

等待经济“雾霾”褪去

——从“金砖”国家增长看新兴市场发展

文 / 张勇

就经济体量、人口规模、资源禀赋、增长潜力而言，“金砖”国家的“成色”并未褪色，而是正经历结构性问题制约的转型期，需要世人给予足够的耐心。

2015年距离2008年美国爆发次贷危机已经走过第七个年头，但是，全球经济依然没有摆脱这场国际金融危机的深层影响：欧洲主权债务危机还此起彼伏；新兴市场经济体因为增长分化、货币贬值、偿债危机等可能成为世人眼中下一危机的策源地。更为糟糕的是，进入2016年，形势依旧没有改观，趋势似乎正按照这种逻辑演变。尤其是作为新兴市场经济体的代表，“金砖”国家的经济业绩正在褪去十年前的“金光熠熠”。“金砖”是暂时遭遇了严重的经济“雾霾”而显黯淡，还是本身已经失去了“成色”，正在等待时间的检验。

经济业绩黯淡 政策效果有限

回顾刚刚过去的2015年，就经济增长成绩单而言，“金砖”国家比前些年逊色不少。根据英国经济学人智库（EIU）2016年1月最新月度报告，“金砖”国家经济基本面呈现如下三大特征。第一，除中国、印度两国外，其余三国经济增长近两年都陷入滞胀，即经济衰退（或停滞）与高通胀并存。其中俄罗斯衰退3.8%，通胀

率达13.5%；巴西衰退3.7%，通胀率达10.5%，两者表现最差。第二，巴西、印度和南非，均处于财政赤字和经常账户赤字的双赤字状态。其中，巴西财政赤字和经常账户赤字占GDP比重分别达到10.5%和4.1%，令人担忧。双赤字状况将给债务管理和国际收支平衡造成压力，进而会动摇投资者对这些国家经济前景的信心。第三，从币值稳定看，巴西、南非和俄罗斯面临货币加速贬值的压力。根据CEIC数据库数据计算，2015年1-12月巴西、南非、俄罗斯货币兑美元汇率分别贬值32.2%、23%和11.43%。货币加速贬值将引发资本加速外逃，最终会给国内金融市场和实体经济造成巨大冲击。

导致“金砖”国家增长业绩黯淡的原因包含内外因两个方面。就外部环境而言，其一，世界经济低迷，贸易需求增长放缓。2016年1月19日IMF出版的《世界经济展望》显示，2015年世界贸易总量（货物和服务）增长2.6%，比2014年下降0.8个百分点。其二，大宗商品价格大幅下跌，从贸易条件角度削弱了俄罗

斯、巴西、南非这些资源出口国的出口收入。其三，美国加息预期及其正式实施，造成“金砖”国家币值高度波动以及货币政策的两难。美国加息的“靴子”终于在2015年12月16日落地，美联储决定将联邦基金利率上调25个基点至0.25%-0.5%的水平。美国加息通过三个渠道影响“金砖”国家。第一，美元走强，导致短期流动资本撤出新兴市场，加速本币贬值进程，进而导致国内流动性紧张。第二，“金砖”国家偿还以美元计价的外债压力增大。第三，美元走强，导致主要以美元计价的大宗商品价格下跌，削弱了资源出口型国家的外汇收入。

而内部因素又分为两个方面。一方面，“金砖”国家宏观经济政策实施效果并不明显。主要原因在于世界经济增长分化导致各国宏观政策难以协调，当美国退出量化宽松并步入加息周期的时候，欧洲和日本为刺激经济还在持续扩大货币政策的宽松度。而且，各国又因为各自内部结构问题和利益集团博弈阻碍了其政策传递的有效性。以巴西为例，2015年巴西实

“金砖”国家主要经济指标比较

经济指标		中国		巴西		印度		俄罗斯		南非	
		2015年	2016年	2015年	2016年	2015年	2016年	2015年	2016年	2015年	2016年
经济基本面	GDP (亿美元)	109920	114710	17709	15248	21268	22488	12434	12254	3213.02	2880.2
	GDP 增长率 (%)	6.9	6.5	-3.7	-2.7	7.3	7.4	-3.8	-0.3	1.4	1.5
	通胀率 (%)	1.5	2.2	10.5	7.0	4.8	5.3	13.5	7.3	6.4	5.9
	登记失业率 (%)	—	—	9.5	11.9	—	—	5.4	5.6	25.9	26.6
财政收支	财政余额/GDP (%)	-2.5	-2.8	-10.5	-7.5	-4.0	-3.8	-3.5	-3.2	-3.8	-3.5
	公共债务/GDP (%)	—	—	71.5	79.4	—	—	13.7	16.2	—	—
金融与货币	平均贷款利率 (%)	4.4	4.4	42.7	43.3	9.9	9.6	15.8	12.3	—	—
	M2 存量年变化率 (%)	13.1	8.3	11.7	8.3	7.9	12.1	10.1	12.7	—	—
	汇率 (本币: 美元)	6.36:1	6.38:1	3.85:1	4.13:1	64.14:1	68.00:1	67.01:1	64.26:1	15.01:1	16.05:1
对外部门	商品出口 (亿美元)	21564	21985	1871.66	1872.72	2713.06	2903.05	3318.67	3475.43	855.42	910.14
	商品进口 (亿美元)	15347	15965	1760.18	1701.28	4034.87	4403.51	1930.86	2020.18	885.59	902.35
	经常账户余额 (亿美元)	3492	2921	-723.14	-533.07	-164.25	-290.78	618.43	671.49	-119.90	-120.41
	经常账户余额/GDP (%)	3.2	2.5	-4.1	-3.5	-0.77	-1.3	5	5.5	-3.7	-4.2
	外债余额 (亿美元)	8935	9829	5465.37	5623.53	4298.62	4372.30	4959.98	4542.73	1335.41	1361.98
	负债率: 外债余额/GDP (%)	8.1	8.6	30.9	36.9	20.2	19.4	39.9	37.1	41.6	47.3
	外汇储备 (亿美元)	34742	34766	3580.45	3228.55	3529.60	3657.91	3655.14	3370.80	446.02	470.06

(资料来源: 根据英国经济学家智库 EIU 2016年1月2日报告整理, 2016年数据为预测数据)

施货币和财政双紧缩政策, 年内巴西政府五次提高利率, 从11.75%增至14.25%, 这种以抑通胀为主要目标的高利率政策对刺激增长和促进投资却是不利的。而且, 高利率导致公共债务利息支出占GDP比例升高, 实际上也进一步压缩了央行继续动用利率武器打压通胀的空间。同时, 增税节支的紧缩财政政策又面临政党博弈和支出结构刚性的挑战。因此, 目前巴西实施的紧缩政策效果远不及预期, 实际上也低于2009-2012年反周期政策的效果。

另一方面, “金砖”国家内部都存在不同的结构性问题。中国经济增速已经由9%-10%降至目前的6%-

7%。根据中国国家统计局2016年1月19日公布的数据, 2015年中国GDP增速为6.9%, 创25年来新低。人口老龄化压力、资本投资效率降低以及全要素生产率增速下降意味着中国经济潜在增速下滑。巴西、俄罗斯和南非的经济严重依赖于石油和矿产出口, 这种失衡的经济结构较易受到国际市场初级产品价格波动的巨大冲击, 从而削弱了财政巩固和国际收支平衡的能力。此外, 巴西还面临着投资率低、去工业化、非正规就业等结构性问题。南非还面临着基础设施落后、电力短缺、失业率高企、社会骚乱等挑战。印度在2014年和2015年连续两年取得7.3%的增长率, 成为“金砖”

国家中的一个亮点。其中, 作为石油进口国, 印度从两个方面得益于全球油价下跌: 第一, 输入型通胀降低; 第二, 有助于政府削减成本高昂的能源补贴, 为实施公共财政改革创造有利条件。但是, 印度也面临着国有银行不良资产上升、基础设施落后、制造业发展不足、农村需求被压制、关键经济改革(商品及服务税、土地征用法案)陷入停滞等结构性问题的制约。

风险隐约有现 但尚无系统危机

世界银行在2016年1月6日发布的《全球经济展望》中下调2016年全球经济增长预期至2.9%, 增速低于2015

年6月份预测的3.3%。而且,报告指出巴西、俄罗斯、中国和南非这四个最大新兴市场经济增速同时放缓,将给世界其他地区带来溢出效应,拖累2016年全球经济增长。而IMF在1月19日发布的《世界经济展望》中同样下调2016年世界经济增长率至3.4%,比2015年10月预测值低0.2个百分点。同时,报告也指出风险已经转移到新兴市场。

两大国际机构的经济预测同时聚焦新兴市场风险并非偶然。特别是,影响世界经济复苏的不稳定因素在2016年初继续恶化,更加重人们的担心。一是石油价格屡创新低。1月15日,受市场供过于求、美元走强等因素影响,纽约原油期货价格和全球石油基准价格伦敦布伦特油价双双跌破每桶30美元重要关口,降至12年以来的低点。这使得本已脆弱的石油出口国经济“雪上加霜”。二是资本市场波动加剧。今年开年以来,全球股市持续暴跌,MSCI世界股票指数线显示,全球股市已经进入“技术性熊市”。许多新兴市场国家货币全面走低,不少货币跌至新低。

在这种背景下,新兴市场潜在风险的引爆点可能来自三个方面。其一,货币大幅贬值、资本加速外逃。“金砖”国家都在不同阶段遭遇到不同程度的冲击,以巴西、南非和俄罗斯为最。其二,财政和经常账户双赤字持续恶化。财政赤字影响国际评级,经常账户赤字暴露高度依赖外部资本的脆弱性。例如,巴西在2015年9月和12月分别遭遇标普和惠誉两大评级机构将其主权债务评级降至垃圾级。作为“难兄难弟”的南非也在2015年12月遭到惠誉、标普、穆迪集体下调信用评级的警告。其三,外

影响世界经济复苏的不稳定因素在2016年初继续恶化:一是石油价格屡创新低,二是资本市场波动加剧。在这种背景下,新兴市场潜在风险的引爆点可能来自三个方面:一是货币大幅贬值、资本加速外逃,二是财政和经常账户双赤字持续恶化,三是外债负担沉重、偿债压力增加。

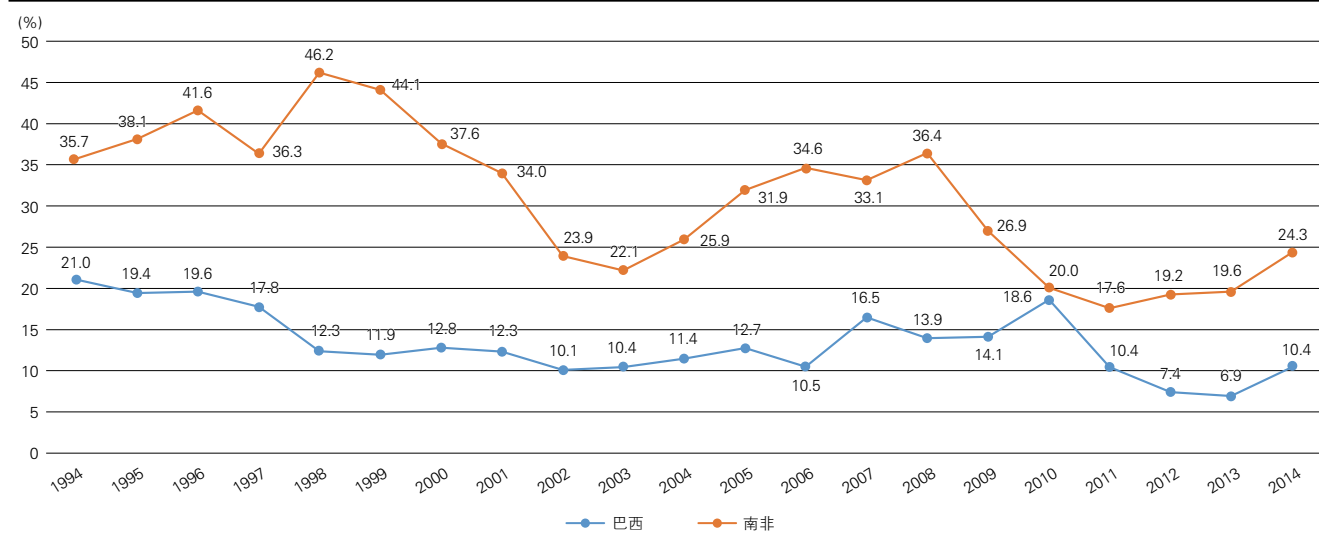
债负担沉重,偿债压力增加。2016年“金砖”国家中南非、俄罗斯、巴西外债余额占GDP比重预计分别达到47.3%、37.1%和36.9%。外债快速增加往往是危机的重要推手。尽管一个国家在某一时段可能会因为其中一点引发局部货币危机或经济动荡,但是,“金砖”国家乃至新兴市场整体发生区域性、系统性经济危机的可能性较小。主要原因有如下方面:

一是新兴市场在三场全球或区域性经济危机中积累了更多应对危机的经验教训。从20世纪80年代拉美债务危机、1997年亚洲金融危机、2008年国际金融危机中走过来的新兴市场已经逐渐提高了应对危机的能力和韧性。主要体现在三个方面。其一,积累了较为充足的外汇储备和实施较为灵活的汇率制度。即使是在汇率巨幅波动的巴西和俄罗斯,截至2015年底,两国的外汇储备均保持在3600亿美元左右的水平。其二,外债结构

逐渐优化。许多新兴市场经济体已经通过延长债务期限减少了以短期债务为主的结构风险,通过向本币债务、固定利率或通胀指数化债务转变有效规避了汇率和利率风险。以巴西和南非为例,尽管近两年两国短期外债占外债总额的比重有所反弹,但是,从1994-2014年历史角度看,该比例整体趋势在下降,如右图所示。其三,坚持宏观审慎的政策框架。当经济危机是由周期性因素引起时,政府实施反周期政策刺激经济;当经济危机是由结构性因素制约而形成时,便着手进行结构性改革。上述措施都有助于提高新兴市场经济体的经济韧性和政策能力。

二是2008年国际金融危机之后的结构性改革和增长方式转型为新兴市场抵御潜在风险奠定了基础。在中国,国家统计局数据显示,产业结构调整初步取得成效,2015年第三产业增速8.3%,在增速上大幅超过第一产业和第二产业,并且在增加值总量上超过了第一和第二产业增加值总量的总和。落后产能被淘汰的同时,高新技术产能在增长。高技术产业增加值比2014年增长10.2%,比规模以上工业快4.1个百分点。就巴西而言,政府正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。在印度,新一轮改革以及针对吸引外资、改善经常账户赤字、维护汇率稳定的政策提振了投资者信心。总之,新兴市场经济体产业结构升级、发展战略选择尽管不能一蹴而就,但都出现了缓慢、积极的变化。从这个意义上讲,就经济体量、人口规模、资源禀赋、增长潜力而言,“金砖”国家的“成色”并未褪色,而是正经历结构性问题制约的转型期,需要世人给予足够的耐心。

巴西和南非短期外债占外债总额比重变化



(资料来源:根据CEIC数据库整理)

三是南南合作已成为互利共赢、共同应对挑战及改善国际经济治理秩序的重要力量。这种变化主要体现在两个方面。其一,合作的平台多元并且开放。从G7到G20,彰显出“后危机时代”发展中国家、新兴市场在全球治理中上升的影响力。而作为新兴市场的代表,“金砖”国家凭借领导人峰会这一平台在合作深度和广度上步伐更快,已经在应对金融危机、国际金融体系改革及促进经济可持续增长等方面达成了深刻共识。其二,合作的内容针对性强。2016年1月16日,亚洲基础设施投资银行开业仪式在北京举行。亚投行不仅是首个中国倡议设立的多边金融机构,而且通过基础设施项目融资为扩展区域性投资需求创造了有利条件。而早在2015年7月,以完善现行国际金融体系为己任的“金砖”国家开发银行落户上海。另一机制——初始承诺互换规模为1000亿美元的应急储备安排,被视为向陷入经济危机的“金砖”国家提供援助的经济稳定基金,也是突破

地域限制创建集体金融安全网的重大尝试。

关于新兴市场发展前景的三点思考

至于新兴市场发展前景,有三个问题值得思考。首先,如何成功跨越“中等收入陷阱”。虽然一个新兴市场经济体在某年可能超越世界银行划定的高收入国家人均收入的门槛,但是,大幅、高度波动的经济也会以严重衰退的方式将其“返回”“中等收入陷阱”。因此,保持经济增长的可持续性十分重要,不能以固化的标准“唯数字论”。就当下而言,以往新兴市场注重需求侧的短期刺激效果,然而,当结构性制约因素突显时,解决长期性问题的供给侧改革便提上议程。

其次,如何找到摆脱经济困境的出路。目前一些新兴市场经济体处于政治经济双重危机之中。更糟糕的是,经济下滑和政治不确定性增加陷入负反馈的恶性循环——经济严重衰

退削弱执政党的执政能力和公信力,而关键经济领域改革又因政党博弈难以达成政治共识。想要打破这种循环,改革的出路恐怕需要从政治领域和经济领域“双管齐下”。

最后,如何掌握结构性改革的时机。世界处于繁荣周期时,周期性因素掩盖了结构性失衡,一旦宏观环境发生变化,结构性问题将加速经济的恶化程度。因此,当一种经济增长方式的动力即将耗尽时往往会有结构性失衡的信号出现,这时应该“未雨绸缪”,主动地、适时地进行结构性改革,不要等到危机集中爆发的时候再做出“痛苦”的衰退式调整,否则社会代价高昂。许多资源出口型新兴市场经济体错失了在2002-2008年世界经济繁荣期深化改革的良机,不能不说是一种遗憾。■

(责任编辑:王旭明)

作者简介

张勇:中国社科院拉丁美洲研究所副研究员、中国社科院拉美所巴西研究中心秘书长。