

徐奇渊

xuqiyuan@hotmail.com

## 给新兴经济体 11 国体检：蝙蝠 3 国堪忧

**摘要：**从中期来看，新兴经济体面临的外部冲击主要来自三个方面：美联储非传统宽松货币政策的退出及其引致的国际资本流动、发达经济体的需求回暖以及大宗商品价格的进一步走弱。我们分析了 G20 当中 11 个主要新兴经济体的对外经济结构、经济的内在稳定性，并根据外部冲击可能造成的正面、中性和负面结果，对各国受冲击的情况进行了分类。然后，结合了失业率、通货膨胀率和债务负担率等指标，分析了各国的财政和货币政策空间。最后，考虑外部冲击对各国的不对称影响，以及各国的国内政策空间。基于此，我们提出了蝙蝠三国的概念（BAT，巴西、阿根廷、土耳其），上述三国在未来中期可能面临较大风险、并缺乏应对政策能力。

**关键词：**新兴经济体 外部冲击 内部政策空间 蝙蝠三国

### A Physical Examination for Emerging Economies: Alarms to BAT Countries

**Abstract:** From the perspective of middle term, three shocks challenge the internal policies of Emerging Economies. Firstly, the Fed is expected to exert QE tapering or even exit; secondly, the advanced economies as a whole is undergoing a moderate recovery; and thirdly, the commodities price is and will continue to keep weak. Based on Emerging Elevens' features upon external and internal economic structure, we analyze how these economies will suffer or enjoy the above three shocks. With a survey of the major index like unemployment ratio, inflation and debt-GDP ratio, we analyze the room of the economies' policies respectively. At last, we raise a new concept of BAT countries (Brazil, Argentina, Turkey), and emphasize the risks for BAT in middle term.

**Key words:** emerging economies, external shocks, the room of internal policies, BAT countries

## 一、引言

进入新千年以来，新兴经济体在世界经济增长中起到了越来越重要的作用。新兴经济体和发展中国家，尤其是前者，已经成为推动世界经济增长最为重要的动力。按照购买力平价计算，2004 年新兴经济体和发展中国家占世界经济的比重为 42.8%，而在 2014 年，这一比例预计将达到 57.0%。

事实上，新兴经济体和发展中国家对世界经济增长的拉动作用，在 2001 年就超过了发达经济体，并且这种状态一直保持到了 2014 年（图 1）。在 2008 年金融危机期间，新兴经济体和发展中国家对全球经济增长的贡献达到了顶峰，当年拉动世界经济增长了 1.5 个百分点，而同期发达经济体则拉动世界经济下滑了 1.8 个百分点，两者差距达到了创纪录的 3.3 个百分点。在之后的多年中，这一差距在 2 个百分点附近波动。新兴经济体和发展中国家的经济增长，已经稳定地成为世界经济增长的最主要拉动力量。

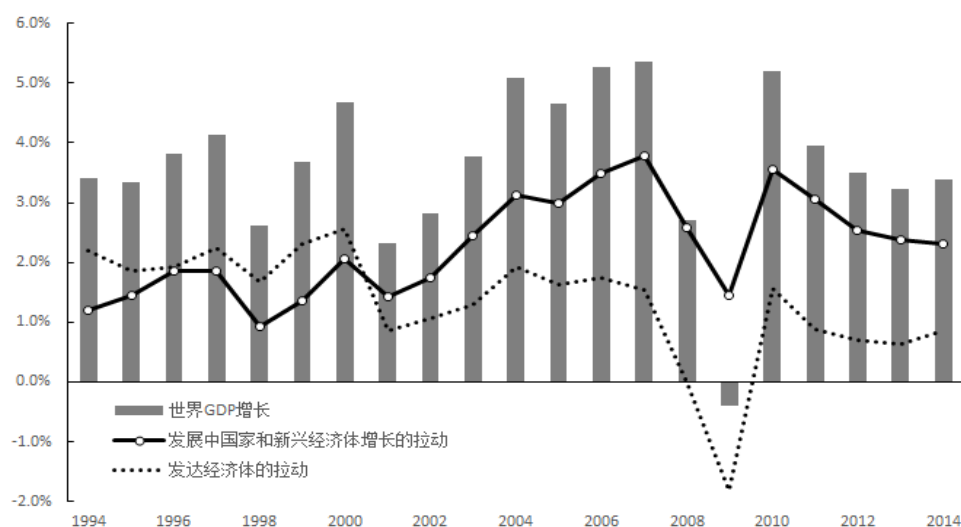
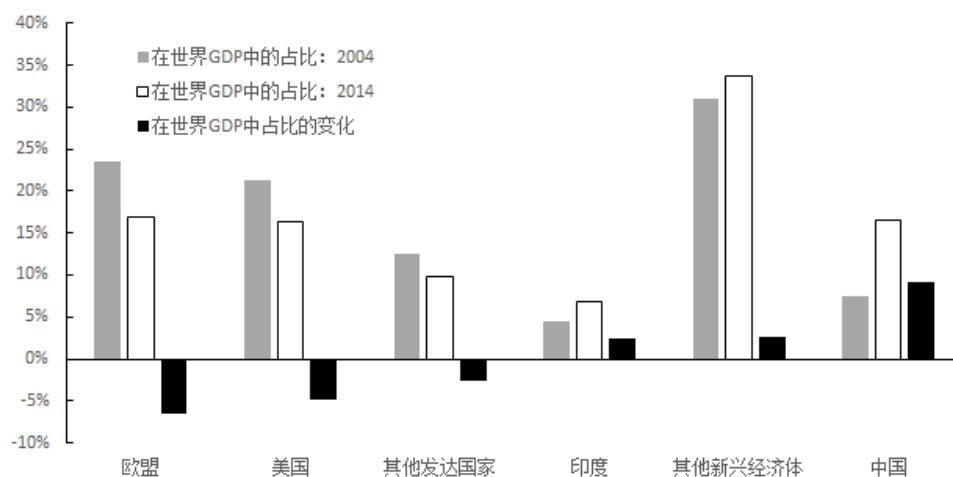


图 1 世界经济增速及其构成变化：1994 年至 2014 年  
数据来源：国际货币基金组织（2014）。



**图 2 世界 GDP 构成的变化 (PPP 口径): 2014 年与 2004 年相比**  
 数据来源: 国际货币基金组织 (2014) 以及作者的计算。

如果对 2004 年至 2014 年的世界 GDP 构成进行分析,可以发现: 欧盟、美国、其他发达国家的比重分别下降了 6.6、4.9、2.7 个百分点; 而与之相对应的此消彼长发生在中国、印度和其他新兴经济体, 三者占世界 GDP 的比重在同期分别上升了 9.1、2.7、2.4 个百分点。可见, 世界经济总量结构的变化, 于发达经济体而言, 主要是由于欧盟、美国的占比萎缩; 而从新兴经济体和发展中国家的角度来看: 中国经济占比提高是最为重要的改变因素, 而除了中国之外的所有新兴经济体和发展中国家占比提高幅度仅为 5.1 个百分点。与此同时, 发达经济体在世界经济中的占比, 已经从 2004 年的 57.2% 下降至 2014 年的 43%; 而新兴经济体和发展中国家的占比, 则相应的从 42.8% 上升到了 57.0%。与 2004 年相比, 两类经济体在 2014 年世界经济中的占比, 其位置关系发生了对调。可以说, 如果不考虑结构因素的话, 2004 年发达经济体在世界经济总量中的位置有多么重要, 那么 2014 年新兴经济体和发展中国家在世界经济总量中就有相同的重要地位。

不过, 在 2009 年世界经济增速反弹之后, 两类经济体的增速差异逐渐缩小 (图 1)。尤其是 2013 年以来, 一些新兴市场体结构性问题日益突出, 同时外部环境风向转变, 新兴经济体的增长表现开始出现分化, 其经济增长动力也陆续遭到了质疑。“金砖国家褪色”、“脆弱五国”等概念开始受到关注。在 2014 年, 预估两大类经济体的增速差距将进一步缩小, 这不但是归因于新兴经济体和发展中国家增速的持续下滑, 而且还同时归因于发达经济体总体增速的回升。

不过，自 2014 年以来，尽管新兴经济体的增长稳中走弱，但是年初的悲观市场预期并没有成为现实。在一方面，这是由于一系列潜在的风险点，例如美联储的 QE 缩减，实际上以不同于预期的方式或力度在演进；另一方面，这是由于新兴经济体自身采取了一些宏观经济的应对举措。

但是我们也要注意，由于新兴经济体的结构具有很强异质性，因此同一个外部冲击，可能会在各个新兴经济体之间带来不对称的冲击。例如，大宗商品价格下降，将会使俄罗斯和沙特阿拉伯等出口资源的经济体贸易条件恶化，外汇收入减少、财政压力上升，并对其整体经济造成负面冲击；而与此同时，中国和韩国等依赖进口资源的经济体，则可以获得低价的进口，企业盈利状况将获得改善，而且由于大宗商品价格的下降，这些经济体的货币当局也将获得更大的政策空间。

因此，不同的外部冲击、不同的内部政策环境、以及不同新兴经济体的不同经济结构，这 11 个经济体的上述不同维度的信息，容易使分析陷入混乱之中。因此，我们需要使用一个统一的框架来进行分析。

首先，我们需要定义新兴经济体的范围，或其国家名单。在此我们使用张宇燕和田丰（2010）的界定，将新兴经济体 11 国作为观察对象，这个国家名单包括：阿根廷、巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非和土耳其。其次，我们将给出未来中期新兴经济体作为整体将面对的三大外部冲击：美联储的 QE 缩减和退出、发达经济体的需求回暖、大宗商品价格整体走弱。这将在本文第 2 部分进行分析。然后，针对每一个冲击，分析新兴经济体 11 国可能受到的具体影响，这将在本文第 3 部分进行分析。本文的第 4 部分将分析在上述冲击和影响的背景下，各个新兴经济体国家的承受能力、以及其内部政策空间。最后是结论性评述。

## 二、新兴经济体在中期将面临的三大外部冲击

从中期来看，新兴经济体将面临以下三个方面的外部冲击：美联储的 QE 缩减和退出、发达经济体的需求回暖、国际大宗商品价格的整体走弱。

首先，美国经济复苏势头仍然强劲，美联储的 QE 缩减和退出的步伐可期，国际资本流动将面临变数。

美国的制造业 PMI 指数持续处于高度景气水平。从最近 20 年的数据来看,2014 年秋季的制造业 PMI 指数,仅次于 2004 年中期和 2011 年初,甚至还高于 1999 年后期的水平。此外,美国非制造业 PMI 指数也在持续复苏中,目前已经恢复到了危机以来的最高水平,大致相当于 2007 年后期的水平。将美国制造业、非制造业 PMI 进行加权,得到综合的 PMI 指数,则可以发现,2014 年秋季的综合 PMI 指数,是近 10 年当中的次高点水平,仅次于 2004 年中期的表现。从就业指标来看,美国失业率已经从 2009 年末接近 10%的水平,成功的下降到了 2014 年 2 季度接近 6%的水平;与此同时,非农就业岗位空缺数量上升至近 10 年来的最高点(470 万)。

从上述各项指标来看,美国经济复苏势头强劲。虽然其在 1 季度经济受到了冷冬的影响,但是 2 季度增速强劲反弹至 4.6%,进入 3 季度以来各项指标延续稳健增长势头。预计 2014 年下半年 GDP 增速较 2 季度略有回落,但仍将保持 3%左右的增速。而且,根据 IMF 的预测,在 2015 至 2017 年的三年间,美国经济增速还将继续维持在 3%左右的水平。而根据 Feldstein (2010)、《美国总统经济报告》(2012)从供给面的测算,两者给出的测算结果分别认为:2010 年至 2019 年美国潜在增速为 2.6%,2011 年至 2022 为潜在增速 2.5% (曹永福,2012)。

在这种背景下,美联储稳定增长和就业的压力下降,稳定通胀任务的重要性上升。因此,QE 的缩减和退出时机越来越接近。2014 年 8 月 20 日,美联储公布的 7 月份联储市场公开委员会 (FOMC) 会议纪要、8 月 22 日联储主席耶伦在杰克逊霍尔的演讲内容,以及 9 月 16 日-17 日的 FOMC 结果,均透露美国将稳步退出非常规的量化宽松政策,实现货币政策的正常化,而且进入加息周期后的紧缩步伐可能快于预期。在近期市场上,美国三个月期的远期利率也显示:2015 年至 2017 年这三个年度中,三个月期利率的上升幅度将分别接近 1 个百分点。也就是说,市场预期美国的三个月期利率,将从目前的接近零利率状态,提高到 2017 年 3%左右的水平。这也正是市场对 QE 退出做出预期的一种体现。如果在 3 年内,美国 3 个月期利率真的上升接近 3 个百分点,那么无疑,这将对国际资本流动格局造成重大的影响,一些新兴经济体将不可避免的被卷入其中。

**其次,发达国家的总需求将出现不同程度的复苏或企稳,新兴经济体的外部需求环境将进一步有所改善。**如前所述,作为全球贸易中的最大进口国,美国经济的复苏强劲将对其他国家的经济起到一定的拉动作用。

而在欧洲方面，在经济复苏乏力的同时，还面临着乌克兰政局动荡，以及欧-俄相互制裁活动升级等问题，甚至其还面临一定的通货紧缩风险；尽管如此，欧洲经济仍然有望在短期和中期内的增长逐渐企稳。这是因为，在一方面，欧洲央行正在从质量型的非传统货币政策转向数量型的非传统货币政策，从而提升长期投资者的信心；在另一方面，欧元已经出现和预期将要发生的贬值也将刺激其出口的增长。因此，欧元区经济有望在 2—3 年内实现 1%左右的年度经济增长。而这个增速，虽然无法掩盖其局部地区将出现的问题（比如法国和意大利），但是却足以使其在整体上保持金融市场较为稳定的运转。可见，欧元区经济作为新兴经济体的重要出口市场，在中期内也将是一个中性偏正面的需求因素。

2014 年的日本经济以 4 月 1 日的消费税上调为分界点，呈现出了前高后低的变化。不过，在 3 季度私人消费的恢复性增长、政府消费的稳定都对稳定经济增长发挥了作用，生产方面的景气指标触及了半年来的高位，表明第一轮消费税上调（从 5%到 8%）的冲击已经在很大程度上被消化了。按照预定计划，日本将在 2015 年第二次上调消费税（上调至 10%），其必然也会再次对经济产生冲击。但是，安倍内阁对第二次上调消费税的时机选择仍然非常谨慎，因此其政策操作必然具有较大的灵活性，并且同时也会采取其他措施来稳定这种可预期的冲击。从目前日本劳动力市场的就业情况来看，日本已经基本实现了充分就业。预计在未来三年内，日本经济增速将维持在 0.5%至 1%的水平。

总体上，发达国家的整体经济复苏可期，对应地，其进口需求也将对各个新兴经济体的增长起到不同程度的拉动作用。

**最后，由于供给面的显著改善、需求面的增长放缓以及货币因素，国际大宗商品价格在近几年内将处于弱势。**

2013 年末以来，农产品、原油和金属三类大宗商品的价格先后呈现出了颓势。以原油价格为例，这是由于三个方面的原因共同导致的价格下跌，而且将会在中期内持续这种态势：

首先，供给面有了显著的改善。由于美国的页岩气、页岩油开采技术取得了突破性进展，近年来其油、气开采量迅猛增长，按目前的趋势，预估 2014 年美国的油气开采量大约比 2007 年上升 56%。相应地，美国能源的对外依赖度也从 2007 年的 32%下降到了 2014 年低于 13%的水平。甚至在不远的将来，美国还有望实现

“能源独立”。其次，从需求面来看，中国国内房地产投资的放缓、过剩产能的淘汰，以及增长模式的转变，都使得中国对能源等大宗商品的消费增速出现了放缓。因此，世界上两个最大经济体，在原油的供给、需求层面都有重大的调整，这种供、求力量的变化，将导致了原油以及其他相关大宗商品价格出现了弱势。而且，由于上述两个方面因素的持续存在，这种价格走弱还将在中期内持续。除此之外，前面提到的美联储 QE 的退出，以及由此带来美元在中期内的走强，也会使得大宗商品的美元价格出现下调。

### 三、三大冲击对新兴经济体可能造成的影响

美联储 QE 退出、发达经济体需求总体回温和国际大宗商品价格进一步走弱，这三大冲击将通过不同机制、对各个新兴经济体产生不对称的冲击效果。

首先，美联储的 QE 缩减及退出，将通过国际资本流动在方向、数量上的变化，对新兴经济体产生冲击，但新兴经济体各国面临的资本外流潜在压力并不相同（图 3）。根据 IMF（2014）的数据，我们计算各国国际投资净头寸占 GDP 的比例，以此作为观察指标，可以将 E11 新兴经济体分为三类：第一类，沙特阿拉伯和中国，两者的国际投资头寸具有净债权，而且净债权占 GDP 比例较高，两者分别为 96%、21%。因此，这两个国家所面临资本外流冲击带来的负面冲击相对较小。尤其是中国，其资本项目仍处于有限管理的状态下。

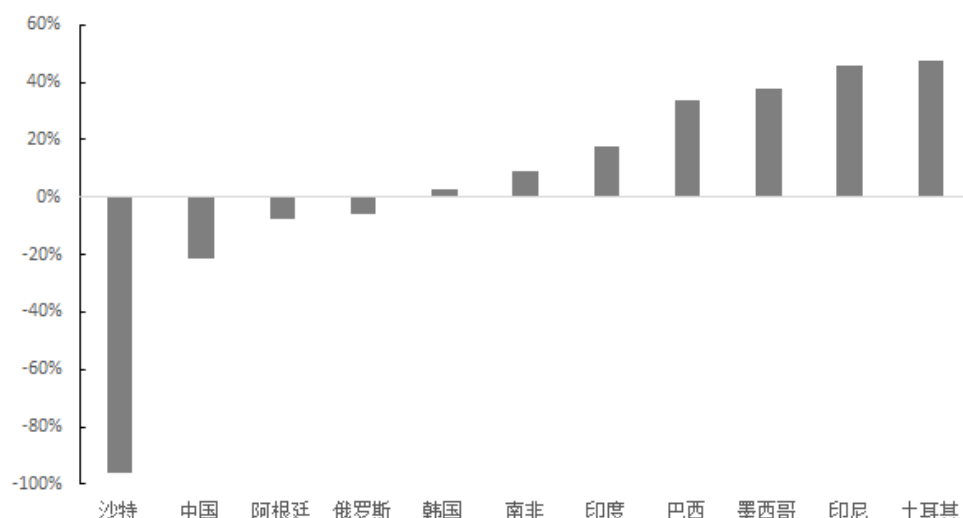


图 3 新兴经济体的潜在资本外流压力：国际投资头寸净负债占 GDP 比例

数据来源：国际货币基金组织（2014）及作者的计算。说明：沙特阿拉伯、土耳其为 2012 年 12 月数据，印度、印度尼西亚为 2014 年 3 月数据，其他国家均为 2013 年 12 月数据。



第二类国家是阿根廷、俄罗斯、韩国和南非。这类国家，其国际投资头寸净债权或净负债的相对规模较小（GDP 占比均在正负 10%的区间内），因此，这些国家受到国际资本流动的直接影响的将是相对较为有限的。

而第三类国家，包括印度、巴西、墨西哥、印度尼西亚和土耳其，其净债务占 GDP 比例分别为：18%、34%、38%、45%、47%。因此，美联储 QE 退出、缩减所引发的国际资本流动方向改变可能对此类国家产生比较明显的冲击。

其次，发达国家经济的需求整体回暖，将在更大程度上有利于出口导向型的新兴经济体，而对于那些出口并不重要的新兴经济体，其正面影响则较小。

计算 E11 国家的出口依存度可以发现（图 4）：沙特阿拉伯、韩国、墨西哥、俄罗斯、南非、中国、印度尼西亚等国的出口依存度都在 20%以上，则发达经济体的需求将对这些国家的出口、从而其经济具有较大的正向带动作用。而其他一些国家，如土耳其、印度、阿根廷、巴西，其出口依存度则相对较低，都在 20%以下，其中巴西仅略高于 10%。不过，沙特阿拉伯、俄罗斯、南非等对大宗商品出口具有较高依赖度的国家，还要结合大宗商品的价格因素进行分析，其形势并不像这里单一角度所分析的那么乐观。

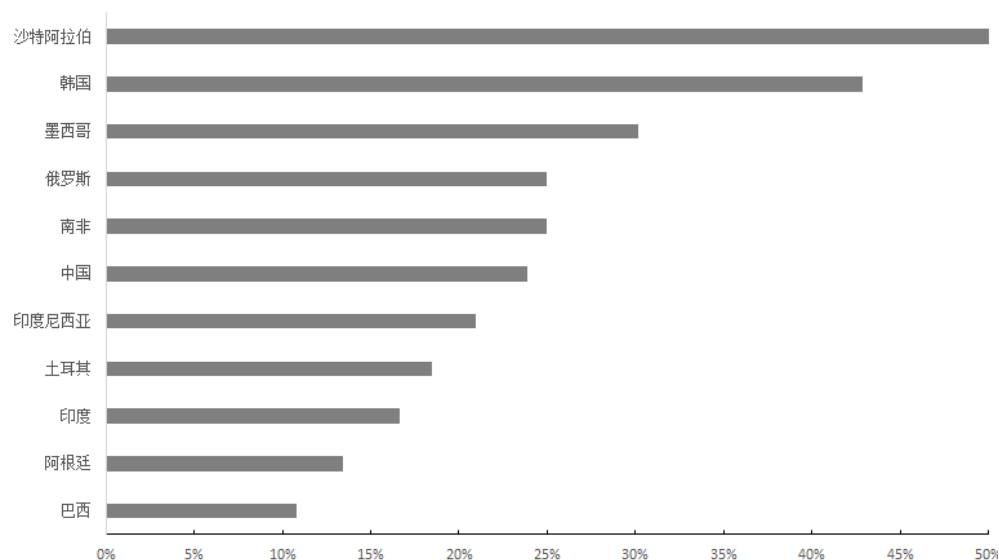
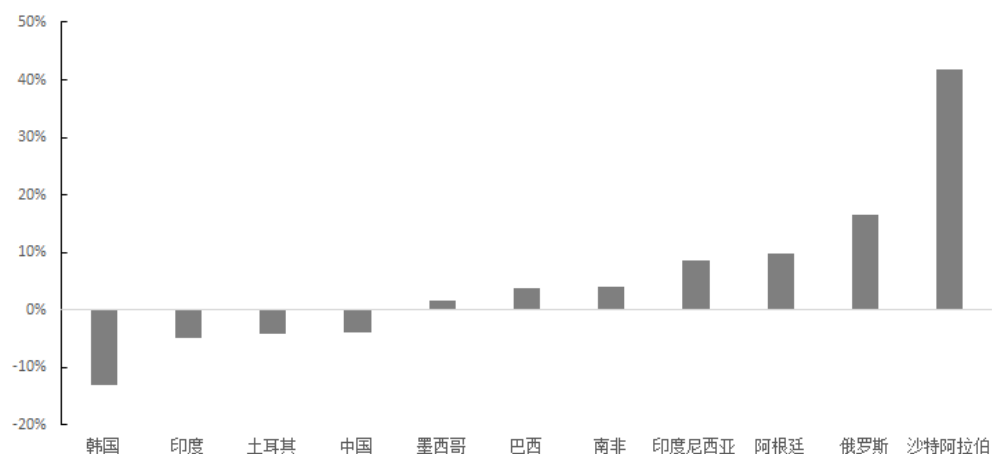


图 4 新兴经济体的出口依存度：出口占 GDP 比例

数据来源：各国统计部门及作者的计算。根据各国 2014 年可得数据计算。



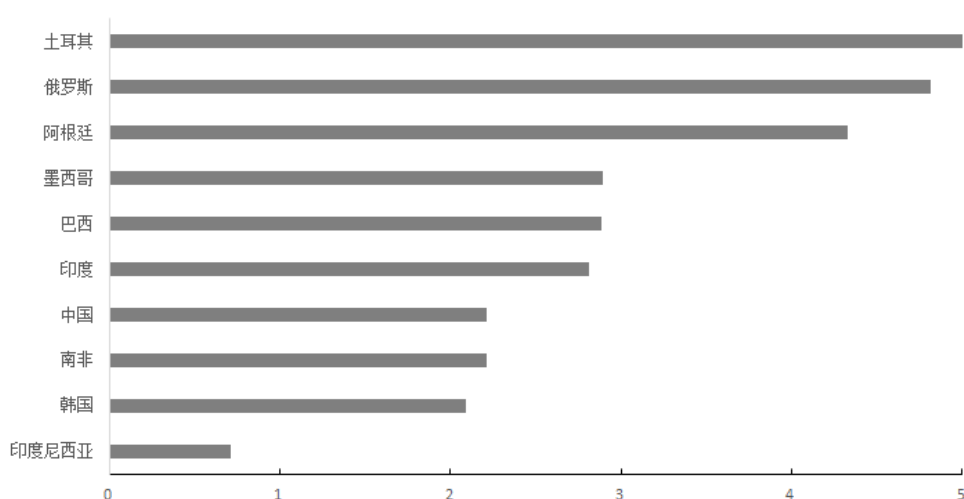


**图5 新兴经济体的大宗商品出口依赖程度：大宗商品净出口占GDP比例**

数据来源：各国统计部门及作者的计算。根据各国2013年全年数据计算。

第三，大宗商品价格的进一步走弱，作为进口国的新兴经济体将受益，而对大宗商品出口依赖程度较高的经济体则将受到负面冲击。我们根据大宗商品净出口的GDP占比，对11个主要的新兴经济体也进行了观察（图5）。

其中，韩国、印度、土耳其、中国将在不同程度上受益于大宗商品价格走弱。墨西哥的大宗商品净出口GDP占比极低（1.6%），因此这一冲击对其影响较为中性。而对于巴西、南非、印度尼西亚、阿根廷、俄罗斯、沙特阿拉伯来说，这一冲击的影响将依次放大。其中，俄罗斯、沙特阿拉伯的大宗商品净出口依存度达16.6%和41.8%。因此，对于这些较为依赖大宗商品出口的国家而言，大宗商品价格下跌，将部分的抵消发达国家需求整体回暖带来的正面影响。结合前面的分析，由于这些国家大宗商品的出口甚至可能出现量价齐跌的严峻局面。



**图6 新兴经济体各国增长波动性：GDP增速的标准差**

数据来源：各国统计部门及作者的计算。根据2004年9月至2014年9月的季度数据计算。沙特的时间序列过短，与其他国家不存在可比性，因此在图中没有给

出。

表 1 新兴经济体面临三大冲击的潜在影响及其经济的自我稳定性

	相对正面	相对中性	相对负面
美联储 QE 退出冲击	沙特阿拉伯、中国	阿根廷、俄罗斯、韩国、南非	印度、巴西、墨西哥、印度尼西亚、土耳其
发达经济体需求回暖	沙特阿拉伯、韩国、墨西哥、俄罗斯、南非、中国、印度尼西亚	---	土耳其、印度、阿根廷、巴西
大宗商品价格走弱	韩国、印度、土耳其、中国	墨西哥	巴西、南非、印度尼西亚、阿根廷、俄罗斯、沙特阿拉伯
经济增长的波动性	印度尼西亚、韩国、南非、中国	印度、巴西、墨西哥	沙特阿拉伯、阿根廷、俄罗斯、土耳其

除了上述三大冲击之外，还需要观察新兴经济体国家自身经济增长的波动性。相对于发达经济体，新兴经济体的增长通常具有更大的波动性。从过去 10 年的历史来看，经济增长相对较为稳定的国家依次是：印度尼西亚、韩国、南非、中国，其中印尼的增速标准差为 0.71，其他 3 国略高于 2；而印度、巴西、墨西哥的波动性则较大，三国经济增速的标准差均接近 3 的水平；最后，沙特阿拉伯、阿根廷、俄罗斯、土耳其的经济增速波动性最大，标准差在 4.3 到 5.1 之间<sup>1</sup>。这表明，从历史经验上来看，第一类国家经济的自我稳定性相对较好，而第三类国家的经济则比较缺乏稳定性。面临同样的外部冲击，则可以预期，第三类经济体的增速将面临更大的波动。

上述四个角度的分析，可以总结在表 1 当中：

对于三大冲击和新兴经济体的自我稳定性，我们可以根据表 1 的分类进行综合评分。其中，由于发达经济体需求虽然回暖，但总体程度较弱，因此相对正面、中性、负面分别计分为 0.5、0、-0.5 分。而其他两个冲击、以及经济的自我稳定性中，相对正面、中性、负面分别计分为 1、0、-1 分。对 11 国的 4 项评分进行加总，结果显示（图 7）：

<sup>1</sup> 沙特阿拉伯没有最近 10 年的数据，只有最近 4 年的数据。因此为了对沙特进行分析，对这 11 国近 4 年的季度增长情况进行分析，沙特的经济波动性处于第 3 位。所以将沙特也列入到增长波动最大的一组中。

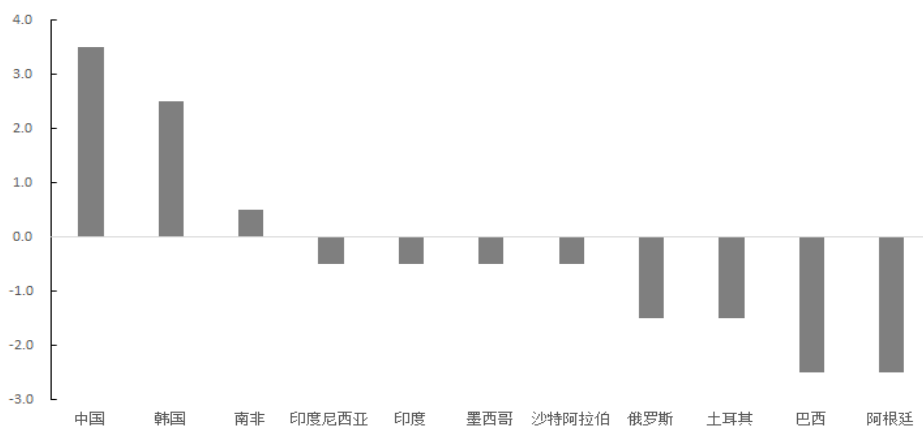


图 7 各国在中期内面临外部冲击的相对风险评分

中国、韩国的分值为 3.5 分、2.5 分，这两国面对上述三大冲击时，形势相对较为乐观。具体来说，中国面临的潜在资本外流压力小、属于典型的大宗商品进口国、而且发达国家的需求回暖还将带动中国的出口，并且历史上中国的经济增长也相对较为稳定。韩国的情况类似，不过韩国面临的潜在资本外流压力稍大，因此评分略逊于中国。

对南非、印度尼西亚、印度、墨西哥、沙特阿拉伯而言，上述外部冲击的影响有正也有负，总体来说其受到的冲击是相对较为中性的。比如南非的增长自我稳定性较强、出口作用较大，同时又比较依赖大宗商品出口；印度尼西亚面临较大的潜在资本外流压力、而且可能会受损于大宗商品价格的下跌，但是另一方面，印尼的经济自我稳定性较强、而且也将较多受益于发达国家的需求回暖等等。

但是对于俄罗斯、土耳其、巴西、阿根廷，尤其是后两者而言，上述外部冲击可能造成的负面影响将是比较严峻的。

例如，虽然从净债务/GDP 比例来看，俄罗斯面临的资本外流压力较小，而且俄罗斯也将受益于发达经济体的需求复苏；但是，由于主要受到美国能源独立的负面影响、大宗商品价格的进一步走弱、以及俄罗斯自身经济缺乏稳定性，其将遭受较大的负面冲击。尤其是考虑到乌克兰危机中，俄罗斯在资本外流、国际贸易方面可能面临额外的一些负面冲击，则俄罗斯面临冲击的负面影响更不容乐观。

土耳其的面临的挑战也不少：潜在的资本外流压力大、发达国家需求回暖对其带动作用有限、经济自身的波动性大；作为一个大宗商品的净进口国，大宗商

品的价格下跌将是其面临唯一的正面冲击。因此，土耳其所面临的外部风险也值得密切关注。

在上述外部冲击中，巴西和阿根廷面临的风险最大，两者面临的风险也大体相似。大宗商品价格下跌均会对其产生负面冲击，而发达国家的需求回暖对两个经济体的正向作用均非常有限；此外，巴西还面临较大的资本外流压力，而阿根廷经济的自我稳定性较差。

#### 四、新兴经济体各国应对冲击的政策空间

除了外部因素之外，宏观经济政策所关注的国内目标主要是通货膨胀、失业率与经济增长率。一般情况下后两者具有一致性，因此，我们将目标简化为两个：通货膨胀和失业率。图 8 描绘了 11 个主要新兴经济体的情况，代表通胀率和失业率平均水平的水平线、垂直线将 11 个新兴经济体分成了 4 类：

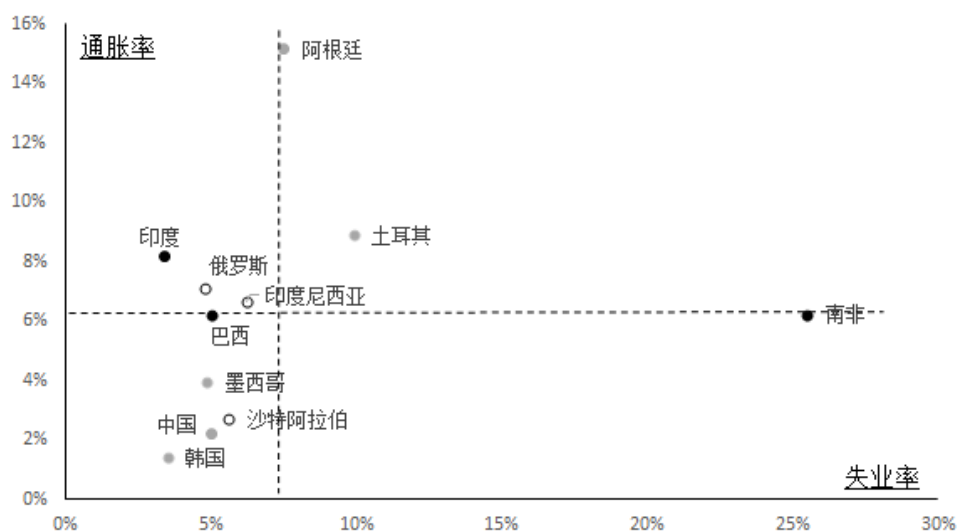


图 8 新兴经济体各国面临的国内经济形势

数据来源：IMF（2014）最新可得数据。数据说明：黑色点，代表债务/GDP 比例相对偏高的国家（大于 40%），如巴西、南非、印度。灰色点，代表这一比例处于相对较低区间的国家（30%至 40%）。白色点，代表债务/GDP 比例非常安全的国家（30%以下），例如沙特阿拉伯、俄罗斯、印度尼西亚。水平、垂直的虚线分别代表通胀率、失业率的平均水平。

第一类国家是巴西、墨西哥、沙特阿拉伯、中国、韩国的通胀率、失业率都处于平均水平以下，表明这类国家的国内风险相对最小。而且，在这些国家当中，沙特的财政情况非常安全，韩国、中国、墨西哥的债务 GDP 占比也相对较低；但是巴西的债务负担率为 57%，所以，尽管巴西目前的国内经济形势勉强稳定，但财

政政策的空间不大，而且巴西的通胀率也是第一组国家中最高的（6.2%），另外考虑到巴西面临较大的资金外流压力，所以其宽松的货币政策将面临较大压力。可见，第一类国家的国内风险相对较小，除了巴西之外的国家，都有较大的财政、货币政策空间。

第二类国家是南非，通胀率为6.2%，接近平均水平，但失业率为25.5%，大大高于一般水平。同样，由于通胀率水平也接近平均值，南非的货币政策空间不大；而且债务负担率水平为46%，财政政策的使用能否解决目前的高失业率问题，也存在很大疑问。可见，南非国内所面临的经济问题，可能是单纯的总需求管理政策所无法解决的，需要对经济结构进行较大的调整。在面临外部冲击下，这样的财政、货币政策局面，其应对空间也是非常有限的。

第三类国家是印度尼西亚、俄罗斯、印度，这类国家的失业率相对较为可控，都在平均水平以下；但其通胀率较高，在6.6%到8.2%之间。这类国家在实施宽松货币政策时，会面临较大压力。而在财政政策方面，印度的债务负担率较高，因此，印度财政政策空间也较为有限；俄罗斯、印尼的财政政策空间则较大。

第四类国家是阿根廷、土耳其，这两个国家的失业率、通胀率同时都高于平均水平。其中两者失业率分别为7.5%、9.9%；通胀率分别为15.1%、8.9%。因此，两者货币政策扩张的空间都不大，不过，两个国家的财政健康状况尚可，财政政策具有一定的政策腾挪空间。

综上所述可以发现：相对而言，货币政策、财政政策空间同时较大的经济体有：墨西哥、沙特阿拉伯、中国、韩国；两种政策中具有一定政策空间的是俄罗斯、印度尼西亚、南非；在两种政策上都缺乏政策空间的国家有巴西、印度、阿根廷、土耳其（表2）。从而面对同样的负面外部冲击，三类国家的应对冲击能力是依次下降的，第一类国家最有可能对外部负面冲击作出有效的反应。

**表2 新兴经济体各国的财政、货币政策空间**

		扩张货币政策的空间	
		较大	较小
扩张财政政策的空间	较大	墨西哥、沙特阿拉伯、中国、韩国	俄罗斯、印度尼西亚
	较小	南非	巴西、印度、阿根廷、土耳其

表 3 新兴经济体各国的外部冲击风险、内部政策空间组合情况

		内部政策空间		
		较大空间	有一定空间	缺乏空间
外部冲击的风险	相对正面	中国、韩国	——	——
	相对中性	墨西哥、沙特阿拉伯	南非、印度尼西亚	印度
	相对负面	——	俄罗斯	巴西、阿根廷、土耳其

## 五、结论

综合前文的分析，我们可以发现：主要的新兴经济体 11 国，其面临外部冲击的风险、与内部政策空间具有以下几种组合的情形：

第一类，中国和韩国。外部冲击总体对其是相对有利的，例如发达经济体外部需求的回暖、潜在资金流出的压力较小、大宗商品价格的下跌；而且与此同时，两个经济本身的稳定性较强，其财政、货币政策都存在较大的空间来应对可能发生的冲击。

第二类，墨西哥、沙特阿拉伯，南非、印度尼西亚，印度。这些国家同时受到来自外部的正面、负面冲击，预计综合结果接近中性。不过相比较而言，墨西哥、沙特阿拉伯的财政、货币政策空间较大，其应对意外事件的能力较强；而南非、印度尼西亚则只在两个政策中的一个方面具有一定政策空间，因此，其应对意外事件的能力较为有限；最后，对于印度来说，如果发生意外事件的冲击，其比较缺乏应对的政策工具。

第三类，俄罗斯、巴西、阿根廷、土耳其。这些国家面临的外部冲击相对较为负面，这些国家不同程度的面临资本外流、大宗商品价格下跌等问题，而且发达经济体的复苏对其中一些经济体的拉动作用还较小，再考虑到这些经济体的波动性较大，以及其内在政策空间的承受力较小——其中俄罗斯在财政政策上有一定空间，但货币政策缺乏空间；其他三个国家在财政、货币政策两个方面都缺乏

扩张的余地。这三个国家,巴西、阿根廷、土耳其,我们将其称之为蝙蝠三国(BAT),不但最有可能面临最严重的外部冲击,而且还缺乏应对的政策空间,需要我们今后进一步的跟踪和关注。

**参考文献:**

Feldstein, Martin, "U.S. Growth in the Decade Ahead", NBER Working Paper, No.15685, 2010.

张宇燕、田丰,“新兴经济体的界定及其在世界经济格局中的地位”,《国际经济评论》,2010年第4期。

曹永福,《美国经济:复苏渐趋巩固,失衡有所回归》,《全球宏观季度报告:2012年第1季度》,中国社会科学院世界经济与政治研究所外部经济环境监测报告,2012年4月。

IMF, International Financial Statistics, data base online, 2014.

**免责声明:**

本报告非成熟稿件,仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所全球治理研究室、经济发展研究室所有,未经本中心许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登,如有违反,我们保留法律追责权利。

联系邮箱: iwep100732#163.com