

# 前路漫漫

新兴市场必须在战胜新冠疫情、重返常态化政策、  
重构本国经济这三项任务之间找到一个平衡点

鲁帕·达塔古普塔和西拉·帕扎巴西奥格鲁



新冠疫情进入了第二年，人们越来越担心新兴市场在疫情期间的表现会如何。迄今为止，新兴市场灵活地应对了疫情对经济的影响，它们为受疫情影响最严重的行业和家庭提供了前所未有的援助计划。2020年3月，新兴市场遭遇了短暂的融资压力，此后，大多数新兴市场都能够重返全球金融市场发行新债，满足自身的融资需求。然而，在全球经济复苏过程中，由于有些国家的经济反弹速度比其他国家更快，加之新冠疫情的不确定性较高，市场波动性很可能上升。对新兴市场的政策制定者来说，能否顺利度过这场变局，妥善做到政策权衡取舍，实现经济持久复苏，都考验着他们的执政能力。

新兴市场的整体十分多元，不能一概而论。尽管新兴市场没有正式定义，但人们在界定新兴市场时，通常是基于能否持续入市融资、迈向中等收入水平的进展、在全球经济中的重要程度等方面来判断（见专栏）。即便有此界定条件，但新

兴经济体之间各不相同，新兴市场和其他发展中经济体也并无确切的区别。

自21世纪初以来，新兴市场在加强宏观经济政策方面取得了显著进展，此举帮助新兴市场国家的人均收入平均提高了一倍多。在被我们确定为新兴市场的国家中，有65%的国家为了预防通货膨胀，采取了前瞻性的货币政策，大多数国家的通胀水平已经下降并趋于稳定。一些国家使用财政规则来指导公共财政。在20世纪90年代的金融危机过后，许多新兴市场国家都进行了重大的银行业改革。2008至2009年的全球金融危机虽然减缓了这一改革进程，但并没有使其偏离轨道。

### 过去良好的经济表现

上述过去良好的经济表现帮助新兴市场的政策制定者在新冠疫情期间采取了大胆的经济救



助措施，同时，又不致使市场信心受挫。经济救助措施包括增加政府支出；为企业和银行提供流动性支持；释放银行资本缓冲，支持银行放贷；央行实施资产购买计划，以稳定国内市场。国内较低的通胀率，加之发达经济体宽松的货币政策，也为新兴市场央行大幅降息提供了空间。新冠疫情暴发后，大多数新兴市场的家庭储蓄均有所增加。新兴市场的国内储蓄大多用于为政府提供资金，这减少了新兴市场的对外借款需求；这一情况，再加上私人投资的减少，使经常账户逆差得到了有效控制。

然而，对预算赤字直接进行货币融资，或者暂停贷款的还本付息等经济救助措施，也给新兴市场带来了新的风险。政策制定者辩称称，这些经济救助措施只是一种临时性工具，目的是缓解整体经济面临的巨大压力。财政赤字进一步扩大，也令一些国家本已居高不下的主权债务雪上加霜。在其他国家，企业（包括国有企业）的负债高企，以及企业债务中未进行对冲的外汇敞口，会在企业陷入经营困境时构成或有财政风险。国内银行持有的国债增加，也加深了政府与银行体系二者健康运行之间的联系。

新冠疫情还远未结束，因此，要现在就确定哪些措施已经奏效还为时尚早。2020年，大多数新兴市场的经济活动都出现了急剧萎缩现象。然而，国际货币基金组织在2021年4月发布的《世界经济展望》中预计，倘若没有在全球范围内（包括在发达经济体和新兴市场内）实施的政策措施，全球GDP的萎缩幅度将会扩大三倍。

## 不同的响应

新兴市场的经济复苏速度不同，也反映了各国在经济形势和政策响应上的区别。能够控制住病毒传播或开展疫苗接种的国家，如中国和阿拉伯联合酋长国，将比其他国家更早实现经济复苏。而财政缓冲充裕、能够入市融资的国家，如菲律宾和波兰，则有实力加大财政扶持政策的力度。一些国家的央行信誉度高，因而可将政策利率下调至历史新低，并能推行非常规货币政策，同时

又不产生严重的汇率压力（弗兰托等人，2021年）。而宏观经济失衡或债务负担加重的新兴市场则要继续面临两难取舍困境：是先支持经济复苏，还是先缓解经济失衡的问题，如阿根廷、埃及和土耳其等国。

前方的道路可能会更加坎坷。受新冠病毒新毒株的威胁，各国不得被迫做出权衡取舍：是继续努力遏制病毒传播（这很可能需要维持对家庭和经济援助），还是先让政策回归常态并重建经济韧性。获得充足的疫苗只是第一步。在美国长期利率不断走高的背景下，新兴市场国家必须巧妙地应对金融市场波动风险，尤其是那些存在大量外部融资需求的国家。在实施结构性改革时，政治支持和社会支持极其重要。需要采取政策措施的领域有很多，但各国的轻重缓急各不相同。

企业定向援助：随着公共卫生危机得到控制，各国必须进行调整，从大规模危机紧急援助措施过渡到为具有可持续经营能力的企业提供定向援助，并最终私人经济拉动增长。但这个过程具体会持续多久，取决于经济增长和企业部门就业的关系，以及一国是否有实力在足够长的时间内为可持续经营的企业提供支持，帮助它们摆脱新冠疫情所造成的经营困境。其效率取决于劳动力市场制度、社会保障体系、银行系统监管、利于实现资源再配置的破产程序等。据国际货币基金组织2021年4月份发布的《全球金融稳定报告》显示，区别企业的流动性问题和偿付能力问题并非易事。新兴市场的部分企业在本次危机爆发前已负债过高，我们需要更好评估这对整个经济的影响。

尽管发达经济体也面临着类似挑战，但对新兴市场来说，预算紧张问题更加突出，在面临接踵而至的问题时，也更加难以取舍。新兴市场在应对企业破产问题方面的处理框架往往更加薄弱。因此，政府必须设计出一套政策干预措施，以降低过度清算风险，避免出现破产潮，同时避免滋生出一批僵尸企业，也即只能依靠政府的过度信贷扶持政策勉强维持，但无法开展新的经营

## 什么是新兴市场？

关于新兴市场，并没有官方定义。国际货币基金组织发布的《世界经济展望》，根据较高的人均收入高、商品和服务出口多样化、与全球金融体系的融合度更高等因素，将39个经济体列为“发达经济体”。剩下的国家则被列入“新兴市场和发展中经济体”。在这些国家中，有40个国家因为收入相对较高，被国际货币基金组织《财政监测报告》归为了“新兴市场和中等收入经济体”。

收入并非界定新兴市场的唯一特征。大多数新兴市场经济体还具有以下特征：能够实现持续强劲增长且较为稳定，从而能提供高附加值商品；它们无论是收入，还是全球贸易参与度和金融市场一体化，都更加类似发达经济体。为了确定新兴市场，我们研究了：

- 系统性：国家的经济规模（名义GDP）、人口以及在全球贸易中的出口份额；
- 入市融资能力：国家的外债在全球外债中所占的比重，是否被纳入了大型国际机构投资者所使用的全球指数，以及国际债券的发行频率和发行量；
- 收入水平：一个国家以名义美元计算的人均国内生产总值。

我们使用五个加权变量，为每个不被认为是发达经济体的经济体得出一个分数：

- $0.40 \times$  名义GDP +
- $0.15 \times$  人口 +
- $0.15 \times$  人均GDP +
- $0.15 \times$  全球贸易份额 +
- $0.15 \times$  在全球外债中的占比

对于某一变量而言，如果一个国家在2010—2020年的年度排名中位列前20位，则此变量的得分为1分。否则，赋值为零。根据单项分数的加权和计算得出最终得分。根据这种方法，我们确定了下列属于新兴市场组别国家，按字母顺序分别为：阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、埃及、匈牙利、印度、印度尼西亚、伊朗、马来西亚、墨西哥、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、泰国、土耳其和阿拉伯联合酋长国。其中，有两个国家被排除在外：尼日利亚，其在所考虑的样本期内（2010—2020年）被列入了低收入国家（有资格获得国际货币基金组织减贫和增长信托融资）；卡塔尔，因为其人口不足500万。

按美元计算，这20个新兴市场国家占全球名义GDP的34%，按购买力平价计算，则占46%。这些国家还会被纳入常用的新兴市场指数，例如，摩根大通、摩根士丹利资本国际和彭博社等机构的新兴市场指数。

弗朗西斯科·阿里萨拉 经济学家 杨迪 国际货币基金组织战略、政策和检查部的研究分析师。

性投资活动的企业（帕扎巴西奥格鲁和加西亚·莫拉，2020年）。以往的经验（1992年的波兰、1994年的墨西哥、1997—1998年的多数东南亚国家和2001年的土耳其）表明，成功的政策干预策略包括：及时进行资产质量评估；综合运用庭外重整、债务减免和不良资产处置等手段（阿劳霍等，即将发表）。

在新兴市场，通过银行渠道进行融资比市场融资更为普遍，因此，如果银行需要在疫情后确认增加的贷款损失，则企业经营困境很可能会影响金融稳定。为了提高透明度，在某些情况下，银行可能需要开展资产质量审查——特别是危机期间，银行的监管措施会有所放松，在这种情况下，更加需要进行资产质量审查。在有些新兴市场，兴起了以企业和家庭为单位进行的影子融资（即非银行融资），这种做法也增加了风险，因为，

这些非银行部门基本上不受任何监管。因此，从更长期视角看，工作重点应当是设计一套更加高效的债务处置和破产机制，并开发出一套所谓的“宏观金融工具”，以监测非银行金融部门给整个经济带来的风险。

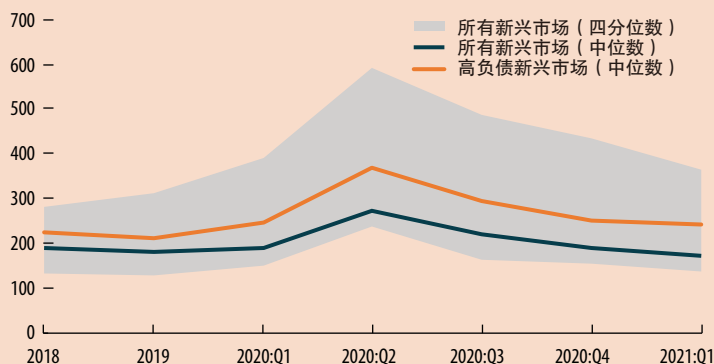
创造就业机会丰富、发展均衡、可持续的增长：除眼前的复苏外，想要实现经济长期健康增长，关键的一步是提高生产率，减轻危机对投资、就业、人力资本（因为学习受挫）和金融系统稳健性的伤害。如果设计合理，实施顺序得当，结构性改革可以带来巨大的长期增长回报（杜瓦尔和佛策瑞，2019年）。一些优先事项包括：

- 开展市场化改革，包括国企市场化改革（如中国、印度和墨西哥）；
- 加强社会保障体系（如智利和中国）；
- 缩小基础设施差距（如印度尼西亚和菲律宾）；

图1

新兴市场全球债券指数利差

投资者通常会对不同的新兴市场债券进行区分  
(基本点)



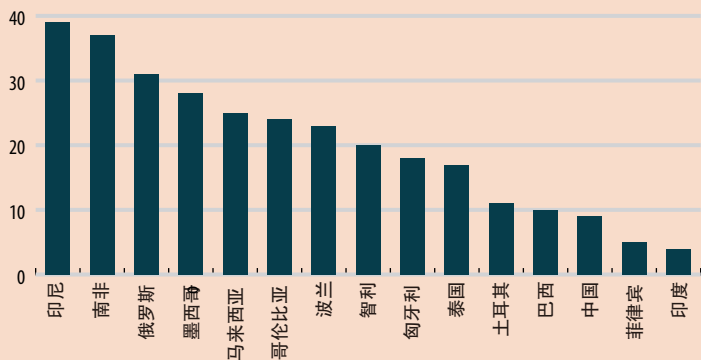
资料来源: Bloomberg Finance L.P.

注: 由于数据不可得, 样本不包括伊朗和泰国。阿联酋和沙特2018年的新兴市场全球债券指数数据缺失。高负债新兴市场是指政府总负债高于中位数的经济体。

图2

债券所有人是谁?

外国人持有的大量国内债券使国内金融市场成为了外部金融冲击的主要传递媒介  
(非居民持有的本币债券占本币债券总额的百分比, 2019年)



资料来源: Arslanalp, S., and T. Tsuda. 2014. "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt." IMF Working Paper 14/29.

• 在多国实施养老金、产品市场、劳动力市场和治理方面的改革。

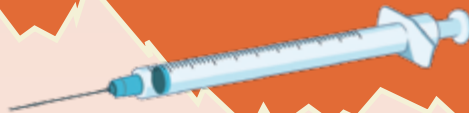
改革之路充满坎坷, 为了争取社会各界的支持, 必须就政策意图开展明确的沟通, 同时推出措施来保护弱势群体。现在, 政府亟须采取措施, 通过创造更好、更加平等的医疗和教育机会, 加强公共基础设施建设, 对因疫情下岗工人进行再培训等方式, 建立比新冠疫情发生前更加强大的经济。政府还必须提升应对气候变化的能力, 引导数字化变革来实现包容性增长。在医疗和社会

保障体系薄弱的国家, 新冠病毒所导致的死亡人数更多。新冠疫情在服务型行业、低技能工人、年轻工人和女性工人中引发的经济损失更大。为确保在经济持续复苏过程中不让任何一个群体掉队, 我们必须遏制不平等和贫困问题进一步加剧。在大多数新兴市场, 非正式经济通常占整个经济体规模的四分之一至三分之一(梅迪纳和施耐德, 2019年), 减少非正式经济的规模可以使更多的人从更高薪水和再分配措施中受益。

有些国家正在抓住机遇: 在亚洲, 数字化正在提升生产效率、改善通信以及提高政府运作的包容性等方面带来一场变革(加斯帕和瑞伊, 2018年)。印度尼西亚正在实施一项土地持续利用计划, 应对森林砍伐带来的威胁。马来西亚等一些新兴市场为了更好地监测和管理转型风险, 加强了自身的金融监管框架, 同时, 还采取措施减少了本国的碳排放量(见图1和图2)。

恢复宏观经济韧性: 本次疫情危机为全球市场发出了一个强烈的警示信号, 即在平时时期构建稳健经济的重要性。新兴市场将很快启动重建财政、外部和宏观金融缓冲等工作, 为下一次危机做好准备。这意味着, 新兴市场需要重建新冠疫情期间搁置的财政规则, 恢复金融监管标准, 以及在外汇储备不足时重建外汇储备。政府工作重点将有所调整, 政府需要在不损害经济增长前景的前提下, 将问题一一解决——这包括: 提升征税能力, 以便支持保障体系薄弱环节的公共服务支出; 在主权债务负担沉重的地方, 采取措施减少债务和债务累积(财政整顿), 对金融稳定风险较高的金融机构收紧宏观审慎政策。

对于多数新兴市场的政府而言, 它们需要在不同目标之间寻找平衡, 比如, 既要增加公共投资支出和社保支出, 又要继续开展财政整顿工作, 确保公共债务水平稳步下降。处于中位数水平的新兴市场经济体的公共债务和外债出现了大幅上升的迹象, 2020年分别达到了GDP的59%和44%; 而据预计, 2020—2021年的总融资需求在GDP中的占比将保持在10%以上。尽管全球处于低利率时代, 偿债成本在可控范围内, 但外部借贷成本不可能无限期地维持在低水平范围



内。投资者通常会对不同的新兴市场债券加以区分(见图1)。即使在以本币计价时,外国投资者持有的国债比例也相当巨大,这使得国内金融市场成为外部金融冲击的重要传递媒介(见图2)。持续的高负债和总融资需求可能会增加政策权衡取舍的难度,使新兴市场的投资者的风险偏好突变。国际货币基金组织2021年4月发布的《财政监测报告》指出,提高征税能力能够使政策制定者在不增加债务负担的情况下提供更好的公共服务。事实上,新兴市场的税收收入平均低于GDP的20%,而发达经济体的税收收入则超过GDP的25%。而在税收收入的支出上,新兴市场政府用于支付利息的占比则更高。

在后疫情时期,政策空间已经有所缩小。这时,财政赤字和债务问题进一步恶化,融资需求扩大,而国内降息空间缩小。为了实现最佳的增长和稳定效果,需要政府在更好地综合各项政策的同时,保持财政、货币和监管部门的自主性。例如,在通胀压力较低的地区,即使政府取消财政扶持政策,货币政策仍然可以继续支持国内需求。

随着各国复苏速度不同给市场带来了压力,政府还需要处理其他政策权衡取舍问题。一般情况下,浮动汇率制可以起到外部减震器的作用,但在某些情况下,其效果可能会适得其反。例如,本币贬值会增加以外汇标价的负债的存量,进一步增加市场压力。在未完全建立货币政策可信度的情况下,货币贬值通过传导会产生通胀压力。对多数新兴市场的政策制定者来说,他们担心的头等大事是如何应对金融动荡,而这也是国际货币基金组织关于《综合政策框架》的主要工作内容。

## 重建韧性

以往的危机表明,新兴市场的政策制定者有能力克服负面冲击,重建经济韧性。此外,大多数新兴市场预计将继续保持强劲的中期增长势头。然而,新兴市场要想发挥出自身的增长潜力,在全球活动、贸易、投资、金融中产生迫切需要的经济活力,全球共同努力至关重要。

第一,新兴市场必须像20世纪90年代和

21世纪初以及2008年全球金融危机之后所做的那样,恢复自身来之不易的宏观经济实力。由于新冠疫情过后,不同新兴市场的复苏速度不同,所以,新兴市场还必须相互学习优秀经验,掌握如何更好地应对风险以及保持抗风险能力。此举的影响并不限于新兴市场。随着新兴市场在全球经济中的系统重要性日益增强,全体新兴市场经济体的整体稳定也将在推动全球稳定性方面发挥作用。

第二,主要发达经济体也必须尽到自己的职责:在自由贸易、疫苗供应、税收领域开展多边合作;承诺在金融压力再度抬头时提供美元流动性;联合应对气候变化——以上这些都至关重要。一些新兴市场需要资金支持,在没有进一步加剧气候变化的情况下重建强大的经济实力。

第三,全球的开发性机构和金融机构在工作上必须相辅相成:对国际货币基金组织而言,这将意味着需要在其主要职责方面开展工作,这包括政策对话和建议;资金支持(包括通过预防性信贷额度提供帮助);能力建设——即作为一个跨国学习的会议平台,让各国能够从其他国际机构学习相关专门知识并加以运用,帮助最富有经济活力的成员国在新冠疫情后重新站稳脚跟。FD

---

鲁帕·达塔古普塔,国际货币基金组织战略、政策和检查部处长;西拉·帕扎巴西奥格鲁,国际货币基金组织战略、政策和检查部主任。

## 参考文献:

Araujo, J., J. Garrido, E. Kopp, R. Varghese, and Y. Weijia. Forthcoming. "Corporate Debt Resolution in the Time of COVID-19." IMF Departmental Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.

Duval, R., and D. Furceri. 2019. "How to Reignite Growth in Emerging Market and Developing Economies." IMF Blog, October 9.

Fratto, C., B. Harnoys Vannier, B. Mircheva, D. de Padua, and H. Poirson. 2021. "Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries." IMF Working Paper 21/14, International Monetary Fund, Washington, DC.

Gaspar, V., and C. Y. Rhee. 2018. "The Digital Accelerator: Revving Up Government in Asia." IMF Blog, September 26.

Medina, L., and F. Schneider. 2019. "Shedding Light on the Shadow Economy: A Global Database and the Interaction with the Official One." CESifo Working Paper 7981, Munich Society for the Promotion of Economic Research.

Pazarbasoglu C., and A. Garcia Mora. 2020. "Strengthen Insolvency Frameworks to Save Firms and Boost Economic Recovery." World Bank Blog, May 18.