



金融危机的 影响差异

*Pelin Berkmen、Gaston Gelos、Robert Rennhack
和 James P. Walsh*

2008年到2009年间，源于发达经济体的全球金融危机影响了世界其他地区的经济增长。但是，某些国家应对得要比其他国家好。这些国家的表现更好是否反映出其在贸易及金融部门开放度、外部压力下的脆弱性以及经济刺激政策的力度方面存在差异呢？是否正是因为这些差异，它们才能免受全球金融危机的重创？

为考察这些国家表现更好的原因，我们重点关注了由40个新兴市场国家组成的样本以及126个发展中国家（包括前者）的样本在金融危机前后对GDP增长预测的调整。然后我们对一系列因素的重要程度进行了评估。这些因素覆盖范围广阔，有助于解释预测调整幅度的大小。通过使用预测调整数据，我们可以绕过许多棘手的问题——如所处发展阶段和经济周期的不同或其他与危机影响无关的因素所导致的增长率差异。此外，其使我们能够在研究中结合关于政策短期效果的预测。我们从《共识预

测》（英国共识经济预测公司）上摘取了独立分析师的预测结果，在此基础上计算出2009年1—6月较2008年1—6月对2009年经济增长预测所发生的变化。我们还使用了IMF《世界经济展望》（WEO）中关于增长预测变化的数据。

调查数据显示，各经济体对2009年经济增长预测的调整范围在-18%到-1.5%之间。其中，东欧和中亚国家经济增长预测的下调幅度最大，拉美国家的预测则变化不大（见图1）。我们的分析表明，如果一国国内金融体系的杠杆化程度越高、对私营部门的信贷投放增长越快，那么该国经济增长预测的下调幅度就越大。灵活的汇率机制显然有助于缓冲经济冲击的影响，因为那些实行钉住汇率制的国家经济明显下滑得更为严重。

危机是如何扩散的？

金融危机通过多种形式（包括直接

为什么全球
金融危机对
某些国家的
冲击更大？

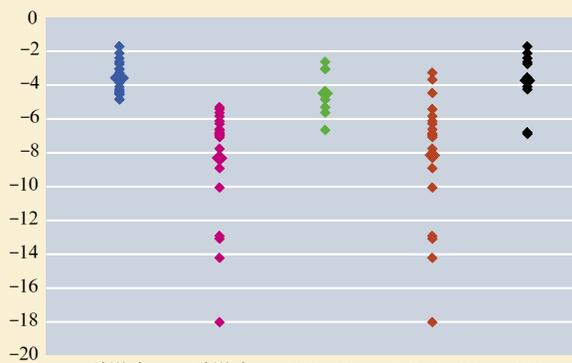
通过贸易联系和金融联系)由发达经济体向世界其他经济体扩散。此外,某些国家暴露出的脆弱性(如高额的经常项目赤字、高负债、低储备或是较强的信贷扩张)使得这些国家更容易受到全球衰退的影响。相反,那些采取了有效政策(如灵活的汇率机制、稳固的财政状况或可靠的制度框架)的国家应该能够更好地抵御危机。

就这40个新兴经济体而言,金融因素在很大程度上决定了对其GDP增长预测的调整幅度。具体来说,

图1
预测值下调

全球衰退迫使预测者对大多数国家的经济增长预测进行了调整。拉美国家的境遇要远好于东欧和中亚国家。

(预测调整,百分比)

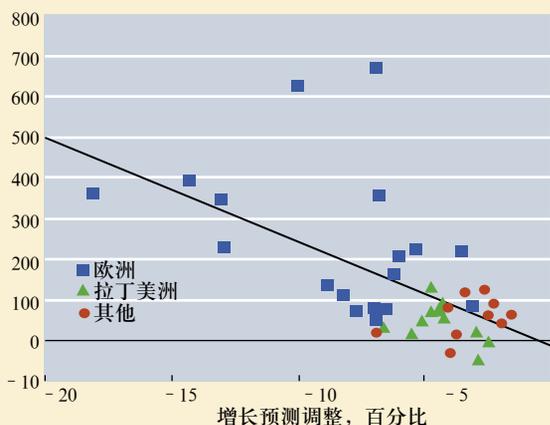


资料来源:作者基于共识经济预测公司数据的计算。

图2
信贷爆发式增长

与信贷低增长的国家相比,信贷快速增长的国家对产出预测的调整幅度更大。

(累计信贷增长率,2005—2007年,百分比)



资料来源:作者基于共识经济预测公司数据的计算,以及IMF《国际金融统计》。

那些经历了信贷快速增长的国家更容易受到经济放缓的影响。在许多情况下,以存贷比率为标志的杠杆率和累计信贷增长率被证明是重要的解释性变量。研究结果表明,对于样本中杠杆率排在前1/4的国家(平均杠杆率为GDP的1.85倍)而言,如果其杠杆率降至与排在后1/4的国家(GDP的0.85倍)相同的水平,那么其增长预测的调整值平均将减少4.1个百分点。信贷增长率对调整值的影响则略微小一些:如果累计信贷增长最快的前1/4的国家(平均累计信贷增长率为350%)的信贷增长降至后1/4的国家(平均累计信贷增长率仅为14%)的水平,那么前者增长预测的调整幅度将平均减少3.3个百分点(见图2)。

汇率制度更为灵活的国家预测修改更小。在大多数情况下,实行固定汇率制的国家的预测下调幅度要大于那些采取灵活汇率的国家(平均多两个百分点)。

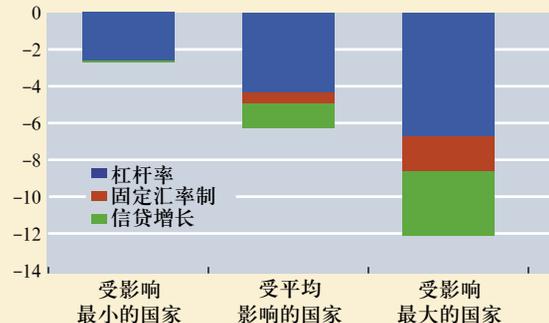
外汇储备存量(可以其在GDP中的比重、出口额、短期债务等多种方式衡量)在统计学上并无对GDP预测调整的显著影响。这一结果与布兰查德(2009年)的研究成果类似。其也反映出一种可能性,即当外汇储备升至足够抵御风险的水平后,其价值就会锐减。事实上,一些增长预测调整幅度最大的中东欧国家与调整幅度较小的欧洲及拉美国家的外汇储备水平大致相同。

尽管缺乏强有力的证据,但财政政策中的主要财政缺口(基本财政收支实际差额与保持公共债务在GDP中的稳定份额的财政收支差额之差)与经济增长正相关。相应的,那些在全球金融危机之前就采取了审慎财政政策的国家受信心危机的影响更小,从而更加易于在经济增长放缓期间采取刺激政策。

图3

杠杆率能完全解释样本中受危机影响最小的国家对增长预测的调整,也能够解释受平均影响的国家对增长预测大约2/3的调整,以及受危机影响最大的国家对其增长预测超过1/2的调整。

(增长预测调整的百分比)



资料来源:作者的计算。

贸易联系

我们也采用了WEO中的预测数据集（WEO数据比《共识预测》的数据覆盖面更广）来考察126个发展中经济体（包括新兴市场）对增长预测的调整，以便在更多国家数据的基础上探讨是否还有其他渠道（如贸易联系）也会对预测调整产生影响。

“贸易融资在2008年年底大幅下滑，并且作为一种金融渠道影响了几乎所有的经济体。”

有意思的是，贸易因素对第二个样本的预测调整有显著影响，但对新兴市场经济体的预测调整却影响不大。尽管贸易开放程度并没有起到决定性影响作用，但贸易结构的不同却对预测调整产生了显著影响。大宗商品（粮食和其他商品）在总出口中所占份额的不同导致了较小幅度的预测下调。对所有发展中国家而言，工业制品在总出口中所占的份额与经济成长的不良绩效相互关联，《IMF区域经济展望：亚洲与太平洋地区》（2009年）中已经提及该关联。这可以进一步证明，由于发达经济体市场需求的衰退，那些主要向其出口工业制品的国家似乎更多地受到金融危机的冲击。而那些以粮食出口为主的国家的处境则相对乐观一些。

总的来说，这些结果都与一个概念相吻合，即对于那些与世界的金融关联程度不高的国家（如低收入经济体）而言，冲击主要通过贸易传导，而往往通过金融渠道向那些与经济发达国家金融联系紧密的国家传导。贸易融资在2008年年底大幅下滑，并且作为一种金融渠道，影响了几乎所有的经济体——发达国家、新兴市场和发展中国家。

政策建议

对新兴市场国家而言，冲击传导的主要途径是通过金融渠道，特别是通过信贷的迅速增长和杠杆率的提升实现传导，并在固定汇率制的作用下进一步恶化。杠杆率能完全解释样本中受危机影响最小的国家对增长预测的调整，也能够解释受平均影响的国家对增长预期大约2/3的调整，以及受危机影响最大的国家对其增长预测超过1/2的调整（见图3）。此外信贷增长也能够解释受平均影响的国家 and 受危机影响最大的国家对增长预测的显著调整。在样本里受危机影响最小的国家中，没有一国实行固定汇率制；而受限的汇

率灵活度则能够部分地解释受危机影响最大的国家的增长预测调整。同时有证据显示，对于那些不属于新兴市场的发展中国家来说，贸易因素对危机的传播也有一定影响。

本文试图解释为什么一些发展中国家和新兴经济体国家经济运行得更好，并由此初步提出以下政策建议：

- 汇率制度的灵活性对抵御大范围的冲击而言至关重要。

- 需实施审慎的监管措施，以防止金融体系脆弱性的不断累积，尤其是信贷快速增长所导致的过高的银行杠杆率。

- 还有一些尚不充分的理由显示，如果一国在经济状况良好时形成稳固的财政基础，其就能在受到诸如本次全球金融危机冲击时有一个缓冲期，并能采取反周期的财政政策。

以上只是一些初步结论。我们还需开展更深入的研究，以了解政策回应和某些制度性、结构性因素对各国衰退持续期、复苏速度和规模所造成的影响。■

Pelin Berkmen是IMF亚洲及太平洋部的经济学家，James P. Walsh是该部门高级经济学家，Gaston Gelos是IMF驻阿根廷和乌拉圭的代表，Robert Rennhack是IMF西半球部的主任助理。

本文基于IMF的工作论文09/280：“全球金融危机：解释各国产出影响的差异”。

参考文献：

Blanchard, Olivier, 2009, “Global Liquidity Provision,” presentation at the Financial and Banking Conference of the Central Bank of Argentina, August 31.

Consensus Economics, Consensus Forecasts (various issues).

International Monetary Fund, World Economic Outlook, various issues (Washington).

———, 2009, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (Washington, May).

