

2013年10月期《世界经济展望》

第三章：共同起舞？溢出效应、共同冲击，以及金融与贸易联系的作用
新闻发布要点

作者：Abdul Abiad（组长）、Davide Furceri、
Sebnem Kalemli-Ozcan 和 Andrea Pescatori

要点

- 全球金融危机引起产出同步性的空前增大。但与以往的危机相同，这种同步性增大未能持续。2010年以来，尽管欧洲出现动荡，全球产出同步变动程度已恢复到接近正常时期的水平。
- 共同冲击（比如全球恐慌或者所谓“唤醒效应”）是2009年同步性上升的主要原因。传统的金融联系也帮助了压力的跨境传播，但只起到较小的作用。
- 对于政策制定者的主要经验教训如下：
 - 大型金融冲击的影响最大：产出同步性的大幅上升往往发生在金融危机期间。
 - 规模十分重要！从全球视角来看，美国的对外溢出效应最为重要，不过，欧元区、中国和日本也是各自所在地区溢出效应的重要来源。
 - 美国的货币政策冲击通过利率产生溢出影响，对汇率钉住美元的国家的影响超过对其他经济体的影响。
 - 金融全球化必然导致各国产出同步性上升的一般性看法并不成立，除非是在危机时期：正常时期，金融联系有利于资源的有效配置，能使资本转移至生产效用最高的地方。
 - 鉴于共同冲击对于引起产出同步性崩溃的重要性，政策协调无论在金融还是财政方面都有潜在的好处。

大衰退期间的产出同步性上升是空前的，但也是暂时性的。在全球金融危机最严重的时期，全球经济体步调一致，是最近多年所未见。GDP增速的关联性在危机前的数年内一直不强，但2007-2009年之间出现大幅上升（图1）。同步作用上升并不局限于先进经济体，而是适用于所有地理区域。不过，这种同步性的上升只是暂时的，2010年以来，尽管欧洲出现动荡，产出同步性已恢复到接近危机前的水平。

传统意义的联系（比如金融和贸易联系）不能完全解释产出同步变动的大幅上升。全球金融危机期间，贸易联系对于危机在各国蔓延的影响微乎其微。金融联系是金融压力在各国传播的一大原因，但其他因素（比如全球恐慌、不确定性上升，以及所谓“唤醒效应”，这些都改变了投资者对风险和回报的认知）扮演了共同冲击的角色，对产出同步性的增大起到更大的作用。

金融危机期间地区和全球产出关联性往往出现大幅上升。金融冲击即便只打击到个别国家，但通常扮演着共同冲击的角色，从而大幅增加地区或者全球的产出同步性（图 2）。当危机发生在美国这样的经济体（规模较大而且是全球金融中心），对全球产出同步变动的影晌可能会不成比例地放大。

2007-2009 年危机期间，美国的金融冲击所产生的溢出效应大约是其他时期的四倍。因此，全球金融危机对产出的影响远远大于根据美国基础金融冲击大小所预计的水平，这证实了，其他无法观察到的因素（例如全球恐慌，或者冲击向预期转化的自我实现式模式）也发挥重要作用的判断。

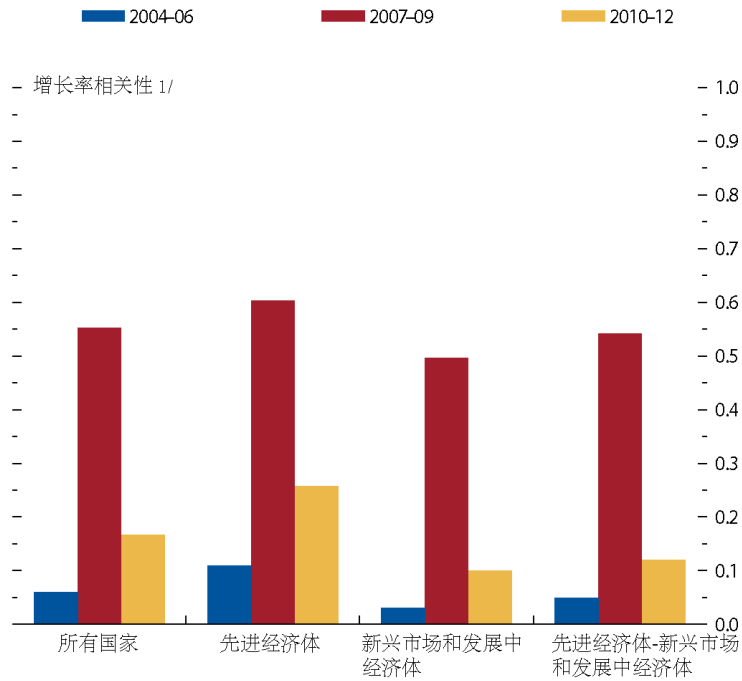
溢出效应的规模取决于冲击的性质以及与冲击发源经济体的联系紧密程度。比如，美国或欧元区的财政紧缩主要将影响与这些经济体有较强贸易联系的国家，美国的利率正常化主要通过利率渠道影响那些钉住美元的国家（图 3）。相比之下，自由浮动汇率制度的国家能用汇率吸收部分冲击。

金融全球化必然导致各国产出同步性上升的一般性看法并不成立，除非是在危机时期。虽然金融联系会使金融压力在各国之间传导，但是，在实际供给和需求冲击占主导位置的正常时期，金融联系有利于资本在国际上的有效配置，使其转移至生产效用最高的地方。关键是要保留金融一体化上升的好处，同时通过改进审慎监管（包括加强政策协调与合作）使相关风险最小化。

产出同步性崩溃期间开展政策协调有潜在的好处。例如，在全球恐慌时期，协调一致地提供流动性就是应对危机的一个基本手段，协调的财政政策可以防止各国出现刺激政策不足（搭便车）或者过度（别国搭便车），如果协调顺利，各国所需的财政刺激数量可以得到缩减。

图 1. 产出同步性的变化，2004-2012

2007-2009年全球金融危机最严重的时期，无论通过增长相关性还是通过趋势产出相关性来衡量的产出同步性都大幅上升。但近几年出现大幅下降。



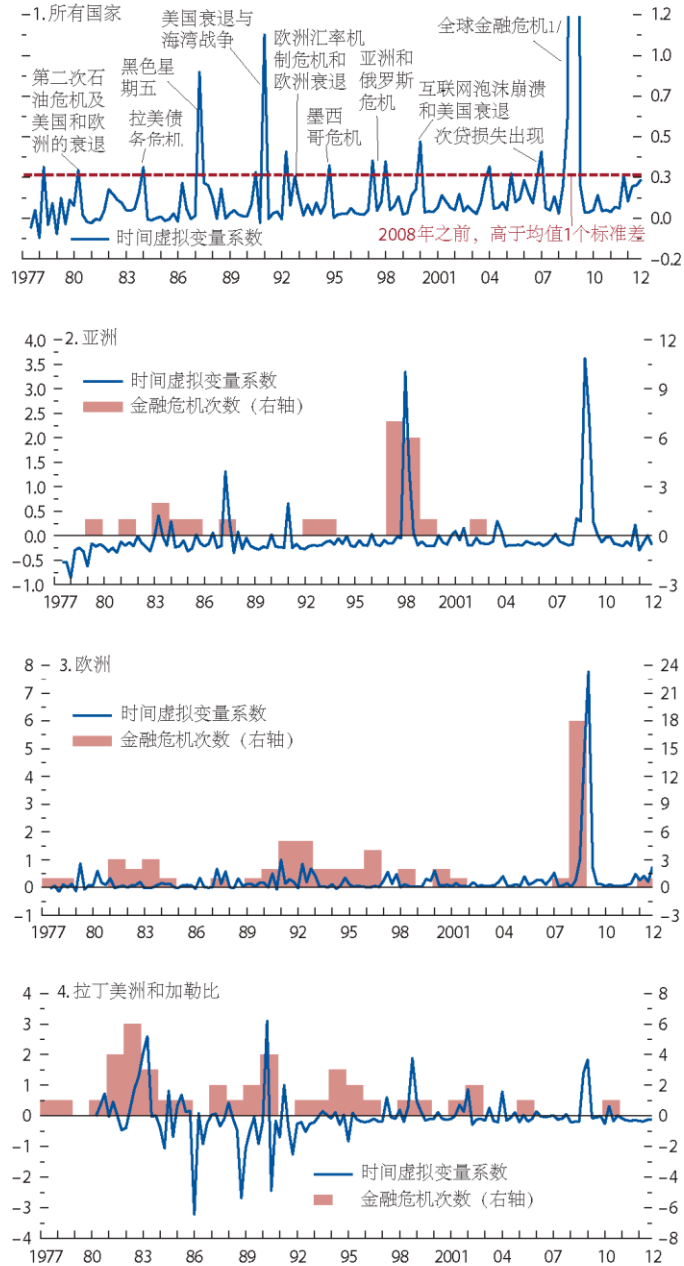
来源：Haver Analytics； 基金组织《世界经济展望》； 经济合作与发展组织； 以及基金组织工作人员计算。

注：样本包含34个先进经济体和29个新兴市场和发展中经济体。国家分组参见《世界经济展望》附录3.1。

1/ 组内配对经济体的季度GDP增长率相关性的简单平均。

图2. “共同冲击”的原因是什么？

全球产出相关性的增加，对应的是有记录的一些全球事件的发生（比如石油冲击、金融冲击和主要先进经济体衰退）。地区产出的同步变动证明了金融危机对于产出同步性增大的重要影响。

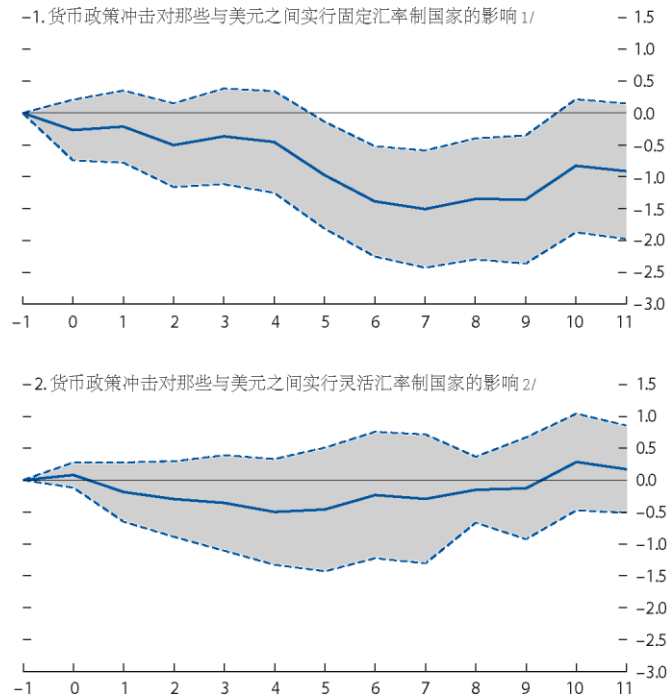


来源: Laeven和Valencia (2012年); 以及基金组织工作人员估计。

注: 蓝线表示的是用配对国家数据以及时间虚拟变量对即时准相关性进行回归所得到的时间虚拟变量路径。美国和欧元区衰退数据分别来自美国国家经济研究局和经济与政策研究中心。金融危机包括货币、债务和系统性银行危机, 数据来自Laeven和Valencia (2012年); 如果一国在某一年发生不止一种类型的危机 (比如货币和银行业双重危机) 按一次危机计算。

1/ 2008年4季度和2009年1季度, 固定时间效应升至5以上。

图 3. 货币政策冲击的影响
(100基点)



来源：基金组织工作人员计算。

注：虚线表示估算点周围90%的置信区间。

1/y轴是对工业生产水平的累计影响。x轴的单位为月；t=0代表政策冲击发生当月。
 2/x轴的单位为月；t=0代表政策冲击发生当月。

2013年10月期《世界经济展望》
第四章：资本流动管理之“阴阳”：平衡资本流入和资本流出
新闻发布要点

**撰写：John Simon（负责人）、Jaromir Benes、
Jaime Guajardo 和 Damiano Sandri**

要点

- 在外国资本流入大幅波动引起金融调整（储备或国内居民资本流出的变化），而不是实体经济调整（经常账户变化）的国家，其造成的破坏较小。
 - 历史上看，新兴市场经济体往往更容易发生破坏性的实体经济调整：资本流入激增导致国内繁荣和经常账户逆差，而当流入发生逆转时又会诱发破坏性危机。
 - 但是过去十年中，一些新兴市场经济体通过进行更多的金融调整，其抵御能力增强：当外国投资者撤出资金时，国内居民介入，并汇回在国外的投资资产。全球金融危机期间，这些新兴市场经济体的 GDP、消费和失业率更稳定。
- 通过金融调整吸收资本流入波动的有抵御能力的新兴市场经济体都具备以下特征，且这些特征相互强化：
 - 体制更健全，央行值得信任，财政和货币政策是反周期性的；
 - 金融监管更严格；以及
 - 汇率机制更灵活，对资本流动的限制有限。
- 本章的分析提出一条改革路径可以帮助抵御能力更弱的新兴市场经济体更有效地应对资本流入波动。这些改革通过鼓励私人金融调整来平衡资本流入之“阴面”和资本流出之“阳面”。

向新兴市场经济体的资本流动一直以来让很多政策制定者深感担忧。这些担忧源于曾经惨痛的经历，尤其是1997-1998年的亚洲危机。当时大量的资本流入触发过度信贷增长、经常账户逆差扩大、汇率升值以及竞争力丧失。当资本流入逆转时，艰难的调整又伴随着严重的金融动荡。

但并不是所有新兴市场经济体都会出现这些情况。若干新兴市场经济体中，资本流入没有导致经常账户崩溃，而是引发了金融调整，国内居民总资本流出的变化抵消了外国投资者的总资本流入的波动。当外国投资者对一个国家投资时，国内居民往往会向境外投资；当外国投资者清仓时，国内居民又会汇回他们在外国的资产。这些行为起到了自动稳定和相互抵消作用，因此防止了经常账户的大幅波动。

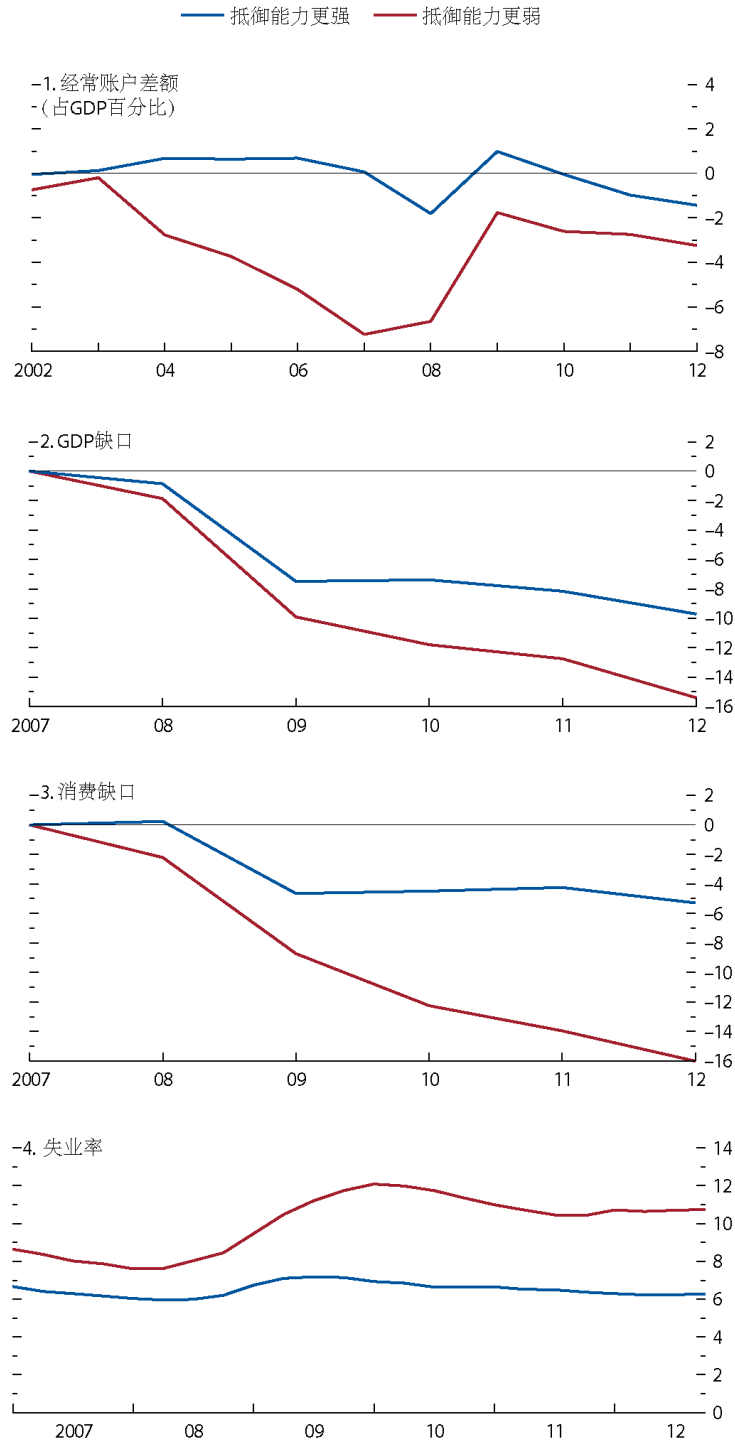
在总资本流入波动时经历了更多金融调整的新兴市场经济体在全球金融危机期间的表现更好。图 4.2 显示这些国家的抵御能力确实更强。它们的经常账户波动幅度更小，GDP 和消费增长的降幅更低，失业率攀升幅度也更小。

本章阐明了区分抵御能力更强的新兴市场经济体（因主要通过金融调整而损失较少）和抵御能力更弱的新兴市场经济体（遭遇更多实体经济调整）的关键特征。抵御能力更强的国家往往拥有更好的体制，央行的可信度高，财政和货币政策呈反周期性。另外，它们的金融监管更有效，能够防止金融中介机构在资本大量流入期间过度承担风险。最后，它们的汇率机制更灵活，对资本流动的限制也有限，因此，本国居民可以有效地跨境转移资本，而且是出于适当的动机。

分析结果提出一条改革路径，可以帮助抵御能力更弱的新兴市场经济体鼓励更多的企稳金融调整。基于对智利、捷克共和国和马来西亚的案例分析，本章建议各国应首先强化金融部门和政策体制。一旦实施了审慎监管和可信的货币和财政政策，各国就可以着手放松剩余的对资本流动或汇率的限制。

图 4.2. 经常账户、GDP、消费和失业率
(百分比, 平均值)

全球金融危机发生之前, 抵御能力更低的国家的经常账户持续数年严重恶化, 危机之后, 又发生急剧逆转。与危机前的走势相比, 这些国家经历了更强烈的GDP和消费收缩, 失业率的增幅也更大。



来源: 基金组织工作人员的计算。