



# 角色转换

艾斯沃·S. 普拉萨德

印度拉贾斯坦邦的一家纱丽工厂。

新兴经济体对债务以及投资热情的依赖程度更低，受不稳定的投资情绪的影响更小，并且正在重新思考资本流动的作用

对于新兴经济体而言，已不可同日而语。

多数中等收入新兴市场经济体从全球经济危机中复苏速度更快、幅度更大，而发达经济体依然处在漫长的经济下行当中。

此外，与过去全球金融风暴会导致国内外投资者撤离市场，最终引起经济加速下滑不同的是，今天新兴经济体对资本外逃表现出更多弹性。对外国资本依存度依然极高的主要新兴市场国家为数极少。土耳其及一些东欧的新兴经济体对外国投资者投资热情转移依然非常敏感，但这些国家属于例外。其实，巴西、印度等国家用于海外市场的投资数额要高于本国引进的外国资本，这些国家拥有高额的外汇储备，可以应对外资撤离。事实上，新兴市场近几年面临的困境是资本涌入。

国际资本流动本质上会在长时期后回流，而现在这种情况发生了根本性变化。这些变化会激发大家讨探全球金融一体化的利益与风险。对于新兴经济体而言，国际资本流动已经被视为一种破坏力量，增加了本国经济的脆弱性，引发破坏性危机，而不是促进经济增长或通过增加投资机会分散风险。此文所描述的这种转变表明，新兴经济体此时可能从资本流动中得益，但也面临一系列新风险。

## 金融联系更加紧密

新一轮经济增长从 20 世纪 80 年代中期开始，在过去 10 年中加速增长，随后被金融危机突然打断，新兴经济体已经基本上加强了其全球金融市场的一体化程度。从它们日益增长的国际资产负债来看，就能探知一二。

如果一个国家的资产负债总量不断增加的话，尽管其资产负债平衡，也会加大风险。如果一个国家国际资产负债较多，货币波动，即使国际投资者动作不大的投资组合再平衡都可能导致净流量增加（一国资本流入与资本流出间的差额）。如果经济遇到压力，资本流入可能中断，同时资本流出增加，导致对净流量受到双向夹击。

其影响程度取决于以债务相对于资产净值为形式的负债与资产比重——或直接投资，外国投资者在资产方面有持久风险，或者是投资者只追求经济回报的投资组合。如果涉及权益因素，国内外投资者的风险会更高。尽管总额日益增长有主要影响，也需要仔细考虑外部资产负债的结构，因为这对经济增长和波动都有重要意义。

## 资产负债表变化

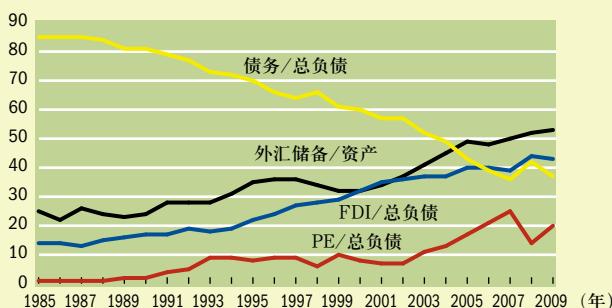
一国的国际投资头寸（IIP）主要是其资产负债表状况相对于世界其他国家的情况。资产负债表中一边为一国的外部总资产，另一边为本国的外债。资产和负债类别分居资产负债表两边。分析主要经济体的国际投资头寸的变化，可以解释全球金融结构的显著变化。

新兴经济体的外债曾经是这些国家的主要债务，而现在主要为外国直接投资（FDI）和证券投资组合（见图1）。2010年，外国直接投资与证券投资组合已经占到了新兴经济体总负债的一半以上（见表）。五个主要新兴市场国家，即“金砖国家”（巴西、俄罗斯、

图1  
资源发生变化

以前新兴市场经济体的负债主要是债务，但现在主要是外国直接投资和证券投资组合。资产主要是外汇储备。

（占总额的比例，百分比）



资料来源：作者基于Philip Lane和Gian Maria Milesi-Ferretti的工作成果的计算。

注：外国直接投资（FDI）、证券投资组合（PE）以及债务是以占总外部负债的百分比来表示。外汇储备是以占总外部资产额的百分比来表示。

印度、中国、南非），其情况正是如此。对于巴西、中国和南非来说，外国直接投资和证券投资组合约占外债的2/3。相反，发达经济体外债主要为债务组合（如公司发行的债券）和银行贷款。

在最近一次金融危机的前几年中，新兴经济体资产负债表的结构变化非常显著。2000—2007年，仅外国直接投资一项负债就占所有负债增长的近一半。现在外国直接投资和证券投资组合债务共占外债增长的70%。

对新兴市场国家来说，短期外债以外币计价曾是问题根源。这些国家不仅面临对国际投资者失宠后无法对债务再融资的问题，同时也面临本国货币贬值的问题，那样就增加了本国货币成本。外国直接投资和证券投资组合是更理想的资本形式，这些国家的债务逐渐由本国货币来计价。当这些投资因为本国条件或（和）货币贬值遭受损失时，外国投资者也会承担部分资本和货币风险。

新兴市场资产状况发展也非常有趣，资产状况也越来越以外汇储备为主。这些资产主要为四个主要储备货币区域（美国、欧元区、日本、英国）发行的主权债务。一般来说，到2010年年底时，新兴市场外部总资产的一半为外汇储备（见表）。中国和印度的外汇储备占本国外部总资产的2/3。

2000—2007年，外汇储备积累占新兴经济体外部资产增长约一半。不仅是中国，大部分新兴市场经

### 扩展

到2010年年底，一半以上的新兴市场经济体的负债模式相对较为稳定，主要为外国直接投资和证券投资组合。

	FDI/负债	PE/负债	FDI和PE/负债	外汇储备/资产
发达经济体				
中间值	19.7	9.9	31.4	1.2
组平均值	14.9	13.6	28.5	3.0
新兴经济体				
中间值	40.5	8.2	56.2	38.8
组平均值	6.4	14.5	60.9	52.7
主要新兴经济体				
巴西	36.5	33.3	69.8	47.1
中国	63.2	8.8	72.1	69.0
印度	32.5	18.5	51.1	67.9
俄罗斯	38.6	17.5	56.1	36.6
南非	41.5	35.0	76.5	13.4

资料来源：作者的计算。

注：中间值表示该组各国数据的中间值。当外国投资者在资产方面有持久风险时，会转向外国直接投资（FDI）。证券投资组合（PE）是购买股票证券以获得金融收益。负债和资产是指一个国家的外部负债和外部资产。

济体在这几年其外汇储备占外部总资产的份额都在增长。这些国家的外汇储备积累是干预外汇市场防止本币升值的副产品，因为本币升值会降低贸易竞争力。但外汇储备也扮演了雨天基金（rainy-day fund）的角色，对资本流动的不确定性提供了自保。

最近的全球金融危机以及总资产和债务头寸的增加使得新兴经济体对防御性储备需求出现上升。实际上，这些经济体的累积外汇储备在2007年时达到峰值，在危机期间有所放缓，但最后又再度增加（见图2）。同时，发达经济体的公共债务负担急剧上升，使得这些资产处于危险当中。结果，新兴市场的外部资产负债表反常地转移到资产一方。

## 自保变得昂贵

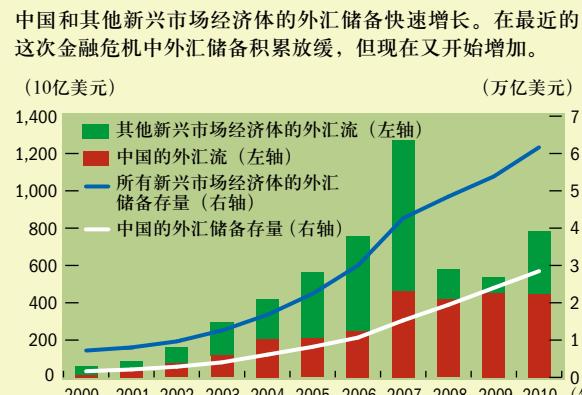
外汇储备增加的同时，新兴市场国家在寻找安全资产，尤其是发达经济体的政府债券。这些债券的供应是由全世界的净政府债务轨道所驱动的。

金融危机使得全球公共债务水平大幅攀升。自2007年以来，全球净公共债务的增加主要来自发达经济体，无论是绝对量还是与国内生产总值（GDP）的比率。以下是使用来自IMF的数据及预测得出的统计（均以市场汇率计）：

- 发达经济体的债务总量将从2007年的18万亿美元增至2011年的30万亿美元，到2016年时将继续增长至41万亿美元。而预计新兴市场经济体到2016年时债务总量为7万亿美元，比2011年增加了2万亿美元。

- 发达经济体的总债务总量占GDP总量的比率将

图2  
积累外汇储备



资料来源：IMF，官方外汇储备的货币组成数据库，2011年6月30日；中国人民银行。

注：外汇流指每年外汇储备增加额（左轴）。外汇存量指年底时新兴市场经济体持有的外汇储备总额（右轴）。

从2007年的46%增加到2011年的70%，到2016年将增长至80%。而新兴市场经济体债务总量占GDP总量的比率在2011年时为21%，以后会逐年下降。

- 2007年，新兴市场经济体占世界GDP总量的25%，占世界债务总量的17%。到2016年，预计新兴市场经济体占世界产出的份额为38%，占世界债务总量的份额为14%。

- 2011年，四大主要储备货币区共占全球GDP的58%，占全球债务的81%。

从对世界债务和世界GDP增长的贡献来说，发达经济体与新兴市场经济体的对比更为明显（见图3）。

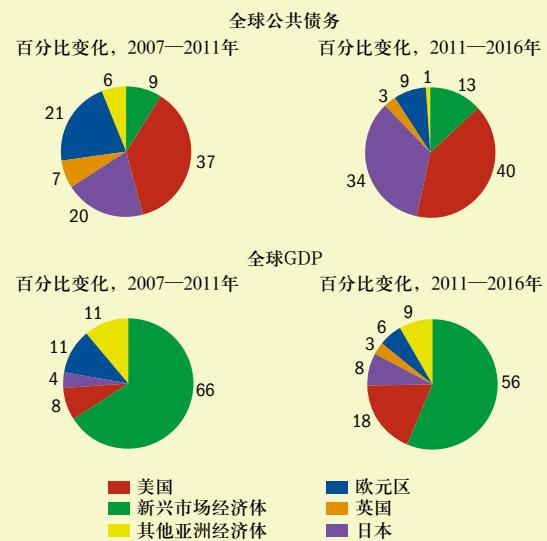
- 2007—2011年，新兴市场经济体占世界债务增长的9%，预计将占2011—2016年增长量的13%。而其对这两个阶段全球GDP增长的贡献分别为66%和56%。

- 主要发达经济体对全球债务攀升的贡献远远大于对全球GDP增长的贡献。美国在2007—2011年全球债务的增长量中占37%，预计将占2011—2016年增长量的40%。而其对在这两个阶段全球GDP增长的贡献分别为8%和18%。

这些数据预示，将来的情况比较糟糕。主要储备货币经济体面临的公共债务负担较重，增长前景惨淡。如果放在人口低水平增长、快速老龄化、医疗成本及其他必要开支上升的背景下看，其增长前景更为惨淡。

图3  
位置发生变化

新兴市场经济体已取代发达经济体成为国际金融体系的基石。



资料来源：作者基于IMF数据的计算。

注：该图揭示了各国或国家组对全球净政府债务及全球GDP绝对水平变化的贡献百分比（以市场汇率下通用货币计量）。

储备货币经济体以本国货币发行主权债务，将货币风险转嫁给了购买其主权债务的外国购买者。此外，居高不下且不断上涨的债务水平将会挤出私人投资，降低发达经济体相对于新兴市场经济体的生产率增长。而生产率差距意味着新兴市场经济体货币对于发达经济体货币最终将升值，导致财富从贫穷国家向富裕国家转移。

财富转移呈现出令人困惑的矛盾，新兴经济体积

富的金融市场会提高新兴经济体吸收资本流入，有效管理资本流动的波动。例如，企业债券市场提供了投资机会有助于吸收资本流入，并将资本有效分配至生产活动中而非投机活动中，而企业债券市场在中国和印度等主要经济体的规模非常小。另一方面，资本管控的不合理通常会增加经济扭曲，在阻止资本流入潮中的持续价值很小。

新兴经济体作为一个整体推动金融市场发展、扩

## 新兴经济体作为一个整体推动金融市场发展、扩大加入正规金融体系的国内渠道，符合这些国家的自身利益。

累了外汇储备后会寻找自保，最终推高了保险的成本；发达经济体财政挥霍，且因为加剧了全球经常账户不平衡而扩大了全球风险。以美国为例，官方及私人外国投资者约占净公共债务的一半。

发达经济体主权资产到底有多安全？由于诸如美国等“安全避风港”的债务水平不断攀升，引发了新兴市场投资者对这些债券安全性的担忧。当然，美国国债市场规模庞大且交易量很高。这就意味着在全球金融风暴中流向美国国债的资金主要是冲着美国金融市场流动性较强、更为深化去的，而不是出于安全考虑。

## 未来之路

通常，新兴市场经济体因为依赖外来资本以及其外债结构而面临着许多风险。但是今天，严重依赖外国资本的新兴经济体只有少数几个，且这些国家多数都有大量的国际储备。以外国货币计价的短期债务问题也显著减少了。多数新兴市场经济体采取了灵活的汇率体制，也不必过于担忧货币崩盘的问题（见 Kose 和 Prasad, 2010 年）。

新兴经济体不断融入世界金融市场，这意味着新兴市场将面临更多政策溢出效应以及震荡传播等风险。但这些风险相对于国内风险较为温和。的确，许多新兴经济体面临流动性充裕的问题，这些国家强劲的增长预期会带来资本大量流入，给国内通胀、资产价格上涨以及汇率等带来很大压力。

新兴经济体面临的主要风险是由开放外国资本引起的，现在主要的问题是资本流动增加了国内政策的难度。资本流入会推动国内信贷繁荣以及资产泡沫，以至于后来泡沫破裂。资本流入以及由此引起的货币升值压力也影响了收入分配，通过增加通胀、破坏工业增长等加剧了社会不平等。

解决这些问题需要发展金融市场，尤其是更为丰

大加入正规金融体系的国内渠道，符合这些国家的自身利益。这些国家之间可以互相投资，不像现在这样要为发达经济体的债务积累买单。采取更灵活的汇率政策有利于减少外汇储备积累，放开货币政策以控制通胀。

新兴经济体应关注如何掌握本国的经济命运，而不是依赖发达经济体的经济政策。通过其自身的政策选择，它们为发达国家树立榜样。发达国家应进行宏观经济调整及结构性改革，而这正是发达国家对其他国家的建议。■

艾斯沃·S. 普拉萨德（Eswar S. Prasad）是康奈尔大学教授、布鲁金斯学会高级研究员、国家经济研究局助理研究员。

本文基于国家经济研究局第17497号工作论文“国际金融中的角色转换”，在2011年杰克逊霍尔经济研讨会上提出，来自堪萨斯市联邦储备银行。

### 参考文献：

Kose, M. Ayhan, and Eswar S. Prasad, 2010, *Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil* (Washington: Brookings Institution).

Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004,” *Journal of International Economics*, Vol. 73, No. 2, pp. 223–50. (Databases are updated regularly by the authors.)