

CBNRI 对话 BIS 经济顾问申铨松：全球流动性拐点已到

BIS 经济顾问与研究部门负责人申铨松(Hyun Song Shin)在此前的上海 G20 央行行长和财长会议上接受了我们的独家专访。他表示，全球流动性指标自 2009 年首次停止增长，表明全球流动性条件可能已经开始收紧，而这对于新兴经济体而言影响巨大。

对于大多数新兴市场国家而言，2016 年会是艰难而动荡的一年。在今年 1 月将新兴市场和发展中国家 2016 年增长预期调低 0.2 个百分点后，IMF 最新发布的《世界经济展望》再次调低其增长预期 0.2 个百分点、至 4.1%。

增长放缓、货币贬值、市场动荡——驱动这一轮新兴市场经济体周期下行的力量究竟来自何方？在 BIS(国际清算银行)看来，“全球流动性”是一个最有力的观测指标。

BIS 的数据显示，2015 年三季度，非美地区的非银部门美元计价债务存量为 9.8 万亿美元，与 6 月末持平；同时，新兴市场的非银美元计价债务存量也整体持平，保持在 3.3 万亿美元的水平。BIS 被业界称为“央行的央行”，“全球流动性”指标是 BIS 定期发布的针对全

球金融市场融资难易程度的综合衡量指标。

BIS 经济顾问与研究部门负责人申铨松(Hyun Song Shin)在此前的上海 G20 央行行长和财长会议上接受了我们的独家专访。他表示，全球流动性指标自 2009 年首次停止增长，表明全球流动性条件可能已经开始收紧，而这对于新兴经济体而言影响巨大。

“我们往往认为，经济放缓、商品价格下行、美元升值、新兴市场货币贬值等都是不同的、独立的金融市场冲击，但如果你以全球性、长远的视野来看，你就会发现，这些绝不是单一的、非关联的冲击，它们是互相紧密相连的，归根到底就是全球流动性问题。”他解释说。

规模巨大的债务存量、可能已经到来的全球流动性紧缩周期，无疑极大挤压了新兴市场

经济体的腾挪空间。去杠杆和结构性改革在所难免，然而，若要维持短期的经济增长，加杠杆似乎又成为唯一的选项。

采访最后，申铨松给正在保增长和促改革之间“挣扎”的新兴市场开出了一味看似简单却极易被忽略的“药”——“不要‘债上加债’，用一句英语惯用语来说就是——When you are in a hole, stop digging(如果你已经掉进洞里了，就不要再深挖了)。”

全球流动性拐点已现

CBNRI: BIS 定期发布的非美地区的非银部门美元计价债务存量是全球流动性的重要衡量指标，而这一指标截至 2015 年 9 月末开始停止增长。你如何看待未来新兴市场存在的流动性风险？

申铨松：截至 2015 年 9 月末，非美地区的非银部门美元计价债务存量为 9.8 万亿美元，与 6 月末持平；同时，新兴市场的非银美元计价债务存量截至三季度也整体持平，保持在 3.3 万亿美元的水平。值得注意的是，2015 年三季度也是自 2009 年来该指标首次停止增长，可见全球流动性条件可能已经开始收紧，而这对于新兴经济体而言影响更大。我们的数据还存在时滞，只能看到去年三季度。

我们认为这是全球流动性的拐点，这一现象上一次出现还是在 2009 年，虽然这将是一个非常缓慢、周期漫长的过程，但却至关重要，这意味着市场人士长期适应的美元流动性泛滥、美元贷款廉价的宽松环境将不复存在。

CBNRI: 你认为这一整体周期大约会维持多久？全球最大对冲基金桥水(Bridgewater)创始人达里奥(Ray Dalio)认为这可能是 70 年债务周期的终结。

申铨松：我们不会看如此漫长的周期，这一周期也很难定义。但只要看一下相关数据就不难发现，过去 10~15 年，我们经历了美国繁荣周期，此后次贷危机爆发导致 2008 年崩溃，

随后我们又经历了美、日、欧的量化宽松繁荣期，全球流动性处于激增阶段。我的担忧在于，这一周期正在转变，而因为美元债务在这一拐点出现的时候规模巨大，下行压力就会被放大。

我们总裁在伦敦政治经济学院的讲座中提及，根据 BIS 研究，新兴市场的美元计价债务在 2008 年后(2009~2015)翻了一番有余，这与当时美元贬值有关。当时举借美元后所买入的资产一般都是以借贷人所在国的本币计价资产，可以来自能源行业、制造业、建筑业、房地产等，其中包括不少国有企业。此外，这还包括金融资产，可以是银行存款或影子银行的理财产品、委托贷款，美元流动性与信贷情况直接相关。长期以来，弱美元与新兴市场充沛的流动性相伴而行。

CBNRI: 问题在于，美元还可能会持续走强吗？

申铨松：这的确是一个很重要的问题。在美元债务中，海外非银部门美元债务占比为 18.3%，这意味着借债人并非全部来自美国，我们也可以把他们看作持有美元空头头寸。在金融市场之中，有一种现象叫做“轧空”，即当美元走强时，美元债务持有者可能急忙去买美元来还债，美元会因此不断走强，而随着“去杠杆”程度不断深入，美元会进一步走强。因此，美元的强势程度部分取决于去杠杆程度以及美元债务总量。

CBNRI: 这就意味着美元还会继续走强？

申铨松：从结构性角度来看，只要美元债务存在，就有可能出现借贷者需要偿还美元因而推高美元的时期。全球流动性是决定这种现象是否出现的重要因素。

很重要的区别在于，有的投资者只是出于投机目的购入美元；还有一种是美元空头，但他们只是因为要偿还美元债务而再度购入美元。这两种类型的投资者行为是截然不同的。就前者而言，重点在于获利离场；就后者而言，

如果你持有大量美元债务，不论美元价格如何，你为了偿还债务都必须买入美元。因此，这也意味着，美元债务的大量存在仍使得美元持续上涨的可能性增强。

CBNRI：但这在当前看上去有点难以置信，几乎所有人都在预期美联储会推迟加息。

申铨松：像我上面提到，只要美元债务存在，“轧空”就可能会出现。是否出现或什么时候出现，就取决于全球流动性了。即使市场目前认为加息会被延迟，当利息在将来的某一个时点上升，全球流动性的周期就会逆转。

CBNRI：美联储推迟加息是否可能给予新兴市场缓冲？

申铨松：如果因为内部、外部原因，美国推迟加息，美元升势放缓，新兴国家应该利用这个时间减少债务、进行结构改革。如果不实施改革，反而继续增加债务，那么周期一旦逆转，这些经济体面临的下行压力会更加巨大。

“全球央行合作”治标不治本

CBNRI：鉴于全球潜在风险突出，你认为全球主要国家利用 G20 这一平台进行一些合作，例如进行联合汇率协调，是否能解决或缓解问题？

申铨松：这并不是根本解决方法。问题的症结在于债务存量，尤其是美元债务存量。那么，要如何解决？如果进一步增加债务，这只是缓兵之计。因此解决问题的方式是减少脆弱性的进一步积累，即减少美元债务。

BIS 研究显示，自 2009 年以来，新兴市场公司部门的债务激增，其债务占 GDP 之比从 75% 增至 100% 有余，债务的增速远远超过了经济增速。基本面在恶化，但债务却在上升，这绝不是解决经济问题的方式。

回过头来看一下借债的定义，即通过借款，来将未来的开支提前到当下、促进消费，这只是变现未来，但这并不能增加财富总数。之所以想要借债，是因为投资者看到了有利可图

机会，借债使得投资者不会受限于当前的现金流。然而如果你并没有看到有利机会，却仍在借债，这就是恶性循环。在恶性循环持续一段时间后，债务积累比例达到一定高度，从借债到刺激消费的传导机制也会弱化。例如，在一些国家，家庭部门债务比例非常高，不论利率降到多低的水平，这都无法激发消费者的借贷需求，因为债务负担已经太重了，货币政策已失效。

最终，我们需要通过去杠杆、开展结构性改革、去除僵尸企业、对债务进行结构重组等来解决问题。新兴市场的公司部门债务当前的确堪忧。

CBNRI：鉴于当前新兴市场债务积累情况严重，你认为“去杠杆”的过程会否充满坎坷、最终结果可能是一场新的危机吗？

申铨松：不至于太坏，但波动肯定在所难免。必要时，央行可能需要采取政策来缓冲波动。但减少负债也不能推迟，这也是为何本次 G20 将结构性改革设为重要议程。

CBNRI：在这一背景下，汇率联合协调机制也许是一项缓冲结构性改革冲击的好办法？毕竟美联储的决策和行为会对新兴市场产生重大影响。

申铨松：美联储的法定使命是建立在为美国经济考量的基础之上。可以确定的是，美国货币政策对于新兴市场会产生溢出效应。但不仅如此，回溢效应(spill-back effect)也在影响着美国，例如强美元已经打击了美国出口，对美国通胀造成了下行压力。

如果不是简单地讨论汇率联合协调，制定政策有三个层次：第一层次是最基本的层面，即只专注于国内经济，以短期视野制定货币政策；第二层次是开明自利(enlightened self-interest)，即指自利者知道损人并不利己，而且自己的货币政策会产生回溢效应，所以在某种程度上考虑别人的利益；第三层也是最高

境界，即全面合作。但鉴于一国央行的法定使命总是以本国经济为主，因此当前这一层次的可行性不大。

问题在于，如何界定开明自利和全面合作？其实二者之间的差距并不是那么大。如果央行的政策能开明地考虑到溢出、溢回效应，那么效果就与全面合作差距不大。

CBNRI：但是全球央行合作并非易事，你认为所谓的“新广场协议”是否可行？

申铨松：“广场协议”的背景要追溯到上世纪 80 年代，当时浮动汇率还是新鲜事，极少数货币占据主要地位。然而，当前事态更为复杂。目标汇率并不受欢迎，此前很多国家实行过的金融市场管制也已经不再可行，市场参与者更为多元、其来源机构更多、体量更大，因此我认为“广场协议”只是个老概念。

唯一可行的是，要确保金融机构能够健康运行，在得当的治理以及监管下运行，并要在此基础上保证其自由运作，同时要由基本面驱动。

CBNRI：尽管旧版的“广场协议”可行性很小，但你认为 G20 或者更小的范围内是否可能进行协调与合作？

申铨松：如果“合作”单单指汇率协调，在我们看来这不是最重要的问题。与狭义的“合作”相比，维持本国经济井然有序反而更为重要。危机前的一切都有所错位，因此危机后我们就需要更长时间来进行调整。

我认为现在人们很容易陷入一种误区，就是从—个层面来思考问题。这是非常危险的。我们需要考虑货币政策的范围，以及希望通过货币政策来实现什么？如何减少其溢出效应？是否将回溢效应纳入考量？这是一个非常复杂的“菜单”，如果不能胸怀全球、着眼长远，就很难处理难题。

警惕“流动性幻觉”

CBNRI：尽管各国希望推动结构性改革，

但各国仍然存在一些短期问题。G20 正在推动经济增长，但这意味着短期需要一些缓冲来维持长期增速，但当债务水平高涨时，就会拖累经济增长，这时我们可能要做更多，例如加大投资，而这又意味着加杠杆，这对于政策制定者是一个两难的困境。

申铨松：关键在于，不要债上加债，用一句英语惯用语来说就是——When you are in a hole, stop digging(如果你已经掉进洞里了，就不要再深挖了)。如果你已经债台高筑了，就不要再借债，这是第一要义。尤其是那些新增债务的实际生产率非常低，加杠杆附加低生产率，这种新增融资效率极低。

关键在于，具有最高生产率的产业究竟在哪里？这也不一定就是高科技产业。当前我们只有通过结构性改革，如产品市场改革、加大市场竞争、劳动力市场改革、加强监管、扩大基建投资等。这些任务众人皆知，但实行的难度却都很大，需要很长时间，我认为这些任务恐怕都没有捷径。

CBNRI：在当前的格局下，通过增加基础设施投资会奏效吗？

申铨松：每一张资产负债表都有两边——负债和资产，只要资产足够好，负债并不值得担心。因此你要了解的是，你的项目质量是否的确有保证？如果回答是肯定的，那么这就值得投资。绝对不能为了借债而借债，但并不知道项目的内涵是什么。

CBNRI：欧盟的容克计划(Juncker Plan)是否为合适的选项？

申铨松：在进行项目评估时，再好的项目有时也无法实施，因为市场存在一些阻力，因此公共部门的参与有时可以去除一些阻碍或摩擦。

CBNRI：多边基础设施投资银行或开发银行会否在此过程中扮演更大角色？

申铨松：关键在于，需要弄清你的投资是

为了弥补什么样的市场短板。是出于长期投资的需要，还是因为希望促进正面溢出效应(positive spillovers)?如果看清这些事实，就有展开项目的基础。同时，我们也要扪心自问，为何私营部门资金如此容易进入坏的投资项目，从而导致坏债?大宗商品是个值得关注的案例。

油价自 2014 年下半年起便开始暴跌，在新兴市场之中，石油天然气部门举借美元债务的比例最大。由于原油是由美元计价的，因此大家认为举借美元债务合情合理。其中，借债企业往往是国有企业，因此其赚取的盈利就一定程度上等同于在为国家赚取财政收入。同时，由于美元是低息货币，举借成本很低，弱美元、强油价则是当时企业举借美元债务的背后动力，美元债务和原油投资会随之越滚越大，原油企业大量盈利，政府财政收入由此大幅上升，并加大财政支出，经济也开始进入繁荣期。但现在情况已经完全逆转。

如果看一下一个国家的合并资产负债表，企业在借美元投资能源产业，大幅盈利后支付给政府利润，以供其用于财政支出，其实这就像是政府在举债来支出，这意味着全球流动性就增添了财政政策的维度。因此全球流动性就

不仅可能影响私营部门支出，也会影响到政府支出。这就是一些拉美国家所发生的情况。

当我们在评估由公共部门融资的项目效力时，我们必须先问一句——这个项目是旨在解决市场上的什么短板?在这些部门里存在很多无效投资，这究竟是怎么回事?说起来容易，做起来难，刚才谈到的原油部门就是一个非常重要的例子。

我们往往会认为，经济放缓、商品价格下行、美元升值、新兴市场货币贬值等都是独立的金融市场冲击，但如果你以全球性、长远的视野来，你就会发现，这些绝不是单一、非关联的冲击，它们都是互相紧密相连的，归根到底就是全球流动性问题。当美元弱势，全球流动性变得充裕，各国财政空间大、财政支出加大，新兴市场货币也会变得更加强势，各部门就会因此感觉经济进展顺利，但这往往都是由流动性造成的幻觉。政策制定者一定要意识到，这种繁荣并不是由基本面驱动的，否则很容易跌入陷阱。

(第一财经研究院研究员阚明昉对本文亦有重要贡献) 