

2016年4月《世界经济展望》 第二章新闻发布要点

理解新兴市场资本流入放缓

Rudolfs Bems 和 Luis Catão 撰写

要点

- 根据现有最新数据（2015年第四季度），新兴市场经济体的资本流入继五年持续下降后，目前依然低落。
- 这是一个值得关注的政策问题，因为：（1）资本流入能够促进国内投资和增长；（2）上世纪80年代和90年代全球资本流动周期的持续下行伴随着债务危机的大量出现。
- 因此，必须理解2010年以来资本流动放缓的驱动因素，并理解为什么资本流入放缓的不利影响在目前没有上世纪80年代和90年代时那么严重。
- 本章发现，当前资本流动放缓的主要原因是新兴市场经济体与发达经济体预期增长率差异的缩小。
- 不利宏观经济影响的减轻也可归因于政策框架的改善，主要是外汇储备增加、外币债务比例下降（即“原罪”减轻）以及汇率灵活性提高。
- 特别是，相比过去的资本流动放缓，汇率更灵活的国家目前更好地经受住了全球资本流动周期影响。

扩展讨论

- 新兴市场作为一个整体的净资本流入在2015年显著下降，但实际上这种放缓在2010年之后不久就开始了——过去的研究没有恰当地确认这个起始点。
- 资本流入放缓对所有地区和大多数新兴市场经济体都产生了影响，无论其规模如何：不仅限于中国、俄罗斯或金砖国家。
- 资本流入的这种持续放缓并非史无前例：2010-2015年的放缓在程度和持续时间上与上世纪80年代和90年代发生的主要资本流入放缓情况基本类似（图1）。

图 1. 新兴市场的净资本流入与债务危机
(1980年至2015年第三季度：占GDP的百分比，除非另有注明)



- 正如已经指出的，2010-2015年的资本流入放缓并没有像过去那样伴随着外部危机大量出现（如图中的垂直柱所示）。

这些事实提出了以下问题，本章加以分析：

- 当前的放缓在多大程度上是由于资本流入减少，在多大程度上是由于资本流出增加？
- 是什么因素在驱动这些资金流动？
- 特别是，这种放缓在多大程度上是由新兴市场经济体增长前景变暗、全球风险偏好下降或大宗商品价格下跌引起的？
- 过去的资本流入放缓伴随着重大金融和债务危机，而新兴市场经济体到目前为止呈现出了更强的危机抵御能力，是什么在起作用？
- 更具体而言，政策框架的变化是否起了作用？例如，汇率灵活性、外汇储备缓冲的增加以及外币债务敞口的缩小是否发挥了重要作用？

为回答这些问题，我们分析了40多个新兴市场经济体的数据，发现：

- 资本总流入下降和总流出增加（相对于 GDP）都造成了 2010-2015 年的净流入放缓。
- 主要原因是新兴市场经济体增长前景减弱。
- 但结构性和国内政策因素在很大程度上决定了不同国家的受影响程度。
- 在 2010-2015 年的资本流入放缓中，多数新兴市场抗冲击能力的一个主要来源是国际金融一体化程度的提高，体现在国外资产（包括国际储备）扩大，外债更多以本币计值（“原罪”减轻），从而缓解了资本流动减少对国家风险的影响。
- 在许多新兴市场经济体，抗冲击能力的另一个来源是汇率灵活性的提高：货币贬值提高了资本流出的成本，并有助于吸引新的资本流入。
- 同时，汇率贬值只要是有序的，不像过去几次危机期间那样出现急剧调整，就能对消费和就业起到更有效的冲击吸收作用，从而缓解经济增长的下滑和债务危机的风险。
- 总的来说，本章的计量经济分析发现，在公共债务较低、外汇储备较高、汇率较为灵活的新兴市场经济体，全球（“推动”）因素对于驱动资本流动的重要性下降。

主要政策启示如下：

- 各国并非只是全球金融周期的旁观者。
- 具体而言，审慎的财政政策（有助于降低公共债务）、宏观审慎政策（有助于限制货币错配）、汇率灵活性（能起到吸收冲击的作用）以及审慎的外汇储备管理（能够稳定投资者的避险情绪）有助于缓解资金的收缩以及全球资本流动周期在单个新兴市场经济体产生的国内溢出效应。
- 所以，最近的全球资本流动放缓之所以没有造成过去那么严重的宏观影响，是得益于更为健全的政策框架——即使仍需开展更多工作来进一步提升这些框架。

2016年4月《世界经济展望》
第三章新闻发布要点

改善供给侧的时机？发达经济体劳动力和产品市场改革的宏观经济效果

Romain Duval 和 Davide Furceri 撰写

要点

- 对许多发达经济体而言，当前正是进一步推动产品和劳动力市场改革的机遇期：改革需求极其迫切、空间十分巨大，政治环境也较为有利，且这些改革能在中期提高潜在产出和就业水平。
- 产品市场改革在短期即可带来收益，而劳动力市场改革则会因改革类型、经济环境不同而效果各异。经济不振时，削减劳动税和增加积极劳动力市场政策支出的效果较大；而对于就业保障安排和失业福利体系方面的改革而言，其在经济形势较好时是有益的，但在经济疲软时会带来不利影响。
- 在当前大多数发达经济体持续疲软的情况下，为使改革的短期效益最大程度释放，不仅需要妥善设定改革的重点和次序，还应出台宏观经济政策予以支持。最具价值的是实施具有财政刺激的改革，包括削减劳动税收楔子、增加积极劳动力市场政策的公共支出等措施。产品市场改革也应优先推进。

许多发达经济体增长持续疲软，宏观经济政策空间不断缩窄，这使得其政策制定者开始强调结构性改革。改革日程中最为重要的，是那些旨在改善产品和劳动力市场运行的措施。根据各国具体情况，这些改革包括：减少服务业准入壁垒，加强积极劳动力市场政策和/或修订失业福利条款，简化并协调长期雇员和临时雇员的就业保障法规，削减劳动税，实施旨在提高年轻人、妇女及年长劳动者劳动力市场参与率的有针对性的政策等。

在中期，上述产品和劳动力市场改革有潜力改善众多发达经济体的增长与就业情况，因此有必要在这些改革上付出更多努力。但在短期，改革的效果很可能较小，因为改革的成效需要一段时间才能显现，当经济环境仍然疲软时尤为如此。

即便在短期，产品市场改革也能带来一定的扩张效果，且这并不显著取决于总体经济环境。例如，大致在上世纪90年代，许多发达经济体都广泛放松了对航空运输、通讯行业的管制，这大大提升了产出，提高了生产率，并改善了服务质量。

相比而言，劳动力市场改革的影响则取决于总体经济环境：

- 劳动力市场中的结构性财政改革，如削减劳动税、增加积极劳动力市场政策的公共支出等，在宏观经济疲软时效果较明显。部分原因是这些改革通常伴随一定程度的财政刺激。
- 与其相比，就业保障安排和失业福利改革在经济形势较好时能产生积极效果，在经济形势较差时则会降低总需求并带来紧缩效应。

图 3.1. 产品和劳动力市场改革的宏观经济效果

结构性改革的效果取决于改革类型、总体经济环境和所考虑的时间跨度。

改革领域	经济正常		经济疲软		经济较好	
	短期	中期	短期	中期	短期	中期
产品市场	+	++		+	+	++
就业保障法规			-	--	+	++
失业福利	+	++	-		+	++
劳动税	++	++	++	++		
积极的劳动力市场政策	++	++	++	++		

来源：基金组织工作人员估计。

注释：宏观经济效果指对产出和/或失业的效果；+（-）代表产生积极（消极）影响；“+”（“-”）的数量表示效果的强度。关于削减劳动税和增加积极劳动力市场政策支出而言，若按照预算中性来实施，则效果会减弱，但仍为积极效果。

出台辅助性的政策能改善结构性改革的短期效果。支持性的宏观经济政策能抵消部分劳动力市场改革的短期成本。例如，若政策空间允许且中期财政框架较稳健，可推出财政刺激政策。着力解决银行和企业资产负债表中的缺陷，这能让放松产品市场管制的措施对私人部门投资产生更大影响。

在当前众多发达经济体持续疲软的情况下，妥善设定改革的重点和次序也有助于使改革发挥更大效果。最具价值的是那些具有财政刺激的改革，包括削减劳动税收楔子、增加积极劳动力市场政策的公共支出等措施。产品市场改革也应优先推进，因为不论总体经济环境如何，这些改革都能促进产出增长。