



# 新冠疫情造成的 市场恐慌

疫情后美联储的货币政策立场将使拥有大量私人部门外债的新兴市场的脆弱性暴露出来

塞布尼姆·卡莱姆利·厄兹坎

尽管新冠疫情尚未导致新兴市场爆发全面债务危机，但仍存在重大风险。

当前形势可能会给人一种安稳的“假象”，其主要原因是美国的货币政策对新兴市场的外部融资状况发挥了一定的缓和作用。通过让美元走弱、提供货币互换安排、降低新兴市场的外部美元融资成本等方式，美国的货币政策确保资本持续流入新兴经济体。美国的货币政策对全球投资者的风险认知具有举足轻重的影响力，也因此，它始终是决定新兴市场资本流入和流出的一个最重

要的唯一因素。当美国最终开始加息时，新兴市场是否会出现危机？这将取决于三个关键问题：

美国的货币政策对新兴市场资本流动的影响，其具体影响会因新兴市场的风险不同而有所不同；

新兴市场经济体外债的币种和部门构成——在新冠疫情暴发时，其主要为美元外债，且以私营部门债务为主；

新兴市场经济体抗击疫情的有限财政空间，其需要政府持续在国外举借债务。

## 美国的货币政策

历史上，主权债务在新兴市场经济体中扮演着重要角色。20世纪80年代的资料显示，美国国债和新兴市场政府债券之间的利差影响了市场对新兴市场债券的需求。最近，这种紧密联系已开始减弱。

图1显示，自全球金融危机爆发以来，资本流动与政策利率之差间的相关性弱化了很多，而政策利率之差会直接影响短期国债利率。这是因为自21世纪初以来，跨境资本流动、企业贷款和企业债券等私人资金流动在新兴市场外部借款总额中的占比非常大。相比国债息差，私人投资者对某一特定新兴市场经济体的风险认知，对私人资金流动产生影响的可能性更大。当然，公共资金流动对全球风险认知也很敏感，在以本币计价时，这种情况会更加突出。因此，美国的货币政策会同时影响公共和私人部门流入/流出新兴市场的资金。请注意，资金也可能会反向流动：如果美国下调政策利率，全球风险情绪上升，公共资金很可能会流入新兴市场，而私人资金则可能会流出新兴市场。

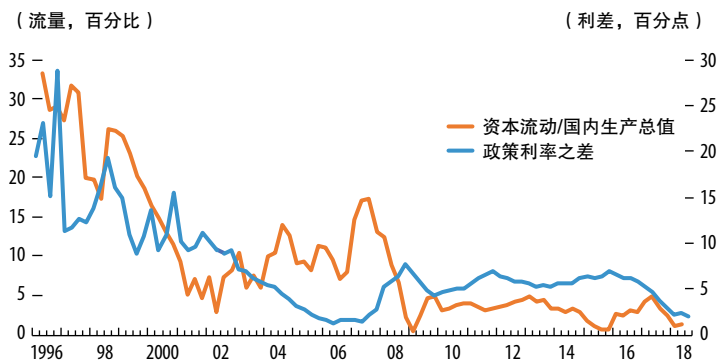
美联储的空前措施使前期于2020年1—5月流出的1000亿美元公共和私人证券投资（股票和债券等证券）回流至新兴市场。美联储采取的措施不仅拉低了新兴市场的借贷成本，还帮助缓解了全球避险情绪，这反过来又促使2020年下半年私人资金流入新兴市场，从而降低了此类投资的风险溢价。不同新兴市场应对新冠疫情的情况不同，因此，各新兴经济体的资本流动情况也不相同（卡梅伦等，2020年；国际货币基金组织，2020年4月）。鉴于我们以往对美国货币政策变化所产生的影响的了解，这种资本流动方面的差异不足为奇（卡莱姆利-奥兹坎，2019年）。不同新兴市场所存在的风险不同，因此，新兴市场对美联储政策立场的反应也不同，这直接受到它们应对疫情进展的影响。

这些都是利好消息，但由于缺乏实时的国际

图1

### 政策利率和国债利率的影响下降

自全球金融危机爆发以来，新兴市场和美国的政策利率之差对新兴市场的资本流入的影响有所下降



资料来源: Adapted from Kalemli-Ozcan (2019), Jackson Hole Symposium. Author's calculations are based on IMF data.

注: 政策利率之差指文件记录中相对于美国的息差。资本流动按照GDP进行了标准化处理, 并绘制成三个季度的移动平均值。所有变量均为给定日期各个国家的平均值。季度观察数据来自46个新兴市场经济体

收支差额数据来跟踪总资本流动的情况，因此，我们无法从新兴市场的证券投资流出这一组数据（包括700亿美元的股票投资流出和300亿美元的债券投资流出；国际货币基金组织，2020年4月）中完全掌握资本流动对新冠疫情和美国货币政策的反应情况。在之前的新兴市场危机中，哪类资本流动的枯竭最严重？新冠疫情暴发时，新兴市场经济体的外债存量构成是什么样？了解这些，有助于我们更加全面地掌握，在未来全球形势变化引发可能的资本外流时，新兴市场还存在哪些脆弱性。

## 币种和部门

那么，2019年年底，也就是疫情暴发前，新兴市场债务中的币种和部门构成究竟是怎么样的呢？新兴市场的债务主要由国债以及企业债券构成，其中很大一部分都是外债，跨境银行贷款所占的比重同样很大。但这些贷款并未包含在证券投资流动中。在新兴市场，债券投资流动（债券）和其他投资债务（贷款）在外债中的占比极

高(65%)，两者比例大致相等。剩余的35%是股票投资流动和外商直接投资。主权债务占债券投资流动的60%以上，而银行和企业贷款合计占其他投资债务的80%(Avdjiev等，2020年)。尽管主权国家可以通过发行本币债券从外部借款，但大多数跨境银行和企业的债券及贷款用的都是美元。

在此前的新兴市场危机中，哪些借贷部门以及哪种资产类别遭受的外资流失最严重?了解这一点非常重要，例如，2008年的全球金融危机、2013年的“缩减恐慌”——当时，由于人们猜测美联储将放缓购买金融资产来促进经济的步伐，导致美国国债收益率飙升。如图2所示，在这种危机时期，新兴市场资本流出中最大的要属跨境银行贷款，其次是跨境企业贷款和企业债券。

2008年和2013年的危机表明，2020年3—5月新冠疫情暴发时，新兴市场资本外流的实际情况本可能会更糟。在金融危机和“缩减恐慌”期间，集中于私营部门总体债务(而非证券投资流动一项)的资本外流，比疫情早期债券投资流出的300亿美元明显要大的多。而对于700亿美元的股票投资流出而言，这并不奇怪——股票是新兴市场风险最大的资产类别，而从投资者在风险面前抽逃资金来看，新冠疫情是全球金融危机

以来最大的一次冲击(见图2)。

与全球金融危机和缩减恐慌时期不同，2020年，美联储果断快速出手，采取了前所未有的政策措施，稳住了新兴市场的银行和企业债务资本流动。美国的货币政策是新兴市场私营行业资本流动的关键决定因素，这些资金大都以美元形式由私人债权人出借给新兴市场，其对全球投资者风险偏好非常敏感。

## 财政政策

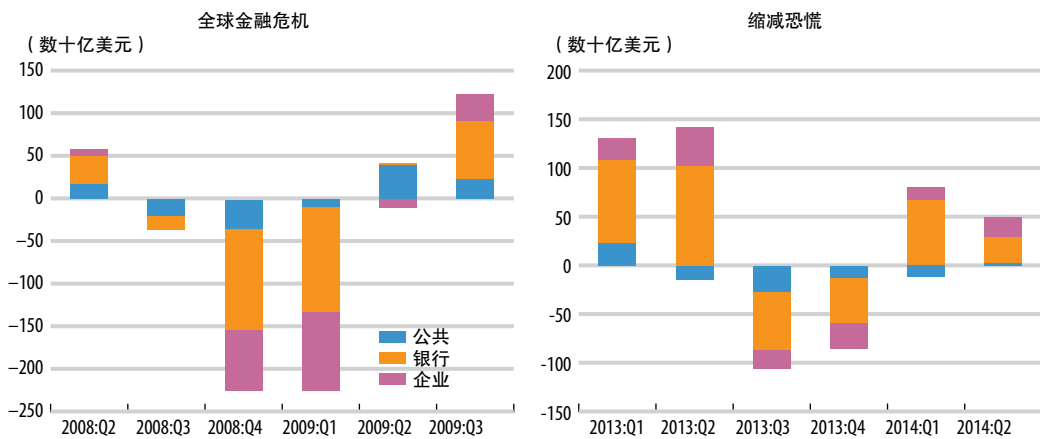
我们是否会再次目睹“缩减恐慌”事件呢?美国经济走强，接着上调政策利率，会否引发资本逃离新兴市场?这个问题的答案取决于各国存在的特定风险，它不仅与外债总额高、国内私营部门外币债务高、通胀等典型脆弱性有关，还与新兴市场应对新冠疫情的政策有关。到目前为止，新兴市场 and 发达经济体一样，均采取了财政/货币组合政策。我们从新兴市场自身的历史了解到，财政政策在外债、国内债务和通胀之间发挥着特殊作用。

在国内，新兴市场政府必须抗击疫情，而其私营行业又必须对自身的外币计价外债进行展期。这就意味着，新兴市场政府必须在海外筹集资金，这既是为了抗击疫情，也是为私营部门违

图2

### 以往的资本外流

2008年至2009年全球金融危机和2013年“缩减恐慌”期间，新兴市场资金流出量占比最大的是银行贷款。



资料来源: Adapted from Avdjiev and others (2020). Author's calculations are based on IMF and Bank for International Settlements data.

## 当新兴市场经济体需要竭尽所能获取一切援助时，它们不仅需要在国内融资，还需要对外筹措资金。

约所需要的政府救助做好准备。但新兴市场政府的财政空间又有限。

新冠疫情暴发初期，发达经济体和新兴市场经济体在财政一揽子计划的规模上存在巨大差异。到2021年初，规模差异进一步拉大；新兴市场经济体的财政支持平均只占其GDP的6%，而发达经济体平均约为GDP的20%（国际货币基金组织，2021年）。

仔细研究一下美国的数据，我们不难发现，这次新冠疫情冲击相对于全球金融危机的规模有多大。到目前为止，美国已经提供和承诺提供的援助规模为7.25万亿美元，相当于2019年美国国内生产总值的34%。相比之下，2007年—2009年的金融危机过后，美国提供的8300亿美元的援助仅占2007年GDP的6%。应对像新冠疫情这样的冲击所需的财政支持的规模要大得多。

多数新兴市场经济体缺乏足够的资源，无力实施如此规模的财政一揽子计划，因此，它们在政策组合中也使用了货币政策。与发达经济体一样，它们转向了资产购买，即所谓的“量化宽松”。学者和政策制定者迅速发出了对债务货币化（即通过印钱来购买国债）的担忧。他们担心的是，债务货币化将导致新兴市场出现通货膨胀，让它们过去20年实行通胀目标制而辛苦取得的成果化为泡影。

通货膨胀与财政政策之间的联系一直困扰着新兴市场经济体。多数新兴市场都在惨痛的教训中认识到，想要充分发挥出通胀目标制的作用，财政纪律是关键。新兴市场的所有央行行长都清楚这一点，控制通胀需要财政纪律。20世纪70年代的高通胀时期过后，发达经济体率先达成了一项共识，财政支持与央行的独立性是遏制通胀的关键。新兴市场与发达经济体一样，央行的独立性和财政纪律可以防范量化宽松引发通胀。量化宽松发挥出应有作用的关键是政策信誉。

全球有15个新兴市场经济体实施了量化宽

松政策，它们的理由是，如果不实施量化宽松政策，那么预算赤字增加后金融市场将会出现国债泛滥的局面，最终造成利率上升。新兴市场的央行希望通过购买债券来防范此类风险（BIS 2020；IMF，2020）。到目前为止，新兴经济体的量化宽松规模大多不大，但较为成功，只有少数例外——其失败的原因在于央行信誉不够，无法让市场相信央行不会无限期地为政府提供资金。信用违约掉期（CDS）本质上是一种违约风险保险，也是外部融资成本的晴雨表，它部分反映了市场信心缺乏的现状。某些新兴市场的CDS利差有所扩大，但另一些新兴市场却没有出现这种情况，这反映了不同新兴市场的货币/财政政策组合的信誉存在差异。

当新兴市场经济体需要竭尽所能获取一切援助时，它们不仅需要在国内融资，还需要对外筹措资金。在这样一个关键时刻，外部融资成本上升可能会导致灾难性后果，尤其是如果美联储开始加息，会让美国迄今为止向新兴市场提供的宽松货币政策反转。因此，新兴市场经济体应谨慎平衡货币和财政政策组合，就有关政策开展透明的政策沟通，密切关注政策对外部借贷成本的影响。FD

塞布尼姆·卡莱姆利·厄兹坎，马里兰大学帕克分校经济学教授。

### 参考文献：

Avdjiev, Stefan, Bryan Hardy, Şebnem Kalemli-Özcan, and Luis Servén. 2020. "Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns." NBER Working Paper 23116, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Bank for International Settlements (BIS). 2020. *BIS Bulletin*, June.

Çakmaklı, Cem, Selva Demiralp, Şebnem Kalemli-Özcan, Sevcan Yesiltas, and Muhammed A. Yildirim. 2020. "COVID-19 and Emerging Markets: A SIR Model, Demand Shocks and Capital Flows." NBER Working Paper 27191, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

International Monetary Fund (IMF). 2020. *Global Financial Stability Report*, Washington, DC, April and October.

———. 2021. *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.

Kalemli-Özcan, Şebnem. 2019. "The U.S. Monetary Policy and International Risk Spillovers." Jackson Hole Symposium Proceedings, September.