

# 新兴市场经济体对发达经济体的 溢出效应研究

报告人：曾文婷 高笑潇 李玲 刘静涵 张晗



# CONTENT

■ 01 背景

■ 02 提出问题

■ 03 提出假设

■ 04 溢出效应分析

---

# 01 背景

---

---

国际资本项目开放  
金融管制放开

新兴市场经济体的贸易和金融活动不断增长

背景



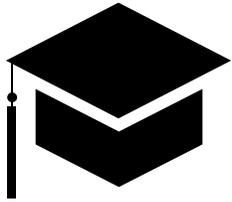
---

## 02 提出问题

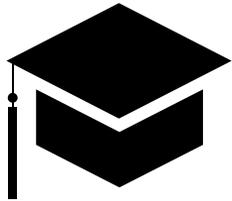
---

# 提出问题

---



1. 新兴市场国家对发达国家的溢出渠道有哪些？  
它们是如何传导的？



2. 分析新兴市场国家对发达国家贸易部门和金融部门的溢出现象、特征和原因。

---

## 03 提出假设

---

# 部门划分

---

本文共划分了四个部门：

- 新兴市场经济体实体经济市场（简化做贸易部门，下简称ET）
  - 新兴市场经济体金融市场（下简称EF）
  - 发达经济体贸易部门（下简称AT）
  - 发达经济体金融部门（下简称AF）

# 溢出渠道分类

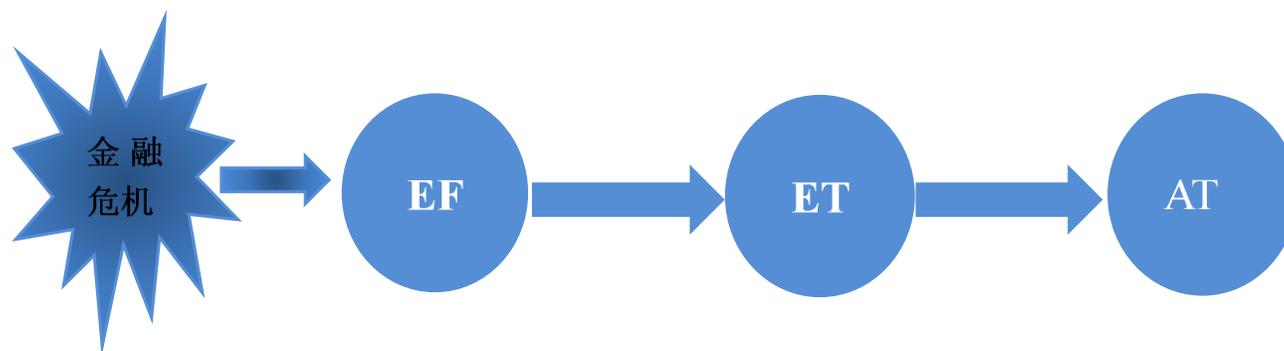
## 新兴经济体对发达经济体贸易部门的溢出渠道

1. 从ET到AT的传导路径



图表来源：小组研究

2. 从EF到ET再到AT的传导路径

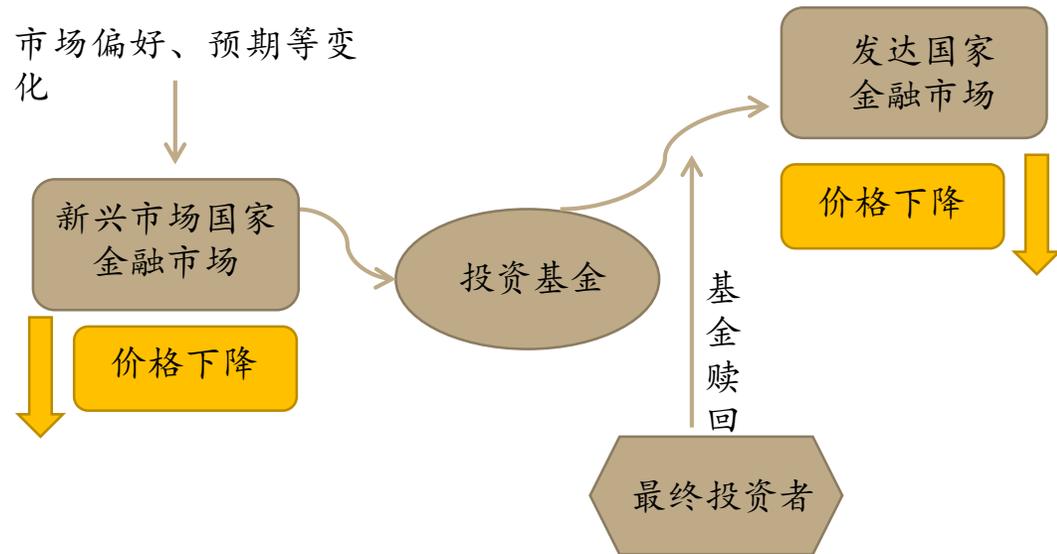


图表来源：小组研究

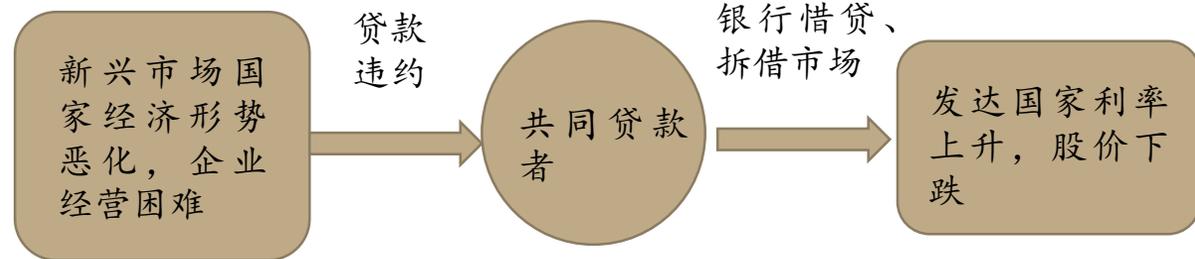
# 溢出渠道分类

## 新兴经济体对发达经济体金融部门的溢出渠道

(1) 从EF到AF的传导路径



(2) 从ET到EF再到AF的传导路径



图三：金融部门传导路径之投资基金效应

图四：金融部门传导路径之共同贷款者效应

---

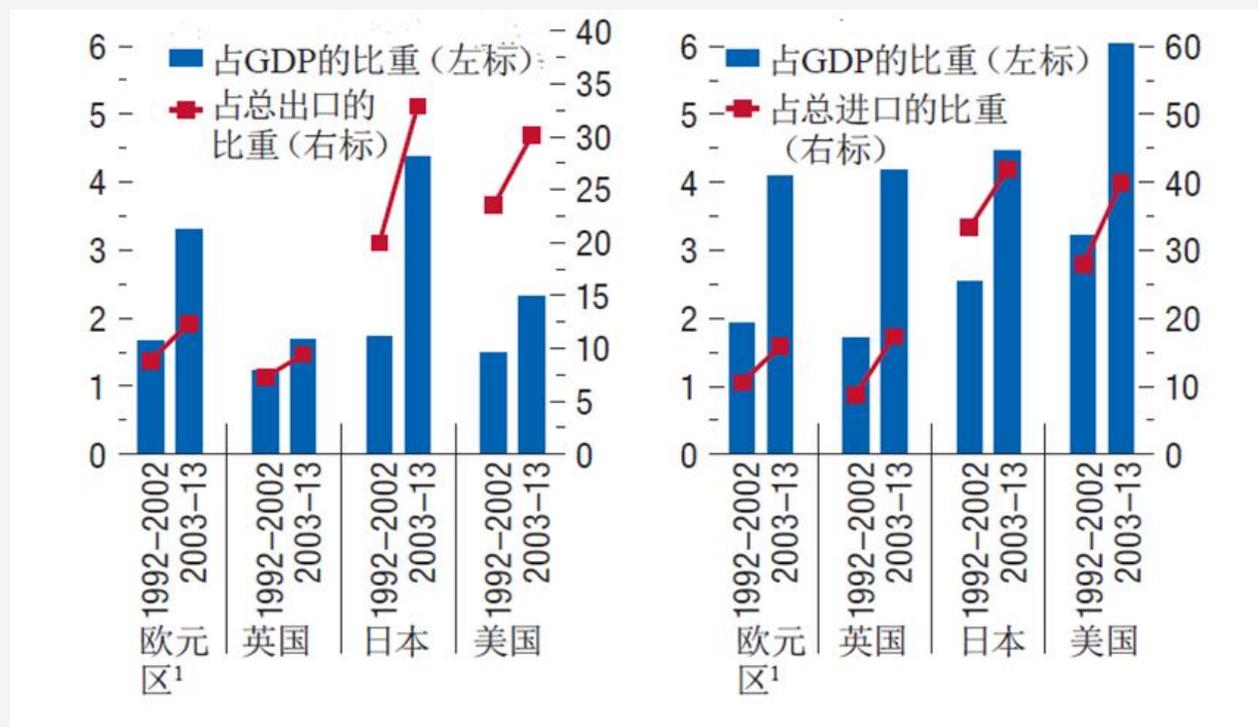
## 04 贸易部门溢出效应分析

---

# Part One 从ET到AT

新兴市场经济体受到本国经济周期或产业结构调整但不一定由危机引起的增长变化时，会给发达经济体造成一定影响。其中，贸易是突出的溢出渠道。

图六：发达经济体对新兴经济体的出口贸易(左)与进口贸易（右）

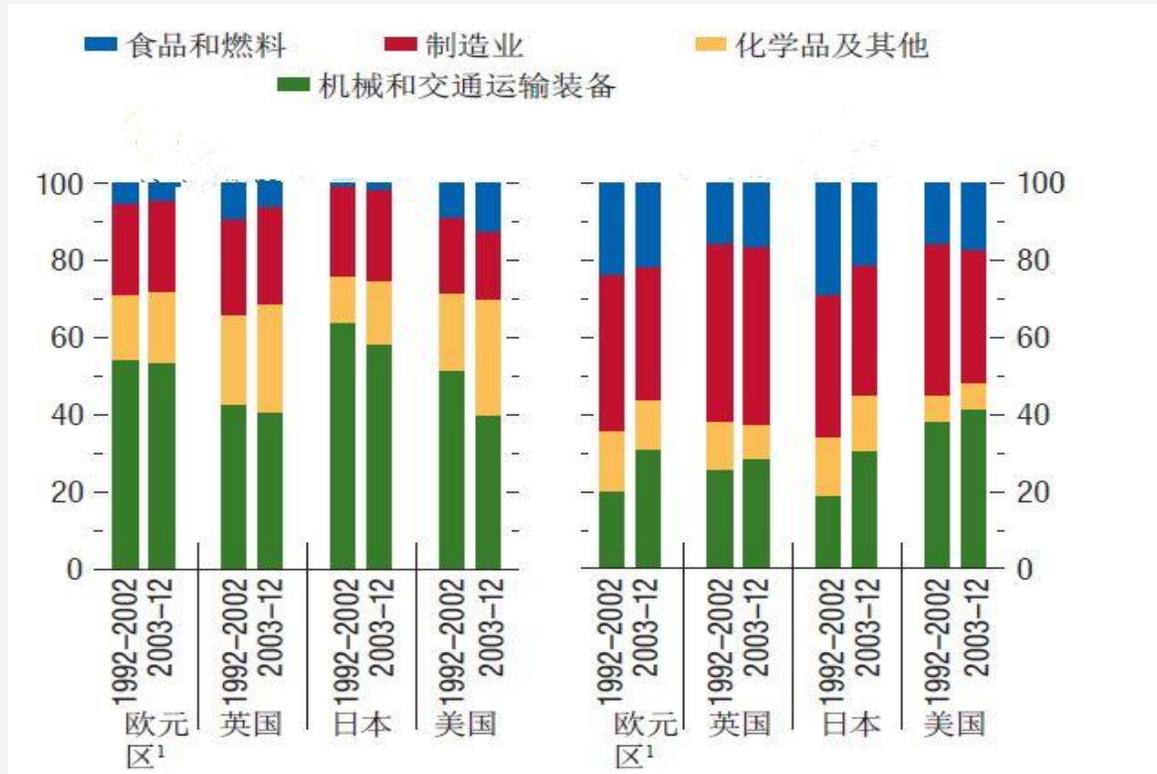


出口到新兴市场经济体的货物平均占发达经济体GDP的3%  
来自发达经济体的货物出口总额中，新兴市场经济体吸收了近20%

图表来源：IMF2016年4月金融稳定报告

# Part One 从ET到AT

图七：发达经济体对新兴经济体出口的结构(左)与进口的结构(右)

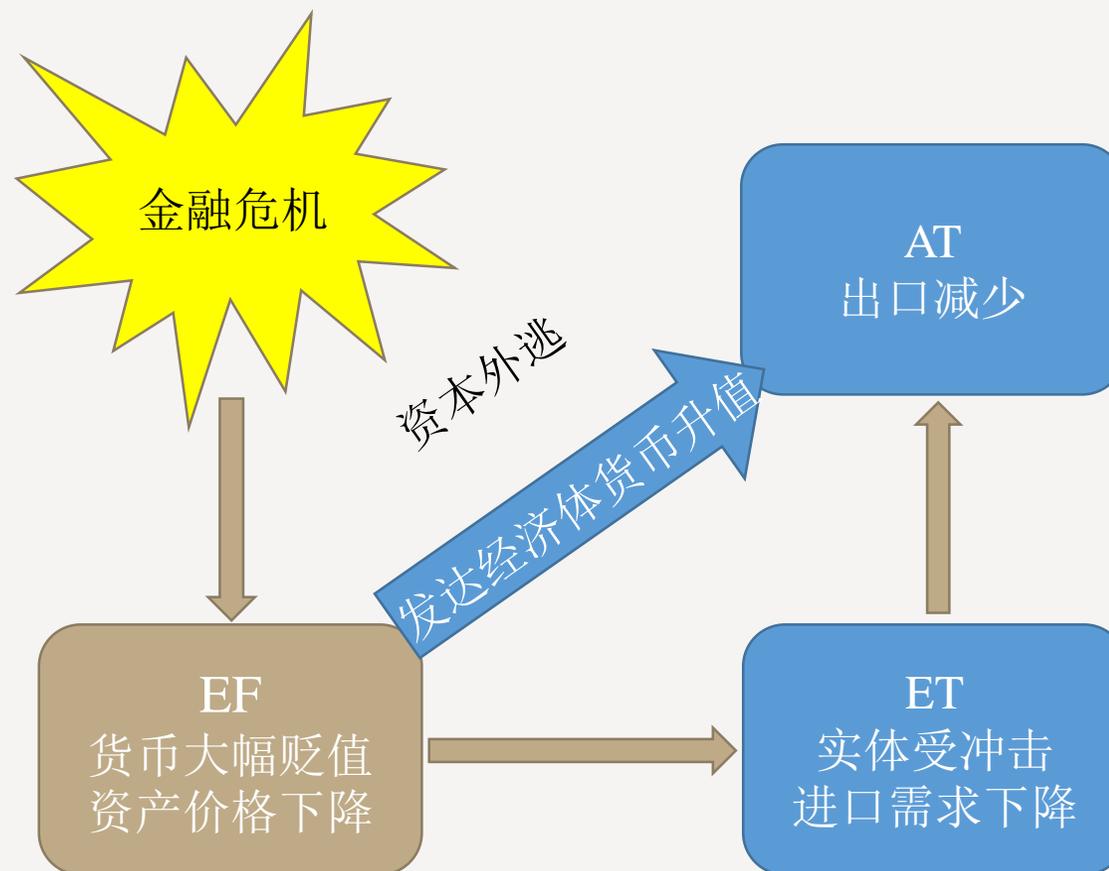


发达经济体向新兴市场的出口集中在资本货物（如：机械和运输装备）和高新技术产品，资本货物平均仍占新兴市场经济体总进口的50%

图表来源：IMF2016年4月金融稳定报告

## Part Two 从EF到ET再到AT

新兴市场受到金融动荡期间，发达经济体会受到新兴经济体的溢出效应

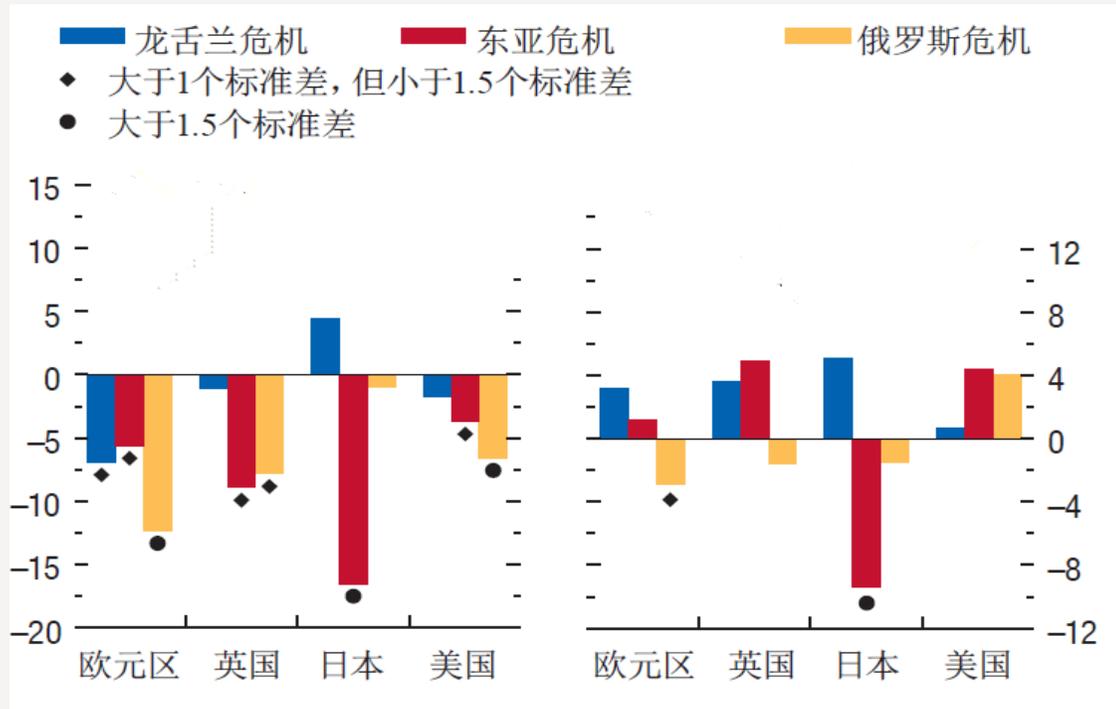


## Part Two 从EF到ET再到AT

本文选取了新兴市场的三次金融危机进行事件研究：

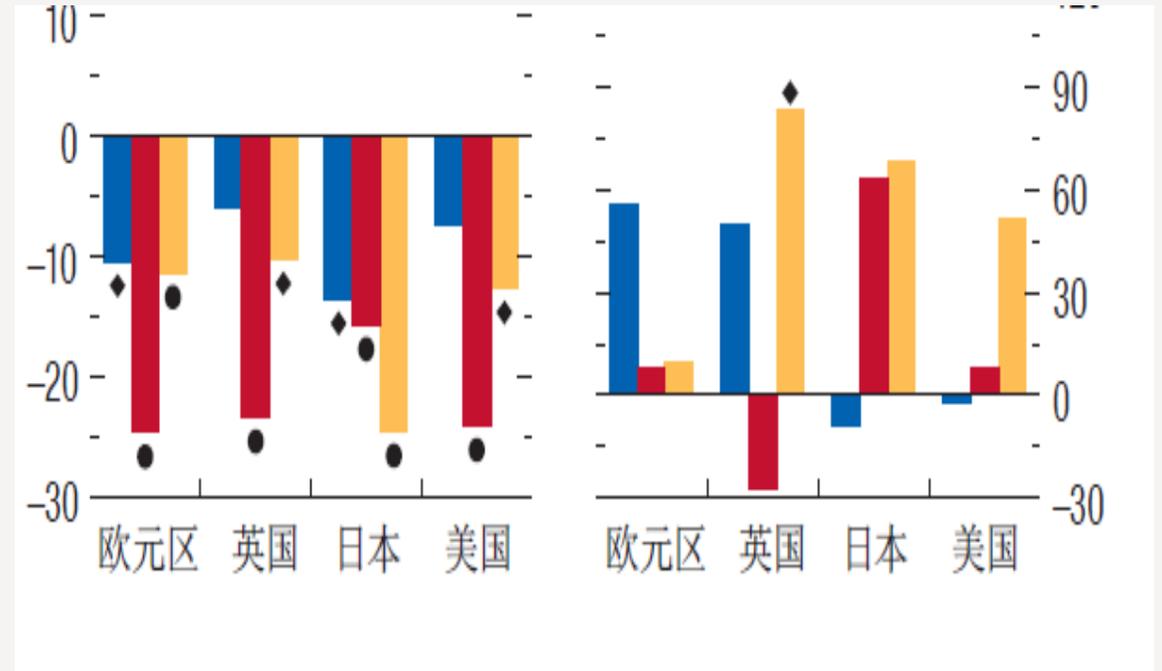
1995年墨西哥龙舌兰危机、1997年东亚危机和1998年俄罗斯危机。

图九：新兴经济体危机后，发达经济体对其出口的变化(左)及从其进口的变化(右)(%)



图表来源：IMF世界经济展望2014年4月

图十：新兴经济体危机后汇率的变化(左,%, 负值表升值) 证券净流入(右,十亿美元)



图表来源：IMF世界经济展望2014年4月

## Part Three案例：日本—受益国or受损国？

日本是亚洲典型的出口导向型国家，资本品在其出口结构中占比大，日本与新兴市场经济体的贸易关联度十分高。

表1 发达经济体对新兴经济体的出口情况(1995年与2008年对比)

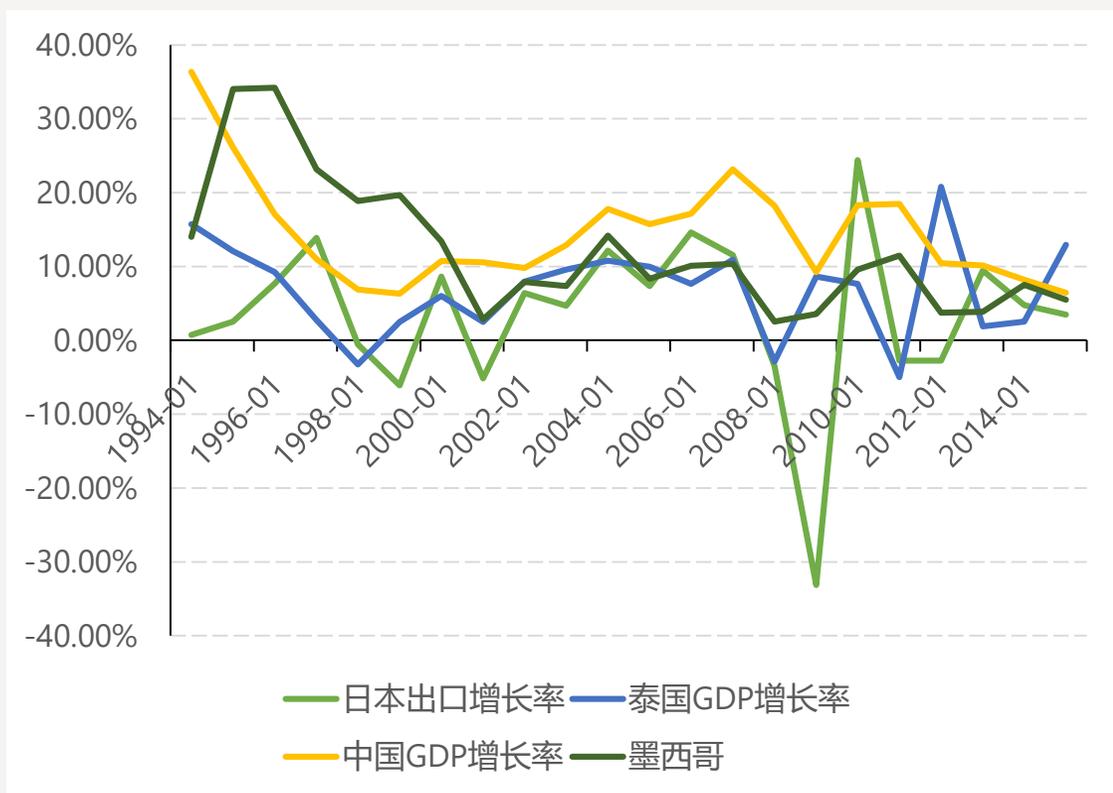
	2008年出口总额与 1995年出口总额的 比率	2008年增加值出口 与1995年增加值出 口的比率	出口总额比率与增 加值出口比率之比
欧元区	1.71	1.54	1.11
英国	1.2	1.27	0.95
日本	2.45	1.99	1.23
美国	1.3	1.23	1.06

数据来源：Wind

# Part Three 案例：日本—受益国or受损国？

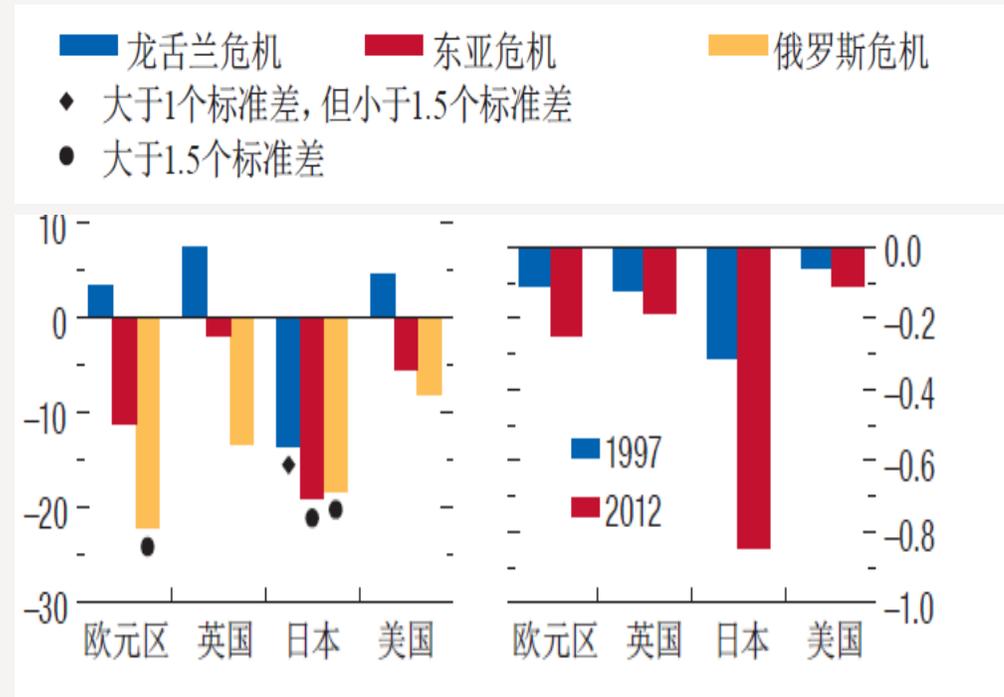
## EF到AT—日本受新兴市场经济体金融危机的影响

图十二：日本出口增长率与发达经济体GDP增长率变化趋势比较



数据来源：Wind

图十三：新兴经济体危机后发达经济体股指的变化(左,%)  
新兴经济体出口的下降对发达经济体GDP的影响(右,百分点)

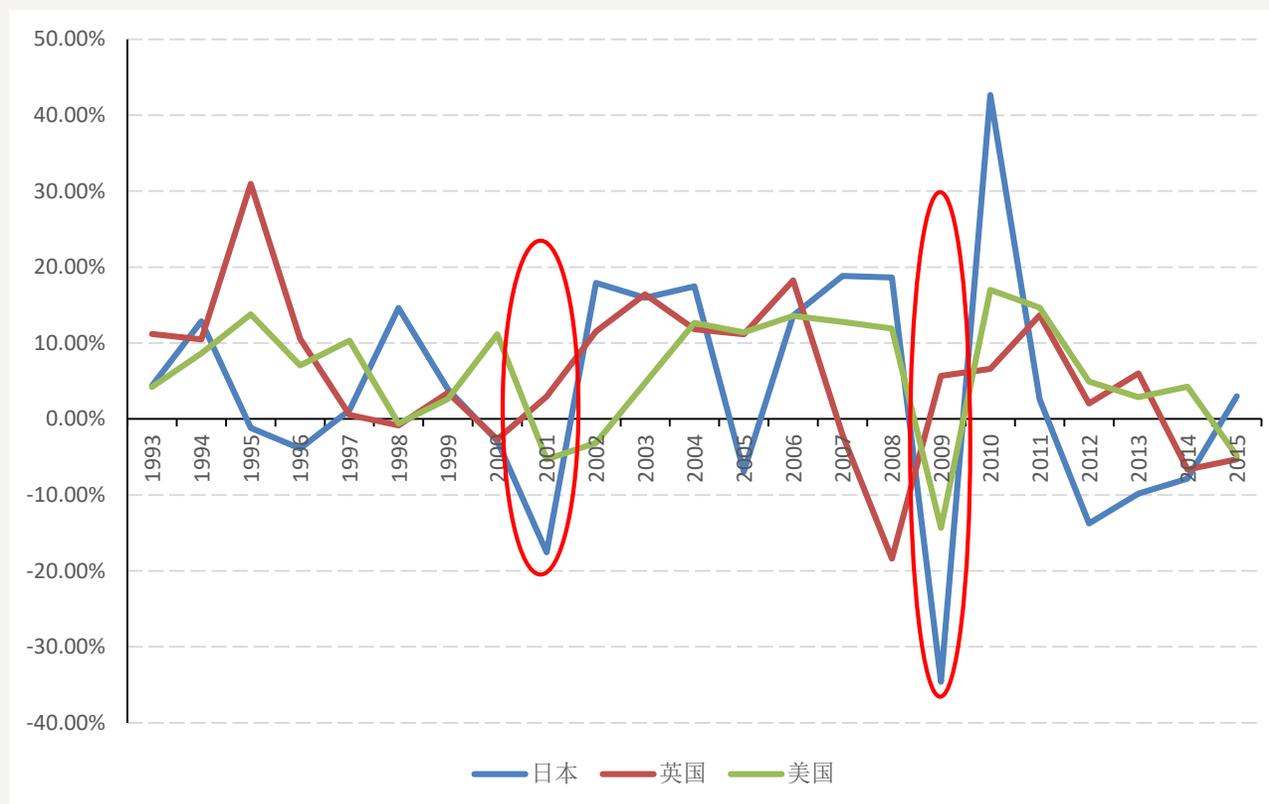


数据来源：IMF世界经济展望2014年4月

# Part Three 案例：日本—受益国or受损国？

EF到AT—日本受新兴市场经济体金融危机的影响

图十一：发达经济体出口增长率的变化趋势

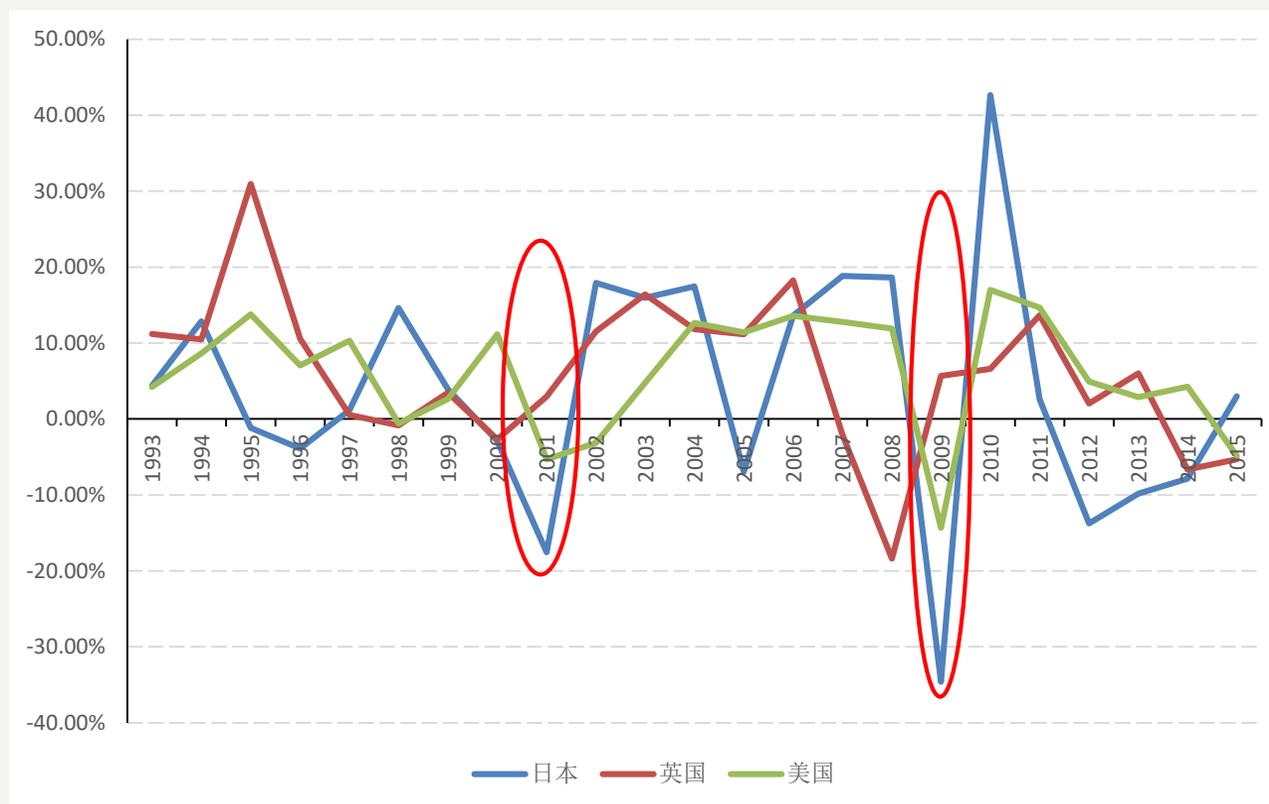


数据来源：Wind

# Part Three 案例：日本—受益国or受损国？

EF到AT—日本受新兴市场经济体金融危机的影响

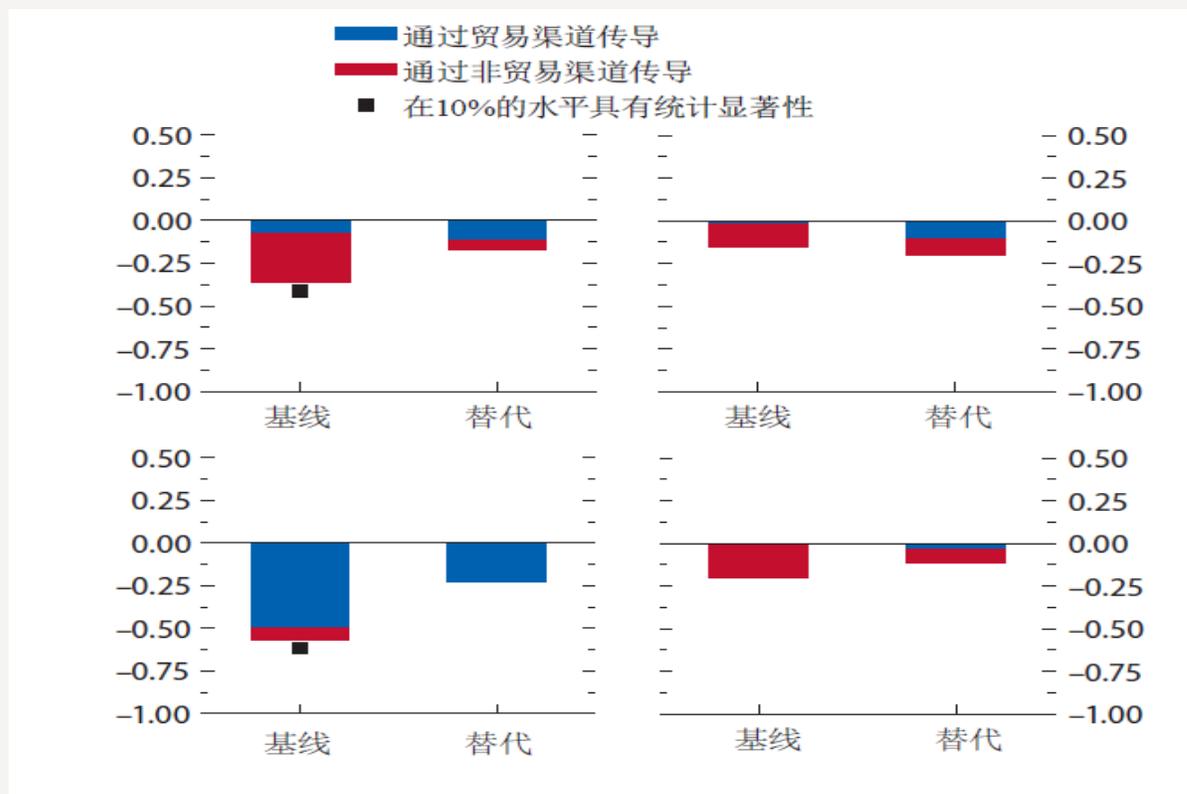
图十一：发达经济体出口增长率的变化趋势



数据来源：Wind

# Part Four 实证分析—新兴市场经济体的增长冲击对发达经济体GDP的溢出效应

图十四：新兴经济体的增长下降一个百分点对欧元区的影响(左上)对英国的影响(右上)，对日本的影响(左下)对美国的影响(右下)



通过使用基于标准向量自回归（VAR）的方法以及动态随机一般均衡模型的模拟，估计了新兴市场经济体的增长冲击对先进经济体的影响。

---

## **(二) 金融市场溢出效应**

---

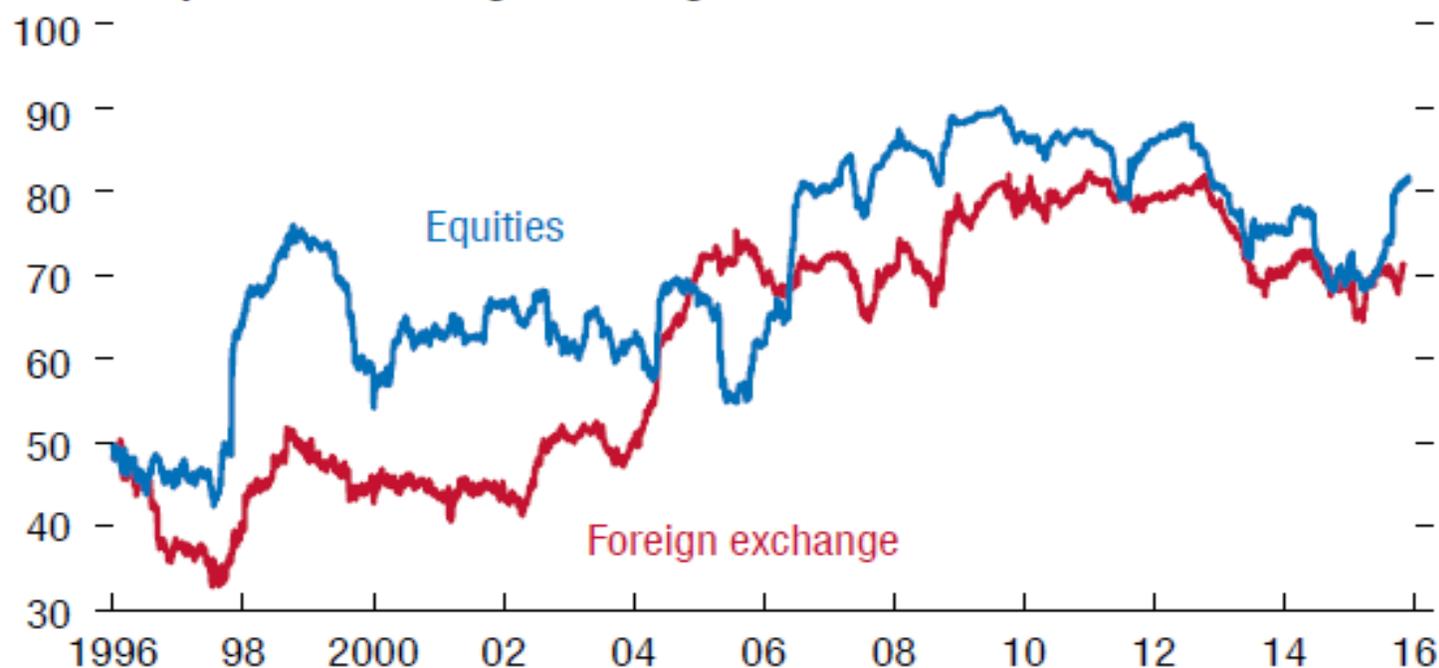
国际金融市场溢出效应可以被定义为国内资产价格变动（或其波动性）对其他经济体资产价格的影响。过去二十年里，随着新兴经济体金融市场的发展以及全球经济金融体系一体化程度的提高，新兴市场的冲击给发达经济体和新兴市场经济体的股票价格和汇率带来的溢出效应也明显上升。这些溢出效应主要特征包括：

（1）溢出效应主要来自于新兴市场国家的股票市场 and 外汇市场，相比之下，债券市场的流动主要还是受全球因素的驱动。

（2）金融市场溢出效应更多的来源于金融因素而非贸易因素。

# 股市与汇市

图一：发达国家与新兴市场国家总体股市和汇市的溢出效应

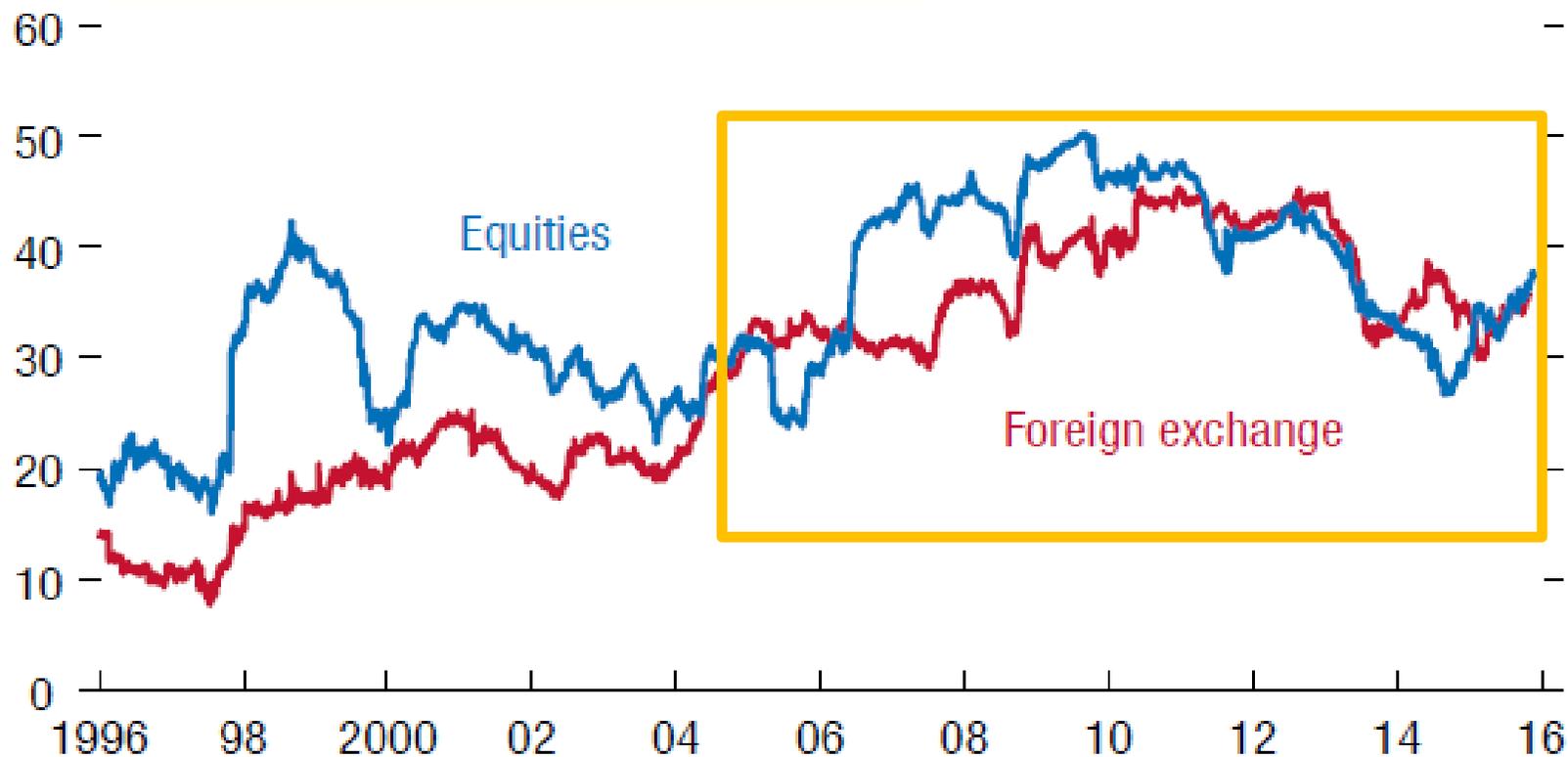


发达和新兴市场的股票收益方差在其他国家股票收益方差中所占的比例从1995年的50%上升到2015年的80%。对于外汇市场，溢出效应从1995年的50%上升到2015年的71%。

图表来源：IMF 国际金融稳定报告 2016 年 4 月

# 新兴市场 → 发达国家

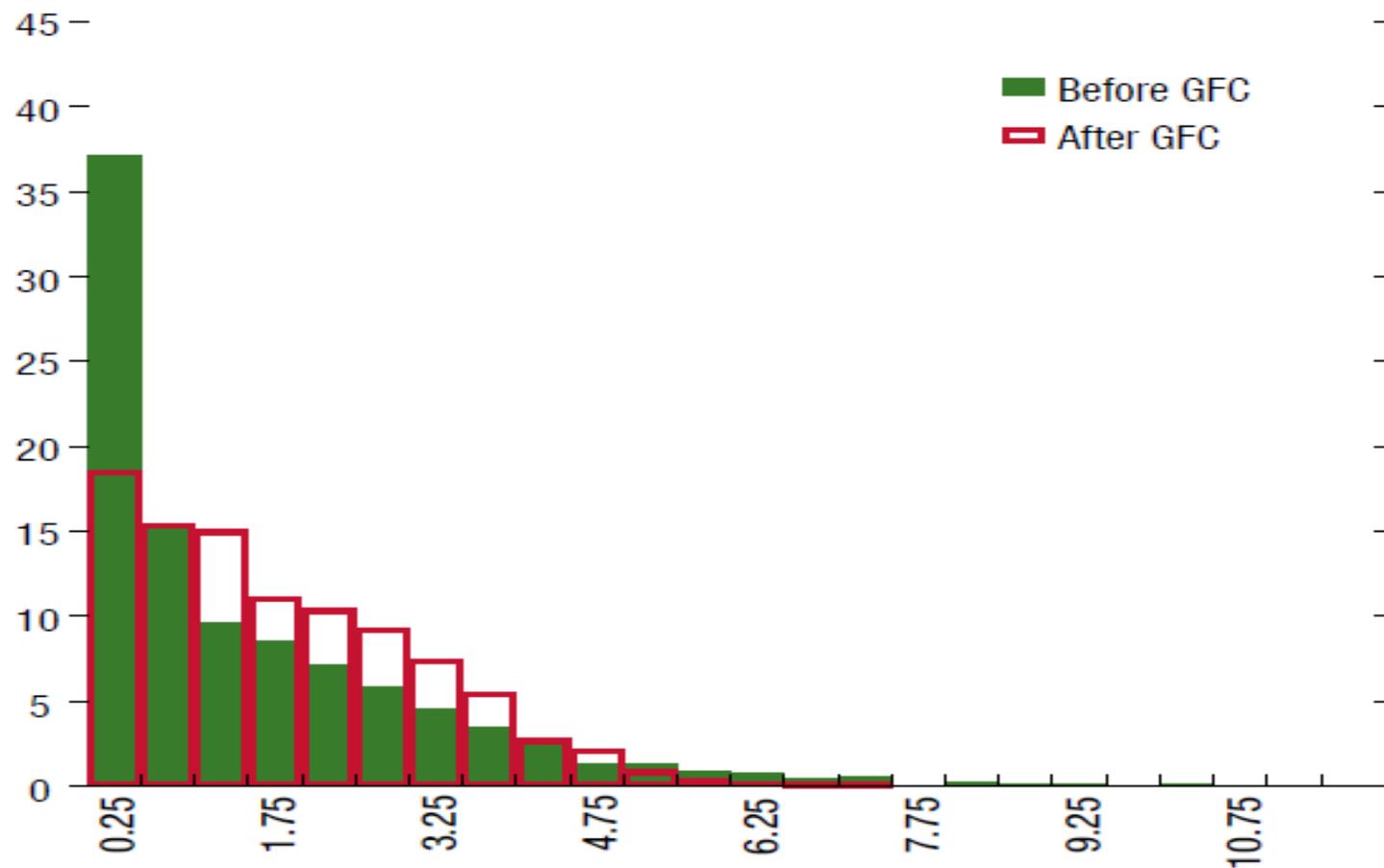
图二：新兴市场国家对发达国家的金融溢出



新兴市场国家对发达国家股市和汇市的溢出，解释能力已经超过三分之一。

自2007至2009年全球金融危机以来，新兴市场经济体的金融溢出效应明显加强

图三：危机前和危机后新兴经济体对发达经济体的金融溢出效应



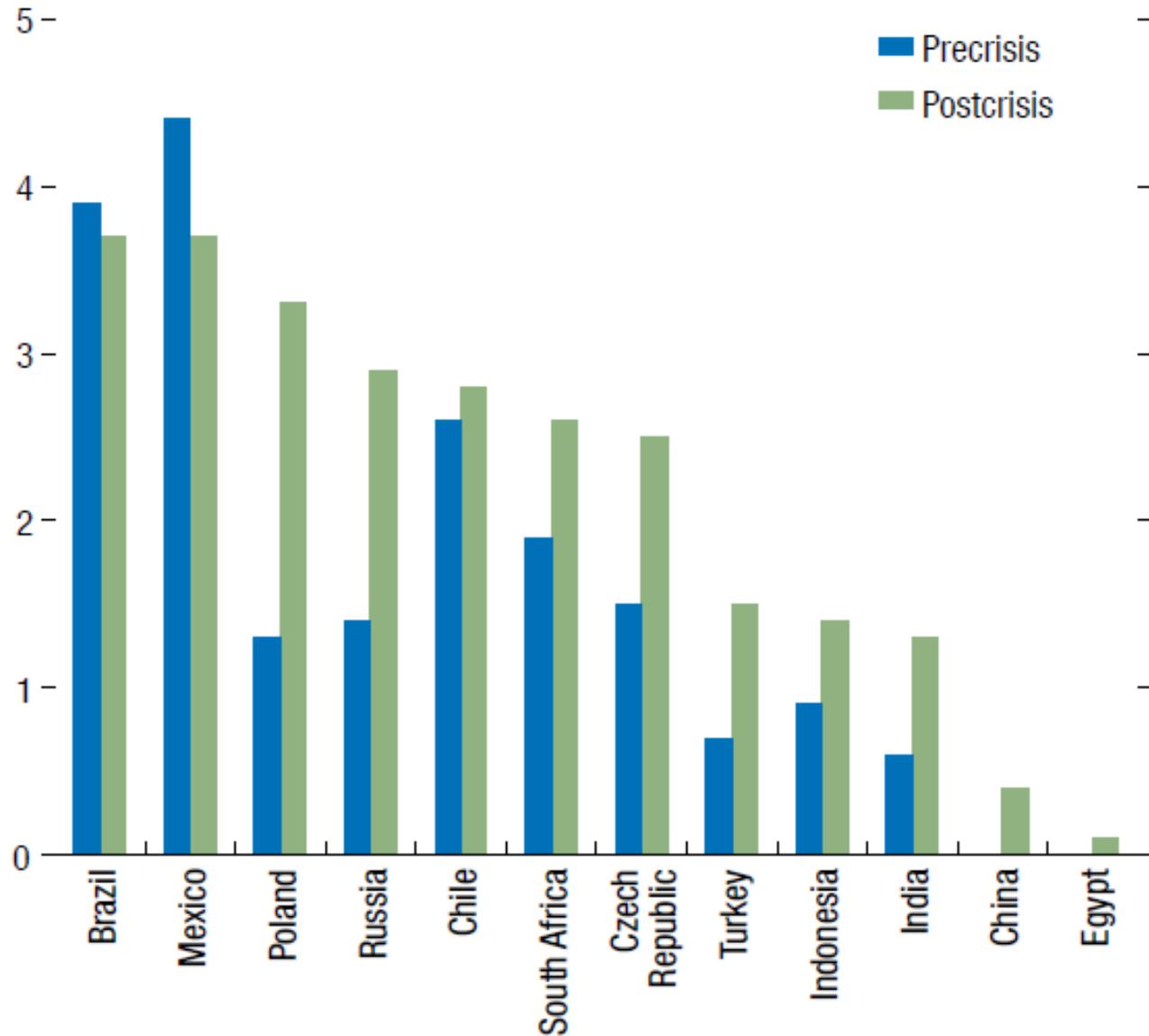
图表来源：IMF 国际金融稳定报告 2016 年 4 月

# 发达国家股市状况

表三：新兴市场国家股市对发达国家股市方差的解释力

股市指数	2016	年度平均值	标准差	平均值/标准差
UK	54.93	47.68	9.09	5.25
GER	56.66	46.21	10.06	4.59
CAN	75.23	48.35	14.25	3.39
JPN	53.04	43.56	10.21	4.26
KOR	54.53	48.86	8.42	5.80
USA_SP	69.10	52.86	9.05	5.84
USA_NAS	67.01	50.68	7.89	6.42
USA_D	66.74	50.30	9.73	5.17
AUS	58.90	46.99	10.41	4.51
FRA	53.90	46.92	9.32	5.04
SWE	46.00	47.21	9.77	4.83
NOR	46.44	46.98	10.57	4.45

图六：危机前和危机后各新兴经济体平均溢出效应



图表来源：IMF 国际金融稳定报告 2016 年 4 月

# EM $\longrightarrow$ AE

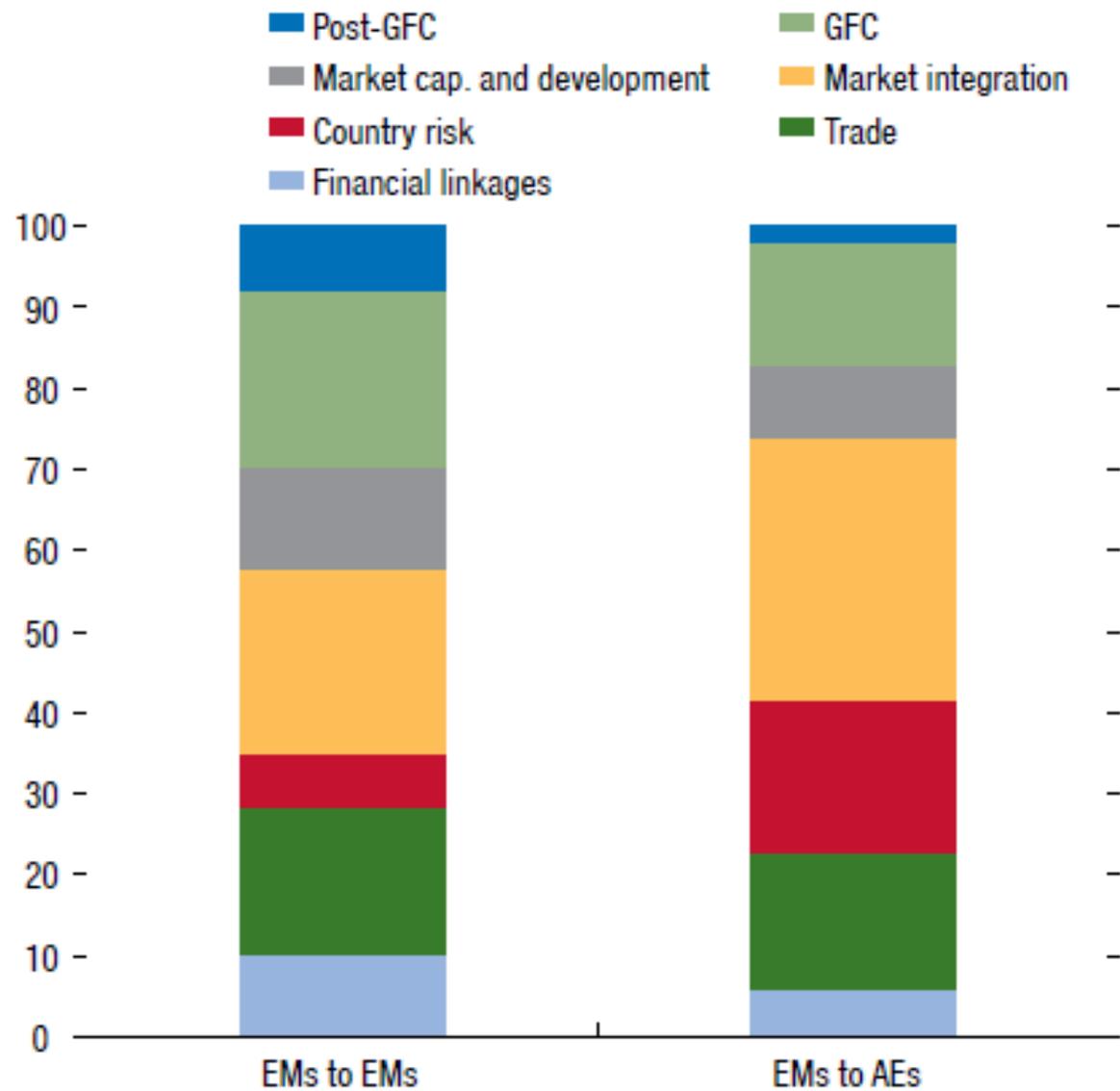
美元受到新兴经济体汇市影响的程度较美国股市要高得多，即使经过标准差调整，其受影响程度仍然是各个主要发达经济体货币中最高的。

表五：新兴市场国家货币汇率对发达国家货币汇率方差的解释力

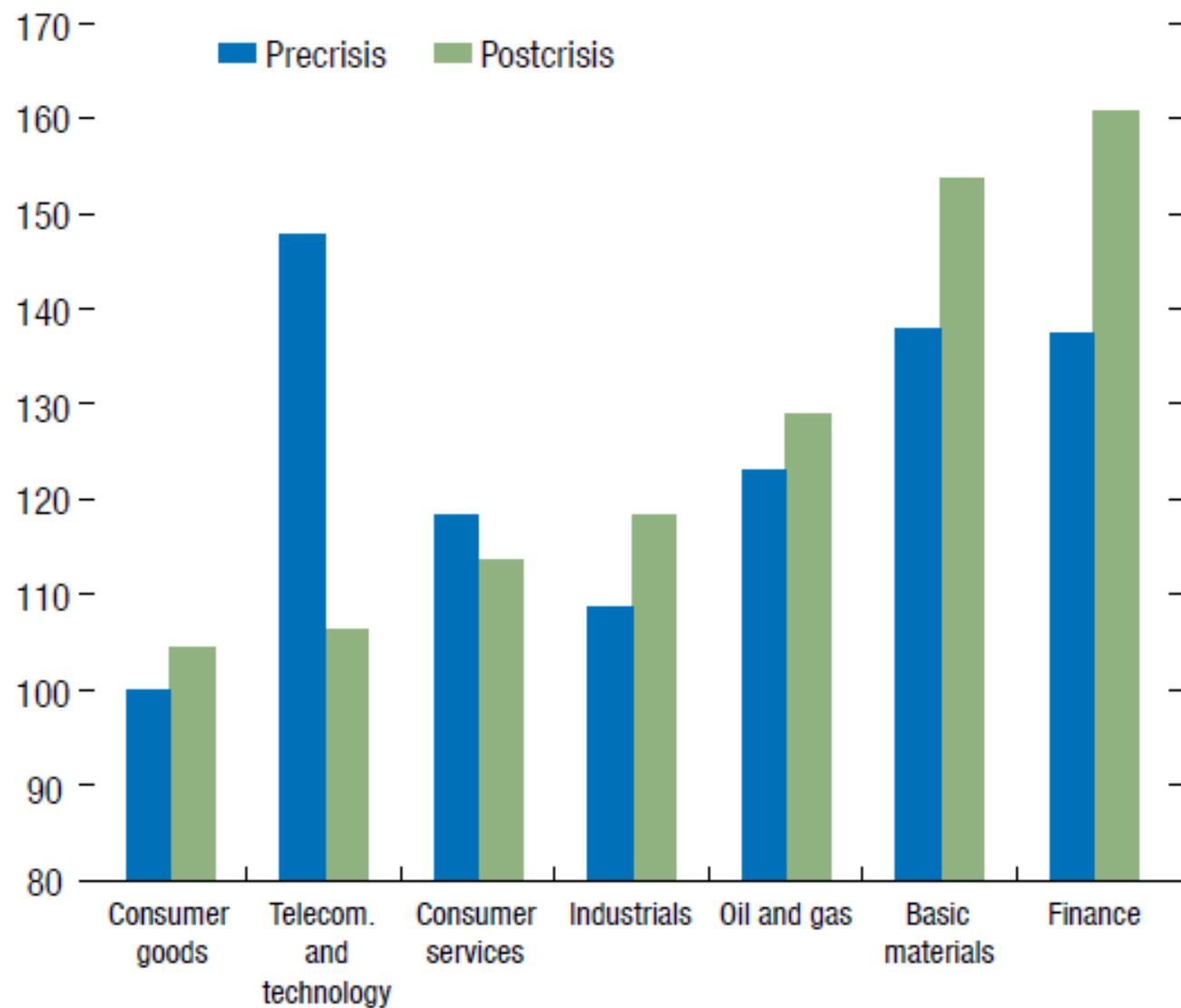
国别	2016	年度平均值	标准差	平均值/标准差
AUS	29.40	38.20	12.59	3.03
CAN	27.54	29.18	11.17	2.61
UK	7.90	9.24	3.82	2.42
JPN	49.71	48.24	8.40	5.74
KOR	38.83	39.84	11.73	3.40
NZ	21.25	27.57	11.37	2.43
SG	20.66	30.24	16.93	1.79
USA	68.25	79.46	9.75	8.15
EUR	48.74	59.77	10.08	5.93

# 溢出效应的渠道分析

图七：各因素对新兴经济体股票市场金融溢出效应的影响（1995-2014）



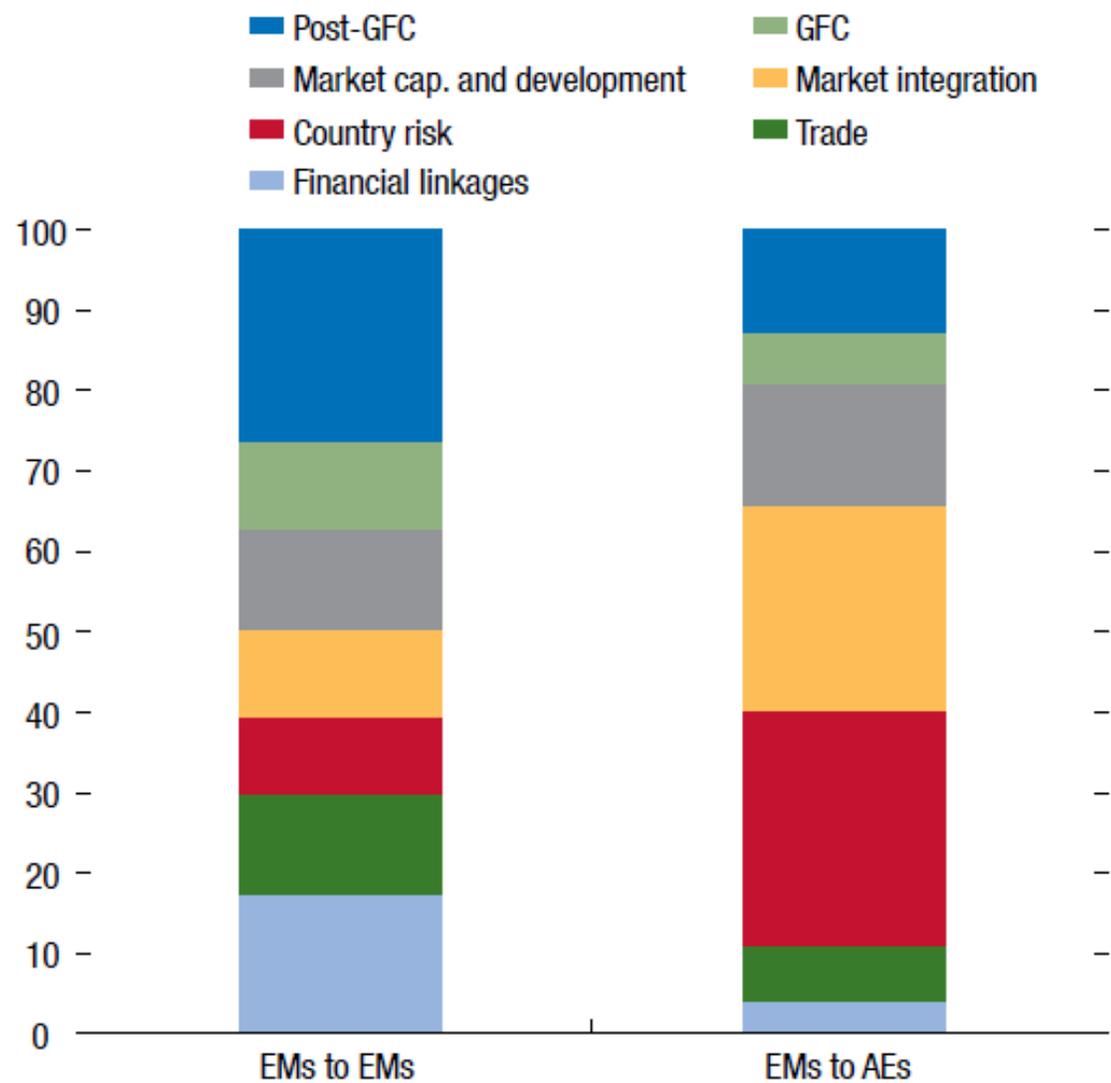
图八：新兴经济体分部门金融溢出效应



从各个部门看，来自新兴市场经济体的股票市场溢出在贸易商品和全球整合部门更强，并随着时间的推移而增长。

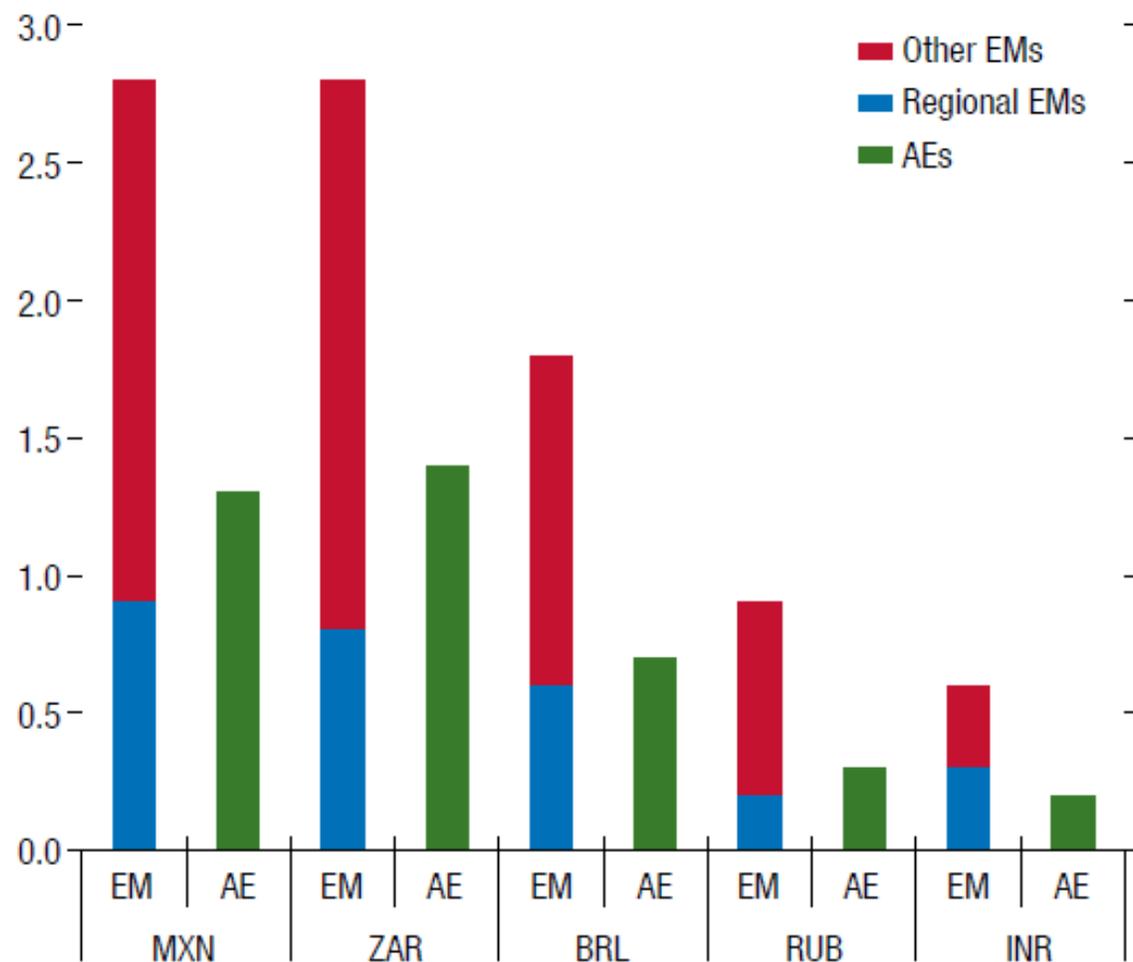
图表来源：IMF 国际金融稳定报告 2016 年 4 月

图九：各因素对外汇溢出的影响（1995-2014）



图表来源：IMF 国际金融稳定报告 2016 年 4 月

图十：新兴经济体的外汇溢出效应（2011-2015）



巴西，墨西哥和南非是外汇市场溢出的最大来源之一。

图表来源：IMF 国际金融稳定报告 2016 年 4 月



**Thank You**