

以金融周期视角解读全球经济风险——BIS 年报解读（一）

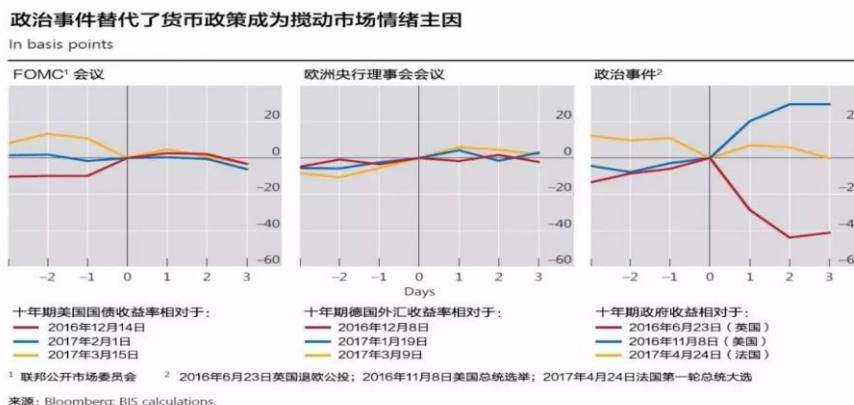
全球经济环境短期的“风和日丽”与长期的“云迷雾锁”是 2017 年国际清算银行（BIS）年报的大背景。今年 BIS 聚焦世界经济体可能面临的一系列中期风险，一是通胀突然上升，这将迫使利率快速上升并打击增长；二是金融周期紧缩阶段相关的金融压力；三是投资增长不能抵消消费走软的影响；四是保护主义抬头。我们考虑但不拘泥于上述四个风险，下文从全球各国金融周期缓缓展开对此进行梳理和分析。

BIS 之眼看市场

去年国际清算银行（BIS）年报发布时市场还沉浸在一片悲鸣之中，然而市场一息万变，美国大选后政治事件替代了货币政策成为搅动市场情绪主因（图 1），特朗普的当

选触发了风险偏好的反转、股市上涨、债券收益率上行，虽然今年以来“再通胀交易”的动力逐渐衰退，但市场依然较为乐观，这一点在股票市场尤为明显。

图 1 政治事件替代了货币政策成为搅动市场情绪主因



短期来看，市场情绪的反转并非空穴来风，2016年7月-2017年6月是2008年全球金融危机以来经济表现最佳的一年，在主要经济体经济的带领下，全球增长均有所改

善（图2），具体体现为产出缺口[1]扩大（图3左），同时失业率缺口缩小[2]（图3右），通胀水平逐渐接近政策目标（图4）。

图2 全球经济增长有所改善

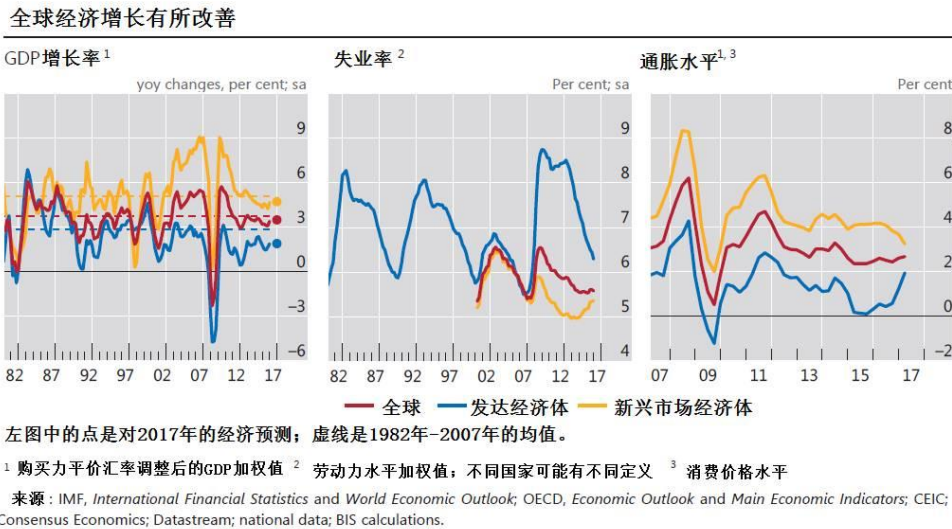
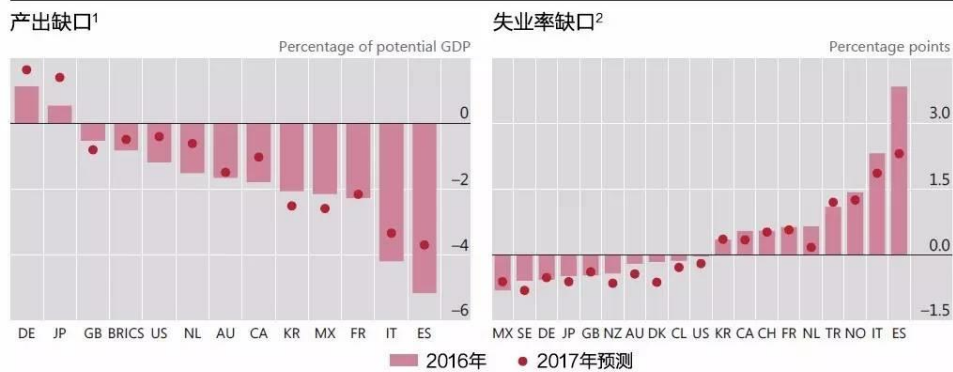


图3 大部分经济体产出缺口扩大而失业率缺口缩小

经济好转

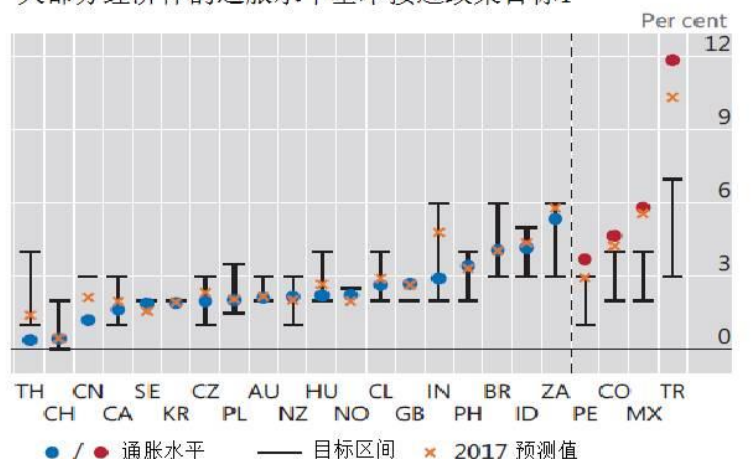


¹ 实际和潜在的国内生产总值之间的缺口占潜在GDP的百分比；来自IMF和OECD的预测；对于金砖国家，也就是基于巴西、中国，印度，俄罗斯和南非的GDP和PPP汇率的加权平均数。 ² 实际失业率与不加速通货膨胀率（NAIRU）之间的缺口；来自OECD的预测。

来源：IMF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; BIS calculations.

图 4 通胀水平基本接近政策目标

大部分经济体的通胀水平基本接近政策目标¹



¹ 消费者价格；红点表示通胀水平高于政策目标区间；蓝色点表示通胀水平位于政策目标范围内

来源: Consensus Economics; national data; BIS calculations.

然而，从长期来看，BIS 在 2016 年年报中指出的生产率增速低、全球债务水平处于历史高位（图 5）、政策回旋空间收窄这三个风险（Risk Trinity）并没有消退，国际清算银行货币和经济组负责人 Claudio Borio 认为这也是近期市场表现伴有冲突感的部分原因，具化到细节，其一是金融市场波动

率下行与政策不确定性上之间的矛盾（图 6），其二是乐观的股市与相对谨慎的债市之间的背离（图 7），其三是市场波动率的降低与尾部风险对冲需求的增加之间的对峙（图 8），其四是金融市场的厄尔尼诺现象依然存在（图 9）。

图 5 全球依然负债累累

全球债务持续上升

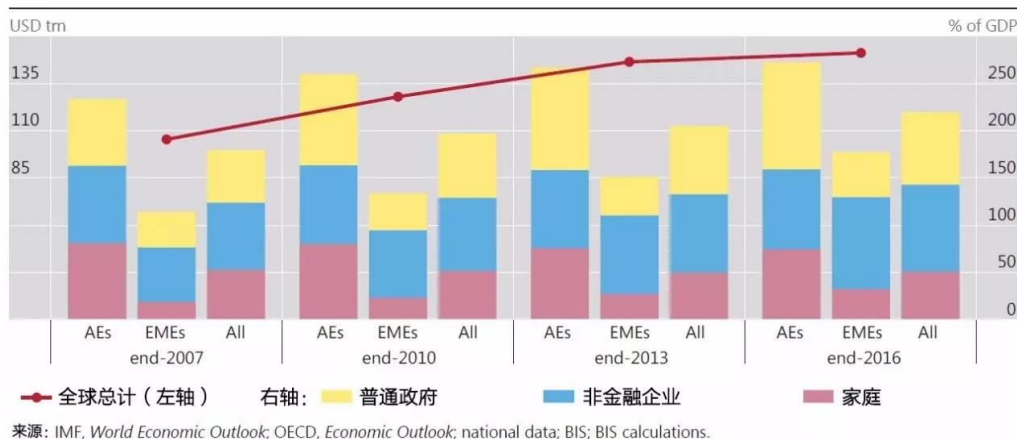


图 6 金融市场波动率下行与政策不确定上升形成对比

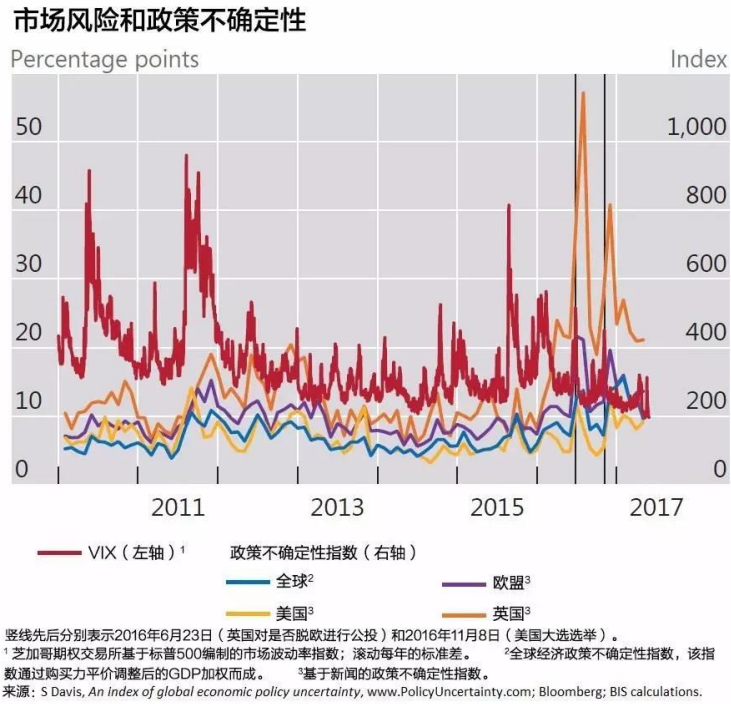


图 7 乐观的股市与相对谨慎的债市之间的背离



图 8 市场对冲尾部风险的需求增加

市场对冲尾部风险的需求增加

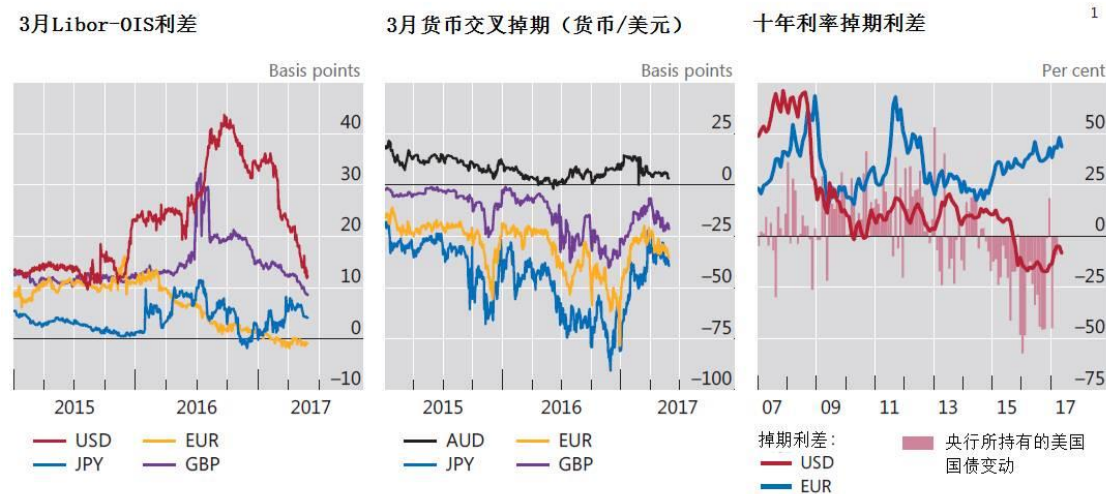
指数



¹ 摩根大通全球汇率波动指数。 ² 德国、日本、英国和美国长期债券期货期权的隐含波动率；基于国内生产总值和购买力平价汇率的加权平均。 ³ S&P 500、欧元斯托克50、富时100和日经225指数的隐含波动率；加权基于市场资本化。 ⁴ 商品期货合约中石油、黄金和铜货币期权的隐含波动率。
来源: Bloomberg.

图 9 金融市场的厄尔尼诺现象依然存在

金融市场上不正常的现象依然存在



¹ 对日度数据进行平均得到月度数据。
来源 : Bloomberg; Datastream; BIS calculations.

因此，全球经济环境短期的“风和日丽”与长期的“云迷雾锁”是 2017 年国际清算银行（BIS）年报的大背景，今年 BIS 聚焦世界经济体可能面临的一系列中期风险，一是通胀突然上升，这将迫使利率快速上升并打击增长；二是金融周期紧缩阶段相关的金融压力；三是投资增长不能抵消消费走软的影响；

四是保护主义抬头。我们考虑但不拘泥于上述四个风险，下文从全球各国金融周期缓缓展开对此进行梳理和分析。

全球交错的金融周期

如今全球经济体的金融周期相互交错，一些处于金融扩张期的初期，有些处于金融扩张期的成熟期，另一些已经位于金融收缩

期的初期，这样错综复杂的金融相位蕴含着一系列中期风险，也给政策制定者提出了严峻的挑战。

2008 年全球金融危机时的重灾区，即核心发达经济体（美国、英国、日本及除意大利、西班牙以外的欧元区）的经济增长动力逐步恢复，金融周期逐渐走出收缩期的底部，尤其是美国的金融周期也开始处于金融扩张期的初期（图 10），美联储货币政策常规化已经在路上，政策讨论焦点则聚焦在加息的力度和速度上。

相比之下，在国际货币金融体系（IMFS）的推波助澜下，核心国际融资货币发行当局——如美联储、欧央行超宽松的货币政策释放了大量的流动性，通过其对外币的贬值和

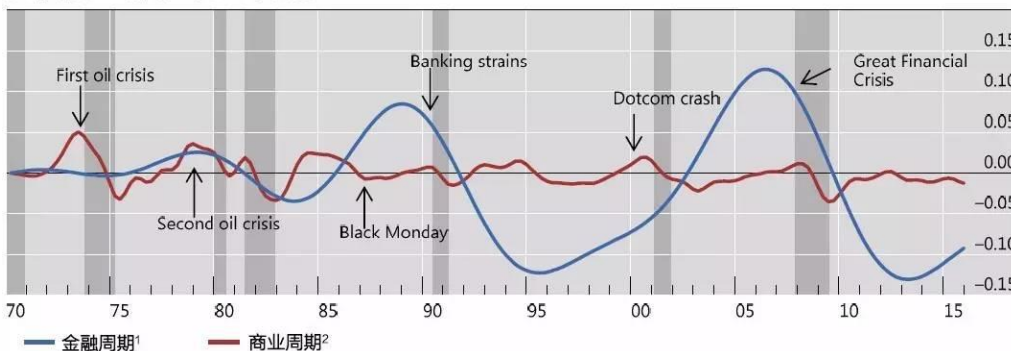
资本流动外溢到了那些原本并不需要它们的经济体，尤其是新兴市场经济体，如今它们中有些处于金融周期扩张期的成熟期（如中国），有些则已经处于金融周期收缩期的初期（如巴西、俄罗斯），无论如何它们金融周期的相位隐含着金融失衡加剧的风险。

此外，一些经历着技术性通缩 [3]（Technical Deflation）的发达经济体（如瑞士、瑞典）的金融周期也处于扩张期，这些经济体保持着良好的经济增速、低失业率，BIS 认为这些经济体可能暴露在通胀水平超预期上涨的风险下。

鉴于这样错综复杂的金融相位，全球经济可能正蕴育着一系列中期风险，这也给政策制定者提出了严峻的挑战（图 11）。

图 10 美国金融周期处于金融扩张期的初期

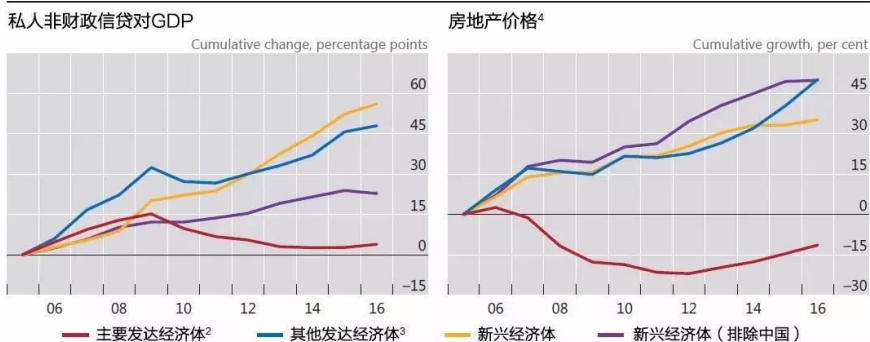
美国的金融和商业周期



来源: Drehmann et al (2012), updated.

图 11 全球金融周期相位交错而行

信贷和房价趋势¹



¹ 基于 GDP 和 PPP 汇率的加权平均。 ² 欧元区、英国、日本、美国。 ³ 澳大利亚、加拿大、瑞士、丹麦、挪威、新西兰、瑞典。 ⁴ 实际房价，由于数据缺乏，不包括阿根廷、沙特阿拉伯和中国台北。

来源: IMF, International Financial Statistics; Datastream; national data; BIS; BIS calculations.

货币政策正常化不当带来的风险

处于金融周期扩张期初期的美联储已经开启了货币政策正常化的进程，欧央行也在更积极地考虑该事宜，因此正常化的节奏是一个至关重要的宏观变量。

货币正常化过慢可能导致通胀风险，届时央行再快速加息则会伤及经济增长，此外，节奏过慢也可能纵容国内金融风险的积聚，进而威胁经济增长，当前主要发达经济体的

股市估值水平已显著超越历史平均水平（图 12）。而 BIS 的众多研究也指出，在评估经济周期和自然或实际利率水平时，金融周期较通胀提供更准确的信息。在这样的脉络下，BIS 研究主管申铉松（Hyun Song Shin）才会指出的，通胀并非货币政策收紧的唯一前提，也不是衡量经济活动强弱或金融条件的充分指标。

图 12 主要发达经济体的股市估值水平已显著超越历史平均水平

主要发达经济体的股市估值水平已显著超越历史平均水平



当然货币正常化过快也可能触发众多风险，首先这或迫使国内经济复苏短路；另外，由于全球金融一体化的加深，许多外债都以作为国际主要融资货币的美元计价，当前全球债务规模可观，货币政策的外溢效应不可小觑；再考虑到许多经济体金融周期处于扩张期的成熟期或已转向收缩期，主要发达经济体货币政策正常化过快可能给它们

带来显著的金融压力。

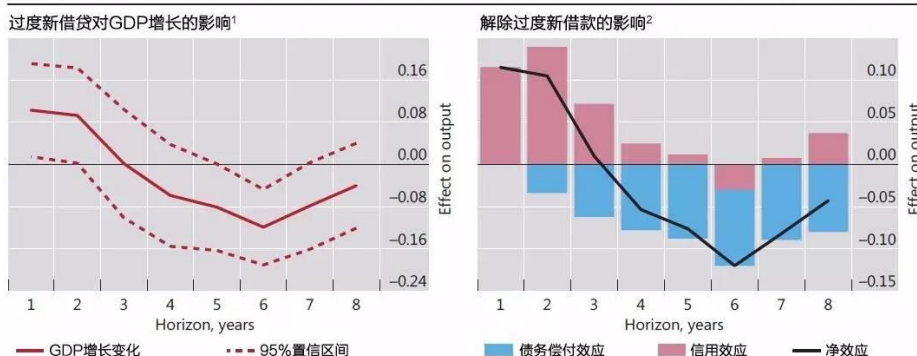
金融周期对消费带来的风险

首先，由私人债务扩张而刺激起来的消费，本就是透支未来的购买力，因此尽管短期可以提振产出，但中期则会对产出有负面影响（Drehmann et al, 2017）（图 13），故而 BIS 指出由消费驱动的经济增长的持续性不尽如人意（图 14）。

图 13 债务偿付负担是居民债务增长对产出有负面影响的解释变量

债务偿付负担是居民债务增长对产出有负面影响的解释变量

In percentage points



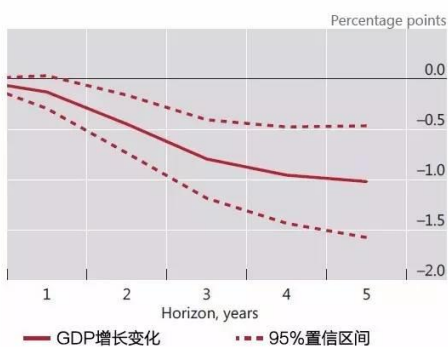
¹ 局部预测新增居民借贷对GDP之比每增加1%对实际GDP产出的影响。模型中的控制变量包括滞后的实际GDP增长率、实际货币市场利率，居民未偿还债务所对应的平均利率，主要借贷利率与短期货币市场利率之差，实际住宅价格，并把金融危机作为虚拟变量，也有相应的固定效应变量来刻画不同国家的特征。² 局部预测的净效应在左图中呈现。债务偿付效应的估算步骤如下，首先，预测未来居民债务偿付额，然后根据该预测值模拟其对未来GDP的影响，最后获得债务偿付效应。信贷效应则为净效应与债务偿付效应之差。

来源：M Drehmann, M Juselius and A Korinek, "Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms", *BIS Working Papers*, no 645, June 2017.

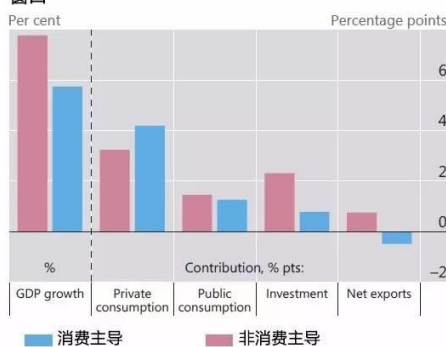
图 14 由消费驱动的经济增长的持续性不尽如人意

以消费为主导的扩张欠缺持久性

消费导向型增长后GDP所有下降¹



GDP增长由消费和非消费为主导的增长组成，三年期窗口



样本涵盖了1991至2016年间的18个主要发达经济体。消费主导型扩张被定义为私人消费与国内生产总值之比上升的时期。实际国内生产总值负增长时期除外。

¹ 再加上一年的消费对国内生产总值增长的影响，导致了前三年的增长。它是基于一组局部投影回归，在过去的三年中，估计不同的GDP增长率作为GDP增长的函数，并用一个变量来计算过去三年消费主导的增长年数。所有估计包括国家和时间固定效应。

来源：E Kharroubi and E Kohlscheen, "Consumption-led expansions", *BIS Quarterly Review*, March 2017, pp 25-37; OECD; BIS; BIS calculations.

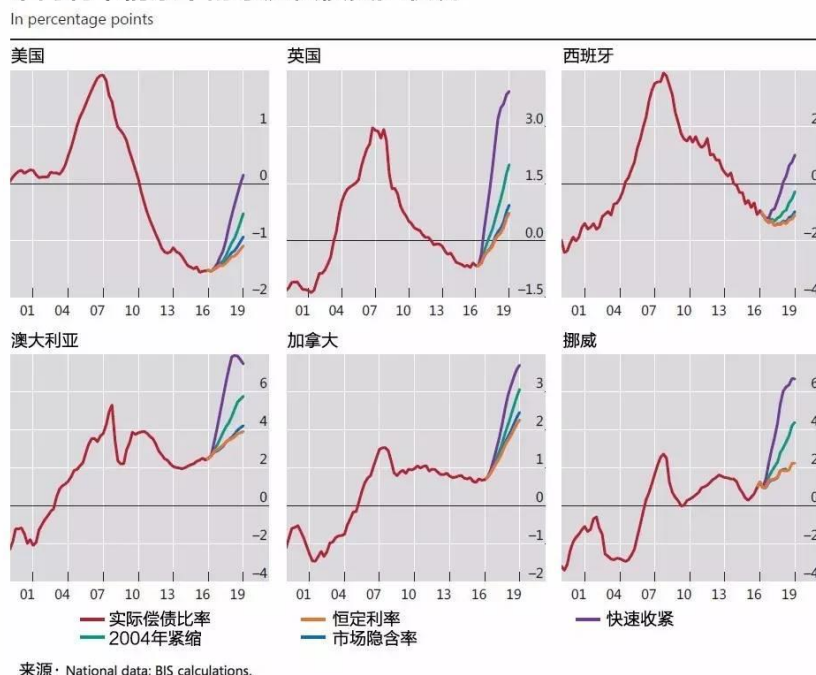
其次，对那些位于金融周期扩张期向收缩期转换的经济体，繁荣的信贷扩张和高涨的资产价格都将遭遇调整，这都会对消费增速产生不利影响。

最后，在主要发达经济体货币政策逐步正常化的背景下，随着利率的上升，债务偿还比率(DSR)也将上行，这也将拖累消费。

根据 BIS 在不同利率场景下的测试来看，一些在金融危机中遭受重创的发达经济体如美国、西班牙在危机后居民部门降杠杆成效显著，它们对利率快速上涨的场景有较强的承受力；而另一些近年来居民部门依然在加杠杆的发达经济体如澳大利亚、加拿大和挪威对于利率上涨的冲击将非常敏感(图 15)。

图 15 金融周期相位不同的发达经济体 DSR 对利率敏感度不同

不同利率情景下的家庭偿债负担状况¹



金融周期对投资带来的风险

错综复杂的金融周期也会给投资增速带来风险。其一，根据 BIS 提出的金融周期拖累假说(Financial Cycle Drag Hypothesis)，金融周期的扩张期往往导致资源错配，从而

伤及生产率增长，这样伤疤让经济体迟迟无法修复，而生产率增长的持续低迷又会使市场对中期投资前景感到悲观，从而拖累投资增速(图 16)。

图 16 金融周期拖累下资源错配拖累生产率而后伤及投资

投资，生产力和资源分配不均衡



¹ 基于GDP和PPP汇率的加权平均数。 ² 每位雇员。 ³ 僵尸公司被定义为上市公司，其利息和税收之间的利润比例低于1，且企业年龄在10岁以上。主要显示澳大利亚、比利时、加拿大、瑞士、德国、丹麦、西班牙、法国、英国、意大利、日本、荷兰、瑞典、美国等国数据。

来源: European Commission, AMECO database; IMF, *World Economic Outlook*; Datastream Worldscope; The Conference Board; BIS calculations.

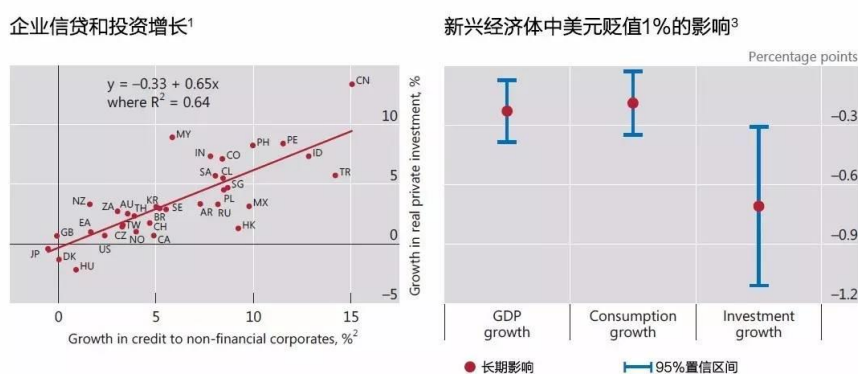
其二，企业举债投资可以促进经济增长，新兴市场经济体尤其是中国一直以高投资率著称，然而随着新兴市场经济体金融周期的转向，企业举债速度放缓，也会带动投资的增速放缓，带来经济下行压力。

除此之外，过去几年新兴市场经济体积累了大量外债，主要以美元计价，而如今以

美联储为首的主要发达经济体要逐步加息并收紧融资条件，这不仅会增加企业外债的偿付负担，而且在存在货币错配的情况下，企业会倾向于尽快清偿外债，从而使本币对美元产生贬值压力，BIS 的研究表明，这也会对投资增速产生不利影响（图 17）。

图 17 投资、企业信贷和汇率

投资，企业债务和汇率



¹ 每个国家2007-2016年的均值。结果在1%的显著水平上。
 ² 流向私人非金融企业的实体信贷（剔除了贸易信贷；并用CPI进行平减）。对秘鲁、菲律宾和台湾，使用了相似含义的数据。
 ³ 图中描绘了本币对美元双边汇率每贬值1%对GDP增长率、消费增速和投资增速的影响，使用方程： $\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{j=1}^4 \gamma_j \Delta y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^4 \delta_j \Delta USD_{i,t-j} + \theta X_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

来源：J Kearns and N Patel, "Does the financial channel of exchange rates offset the trade channel?", *BIS Quarterly Review*, December 2016, pp 95-113; IMF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; CEIC; national data; BIS calculations.

全球化倒退的制度风险

BIS 的研究表明，过去几十年实体经济与金融步伐一致的全球化的确提高了全球公民的生活水平，但也向政策制定者提出了挑战，特别是全球化带来的好处并没有被平等地分配，以及在全球金融周期交错联动的背景下，外部环境带来的金融脆弱性等问题

不容忽视，如果当局无法通过国内改革和国际合作来妥善解决和管理这两个问题，那么全球经济秩序可能遭到冲击，贸易和金融保护主义升温(图 18)，而 BIS 警告逆全球化将对全球公民的生活水平带来巨大的威胁，该制度风险也将是最具破坏力的中期风险。

图 18 保护主义风险上升

保护主义风险上升



综上，根据 BIS 的金融周期视角，全球经济的中期风险可归纳为：自身金融周期扩张期过后带来的结构性风险；核心发达经济体金融周期相位与其他经济体相背带来的交叉风险；上述两个风险可能触发的逆全球化制度风险。接下来我们将在《解读 BIS 年报系列二》中细化化解上述风险的政策锦囊。



注解：

[1] 实际与潜在 GDP 之差除以潜在 GDP

[2] 实际失业率与无加速通胀失业率之差

[3] 指短期、轻度的物价下降，但对经济增长并没有多大伤害。

参考文献：

Borio, C.(2017). Secular stagnation or financial cycle drag?

Bank for International Settlements (2014): 84th Annual Report, June.

—— (2015): 85th Annual Report, June.

—— (2016): 86th Annual Report, June.

—— (2017): 87th Annual Report, June.

—— (2017): BIS Quarterly Review, June.

Drehmann, M., Juselius, M., & Korinek, A. (2017). Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms.

Hofmann, B., Shim, I., & Shin, H. S. (2016). Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation.