到的政策不确定性，若其持续存在则可能影响投资。二是人口变化，人口增长放缓可能使总需求疲软，不过也可能推动对能够节省劳动力的资本的投资需求，弥补劳动力的下降。三是高企的企业债务。

过去十年，企业信贷增长与投资之间存在密切的正相关（见图3.9左图）。在许多经济体，企业债务增加，为投资提供了资金来源，尤其是在新兴市场经济体中，包括高投资率的中国。在这些经济体中，金融周期的转向可能会相应地影响投资。

同消费一样，投资也受债务水平的影响。利率上升，将推高许多企业债务水

企业信贷与投资增长¹本币对美元贬值1%对新兴市场经济体的影响³

1. 各国2007—2016年的均值。斜率系数在1%水平上显著。2. 投向非金融企业的总实际信贷（不含贸易信贷；CPI平减后）。秘鲁、菲律宾与中国台湾采用类似数据。3. 图中对美元贬值1%的影响来自Kearns与Patel（2016）面板模型的修改版： $\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{j=1}^4 \gamma_j \Delta y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^4 \zeta_j \Delta USD_{i,t-j} + \theta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ ，其中 Δy 是季度GDP（或其成分：消费与投资）的对数变动， ΔUSD 是对美元汇率的对数变动。控制变量X包括名义有效汇率的对数变动、美国实际GDP的对数变动、联邦基金利率的变动及国内变量。模型估计基于21个新兴市场经济体1990—2016年季度数据的非平衡面板数据。
资料来源：J Kearns and N Patel, “Does the financial channel of exchange rates offset the trade channel?”, BIS Quarterly Review, December 2016, pp. 95–113; IMF《世界经济展望》；OECD《经济展望》；CEIC；各国数据；BIS的计算。

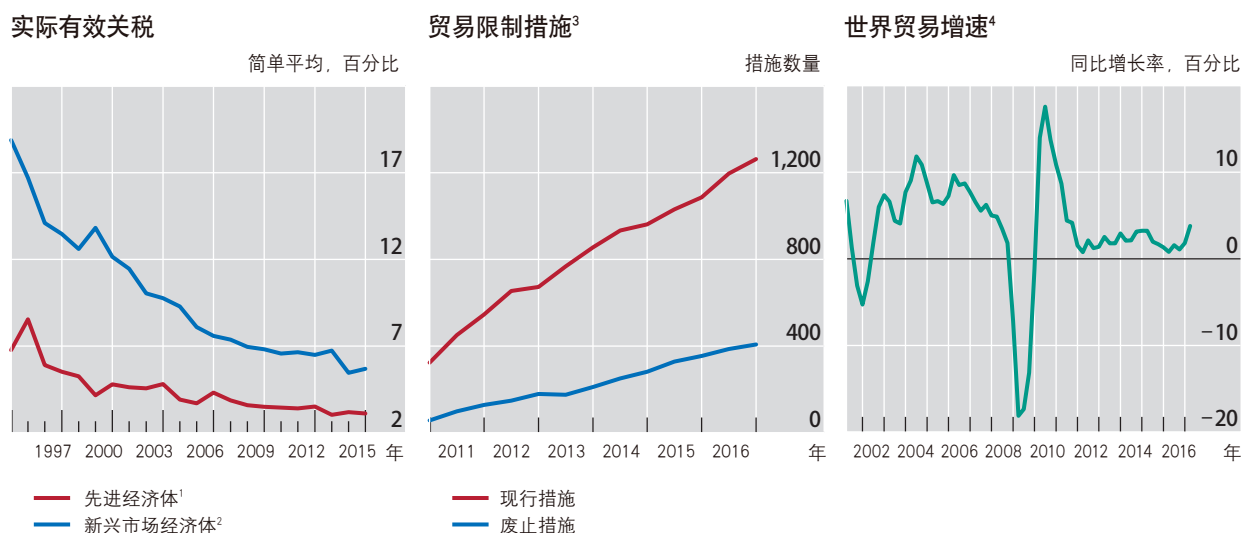
平较高的国家偿债负担。此外，在企业外币债务占比较高的新兴市场经济体，本币贬值可能损害投资。如前述，若存在外汇错配，则融资货币（主要是美元）的升值将加重债务负担并收紧金融环境（汇率风险承担渠道）⁹。实证经验表明，新兴市场经济体货币对美元贬值将显著削弱投资（见图3.9右图），且在很大程度上抵销了净出口提高的正面影响¹⁰。

保护主义上升的风险

对当前经济扩张而言，更广泛的风险来自保护主义。关税削减的步伐在过去十年有所放缓（见图3.10左图）。此外，管制及定向上调关税等贸易限制措施自2010年末以来明显上升（见图3.10中图）。各国在政策议程中，更加重视可能阻碍贸易的措施，表明保护主义风险还可能进一步发展。

保护主义上升将强化在金融危机后阻碍贸易的周期性与结构性因素（见图3.10右图和第四章）。这些因素包括：总需求疲软，特别是贸易密集型商业投资；收入驱动的需求变化，由制造品转向较少涉及贸易的服务业尤为显著；中国经济到达顶峰，以出口品为代价促进了国内生产中间投入品。

保护主义可通过多种渠道损害增长与福利（见第四章）。其中之一是由于竞争减少、国际劳动分工受限导致生产率增长放缓。另一项为国内行业竞争力更弱：



1. 澳大利亚、加拿大、瑞士、日本、挪威、新西兰与美国。2. 巴西、智利、中国、哥伦比亚、印度尼西亚、印度、韩国、墨西哥、马来西亚、秘鲁、菲律宾、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、泰国、土耳其与南非。3. 2008年以来G20经济体施行的所有贸易限制措施。对累计与废除贸易限制措施的监测始于2010年末。4. 货物贸易。

资料来源：世界银行；世贸组织；荷兰经济政策分析局；Datastreams；BIS的计算。

来自国际的投入品更加昂贵，无法轻易被国内产品替代。全球价值链可能成为一个较强的放大机制。通过价值链的传导，贸易壁垒的成本将同时在国内与国际扩散（见专栏3.B）。

保护主义上升还可能加大前述的中期经济前景风险。保护主义由于会减少收入与利润，可能对家庭与企业的资产负债表产生负面影响，削弱偿债能力，并加重金融周期风险。这一资产负债表效应会拖累全球需求，并因政策与经济不确定性放大其影响。保护主义还可能严重冲击进口密集型商业投资及外国直接投资，进一步阻碍技术扩散。这些效应也可能影响那些过去由于较高竞争力而出口较快增长、收入上升的经济体。

周期性推动力开启一个好时机

较为乐观的短期前景表明，当前适合推进有助于长期可持续增长的政策。这些政策的总体目标是推高经济增长路径、应对生产率增长疲软的趋势。实现上述目标的一个先决条件，是增强经济韧性，包括其应对冲击的能力、遏制金融周期风险和其他金融失衡的能力，以及适应全球经济中结构性调整的能力。

偏向结构性政策的政策组合调整将提振生产率，维持投资复苏。2015—2016年，增强劳动生产率的改革似已显著放慢步伐¹¹。不过，旨在提高劳动力使用率的改革进展良好，近期就业数据的改善即是证明。

美国生产成本对中国与墨西哥进口品关税有多敏感？

专栏3.B

贸易壁垒使来自国外的原材料等投入更昂贵，企业无法轻易使用进口替代，因而降低国内企业的竞争力。此外，在投入产出贸易的全球网络中，针对特定贸易伙伴的关税不可避免地会对其投入品供应国产生影响。

可以通过全球价值链来观察保护主义措施的传播（见图 3.B 左图）。在图 3.10 中，我们假设对来自中国和墨西哥进口品施加 10% 的关税，考察对美国产业部门生产成本的冲击。

直接效应与间接效应均发挥作用。直接效应来自双边渠道（见图 3.B 左图中的红色、绿色柱形）。若假设某行业 10% 的成本为来自墨西哥的投入品，则 10% 的进口关税将使总生产成本提高 1%。间接效应则是由于美国产业从国内产业部门及由世界其余国家获得投入品而对生产网络其余部分的影响（黄色柱形）。例如，若对从墨西哥进口的石油增加关税，将提高美国货物的生产成本，如以石油为投入的化工、塑料制品等。由于化工、塑料制品是许多生产的投入，关税通过生产链的下游节点还会产生更大影响。

总体而言，这一模拟展示了美国生产成本对来自墨西哥和中国的进口品有较大敏感度。为理解由此而来的成本冲击，图 3.B 中图展示了为完全抵销进口投入品成本的增加，美国工资需要降低的幅度。例如，这些关税将导致美国交通业生产成本提高 0.86%。为完全抵消成本的增加，美国劳动成本必须降低 6 个百分点左右，以满足 $0.86\% - 6\% \times 0.14 \approx 0$ ，其中 0.14 为美国交通设备业中劳动

美国从中国与墨西哥进口品关税为10%的影响

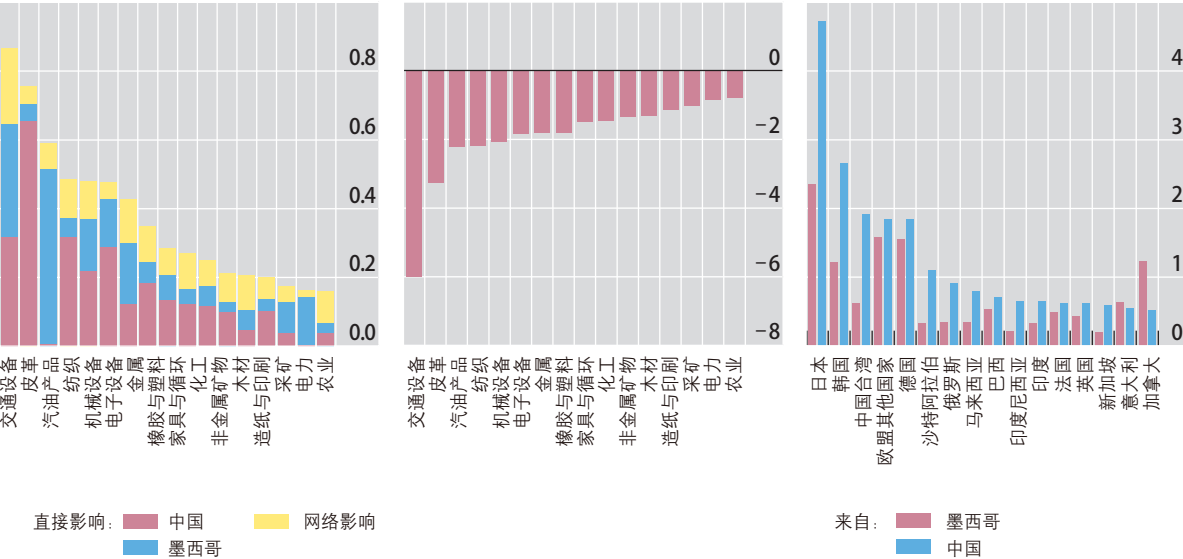
百分比

图3.B

关税对美国产业的影响¹

为抵销投入品价格的提高，美国产业部门劳动力成本所需的下降幅度²

出口品附加值的原产地³



1. 对来自中国与墨西哥的进口品征收10%的关税，给美国产业生产成本带来直接的和更高层次的影响。2. 等于总影响的负值（左图）除以美国产业部门劳动力份额。3. 附加值来源通过OECD TiVA数据库计算。
资料来源：R Auer, A Levchenko and P Sauré, "International inflation spillovers through input linkages", BIS Working Papers, no 623, April 2017；世界投入产出数据库，社会经济统计；OECD TiVA数据库；BIS的计算。

力占成本的比重。

第三方国家也有可能受到影响。墨西哥与中国是重要的中间产品输入地，这些中间产品被进一步加工并运往美国。图 3.B 右图显示了在由外国创造的附加值中，按产地算的墨西哥（红色柱形）与中国（蓝色柱形）的份额。例如，来自日本的中间产品与服务占据墨西哥出口品价值的 2.4%、中国出口品价值的 4.7%。若中国与墨西哥出口降低 10 亿美元，对来自日本的投入品的需求将分别降低 4700 万美元和 2400 万美元。

相关的结构性政策包括了增强商业活力的措施。更有效的破产流程能够缓解由亏损企业造成的资源紧张与低生产率。减少监管限制则能鼓励生产率更高的企业进入市场。

财政政策也能发挥重要作用。总体上，财政政策能支持结构性调整，特别是增强劳动力市场与产品市场资源配置能力的措施。此外，可以调整财政支出的结构，增加人力资本（如教育）与物理资本（如基础设施）的支出。同时，也可以简化税收体系，加大对经济增长和抗压能力的支持。比如，由直接税转向基于消费的税收。另一项是减少税则中广泛存在的债务扭曲。在评估这些政策的过程中，需要认识到由于沉重的债务负担，许多国家可用来调整的财政空间极为有限（见附表 A4），因此有必要在长期采取财政整顿¹²。此外，利率正常化可能进一步减少财政空间。这表明财政支出结构的调整及税改应优先于其他增加赤字的措施，特别是在经济疲弱情况已好转已有限的经济体。

尾注

- 1 金融周期可由多个金融变量的协同波动衡量。然而最常见的形式是信贷与房地产价格,其中后者在金融周期的转折点中可引导前者。更多论述见 84 次年报第四章。
- 2 参见 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, 2011, pp. 189–240 以及 M Drehmann and M Juselius, “Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?”, *BIS Quarterly Review*, September 2012, pp. 21–35.
- 3 20 世纪 90 年代以来,主要新兴市场经济体金融危机前的外币债务占 GDP 之比约为 21%、25% 与 75% 分位点分别为 14% 与 26%。
- 4 由于偿债率稳定及向均值复归,长期平均值可作为基准。参见 M Juselius and M Drehmann, “Leverage dynamics and the real burden of debt”, *BIS Working Papers*, no 501, May 2015。
- 5 另可参见 A Mian, A Sufi and E Verner, “Household debt and business cycles worldwide”, *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.
- 6 关于新兴市场经济体投资放缓及其影响的详细论述,参见 World Bank, “Weak investment in uncertain times”, *Global Economic Prospects*, January 2017.
- 7 可参见 M Adalet McGowan, D Andrews and V Millot, “The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries”, *OECD Economics Department Working Papers*, no 1372, January 2017. 关于危机后资源错配对生产率增长影响的更多证据,参见 C Borio, E Kharroubi, C Upper and F Zampolli, “Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences”, *BIS Working Papers*, no 534, January 2016 以及 G Adler, R Duval, D Furceri, S Kiliç Çelik, K Koloskova and M Poplawski-Ribeiro, “Gone with the headwinds: global productivity”, *IMF Staff Discussion Note*, no 17/04, April 2017.
- 8 技术扩散停滞的证据可参见 D Andrews, C Criscuolo and P Gal, “Frontier firms, technology diffusion and public policy: micro evidence from OECD countries”, *OECD Productivity Working Papers*, no 2, November 2015.
- 9 银行业资金流动与资本市场融资间的机制概览,参见 V Bruno and H S Shin, “Global dollar credit and carry trades: a firm level analysis”, *BIS*

Working Papers, no 510, August 2015; and B Hofmann, I Shim and H S Shin, “Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation” , BIS Working Papers, no 538, January 2016, revised May 2017.

- 10 汇率波动对经济活动影响的详尽分析, 参见 J Kearns and N Patel, “Does the financial channel of exchange rates offset the trade channel?” , BIS Quarterly Review, December 2016, pp. 95–113.
- 11 参见 OECD, Economic policy reforms 2017: going for growth, March 2017.
- 12 参见 BIS, 86th Annual Report, June 2016, pp. 96–98.