

# 新兴市场的“危”与“机”

文 / 张勇

尽管新兴市场经济体增长连续放缓，但相对于发达经济体的低迷，新兴市场在世界产出中所占比例将不断提高，在世界增长中仍将占最大份额。同时，结构性改革、美联储加息预期延后、区域一体化再度兴起以及南南合作中的金融创新等都将为新兴市场经济体发展模式转型及增强抵御风险能力提供巨大的机遇。

2015年世界经济形势可用“增长分化，风险隐现”高度概括。前者指，增长分化的趋势不仅出现在发达经济体和新兴市场经济体之间，而且也发生在各自的内部。后者意味着，迄今为止，2008年爆发的危机已经从美国次贷危机演变成欧洲主权债务危机，而且危机形式从金融机构转移到政府公共部门，接着波及实体经济。而自2015年下半年以来，新兴市场经济体的股市、汇市连续发生剧烈波动，进而引发国际信用评级机构对国家风险及偿债能力的再评估，这不禁让世人对新市场可能成为2008年国际金融危机这场“击鼓传花”游戏中的最后一棒而忧心忡忡。

## 预期下调

10月6日，国际货币基金组织（IMF）发布最新《世界经济展望》，将世界经济增长率的预测值从7月份的3.3%下调至3.1%，主要原因是大宗商品大跌伤及新兴市场、中国经济增幅放缓程度超过预期，等等。报告显示，相比2014年，发达经济体的复苏预计将略有加快，例如美国经济增长2.6%，比7月份预测值提高0.1个百分

点。而新兴市场和发展中经济体的经济增长预计将连续第五年放缓，2015年增长率比2014年下降0.6个百分点，降至4%。特别是，俄罗斯和巴西2015年经济将分别衰退3.8%和3%，相对于7月份预测值分别下调0.4和1.5个百分点。整体而言，在大宗商品价格下跌、流向新兴市场资本减少、新兴市场货币面临压力以及金融波动加剧的环境下，新兴市场经济体面临的下行风险已经上升。

## 三重压力

就目前而言，新兴市场经济体可能从股市、汇市和外债三个方面遭受危机的压力。

首先，新兴市场股市今年下半年以来普遍步入技术性熊市。作为本轮新兴市场的代表，中国股市受内外因素及非理性心理影响首先遭遇重创，2015年6月15日至7月8日，仅17个交易日，沪指从5166点跌至3507点，暴跌32%，股票总市值减少20万亿元人民币。此后，由于投资者担忧政府干预市场的措施不力，中国股市自8月18日起又经历第二波暴跌。这场股灾堪称中国股市有史以来最严重的一次灾

难。而从东南亚的马来西亚、泰国、印度尼西亚、越南，到拉美地区的巴西、秘鲁、阿根廷，这些新兴经济体的股市8月以来也经历了一轮剧震。彭博针对30个新兴市场的数据统计显示，其中有一半以上的新兴市场股市今年以来已经从高点回挫超过20%：在南美洲，秘鲁股市跌幅最深，而巴西、阿根廷和哥伦比亚股指跌幅均超过20%；在东南亚，印度尼西亚、马来西亚和泰国股指跌幅均超过20%；在中东地区，埃及股指跌幅超过20%。而剩下的新兴经济体，股指离今年的高点也均有10%左右的跌幅。

其次，在全球经济低迷、新兴市场相继推出宽松政策自救的背景下，美国经济向好凸显美元的强势地位，新兴市场多国货币遭遇重创，外汇储备下降、大量资本外流也打击了投资者对新兴市场的信心。如图1所示，主要新兴市场经济体的货币均出现不同程度的贬值。根据CEIC数据库新兴市场货币对美元月均汇率统计，2015年1月至9月，巴西雷亚尔贬值32.6%，高居榜首。印度尼西亚和墨西哥货币贬值幅度超过12%，智利货币贬值近10%。

最后，虽然货币贬值有助于提升新兴市场的出口，从而起到刺激经济的效果，但本币贬值也导致资本外流压力增大、通胀高企，加重以美元计价的外债负担。根据英国经济学人智库（EIU）的数据，笔者计算了11个新兴市场经济体外债余额占名义GDP比例的变化趋势。如图2所示，2010-2015年，中国外债余额占名义GDP比例维持在9%左右，比例最低。韩国该比例维持在29%-30%的水平。而在巴西、印度尼西亚、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、土耳其，该比例均呈现上升趋势。其中，2015年土耳其、墨西哥、南非、俄罗斯的外债余额占名义GDP比例分别高达54%、43.6%、41.3%和40.4%，外债负担沉重。

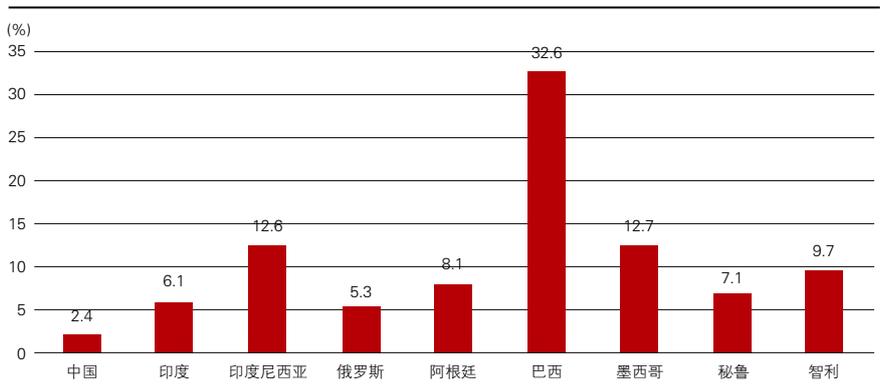
### 一叶知秋

新兴市场经济放缓，一方面，源于国内经济结构失衡阻碍了经济增长的内生动力，进而导致潜在增长率下降；另一方面，国际上初级产品价格持续下跌以及新兴市场货币币值的剧烈波动压制了外贸部门的作用。现以2015年拉美地区经济形势为例进行分析。

首先，拉美地区整体已陷入“经济衰退、通胀高企”状态。根据IMF最新预测，2015年拉美经济预计衰退0.3%，比2014年降低1.6个百分点，同时比7月份预测值下调0.8个百分点，足见形势严峻。但国别之间存在差异：得益于美国经济复苏稳定，与其紧密联系的墨西哥经济增长2.3%；而受国际初级产品价格下跌等因素影响，巴西将衰退3%。与此同时，地区通货膨胀率自2012年起已连续三年走高，从5.7%升至2015年的11.2%。

其次，拉美国家货币面临贬值压力，其宏观调控政策难度加大。鉴于初级产品价格处于下跌通道以及美国

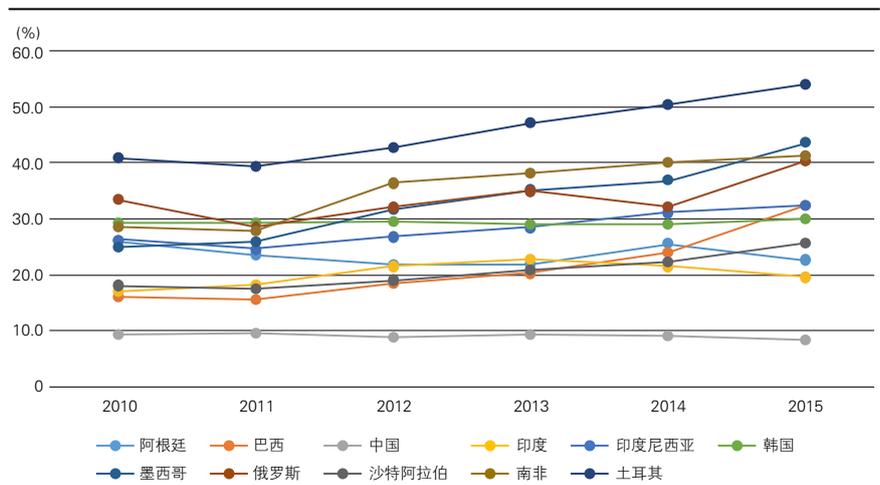
图1 2015年1-9月主要新兴市场货币对美元月均汇率贬值比较



注：俄罗斯、秘鲁和智利数据截至2015年8月。

(资料来源：CEIC数据库 Global Economic Monitor 子库)

图2 2010-2015年新兴市场外债余额占名义GDP比例



(资料来源：根据 EIU Country report, October 2015 数据计算)

可能于今年底启动加息周期进而美元走强，拉美国家货币将面临持续贬值压力，其宏观调控也将陷入应对经济下行和加息抑制资本外逃的两难选择。

再次，经常账户赤字和财政赤字并存，债务压力逐渐增加。发达国家经济低迷以及新兴市场经济体经济放缓削弱了拉美地区的外部需求，而且初级产品价格下跌恶化贸易条件对拉美地区出口影响更甚，使得拉美地区经常账户出现赤字。与此同时，因实施反周期政策及支出刚性特征，拉美

地区财政状况也不容乐观。这种双赤字状况将给公共债务评级及还债能力造成负面影响。

最后，就业、贫困、收入分配等社会指标改善程度有放缓迹象。最近10年得益于新增就业以及非正规就业的正规化，拉美地区就业正规性增加，这不仅提高了劳动力市场的参与度，而且也使收入不平等程度大幅下降。但是，鉴于今明两年拉美地区增长处于近乎停滞的状态，社会改善程度料将出现放缓或倒退迹象。

## “危”与“机”并存

展望后市，影响新兴市场经济体增长前景的因素很多，例如石油、金属等初级产品价格进一步下跌、发达经济体需求持续低迷及中国经济增长放缓、前期危机应对政策导致的信贷膨胀和投资高涨带来的“后遗症”、地缘政治紧张局势和一些国家的国内冲突引发的非经济因素，等等。但是，短期而言，两方面因素显得更加重要。其一，新兴市场依然受到大宗商品价格进一步下跌和美元大幅升值影响，将使新兴市场经济体国家和公司的资产负债表继续承受压力，其调整步伐料将延迟。其二，金融市场波动性的加剧会给发达经济体金融稳定带来挑战，从而通过金融条件收紧和资本流动逆转等渠道，对新兴市场造成显著的负面影响。然而，笔者认为，虽然不排除个别国家因货币贬值或短期资本加速外逃引发局部经济动荡，但是，新兴市场在区域内发生系统性危机的可能性较小，主要原因如下：

第一，从2008年国际金融危机至今新兴市场经济体一直都在尝试结构性改革，探索经济增长方式转型之路。这种改革不仅有助于增强潜在增长率，而且还有助于提高增长的抗冲击能力。从需求结构看，以中国和拉美地区为例，前者开始从投资拉动型向内需主导型经济转变，更加注重释放有效需求，强调发挥消费的基础作用、投资的关键作用和出口的支撑作用，而后者则致力于提高储蓄率和投资率，更加注重产业政策和吸引外资的作用。双方都是在对原有的增长模式进行再平衡调整。从产业结构看，亚洲新兴市场正在提升第三产业（服务业）的作用，而非洲和拉美新兴市场正致力于工业化和再工业化的实践。原来坐享“人口红利”、“资源

红利”的增长模式正在向依赖动态比较优势和全要素生产率提高转型。因此，这种改革将有助于新兴市场经济体实现生产和出口基础的多元化。从就业结构看，新兴市场经济体无一例外都将就业优先置于国家重要战略，在推进劳动力市场改革的同时，积极促进非正规就业正规化。以上三点结构改革都将为转变经济增长方式、抵御经济危机冲击打下坚实的基础。

第二，尽管美联储加息将收紧全球流动性并导致新兴市场融资条件趋紧，但是加息预期历时弥久以及欧盟、日本仍保持宽松货币政策可能会部分抵消这种影响。从自身而言，有了20世纪80年代拉美债务危机和1997年亚洲金融危机的前车之鉴，大部分新兴市场经济体都开始建立微观和宏观审慎政策框架，这将有助于提高抵御经济冲击的能力。此外，10月初美国劳工部公布的美国9月非农就业人口增加14.2万人，远低于预期的20.1万人，创下2014年2月以来的新低。而10月6日公布的美国外贸数据显示，美国8月出口下降2%，降至2012年10月以来最低位，贸易赤字攀升15.6%至483亿美元。这一系列数据均低于预期，使得市场对美国的加息预期出现降温。很有可能，加息步伐延迟至12月底或2016年初，这也将给新兴市场经济体“备战”留下更多的时间窗口。

第三，区域一体化释放新兴市场的内部需求。21世纪前10年经济全球化蓬勃发展，发达国家和发展中国家在世界多边贸易体制中激烈竞争。而2008-2009年国际金融危机之后，区域一体化热度再度复兴。从贸易角度而言，新兴市场经济体之间的一体化能够增加总需求，弥补发达国家经济低迷留下的需求缺口。从基础设施和产业融合度看，基础设施建设对延长

价值链、推动生产一体化具有巨大的正外部效应。例如，中国倡议的“一带一路”战略以及以发起国身份参与创立的亚洲基础设施投资银行，都将对拓展新兴市场内部的投资需求和加强国际产能合作作出积极的贡献。

第四，新兴市场之间的金融合作正在发挥重要作用。新兴市场的集体崛起不仅缩小了与发达国家在国际多边组织中的力量对比，而且通过务实的南南合作有效地改善了全球治理机制。从G7到G20，彰显出新兴市场经济体在全球治理中上升的影响力，而且以“金砖五国”为代表，新兴市场国家在应对金融危机、国际金融体系改革及促进经济可持续与平衡增长等方面达成了深刻共识。例如，在2014年7月“金砖”国家领导人第六次峰会上，五国决定建立初始核定资本1000亿美元的金砖国家开发银行和初始承诺互换规模为1000亿美元的应急储备安排。前者已经于2015年7月正式开业，而后者则被认为是新兴市场经济体为应对共同的全球挑战、突破地域限制创建集体金融安全网的一种重大尝试。

总而言之，对于新兴市场经济体而言，“危机”与“机遇”总是相伴而行。尽管新兴市场经济体增长连续放缓，但是相对于发达经济体的低迷，新兴市场在世界产出中所占比例将不断提高，在世界增长中仍将占最大份额。与此同时，结构改革、美联储加息预期延后、区域一体化再度兴起以及南南合作中的金融创新都将为新兴市场经济体发展模式转型及增强抵御风险能力提供巨大的机遇。■

（责任编辑：王旭明）

### 作者简介

张勇：中国社会科学院拉丁美洲研究所副研究员。