

世界经济展望

复苏加强，但力度仍不均匀

.....

2014年4月



世界经济与金融概览

世界经济展望

2014年4月

复苏加强，但力度仍不均匀



国际货币基金组织

©2014 国际货币基金组织

封面设计: Luisa Menjivar 和 Jorge Salazar
制作: Maryland Composition

Cataloging-in-Publication Data

Joint Bank-Fund Library

World economic outlook (International Monetary Fund)

World economic outlook : a survey by the staff of the International Monetary Fund. —
Washington, DC : International Monetary Fund, 1980—
v. ; 28 cm. — (1981–1984: Occasional paper / International Monetary Fund, 0251-6365).
— (1986– : World economic and financial surveys, 0256-6877)

Semiannual. Some issues also have thematic titles.

Has occasional updates, 1984–

ISSN (print) 0256-6877

ISSN (online) 1564-5215

1. Economic development — Periodicals.
 2. Economic forecasting — Periodicals.
 3. Economic policy — Periodicals.
 4. International economic relations — Periodicals.
- I. International Monetary Fund. II. Series: Occasional paper (International Monetary Fund).
III. Series: World economic and financial surveys.

HC10.80

ISBN 978-1-48432-357-1 (印刷版)
978-1-48432-560-5 (网络PDF)
978-1-47552-276-1 (ePub)
978-1-48432-508-7 (Mobi)

声明: 本出版物所陈述之分析和政策建议来自基金组织工作人员, 不代表基金组织的官方政策, 亦不代表基金组织执董会或各国当局的意见。

建议的引用辞: 国际货币基金组织, 《世界经济展望——复苏加强, 但力度仍不均匀》(华盛顿, 2014年4月)。

可通过网络、传真和来函方式订购出版物。地址:
International Monetary Fund, Publication Services
P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.
电话: (202) 623-7430 传真: (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.org
www.imfbookstore.org
www.elibrary.imf.org

目录

假设和惯例	ix
更多信息和数据	xi
前言	xii
序言	xiii
概要	xv
第一章 近期发展和前景	1
需求和经济活动前景	1
对外部门的情况	8
下行风险	8
政策	16
专题：商品价格及预测	22
专栏 1.1. 信贷供给与经济增长	29
专栏 1.2. 中国的（商品）消费模式正在转变？	32
专栏 1.3. 在通胀低于目标水平时稳定通胀预期	36
专栏 1.4. 新兴市场的汇率机制和面对的危机脆弱性	39
参考文献	42
第二章 国家和地区前景	45
美国和加拿大：态势稳固	45
欧洲	48
亚洲：稳步复苏	53
拉丁美洲和加勒比：增长受到压抑	55
独立国家联合体：前景了无起色	57
中东和北非：正在转好？	59
撒哈拉以南非洲：增长加速	62
溢出效应专题：先进经济体应该担忧新兴市场经济体的增长冲击吗？	65
参考文献	71
第三章 论全球实际利率	73
对现况的概括：衡量实际利率和资本成本	75
实际利率的决定因素：储蓄与投资框架	77
哪些因素促成了实际利率的下降？	79
实际利率是否会大幅度逆转？	85
总结和政策结论	87
附录 3.1. 用模型预测通胀率和股息增长率	88
附录 3.2. 投资利润率	92
附录 3.3. 财政指标	92
附录 3.4. 金融危机对投资和储蓄的影响	93
附录 3.5. 储蓄和投资对实际利率影响的敏感度	93

附录 3.6. 消费习惯与储蓄和增长	94
附录 3.7. 表图中所用样本国家	94
专栏 3.1. 储蓄和经济增长	95
参考文献	99
第四章 受外部条件影响？全球金融危机之前、期间和之后的外部条件和新兴市场增长	101
外部因素对新兴市场增长的影响	103
全球化供应链，还是全球化中国？量化中国的影响力	110
增长的影响：长期和短期影响	111
增速调整：全球金融危机以来，新兴市场的增长动态是否出现了变化？	113
政策启示和结论	116
附录 4.1. 数据定义、来源和说明	118
附录 4.2. 估计方法和稳健性检查	122
专栏 4.1. 外部条件对新兴市场经济体中期增长的影响	130
参考文献	135
附件：基金组织执董会关于世界经济前景的讨论，2014年3月	137
统计附录	139
假设	139
最近更新	139
数据和惯例	140
国家分类	141
《世界经济展望》国家分类中各组的一般特征和组成	141
表 A. 2013年《世界经济展望》的分组及各组在GDP、货物和服务出口及人口总量中的比重	143
表 B. 各分组的先进经济体	144
表 C. 欧盟	144
表 D. 新兴市场和发展中经济体：按地区和出口收入主要来源划分	145
表 E. 新兴市场和发展中经济体：按地区、净外部头寸、重债穷国和低收入发展中国家划分	146
表 F. 重要数据的记录	148
专栏 A1. 对若干经济体进行预测时的经济政策假设	158
表目	161
产出 (表 A1–A4)	162
通货膨胀 (表 A5–A7)	169
财政政策 (表 A8)	174
对外贸易 (表 A9)	175
经常账户交易 (表 A10–A12)	177
国际收支与外部融资 (表 A13–A14)	183
资金流动 (表 A15)	185
中期基线预测 (表 A16)	189
《世界经济展望》若干议题	191

表

表 1.1. 《世界经济展望》预测概览	2
表 1.SF.1. 预测期h的均方根误差（相对于随机游走模型）	28
表 1.3.1. 消费者价格指数通胀共识预期	37
表 2.1. 部分先进经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业	48
表 2.2. 部分欧洲经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业	49
表 2.3. 部分亚洲经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业	53
表 2.4. 部分西半球经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业	55
表 2.5. 独联体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业	58
表 2.6. 部分中东和北非经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业	61
表 2.7. 部分撒哈拉以南非洲经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业	62
表 2.SF.1. 对新兴市场经济体的出口情况（1995年与2008年相比）	67
表 3.1. 解释实际利率下降的替代性假设	78
表 3.2. 影响实际利率的因素	86
表 3.3. 投资（储蓄）与实际利率（简化等式）	88
表 3.4. 全球利率、投资和储蓄的数据覆盖情况	89
表 3.1.1. 储蓄与增长：格兰杰因果检验	96
表 3.1.2. 储蓄与GDP比率演变决定因素	98
表 4.1. 对外部组冲击的脉冲响应：基准模型	105
表 4.2. 对外部组冲击的脉冲响应：基于中国实际GDP的修订基准模型	113
表 4.3. 由外部组因素造成的产出差异占比	115
表 4.4. 数据来源	120
表 4.5. 新兴市场经济体样本和国际标准化组织国家代码	120
表 4.6. 国内实际GDP增长与关键变量的相关性，1998年至2013年	123
表 4.1.1. 新兴市场的增长回归，1997–2011年	131
表 4.1.2. 新兴市场的增长回归：巴西、中国、印度、俄罗斯和南非与其他新兴市场伙伴国的增长，1997–2011年	133
表 4.1.3. 新兴市场的增长回归	134
表 A1. 世界产出概况	162
表 A2. 先进经济体：实际GDP和国内总需求	163
表 A3. 先进经济体：实际GDP的构成	164
表 A4. 新兴市场和发展中经济体：实际GDP	166
表 A5. 通货膨胀概况	169
表 A6. 先进经济体：消费者价格	170
表 A7. 新兴市场和发展中经济体：消费者价格	171
表 A8. 主要先进经济体：广义政府财政差额和债务	174
表 A9. 世界贸易量和价格概况	175
表 A10. 经常账户差额概况	177
表 A11. 先进经济体：经常账户差额	179
表 A12. 新兴市场和发展中经济体：经常账户差额	180
表 A13. 新兴市场和发展中经济体：净资金流动	183
表 A14. 新兴市场和发展中经济体：私人资金流动	184
表 A15. 世界储蓄的来源与运用概况	185
表 A16. 世界中期基线预测概况	189

在线表格

- 表 B1. Advanced Economies: Unemployment, Employment, and Real GDP per Capita
表 B2. Emerging Market and Developing Economies: Real GDP
表 B3. Advanced Economies: Hourly Earnings, Productivity, and Unit Labor Costs in Manufacturing
表 B4. Emerging Market and Developing Economies: Consumer Prices
表 B5. Summary of Fiscal and Financial Indicators
表 B6. Advanced Economies: General and Central Government Net Lending/Borrowing and Excluding Social Security Schemes
表 B7. Advanced Economies: General Government Structural Balances
表 B8. Emerging Market and Developing Economies: General Government Net Lending/Borrowing and Overall Fiscal Balance
表 B9. Emerging Market and Developing Economies: General Government Net Lending/Borrowing
表 B10. Advanced Economies: Exchange Rates
表 B11. Emerging Market and Developing Economies: Broad Money Aggregates
表 B12. Advanced Economies: Export Volumes, Import Volumes, and Terms of Trade in Goods and Services
表 B13. Emerging Market and Developing Economies by Region: Total Trade in Goods
表 B14. Emerging Market and Developing Economies by Source of Export Earnings: Total Trade in Goods
表 B15. Advanced Economies: Current Account Transactions
表 B16. Emerging Market and Developing Economies: Balances on Current Account
表 B17. Emerging Market and Developing Economies by Region: Current Account Transactions
表 B18. Emerging Market and Developing Economies by Analytical Criteria: Current Account Transactions
表 B19. Summary of Balance of Payments, Financial Flows, and External Financing
表 B20. Emerging Market and Developing Economies by Region: Balance of Payments and External Financing
表 B21. Emerging Market and Developing Economies by Analytical Criteria: Balance of Payments and External Financing
表 B22. Summary of External Debt and Debt Service
表 B23. Emerging Market and Developing Economies by Region: External Debt by Maturity and Type of Creditor
表 B24. Emerging Market and Developing Economies by Analytical Criteria: External Debt by Maturity and Type of Creditor
表 B25. Emerging Market and Developing Economies: Ratio of External Debt to GDP
表 B26. Emerging Market and Developing Economies: Debt-Service Ratios
表 B27. Emerging Market and Developing Economies, Medium-Term Baseline Scenario: Selected Economic Indicators

图

- 图 1.1. 全球经济活动指标 3
图 1.2. GDP 增长预期 3
图 1.3. 先进经济体的货币状况 4
图 1.4. 财政政策 5
图 1.5. 全球通货膨胀 6
图 1.6. 产能、失业和产出趋势 7
图 1.7. 二十国集团经济过热指标 9
图 1.8. 先进经济体的金融市场状况 10
图 1.9. 新兴市场经济体的金融状况和资本流动 11
图 1.10. 新兴市场经济体的货币政策和信贷 11

图 1.11. 汇率和储备	12
图 1.12. 对外部门	13
图 1.13. 全球前景面临的风险	14
图 1.14. 衰退和通货紧缩风险	14
图 1.15. 新兴市场经济体增长减缓，美国复苏加快	18
图 1.SF.1. 商品市场发展	23
图 1.SF.2. 布伦特预测误差和期货	24
图 1.SF.3. 向量自回归与组合预测	25
图 1.SF.4. 滚动均方根误差：递归估计	26
图 1.1.1. 贷款标准收紧10个百分点引起的GDP累计变化	30
图 1.1.2. 信贷供给冲击	31
图 1.1.3. 信贷供给冲击对GDP的影响	31
图 1.2.1. 中国：实际GDP增长和商品价格	32
图 1.2.2. 全球商品消费增长率	33
图 1.2.3. 实际和预测的人均商品消费	34
图 1.2.4. 支出特点	35
图 1.3.1. 欧元区、美国、日本和挪威的通胀预期	36
图 1.4.1. 新兴市场汇率制度的分布情况，1980-2011年	39
图 1.4.2. 新兴市场预测危机概率，1980-2011年	40
图 1.4.3. 银行或货币危机的概率	40
图 2.1. 2014年GDP增长预测和可能出现的下行情景的影响	46
图 2.2. 美国和加拿大：复苏正在稳固	47
图 2.3. 欧洲先进经济体：从衰退走向复苏	50
图 2.4. 欧洲新兴和发展中经济体：复苏加强，但存在脆弱性	51
图 2.5. 亚洲：稳步复苏	52
图 2.6. 拉丁美洲和加勒比：增长受到抑制	56
图 2.7. 独联体：前景受到抑制	57
图 2.8. 中东、北非、阿富汗和巴基斯坦：正在转好？	60
图 2.9. 撒哈拉以南非洲：增长加快	63
图 2.SF.1. 先进经济体和新兴市场经济体之间的实际贸易联系	66
图 2.SF.2. 先进经济体对新兴市场经济体的金融敞口	67
图 2.SF.3. 有关新兴市场经济体下行情景的事件研究	68
图 2.SF.4. 新兴市场经济体增长冲击对先进经济体产出增长的峰值效应	69
图 2.SF.5. 新兴市场经济体对先进经济体的潜在增长溢出影响模型模拟	69
图 3.1. 政府债券10年利率和通货膨胀	73
图 3.2. 实际利率比较（年度百分率）	75
图 3.3. 实际利率、股本实际回报和资本成本	76
图 3.4. 实际利率中的共同因素	77
图 3.5. 实际利率和资金需求与供给的变化	77
图 3.6. 投资与GDP的比率（占GDP的百分比）	78
图 3.7. 先进经济体投资的变化	79
图 3.8. 新兴市场储蓄的变化	80
图 3.9. 财政政策对实际利率的影响（占GDP的百分比）	81
图 3.10. 美国的货币政策冲击对实际利率的影响	82
图 3.11. 长期实际利率与股本实际回报（年度百分比）	83
图 3.12. 证券组合变化以及对债券与股票的相对需求	84
图 3.13. 1980-2013年证券组合变化以及债券与股票的相对风险度	84
图 3.14. 金融危机对储蓄和投资与GDP比率的影响	85
图 3.15. 低实际利率对债务可持续性的影响	86
图 3.16. 先进经济体投资的变化	87

图 3.17. 全球长期实际利率	92
图 3.18. 欧元区实际利率的趋同	92
图 3.1.1. 储蓄率和GDP的增长加快（放缓）	97
图 3.1.2. 总储蓄：实际与条件预测	97
图 4.1. 先进经济体、新兴经济体和发展中经济体的增长动态	102
图 4.2. 一般国家排名，2000-2012年	104
图 4.3. 实际GDP增长对外部需求冲击的脉冲响应	106
图 4.4. 对外部融资冲击的脉冲响应	106
图 4.5. 对美国高收益债券利差冲击的脉冲响应	107
图 4.6. 对外部冲击和具体国家特性的增长响应之间的相关性	109
图 4.7. 国内实际GDP增长对贸易条件增长冲击的脉冲响应	110
图 4.8. 实际GDP增长内部和外部因素的历史分解	111
图 4.9. 中国实际GDP增长冲击的脉冲响应	112
图 4.10. 实际GDP增长的历史分解，中国作为一个显性外部因素	114
图 4.11. 全球衰退之后新兴市场的产出和增长表现	116
图 4.12. 根据外部因素的样本外增长预测，国别情况	117
图 4.13. 全球金融危机以来的有条件预测和实际增长率，国别情况	119
图 4.14. 新兴市场与美国及中国的国内实际 GDP 增长率对比	121
图 4.15. 新兴市场各地区组的平均增长率	122
图 4.16. 先验选择对平均脉冲回应的影响	124
图 4.17. 美国货币政策替代变量的冲击的平均脉冲响应	124
图 4.18. 替代设定下国内实际GDP增长率对美国联邦基金利率和10年期国库券利率的响应	125
图 4.19. 美国货币政策替代变量的冲击的平均脉冲响应	126
图 4.20. 替代的美国货币政策冲击	126
图 4.21. 国内实际GDP增长对外部融资冲击的脉冲响应	127
图 4.22. 替代的向量自回归设定下国内实际GDP增长对冲击的平均脉冲响应	127
图 4.23. 巴西：基线模型下的响应与始于1995年第一季度样本模型下的响应的比较	128
图 4.24. 面板向量自回归下的脉冲响应与基线模型响应的比较	128
图 4.1.1. 出口伙伴国增长弹性	132
图 4.1.2. 出口伙伴国增长	132

假设和惯例

《世界经济展望》提出的预测使用了若干假设。这些假设是：实际有效汇率保持在2014年1月31日至2月28日的平均水平上，参加欧洲汇率机制II（ERM II）的货币除外（对于这些货币，假设它们对欧元的名义汇率保持不变）；各国当局继续执行既定政策（部分经济体的财政和货币政策的具体假设见统计附录专栏A1）；石油的平均价格2014年为每桶104.17美元，2015年为每桶97.92美元，而且在中期内实际价格将保持不变；美元存款的六个月期伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）在2014年平均为0.4%，在2015年为0.8%；欧元存款的三个月期利率在2014和2015年分别平均为0.3%和0.4%；日元存款的六个月期利率在2014和2015年都为0.2%。当然，这些都是研究假设，不是预测，而且与这些假设有关的不确定性不可避免地会扩大预测的误差范围。本报告的估计和预测是根据2014年3月24日所掌握的统计信息。

《世界经济展望》使用了如下惯例表示法：

- … 表示没有数据或数据不适用；
- 在年份或月份之间（例如2013-2014年或1-6月），用以表示覆盖的年份或月份，含起止年月；
- / 在年份或月份之间（如2013/14），用以表示财政或财务年度；
- “十亿”表示1,000个百万；“万亿”表示1,000个十亿。
- “基点”指一个百分点的1/100（例如，25个基点相当于一个百分点的1/4）。

一些国家2013年及之前的数据基于的是估计值而非实际值。

数据一般使用日历年，但一些国家的数据使用财年。国家的参考期的完整列表可参阅统计附录表F。

鉴于当前的危机，乌克兰的预测不包括在内。

阿根廷的消费者价格预测不包括在内，因为数据有结构性中断。详见表A7的注释6。

韩国的实际GDP序列的基年仍为2005年，因而未反映出2014年韩国发布的修订后的国民账户数据，因为当时《世界经济展望》已经定稿。这次修订内容很全面，包括执行2008年国民账户体系，以及将基年调整为2010年。修订的结果是，2013年实际GDP增长从原来的2.8%（见表2.3和附录A2）提高至3%。

2014年1月，拉脱维亚成为第18个加入欧元区的国家。由于数据库中拉脱维亚的数据尚未转换为欧元，因此该国数据不包括在欧元区加总数据中，但是，该国数据已经计入了先进经济体加总数据中。

从2014年4月期《世界经济展望》起，中东欧和新兴欧洲被重命名为欧洲新兴市场和发展中经济体。发展中亚洲重新命名为亚洲新兴市场和发展中经济体。

佛得角的英文名从Cape Verde改为Cabo Verde。

正如2013年10月期《世界经济展望》的做法，叙利亚的数据被排除在2011及之后年份的汇总数据之外，因为该国的政局不稳定。

如果表格和图中没有注明资料来源，则数据来自《世界经济展望》数据库。

如果国家未按字母顺序列示，则它们是按经济规模排序的。

各个数字的合计与总数之间的微小差异是由四舍五入造成。

本报告中使用的“国家”和“经济体”并非在所有情况下都是指国际法和国际惯例所理解的领土实体，还包括一些非国家的、统计数据单列的领土实体。

为各组国家提供了合成数据，分组依据的是经济特点或地区分布。除非另有说明，国家组合成数据的计算是基于组别数据的90%或90%以上的权重。

地图中所示边界、颜色、称谓和其他信息不代表基金组织对任何领土法律地位的判断，亦不代表基金组织对上述边界等信息的支持或认可。

更多信息和数据

本期《世界经济展望》报告之全文可以从基金组织的电子图书馆 (www.elibrary.imf.org) 和基金组织网站 (www.imf.org) 获取。网站还提供《世界经济展望》数据库的更多数据, 这些数据比报告本身包括的数据丰富, 包括含有读者通常最需要的时间序列数据的文件。这些文件可以下载, 用于多种软件包。

本期《世界经济展望》中的数据由基金组织工作人员在撰写报告时编纂。历史数据和预测是基于基金组织国别主管工作人员在访问成员国时收集的数据和对成员国发展情况的不间断持续分析。随着获得更多信息, 持续对历史数据进行更新, 而且经常要使用拼接和其他技术对数据中的结构性间断进行调整, 以得出平滑的数据系列。当无法获得完整信息时, 仍旧使用基金组织工作人员的估算作为历史序列的替代。因此, 《世界经济展望》的数据可能不同于其他官方数据来源, 包括基金组织的《国际金融统计》。

《世界经济展望》在“不经处理”和“目前可获得”基础上提供数据和数据诠释。我们尽力确保, 但不能保证数据的及时性、准确性和完整性。当发现错误时, 我们通过共同的努力在适当和可行的情况下纠正错误。出版之后做出的任何更改和修订均纳入电子版。电子版可从基金组织的电子图书馆 (www.elibrary.imf.org) 和基金组织网站 (www.imf.org) 获取。所有重大修正详见网上目录。

有关《世界经济展望》数据库的使用条款和条件的详细信息, 参阅基金组织版权政策网站: www.imf.org/external/terms.htm。

有关《世界经济展望》内容和数据库的询问, 可通过信件、电子邮件或传真的方式 (不受理电话咨询) 发送, 联系方式如下:

World Economic Studies Division
Research Department
International Monetary Fund
700 19th Street, N.W.
Washington, DC 20431, U.S.A.
传真: (202) 623-6343
论坛网址: www.imf.org/weoforum

前言

《世界经济展望》的分析和预测是基金组织对其成员国的经济发展和各项政策、对国际金融市场发展以及对全球经济体系的监督工作的有机组成部分。前景和政策概览是基金组织各部门对世界经济发展综合分析的结果，主要依据是基金组织工作人员通过与成员国磋商获得的信息。这些磋商具体由基金组织地区部门（非洲部、亚洲及太平洋部、欧洲部、中东和中亚部以及西半球部）负责，其他参加部门有战略、政策与检查部，货币与资本市场部，以及财政事务部。

本报告中的分析是在经济顾问兼研究部主任奥利维尔·布兰查德的总体指导下在研究部内协调完成。主持该项目的是研究部处长Thomas Helbing和研究部副主任Jörg Decressin。

本报告的主要撰稿人是Abdul Abiad、Aseel Almansour、Aqib Aslam、Samya Beidas-Strom、John Bluedorn、Rupa Duttagupta、Davide Furceri、Andrea Pescatori、Marco E. Terrones和Juan Yopez Alborno。z。

其他撰写者有 Ali Alichì、Angana Banerji、Benjamin Beckers、Alberto Behar、Sami Ben Naceur、Patrick Blagrave、Kevin Clinton、Alexander Culiuc、Joshua Felman、Emilio Fernandez Corugedo、Roberto Garcia-Saltos、Roberto Guimarães-Filho、Keiko Honjo、Benjamin Hunt、Dora Iakova、Deniz Igan、Gregorio Impavido、Zoltan Jakab、Douglas Laxton、Lusine Lusinyan、Andre Meier、Pritha Mitra、Dirk Muir、Jean-Marc Natal、MarcoPani、Mahvash Qureshi、Jesmin Rahman、Marina Rousset、Damiano Sandri、John Simon、Serhat Solmaz、Shane Streifel、Yan Sun、Li Tang、Boqun Wang和 Shengzu Wang。

Gohar Abajyan、Gavin Asdorian、Shan Chen、Tingyun Chen、Angela Espiritu、Madelyn Estrada、Sinem Kilic Celik、Mitko Grigorov、Cleary A. Haines、Pavel Lukyantsau、Olivia Ma、Tim Mahedy、Anayo Osueke、Katherine Pan、Sidra Rehman、Daniel Rivera Greenwood、Carlos Rondon、Yang Yang和Fan Zhang提供了研究帮助。Luis Cubeddu提出了建议和意见。Mahnaz Hemmati、Toh Kuan、Emory Oakes和Richard Watson提供了技术支持。Skeeter Mathurin和 Anduriña Espinoza-Wasil负责文字处理。信息交流部的Linda Griffin Kean和Michael Harrup编辑了书稿并协调了出版工作，Lucy Scott Morales 和 Sherrie Brown提供了协助。基金组织技术与综合服务部的核心数据管理小组以及外聘专家Pavel Pimenov提供了其他技术支持。

本报告的分析得益于基金组织其他部门工作人员的评论和建议，以及执行董事们在2014年3月21日讨论该报告后提供的意见和建议。然而，预测和政策评价均出自基金组织工作人员，不代表执行董事或其所在国当局的意见。

2013年10月《世界经济展望》发布时出现的发展动态现在已经变得更加明显：当时在先进经济体才刚刚启稳的经济复苏现在已变得更加普遍。财政整顿在放慢，投资者对债务可持续性的担心已经缓解。银行的状况也逐渐稳健起来。尽管经济远未实现充分复苏，但货币政策的正常化（包括常规或非正规政策的回调）目前已被提上议事日程。

这些发展动态也意味着，新兴市场和发展中经济体所处的环境在变化。随着先进经济体的增长加强，它们对新兴市场和发展中经济体出口的需求也将增加。然而，货币政策的正常化意味着它们面对的金融条件将收紧，金融环境将更加困难。投资者将变得不那么宽容，宏观经济薄弱环节可能会造成更大的损害。

迫在眉睫的风险已经得到缓解，但风险并未消失。美国的复苏看来已经较为稳固。在日本，如需实现持久的复苏，安倍经济政策必须转化为更强劲的国内私人需求。欧洲南部国家的调整不能掉以轻心，特别是在整个欧元区通货膨胀很低的情况下。正如2014年4月《全球金融稳定报告》所讨论的，金融改革尚未完成，金融体系仍面临风险。地缘政治风险又开始抬头，尽管尚未造成全球宏观经济影响。

今后，必须更加重视供给方面的问题：

许多先进经济体的潜在增长水平很低。更雪上加霜的是，它还会使财政整顿更加困难。因此，提高潜在增长的措施正变得越来越重要，这包括：改革劳动力市场体制，提高若干非贸易部门的竞争水平和生产力，对政府规模进行再思考，以及再次审视公共投资的作用。

尽管有关证据尚不明确，但许多新兴市场经济体的潜在增长看来也已下降。在一些国家（如中国），这在一定程度上可能是旨在实现更均衡增长的转型过程的有益附带结果。而其他国家显然应通过一些结构性改革来改善增长表现。

最后，随着金融危机的影响慢慢消退，另一种趋势，即收入愈发不平等，可能将开始成为一个主要的关切。尽管人们一直认为不平等是一个核心问题，但直到最近，人们都还认为不平等不会对宏观经济发展有重要影响。这种看法越来越受到置疑。不平等如何影响宏观经济以及宏观经济政策的制定，这在我们的议程中很可能将成为越来越重要的内容。

Olivier Blanchard
经济顾问

全球经济活动总体加强，预计2014-2015年将进一步改善，其中主要增长动力将来自先进经济体。然而，这些经济体的通货膨胀仍然低于预期，反映出它们的产出缺口依然很大以及近期商品价格出现下跌。在相比过去已不太有利的外部环境下，许多新兴市场经济体的经济活动未达预期，不过，它们对全球增长的贡献仍超过三分之二。对先进经济体出口的增加将带动这些经济体的产出增长。在这样的环境下，之前几期《世界经济展望》识别出的下行风险已经有所缓解。但有三点需要注意：新兴市场风险已经增大；先进经济体的通胀水平低于预期给经济活动带来风险；地缘政治风险已重新浮现。总体而言，风险平衡状况虽然有所改善，但仍偏于下行。

今年1月末金融波动的再度加剧突出表明，外部环境的变化给新兴市场经济体带来了挑战。直接起因似乎是市场对新兴市场基本面的担忧再度增加。尽管市场压力相对而言是全局性质的，但通胀水平较高、经常账户逆差较大的国家，一般来说会受到更大影响。虽然一些经济体的薄弱环节并不是新鲜的事情，但在先进经济体投资回报改善的前景下，投资者对新兴市场风险的看法变得不那么有利。鉴于可能出现资本流动逆转，与大规模融资需求和无序货币贬值有关的风险令人担忧。一些新兴市场经济体已收紧宏观经济政策，以提升信心，并加强对政策目标的承诺。总体而言，与2012年10月期《世界经济展望》相比，一些新兴市场经济体的金融条件已经进一步收紧。资本成本因之上升，预计这将抑制投资并拖累经济增长。

展望未来，预计全球增长将从2013年的3%上升到2014年的3.6%和2015年的3.9%，与2013年10月的预期大体相同。预计先进经济体的增长率在2014-2015年将上升到2¼%左右，相比2013年，改善幅度约为1个百分点。关键驱动因素是，财政紧缩的放松（日本除外），以及依然高度宽松的货币条件。美国的增长将最为强劲，约为2¾%。欧元区将是正增长，但区内的增长状况有很大差异：核心国家的增长更为强劲，而债务水平高（包括私人 and 公共债务）、处于金融分割状态的国家的增长将较为疲软，因为高债务和金融分割

都会抑制国内需求。新兴市场和发展中经济体的增长预计将从2013年的4.7%逐步加快到2014年的5%和2015年的5¼%左右。先进经济体的更强劲需求将促进新兴经济体的增长，但金融条件的收紧将抑制国内需求增长。中国当局努力控制信贷增长并推进改革，同时确保经济逐步过渡到更平衡、更可持续的增长路径，预计其2014年增长将保持在7½%左右的水平。

尽管前景改善，但全球复苏依然脆弱，仍存在重大下行风险，包括旧有风险和新形成的风险。最近，又出现了一些新的地缘政治风险。旧有风险方面：随着外部环境发生变化，新兴市场经济体的有关风险已经加剧。另外，正如2014年4月期《全球金融稳定报告》强调的，如果美国货币政策意外迅速地正常化，或投资者避险情绪再度增强，那么可能出现进一步的金融动荡。这将导致一些新兴市场经济体发生艰难的调整过程，并可能产生蔓延效应和大范围的金融压力，从而抑制经济增长。

在先进经济体，经济活动面临的与极低通胀水平有关的风险已经浮现出来，特别是在欧元区（庞大的产出缺口导致低通胀）。由于通胀在一段时间内可能仍将保持在低水平，长期通胀预期可能也会下降，导致比当前预期更低的通胀水平，或者，如果经济活动面临的其他下行风险变为现实，甚至还可能变成通货紧缩。结果是，实际利率将上升，私人 and 公共债务负担将加重，需求和产出将进一步减弱。

先进经济体已走出“大衰退”，复苏逐步增强，这是可喜的发展。但全球范围内的经济发展势头并不同步，需要进一步采取政策努力，以充分恢复信心、确保强劲增长以及缓解下行风险。

先进经济体的政策制定者需避免过早退出宽松的货币政策。鉴于财政整顿持续进行、产出缺口依然很大、通胀水平很低，货币政策应继续保持宽松。欧元区有必要进一步放松货币政策，包括采取非常规措施，以维持经济活动，推动实现欧洲中央银行的价格稳定目标，从而减轻通胀率进一步下降甚至通货紧缩的风险。长期低通胀不利

于经济增长的适当复苏。在日本，重要的是实施安倍经济政策的另两支“箭”——结构改革以及2015年之后的财政整顿计划，以实现通胀目标和促进更快的可持续增长。然而，并不只是日本才需要制定可信的中期财政计划。2012年4月期《财政监测报告》突出表明，先进经济体（包括美国）之所以面临重大的中期财政风险，主要是因为公共债务存量巨大，并且缺乏包含具体措施和大胆的福利改革的中期调整计划。在欧元区，为增强信心、恢复信贷，必须开展可信的资产质量检查，并对薄弱银行进行注资，在此背景下修复银行的资产负债表。为实现上述目标，还须在完成银行业联盟方面取得进展，包括建立独立的、有能力对银行实施及时破产处置的单一破产处置机制，并提供共同后备支持，以切断主权与银行间的联系。需要进一步实施结构性改革，以改善投资和经济活动前景。

新兴市场经济体必须渡过动荡时期，维持中期快速增长。不同经济体应采取的适当政策措施是不同的。然而，其中许多经济体有一些共同的政策重点。首先，政策制定者应让汇率随经济基本面的变化而变动，并促进外部调整。在国

际储备充足的情况下，可以运用外汇干预减轻波动、避免金融动荡。其次，如果通胀水平仍然相对较高，或最近货币贬值传导到基础通胀的可能性较大，则可能有必要进一步收紧货币政策。如果政策可信性是个问题，则可能有必要提高政策框架的透明度和一致性，这样才能有效收紧货币政策。第三，财政方面，政策制定者必须降低财政赤字，不过，不同经济体在这方面的行动紧迫性不同。如果高企的公共债务以及相关的再融资需求成为经济体的脆弱环节，那么应提早采取行动。第四，许多经济体需要实施新一轮结构性改革，包括投资公共基础设施以及消除进入产品和服务市场的壁垒，中国还应促进经济增长从投资转向消费，实现再平衡。

低收入国家需要避免过度积累外债和公共债务。许多此类经济体已成功维持了强劲增长，这在一定程度上反映了其宏观经济政策的改善，但它们的外部环境也在发生变化。随着商品价格下跌，外国直接投资已开始减缓，与商品有关的预算收入和外汇收入面临风险。必须及时进行政策调整，以避免外债和公共债务的积累。

全球经济活动在2013年下半年增强，预计2014-2015年将进一步改善。增长动力主要来自先进经济体，尽管其复苏仍然不均衡。由于货币状况保持有利，以及财政整顿产生的拖累效应有所减轻，预计美国的年度增长将上升到趋势水平以上，欧元区核心经济体的增长将接近趋势水平。但在面临压力的欧元区经济体，由于高债务和金融分割状态抑制了国内需求，预计增长仍将疲弱。日本2014-2015年的财政整顿将导致经济增长有所减缓。新兴市场经济体的增长预计将略有回升。在一些先进经济体增长改善、货币政策恢复正常的前景下，国际投资者对政策薄弱环节和脆弱性更加敏感。在这种更为困难的外部金融环境下，这些新兴市场经济体正在做出调整。结果是，相比2013年10月期《世界经济展望》的预测，新兴市场经济体的金融状况已经收紧，而先进经济体的金融状况大体保持稳定。全球增长前景的风险仍以下行风险为主，尽管美国、英国和德国面临一定的上行风险。在先进经济体，主要的担心包括低通胀带来的下行风险以及长期低增长的可能性，特别是在欧元区和日本。虽然产出缺口普遍来说依然很大，但鉴于仍在实施财政整顿，货币政策态势仍应保持宽松。在新兴市场经济体，脆弱性总体看来并不大。不过，这些经济体仍有可能出现更严重的普遍下滑，因为资本流入可能减缓或逆转。因此，新兴市场和发展中经济体必须做好准备抵御可能的市场动荡并减轻外部脆弱性。

需求和经济活动前景

2013年下半年，全球增长回升，平均达到3%——相比前六个月的水平(2%)大幅提高。全球增长的回升主要来自先进经济体，而新兴市场的增长仅略有加快(图1.1，子图2)。经济活动的加强也体现在全球贸易和工业生产上(图1.1，子图1)。

即将发布的最新数据显示，2014年上半年全球增长将小幅放慢。2013年后期全球经济活动的加速幅度超过预期，在一定程度上是由于库存积累的增加，而这个因素将会消退。但总体而言，经

济前景与2013年10月期《世界经济展望》的预测基本相同：全球增长在2014年将加快到3.6%，2015年进一步升至3.9%(表1.1)。

- 全球增长的一个主要动力来自美国(图1.2，子图1)。美国经济在2013年下半年增长3¼%，强于2013年10月期《世界经济展望》的预测。这在一定程度上是因为强劲的出口增长以及库存需求的临时增加。近期指标显示，2014年初美国经济增长有所减缓，这在很大程度上看来与异常恶劣的天气有关，但前段时间库存需求增加的一定程度消退可能也起了作用。不过，预计2014-2015年的年度增长将高于趋势水平，约为2¾%(表1.1)。财政整顿力度的下降有利于增长，估计结构性余额的变化将从2013年占GDP的略高于2%缩小到2014-2015年的½%左右。另外，对经济活动的支持还来自宽松的货币政策，以及房地产部门长时间下滑之后的复苏(图1.3，子图5)、家庭财富的增加(图1.3，子图3)、银行贷款条件的放松。
- 欧元区已转为正增长。在德国，有利的货币状况、强劲的劳动力市场状况以及改善的信心支撑了国内需求的回升，这主要体现在消费增加和投资初步恢复上，而住房市场也有所回暖。在整个欧元区，财政紧缩步伐的显著放慢(从2013年约占GDP的1%下降到GDP的¼%)将促进经济增长(图1.4，子图1)。在核心经济体之外的其他经济体，经济的好转得益于净出口的贡献和国内需求的启稳。
- 然而，鉴于金融分割状态依然存在、信贷紧张(见图1.3，子图2)以及企业债务负担沉重，预计需求的增长仍较为疲软。正如专栏1.1讨论的，一些经济体过去的信贷供给冲击尚未完全消退，仍在拖累信贷和经济增长。而由于企业资产负债表受损，信贷需求也很疲弱。总体而言，预计欧元区的经济增长在2014年仅将达到1.2%，2015年为1½%。
- 在日本，预计经济增长一些驱动因素将增强，特别是私人投资和出口，——这是因为经济伙伴国增长加速，并且过去12个月左右时间里日元大幅贬值。2014-2015年财政政策将收紧，因为将分两步提高消费税税率(2014年第二季度从5%提高到8%，2015年第四季度进一步提

表 1.1. 《世界经济展望》预测概览
(除非另有注明, 均为百分比变化)

	年同比						第四季度同比		
	2012	2013	预测值		与2014年1月《世界经济展望》最新预测的差异		估计值	预测值	
			2014	2015	2014	2015		2013	2014	2015
世界产出¹	3.2	3.0	3.6	3.9	-0.1	-0.1	3.3	3.6	3.7
先进经济体	1.4	1.3	2.2	2.3	0.0	0.0	2.1	2.1	2.4
美国	2.8	1.9	2.8	3.0	0.0	0.0	2.6	2.7	3.0
欧元区 ²	-0.7	-0.5	1.2	1.5	0.1	0.1	0.5	1.3	1.5
德国	0.9	0.5	1.7	1.6	0.2	0.1	1.4	1.6	1.7
法国	0.0	0.3	1.0	1.5	0.1	0.0	0.8	1.2	1.6
意大利	-2.4	-1.9	0.6	1.1	0.0	0.0	-0.9	0.7	1.4
西班牙	-1.6	-1.2	0.9	1.0	0.3	0.2	-0.2	1.1	0.9
日本	1.4	1.5	1.4	1.0	-0.3	0.0	2.5	1.2	0.5
英国	0.3	1.8	2.9	2.5	0.4	0.3	2.7	3.0	1.9
加拿大	1.7	2.0	2.3	2.4	0.1	0.0	2.7	2.1	2.4
其他先进经济体 ³	1.9	2.3	3.0	3.2	0.1	0.0	2.9	2.7	3.6
新兴市场和发展中经济体⁴	5.0	4.7	4.9	5.3	-0.2	-0.1	4.8	5.2	5.3
独立国家联合体	3.4	2.1	2.3	3.1	-0.3	0.1	1.3	2.0	2.5
俄罗斯	3.4	1.3	1.3	2.3	-0.6	-0.2	1.1	1.6	2.5
俄罗斯以外的独联体国家	3.3	3.9	5.3	5.7	1.2	1.4	...	...	...
亚洲新兴和发展中经济体	6.7	6.5	6.7	6.8	0.0	0.0	6.4	6.7	6.8
中国	7.7	7.7	7.5	7.3	0.0	0.0	7.7	7.6	7.2
印度 ⁵	4.7	4.4	5.4	6.4	0.0	0.0	4.7	5.7	6.5
东盟五国 ⁶	6.2	5.2	4.9	5.4	-0.2	-0.2	...	...	...
欧洲新兴和发展中经济体	1.4	2.8	2.4	2.9	-0.5	-0.2	3.6	2.5	2.9
拉美和加勒比地区	3.1	2.7	2.5	3.0	-0.4	-0.3	1.9	3.1	2.5
巴西	1.0	2.3	1.8	2.7	-0.5	-0.2	1.9	2.0	2.9
墨西哥	3.9	1.1	3.0	3.5	0.0	0.0	0.6	4.5	2.4
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦	4.2	2.4	3.2	4.4	-0.1	-0.4	...	...	...
撒哈拉以南非洲	4.9	4.9	5.4	5.5	-0.7	-0.3	...	...	...
南非	2.5	1.9	2.3	2.7	-0.5	-0.6	2.1	2.1	3.0
备忘项									
欧洲联盟	-0.3	0.2	1.6	1.8	0.2	0.1	1.1	1.7	1.7
低收入发展中国家	5.7	6.1	6.3	6.5	-0.3	0.1	...	...	...
中东和北非	4.1	2.2	3.2	4.5	-0.2	-0.5	...	...	...
按市场汇率计算的全球经济增长	2.5	2.4	3.1	3.3	0.0	0.0	2.8	3.0	3.2
全球贸易量（货物和服务）	2.8	3.0	4.3	5.3	-0.1	0.1	...	...	...
进口									
先进经济体	1.1	1.4	3.5	4.5	0.1	0.3	...	...	...
新兴市场和发展中经济体	5.8	5.6	5.2	6.3	-0.7	-0.1	...	...	...
出口									
先进经济体	2.1	2.3	4.2	4.8	0.2	0.1	...	...	...
新兴市场和发展中经济体	4.2	4.4	5.0	6.2	-0.4	-0.1	...	...	...
商品价格（美元）									
石油 ⁷	1.0	-0.9	0.1	-6.0	0.4	-0.8	2.6	-2.3	-6.3
非燃料商品（根据世界商品出口权重计算的平均值）	-10.0	-1.2	-3.5	-3.9	2.7	-1.5	-3.0	-3.2	-3.0
消费者价格									
先进经济体	2.0	1.4	1.5	1.6	-0.2	-0.1	1.2	1.6	1.7
新兴市场和发展中经济体 ⁴	6.0	5.8	5.5	5.2	-0.2	-0.1	5.3	5.1	4.7
伦敦银行同业拆借利率（百分率）									
美元存款（6个月）	0.7	0.4	0.4	0.8	0.0	0.3	...	...	...
欧元存款（3个月）	0.6	0.2	0.3	0.4	-0.1	-0.2	...	...	...
日元存款（6个月）	0.3	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	...	...	...

注：假设实际有效汇率保持在2014年1月31日至2月28日的水平不变。若经济体不是按英文字母顺序排列，则表示按照其经济规模进行排序。加总的季度数据经季节调整。鉴于乌克兰目前的危机，2014年4月期《世界经济展望》不包括对乌克兰的预测，但2014年1月《世界经济展望》最新预测包括了对乌克兰的预测。拉脱维亚包括在先进经济体中；在2014年1月《世界经济展望》最新预测中，该国被列入新兴和发展中经济体。

¹ 季度估算和预测涵盖世界购买力平价权重的90%。

² 不包括拉脱维亚。

³ 不包括七国集团（加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国、美国）和欧元区国家。

⁴ 季度估算和预测约涵盖新兴市场和发展中经济体的80%。

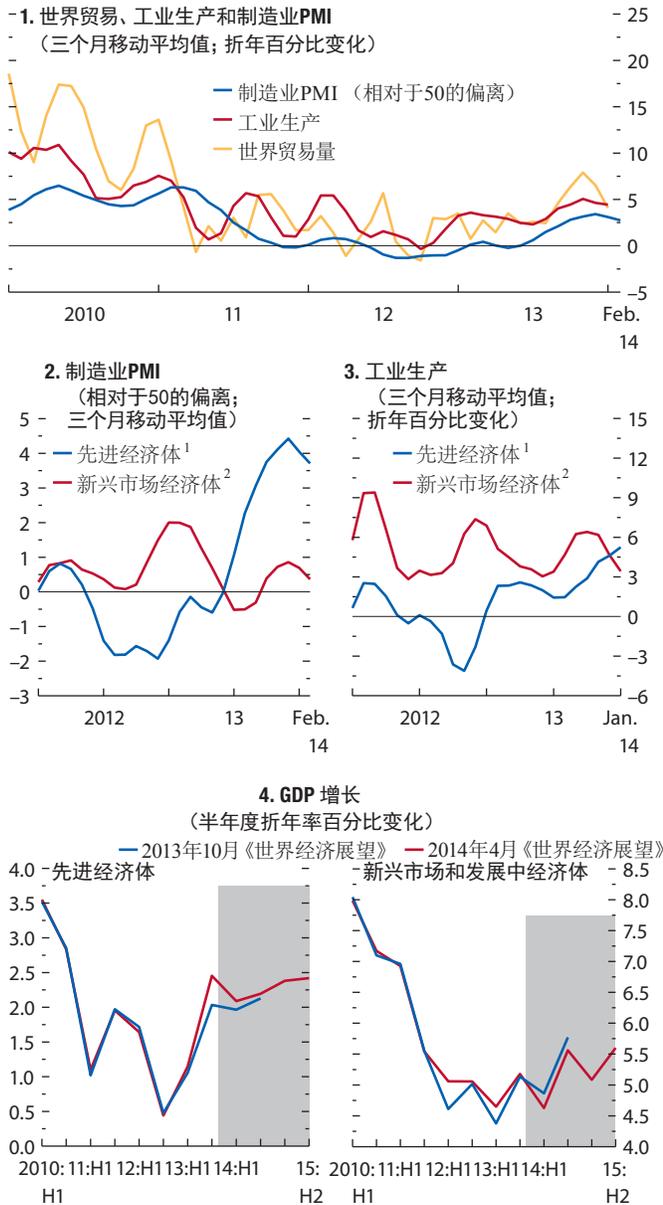
⁵ 印度的数据和预测是按财政年度列示的，产出增长是基于按市场价格计算的GDP。按要素成本计算的2013年、2014年和2015年的相应增长预测分别是4.6%、5.4%和6.4%。

⁶ 印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和越南。

⁷ 英国布伦特、迪拜法塔赫和西得克萨斯中质原油价格的简单平均。2013年以美元计算的石油平均价格为104.07美元/桶；根据期货市场，假设2014年和2015年石油价格分别为104.17美元/桶和97.92美元/桶。

图 1.1. 全球经济活动指标

2013年下半年，全球经济活动增强，世界贸易也在回升，但这种好转是不均衡的：先进经济体的复苏较为普遍，但新兴市场经济体的表现喜忧参半。尽管出口增长改善，但国内需求增长基本没有变化。



来源：荷兰经济政策分析局; Haver Analytics; Markit Economics; 基金组织工作人员的估计。

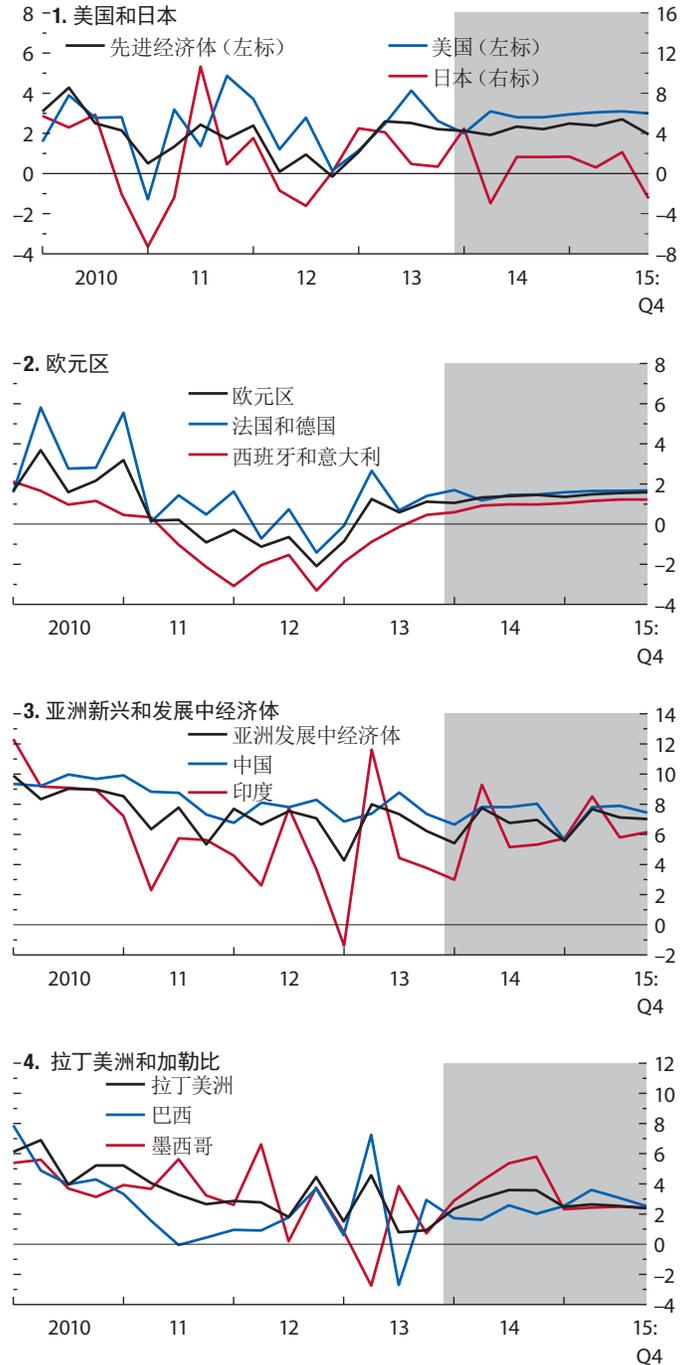
注：IP=工业生产; PMI=采购经理人指数。

¹ 澳大利亚、加拿大、捷克共和国、丹麦、欧元区、香港特区 (仅包括IP)、以色列、日本、韩国、新西兰、挪威 (仅包括IP)、新加坡、瑞典 (仅包括IP)、瑞士、中国台湾省、英国和美国。

² 阿根廷 (仅包括IP)、巴西、保加利亚 (仅包括IP)、智利 (仅包括IP)、中国、哥伦比亚 (仅包括IP)、匈牙利、印度、印度尼西亚、拉脱维亚 (仅包括IP)、立陶宛、马来西亚 (仅包括IP)、墨西哥、巴基斯坦 (仅包括IP)、秘鲁 (仅包括IP)、菲律宾 (仅包括IP)、波兰、罗马尼亚 (仅包括IP)、俄罗斯、南非、泰国 (仅包括IP)、土耳其、乌克兰 (仅包括IP) 和委内瑞拉 (仅包括IP)。

图 1.2. GDP增长预测
(季度折年率百分比变化)

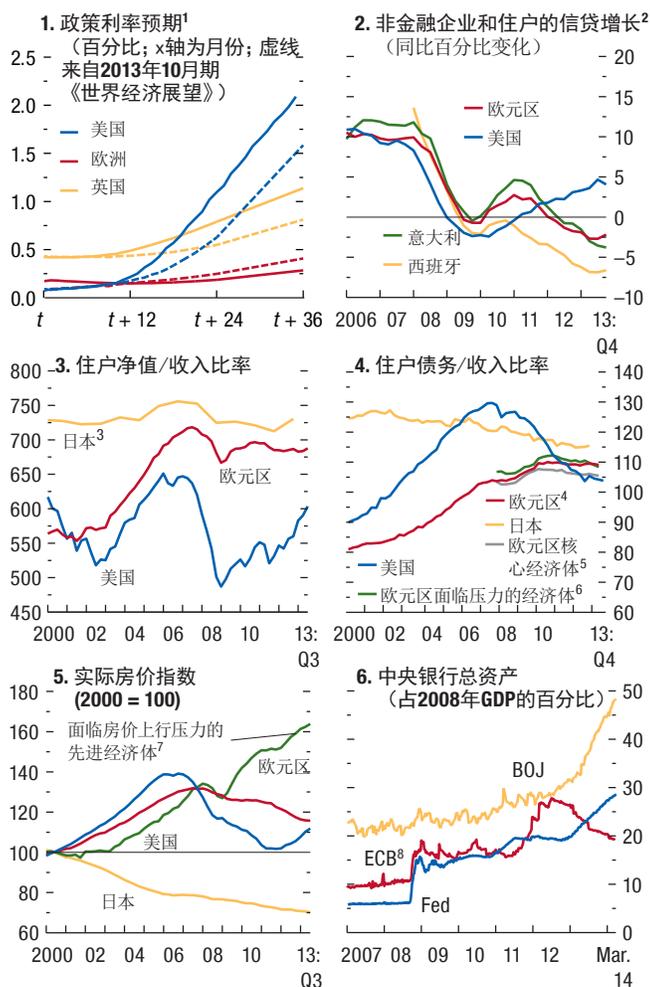
预计先进经济体在2013年增长势头加强的基础上，2014-2015年将进一步小幅增强。美国的增长仍将高于趋势水平。日本的增长将减缓，主要是由于财政政策对经济增长造成了小幅的拖累。在新兴市场经济体中，预计亚洲新兴和发展中经济体的增长将保持强劲，而拉丁美洲和加勒比的增长将有所复苏。



来源：基金组织工作人员的估计。

图 1.3. 先进经济体的货币状况

先进经济体的货币状况总体上依然保持支持性，但美国的货币状况比欧元区或日本更为宽松。政策利率仍接近零下限，但预计2015年起将上升，特别是在住户净值和房价已经恢复的美国。欧元区的住户债务与可支配收入比率已基本稳定下来，美国的这一比率已显著下降。欧元区的对非金融私人部门信贷继续下降，原因是贷款标准紧、需求弱。



来源：美国银行/美林；意大利银行；西班牙银行；Bloomberg, L.P.; Haver Analytics；经合组织；基金组织工作人员的计算。

注：BOJ=日本银行；ECB=欧洲中央银行；Fed=美联储。

¹ 美国的预期是基于联邦基金利率；英国的预期是基于英镑的银行间隔夜平均利率；欧洲的预测是基于欧元的银行间拆借远期利率。更新至2014年3月26日。

² 欧元区、西班牙和美国使用的是资金流动数据。使用证券化相关数据对意大利银行向意大利居民的贷款进行了修正。

³ 按年度净值占可支配收入的百分比估算。

⁴ 欧元区包括次部门雇主（包括自营工作者）。

⁵ 奥地利、法国、德国、荷兰、斯洛文尼亚。对于荷兰，使用贷款数据计算比率。

⁶ 希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙、西班牙。

⁷ 上行压力国家：澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、香港特区、以色列、挪威、新加坡、瑞典、瑞士。

⁸ 欧洲中央银行的计算是基于“欧元系统”的周财务报表。

高到10%)；此外，重建支出将逐步减少，安倍经济计划的第一轮刺激方案也将告一段落。在这样的环境下，预计总体经济活动将略有减缓。然而，财政紧缩的规模约为GDP的1%，相比2013年10月期《世界经济展望》，收紧力度更为缓和，这是因为将实施约相当于GDP的1%的新的财政刺激方案。预计这项刺激方案将使财政紧缩对经济增长的不利影响下降0.4个百分点，降至GDP的0.3%。2015年，财政政策对经济增长的不利影响预计将上升到GDP的½%。预计2014年和2015年的总体增长率分别为1.4%和1.0%。

新兴市场和发展中经济体的增长在2013年下半年略有回升。相比先进经济体，新兴市场和发展中经济体的周期增长较弱，这反映了影响经济增长的两股力量的相反作用。一方面，出口增长加快，这得益于先进经济体的活动加强，以及货币的贬值。财政政策预计将大体保持中性（见图1.4，子图1）。另一方面，投资依然疲软，外部融资和国内金融状况日益趋紧。投资和潜在产出面临的供给方约束和其他结构性约束（如基础设施瓶颈）在一些经济体是个问题。预计这些抵消力量在2014年的大部分时间里都将继续存在。但总体而言，新兴市场和发展中经济体继续为全球增长做出超过三分之二的贡献，预计其增长将从2013年的4.7%上升到2014年的4.9%和2015年的5.3%。

- 预计中国2014-2015年的增长将大体保持在7½%的水平上，仅比2012-2013年略有下降。做出这种预测的假设是，当局能逐步控制信贷快速增长，并在实施改革计划方面取得进展，以使经济走上更平衡和可持续的增长路径。预计印度的实际GDP增长将加快到2014年的5.4%和2015年的6.4%，其假设是，政府能够有效地重振投资增长，出口增长在近期卢比贬值后加快（图1.2，子图3；表1.1）。鉴于国内和外部融资状况收紧，预计亚洲其他新兴和发展中经济体的增长在2014年将保持在5.3%，2015年在外部需求增强和货币贬值的作用下，将上升到5.7%。
- 预计拉丁美洲的地区增长仅将略有加快，从2014年的2½%上升到2015年的3%（图1.2，子图4）。一些经济体最近面临很大市场压力，金融状况的收紧将拖累经济增长。该地区的主要经济体之间存在重要差异。预计墨西哥的增长在2014年将加快到3%，这将得益于更具扩张性的宏观经济政策态势、造成2013年低增长的特殊因素的消退，以及美国增长加快的溢出效应。随着重大结构改革的推进，预计2015年增长率将升至3½%。巴西的经济活动依然疲软。雷亚尔的近期贬值以及依然强劲的工资和消费

增长支持了需求，但私人投资仍然疲弱，在一定程度上反映了商业信心低落。阿根廷和委内瑞拉的近期前景进一步恶化。这两个经济体的外部融资状况仍然不利，普遍的汇兑和行政管制也对产出造成了不利影响。

- 预计撒哈拉以南非洲的增长将从2013年的4.9%上升到2014-2015年的5½%。南非的增长将因外部需求的增强而略有改善。该地区其他经济体的大宗商品生产项目预计将支持更快的经济增长。一些经济体的货币大幅贬值。
- 预计中东和北非地区的增长在2014-2015年将略有加快。经济的复苏将主要来自石油出口经济体，在其中一些经济体，高额公共支出继续支持非石油活动；而在其他经济体，石油供给方面的困难将部分得到缓解。许多石油进口经济体继续面临困难的社会政治和治安形势，这损害了信心和经济活动。
- 俄罗斯和独联体许多其他经济体的近期前景已减弱，这是因为俄罗斯和乌克兰的近期形势以及相关的地缘政治风险预计将阻碍经济增长。投资已经疲弱，在一定程度上是因为政策不确定性。尽管西欧需求复苏，但预计欧洲新兴和发展中经济体的增长在2014年将减速，2015年将小幅恢复，这主要反映了外部金融条件的变化以及土耳其的政策紧缩。
- 低收入发展中经济体的增长在2013年加快到6%，主要驱动力是强劲的国内需求。预计2014-2015年将进一步加快到6½%左右，这将得益于先进经济体复苏的增强以及国内私人需求的持续强劲扩张。

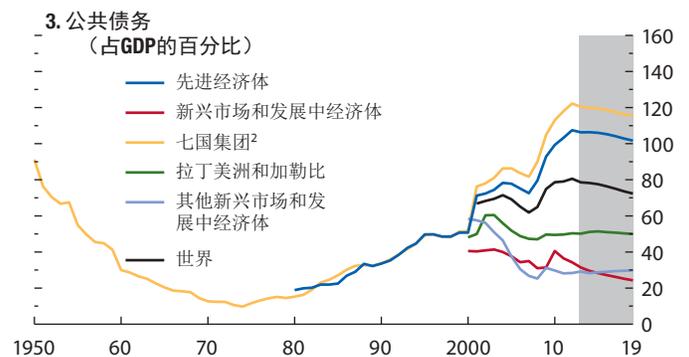
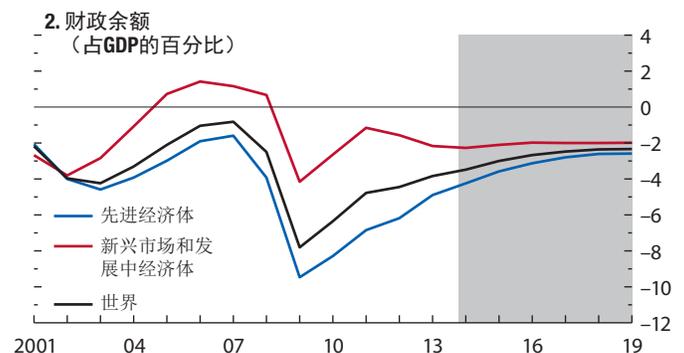
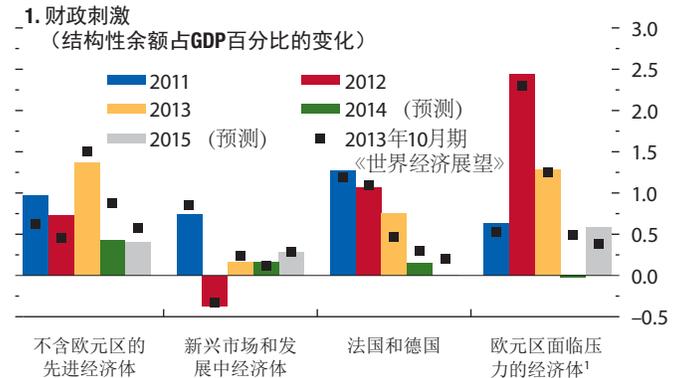
通胀水平低

预计通胀压力将继续处在低水平（图1.5，子图1）。先进经济体的产出依然显著低于潜在水平，而新兴市场和发展中经济体的产出基本上接近或略低于潜在水平（图1.6，子图1）。

商品价格的下落（特别是燃料和食品价格）是近期全球范围内总体通胀下降的共同原因（图1.5，子图4）。预计以美元表示的商品价格在2014-2015年将进一步小幅下降，在一定程度上折射出商品期货价格隐含的价格走势。然而，正如“商品专题”所讨论的，对于石油价格而言，预测结果取决于所使用的基本方法。不过，尽管商品价格预测的不确定性通常很大，不同的预测模型目前都认为石油将保持平稳或将会下降。即使如此，商品市场的大趋势是，许多商品的供给变化的影响预计将超过全球经济活动预期加强带来的价格影响。供给变化对于一些食品类商品和原油最为明显。中国经济增长的预期减缓不太可能导致其

图 1.4. 财政政策

预计先进经济体的财政拖累影响在2014年将减轻（日本除外），2015年将增大。财政拖累影响的增大主要是由日本提高消费税的第二阶段措施以及取消财政刺激所导致的。新兴市场经济体的财政态势预计在2014年将基本保持中性，但在2015年，随经济活动加强，财政政策将收紧。



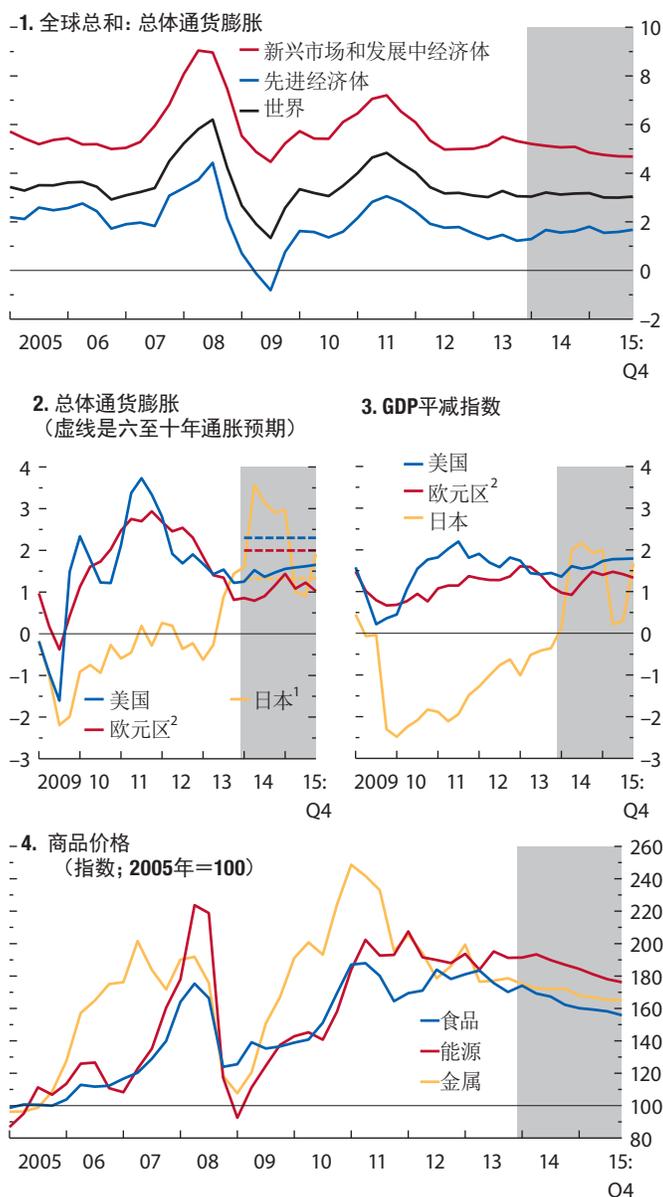
来源：基金组织工作人员的估计。

¹ 希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙、西班牙。

² 七国集团包括加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国。

图 1.5. 全球通货膨胀
(除非另有注明, 同比百分比变化)

预计通货膨胀在2014-2015年将普遍保持在较低水平——先进经济体仍将拥有庞大的负产出缺口, 几个新兴市场经济体的国内需求将减弱, 同时, 商品价格将下降。欧元区和美国的总体通货膨胀预计仍将低于长期通胀预期, 这可能导致预期的调整, 并带来债务负担加重和实际利率上升的风险。



来源: Consensus Economics; Haver Analytics; 基金组织“初级商品价格系统”; 以及基金组织工作人员的估计。

¹ 日本2014年通胀的上升在很大程度上是由于消费税的提高。

² 不包括拉脱维亚。

商品消费下降。在《世界经济展望》预测期间内, 随着人均收入水平上升, 中国的商品消费会继续增加。然而, 随着中国从投资转向在更大程度上由消费带动的增长模式, 从而实现经济再平衡, 其商品消费的增长和构成将发生变化(见专栏 1.2)。

在先进经济体, 通胀率目前平均约为 1½%, 低于目标, 也低于长期通胀预期(图 1.5, 子图 1)。回到目标值的过程将是渐进的, 因为预计产出恢复到潜在水平的速度将会很缓慢(图 1.5, 第 2 和 3 子图; 统计附录表 A8)。

- 尽管失业率持续下降, 但美国的所有相关通胀指标在 2013 年都下降, 核心通胀低于 1½%。失业率的下降在一定程度上反映了劳动力参与率的下降, 而这是由人口趋势变化以及受挫工人自愿脱离劳动力队伍导致的。劳动力参与率的下降将在一定程度上逆转, 因为随着劳动力市场状况改善, 其中一些工人可能会重新寻找就业机会。此外, 与历史标准相比, 长期失业率仍然很高。因此, 虽然预计失业率在 2014-2015 年将下降到接近自然失业率水平, 但工资增长仍将疲弱。
- 欧元区的通胀自 2011 年后期以来稳步下降。2013 年第四季度以来, 总体通胀和基础通胀都降到 1% 以下。在失业率特别高的几个经济体, 通胀在同期内接近零, 或处于通货紧缩。2013 年全年欧元区的通胀率为 1.3%, 接近欧洲中央银行工作人员 2012 年底的区间预测的下限, 并低于当时“共识预测”调查参与者的最低预测值。随着经济复苏加强、产出缺口缓慢缩小, 预计通胀将略有上升。但根据当前的基线预测, 预计通胀水平至少到 2016 年都将低于欧洲中央银行的价格稳定目标。
- 在过去一年左右的时间里, 随着经济增长加快和日元贬值, 日本的通胀开始上升。2014-2015 年, 预计消费税的提高将导致通胀暂时加速。然而, 有关指标显示, 劳动力市场已开始收紧。名义工资也已开始提高, 预计基础通胀将缓慢趋向 2% 的目标水平。

预计新兴市场和发展中经济体的通胀到 2015 年将从当前的约 6% 下降到约 5¼%(图 1.5, 子图 1)。以美元表示的世界商品价格的下降应有助于缓解价格压力, 不过, 在一些经济体, 近期汇率贬值对通胀的影响超过了商品价格下跌的影响。此外, 随着许多新兴市场经济体最近增长减缓, 与经济活动有关的价格压力将缓解。不过, 一些新兴市场经济体面临国内需求压力, 并且一些部门存在产能约束, 因此这种缓解效应较为有限(图 1.7 的红色和黄色过热指标)。这符合以下情况, 即,

一些新兴市场经济体的产出依然高于危机前趋势水平，失业率已进一步下降（图 1.6，第 1 和 2 子图）。

在低收入发展中经济体，商品价格的下降和谨慎的货币政策紧缩使通胀从 2012 年的约 9.8% 下降到 2013 年的 7.8%。根据现有政策，预计通胀将进一步下降到 6% 左右。

货币政策、金融条件和资本流动情况差异较大

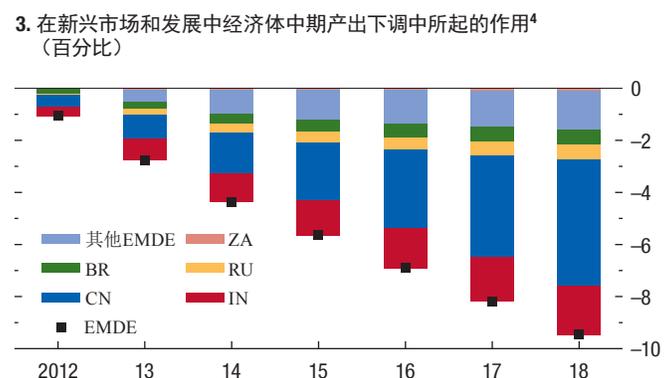
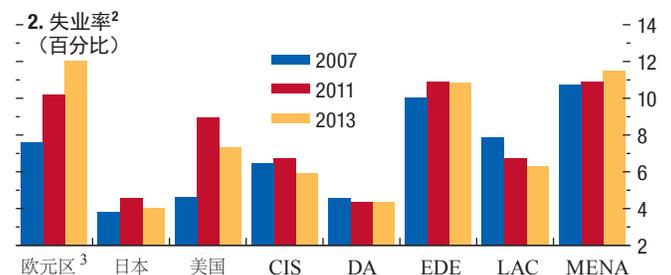
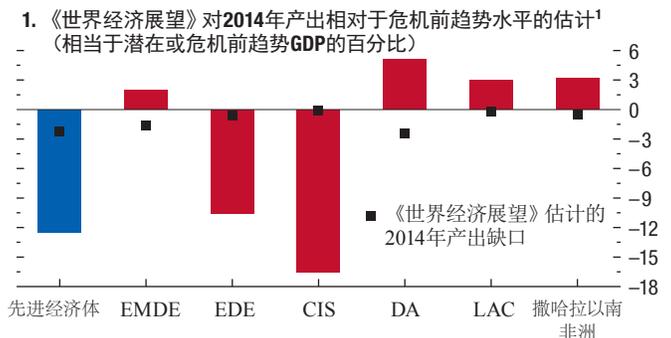
2013 年 5 月，美联储宣布打算开始缩减资产购买计划，长期利率此后持续上升（图 1.8，子图 2 和 5），尽管如此，先进经济体的货币状况总体上依然宽松。长期利率仍然低于在期限溢价回到危机前水平的假设情况下的利率水平，总体金融状况依然宽松——股票市场已回升，债券风险利差仍然很低（图 1.8，子图 3）。

然而，预计先进经济体的货币政策态势在 2014-2015 年将存在很大差异。

- 对市场参与者的调查（如纽约联储银行 2014 年 1 月的“一级交易商调查”）显示，美国的政策利率将在 2015 年下半年将有望上升。然而，基于期货价格的信息，政策利率上升的时间将是在 2015 年上半年（图 1.8，子图 1）。《世界经济展望》的预测符合美联储关于继续采取有利于经济增长的政策态势的前瞻性指引，并假设美国政策利率的首次上升将发生在 2015 年第三季度。预测考虑到，在未来这段时间里，通胀预计仍将处于低水平，通胀预期将得到有效稳定，失业率将继续缓慢下降。预测还假设，今后几个月里，美联储将继续以当前步伐缩减资产购买规模，该计划将在 2014 年后期结束。
- 市场预期日本和欧元区将长期保持低利率和宽松货币政策（图 1.3，子图 1）。与欧洲不同，自美联储关于退出非常规货币政策的讨论开始以来，日本的长期债券收益率一直几乎未变，这反映了非居民和居民对债券的旺盛需求以及日本银行的资产购买。欧元区复苏疲软，低通胀仍是主要担忧所在，一些经济体还面临通缩压力。《世界经济展望》的预测假设，高债务国的主权利差会进一步小幅下降，这与所谓主权风险已经下降的看法相一致。然而，预测还假设，金融分割对欧元区货币政策传导仍构成不利影响。因此，信贷条件将依然紧张，信贷余额在一段时间里将继续下降，尽管速度放慢（图 1.3，子图 2）。起作用的主要因素是，银行资产负债表依然薄弱，更广泛而言，高失业和高债务负担使经济环境更加不景气。

图 1.6. 产能、失业和产出趋势

亚洲、拉丁美洲和撒哈拉以南非洲的新兴和发展中经济体的产出仍高于危机前趋势水平，但《世界经济展望》估计的产出缺口并未显示出产出高于产能。尽管经济增长减缓，但亚洲和拉丁美洲新兴市场的失业率继续小幅下降。鉴于最近出现的增长低于预期的情况，基金组织工作人员下调了对中期产出的估计。对新兴市场和发展中经济体作为一个整体的产出预测下调中，“金砖国家”（BRICs）产出的大幅下调起到了主要作用。



来源：Haver Analytics；基金组织《国际金融统计》；基金组织工作人员的估计。

注：BR=巴西；BRICs=巴西、俄罗斯、印度、中国和南非；CIS=独联体；CN=中国；DA=亚洲发展中经济体；EDE=欧洲新兴市场和发展中经济体；EMDE=新兴市场和发展中经济体；IN=印度；LAC=拉丁美洲和加勒比；MENA=中东和北非；RU=俄罗斯；ZA=南非。

¹ 危机前趋势定义为1996-2006年期间的实际GDP增长的几何平均值。

² 鉴于数据局限性，不包括撒哈拉以南非洲。

³ 不包括拉脱维亚。

⁴ 与2011年9月期《世界经济展望》的预期相比；2011年9月期《世界经济展望》的2017年和2018年产出预测是用2016年增长率进行推算得出的。

2013年5月以来，新兴市场经济体的货币和金融状况收紧。这是以下因素共同作用的结果：先进经济体债券利率上升、经济前景改善；市场重新评估新兴市场中期增长前景；以及投资者对脆弱性的担忧增加。新兴市场经济体的长期本币债券的利率上升幅度超过先进经济体，与过去的一贯情况相符——即，当先进经济体利率上升时，新兴市场风险被重新定价（图 1.9，子图 2）。以本币表示的股票价格保持平稳，但以美元表示的价格（国际投资者的基准价格）因普遍的货币贬值而大幅下跌。不过，本币债券收益率上升向贷款利率的传导往往很有限，信贷增长相对仍然很快（图 1.10，第 2 和 3 子图），本币对美元和其他主要货币名义汇率的贬值起了一些抵消作用（图 1.11，子图 2）。2014年4月期《全球金融稳定报告》对具体市场发展情况进行了更详细讨论。

自美联储 2013 年 5 月意外宣布逐步缩减资产购买的政策以来，流向新兴市场的资本有所减少，但迄今为止的发展情况并未预示资本流动将持续逆转。事实上，资本流入在 2013 年夏陷入低谷后，2013 年后期有所回升（图 1.9，第 5 和 6 子图）。然而，估计资本流入仍低于美联储宣布上述政策之前的水平。

《世界经济展望》的基线预测假设，2014 年流向新兴市场经济体的资本仍将低于 2013 年水平，2015 年将略有恢复。预测还假设，2013 年 10 月以来一些新兴市场经济体债券和股票的新一轮重新定价基本上是新兴市场资产风险溢价的一次性上升。因此，最近的收益率提高和资产价格下降在很大程度上将是持久的。这构成了基础广泛的金融状况紧缩，预计将抑制国内需求增长，从而是 2014-2015 年新兴市场经济体增长预测相比 2013 年 10 月期《世界经济展望》下调的主要因素之一（见表 1.1）。第四章的分析突出表明，如果新兴市场经济体外部融资状况的收紧仅限于与先进经济体增长加快有关的利率上升，那么对经济增长产生的溢出效应将是正面的。然而，如果其他金融状况（如新兴市场主权债务风险溢价）同时收紧，那么净溢出效应可能变为负。

对外部门的情况

2007-2009 年全球金融危机和 2011-2012 年欧元区危机之后，全球贸易量增长显著减缓（图 1.12，第 1 和 2 子图）。人们由此对国际贸易是否还会作为全球增长引擎提出疑问，因为担心全球化会停止或减慢（例如，世界贸易组织近来推动的贸易自由化对生产率的促进作用在减弱）。然而，2008 年以来的世界贸易增长数据看来与全球产出和投资增长相一致。此外，与过去一样，近期世

界贸易增长的预测误差与全球 GDP 的预测误差存在很强的正向联系。这些因素显示，近期的贸易疲软只是反映了比预期更严重的全球增长下滑。事实上，2013 年下半年，随着全球经济活动加强，世界贸易增长强劲回升。

全球经常账户失衡 2013 年进一步缓解。这在一定程度上是由于欧元区处于困境的经济体的外部调整（不仅是进口的收缩，还包括相对价格的一些调整以及出口的增加），不过，欧元区顺差经济体的外部差额没有显著下降。日本 2011 年地震和海啸以来增加了能源进口，美国的净能源进口下降，燃料出口国的石油出口收入减少、支出增加，这些因素也促进了全球经常账户失衡缩小。预计中期内失衡程度将进一步小幅下降，主要是石油出口国顺差缩小所致（图 1.12，子图 5）。

过去一年左右的时间里，汇率的调整情况与外部失衡的进一步纠正基本一致。根据《2013 年试验性对外部门报告》（基金组织，2013 年 b）的货币评估，币值低估货币（以 2012 年年中实际有效汇率负缺口来定义）在 2013 年实际有效汇率普遍升值，而币值高估货币出现贬值（图 1.11，子图 1）。这一趋势的主要例外是一些受到避险资金流动影响（如英国）、或因市场感知的主权风险下降而出现资本流入（如欧元区）的先进经济体，这些经济体的高估货币进一步升值。

尽管汇率的调整与外部失衡的纠正基本一致，但经常账户差额出现了矛盾的信号。特别是在一些新兴市场经济体，尽管实际汇率朝着正确的方向调整，但经常账户逆差 2013 年进一步偏离基准水平而扩大，而不是缩小。逆差的这种扩大可能仅仅是由于贸易和经常账户的延迟反应（所谓的 J 曲线效应）以及商品价格的下跌；也可能表示，需要进一步采取政策措施，纠正失衡。

下行风险

《世界经济展望》全球增长预测的风险平衡状况已经改善，主要反映了先进经济体前景好转。但仍然存在重要的下行风险，特别是对于新兴市场经济体，它们面临的风险已经增大。

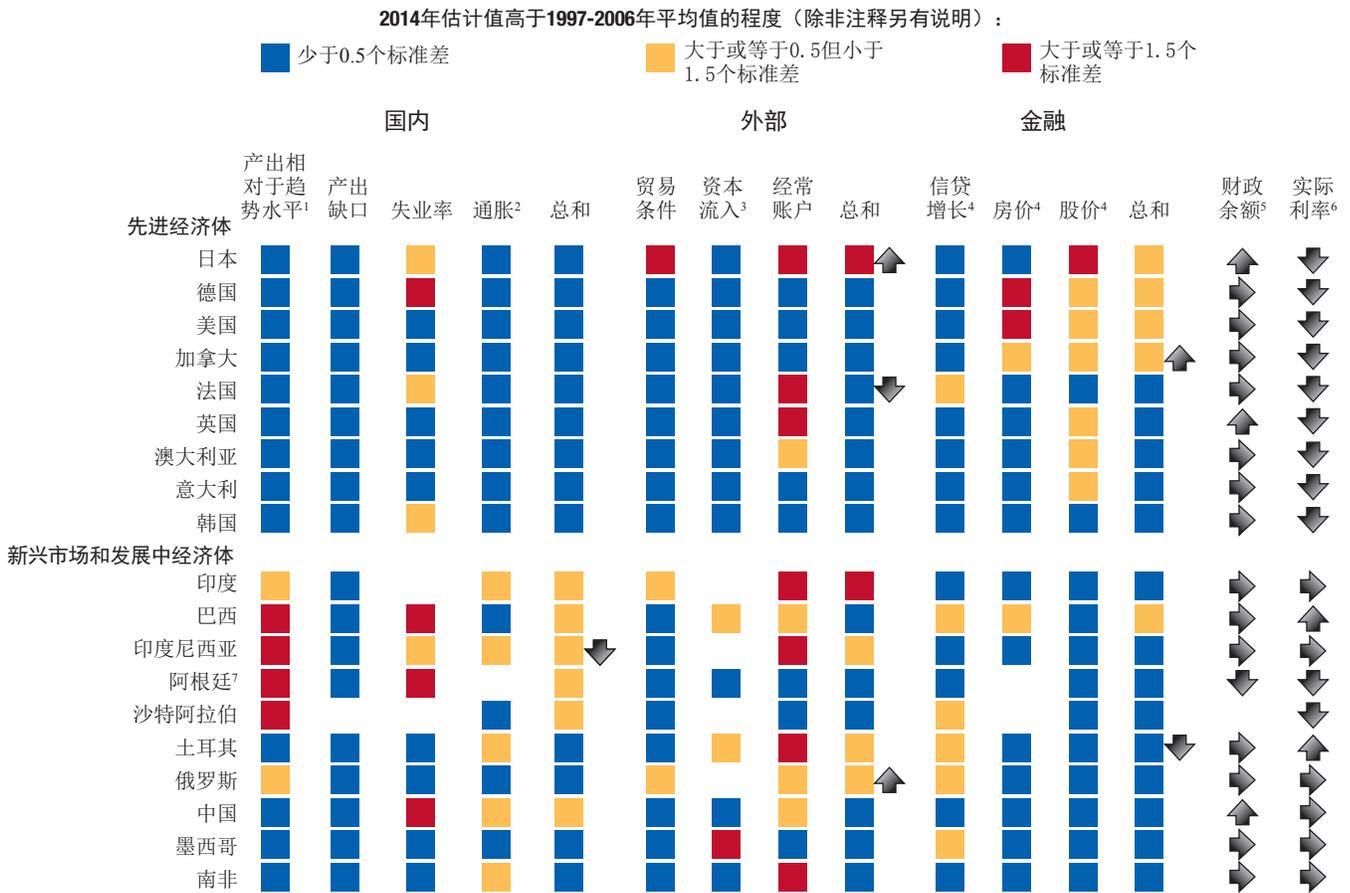
定量风险评估：不确定性已缩小

2015 年全年的全球实际 GDP 预测扇形图显示，相比 2013 年 10 月期《世界经济展望》，预测的不确定区间已经略有缩小（图 1.13，子图 1）。2014 年的这种缩小主要是因为距 2014 年底的期间较短（“较低的基线不确定性”，因为已经掌握了更多的影响 2014 年结果的数据，不确定性下降）。目前估计，2014 年全球增长率下降到 2%

图 1.7. 二十国集团经济过热指标

多数指标显示，先进经济体依然存在相当大的周期性闲置产能，而一些指标显示，主要的新兴市场经济体虽然最近增长减缓，但仍面临产能约束。对于一些新兴市场经济体，有关指标显示其仍然存在外部脆弱性。金融指标显示，许多先进经济体的股价高涨，德国和美国房价上涨。在

新兴市场经济体，有关指标反映了信贷快速增长带来的脆弱性；其他市场的走势基本处在历史正常范围内。



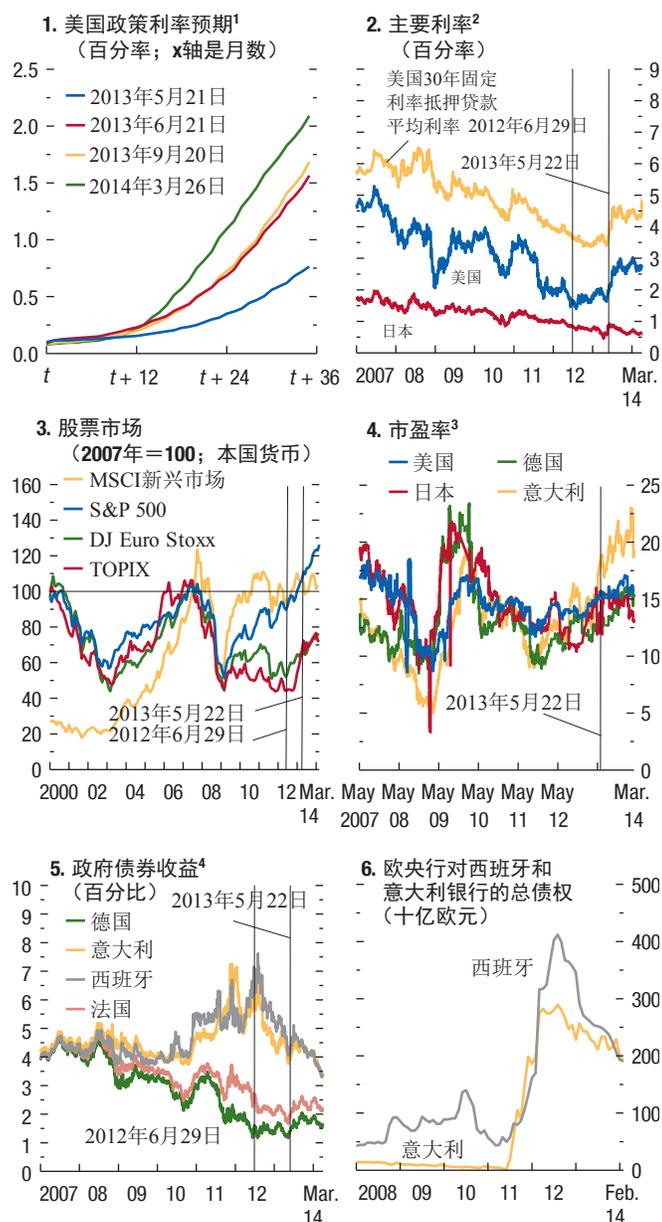
来源：澳大利亚统计局；国际清算银行；CEIC中国数据库；《环球房地产指南》；Haver Analytics；基金组织《国际收支统计》数据库；基金组织《国际金融统计》数据库；中国国家统计局；经合组织；基金组织工作人员的估计。

注：除下面特别注明的以外，对于各项指标，均根据2014年预测值相对于危机前（1997-2006年）平均值的变化情况以不同颜色标示各经济体。每一指标分值计算如下：红色=2，黄色=1，蓝色=0；汇总分数为各组成部分的得分之和除以这些得分之和的可能最大值。如果汇总得分大于或等于0.66，则总体为红色；如大于或等于0.33但小于0.66，则为黄色；如小于0.33，则为蓝色。如没有数据，则不显示颜色。向上（向下）的箭头表示，与2013年10月期《世界经济展望》相比，经济状况变得更热（更冷）。

¹ 高于危机前趋势2.5%的产出以红色标示。低于该趋势2.5%以下的产出以蓝色标示。如果产出在危机前趋势的±2.5%以内，则以黄色标示。
² 对于下列实行通胀目标制的经济体——澳大利亚、巴西、加拿大、印度尼西亚、韩国、墨西哥、南非、土耳其、英国——使用以下计分方法：期末通胀高于目标通胀区间中点的，被赋予黄色，高出中点一倍的，为红色。对于图中所有其他经济体，如果通胀率接近或高于10%，则标示为红色，如果通胀率大概在5-9%之间，则标示为黄色，如通胀率低于5%，则标示为蓝色。
³ 资本流入使用的是最新的资本流入数据，参考对比的是1997-2006年资本流入占GDP的平均百分比水平。
⁴ 信贷增长、房价增长以及股价增长指标指的是相对于产出增长的年度百分比变化。
⁵ 财政余额一栏中的箭头代表2013-2014年间以GDP百分比表示的结构性余额预测变化。如改善幅度大于GDP的0.5%，则箭头向上。如恶化幅度大于GDP的0.5%，则箭头向下。如财政余额变化幅度在GDP的-0.5%和0.5%之间，则以横向箭头表示。
⁶ 实际政策利率低于零以向下的箭头标示；实际利率高于3%以向上的箭头标示；实际利率在零和3%之间以横向箭头表示。实际政策利率用提前两年的通胀预测值平减。
⁷ 阿根廷的计算基于官方的GDP和消费者价格指数数据。详情请见统计附录表A4注释5以及表A7注释6。

图 1.8. 先进经济体的金融市场状况

2013年5月美联储宣布缩减资产购买后，美国长期利率立刻上升，但此后基本稳定下来。欧元区核心经济体和日本的利率略有上升。股市高涨，市盈率回到危机前水平。意大利和西班牙债券利差继续缩小。



来源: Bloomberg, L.P.; Capital Data; 《金融时报》; Haver Analytics; 各国中央银行; Thomson Reuters Datastream; 基金组织工作人员的计算。

注: DJ=道琼斯; ECB=欧洲中央银行; MSCI=摩根士丹利国际资本指数; S&P=标准普尔; TOPIX=东京股票价格指数。

¹ 美国的预期是基于联邦基金利率; 截至2014年3月26日。

² 利率是十年期政府债券收益率, 除非另有说明。

³ 由于缺失数据, 日本的一些观测值是通过内插值方式得出的。

⁴ 十年期政府债券收益率。

的衰退临界值以下的概率为0.1%, 而2013年10月为6%。对于2015年, 这一概率为2.9%, 明显低于2012年4月和2013年对下一年的预测。

主要先进经济体的衰退风险已经显著下降, 而其他经济体的衰退风险大体未变(图1.14, 子图)。具体而言, 基金组织工作人员的全球预测模型显示, 相比为2013年10月期《世界经济展望》做出的模拟, 未来四个季度发生衰退(连续两个季度增长率为负)的概率已经下降。然而, 欧元区和日本的衰退概率约为20%, 在一定程度上是由于预计这些经济体的增长相对较慢。“世界其他地方”组别的衰退概率也在20%左右。这突出显示, 全球复苏仍然存在脆弱性。

根据全球预测模型的计算, 多数经济体2014年底之前发生通货紧缩的风险几乎可以忽略不计。然而, 欧元区的通缩风险估计约为20%, 尽管其近期有所下降, 但仍是一个令人担心的问题(图1.14, 子图2)。¹ 同样, 一些欧元区经济体的通缩脆弱性广义指标(衡量更持续的价格水平下降的风险)虽然最近有所改善, 但仍高于或接近高风险临界值(图1.14, 子图3)。日本近期没有通缩风险, 主要是由于2014年第二季度消费税将从过去的5%提高到8%, 这将产生价格层面的影响。

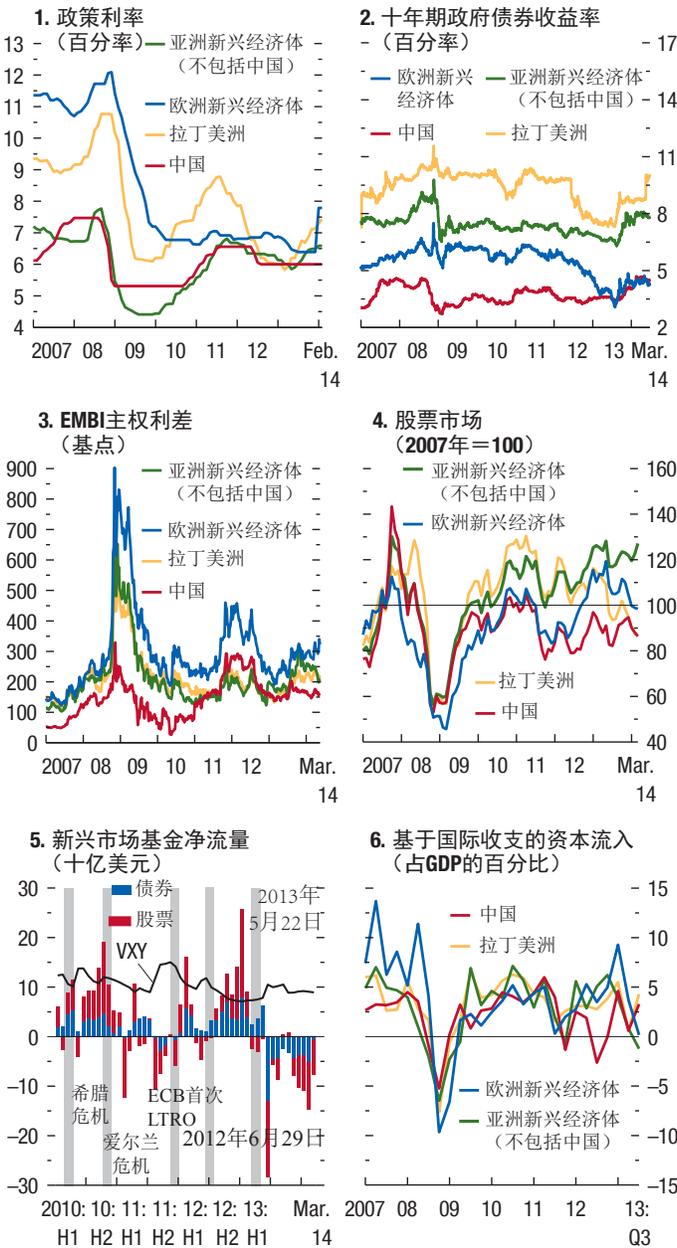
定性风险评估：一些风险依然存在，新的风险已经浮现

2013年10月期《世界经济展望》识别出的一些下行风险已变得不太明显, 特别是短期美国财政风险, 这是因为两党2013年12月达成了两年期预算协议, 并且在2015年3月之前暂停实行债务上限。然而, 其他风险仍令人关注, 新的风险已经浮现, 与新兴市场经济体有关的风险已经增加。最近, 乌克兰局势使地缘政治风险增大。与此同时, 一些先进经济体面临的上行增长风险也已出现, 从而使目前的风险平衡状况相比2013年10月期《世界经济展望》有所改善。

¹ 在其他条件相同的情况下, 预测期越长, 通缩概率越大。本期《世界经济展望》报告的预测期(未来三个季度)长于2013年10月期《世界经济展望》的预测期(未来一个季度), 这是图1.14子图2所显示的欧元区通缩概率上升的一个重要原因。如果从可比基础看, 本期《世界经济展望》2014年第二季度的未来一个季度通缩概率是9%, 而去年10月为15%。尽管通缩概率已经下降, 但欧元区通胀高于欧央行价格稳定目标的估计概率在2015年第四季度仅为28%, 2016年第四季度为42%(按通胀率超过1.9%计算概率)。

图 1.9. 新兴市场经济体的金融状况和资本流动

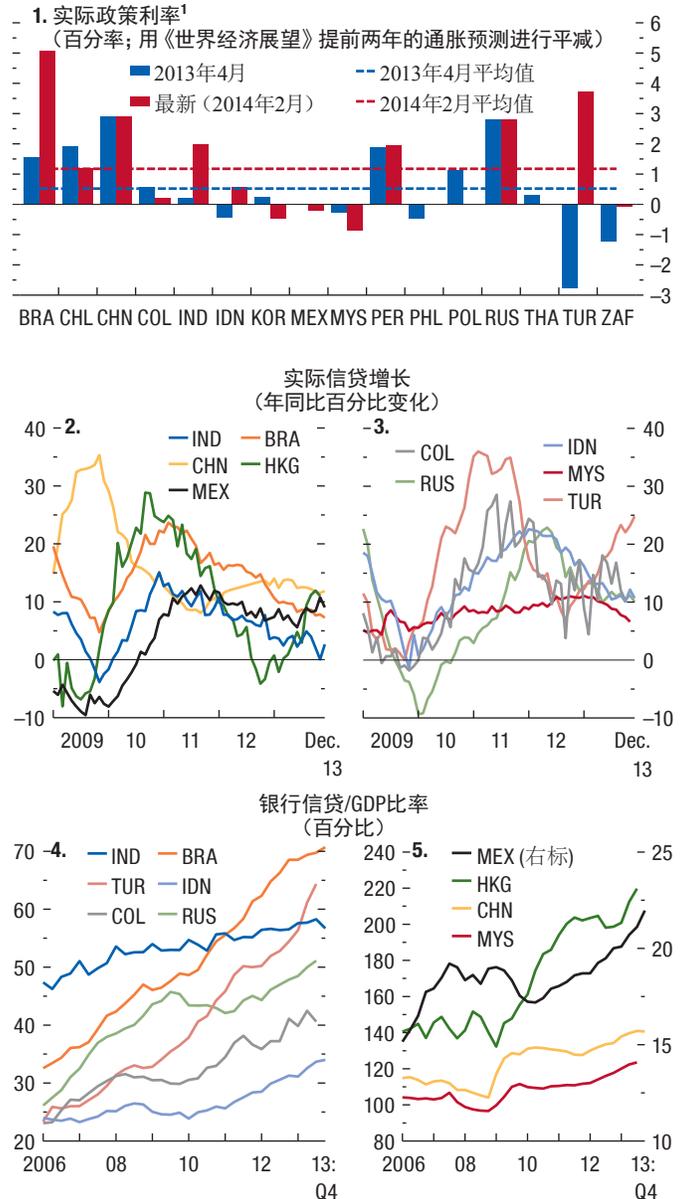
由于外部融资环境更加困难，新兴市场经济体的金融状况最近已经收紧。债券利率和利差已上升，股票市场处于盘整状态。总资本流入已经下降，汇率出现贬值。总体而言，新兴市场经济体的资本成本已经上升，这将损害投资和增长，不过，向先进经济体出口的增长将起到一定抵消作用。



来源：Bloomberg, L.P.; EPFR全球数据; Haver Analytics; 基金组织《国际金融统计》; 基金组织工作人员的计算。
注：ECB=欧洲中央银行; EMBI=J.P. Morgan新兴市场债券指数; LTRO=长期再融资操作; VXY=J.P. Morgan新兴市场波动性指数; 不包括中国在内的亚洲新兴经济体包括印度、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国; 欧洲新兴经济体包括波兰、俄罗斯、土耳其; 拉丁美洲包括巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁。

图 1.10. 新兴市场经济体的货币政策和信贷

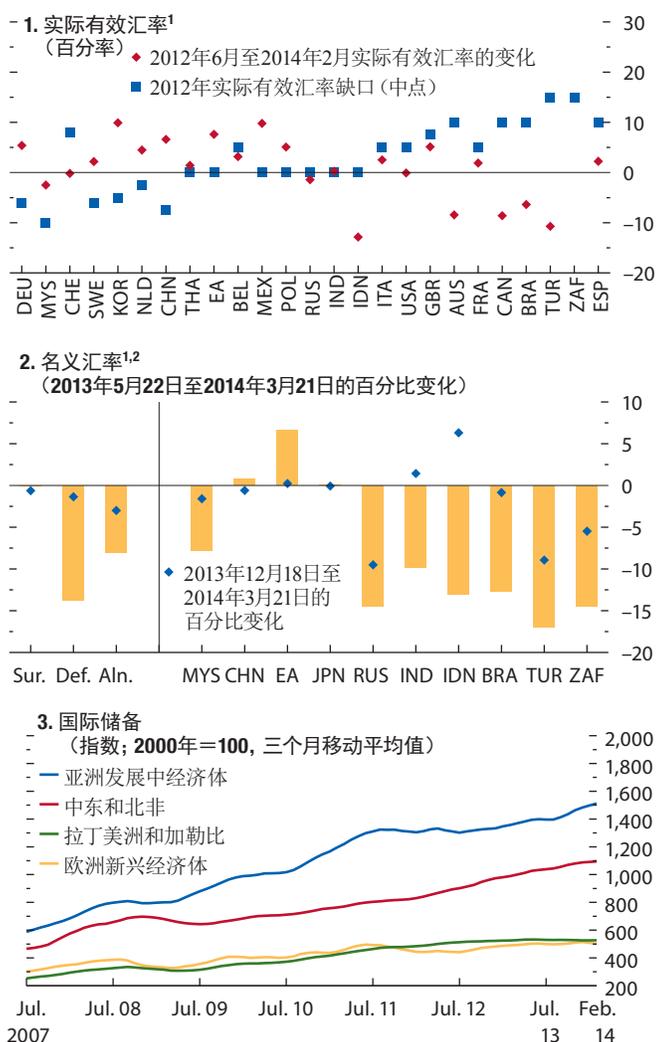
许多新兴市场经济体的货币状况收紧，反映了外部融资的变化，但在一些经济体(包括巴西、印度尼西亚、南非、土耳其)，也反映了政策利率的提高。然而，一些经济体的实际政策利率依然为负，有些是由于高通胀。许多经济体的银行信贷增长已开始减缓，但一些经济体的信贷仍在两位数速度增长，远远超过GDP增长率。整个经济体的杠杆程度继续迅速上升，一些经济体的银行信贷与GDP之比在过去七年里已经翻倍。



来源：Haver Analytics; 基金组织《国际金融统计》; 基金组织工作人员的计算。
注：BRA=巴西; CHL=智利; CHN=中国; COL=哥伦比亚; HKG=香港特区; IDN=印度尼西亚; IND=印度; MEX=墨西哥; MYS=马来西亚; PER=秘鲁; PHL=菲律宾; POL=波兰; RUS=俄罗斯; THA=泰国; TUR=土耳其; ZAF=南非。
¹ 印度尼西亚的数据采用的是印度尼西亚银行利率; 土耳其的数据是基金组织工作人员估计的土耳其中央银行有效边际融资成本。

图 1.11. 汇率和储备

许多主要新兴市场经济体的货币对美元已经贬值，原因是这些经济体的中期增长前景相对于先进经济体减弱，并且外部金融条件收紧。根据2013年《试验性对外部门报告》（基金组织，2013年b）的货币评估得出的总体情况是，低估货币的实际有效汇率在2013年普遍升值，而高估的货币则有所贬值。新兴市场和发展中经济体的储备积累在2013年放慢了速度，反映了资本流入的减少以及外汇干预的储备消耗。



来源: Global Insight; 基金组织《国际金融统计》; 基金组织工作人员的计算。

注: Aln=外部平衡的新兴市场经济体; AUS=澳大利亚; BEL=比利时; BRA=巴西; CAN=加拿大; CHE=瑞士; CHN=中国; Def=外部逆差的新兴市场经济体; DEU=德国; EA=欧元区; ESP=西班牙; FRA=法国; GBR=英国; IDN=印度尼西亚; IND=印度; ITA=意大利; JPN=日本; KOR=韩国; MEX=墨西哥; MYS=马来西亚; NLD=荷兰; POL=波兰; REER=实际有效汇率; RUS=俄罗斯; Sur.=外部顺差的新兴市场经济体; SWE=瑞典; THA=泰国; TUR=土耳其; USA=美国; ZAF=南非。

¹ 实际有效汇率缺口和分类是基于基金组织(2013年b)。

² 每单位国家货币的美元数。

先进经济体风险

- 低通胀给经济活动带来的风险: 目前, 许多先进经济体的通胀水平低于预期, 所以存在这样一种风险(尽管这种风险在下降), 即, 如果经济活动受到不利的冲击, 可能发生通货紧缩。此外, 如果通胀水平长期低于目标, 一如基线预测所显示的情况, 则长期通胀预期可能下降。之所以担心这会对经济活动和债务负担产生不利影响, 是因为政策利率已经接近或零下限, 在一段时间内, 货币政策在降低名义利率方面可能受到约束。这一风险主要是在欧元区, 在日本也存在, 但程度较轻。整个欧元区的风险是, 相比基线预测, 通胀低于欧洲中央银行稳定目标的幅度可能更大、持续时间更长, 因为许多经济体的失业率相当高, 产能大量闲置。日本的问题是, 长期通货紧缩之后存在根深蒂固的预期, 并且, 就业正在从正式全职职位转向非正式兼职职位, 这将阻碍名义工资对日本银行新的2%通胀目标做出调整。更一般而言, 如果商品价格持续下跌(原因可能是商品供给对最近价格高涨的反应强于预期), 那么低通胀风险可能更广。
- 由于增长前景改善、市场压力减轻, 欧元区完成各个国家层面和整个欧元区层面的改革的动力可能减弱: 欧元区的宏观经济调整取得重要进展, 市场信心改善, 因此, 相对于2013年10月期《世界经济展望》, 经济增长面临的下行风险已经下降, 但风险依然相当大。需要采取更多政策行动, 将失业和债务从当前过高水平降下来, 维护市场信心。近期内一个重要问题是, 银行部门修复和改革工作就可能无法取得充分进展, 从而难以解决金融分割状态, 难以恢复金融市场信心, 也难以使银行将融资状况的改善和政策利率的下降传导给借款人。如果银行资产负债表得不到充分修复, 面临资产负债表压力的非金融公司的债务重组就可能受阻。
- 与美国货币政策正常化有关的风险: 预计资产购买计划将于2014年后期结束, 与缩减资产购买有关的风险也将随之下降。鉴于衡量劳动力市场闲置程度越来越困难, 2014年3月采纳的定性前瞻性指引能使美联储具备必要的更大灵活性, 在货币政策正常化过程中, 实现其通胀和就业目标。然而, 平稳实现货币政策的这种重大变化具有挑战性, 可能再度出现金融市场的动荡。正如2013年4月期《世界经济展望》中的情景分析所述, 关键问题是, 长期利率的突然急剧上升可能不仅是由美国经济活动的意外增加所致, 可能还受其他因素影响。这些因素

可能包括，通胀压力增大或金融稳定方面的担忧使市场预期货币政策将提早收紧，资产组合变化导致期限溢价大幅上升，或市场对美联储政策意向的看法发生变化。如果这种政策退出风险变为现实，美国经济活动可能受到不利影响，并可能对其他国家产生负面溢出效应，这种扩散影响还有可能使特定国家的问题转成更广泛的金融压力。

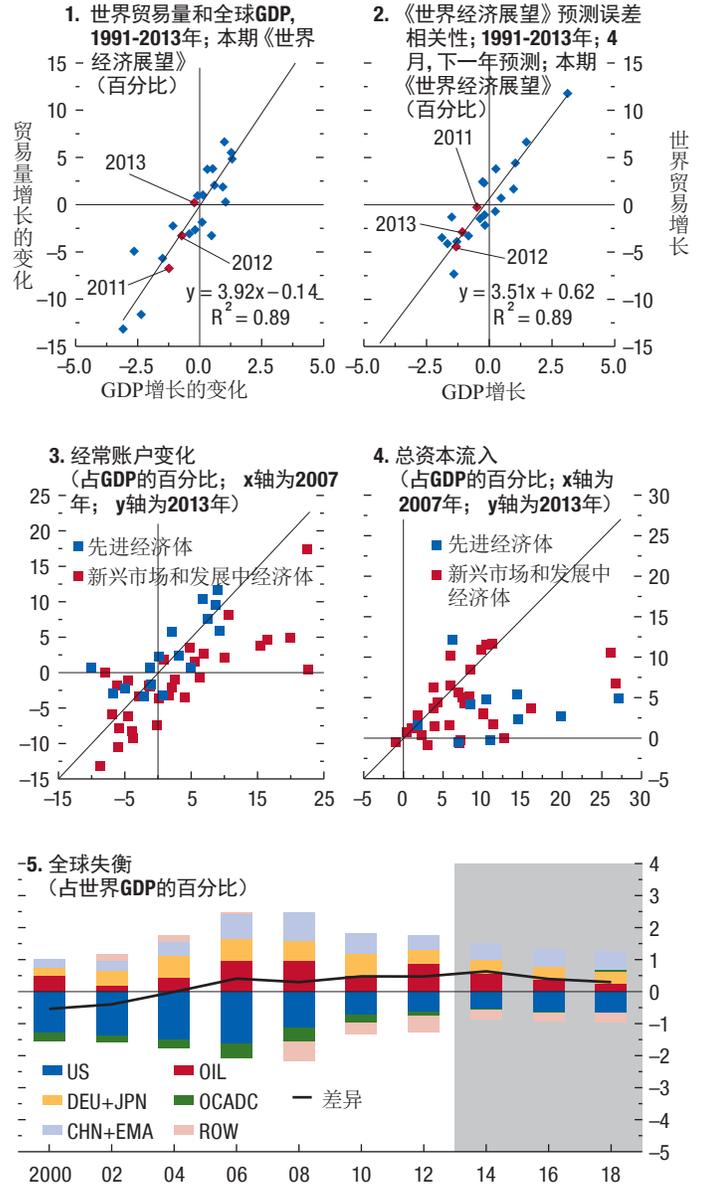
- 先进经济体给全球增长带来的上行风险：先进经济体 2013 年下半年的增长结果强于预期催生了上述风险。这看起来与美国尤其相关，在美国，财政整顿产生的拖累效应 2014 年将减轻，被压抑的耐用消费品和投资需求可能强于预期。在欧洲一些经济体，公司债务的积压和银行部门的羸弱继续削弱信心、抑制需求。但是，德国基本上不面临危机遗留效应，其增长面临上行风险。在英国，信贷条件的放松导致住户支出反弹。

新兴市场经济体风险

- 新兴市场经济体可能出现进一步的增长弱于预期的情况：新兴市场经济体增长面临的进一步下行风险已经增加——尽管早先的风险已部分变为现实，并已导致基线预测的下调。其中许多经济体仍在对弱于预期的中期增长前景做出调整。外国投资者现在对这些经济体的风险也更加敏感，金融状况由此收紧。资本成本的上升可能导致投资和耐用消费品消费的下滑幅度大于预期，一些经济体最近的货币政策紧缩使风险进一步加剧。风险还可能来自美国货币政策超乎意料的迅速正常化，或投资者的新一轮避险行为。不管出现上述哪种情况，都可能导致一些新兴市场经济体出现金融动荡、资本外流和困难的调整，并有可能产生波及效应以及广泛的金融和国际收支压力，从而使经济增长减缓。
- 中国增长减缓：信贷增长迅速，地方政府的预算外借款规模很大，这是全球金融危机以来中国实施大规模政策刺激的两个主要手段。为减轻经济脆弱性，有必要以快于预期的速度退出这种刺激政策，但这种退出也可能导致经济增长的下滑幅度超过预期。
- 与乌克兰有关的地缘政治风险：基线预测考虑了以下因素，即最近的动荡可能使俄罗斯和乌克兰的增长减缓，并对独联体地区产生更广泛的不利溢出影响。如果进一步的动荡引起全球市场的避险情绪再度增强，或者，如果制裁与反制裁的强化对贸易和金融造成干扰，那么这种溢出影响可能不仅限于邻近国家。特别是，天然气或原油（以及玉米和小麦，但程度较轻）生产或运输受到的重大干扰可能造成更大的溢出效应。

图 1.12. 对外部门

2013年下半年，随着全球经济活动加强，全球贸易量回升。此前，全球贸易的减弱基本与全球活动的减缓相一致，这突出表明，出口和进口的短期收入弹性很高。全球金融危机以来，多数新兴市场经济体的经常账户余额已经下降，其中一些经济体目前具有过高的逆差。

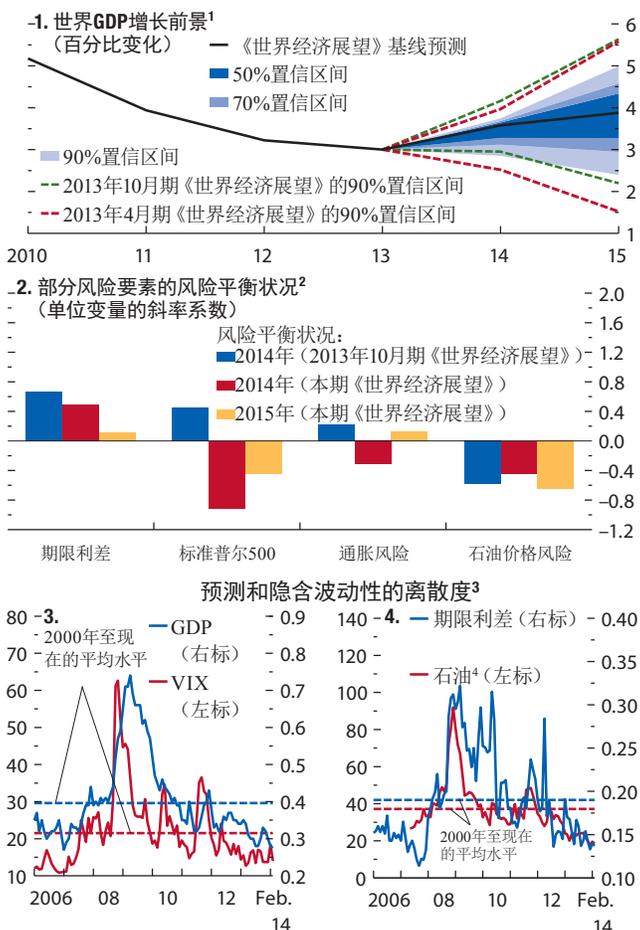


来源: Haver Analytics; 基金组织《国际金融统计》; 基金组织工作人员的估计。

注: AE=先进经济体; CHN+EMA=中国、香港特区、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、中国台湾省和泰国; DEU+JPN=德国和日本; EMDE=新兴市场和发展中经济体; OCADC=保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、希腊、匈牙利、爱尔兰、拉脱维亚、立陶宛、波兰、葡萄牙、罗马尼亚、斯洛伐克共和国、斯洛文尼亚、西班牙、土耳其和英国; OIL=石油出口国; ROW=世界其他国家; US=美国

图1.13. 全球前景面临的

相对于2013年10月期《世界经济展望》，全球前景不确定性扇形图已经收窄。这表明，全球前景风险状况略有改善；然而，下行风险仍然令人担心。预测离散度指标以及隐含的股票和石油价格波动性也显示，全球前景主要变量的不确定性已经下降。



来源：Bloomberg, L.P.；芝加哥期权交易所(CBOE)；Consensus Economics；基金组织工作人员的估计。

¹ 扇形图显示了《世界经济展望》核心预测在50%、70%和90%置信区间上的不确定性。如图所示，70%置信区间包含了50%的置信区间，90%置信区间包含了50和70%的置信区间。详见2009年4月期《世界经济展望》附录1.2。图中列出了2013年4月期和2013年10月期《世界经济展望》对当前一年和未来一年的预测的90%的置信区间，以与本期的基线预测进行对比。

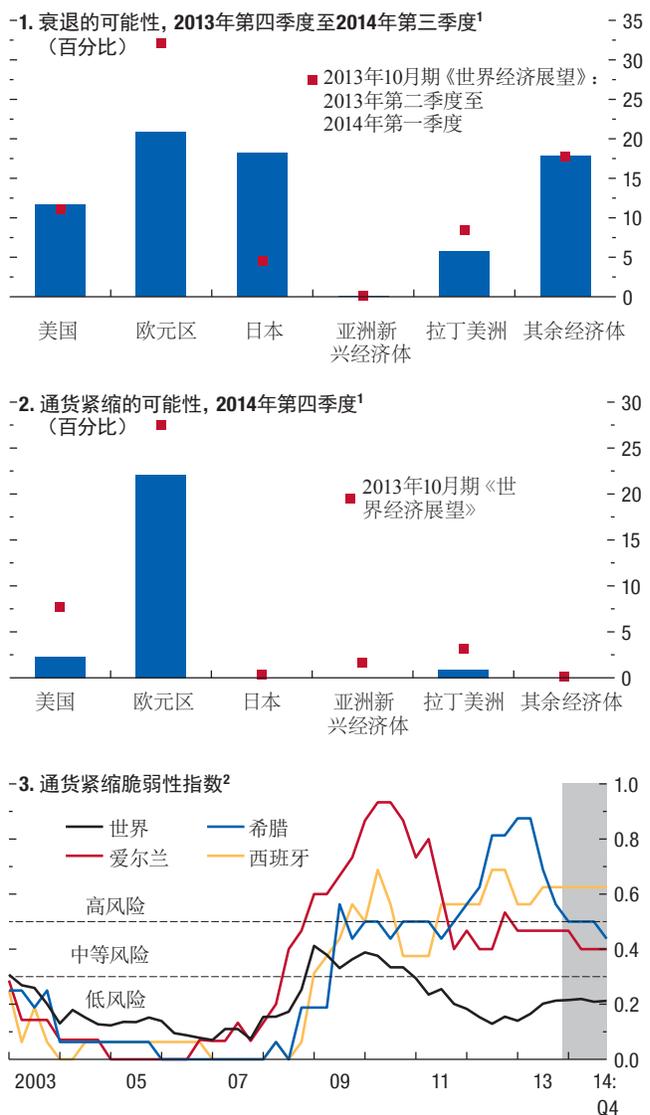
² 柱形表示单位变量的斜率系数大小。通胀风险和石油市场风险的系数值采用相反的符号，因为它们代表增长面临的下行风险。注意，2014年和2015年与标准普尔500有关的风险分别基于2014年12月和2015年12月到期的期权合约。

³ GDP衡量的是对七国集团经济体(加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国、美国)、巴西、中国、印度和墨西哥的GDP预测按购买力平价加权平均的离散程度。VIX=芝加哥期权交易所标准普尔500隐含波动率指数。期限利差衡量的是对德国、日本、英国和美国的利率预测所隐含的期限利差的平均离散程度。预测值来自于Consensus Economics的调查。

⁴ 芝加哥期权交易所原油波动性指数。

图1.14. 衰退和通货紧缩风险

基金组织工作人员的全球预测模型显示，主要经济体的衰退风险略有下降，其他经济体的衰退风险基本未变。欧元区的衰退风险依然很高，突出显示了其疲软复苏的脆弱性。欧元区的通货紧缩风险依然相对较高，约为20%，而在其他经济体，这种风险几乎可以忽略不计。



来源：基金组织工作人员的估计。

¹ 亚洲新兴经济体=中国、香港特区、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、中国台湾省和泰国；拉丁美洲=巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁；其余经济体=阿根廷、澳大利亚、保加利亚、加拿大、捷克共和国、丹麦、爱沙尼亚、以色列、新西兰、挪威、俄罗斯、南非、瑞典、瑞士、土耳其、英国和委内瑞拉。

² 有关该指标的构建，详见Kumar(2003年)以及Decressin和Laxton(2009年)。该指标已扩展到包含房价。

中期风险

低利率和经济停滞风险

先进经济体的复苏虽然在增强，但它们仍然面临经济停滞的风险。正如前几期《世界经济展望》强调的，主要先进经济体（特别是欧元区和日本）可能面临长期低增长，其中最主要的原因是无法彻底解决最近这次危机的遗留问题。

如果这种假设情景变为现实，那么低增长反映的是一种需求持续疲软的状态，这可能会进一步转化为经济停滞。在这种情况下，受影响的经济体将无法通过常规的自我纠正力量来创造足够需求以恢复充分就业。与充分就业相一致的均衡实际利率可能太低，无法在名义利率零下限约束的情况下实现这一均衡实际利率。长期来看，停滞经济体的增长潜力可能也受到不利影响，一方面是因为投资（包括研发投资）下降，另一方面也是因为失业的迟滞效应（长期周期性失业导致的结构性失业上升）使劳动力供给减少。

尽管预计先进经济体的复苏将更加巩固，但名义和实际利率依然很低，这突出表明，不能忽视经济停滞的风险。正如第三章所述，根据《世界经济展望》基线情景，实际利率可能上升，但仍应低于本世纪头十年中期的2%左右的危机前平均水平。当前的低利率是由这样一种预期导致的，即，全球投资将继续低于危机前水平，这在一定程度上是由于持续的危机后效应，在一定程度上也是由于中国的需求再平衡。随着新兴市场增长减缓以及中国推进需求再平衡，储蓄率可能下降，但对安全资产的需求预计仍将很大。结果是，即使危机后的抑制效应消失、危机伤疤愈合，危机前的安全资产实际利率下降的趋势可能也不会逆转。因此，实际利率还是太低，在当前的通胀预测下，若低增长风险变为现实，零下限问题还会再度出现。

中国经济硬着陆

中国在过度投资和信贷繁荣之后出现经济硬着陆的风险仍然很小，因为当局应能通过政策干预来限制大范围的资产质量问题带来的破坏。然而，信贷继续快速增长，信贷增长推动下的固定资产投资仍是经济的一个主要增长源。因此，金融部门与资产质量有关的资产负债表风险在进一步积累。这些风险积累得越多，当局采取回应措施的难度就越大。所以，这个问题对世界其他地方的溢出效应（包括通过商品价格产生的溢出效应）可能相当大。

风险情景：下行和上行风险带来的压力

新兴市场经济体更长时间的增长减缓仍是一个令人担心的主要问题。相比十年或二十年前，目前这种增长减缓对世界经济的影响更大。这是因为，新兴市场经济体目前在全球生产中占有更大份额，贸易和金融一体化程度更高（见第二章溢出效应专题）。同时，先进经济体的增长可能加快，这带来上行风险。下面的情景分析将考查下行风险与上行风险之间的相互作用。

上行风险是基于这样一种前提，即，美国的增长率将比基线预测高0.5个百分点左右。这是“共识经济”调查参与者2014-2015年预测分布的标准离差。在这一情景中，美国复苏的加快导致联储撤消货币刺激的时间早于基线情景。该情景中的所有利率变化反映了中央银行对宏观经济状况的变化做出的反应。

下行风险是基于这样一种前提，即，相比基线情景，20国集团新兴市场经济体的投资下行调整的幅度更大。这反映了三个因素的相互作用：外部环境的变化导致资本成本高于预期；伙伴国的增长预测下调；过去的投资过度在一定程度上的纠正。“冲击”是连续性的：《世界经济展望》五年预测期每个期间的投资疲软都被视作意外情况。每个经济体的投资增长每年低于基线预测约3个百分点，结果是五年之后投资水平下降约14%。相比2013年4月《世界经济展望》中的新兴市场经济体的下行情景，当前预测的经济下滑更为缓和，但持续时间更长，这主要考虑到了其中一些风险已经变为现实，目前已经体现在基线情景中。

主要的情景结果如下（图1.15）：

- 第一个情景是，美国国内需求更快复苏的预期变为现实，美国增长加快和对贸易伙伴的有利溢出效应使得全球增长在头两年上升约0.2个百分点（图中的红线）。这种有利的影响在其他先进经济体和拉丁美洲最为强劲，反映了它们与美国更为紧密的贸易联系。伴随着经济增长加快，此情景中的商品价格将高于基线情景。在对美国和其他国家的增长产生最初的促进作用之后，相比基线情景，全球增长将呈现出暂时性小幅下滑，这是由于美国为应对高于预期的通胀和增长而收紧货币政策。
- 第二个情景是，美国增长的上行风险变为现实，同时新兴市场经济体的下行风险变为现实，全球增长相对于基线情景下降。这一情景结果的原因是需求受到的下行冲击更大，以及经济规模的影响（按购买力平价衡量，20国集团新兴市场经济体的规模大于美国经济规模）。新兴市场经济体投资受到的不利冲击对经济增长产

生的影响取决于投资比重以及与其他新兴市场经济体之间的贸易在总贸易中所占比重（图中的蓝线）。比重越高，影响越大。由于上述比重不同，中国相对于基线预测的增长下滑幅度最大（每年约1个百分点），新兴亚洲和拉丁美洲的增长下滑幅度较小。在主要先进经济体，日本受溢出效应的影响最大，这是因为，日本与亚洲新兴市场经济体融合紧密，并且其利率已经非常接近零，货币政策空间有限。欧元区和美国因利率下限而面临货币政策约束，但与这些新兴市场经济体的贸易联系较小。随着商品价格下降，商品出口国的经济表现恶化，尽管它们往往具有更大货币政策空间。石油出口国受到的影响尤其大，因为石油在其生产中所占比重很高。

第二个情景突出显示，一些主要先进经济体的小幅上行风险可能不足以抵消主要新兴市场经济体更广泛的下行风险的影响。正如早先对风险的讨论以及2014年4月期《全球金融稳定报告》中的情景分析所强调的，美国长期利率的上升以及美国政策利率预期的提高的情景所反映的情况可能远远不是美国增长快于预期那么简单，也许要悲观得多。在这种情况下，世界其他地方受到的产出溢出影响可能是负面的。

第二个情景还显示，新兴市场经济体面临的下行风险可能对先进经济体产生重要溢出影响。20国集团新兴市场经济体弱于预期的增长（不考虑美国国内需求增长加快）将导致全球增长平均每年低于基线预测约0.3个百分点。先进经济体的增长平均低于基线预测0.1个百分点。新兴市场经济体的增长平均低于基线预测0.7个百分点。产出溢出效应主要通过贸易渠道发挥作用，这意味着，新兴市场产出增长每下降1个百分点，将使先进经济体的产出增长下降约0.2个百分点。正如第二章溢出效应专题讨论的，鉴于金融一体化程度提高，在新兴市场经济体冲击向先进经济体的传导方面，金融渠道可能也发挥作用，这取决于冲击的性质和局部影响。

政策

“大衰退”之后全球复苏的增强是明显的。但全球经济尚未实现强劲增长，下行风险依然存在。先进经济体需要继续（一些国家需要加强）为总需求提供支持，并进一步实施金融部门和结构性改革，以充分恢复信心、促进强劲增长并缓解下行风险。许多新兴市场经济体面对的外部金融市场环境已不那么有利，其增长已经减缓，并且仍然必须管理好资本流动风险。溢出效应（特别是

在下行风险变为现实的情况下）可能带来进一步的挑战。促进中期增长是世界各国面对的共同挑战，困难的结构性改革是一项优先任务。

防止先进经济体的低通胀

先进经济体应继续实行宽松的货币政策。产出缺口仍然很大，预计缩小速度会很慢。此外，财政整顿将继续进行。不过，各先进经济体的经济扩张力度不同。一些国家的中央银行必须对政策正常化路径做出清晰和前瞻性的沟通。在其他一些先进经济体，货币政策制定者必须考虑通胀长期低于目标的成本以及发生通货紧缩的风险。一旦通胀预期开始下降，将其重新拉回目标的过程可能是漫长、代价高昂的。正如专栏1.3所述，这是因为目前货币政策降低名义利率的能力受到约束——要么是因为利率已经非常接近零下限，要么是因为存在金融分割状态。如前面所述，欧元区的低通胀风险最为显著，其次是日本。

考虑到这些风险，问题在于，现在是否应放松货币政策，还是应采用前瞻性指引——即，阐明在通胀或通胀预期仍低于目标情况下酌情采取的进一步行动。

- 欧元区的货币政策利率接近但尚未达到零。基于一些原因，现在应进一步放松货币政策，包括采取非常规措施。当前的基线预测显示，通胀将显著低于欧洲中央银行的价格稳定目标，且持续时间长于通常的一至两年。在这种情况下，存在着通胀水平甚至会低于预测值的重要风险。正如专栏1.3所述，通胀预期可能下降。这进而会导致实际利率上升、债务负担加剧、增长减缓。在那些需要提高竞争力、并且价格和工资相对于其他欧元区国家必须进一步下降的国家，这可能意味着通货紧缩加剧，甚至对经济增长产生更强的负面效应。
- 日本银行应继续大力实行数量放松政策，并进一步加强其沟通战略，特别是考虑到提高消费税后评估基础通胀的难度增加。然而，如果通胀或通胀预期在更长时间内低于目标，日本银行必须阐明在什么情况下将采取政策行动。

低通胀带来的风险以及继续实施宽松货币政策的必要性意味着，许多先进经济体的中央银行还必须明确它们将如何促进金融稳定。金融稳定仍是一个令人关切的问题。整个期限结构的长期低利率可能导致过度冒险行为、过高的杠杆率以及不谨慎的期限错配。银行监管当局需继续密切监测货币政策给金融稳定带来的风险，并确保银行的活动符合审慎监管标准。然而，在欧元区，信

贷在收缩，最紧迫的问题是修复银行资产负债表，以增加信贷。

加快增长，降低经济停滞风险

经济增长缓慢和停滞的风险仍令人担忧，特别是在欧元区和日本。欧元区和日本必须采取综合应对政策，减轻这种风险。然而，更广泛而言，如果增长依然疲软，财政政策需发挥重要作用。为此，应考虑采取旨在提高增长潜力的、力度更大的措施，包括在适当时增加公共投资，同时应顾及长期财政可持续性。

欧元区在解决危机遗留问题（公共和私人债务水平高、资产负债表薄弱、失业率高）以及竞争力和生产率面临的长期障碍方面已经取得一定进展。市场信心在改善，增长已开始回升。然而，下行风险依然存在——产能依然大量闲置，一段时间以来通胀率一直低于欧洲中央银行的价格稳定目标，金融分割状态持续存在。尽管最近的政策行动降低了危机风险，但持续低增长的风险仍然令人担忧。

- **修复银行资产负债表：**在修复资产负债表方面已经取得了进展。然而，银行继续降低杠杆率，对私人部门的信贷在收缩。欧洲中央银行 2014 年的资产质量检查和压力测试可能是推进完成银行资产负债表重组的重要机会。这一举措若能得以可信实施，将实现银行资产负债表的透明和可比性，并能确定进一步的资本需求。在必要时应迅速对银行进行注资，这将降低关于银行体系健康状况的不确定性，并促进银行资产负债表的修复，从而最终促进信贷复苏。尽管许多银行应能依靠市场补充资本金，但为及时完成这一步骤，可能还需要利用国家注资和共同的后备支持。
- **完成银行业联盟：**欧元区更全面的银行业联盟对于缓解金融分割状态以及削弱主权与银行间的联系至关重要。一个关键要素是，在欧洲中央银行担负起监督责任之前，建立起一个强有力的、集中的单一破产处置机制，以确保以最小的成本、快速地对银行进行破产处置。3 月 20 日，欧洲议会、欧洲理事会和欧盟委员会就这一机制达成一致，是朝着建设更全面的银行业联盟迈出的重要一步。然而，决策过程看起来很复杂，可能无法实现及时处置，特别是如果预见到需要单一处置基金提供支持。为了有效打破主权与银行之间的联系（特别是在财政空间有限的国家），必须进一步缩短过渡期，使这项基金的各国组成部分尽快实现共同化，

并需更加明确地就强劲的共同后备支持及其时间安排做出决定。

- **增加需求方面的支持力度：**鉴于经济增长疲弱、通胀率很低，需要进一步放松货币政策，以促进实现欧洲中央银行的价格稳定目标（通胀水平低于但接近 2%）并支持需求。进一步的行动可包括进一步降低利率（包括存款小幅负利率），以及采取非常规措施，其中包括长期再融资操作（可能针对中小企业），以支持需求并缓解金融分割状态。各国可通过强化破产体制来减少私人债务积压，促进资产负债表修复并缓解金融分割状态，从而提高货币政策的有效性。欧元区 2014 年计划采取的中性财政政策态势总体上是适当的。如果经济持续增长缓慢，货币政策选择已经用尽，那么可能需要利用当前财政框架下的灵活空间，通过财政政策支持经济活动。
- **在各国层面和整个欧元区层面推进结构性改革：**这对于提高生产率和投资、确保更快的长期增长以及减轻欧元区内部失衡至关重要。顺差国应实行改革促进国内需求，特别是投资需求，这有助于经济再平衡。逆差国需要进一步调整相对价格，以实现资源从非贸易部门向贸易部门的重新配置。此外，应在国家层面继续实施劳动力市场改革，开放产品和服务市场、增强其竞争，这会释放新的投资和工作机会。降低企业进入和退出市场的监管障碍，简化税收制度，有针对性地实施欧盟服务指令，深化贸易一体化，这些措施都将进一步支持经济增长和投资。

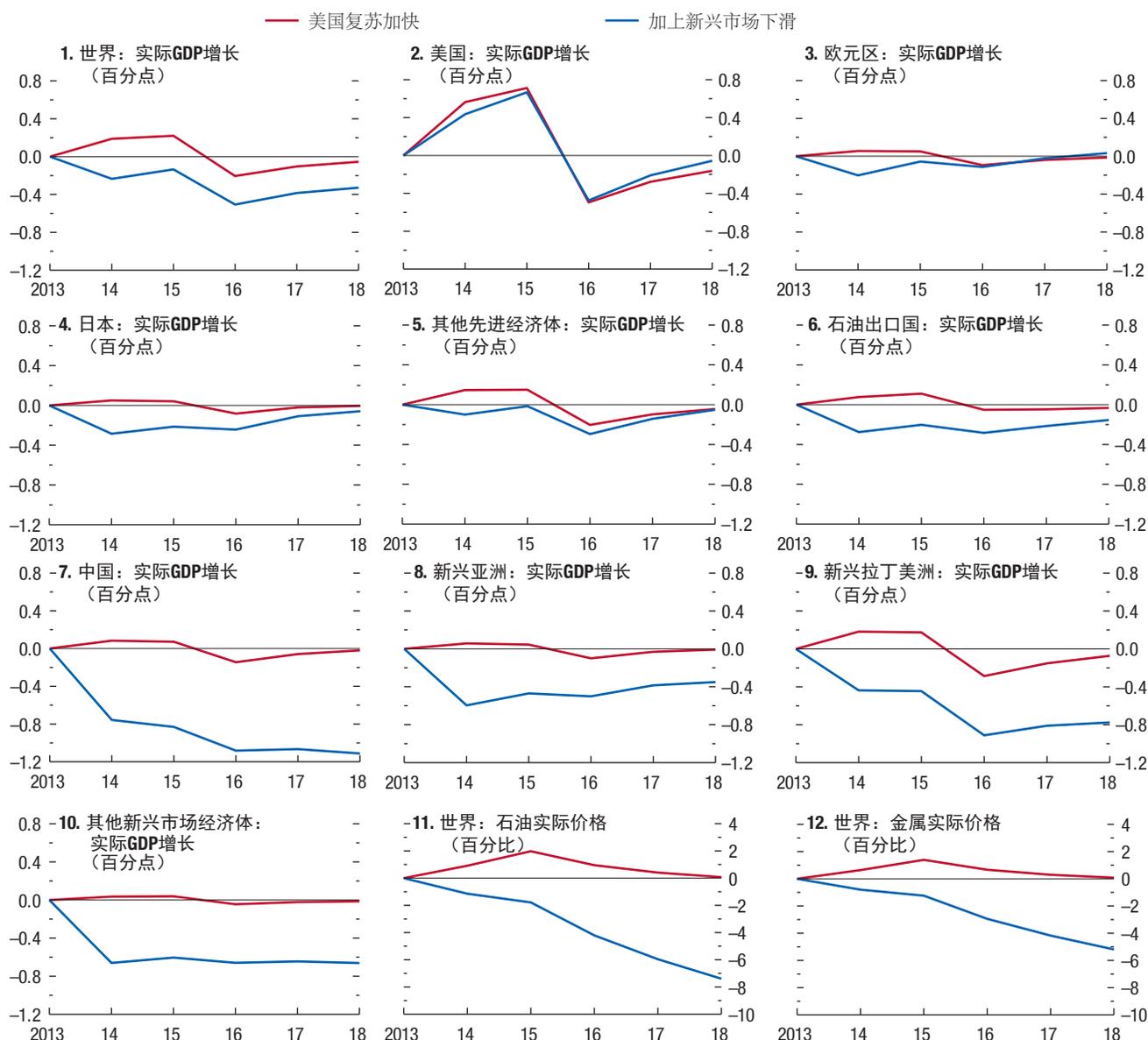
日本在安倍经济政策框架下实行了大刀阔斧的放松银根，出台新的财政刺激措施，使 2013 年的增长加快，并使 2014-2015 年的增长前景相对于实行安倍政策之前的基线预测有所改善。目前仍存在着长期经济停滞风险，这主要是因为，在迅速老龄化的社会中，为确保过渡到可持续的长期财政状况，未来十年需要进行大规模财政整顿。基金组织工作人员的估计显示，除了 2014 年第二季度将消费税从 5% 提高到 8%，以及计划实施的 2015 年第四季度将消费税进一步提高到 10%，还需要出台相当于 GDP5.5% 的额外措施，以使公共债务在中期内降下来。在这一背景下，必须以适当的速度进行这种整顿，以便不损害安倍经济政策的其他目标，即，实现持续的经济增长，并从通缩彻底转向通胀。

从近期看，2014 年进一步的临时性财政刺激应抵消本年第二季度提高消费税的不利影响。然而，刺激措施也会增加已经很高的财政风险，因此更需尽快制定 2015 年之后进一步实施整顿的计划。同

图 1.15. 新兴市场经济体增长减缓，美国复苏加快
(百分比或相对于《世界经济展望》基线预测的百分点偏离)

我们利用基金组织20国集团模型G20MOD生成的两个情景，分析美国复苏加快和新兴市场经济体增长显著减缓的潜在影响。在第一个情景中(红线)，比基线更快的复苏使得美联储以比基线更快的速度取消货币刺激。在第二个情景中(蓝线)，20国集团新兴市场经济体投资增长弱于基线情景(约每年低于基线3个百分点)是增长结果减弱的主要驱动因素。投资的这种减弱可能源于以下因素：对这些经济体出口市场增长预期的调整，过去投资过度情况的纠正，或对未来资本成本上升的预期。在第一个情景中，美国增长加快以及对美国贸易伙伴的正向溢出效应使2014年和2015年全球产出增长上升约0.2个百分点。尽管对各新兴市场而言，利率的变化都是相同的，但由于溢出效

应，拉丁美洲实际GDP所受影响最大，随后是新兴亚洲和其他新兴市场。美国复苏的前倾性导致随后年份的增长略有下滑。在第二个情景中，由于投资增长减缓，并通过劳动力收入和私人消费需求产生连锁反应，实际GDP增长相对于基线的平均下降幅度在中国为每年近1个百分点，在多数其他新兴市场为0.6个百分点。对于美国、欧元区和日本这三个经济体，日本受到溢出效应的冲击最大，因为它与新兴亚洲联系紧密，并且几乎不具备货币政策应对空间。欧元区其次，因为有限的货币政策也限制了冲击能被抵消的程度。美国与新兴市场的融合程度最低，在这三个经济体中所受溢出影响最小。



来源：G20MOD模拟。

时，2014年上半年的国会会议应出台积极措施提高潜在增长（安倍经济政策的第三支箭）。

管理新兴市场和发展中经济体的资本流动风险

由于外部环境变化，新兴市场经济体解决宏观经济失衡和政策脆弱性的任务变得更加紧迫。先进经济体的资产已变得相对更加有吸引力，所以新兴市场经济体经历了资本流入的减少和货币的贬值，这些趋势可能会加强，其原因包括先进经济体的增长面临上行风险（如风险情景讨论中指出的）。

外部环境的变化给新兴市场经济体带来新的挑战。正如近期发展情况所显示的，存在国内薄弱环节和脆弱性的经济体往往面临更大的市场压力。虽然其中一些薄弱环节已经存在了一段时间且并未出问题，但在先进经济体投资回报改善的前景下，投资者对新兴市场风险的看法现在变得不那么有利。鉴于资本流动可能逆转，外部融资需求激增以及无序贬值的风险尤其令人担心，因为这些风险影响投资者的本币回报。

在这一背景下，新兴市场经济体必须应对资本流动突然逆转带来的风险，在必要时需根据周期性状况调整政策，并通过结构性改革提高潜在增长。

让贬值成为一个可控的过程

在发生资本流动逆转时，让汇率贬值一般来说是可取的做法，因为这会促进调整，降低产出受到的不利影响。在实践中，政策制定者出于一些考虑可能不愿让汇率贬值。他们担心投资者可能反应过度，贬值幅度可能过大。即使贬值幅度不是过大，也会担心贬值会对通胀或金融稳定产生不利影响。

如果资本流动逆转风险变为现实，资本迅速外流，那么在外汇储备充足的情况下，政策制定者可以通过外汇干预来减轻过度波动或防止金融动荡。如果一些经济体的经常账户逆差超过与经济基本面和理想宏观经济政策相一致的水平，那么需确保这种干预不阻碍根本的外部调整。旨在减少或防止资本外流的资本流动管理措施可能也有助于减轻汇率的过度波动。然而，总体而言，相比针对资本流入采取的资本流动管理措施，针对资本流出采取的措施不那么有用。市场对这种措施的预期甚至可能触发资本外流。

如果存在对贬值严重不利影响的担忧，政策制定者还应解决有关基础问题。这些措施有助于本国经济更好地应对资本流动逆转带来的更大风险。

- 如果主要的担心是通货膨胀，那么在通胀水平很高的情况下，可能需要收紧货币政策。然而，政策制定者可能需要考虑到，仅靠货币紧缩可能是不够的。汇率传导也受货币政策可信性的影响。如果汇率贬值强劲地传导到通胀预期，那么可信性很可能较低，政策制定者可能需要采用更为透明的货币政策框架，或提高货币政策实施的连贯性和透明度。例如，正如专栏 1.4 所述，许多新兴市场经济体已从汇率自由浮动转向事实上的“管理”浮动，其中一些甚至规定了很窄的汇率波幅。有管理的浮动虽然也许能降低汇此急剧变动的风险，但也可能削弱通胀目标的可信性，并拖延亟需的外部调整。²
- 如果主要的担心是金融稳定，那么需要采取强有力的监管政策，确保银行能解决与汇率和资本流动风险有关的信贷质量和盈利性问题。金融稳定问题产生于汇率突然大幅贬值对资产负债表和现金流的不利影响。主要担心在于，在面向国内市场的部门中，企业有外币融资，但没有出口收入，因此无法自然地对冲汇率风险；或者，面向国内的银行有外币融资。在两种情况下，随着本币贬值，本币偿债负担增大，进而会导致严重的资产质量问题。此外，监管者必须密切监测近期信贷迅速扩张和中期增长前景减弱可能带来的资产质量问题。

调整宏观经济政策

在政策环境方面，一个主要的考虑因素是，宏观经济政策是否导致了最近经常账户逆差的扩大，逆差规模是否过大。如上所述，一些新兴市场经济体目前有经常账户逆差，其中一些经济体已经偏离 2013 年《试验性对外部门报告》（基金组织，2013 年 b）确定的基本均衡（标准）状况。之所以产生政策担忧，是因为全球金融稳定后，新兴市场经济体的扩张性宏观经济政策刺激了国内需求，使经济活动迅速回升。然而，一些经济体在 2010-2012 年经济活动高涨、产出高于潜在水平时，没有彻底扭转政策态势或扭转得过慢。因此，经常账户差额的同时恶化在一定程度上是经济过热导致的，而经济的过热目前正处于自我纠正之中。

所以，主要的任务是调整宏观经济政策搭配和态势，保证政策是可信的，且与产能闲置程度相一致。不同经济体的具体要求不同，但都有以下一些总体考虑。

- 货币政策：一些经济体（包括巴西、印度和印度尼西亚）继续面临通胀压力，2013 年中期以

²见 Ostry、Ghosh 和 Chamon（2012 年）对新兴市场经济体货币和汇率政策的讨论。

来的货币贬值可能加剧了这种压力。许多国家过去一年里提高了政策利率，但可能需要进一步收紧政策，以控制通胀。其他经济体的政策制定者可以考虑放慢提高政策利率的步伐，或者，在产出低于潜在水平的情况下，可以下调利率。然而，他们需考虑到潜在通胀压力、政策可信性以及在当前环境下可能产生的市场影响。

- 财政政策：正如前几期《世界经济展望》报告强调的，政策制定者总体上应根据对中期增长潜力的最新估计和长期利率的近期变化来调整财政政策态势。在一些经济体，利率显著上升，近期内不太可能改变方向。在一些新兴市场经济体，财政赤字仍大大高于危机前水平（见图 1.4，子图 2），尽管产出仍普遍高于危机前趋势水平（图 1.6，子图 1）。此外，预计债务形势将变得不那么有利，因为政府债券实际收益率高于一年前的预期水平。正如 2014 年 4 月期《财政监测报告》讨论的，在这一背景下，政策制定者需要降低预算赤字。各经济体的行动紧迫性不同，取决于各自的债务水平、脆弱性和周期性状况。在一些经济体，准财政活动和赤字显著增加给预算和公共债务带来或有风险，这突出表明，需要调整准财政政策的态势（巴西、中国、委内瑞拉）。

低收入国家的政策

许多低收入国家成功地保持了强劲增长，这是因为商业和投资体制更加有利、宏观经济政策得到改善。在经济增长迅速、预算赤字保持适度等因素的共同作用下，公共债务水平一直稳定在 GDP 的 35% 左右。不过，随商品价格下跌，外国直接投资已经开始减缓，并且预计将进一步放慢，与商品有关的预算收入和外汇收入面临风险。鉴于外部环境的这些变化，财政政策的及时调整十分重要；否则，外债和公共债务可能积累起来。虽然总体而言这类经济体具有一定抵御风险能力，但一些国家面临更大挑战。经济增长缓慢、公共债务水平较高的一些低收入国家需要加强财政政策，以将债务维持在可持续水平。外部融资需求较高、已进入国际资本市场筹资的一些低收入国家（“前沿经济体”）容易遭受资本流动风险，这种风险与新兴市场经济体面临的资本流动风险类似。为克服这种脆弱性，可能需要收紧货币和财政政策。

维持主要新兴市场经济体的高增长

主要新兴市场经济体面临一个共同的政策问题：如何实现强劲和可持续的增长。然而，不同经济

体面临的问题（包括宏观经济失衡的程度和性质）不同。

中国的增长自 2012 年以来已经减缓，目前预测中期增长率将显著低于过去 30 年的 10% 的平均水平。经济活动仍过于依赖信贷刺激下的投资，脆弱性正在增加。

经济政策重点是，实现经济软着陆，使经济过渡到更具包容性、更可持续、由私人消费带动的增长模式。为实现这一转变，需要采取以下措施：放开利率，使风险得到有效定价；实行更透明的、基于利率的货币政策框架；实行更加灵活的汇率体制；通过改革改善治理和增长质量；加强金融部门监管。十八届三中全会制定了包含这些政策步骤的改革计划。及时实施是其关键所在。一些方面已经采取了令人鼓舞的步骤，包括金融部门政策（宣布实施关键改革的时间表，这些改革包括实行存款保险制度、进一步放开利率等）以及汇率政策（扩大了汇率浮动区间）。控制信贷快速增长以及减少地方政府预算外借款是近期重点，这对于遏制不断上升风险至关重要。政策制定者还必须应对近年来信贷快速增长带来的潜在挑战。特别是，贷款坏账和其他受损资产一旦形成，必须加以确认，并且应加强针对经营失败的金融机构的处置框架。如果出现下行风险事件，在适当时可利用财政空间对金融机构进行注资。

巴西需要继续收紧政策。尽管过去一年里政策利率显著提高，但通胀率仍处在目标区间的上限。外汇干预应更有选择性，应主要用于限制汇率波动，防止无序市场状况。财政整顿有助于缓解国内需求压力并减轻外部失衡，同时也有助于降低相对较高的公共债务比率。必须克服供给瓶颈。

印度可能需要进一步收紧货币政策，以实现通胀和通胀预期的持久下降。继续实施财政整顿对于缓解宏观经济失衡至关重要。鉴于投资增长已经显著放缓，政策制定者还必须侧重于支持投资的结构改革。重点包括：实现资源的市场化定价，以促进投资；解决基础设施项目的实施拖延问题；改善电力和采矿部门的政策框架；对庞大的补贴体系进行改革；确保新的商品和服务税的批准实施，以支持中期财政整顿。

俄罗斯的货币政策体制正在向通胀目标体制过渡，因此，在这一过程中，稳定通胀预期是重点所在。汇率灵活性的提高有助于吸收冲击。然而，在货币大幅贬值的情况下，可能需要在一定程度上收紧货币政策，以防止通胀持续上升。结构性改革对于增加投资、实现经济多元化以及提高潜在增长至关重要。重点是加强法治以及减少国家对经济的干预。

尽管兰特显著贬值，南非的经常账户逆差一段时间以来一直超过 5%。因此，可能需要收紧财政

和货币政策，以降低脆弱性，并控制货币贬值对通胀的第二轮影响。必须实行结构性改革，将目前高达 24% 的失业率降下来。

全球需求再平衡

全球经济正出现更可持续复苏的乐观迹象，但为实现强劲复苏，还需在全球需求再平衡方面取得进一步进展。随着产出缺口闭合，外部失衡可能再度加剧。如果新兴市场经济体面临的下行风险变为现实，其经常账户差额因资本流动逆转而大幅扩大，那么也可能带来类似的效果。

所以，目前的挑战是实施能够实现强劲和均衡增长的政策措施，也就是说，所采取的政策要实现经济持续增长，同时保证经常账户差额不会恶化。前文讨论的措施是以维持增长为目标的。其中一些也会进一步降低外部差额。2013 年《溢出

效应报告》（基金组织，2013 年 c）对其中一些政策的影响进行了量化分析，不仅针对单个国家，也针对整个世界经济。

例如，在具有经常账户顺差的经济体，改革可以促进国内需求并改变国内需求的结构。中国应消除金融扭曲，让汇率在更大程度上由市场决定，并加强社会安全网，从而促进需求朝着消费方向实现再平衡调整。这将促进更加平衡的增长并减轻外部失衡。德国应改革税收和金融体系，并放开服务业，以此扩大公共投资。这些措施本身是有益，同时也有助于降低庞大的经常账户顺差。对于逆差经济体，实施旨在提高竞争力的结构性改革（法国、南非、西班牙、英国）以及消除供给瓶颈以增强出口（印度、南非），不仅有利于经济增长，而且能改善外部头寸，为更为持久的增长创造条件。

专题：商品价格及预测

本期及前一期《世界经济展望》报告中的商品价格预测来源于商品期货价格，而期货价格目前显示的趋势是价格下降和下行风险。虽然这种以市场为基础的方法很有吸引力，但该方法的效果有时却受到质疑。本专题探讨一种效果更好的基于模型的石油价格预测方法。考虑到全球需求正在增强，该模型预测石油价格将上涨，并存在上行风险。鉴于北美石油供应的增加以及新兴市场增长的放缓，在石油市场结构可能正在变化的当下，结合上述两种方法进行预测也许是更为稳妥的办法。结合两种方法后，我们预测今年油价将小幅下跌，然后持平。

商品市场发展情况¹

自2013年10月期《世界经济展望》以来，能源价格总体持平（图1.SF.1，子图1），原油价格下跌被天然气价格上涨（美国极寒天气）和煤炭价格上涨（一些出口国供应紧张）所抵消。原油价格小幅走低，主要原因是北美供给继续增加。2013年，非欧佩克石油供应增加了130万桶/日（mbd），稍快于120万桶/日的全球需求增加量，其中所有的净增长都源于美国（120万桶/日，主要是页岩油）和加拿大（20万桶/日，主要是油砂油）（图1.SF.1，子图2）。2014年非欧佩克石油供给增长的预测值已增至180万桶/日，远高于140万桶/日的需求增加。由于欧佩克供给压力日益增加（特别是因为利比亚、尼日利亚、叙利亚和也门的供给中断，以及对伊朗伊斯兰共和国实施制裁），油价保持在高位。2013年第四季度石油需求相对疲软，但美国除外（图1.SF.1，子图3）。尽管存在这些压力，但油价（基于期货市场）预计将在预测期间下降，这与石油供应增加但需求仍然温和的情况相一致。金属价格自2013年10月期《世界经济展望》以来仍然大致持平，比2011年初的高点低30%左右，且大部分市场供过于求（库存较足且不断上升，产能增长稳定）。2013年，全球金属需求增长（以及中国的金属需求增长）放缓（专栏1.2），同时供应增长强劲。期货价格表明，金属价格在预测期间将下跌，这反映出一些市场仍然供过于求，但这种过剩正在逐渐减少。

本专题的作者为Samya Beidas-Strom, Benjamin Beckers 和 Daniel Rivera Greenwood提供了支持。近期商品市场发展情况由Marina Rousset 和 Shane Streifel提供。技术细节见Beckers 和 Beidas-Strom的分析（即将发表）。

¹见《商品市场月刊》和《商品前景和风险》，网址为www.imf.org/commodities。

在粮食市场，多数主要作物的生产前景看好。主要谷物和油籽的全球产量预计将超过需求增长（图1.SF.1，子图4）。由于气候条件良好，预计中国的小麦和玉米产量将增加，而全球大米供应继续保持充足。此外，库存继续逐步恢复，特别是玉米库存（图1.SF.1，子图5）。2014年初，由于市场担心不利天气会影响南美粮食收成，价格面临一定的上行压力。

商品价格预测

由于2013年下半年商品价格大致持平或变化趋于缓和，一些分析师预测认为商品价格超级周期已经结束，原因是新兴市场经济体特别是中国的增速放缓（专栏1.2）以及供应的增加（即，美国原油产量增加、大多数贱金属供应过剩，以及粮食供应增加）。然而，在2014年第一季度期间，随着全球活动的增强，一些商品价格表现坚挺，而且波动性增大；因此，分析师们在预测方面变得更加谨慎。因此，预测商品价格的动机变得尤其关键，并且，现在的问题是如何最好地进行预测。决策者应使用什么工具来预测商品价格？在预测误差和事后风险评估方面，这些预测工具表现如何？是否有其他的预测模型来辅助决策者的工具包？哪些工具最适用于这些不确定的经济时期？本专题针对油价探讨了这四个问题。²

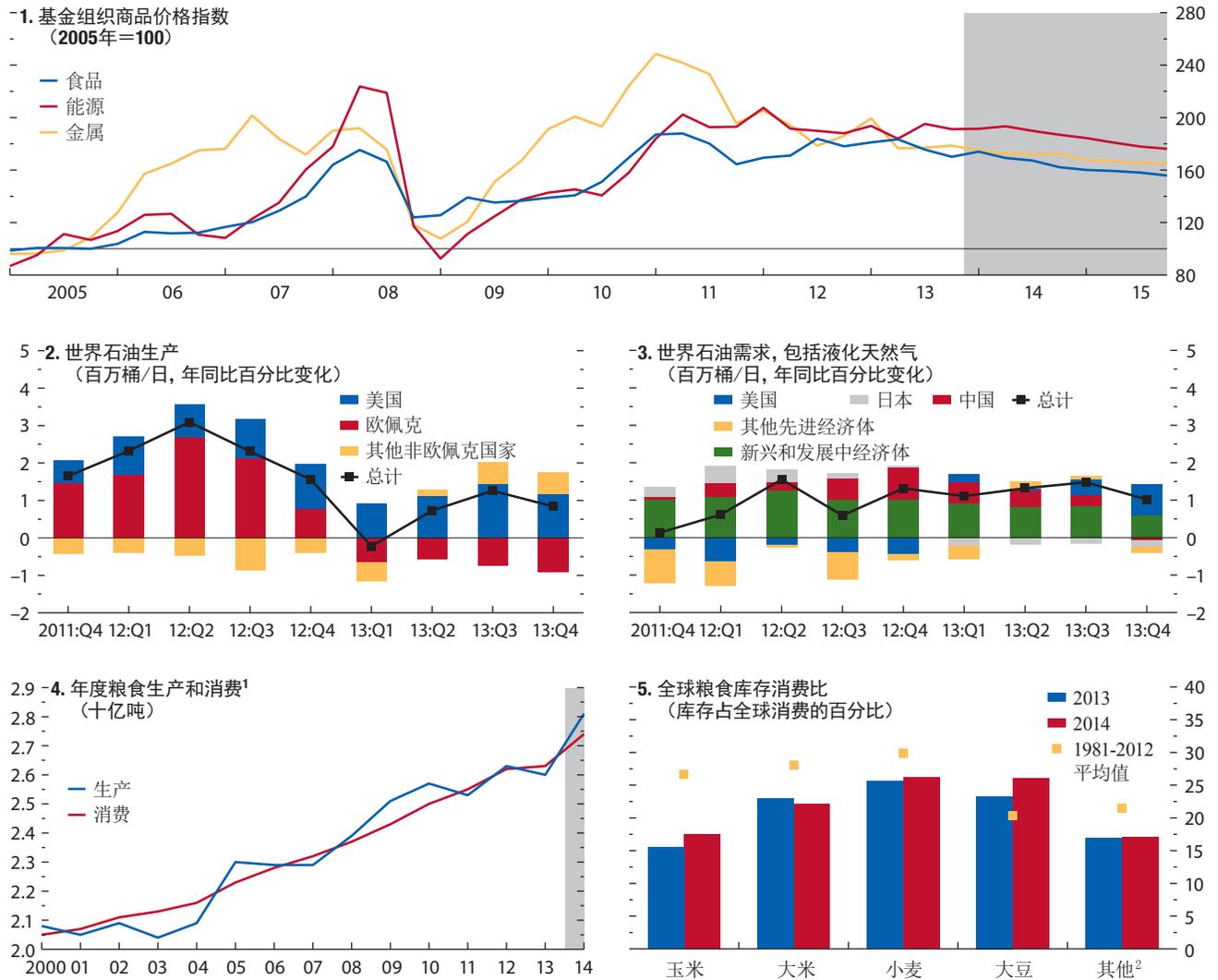
决策者用什么预测工具？

20世纪70年代进入稀缺时代时，霍特林型（1931年）规则是预测可耗尽商品的价格的标准方法，之后，决策者们逐渐趋向于使用几个简单的预测工具：采掘耗竭性商品的长期不变的实际成本、随机游走价格模型，以及期货价格。近期的两个情况使这些方法的效果被打上了问号，即，1）本世纪前十年中期商品价格暴涨期间价格持续上涨，和2）开采成本上升（特别是石油行业）。各方人士努力地评估了这些简单的预测工具的预测内容有效性和统计表现（Reeve 和 Vigfusson, 2011年；Reichsfeld 和 Roache, 2011年；Alquist、Kilian和Vigfusson, 2013年；Chinn 和 Coibion, 2013年），Deaton 和Laroque（1996年）对基于投

²本专题中的分析主要集中在油价，但可以扩展至其他有期货市场的商品价格，前提是有关于其全球需求、供应和库存的月度数据，以及有该商品的主要国际价格（如铝、铜、铅、镍、锡和锌）。

图 1.SF.1. 商品市场发展

自2013年10月期《世界经济展望》发布以来，商品价格相当平稳，因为供给增加的步伐超过了多数市场的温和需求。



来源：基金组织初级商品价格系统；国际能源机构；美国农业部；基金组织工作人员的估计。

¹ 主要谷物和油籽数据汇总：大麦、玉米、小米、大米、黑麦、高粱、小麦、棕仁、油菜籽、大豆和葵花籽。

² 包括大麦、小米、棕仁、油菜籽、黑麦、高粱和葵花籽。

机型仓储的价格形成模型分类方法也被重新启用。在分析投机仓储预测模型之前，本专题研究了简单预测工具在过去十年里表现如何，首先重点关注期货，然后分析了一组更广泛的模型。

石油期货作为预测工具的表现如何？³

简单的预测误差

³为简便起见，分析侧重于英国布伦特这个主要的国际原油价格基准。我们也得出了西德克萨斯中质原油和迪拜法塔赫原油的分析结果。三者的简单平均构成了《世界经济展望》的平均现货价格，预计2014年和2015年的价格分别为每桶104.17美元和97.92美元。

长期以来，石油期货一直被用来预测现货价格，其理论是，期货合约价格等于预期的未来现货价格的贴现价值，并且，从定义上来看，石油期货自然地包括一些前瞻性信息。正如许多商品市场那样，石油期货市场经常出现现货升水。⁴这可能导致对未来现货价格的预测出现向下偏差。

此外，自本世纪前十年中期以来，商品期货（特别是石油期货）的预测内容有所下降（Chinn 和 Coibion, 2013年），即使期货不处于现货升水状态也是如此。在全球金融危机之前的预测误差超过100%（2007年1月的期货价格相对于2008年7月的实际价格）（图1.SF.2，子图1）。这种情况并不是特例；所有宏观经济预测的质量在经济衰退或危机前后都有恶化倾向。然而，即使在2011年经济放缓期间，预测误差仍为38%（2011年1月的期货价格相对于2011年4月的实际价格）。这表明，在动荡时期或者结构变化期间，期货价格可能不是一个好的预测器。

最新预测

《世界经济展望》预测2014年基于期货的名义布伦特价格为每桶108美元，2015年下降至每桶103美元（图1.SF.2，子图2），风险趋于下行。该预测相比2013年10月期《世界经济展望》作了向上调整，可能主要反映了以下情况，即非欧佩克石油供应的增幅大于预期，但同时地缘政治风险加剧且对供应增加起到抵消作用。

模型预测⁵

最新证据

由Kilian（2009年）开创、并在后来不断得到改进的一些确定石油价格的经济模型，其生成的预测似乎更加准确。这些模型通过结合全球活动衡量指标与石油供应和全球原油库存变化（以捕捉投机性仓储或消费平滑行为）来预测未来的油价。这些模型表明，运用这些月度数据的向量自回归（VAR）预测模型生成的预测比大多数其他方法生成的预测要更准确（Alquist、Kilian和Vigfus-

⁴现货升水描述的是一种市场情况，期货合约价格以低于合约期满时的预期现货价格交易。由此产生的期货曲线通常为向下倾斜（反向），因为日期更远的合约会按更低的价格交易。凯恩斯（1930年）认为，在商品市场，现货升水是“正常的”，因为商品生产商比消费者更倾向于对冲其价格风险。在相反的情况下，合约按照高于现货价格的溢价进行交易，被形容为“期货升水”，西德克萨斯中间基原油在2013年年初和年中所经历的即是这种情况。

⁵作者感谢加拿大央行的Christiane Baumeister共享其Matlab代码（我们对其进行改进和增强，用于本节分析），以及Beckers 和 Beidas-Strom的研究（即将发表）。

图 1.SF.2. 布伦特预测误差和期货
(美元/桶)

石油期货的预测能力已经下降，过去十年里存在大幅预测误差。《世界经济展望》的预测（基于期货的预测）是，石油价格将逐渐下降，风险偏于下行。



来源：Bloomberg, L.P.; 基金组织初级商品价格系统; 基金组织工作人员的估计。

¹ 从2014年2月12日期货期权价格得出。

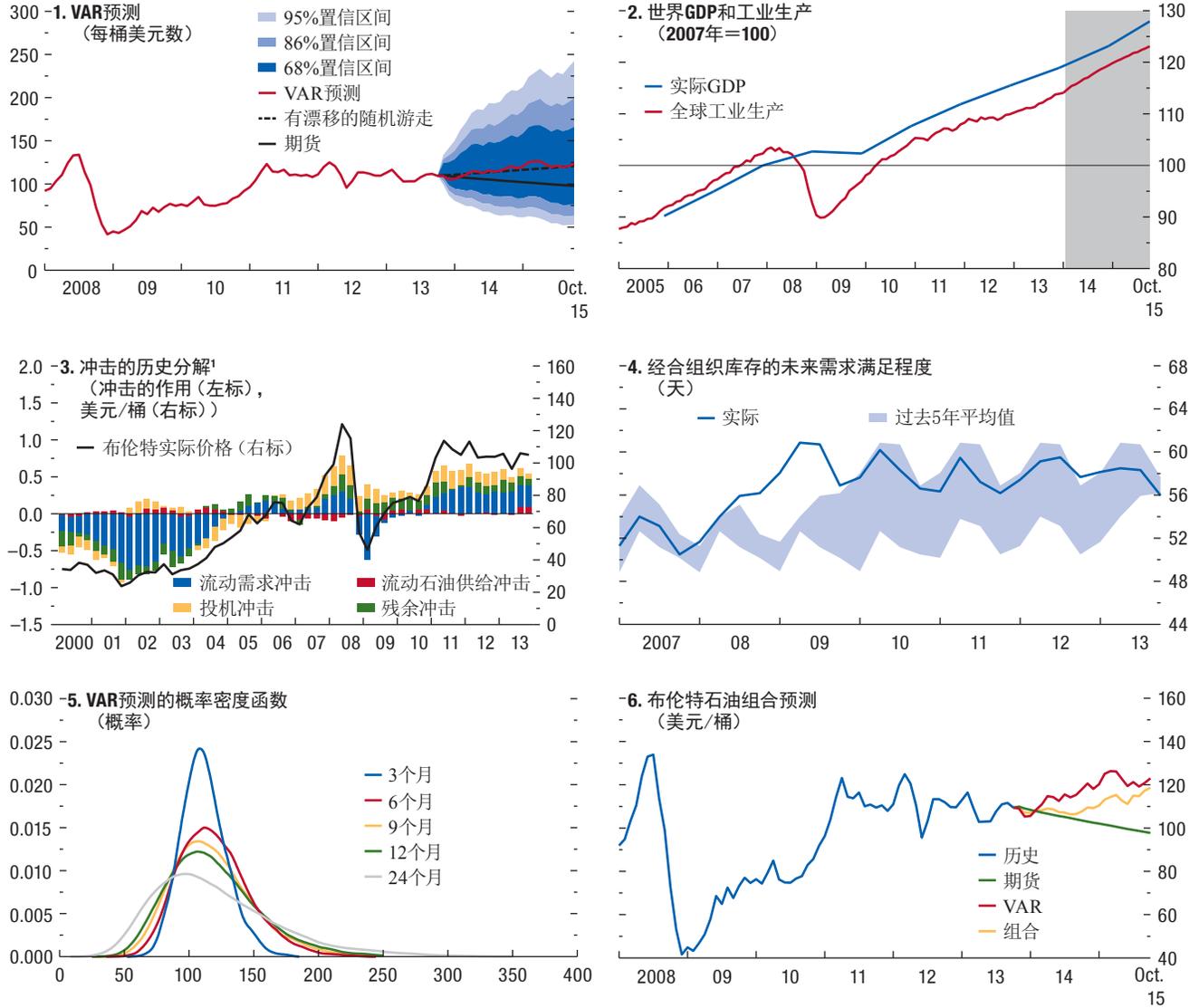
son, 2013年），并且在模型设定与估计方法变化时仍能保持稳健（Baumeister和 Kilian, 2013年 b）。尽管如此，最近的证据表明，使用基于商品期货价格的精炼石油产品价差可提供更好的预测能力（Baumeister、Kilian和Zhou, 2014年）。

模型成分

我们将预测油价的相关变量结合起来，估算了Beidas-Strom 和 Pescatori（即将发表）提出的简化式结构向量自回归。核心变量包括：全球原油产量、《世界经济展望》的全球工业生产指数、实际布伦特石油价格，以及经济合作与发展组织（经合组织）的石油库存。还包括了其他三个变量：衡量主要石油消费国双边货币的美元汇率指数（依照Chen、Rogoff和Rossi的方法，2010年）；美国消费者物价指数；以及欧佩克闲置产能衡量指标。在此基础上还添加了一些季节性虚拟变量，以预

图 1.SF.3. 向量自回归与组合预测

基于模型的预测（以全球需求加强、继续发生小幅欧佩克（石油输出国组织）供给冲击、石油库存下降为基础）表明，在预测期内，石油价格将上升，存在上行风险。然而，有必要将这一模型的预测与从期货中得出的信息结合起来，这种组合预测显示，石油价格今年将保持平稳，此后逐渐上升。



来源: Bloomberg, L.P.; 基金组织初级商品价格系统; 经合组织; 基金组织工作人员的估计。

注: OPEC=欧佩克(石油输出国组织); VAR=向量自回归。

¹ 关于所选择的识别信息的更多详细情况, 见Beidas-Strom和Pescatori的论文(即将发表)。

测价格的月度变化。此外，利用2000年以来所观察到的趋势，我们对实际油价进行了去趋势处理，以避免预测中任何可能的向上偏差。⁶

向量自回归预测

样本外预测的生成是通过对1985年1月至2013年10月的月度数据用向量自回归模型进行递归估计得出的。向量自回归预测，名义布伦特价格在预测期内将上涨（图1.SF.3，子图1），与本期《世界经济展望》中报告的全球需求加强的情况（图1.SF.3，子图2）以及最近的供应冲击和预防性需求冲击的翘尾因素（图1.SF.3，子图3）相符合。该模型预计，起初，布伦特原油价格将下降，在2014年2月后会上升至年平均每桶114美元（比期货价格高6美元），然后上涨至2015年的平均每桶122美元（比期货价格高19美元）。

近期冲击

鉴于时滞较长，冲击的动态影响对于石油价格预测很重要。这种影响取决于所用的识别方法，识别过程主要是为了限制噪声交易对实际油价的影响。⁷2013年的后两个季度，实际布伦特油价居高不下，主要原因是欧佩克供给短缺以及流动需求对价格起的一定刺激作用，尽管经合组织国家石油库存显著下降（图1.SF.3，子图3）。随着模型参数的变化（来自整个样本估计的变量）将预测逐渐推向预测时间范围的远端，这些冲击的动态影响（在12至24个月之间）逐渐减弱。

风险

通过引出整个样本的向量自回归误差而获得预测间隔期（图1.SF.3，子图1阴影区间，以及子图4）。向量自回归分布的形状随着预测时间范围而变化，不同于期货价格（它是基于石油期货期权得出的信息），表明更大的价格上行风险。在实践中，向量自回归预测显示，布伦特原油价格在2015年1月超过每桶150美元的风险为15%，而期货方法得出的风险则小于5%。关键信息是，即使是看似相对成功的油价预测模型在油价预测上升或下跌上都存在较大的不确定性（图1.SF.3，子图5）。⁸上行风险可能要归因于全球需求的增强以及近期欧佩克供给意外下降的遗留影响等因素。

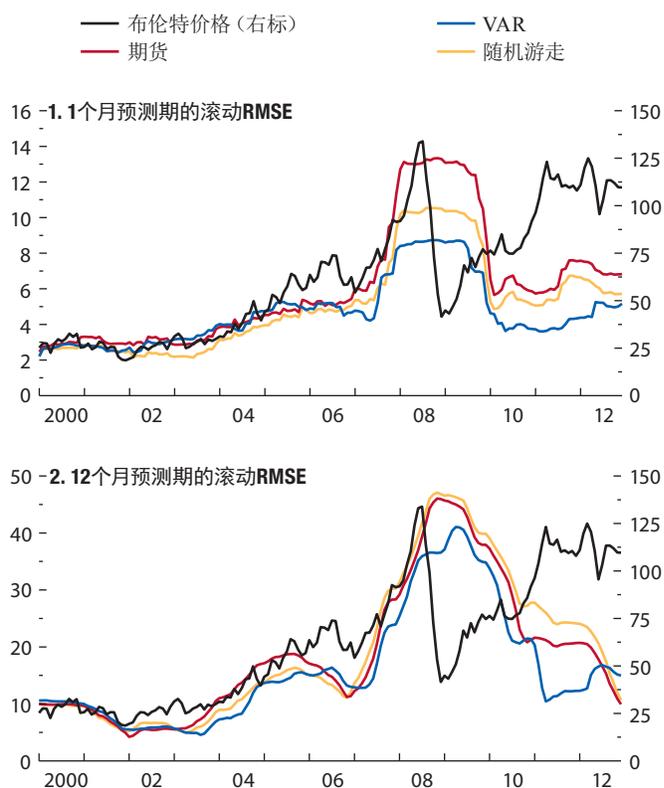
⁶没有去趋势的实际布伦特油价的偏离幅度为3.97%。

⁷详细内容见Beidas-Strom 和 Pescatori（即将发表）。

⁸Bayesian VAR将不确定性范围缩小35%左右，同时不影响风险评估：即，风险仍偏于上行。

图 1.SF.4. 滚动均方根误差：递归估计

如果比较两年期滚动预测的均方根误差，或者如表1.SF.1列出的，整个预测期的均方根误差，可以看出，2000年以来，VAR预测的表现优于其他模型和期货，不过，在采用滚动预测期时，并非每一年VAR都一定会更准确。



来源：基金组织工作人员的估计。

注：离横轴最近的线代表预测误差最小、从而预测表现最佳的模型。RMSE=预测的均方根误差；VAR=向量自回归。

哪种预测方法的误差最小——以及在什么时候误差最小？

正式评估预测效果的标准方法是预测的对称根均方误差（均方根误差）。被评估的模型包括：有偏移和没有偏移的随机游走（RW）、期货方法、简单自回归（AR(p)）和移动平均（MA(q)）过程（即，用自回归滑动平均模型(1,1)形式综合上述模型），以及向量自回归的各种设定。在5至8个月和18个月的时间范围内，向量自回归的表现优于随机游走约20%。在非常短的时期（1到2个月）和24个月，向量自回归模型优于随机游走约10%到12%。对于所有其他时间范围，准确性提高幅度约为15%。与期货预测相比，时间范围为一

个月的自回归模型预测准确度要高26%，18个月的为10%至20%，24个月的为5%（表1.SF.1）。除了全样本的均方根误差，还计算了两年移动平均值来解决可能的参数时间变化问题。这些平均值表明，向量自回归模型相比其他模型得出的均方根误差最低，特别是在全球金融危机期间和随后的时期，包括2011年的经济下滑期间。然而，有趣的是，在2001年经济衰退期间，向量自回归的表现并不比期货或随机游走模型更好（图1.SF.4）。

应采用哪一个模型？

鉴于不论采用何种模型，油价预测都存在很大的不确定性，因此，最好能采用几种预测方法进行对冲。具体到油价，非欧佩克石油供应充裕可能预示着石油市场结构将与过去二十年有所不同。

事实上，组合预测的优点早已得到确认（Bates 和 Granger, 1969年； Diebold 和 Pauly, 1987年； Stock 和 Watson, 2004年）。最近，有观点认为，均方根误差最小的预测模型可以通过纳入其他模型的信息或宏观经济因素而得到改进（Baumeister 和 Kilian, 2013年a）。

在期货和向量自回归模型最近的均方根误差表现的反加权基础上，我们提出了一个组合预测方法（图1.SF.3，子图6）。虽然每个极短期内是均匀加权，但向量自回归模型的24个月预测时间范围外端的预测表现更好，因此组合预测在预测时间范围远端往往更紧密地跟随向量自回归预测。预测组合结果是，2014年布伦特油价为每桶108美元（比向量自回归低6美元，但是比期货高3美元），并预测2015年平均价格为每桶114美元（比向量自回归低8美元，但是比期货高14美元）。

表1.SF.1. 预测期h的均方根误差（相对于随机游走模型）

模型	RW	简单预测模型										VAR模型									
		有漂移的RW	AR(6)	MA(3)	ARMA(1,1)	期货	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J					
1	5.193	1.001	0.958	0.961	0.963	1.208***	0.919	0.894	0.946	1.008	0.927	0.949	0.978	1.145	0.989	0.913					
2	8.677	1.004	0.976	0.987	0.987	1.011	0.895	0.882	0.974	1.082	0.926	0.906	0.922	1.113	0.989	0.888					
3	11.513	1.007	0.973	0.997	0.994	1.016	0.843	0.829	0.949	1.054	0.895	0.855	0.852	1.054	0.969	0.835					
4	13.799	1.010	0.975	1.008	1.003	1.015	0.835	0.826	0.977	1.078	0.903	0.852	0.829	1.023	0.963	0.811					
5	15.648	1.013	0.974	1.013	1.007	1.013	0.818	0.805	0.980	1.121	0.901	0.834	0.800	0.981	0.952	0.784					
6	17.172	1.016	0.979	1.021	1.013	1.006	0.819	0.798	0.981	1.189	0.909	0.822	0.791	0.916	0.960	0.787					
7	18.337	1.018	0.982	1.028	1.016	0.998	0.822	0.803	0.988	1.233	0.919	0.815	0.787	0.859	0.969	0.807					
8	19.243	1.019	0.984	1.032	1.019	0.989	0.835	0.820	1.009	1.269	0.938	0.823	0.805	0.829	0.979	0.838					
9	19.879	1.020	0.987	1.036	1.022	0.980	0.855	0.847	1.038	1.289	0.961	0.843	0.845	0.822	0.998	0.871					
10	20.283	1.021	0.988	1.034	1.022	0.973	0.877	0.874	1.070	1.296	0.988	0.872	0.882	0.837	1.025	0.898					
11	20.706	1.021	0.987	1.032	1.022	0.964	0.883	0.881	1.086	1.262	1.000	0.888	0.899	0.846	1.049	0.907					
12	21.240	1.021	0.985	1.032	1.022	0.952	0.873	0.873	1.085	1.211	0.996	0.884	0.896	0.848	1.059	0.900					
15	22.561	1.021	0.980	1.036	1.023	0.925	0.852	0.840	1.103	1.270	1.014	0.870	0.874	0.859	1.057	0.862					
18	23.276	1.018	0.981	1.032	1.021	0.918	0.820*	0.796*	1.108	1.387	1.035	0.827	0.818	0.818*	1.055	0.809**					
21	23.929	1.008	0.982	1.018	1.010	0.926	0.853*	0.842*	1.149	1.129	1.096	0.860	0.854*	0.836**	1.117	0.864**					
24	25.342	1.005	0.976	1.011	1.006	0.932	0.891	0.882	1.184	1.095	1.132	0.897	0.891	1.151	1.151	0.924					

来源：基金组织工作人员的计算。

注：小于1的值表示预测模型优于随机游走。以黑体表示的值代表最优预测模型。带*、**和***的值分别表示Diebold-Mariano检验在10.5%和1%的水平上拒绝备选模型具有相同预测能力的虚拟假设。A至J的所有向量自回归（VAR）以对数差表示，但模型E除外，该模型以对数水平表示。所有模型都有6个滞后量，但模型D除外，该模型有12个滞后量。模型B包括汇率指数。模型F区分新兴市场工业生产与先进经济体工业生产。模型G和H对各个地区的石油生产进行划分。模型J是本专题给出的模型，采用的消除趋势的实际石油价格。详见Beckers和Beidas-Strom（即将发表）。行表示月份数。AR=自回归；ARMA=自回归和移动平均；MA=移动平均；RW=随机游走。

专栏1.1. 信贷供给与经济增长

最近的全球危机是一场金融的危机，因此，它重燃了人们对认识信贷供给条件对经济增长重要性的兴趣。鉴于一些国家仍在处理银行部门残留的脆弱性，这个问题在今天仍然有重要意义。具体而言，欧元区非金融企业获得的银行贷款持续萎缩，令人担心贷款条件收紧可能仍在阻碍着经济增长。本专栏对经历了严重银行业危机的美国、欧元区四个最大的经济体（法国、德国、意大利和西班牙）以及爱尔兰自2008年初以来信贷供给冲击在制约经济增长中的重要性进行了实证评估。研究结果显示，德国和美国几乎完全扭转了危机期间所经历的信贷供给紧缩。相形之下，法国、爱尔兰、意大利和西班牙旨在恢复信贷供给的进一步政策行动也许能提高GDP两个百分点或以上。

确定信贷供给冲击并不简单，因为通常用来监测信贷条件的变量如信贷增长和贷款利率既反映需求因素也反映供给因素。本专栏用银行贷款标准衡量指标（即反映银行审批贷款所用的贷款条件和标准的衡量指标）将信贷供给条件分离出来。¹

然而，即使是这些衡量标准也不能被视为信贷供给冲击的纯粹标准，因为银行调整贷款标准的原因很多，不仅仅反映自身的风险态度、监管规定或者其资产负债表所受的外生冲击的变化，也可能是因为信贷需求和借款人信用出现变化。例如，当进行中的或者刚开始的经济衰退减少了信贷需求并损害了借款人的还款能力，则银行可能会收紧贷款标准。

为了解决这个辨识问题，从2003年第一季度至2013年第三季度，每季度进行参数精简的向量自回归（VAR）估计。向量自回归包括实际GDP增长、下季度预计GDP增长，以及银行对企业贷款标准的变化。通过在向量自回归中加入立即导致贷款标准变化但不会同时对当前或预期GDP增长产生影响的冲击来分离出信贷供给冲击。在同一季度中导致贷款标准变化以及实际或预期GDP增长的冲击不被解释为信贷供给冲击。它们是国内和非国内冲击的混合，通过影响当前和预期产出，其可能也会导致贷款标准的变化。例如，经济衰退初显征兆导致了预期GDP增长下调以及贷款标准收紧，这种情况并不被认为是信贷冲击。

对于上述辨识策略可能存在的局限性主要有三个担忧。一方面，辨识过程的限定条件可能非常

保守。信贷供给冲击（特别是如果是季度开始出现）可能已经对同一个季度的GDP产生过一些影响，或者至少会对下个季度的GDP预期产生影响。忽略这个可能性会导致估计出现下行偏差；因此，估计框架对信贷供给冲击对GDP增长的影响进行的估计可能偏于保守。另一方面，当前和预期GDP增长可能无法完全捕捉银行对借款人信用的看法。在这种情况下，估计框架有高估信贷供给冲击作用的风险。最后，估计结果可能会受到变量遗漏偏误的影响，一方面可能因为贷款标准的时间序列有限（仅2003年以后适用），因而无法进行较大规模的向量自回归，另一方面也可能因为全球金融危机之后信贷活动联系网络遭到破坏。

图1.1.1显示了造成贷款标准收紧10个百分点的信贷供给冲击对实际GDP的累积影响。这与图1.1.2所示的雷曼兄弟破产时所受的跨国平均冲击相类似。对所有国家GDP的估计影响为负，且具有统计显著性。在法国、意大利和美国，冲击导致GDP累积共收缩约1%。信贷供应冲击对德国GDP的影响似乎要更大些（1.8%），对西班牙和爱尔兰的影响尤其大（分别为2.2%和4.0%），这几个经济体里的非金融企业更多地依赖于银行信贷。然而，置信区间显示，这些跨国差异一般不具有统计显著性。

图1.1.1还显示，信贷供给冲击对法国、德国和意大利的影响更为迅速，在6个季度内达到最大的GDP收缩幅度。美国所受影响较为延后，爱尔兰和西班牙更慢，信贷供给冲击对GDP的不利影响持续16个季度。有意思的是，在所有国家，信贷供给冲击会对GDP产生永久性影响，这表明银行部门的尚未解决的问题可能会对产出造成持久影响。

在评估2008年以来信贷供给冲击在降低增长方面的重要性方面，不仅应考虑某个给定冲击如何影响GDP，也应当考虑冲击的规模和频率。图1.1.2绘制了向量自回归所确定的信贷供给冲击；正值表示信贷条件收紧。该图显示国家之间差异显著，这大致符合关于危机性质的一般传闻性证据。在法国、德国和美国，最大幅度的信贷供给紧缩发生在2008年下半年雷曼兄弟破产时。自那时起，信贷条件保持相对稳定，特别是在德国（图1.1.2，子图1）。与此相反，爱尔兰、意大利和西班牙在危机后期遭受了最大的冲击。在爱尔兰，信贷供给在2009年底急剧收缩，并在救助希腊期间经受了严重的负面冲击。意大利在2011年底遭受了大规模信贷供给收缩，当时的主权债收益率达到顶峰。

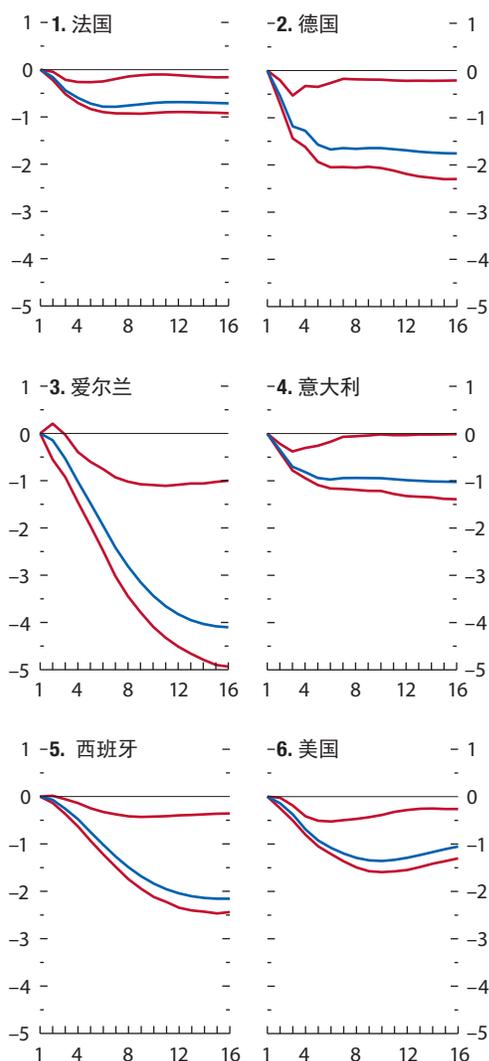
本专栏作者为Andrea Pescatori和Damiano Sandri。

¹贷款标准被用在对美国（Lown和Morgan，2006年；Bassett等人，即将发表）和欧元区（de Bondt等人，2010年）的类似分析。

专栏 1.1（续）

图 1.1.1. 贷款标准收紧10个百分点引起的GDP累计变化

(GDP的百分比; 点估计和2个标准差自展置信区间; x轴是季度)



来源：基金组织工作人员的计算。

结合信贷供给冲击的规模和频率（图1.1.2）与这些冲击对GDP的影响（图1.1.1），我们可得出某个时期内信贷供应冲击对GDP的影响。图1.1.3显示了2008年第一季度这些冲击相对于GDP的累积影响。²置信区间证明，信贷供给紧缩对GDP具有统计显著的负面影响，但是同时也突出表明，影响的精确性存在巨大的不确定。当分析点估计时，结果显示，在法国、德国和美国，截至2009年初，信贷供给冲击造成的GDP收缩十分相似，约为3%（图1.1.3，子图1、2和6）。信贷供给冲击的负面影响后来有所缓和，特别是在德国和美国。这种改善在法国较弱。截至2013年第三季度，信贷供给冲击总共的累积影响使法国、德国和美国的GDP相对于2008年初分别减少2.2%、0.9%和0.4%。

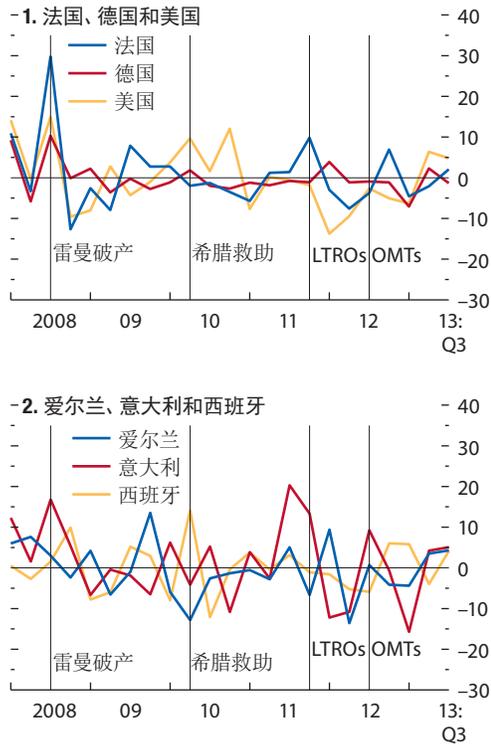
根据我们的估计，信贷供给冲击对爱尔兰和西班牙GDP的影响要强得多，对意大利GDP的影响也不小，其差异与具体国家的危机性质相一致（图1.1.3，子图3、4和5）。面对严重的银行业危机，爱尔兰因信贷供给紧缩而受到最大影响。根据点估计，所受影响是巨大的，截至2010年中期，GDP共减少约10%，其GDP损失从2010年底开始扭转。³虽然得出了这些研究结果，但我们对置信区间宽度持审慎保留意见。这表明，向量自回归可能未能捕捉到其他可能影响爱尔兰信贷和GDP增长关系的重要因素。例如，Laeven（2012年）运用微观数据，在考虑到危机期间所发生的从非贸易生产到贸易生产的结构性转变之后，发现信贷需求因素起到了更大的作用。

2008年，意大利的信贷供给收缩幅度小于法国和德国，这与意大利较少暴露于美国资产的事实是符合的，到2011年中之前还曾短暂恢复。然而，信贷条件在2011年底严重恶化，当时的意大利主权债收益率急剧增加，导致GDP收缩约2%。信贷条件随后企稳，2013年中出现更强劲的复苏。在西班牙，自2008年初至2012年第一季度，信贷供给条件持续对GDP造成负面影响。随后有所稳定，这可能是得益于三年期长期再融资操作、直接货币交易以及欧洲稳定机制支持的旨在对银行业进行资本重组的规划。总体而言，供给冲击使爱尔兰、意大利和西班牙的GDP分别减少

²在没有任何冲击（包括非金融冲击）的情况下，GDP将按照各国不同的预期趋势增长。

³这种影响接近于爱尔兰在2008-2010年间实际经历的GDP减少。然而，这不应当理解成爱尔兰的严重经济衰退完全由信贷供给紧缩所致。原因有两个。首先，解释危机不仅需要考虑到GDP降低，也应考虑到趋势增长的下降。其次，可能有其他的重要衰退因素，这些因素可能会被其他正面冲击所抵消，但向量自回归过程难以拆解它们。

专栏 1.1（续）

图 1.1.2. 信贷供给冲击
(贷款标准的百分点变化)

来源：基金组织工作人员的计算。
注：LTROs=长期再融资操作；OMTs=直接货币交易。

3.9%、2.5%和4.7%。如前所述，这些估计值的置信区间具显著性。

图 1.1.3 所示的信贷供给冲击在历史上的影响也可揭示旨在增强银行部门的政策（如增加银行资本的措施或推动欧元区银行业联盟的进一步进展）的影响。事实上，信贷供给冲击的累积影响也可解释为金融部门在消除自 2008 年初以来所经历的负面信贷供给冲击方面的政策收益。德国和美国基本上已经扭转了信贷供给冲击带来的负面影响，但是，法国、爱尔兰、意大利和西班牙仍继续经受损失。在这些国家，将信贷供给恢复至危机前水平可使其 GDP 相对于 2008 年第一季度分别增长 2.2%、2.5%、3.9% 和 4.7%。这里有一个保留意见，即，从金融稳定角度来看，将信贷供给恢复至 2008 年的水平可能并不可取，因为危机前的信贷状况可能反映了银行部门过度杠杆化和草率的冒险。

图 1.1.3. 信贷供给冲击对 GDP 的影响
(相对于 2008 年第一季度 GDP 的累计影响; 点估计和 2 个标准差自展置信区间)

来源：基金组织工作人员的计算。

专栏 1.2. 中国的（商品）消费模式正在转变？

中国经济经过三十年的年均约10%的快速增长之后，近期的增速放缓引起不少关切。其中一个关切是中国增速放缓对全球商品市场的影响：中国需求再平衡可能会导致商品消费和价格下降，从而对商品出口国造成负面溢出效应（图1.2.1）。本专栏深入研究了中国的商品消费及其与需求再平衡的关系。分析发现，在目前的人均收入水平下，中国的商品消费尚未抵达顶点。此外，中国的商品消费模式与历史上其他快速增长的亚洲经济体的路径非常吻合。¹然而，最近中国商品消费构成的转变与正在出现的需求再平衡相一致，即私人耐用品消费开始增加，而基础设施投资则有所放缓。全球（及中国）的商品消费一直在不断上升，预计将这个趋势将继续下去，但是低档商品消费增速较慢，而高档商品消费则在加快，这意味着对商品特别是高价值商品出口国存在正面溢出效应。

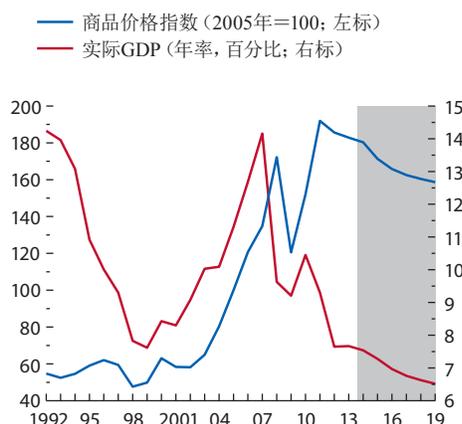
全球商品需求增长有所放缓，但中国的商品消费仍然在上升。自全球金融危机以来，相对于本世纪头十年中期的急速增加，全球商品消费的增长速度似乎正在放缓，但食品除外（图1.2.2）。这种放缓伴随着全球商品消费构成的转变。具体而言，在主要能源方面，天然气消费的增长率快于其他燃料。最基本的主食如大米则正在让位于蛋白质（食用油、肉类和大豆数据的总和；不包括海产品和乳制品，因为数据不完整），而贱金属消费则普遍从低档金属（铜和铁矿石）转向高档金属（铝和锌）。在中国，商品消费的增长速度也有所放缓，但仍然强劲。从商品类别看，中国的人均能源、金属和食品消费似乎大致符合其他快速增长的亚洲经济体（即日本、韩国和中国台湾省）几十年前的模式。有些特质是显而易见的：最显著的是中国的人均煤和高蛋白食物的消费量相当高。然而，最近在全球层面的商品类别构成变化在中国也很明显。具体而言，大米已让位于高质量食物（食用油和大豆；肉类也显著增加，但幅度小于前两者）；铜和铁矿石最近已让位于铝、锡和锌；煤炭消费已经更多转变为更清洁的初级能源燃料。中国（和其他新兴市场）对燃煤的需求在2013年和2014年初有所缓和，与国际能源署的基线预测（2013年）相一致。

商品消费和收入的关系有助于判断中国未来商品消费的前景。人均商品消费与人均收入及其他

本专栏的作者是Samya Beidas-Strom, Angela Espiritu、Marina Rousset和Li Tang提供支持。关于本专栏概述的方法和结果的详细内容，见Beidas-Strom（即将发表）

¹如Guo和N' Diaye（2010年）以及Dollar（2013年）中指出的，这些基准是日本、韩国和中国台湾省。

图 1.2.1. 中国：实际GDP增长和商品价格



来源：基金组织初级商品价格系统；基金组织工作人员的估计。

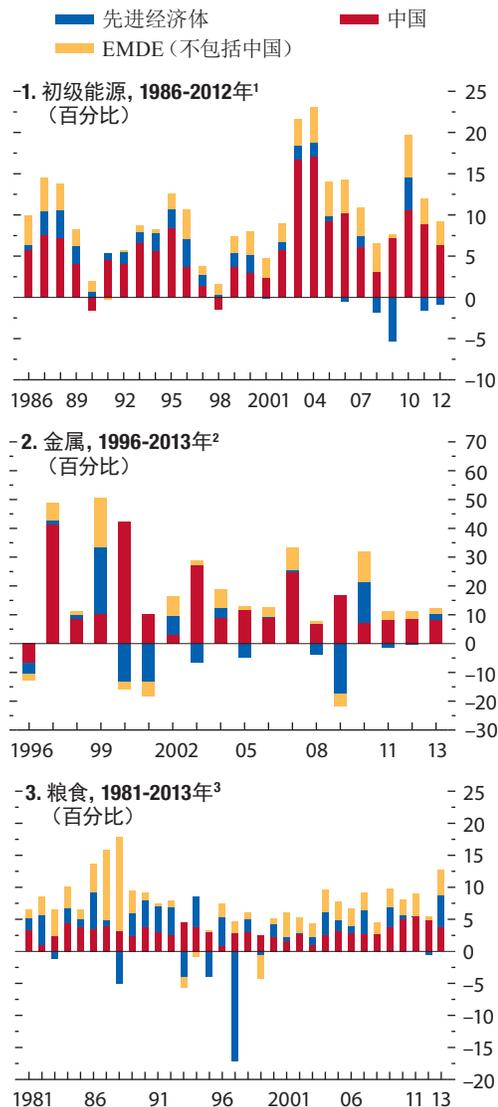
因素之间的预测关系是基于对1980-2013年期间41个经济体的国家固定效应的多国面板回归分析。这些经济体中有26个先进经济体：澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、捷克共和国、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、冰岛、爱尔兰、以色列、意大利、日本、韩国、卢森堡、荷兰、新西兰、挪威、斯洛伐克共和国、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、英国、美国；15个新兴或发展中经济体：智利、中国、克罗地亚、匈牙利、印度、伊拉克、墨西哥、马来西亚、巴基斯坦、波兰、俄罗斯、南非、中国台湾省、阿拉伯联合酋长国、越南。对于初级能源，此前预测的与人均收入的非线性关系（2011年4月期《世界经济展望》）仍然成立。估计的回归为：

$$e_{it} = \alpha_i + P(y_{it}) + u_{it} \quad (1.2.1)$$

其中*i*表示国家、*t*表示年份、*e*设为人均初级能源，*y*设为实际人均GDP，*P*(*y*)是一个三阶多项式，*a_i*捕捉的是固定效应。具体而言，按中国目前的收入水平计算，能源消费的收入弹性接近于1（与其他快速增长的亚洲经济体历史上的情况一样）。相比之下，先进经济体在不怎么增加能源消费的情况下就可以维持GDP的增长（图1.2.3，

专栏 1.2 (续)

图 1.2.2. 全球商品消费增长率



来源：英国石油公司统计年鉴；国际能源机构；美国农业部；美国能源信息署；世界金属统计局；世界钢铁协会；基金组织工作人员的计算。

注：EMDE=新兴市场和发展中经济体。

¹ 煤、燃气和石油。

² 铝、镉、铁矿石、铜、铅、镍、锡和锌。

³ 大麦、牛肉、玉米、奶、棕榈油、花生油、猪肉、家禽肉、菜籽油、大米、豆油、大豆、葵花籽油和小麦。

子图1)。较高收入经济体的这一关系是平坦的，美国除外，其消费随着人均收入的增加而增加。对贱金属的分析有所不同。对平均金属消费及其组成部分的估计回归与能源的估计回归相同，但增加了一些参数：投资在GDP中的比重、耐用品在私人消费中的比重，²以及这两者的增长率。具体而言，在收入趋同早期阶段，与人均收入的非线性关系能很好地预测金属消费，³中国（及其亚洲比较者）的收入弹性大于1。但与能源消费不同，预测的金属消费曲线在较早的收入门槛时就达到了拐点，先是在人均8 000美元的门槛值时下降，然后在人均18 000美元时达到稳定水平，此后逐渐下降（图1.2.3子图2）。此外，预计消费将按照投资与GDP比率的增速而增加（这一点也与初级能源不同）。

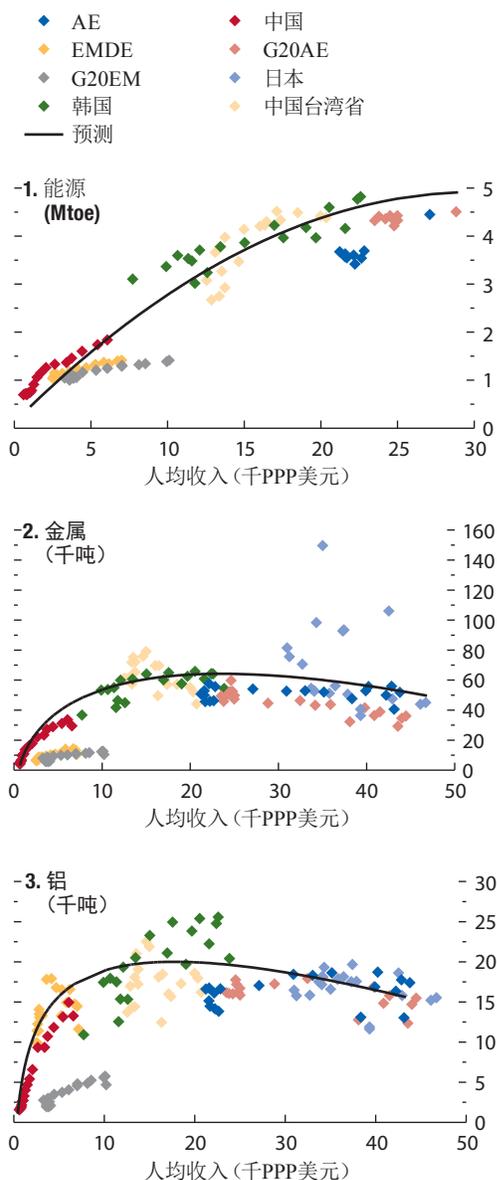
由于中国的投资增速似乎在放缓，而消费则开始增加，可能有必要对贱金属消费作进一步分解，以评估哪些金属对最近的这些投资和消费发展情况较为敏感。对于一些高档金属，如铝和锌，我们发现的关系是，耐用品消费在私人消费中的比重以及其消费增长速度都显著增加，消费弹性明显大于1（且大于平均金属的消费弹性）。因此，为人均收入低于20 000美元时，预计高档金属人均消费增速更快（相对于平均金属的增长率和稳定水平）。然而，这之后以更快的速度下降（相对于平均金属）（图1.2.3，子图3）。这个结果表明，今后投资、耐用品和更广泛而言的GDP增长将伴随较高的对这些金属的消费（且增速会加快），这一点对于生产高档耐用品所用的一些贵金属如钯也适用，至少会持续至中国的人均收入达到目前的两倍。低档金属的情况有所不同，随着投资与GDP的增长，不久后，对这些金属的消费增长率就将保持在较低水平，意味着未来需求增长将放缓。估计结果证实，铜和铁矿石的消费量将继续攀升，但是随着收入的增加，其增速也会放缓，这与较早时候的亚洲基准经济体的经历类似。如果人均收入在15000美元或以上，则铜和铁矿石的消费量预计将比铝的消费量下降更快。在贱金属当中，只有铜期货是现货升水。然而，这个分析对于全球商品需求有何更广泛的启示，以及与中国需求的再平衡有何联系？

²新兴市场的私人消费（耐用品、非耐用品和服务）的数据获取是把CEIC经济数据、经济分析局、《经济学家》信息社、欧睿国际、全球透视组织和世界银行的《世界发展指标》住户调查的完整数据集经过接合得出。在“水平”方面可能存在衡量误差，但这里要关注的是“增长”效应。因此，针对耐用品、非耐用品和服务的比重，对私人消费进行了重构。

³此后，当人均收入是唯一决定因素时，预测曲线快速下降至零。

专栏 1.2 (续)

图 1.2.3. 实际和预测的人均商品消费



来源：基金组织工作人员的计算。
 注：AE=先进经济体；EMDE=新兴市场和发展中经济体；G20AE=20国集团中的先进经济体；G20EM=20国集团中的新兴市场经济体；Mtoe=百万吨油当量；PPP=购买力平价。

预计的人均金属消费量的路径与中国基础设施投资放缓和耐用品消费加快相一致。相对于其他新兴市场经济体，中国的人均商品消费量确实较高，且还在上升。然而，鉴于其增长模式大致沿袭了韩国和中国台湾省在20世纪70年代和80年代以及日本在几十年前的模式，在收入趋同早期出现这一情况很正常。这些基准经济体依赖于由出口、要素积累、低私人消费和高投资为主导的增长模式（图1.2.4，子图1和2）。中国与这些基准经济体之间的差异——见基金组织（2011年、2013年a）；Hubbard、Hurley和Sharma（2012年）；以及Dollar（2013年）——主要是与中国特有的社会和体制因素有关的更高的投资与GDP比率和更低的住户消费与GDP比率。基准经济体的私人消费在最初也下降，但后来随着收入的趋同而增长，其基础设施投资也随之放缓。中国的高投资（Ahuja和Nabar，2012年；Roache，2012年）似乎正在趋于平缓。这在基础设施增长速度方面尤为显著，因为有些省份接近工业化和基础设施建设的临界值（麦肯锡公司，2013年）。⁴因此，基础设施的金属消耗放缓似乎很自然。与此同时，私人耐用品消费在较长的延迟之后正在迎头赶上（图1.2.4，子图3），这可能与观察到的铝和其他高档金属消费增速加快有关（德意志银行，2013年；高盛，2013年a）。⁵

将继续推进需求再平衡。回归结果表明，GDP的增长速度和投资与GDP比率在收入趋同的早期（在人均10 000美元的门槛之前）推动私人消费，那时的低档商品消费很多。⁶此后，Eichengreen、Park和Shin（2013年）指出，（较高的）收入水平和其他社会和体制因素在很大程度上推动了耐用品消费（和服务）的比重，消费需求转向了高档商品。对国内需求构成的决定因素的这种预测似乎与中国商品构成和消费模式的转变相一致：自2012年以来朝着高档商品转变以及2013年期间对低档商品需求减缓和基础设施投资放

⁴在2013年下半年观察到实际固定资产投资总额有所放缓，在当年第四季度增长速度显著放缓，因为投资转向了非贸易房地产、建筑和基础设施部门。

⁵业内分析（高盛，2013年b）证实了这一结论：对高档的金属密集耐用品（例如汽车和洗碗机）和高端非耐用品（高蛋白食品）和服务（旅游和保险）的需求正在上升。

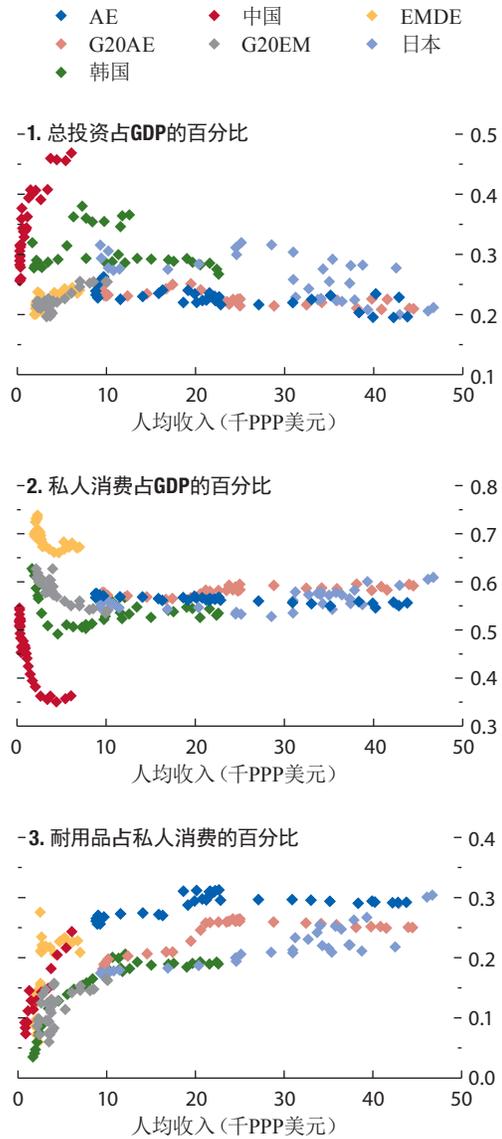
⁶相同的时期和经济体面板；基于两个独立的固定效应和稳健的标准误差的广义最小二乘回归：一个是对私人消费与GDP比率的决定性因素，另一个是对耐用品占消费的比重。以下国内因素被发现具有统计显著性：金融抑制或自由化、对国有企业的信贷、现款支付的医疗和教育私人支出（Barnett和Brooks，2010年），以及人口统计数据。有趣的是，并未发现国外融资条件和住户财富（例如，房屋价格）具有统计显著性。

专栏 1.2（续）

缓，表明正在出现新的需求再平衡。实施十八届三中全会提出的改革设想，特别是取消要素补贴和信贷管制，会提高私人劳动收入并促进进一步的再平衡。

如果商品消费遵循预测的关系，将对低档和高档商品的出口国带来正面的溢出效应。再平衡并不表明中国的商品消费水平将开始下降，这至少在中国的人均收入为目前的两倍时才会发生。相反，（全球和中国的）商品消费预计还将增加，并继续逐步转向高档食品和金属以及更清洁的初级能源燃料。然而，对于基础和低档商品（如大米、铜、铁矿石和后来的煤）的出口国，中国的需求增长将有所放慢，因为它正向其他商品消费转移，并对其他类型商品的出口国带来正面溢出效应。

图 1.2.4. 支出特点



来源：基金组织工作人员的计算。

注：AE=先进经济体；EMDE=新兴市场和发展中经济体；G20AE=20国集团中的先进经济体；G20EM=20国集团中的新兴市场经济体；PPP=购买力平价。

专栏1.3. 在通胀低于目标水平时稳定通胀预期

世界上最大的先进经济体的金融状况是否会突然收紧？提出这个问题的原因是欧元区、日本和美国的基本通货膨胀一直低于预期。在日本，通胀低于目标水平的持续时间最长，通缩已经根深蒂固。与此同时，在欧元区和美国，通胀低于目标水平已经拉低了短期通胀预期。如果这导致较长长期通胀预期的下调，则可能会产生严重影响。中央银行可能会发现很难放松货币条件，因为名义利率实际上已经为零。在这种情况下，（基于长期通胀预期的）实际利率将上升，从而使金融条件收紧，并威胁到仍然疲弱的经济复苏。

本专栏考虑了中央银行可以用来防止长期预期出现不稳定变化的办法。它分析了三个经验丰富的通货膨胀目标制国家（加拿大、捷克共和国和挪威）和三个最大的采用数值通货膨胀目标的先进经济体（欧元区、日本和美国）的经验，以期得出任何可被借鉴的经验。¹在继续之前，有必要重申，将通胀预期保持在正的水平并不足以排除利率过低的风险：如日本的情况，通胀预期多年来保持为正，即使在经济陷入通缩时也是如此（图1.3.1）。

通货膨胀表现和短期预期

低通胀已开始对短期通胀预期构成下行压力。共识经济学公司对专业预测机构的问卷调查发现了这一问题：2014-2015年的通胀预期低于上述六个经济体的目标（表1.3.1）。²通胀预期虽然随着时间的推移而上升，但是即使到2016年，预计欧元区、日本和挪威的通胀预期仍将低于目标。

政策框架和长期预期

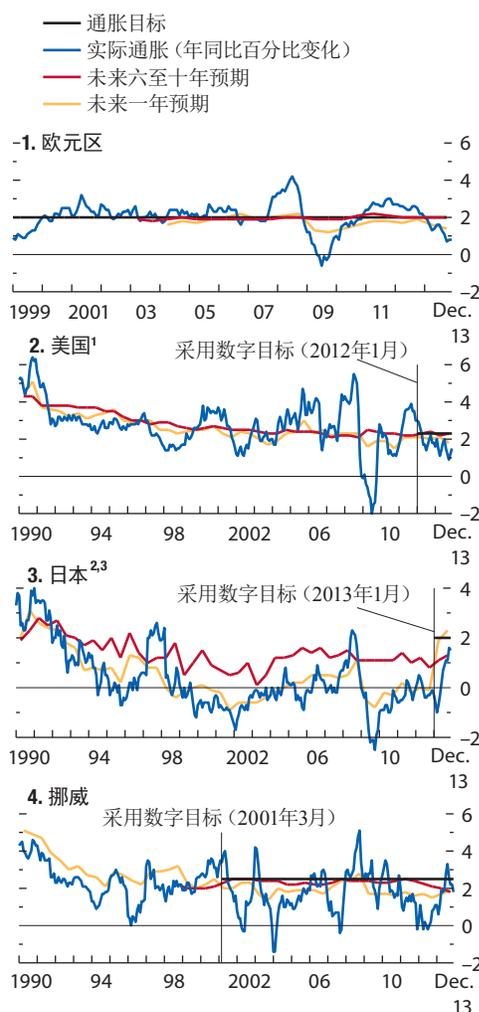
短期预期的这些降低会对长期预期带来什么风险？有证据表明，答案取决于政策框架。图1.3.1提供了欧元区、日本、挪威和美国长期（未来6到10年）通胀预期的估计。在日本和美国采取数值通胀目标之前的时期，长期预期倾向于随短期预期和实际通胀而移动（美国主要是因为仍在执行反通胀政策，以符合长期通胀目标）。相比之下，加拿大较早地确定了其恒定的2%的通胀预

本专栏的作者是Ali Alichì、Joshua Felman、Emilio Fernandez Corugedo、Douglas Laxton和Jean-Marc Natal。

¹加拿大和挪威的例子有助于说明如何权衡处理那些相抵触的目标；捷克共和国的例子则是为了强调备选工具的重要性，以便在政策利率为零时提升通胀预期。

²共识经济学公司对本年度（2014年）和下一年（2015年）的预期消费者物价通胀进行了月度调查，并开展了长期预期通胀的半年期调查（4月和10月）。日本2014年的通胀预期反映了四月份增值税增加的重要短暂影响。如排除增值税影响，则基本通胀衡量标准将远低于2%的目标。

图 1.3.1. 欧元区、美国、日本和挪威的通胀预期



来源：Consensus Economics；基金组织工作人员的计算。

¹我们估计，隐含的消费者价格指数（CPI）通胀目标高于美联储的2%的官方个人消费支出（PCE）通胀目标0.3个百分点左右。这是基于费城联储专业预测调查中的长期CPI和PCE通胀预测的差异。

²数字通胀目标是在2012年12月宣布的；具体实施是在2013年1月。

³2013年10月，日本政府宣布，2014年4月起，增值税税率将提高3个百分点。这导致短期通胀预期迅速上升。

专栏 1.3（续）

表 1.3.1. 消费者价格指数通胀共识预期¹
(百分比)

	2014	2015	2016	通胀目标	公布与政策一致的利率路径?
欧元区	1.1 (-0.3)	1.4 (-0.2)	1.8	2.0 ²	否
西班牙	0.7 (-0.6)	1.3 (-0.3)	1.7	...	...
意大利	1.1 (-0.5)	1.3 (-0.4)	1.6	...	...
法国	1.2 (-0.3)	1.4 (-0.2)	1.7	...	...
德国	1.6 (-0.3)	2.0 (-0.1)	2.1	...	...
日本	2.3 (0.0)	1.6 (+0.3)	1.4	2.0	否
美国	1.6 (-0.2)	1.9 (-0.2)	2.3	2.3 ³	是 ⁴
加拿大	1.5 (-0.3)	1.9 (-0.1)	2.0	2.0	否，仅用文字表述
瑞典	0.9 (-0.4)	2.0 (-0.1)	2.2	2.0	是
挪威	2.0 (+0.1)	2.1 (0.0)	2.0	2.5	是
捷克共和国	1.3 (-0.3)	2.2 (+0.4)	2.0	2.0	是
新西兰	2.0 (0.0)	2.3 (-0.1)	2.4	1.0-3.0	是
英国	2.3 (-0.2)	2.3 (-0.3)	2.8	2.0	否

来源：英格兰银行（2012年）；Consensus Economics；各国中央银行网站；基金组织工作人员的数据编制。

¹ 2014-2015年数据来自Consensus Economics调查（括号中的数字是相对于与2013年10月基准调查的偏离）。2016年的数据来自2013年10月基准Consensus Economics调查。

² 欧洲中央银行官方目标是“低于但接近2.0%”。

³ 基金组织工作人员估计隐含的消费者价格指数（CPI）通胀目标高于美联储的2%的官方个人消费支出（PCE）通胀目标0.3个百分点左右。这是基于费城联储专业预测调查中的长期CPI和PCE通胀预测的差异。

⁴ 美国的利率路径来自联邦公开市场委员会会议的与会者。

期，而长期通胀目标则牢固地稳定在目标水平，即使短期内稍有波动（见表1.3.1）。³

这并非偶然。一旦中央银行采取了数值目标，它们会投入大量资源，以确保长期通胀预期非常稳固。它们会使用其通胀预测来指导货币政策行动，评估可引导通胀回归目标的内生政策利率路径。大多数银行会公布其预测信息，以向公众提供前瞻性指导。⁴ 因此，它们能确保其货币政策行动与逐渐使通胀回归其目标的职责保持一致，并且能确保公众认可这种一致性。

全球金融危机以来的政策

在全球金融危机刚刚结束时，最大的几个先进经济体面临着两难抉择。它们需要在短期内提供大规模经济刺激，以支持实体经济，同时保持长期通胀预期稳定。它们还意识到，实现这些目标需要一个更加透明的专注于长期预期的货币政策框架，即使短期内通胀会有波动。⁵ 因此，美联储和日本央行在2012年采取了数值通胀目标。

³ 同样，Capistran和Ramos-Francia（2010年）发现，通胀目标制国家的短期和中期通胀预期中的离差较低。

⁴ 捷克国家银行和挪威央行公布了与通货膨胀回归到目标相一致的政策利率路径，而加拿大央行则只是在其基准预测中表达了政策设想。捷克国家银行和挪威央行明确表示，预测是决策的重要参考，但不是唯一参考。

⁵ 根据全球金融危机前的数据，Levin、Natalucci和Piger（2004年）的研究和2005年9月期《世界经济展望》

然而，在危机后稳定长期预期的任务已被证明很难。加拿大、捷克共和国和挪威是较早采取通胀目标值的国家，根据通胀目标传导货币政策的历史相对悠久。⁶ 然而挪威的长期通胀预期实际上在下滑。

为什么会这样？在某种程度上，这是因为挪威央行需要在其通胀和金融稳定目标之间取得平衡。一段时间以来，挪威央行一直担心信贷（特别是对住户的信贷）增长过快会导致金融失衡积聚。因此，它使政策利率高于，并且未来将继续高于，使通胀回到目标所需的水平。结果，长期通胀预期降至目标之下。

加拿大央行也担心住户债务不断增加，这可能也是通胀预计只能在2016年前回到目标的原因。然而长期预期仍然较为稳定。为什么有这个差别呢？一种解释可能是长期以来加拿大央行控制通胀的良好记录。加拿大央行也是最先制定通胀目标的央行之一，比挪威央行实施通胀目标框架早十年。因此，它建立起了相当的可信度。

同时，捷克共和国的经验说明，当政策利率达到零时，如果手头还有额外可用的工具，将会有很大优势。由于捷克共和国是一个小型开放经

专栏4.2显示，通胀目标制国家的长期通胀预期比非通胀目标制国家的长期通胀预期要稳定。

⁶ 1991年，加拿大成为第一个实行通胀目标制的七国集团国家，到现在拥有20年的通胀目标制经验。捷克共和国和挪威分别于1997年和2001年实行了通胀目标制。

专栏 1.3（续）

济体，汇率是影响价格的有力工具，并且，鉴于捷克克朗的汇率被高估，外汇干预被认为是合适的。⁷ 因此，银行进行了干预，同时伴随有力的宣传，从而提升了短期的通胀预期，同时保持长期通胀预期在目标水平。

结论

我们可以从这些经验中得出什么结论？一个主要的教训是，由数值通胀目标（如通胀目标）支持的货币政策框架可有助于防止短期通胀预期下降变成长期预期下降。

然而，货币政策框架的助益仅此而已。第二个教训是，执行也很关键，当央行面对互相冲突的目标时，执行过程很困难。一项策略可能是使用宏观审慎工具来实现金融稳定目标。当这些工具

需要通过更紧缩的货币政策来加强时，中央银行将需要解释这将如何在长期内稳定经济，从而最终帮助实现通胀目标。

第三个重要教训是，中央银行需要适当的工具。鉴于许多国家的利率接近于零，这个问题尤其关键。在少数情况下，外汇干预是合适的，如在捷克共和国；广泛使用这个工具会造成大规模溢出效应，损害国际体系。其他非常规货币政策便应运而生。尽管这些措施在长期看来会造成一些代价，但自全球金融危机以来它们也帮助避免了另一场大萧条。

再次，为利用这些工具，中央银行将需要独立操作，这是过去二十年里控制通胀的一个重要支柱。这一领域最近的进展不尽如意。特殊干预措施（包括购买各种私人 and 公共部门资产）的规模不应受政治因素所限。

最后，为了稳定预期，中央银行必须说到做到。

⁷关于捷克共和国汇率水平的分析，见2013年4月期《世界经济展望》专栏3.1。

专栏 1.4. 新兴市场的汇率机制和面对的危机脆弱性

汇率机制的选择是新兴市场面临的一个长期问题。传统的观点，特别是在20世纪90年代末新兴市场危机之后，开了一个两极化的处方：各国应当选择浮动汇率机制（处方中“软性”的一极）或者“硬性”的钉住汇率机制（货币联盟、美元化或货币局制度）。其中的想法是，中间汇率机制（常规钉住、横向浮动、爬行安排和有管理的浮动）使国家更容易受危机影响。然而，一些欧洲新兴市场经济体和一些欧元区经济体在最近的全球金融危机期间的经历表明，硬钉住可能使国家更容易出现增长下滑和痛苦的经常账户逆转，在这种情况下，该处方硬性的一极的安全性可能不太可靠。

该处方的软性一极也有点模糊不清。一个经常被忽视的问题是，什么是“软”浮动，即浮动和那些风险最大的中间汇率机制的界限在哪里。尽管市场动荡或极端事件期间的偶尔干预并不会将浮动机制转为中间机制，但是仍然存在对汇率管制多少算太多的问题。

汇率机制演变

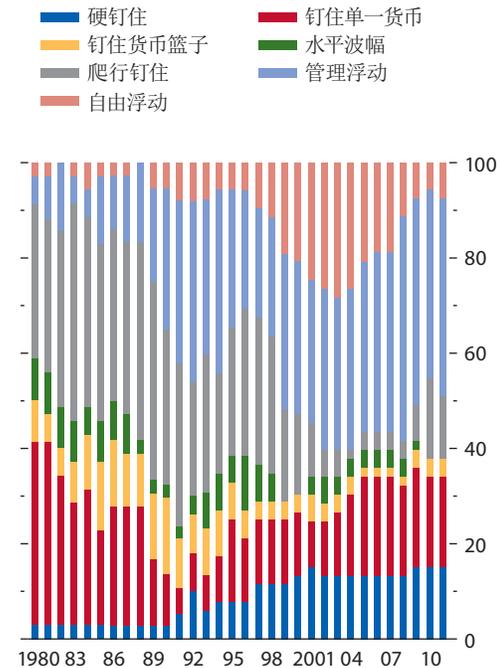
鉴于越来越多的新兴市场的央行从自由浮动汇率机制转到事实上有管理的浮动汇率机制——通常定义为：央行通过其政策影响汇率变动但没有（至少明显地）要求汇率定格在特定平价的这样一种机制¹——这些问题显然对政策有重大意义。事实上，根据基金组织对事实汇率机制的分类，20世纪90年代末亚洲金融危机结束后开始的“打倒中间路线”的趋势（即各国放弃中间汇率机制，大多数转而采用自由浮动汇率机制）在2004年前后被逆转（图1.4.1）。自那时起，新兴市场经济体采用中间机制的比例有所增加（其中有管理的浮动机制是最重要的一类）。

为什么新兴市场会加大对汇率的管理？在全球金融危机爆发前，这个趋势可能是由于流入新兴市场经济体的资本激增所致，因为资本流入激增令人担心出口竞争力，从而努力限制货币升值。然而，在危机期间，由于这些经济体的资本流入急剧减少（在一些情况下，甚至出现资本外流），干预的目的则是为了支持本国货币。之后，流入

本专栏的作者是Mahvash Qureshi，以Ghosh、Ostry和Qureshi（2014年）的研究结果为基础。

¹它的对立面是自由的（或独立的）浮动制度（汇率在很大程度上由市场决定）。不同的事实汇率机制分类一般采用不同的认定标准。例如，基金组织的事实分类结合了实际汇率波动信息和央行干预政策以及基于基金组织国别工作组分析的定性判断；Reinhart和Rogoff（2004年）的分类考虑到汇率波动性和平行市场汇率的存在；Levy-Yeyati和Sturzenegger（2005年）考虑到名义汇率波动性和国际储备的波动性。

图 1.4.1. 1980-2011年新兴市场汇率制度的分布情况（百分比）



来源：基金组织工作人员的计算。

注：基于基金组织《汇兑安排与汇兑限制年报》的基金组织事实汇率制度分类情况。硬钉住包括美元化、货币联盟和货币局。

新兴市场的资本的高低起伏令人时而担心货币升值，时而又担心货币贬值，但两种情况下，这些经济体都担心汇率波动性，因而希望对汇率进行管理。

汇率机制、脆弱性和面对危机时的脆弱性

对50个新兴市场经济体在1980-2011年期间不同的汇率机制下的脆弱性和危机风险的实证分析表明，宏观经济和金融脆弱性（如货币估值过高、外部调整延迟、信贷急速扩张、过度对外举债，以及以外汇计价的本土贷款过多）在不太灵活的汇率机制（包括硬钉住）下一般明显大于有管理的和自由浮动的汇率机制下的这些脆弱性。虽然

专栏 1.4（续）

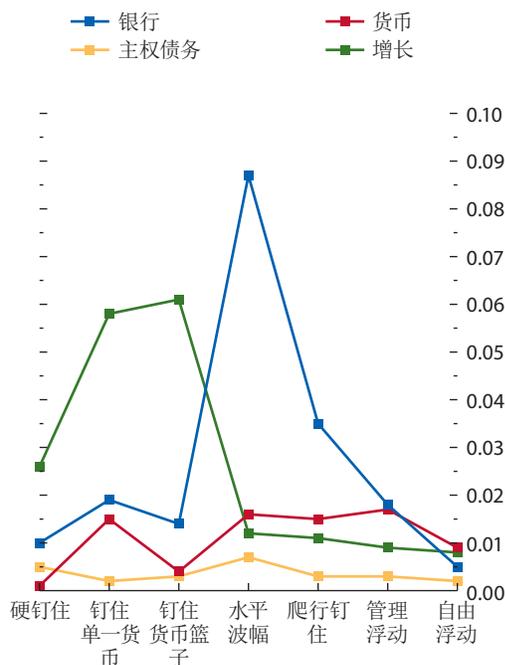
硬钉住不是特别容易受到银行或货币危机影响，但它比浮动汇率机制更容易导致增长大幅下滑。

总体而言，中间汇率机制是最容易受到危机影响的一个类别，但是有管理的浮动汇率机制的运作方式更像是纯粹的浮动机制，风险明显更小，危机也明显更少（图1.4.2）。信贷过度增长、实际汇率高估、银行的对外负债和大规模经常账户逆差，以及其他一些因素，其所造成银行业和货币危机的可能性显著更高，而较高的外汇储备则会降低危机的可能性。较高的外债也会显著增加银行业和主权债务危机的概率，但是当银行的对外负债和财政差额包含在模型中时，这种关联性即被削弱。

在哪里划清界线

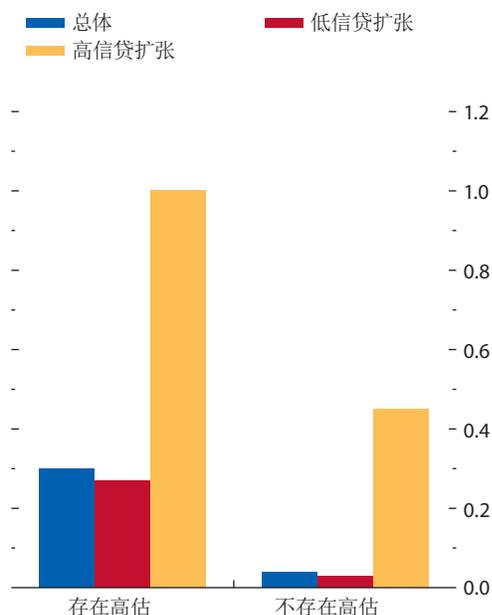
不太灵活的汇率机制更容易出现各种危机，但是，如何区分“安全”的有管理浮动机制和“有

图 1.4.2. 1980-2011年新兴市场预测危机概率



来源：基金组织工作人员的计算。
注：预测概率是从按控制变量均值估计的概率单位模型得到的。每项危机可能性的估计中所包括的控制变量的细节，以及危机变量的定义，参见Ghosh、Ostry和Qureshi（2014年）。

图 1.4.3. 银行或货币危机的概率



来源：基金组织工作人员的计算。
注：结果是从递归二叉树分析中得到的。高估定义为实际有效汇率偏离趋势水平5%以上。高（低）信贷扩张是指国内私人信贷对GDP比率三年内的累计变化超过（不到）30个百分点。

风险”的中间汇率机制？² 为了更深入地分析是什么导致了风险更大的汇率管理，一种方法是根据各种因素（如汇率灵活性、外汇干预程度、实际汇率估值过高程度和金融稳定风险）来表示中间汇率机制的风险脆弱性特征，其中，我们允许主观设置阈值和设定这些因素之间的互动影响。³ 结果表明，安全的和有风险的中间汇率机制之间并没有简单的分界线（例如基于汇率的灵活性的分界线）。相反，一个中间汇率机制是安全还是有风险是由各种因素的复杂互动决定的，其中包

²这是一个重要的问题，因为现有的汇率机制分类通常会给出关于一国汇率机制的不同信息，其中差异最大的是在中间汇率机制类别中。

³这是通过递归二叉树分析完成的。递归二叉树是一种基于若干解释变量预测二态变量（如，危机与非危机）的系列规则，在每一层级根据某个解释变量的某个阈值将样本分为两组。阈值的选取则需根据特定的标准（例如，最小化I型和II型误差之和），应能最优地区分危机和非危机观测值。

专栏 1.4（续）

括金融脆弱性、汇率灵活性、干预程度，以及最重要的，货币是否被高估。因此，例如，在中间汇率当中，尽管当实际汇率被高估时，发生银行业或货币危机的概率约为没有被高估时的7倍，但是，如果国内信贷增长迅速，则两种情况下发生危机的可能性都要大得多（图1.4.3）。此外，如果实际汇率被高估，那么旨在防止进一步高估的干预能减少危机的风险，而旨在捍卫被高估的汇率的干预则会使汇率机制更加脆弱。

分析的结果包括三个方面。首先，虽然实行硬钉住的国家比实行其他机制的国家更少发生银行业和货币危机，但其更易发生增长大幅下滑，因为硬钉住阻碍了外部调整，并使其在受到负面冲

击之后更难重振竞争力。其次，尽管实行纯粹浮动汇率机制的国家最不容易受危机影响，但大多数新兴市场国家的央行倾向于至少对其汇率实行一些管理，这可能是担心货币急剧贬值对竞争力或资产负债表的影响。第三，一旦中央银行选择对货币进行管理，仅仅建议汇率尽量灵活以及央行应尽量减少干预可能并不足以防止危机；相反，区分安全和有风险的管理浮动需要考虑一组复杂的因素，例如，央行是在捍卫被高估的货币，还是为了防止货币进一步高估而进行干预，及其是否有其他工具（如宏观审慎措施或资本管制）可用来降低金融稳定风险。

参考文献

- Ahuja, Ashvin, and Malhar Nabar, 2012, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers,” IMF Working Paper No. 12/267 (Washington: International Monetary Fund).
- Alquist, Ron, Lutz Kilian, and Robert J. Vigfusson, 2013, “Forecasting the Price of Oil,” in *Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 2, ed. by Graham Elliott and Allan Timmermann (Amsterdam: North Holland), pp. 427–508.
- Bank of England, 2012, *State of the Art of Inflation Targeting*, Centre for Central Banking Studies Handbook No. 29 (London).
- Barnett, Steven, and Ray Brooks, 2010, “China: Does Government Health and Education Spending Boost Consumption?” IMF Working Paper No. 10/16 (Washington: International Monetary Fund).
- Bassett, William F., Mary B. Chosak, John C. Driscoll, and Egon Zakrajsek, forthcoming, “Changes in Bank Lending Standards and the Macroeconomy,” *Journal of Monetary Economics*.
- Bates, John M., and Clive W.J. Granger, 1969, “The Combination of Forecasts,” *Journal of the Operational Research Society*, Vol. 20, No. 4, pp. 451–68, doi:10.1057/jors.1969.103.
- Baumeister, Christiane, and Lutz Kilian, 2013a, “Forecasting the Real Price of Oil in a Changing World: A Forecast Combination Approach,” CEPR Discussion Paper No. 9569 (London: Centre for Economic Policy Research).
- , 2013b, “What Central Bankers Need to Know about Forecasting Oil Prices,” Working Paper No. 2013-15 (Ottawa, Ontario: Bank of Canada).
- , and Xiaoqing Zhou, 2013, “Are Product Spreads Useful for Forecasting? An Empirical Evaluation of the Verleger Hypothesis,” Working Paper No. 2013-25 (Ottawa, Ontario: Bank of Canada).
- Beckers, Benjamin, and Samya Beidas-Strom, forthcoming, “Forecasting the Price of Oil: Can a Global Oil Market VAR Beat the Futures Forecast?” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Beidas-Strom, Samya, forthcoming, “Is China’s Spending Pattern Shifting away from Commodities?” IMF Working Paper (International Monetary Fund: Washington).
- , and Andrea Pescatori, forthcoming, “Oil Price Volatility and the Role of Speculation,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Capistrán, Carlos, and Manuel Ramos-Francia, 2010, “Does Inflation Targeting Affect the Dispersion of Inflation Expectations?” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42, No. 1, pp. 113–34.
- Chen, Yu-Chin, Kenneth S. Rogoff, and Barbara Rossi, 2010, “Can Exchange Rates Forecast Commodity Prices?” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, No. 3, pp. 1145–94.
- Chinn, Menzie D., and Olivier Coibion, 2013, “The Predictive Content of Commodity Futures,” *Journal of Futures Markets*, early view (online version of record), doi: 10.1002/fut.21615.
- de Bondt, Gabe, Angela Maddaloni, José-Luis Peydró, and Silvia Scopel, 2010, “The Euro Area Bank Lending Survey Matters: Empirical Evidence for Credit and Output Growth,” Working Paper No. 1160 (Frankfurt: European Central Bank).
- Deaton, Angus, and Guy Laroque, 1996, “Competitive Storage and Commodity Price Dynamics,” *Journal of Political Economy*, Vol. 104, No. 5, pp. 896–923.
- Decressin, Jorg, and Douglas Laxton, 2009, “Gauging Risks for Deflation,” IMF Staff Position Note No. 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Deutsche Bank, 2013, “Commodity Themes in 2014,” Deutsche Bank Markets Research, Special Report, December 10.
- Diebold, Francis X., and Peter Pauly, 1987, “Structural Change and the Combination of Forecasts,” *Journal of Forecasting*, Vol. 6, No. 1, pp. 21–40.
- Dollar, David, 2013, “China’s Rebalancing: Lessons from East Asian Economic History,” John L. Thornton China Center Working Paper (Washington: Brookings Institution).
- Eichengreen, Barry, Donghyun Park, and Kwanho Shin, 2013, “Growth Slowdowns Redux: New Evidence on the Middle-Income Trap,” NBER Working Paper No. 18673 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ghosh, Atish, Jonathan Ostry, and Mahvash Qureshi, 2014, “Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment,” IMF Working Paper No. 14/11 (Washington: International Monetary Fund).
- Goldman Sachs, 2013a, “Changing China,” *Top of Mind* Special Issue, December 5.
- , 2013b, “What the World Wants,” *Economic Research*, Global Economics Paper No. 220, September 9.
- Guo, Kai, and Papa N’Diaye, 2010, “Determinants of China’s Private Consumption: An International Perspective,” IMF Working Paper No. 10/93 (Washington: International Monetary Fund).
- Hotelling, Harold, 1931, “The Economics of Exhaustible Resources,” *Journal of Political Economy*, Vol. 39, No. 2, pp. 137–75.
- Hubbard, Paul, Samuel Hurley, and Dhruv Sharma, 2012, “The Familiar Pattern of Chinese Consumption Growth,” *Economic Roundup*, No. 4, pp. 63–78. www.treasury.gov.au/~media/Treasury/Publications%20and%20Media/Publications/2012/roundup-04/downloads/pdf/Economic-Roundup-4-article3.ashx.
- International Energy Agency (IEA), 2013, “Coal Market Outlook,” in *World Energy Outlook* (Paris).
- International Monetary Fund (IMF), 2011, G-20, *People’s Republic of China Sustainability Report* (Washington).

- , 2013a, G-20, *People's Republic of China Sustainability Update* (Washington: International Monetary Fund).
- , 2013b, *2013 Pilot External Sector Report* (Washington).
- , 2013c, *2013 Spillover Report* (Washington).
- Keynes, John M., 1930, *A Treatise on Money* (New York: Harcourt, Brace).
- Kilian, Lutz, 2009, “Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market,” *American Economic Review*, Vol. 99, No. 3, pp. 1053–69.
- Kumar, Manmohan S., 2003, *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 221 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, 2012, “Access to Credit, Debt Overhang, and Economic Recovery: The Irish Case,” Section II in *Ireland: Selected Issues*, IMF Country Report No. 12/265, pp. 11–26 (Washington: International Monetary Fund).
- Levin, Andrew, Fabio Natalucci, and Jeremy Piger, 2004, “The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 86, No. 4, pp. 51–80.
- Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, 2005, “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words,” *European Economic Review*, Vol. 49, No. 6, pp. 1603–35.
- Lown, Cara, and Donald P. Morgan, 2006, “The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 38, No. 6, pp. 1575–97.
- McKinsey Global Institute, 2013, “Resource Revolution: Tracking Global Commodity Markets” (Seoul, San Francisco, London, Washington).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, and Marcos Chamon, 2012, “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies,” IMF Staff Discussion Note No. 12/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Reeve, Trevor A., and Robert J. Vigfusson, 2011, “Evaluating the Forecasting Performance of Commodity Futures Prices,” International Finance Discussion Paper No. 1025 (Washington: Federal Reserve Board).
- Reichsfeld, David A., and Shaun K. Roache, 2011, “Do Commodity Futures Help Forecast Spot Prices?” IMF Working Paper No. 11/254 (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2004, “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No. 1, pp. 1–48.
- Roache, Shaun, 2012, “China’s Impact on World Commodity Markets,” IMF Working Paper No. 12/115 (Washington: International Monetary Fund).
- Stock, James H., and Mark W. Watson, 2004, “Combination Forecasts of Output Growth in a Seven-Country Data Set,” *Journal of Forecasting*, Vol. 23, No. 6, pp. 405–30.

第二章 国家和地区前景

全球复苏有望在先进经济体的引领下得到加强。新兴市场和发展中经济体的增长预计仅会稍有改善。全球增长面临的风险平衡有所改善，这很大程度上反映了先进经济体的前景向好。然而，重要的下行风险仍然存在，特别是：新兴市场经济体普遍放缓的现象或许会加剧；先进经济体低于预期的通胀率也会给经济活动带来风险；改革不全面；以及地缘政治冲突加剧。

2013年下半年，先进经济体的增长反弹了1.3个百分点，并有望在2014-2015年继续走强。宽松货币政策，财政拖累减少（日本除外），以及受危机影响的经济体的金融条件改善使危机遗留问题得到一定缓解，这些因素都为增长提供了支持。由于债务水平高筑和金融分割抑制了其国内需求，面临压力的欧元区经济体的增长预计仍将疲软且脆弱。2014-2015年的财政整顿预计会导致日本经济增长有所减速。先进经济体的产出缺口依然较大，这凸显了复苏仍存在的脆弱性。

2013年下半年，新兴市场和发展中经济体的增长仅稍有改观，增速由2013年上半年的4.6%上升至下半年的5.2%，但它们对全球增长的贡献比重依然很大。然而，增长强劲或正在加速的情况仅局限于亚洲和撒哈拉以南非洲地区，其他大多数地区的实际增长率在放缓，或增速不高——而且，这还是在一些有利环境下的结果：货币贬值以及许多地区先进经济体的稳固复苏普遍对出口增长起到了积极推动作用，并且强劲的消费支撑了国内需求。由于国内政策薄弱、国内外金融条件紧张，或者是由于投资和供给约束，少数大型新兴市场经济体（例如，巴西、俄罗斯、南非和土耳其）的增长率下滑令人担忧。因此，预计今年新兴市场和发展中经济体的增长仅会适度改善（图2.1，子图1）。

全球增长仍面临下行风险。其中，金融市场的波动性可能再次加剧是主要风险，特别是在新兴市场经济体。如该风险成为现实，流入新兴市场和发展中经济体的资本很可能减少，这些经济体的增长将低于基线情景，并对先进经济体产生溢出影响（本章“溢出效应专题”对此有详细分析）。图2.1子图2显示了主要新兴市场经济体的投资水平低导致增长放缓持续更久所产生的冲击——

第一章详细描述了该情景。先进经济体经济活动面临的下行风险主要源于低通胀前景以及经济停滞可能延长，尤其是欧元区和日本。其他下行风险包括依旧面临金融分割问题的欧元区的调整疲劳症和政策行动不充分，以及从非常规货币政策中退出的相关风险。从上行方面看，2013年下半年好于预期的增长态势也许能增强对德国、英国和美国的经济信心。

美国和加拿大：态势稳固

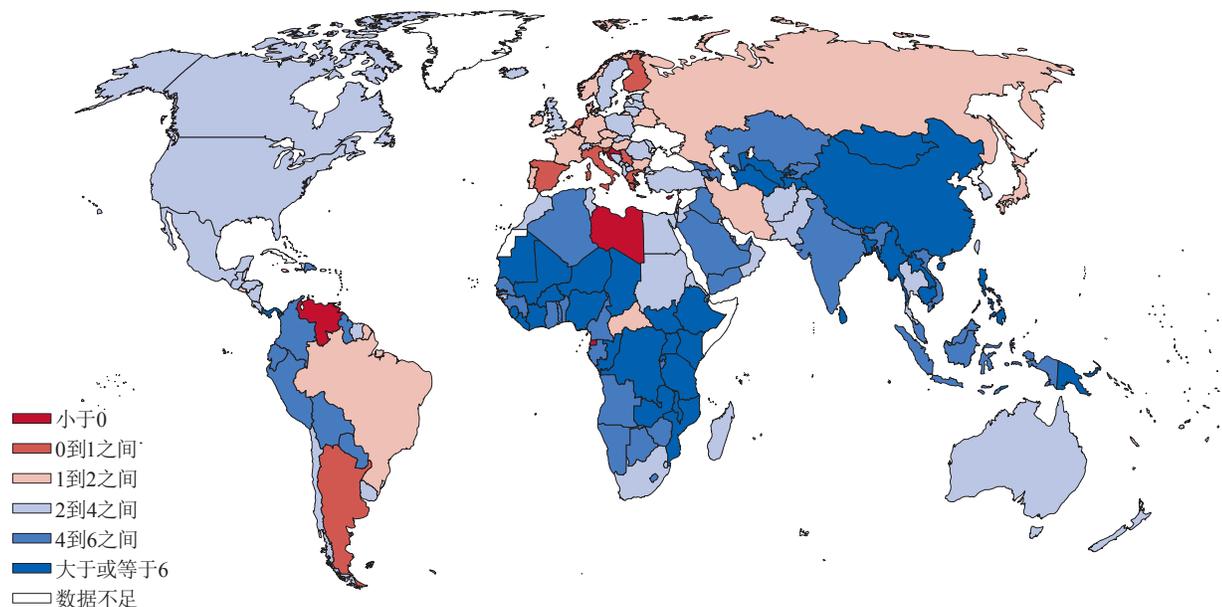
2013年下半年，受旺盛的国内需求、强劲的库存积累和出口增长的推动，美国经济增速超预期。虽然反常的恶劣冬季天气导致2014年初的经济活动放缓，但私人需求的基本面依然强劲，预计今年接下来的增长会高于潜在增速。由于外部需求更加强劲，且商业投资增加，预计2014年加拿大的年增速将加快。

2013年美国经济增长了1.9%，大规模财政整顿部分地抵消了持续复苏的国内私人需求——整顿使国内生产总值（GDP）增长减少了1.25至1.5个百分点。2013年，经济增长势头加强；上半年GDP增长1.2%，下半年的平均年化增长率为3.3%。消费支出也出现改善，其推动力是房地产和股票价格上涨，住户债务与可支配收入的比率进一步回落，使住户净值超过了长期平均水平（图2.2）。库存积累加快以及出口增长强劲（尤其是石油产品）也为2013年下半年的持续经济增长做出了贡献。年末，政府支出大幅收缩主要是由于10月的政府关闭，但金融条件依然高度宽松，长期利率在2013年中期急剧上升后出现下跌。2013年，失业率继续下降，2014年2月降至6.7%。然而，其背后的一个主要因素是劳动参与率进一步下降，今年2月降至63%（见第一章）。物价压力不大反映了经济中仍存在大量闲置产能，2014年2月总体消费者物价指数通货膨胀为1.6%。很大程度上由于国内能源生产增加以及石油进口相应减少，2013年经常账户逆差继续缩小至GDP的2.3%，为15年来的最低水平（表2.1）。

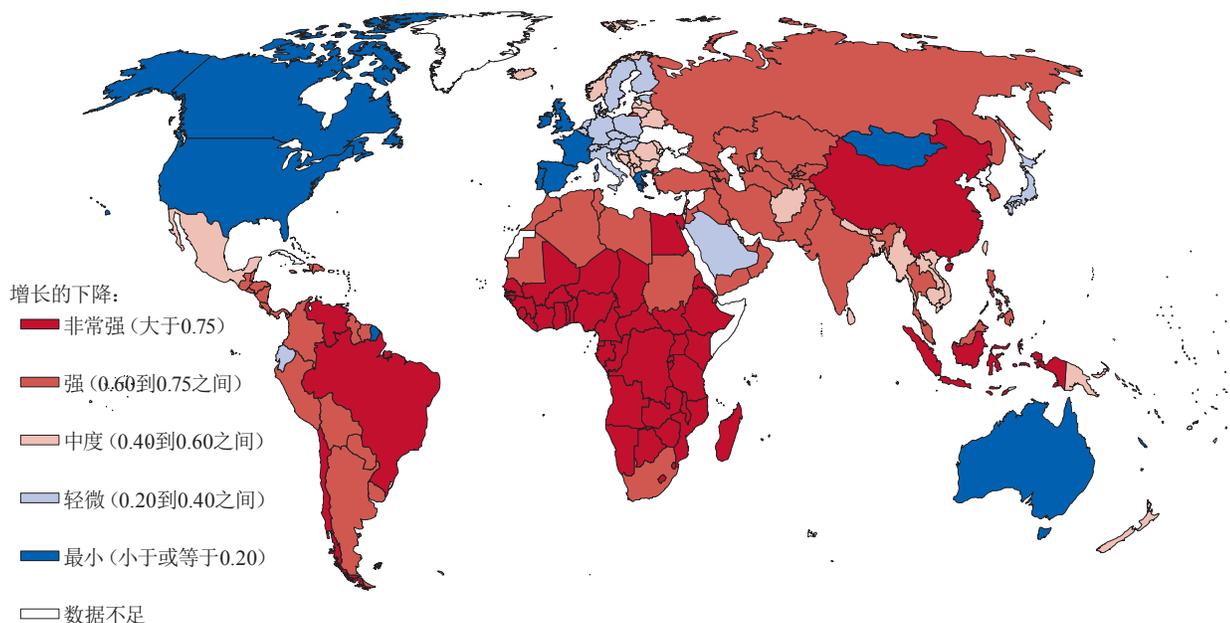
虽然异常恶劣的冬天天气影响了2014年初的活动，但受住宅地产投资强劲增长（从非常低的水

图 2.1. 2014年GDP增长预测和可能出现的下行情景的影响

1. 2014年GDP增长预测¹
(百分比)



2. 可能出现的下行情景的影响
(增长率相对于2014年基线预测的最大偏离; 百分点)



来源：基金组织工作人员的估计。

注：使用基金组织的“灵活系统全球模型”进行模拟，包括29个国家和8个地区（欧盟其他经济体、其他先进经济体、亚洲新兴经济体、亚洲新兴工业化经济体、拉丁美洲、中东和北非、撒哈拉以南非洲、石油出口国）。对于模型未包括的国家，先根据《世界经济展望》对燃料出口国的分类，然后根据地理区域分类，将其划入各地区。由于政治形势不确定，未包括叙利亚。因正在发生危机而未包括乌克兰。

¹ 数字是阿根廷的官方报告数据。但基金组织已发布谴责声明，要求阿根廷针对官方GDP数据的质量问题采取补救措施。其他数据来源显示，2008年以来的实际增长显著低于官方数据。为此，基金组织在对阿根廷的宏观经济监督中还使用了有关GDP增长的其他估计值。2009年初，津巴布韦元停止流通。数据系基于基金组织工作人员对价格和美元汇率变动的估计。基金组织工作人员对美元价值的估计可能与当局的估计不同。实际GDP按2009年的不变价格计算。

平反弹，且仍存在大量被压抑的房地产需求）、个人消费坚挺，以及消费者和企业信心的增强所伴随的非住宅固定投资增长的加快等因素的推动，预计经济增长会在今年接下来的时间里反弹。财政拖累的缓解也将支持增长——财政拖累今年将降至 GDP 的 0.25-0.5 个百分点，这部分地归功于《两党预算法案》的通过，该法案用后倾式的节余活动取代了 2014 和 2015 财年的自动减支。债务上限在 2015 年 3 月之前无限上调，从而降低了影响过去几年财政政策的不确定性。总体而言，我们预测美国经济增长将加速，2014 年增长 2.8%，2015 年增长 3%。

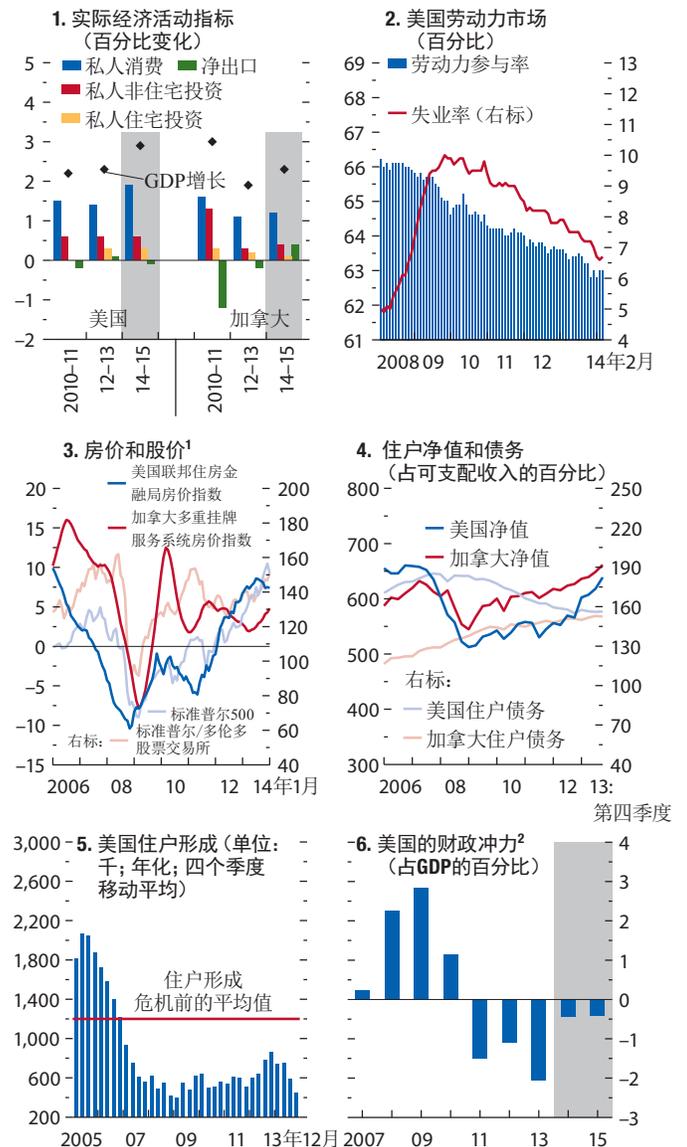
风险平衡稍微偏向下行。从外部看，欧元区持续低迷会抑制增长，尤其是如果出现通货紧缩。新兴市场经济体放缓也会带来风险，这些经济体的 GDP 下滑 1%，美国产出增长将下降 0.2 个百分点（见本章的“溢出效应专题”部分）。从国内看，如果在前景未出现相应改善的情况下长期收益率的上升速度大大超过预期，则国内私人需求的增长也可能失去动力。在中期，对财政可持续性的担忧加剧会带来额外下行风险，而劳动参与率继续下行趋势将进一步打击潜在产出，并通过降低经济中的闲置产能来使货币政策的收紧早于预期。从上行方面看，房地产市场仍可能出现更强劲的复苏，与贷款条件、资产负债表和私人需求之间形成互相反馈。此外，对经济前景的信心增强（源于相对健康的金融业以及低能源成本）会诱导企业更激进地由囤积现金转为实际投资。

旨在稳健地将公共债务控制在下行通道的平衡、渐进、可信的财政计划仍是主要的政策重点。此类计划将包括逐步控制福利支出的措施、增加收入的税收改革，以及使用后倾式的开拓新的财政收入和强制储蓄的措施来代替自动减支。（《两党预算法案》是朝着该方向的初步行动）。虽然持续的经济增长态势证明了谨慎缩小美联储资产购买计划规模的合理性，但考虑到规模庞大的闲置产能和稳定的通胀预期，货币政策的总体立场应继续保持宽松（见第一章）。2014 年 3 月回归质化前瞻性指导可以给予美联储更大的灵活性，进而实现其就业与通胀目标。由于加息的日期越来越远，美联储必须将其如何评估实现这些目标的进展清楚地传达给市场，以避免政策的不确定性上升。

2013 年，加拿大经济走强，但未彻底完成急需的由家庭消费和住宅建筑活动向出口和商业投资的再平衡工作。预计 2014 年的增速将由 2013 年的 2% 升至 2.3%，这是因为我们预测美国经济将出现的改善会推动加拿大出口和商业投资的增长（表 2.1，图 2.2）。虽然外部需求也许会意外向好，但前景仍主要面临下行风险，包括竞争力不

图 2.2. 美国和加拿大：复苏正在稳固

2013 年，美国经济增长好于预期。近期数据反映出，随着劳动力和房地产市场继续改善且财政拖累减弱，2014 年美国将继续走强。2013 年，加拿大的增长加强，并且由于商业投资的增加及外部需求的稳固，2014 年的增长有望加快。



来源：Bloomberg, L.P.; 加拿大房地产协会 (CREA); 美国国会预算办公室; Haver Analytics; 以及基金组织工作人员的估计。

¹ 房价和指数的同比百分比变化；对于标准普尔和多伦多股票交易所指数而言，2005年1月=100。

² 财政冲力与基本结构性余额变化相反。

表2.1. 部分先进经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业
(除非另有注明，均为年度百分比变化)

	实际GDP			消费者价格 ¹			经常账户差额 ²			失业 ³		
	2013	预测		2013	预测		2013	预测		2013	预测	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
先进经济体	1.3	2.2	2.3	1.4	1.5	1.6	0.4	0.5	0.4	7.9	7.5	7.3
美国	1.9	2.8	3.0	1.5	1.4	1.6	-2.3	-2.2	-2.6	7.4	6.4	6.2
欧元区 ^{4,5}	-0.5	1.2	1.5	1.3	0.9	1.2	2.3	2.4	2.5	12.1	11.9	11.6
日本	1.5	1.4	1.0	0.4	2.8	1.7	0.7	1.2	1.3	4.0	3.9	3.9
英国 ⁴	1.8	2.9	2.5	2.6	1.9	1.9	-3.3	-2.7	-2.2	7.6	6.9	6.6
加拿大	2.0	2.3	2.4	1.0	1.5	1.9	-3.2	-2.6	-2.5	7.1	7.0	6.9
其他先进经济体 ⁶	2.3	3.0	3.2	1.5	1.8	2.4	4.8	4.7	4.3	4.6	4.6	4.5

注：某些国家的数据是基于财政年度。关于每个国家参考期间的完整列表，参见统计附录表F。

¹ 消费者价格的变动以年度平均值表示。年底至年底的变化见统计附录的表A6。

² 占GDP的百分比。

³ 百分比。各国的失业定义可能不同。

⁴ 基于欧盟统计局的调和消费者价格指数。

⁵ 不包括拉脱维亚。就地区内交易报告误差对经常账户头寸进行了调整。

⁶ 不包括七国集团（加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国、美国）和欧元区国家，但包括拉脱维亚。

足导致的出口弱于预期、商品价格走低，以及国内失衡突然显现。事实上，尽管近期房地产市场出现缓和，但住户杠杆和房价高企依然是一个关键的脆弱性（图2.2）。面对低通胀以及眼前的下行风险，应继续维持宽松的货币政策，直到增长形势进一步加强。财政政策需在支持增长与重建财政缓冲之间做好平衡，特别是在联邦政府层面，因为州一级的政府运用政策的空间更小。

欧洲

先进欧洲：从衰退走向复苏

2014年，先进欧洲经济体有望重启增长，但通胀仍将处于很低水平。欧元区的国内需求终于企稳并向正增长迈进，同时净出口也为走出衰退做出贡献。但欧元区的高失业率和债务水平、低投资水平、持续的产出缺口，以及信贷紧张和金融分割的情况将抑制复苏。下行风险来自改革不全面、外部因素以及甚至通胀水平可能出现的进一步下降。实施宽松货币政策、完成金融部门改革和结构性改革是关键之举。

欧元区最终走出了衰退。2013年，经济活动下降约0.5%，但在产出经历长期下滑后，经济增长从二季度开始呈正增长（表2.2）。这种转变很大程度上符合我们的预期，其部分归因于财政拖累的减小，以及国内私人需求自2010年以来首次为增长提供了一定动力。蹒跚起步的增长和大大降低的尾部风险支撑了金融市场，面临压力的经济

体的主权利差明显收窄，不过，近期的金融市场波动导致这些利差有所扩大（见第一章）。各国层面的以及集体层面的政策行动是促使事件向好转变的原因。

然而，包括失业率高企、私人和公共资产负债表薄弱、信贷紧缩和债务负担重在内的危机遗留问题以及阻碍增长的长期因素仍亟待解决，这引起人们对复苏力度和持久性的担忧。

- 各国和各部门的复苏不均衡。在德国等国增长加快的同时，其他一些国家的产出停滞或下降。虽然国内需求开始恢复（例如，法国、西班牙，尤其是德国），但增长在很大程度上依然靠出口拉动。欧元区的私人投资尚未强劲复苏。尽管（欧元区内）进行了一些再平衡调整，但经常账户差额的改善不对称，一些核心经济体持续顺差，逆差经济体的外部差额缩小。
- 大量产能持续闲置导致通胀率普遍下降，已远低于欧洲中央银行（ECB）的目标（图2.3）。
- 悬而未决的银行改革和私人部门去杠杆化，以及虽有所缓和但仍然严重的金融分割，这些因素继续削弱货币传导机制。在面临压力的国家，私人部门面临贷款利率高和私人部门信贷收缩的问题。
- 尽管多个国家实施了重要的改革，但生产力和竞争力等长期问题犹存。

预计2014年欧元区将继续复苏（表2.2），增速预测为1.2%，这反映了财政拖累的减小、信贷条件改善的预期，以及外部需求的增强。欧元区的中期增长预测约为1.5%。除德国外，产出缺口持续较大预计会使2014-2015年的通胀水平降至

表2.2. 部分欧洲经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业
(除非另有注明，均为年度百分比变化)

	实际GDP			消费者价格 ¹			经常账户差额 ²			失业 ³		
	2013	预测		2013	预测		2013	预测		2013	预测	
		2014	2015		2014	2015		2015	2015		2014	2015
欧洲	0.5	1.7	1.9	1.9	1.6	1.8	1.9	2.1	2.2	...	...	...
欧洲先进经济体	0.1	1.5	1.7	1.5	1.1	1.3	2.6	2.6	2.8	10.8	10.6	10.2
欧元区 ^{4,5}	-0.5	1.2	1.5	1.3	0.9	1.2	2.3	2.4	2.5	12.1	11.9	11.6
德国	0.5	1.7	1.6	1.6	1.4	1.4	7.5	7.3	7.1	5.3	5.2	5.2
法国	0.3	1.0	1.5	1.0	1.0	1.2	-1.6	-1.7	-1.0	10.8	11.0	10.7
意大利	-1.9	0.6	1.1	1.3	0.7	1.0	0.8	1.1	1.1	12.2	12.4	11.9
西班牙	-1.2	0.9	1.0	1.5	0.3	0.8	0.7	0.8	1.4	26.4	25.5	24.9
荷兰	-0.8	0.8	1.6	2.6	0.8	1.0	10.4	10.1	10.1	6.9	7.3	7.1
比利时	0.2	1.2	1.2	1.2	1.0	1.1	-1.7	-1.3	-1.0	8.4	9.1	8.9
奥地利	0.4	1.7	1.7	2.1	1.8	1.7	3.0	3.5	3.5	4.9	5.0	4.9
希腊	-3.9	0.6	2.9	-0.9	-0.4	0.3	0.7	0.9	0.3	27.3	26.3	24.4
葡萄牙	-1.4	1.2	1.5	0.4	0.7	1.2	0.5	0.8	1.2	16.3	15.7	15.0
芬兰	-1.4	0.3	1.1	2.2	1.7	1.5	-0.8	-0.3	0.2	8.1	8.1	7.9
爱尔兰	-0.3	1.7	2.5	0.5	0.6	1.1	6.6	6.4	6.5	13.0	11.2	10.5
斯洛伐克共和国	0.9	2.3	3.0	1.5	0.7	1.6	2.4	2.7	2.9	14.2	13.9	13.6
斯洛文尼亚	-1.1	0.3	0.9	1.6	1.2	1.6	6.5	6.1	5.8	10.1	10.4	10.0
卢森堡	2.0	2.1	1.9	1.7	1.6	1.8	6.7	6.7	5.5	6.8	7.1	6.9
拉脱维亚	4.1	3.8	4.4	0.0	1.5	2.5	-0.8	-1.6	-1.9	11.9	10.7	10.1
爱沙尼亚	0.8	2.4	3.2	3.5	3.2	2.8	-1.0	-1.3	-1.5	8.6	8.5	8.4
塞浦路斯 ⁶	-6.0	-4.8	0.9	0.4	0.4	1.4	-1.5	0.1	0.3	16.0	19.2	18.4
马耳他	2.4	1.8	1.8	1.0	1.2	2.6	0.9	1.4	1.4	6.5	6.3	6.2
英国 ⁵	1.8	2.9	2.5	2.6	1.9	1.9	-3.3	-2.7	-2.2	7.6	6.9	6.6
瑞典	1.5	2.8	2.6	0.0	0.4	1.6	5.9	6.1	6.2	8.0	8.0	7.7
瑞士	2.0	2.1	2.2	-0.2	0.2	0.5	9.6	9.9	9.8	3.2	3.2	3.0
捷克共和国	-0.9	1.9	2.0	1.4	1.0	1.9	-1.0	-0.5	-0.5	7.0	6.7	6.3
挪威	0.8	1.8	1.9	2.1	2.0	2.0	10.6	10.2	9.2	3.5	3.5	3.5
丹麦	0.4	1.5	1.7	0.8	1.5	1.8	6.6	6.3	6.3	7.0	6.8	6.7
冰岛	2.9	2.7	3.1	3.9	2.9	3.4	0.4	0.8	-0.2	4.4	3.7	3.7
圣马力诺	-3.2	0.0	2.2	1.3	1.0	1.2	...	...	...	8.0	8.2	7.8
欧洲新兴和发展中经济体 ⁷	2.8	2.4	2.9	4.1	4.0	4.1	-3.9	-3.6	-3.8	...	...	...
土耳其	4.3	2.3	3.1	7.5	7.8	6.5	-7.9	-6.3	-6.0	9.7	10.2	10.6
波兰	1.6	3.1	3.3	0.9	1.5	2.4	-1.8	-2.5	-3.0	10.3	10.2	10.0
罗马尼亚	3.5	2.2	2.5	4.0	2.2	3.1	-1.1	-1.7	-2.2	7.3	7.2	7.0
匈牙利	1.1	2.0	1.7	1.7	0.9	3.0	3.1	2.7	2.2	10.2	9.4	9.2
保加利亚 ⁵	0.9	1.6	2.5	0.4	-0.4	0.9	2.1	-0.4	-2.1	13.0	12.5	11.9
塞尔维亚	2.5	1.0	1.5	7.7	4.0	4.0	-5.0	-4.8	-4.6	21.0	21.6	22.0
克罗地亚	-1.0	-0.6	0.4	2.2	0.5	1.1	1.2	1.5	1.1	16.5	16.8	17.1
立陶宛 ⁵	3.3	3.3	3.5	1.2	1.0	1.8	0.8	-0.2	-0.6	11.8	10.8	10.5

注：某些国家的数据是基于财政年度。关于每个国家参考期间的完整列表，参见统计附录表F。

¹ 消费者价格的变动以年度平均值表示。年底至年底的变化见统计附录表A6和A7。

² 占GDP的百分比。

³ 百分比。各国的失业定义可能不同。

⁴ 不包括拉脱维亚。就地区内交易的报告误差对经常账户头寸进行了调整。

⁵ 基于欧盟统计局的调和消费者价格指数。

⁶ 2013年实际GDP增长和经常账户差额指工作人员第三次规划评估时的估算值，可能会有变更。

⁷ 还包括阿尔巴尼亚、波斯尼亚和黑塞哥维那、科索沃、前南斯拉夫马其顿共和国以及黑山。

1.25% 以下，远低于欧央行为可预见的未来所设定的接近 2% 的目标。

欧洲其他先进经济体增长强劲，但很难保证其持久性。随着信贷条件放松及信心增强，英国增长的反弹力度超过预期。然而，复苏不平衡，商

业投资和出口依然令人失望。受国内需求推动，瑞士恢复了增长势头，且汇率下限遏制了通货紧缩。瑞典经济受到失业率持续高企，克朗币值坚挺和劳动力市场结构性弱点的拖累，不过，预测

随着外部需求的走强，该国的经济活动今年有望改善。

尽管增长好转，但下行风险仍占主导地位。政策行动若出现停滞，导致金融压力再现，则欧元区的复苏可能会中断。高失业会引发改革疲劳症、政治不确定性和政策逆转，危及来之不易的成果。美国金融条件收紧、地缘政治事件引发的金融危机蔓延与贸易活动干扰，以及新兴市场的增长低于预期，这些外部冲击会损害该地区的增长和稳定。例如，新兴市场经济体增长继续低于预期的外部冲击若发生，会通过不可忽视的贸易渠道对欧元区以及通过金融联系对英国产生溢出影响（见本章“溢出效应专题”）。上行风险包括：商业景气程度强于预期可大幅推动投资和增长。

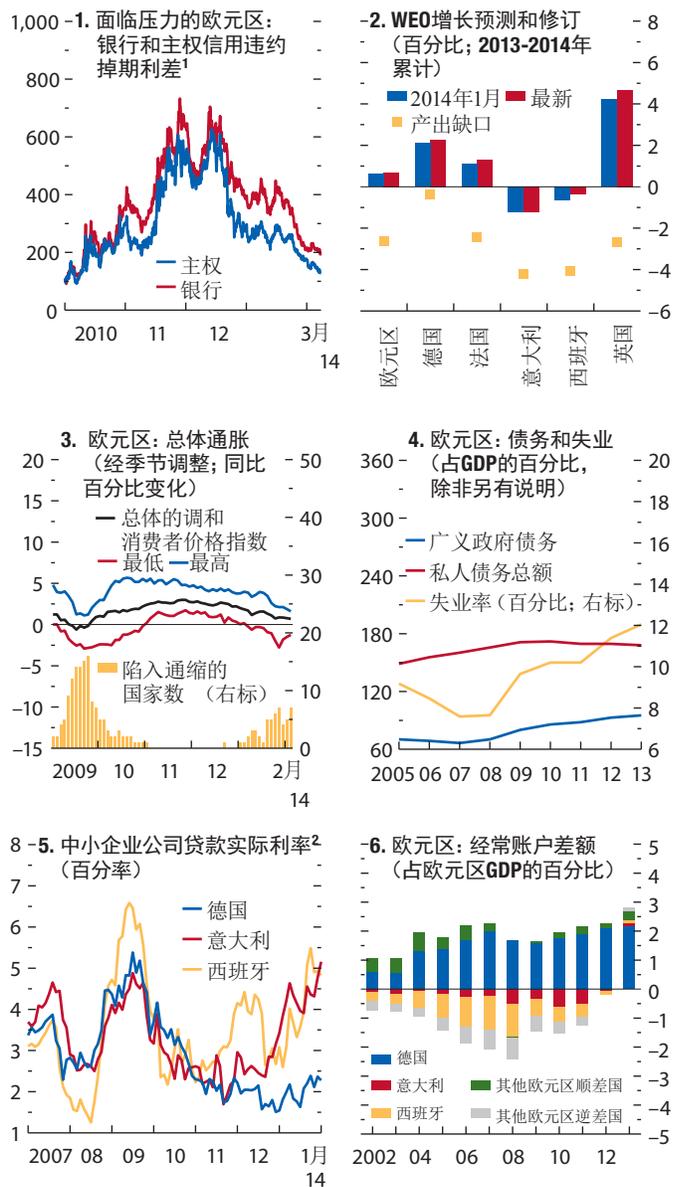
经济活动面临的一个关键风险来自先进经济体非常低的通胀水平。在欧元区，通胀长期低于目标会破坏长期通胀预期，并使面临压力经济体的复苏任务愈加困难，因为这些经济体的实际债务负担和实际利率将会上升。

首要工作是为更强劲且更持久的增长做好铺垫工作，并在确保金融稳定的同时应对低通胀问题。政策组合复杂且互相依存，需包括财政和货币政策、金融部门重组和改革，以及结构性改革。

- 应保持宽松的宏观经济政策。在欧元区，有必要提供额外的需求支持。为使欧央行更可能实现其将通胀维持在低于但接近2%的物价稳定目标，并支撑需求，需进一步加大货币宽松力度。措施可包括进一步降息和提供长期定向银行融资（可能提供给中小企业）。2014年采取中性财政立场大体合适，但如果增长持续低迷且货币政策选择耗尽，在拥有财政空间的国家，财政支持也许是必要的。英国应保持宽松的货币政策，因此，英格兰银行近期对前瞻性指导框架所做的修改是非常有意义的。同样，政府在不超出中期财政封套的情况下增加资本支出有助于支持复苏和长期增长。瑞典的支持性货币政策和大致中性的财政立场仍是适当的。
- 修复银行资产负债表并建成银行业联盟是恢复欧元区信心和信贷的关键（见第一章）。为此，切实完成银行资产质量审查和压力测试工作至关重要，同时还应辅之以强大的共同后备资金支持，以期打断主权和银行联系，并建立独立的“单一处置机制”，以确保及时并以最低成本来重组银行。英国应继续恢复金融部门的稳健性，确保其压力测试能与欧洲银行监管局（European Banking Authority）的压力测试进行良好协调，并注意防范金融脆弱性的积累，包括房价飙升引发的脆弱性。瑞典应继续改善银行资本水平和流动性状况，并需出台买方措施，

图 2.3. 欧洲先进经济体：从衰退走向复苏

由于尾部风险缓解以及增长恢复，欧洲先进经济体的金融市场一直很活跃。然而，远低于欧央行中期目标的低通胀水平反映出产出缺口依然较大。失业率居高不下，债务水平步入上行通道。金融分割现象犹存。经常账户差额的改善不对称，一些核心经济体持续顺差。



来源：Bloomberg, L.P.; 欧洲中央银行；欧盟统计局；Haver Analytics；以及基金组织工作人员的估计。

注：欧元区：奥地利、比利时、塞浦路斯、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、卢森堡、马耳他、荷兰、葡萄牙、斯洛伐克共和国、斯洛文尼亚、西班牙。面临压力的欧元区：希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙、西班牙。

¹ 以基点表示的银行和主权五年信用掉期违约利差，分别使用总资产和广义政府总债务进行加权。数据一直覆盖到2014年3月24日。包括除希腊外的其他所有面临压力的欧元区国家。

² 货币和金融机构贷给企业的1-5年期、100万欧元以下的贷款。

- 以控制家庭信贷增长。瑞士应确保其系统重要性银行能降低杠杆水平。
- 尽管有一定进展，但仍需通过提高生产力和增加投资来增加潜在产出并降低欧元区内部的失衡。需推行结构性改革，从而建立灵活的劳动力市场和具有竞争力的产品与服务市场，放松公司的准入与退出，以及简化税收制度。缩小居高不下的经常账户顺差将对整个欧元区产生有利溢出影响；例如，公共投资增加能缩小德国的经常账户顺差，同时还能提高德国及整个地区的经济增长。有针对性地实施《欧盟服务指引》将开放受保护的行业。更灵活的工资形成机制有助于应对瑞典的高失业问题，特别是脆弱群体的失业问题。

新兴和发展中欧洲：复苏加强但脆弱性犹存

由于面对大规模的资本流出问题，2013年下半年，新兴和发展中欧洲的增长放缓。尽管先进欧洲的正面积出将惠及这些经济体，但预计2014年它们的复苏仍将有所放缓。欧元区的脆弱性、国内一定程度的政策紧缩、金融市场波动加剧，以及乌克兰局势变化导致的地缘政治风险上升，这些因素构成相当大的下行风险。旨在增加潜在产出的政策依然是该地区的首要任务。

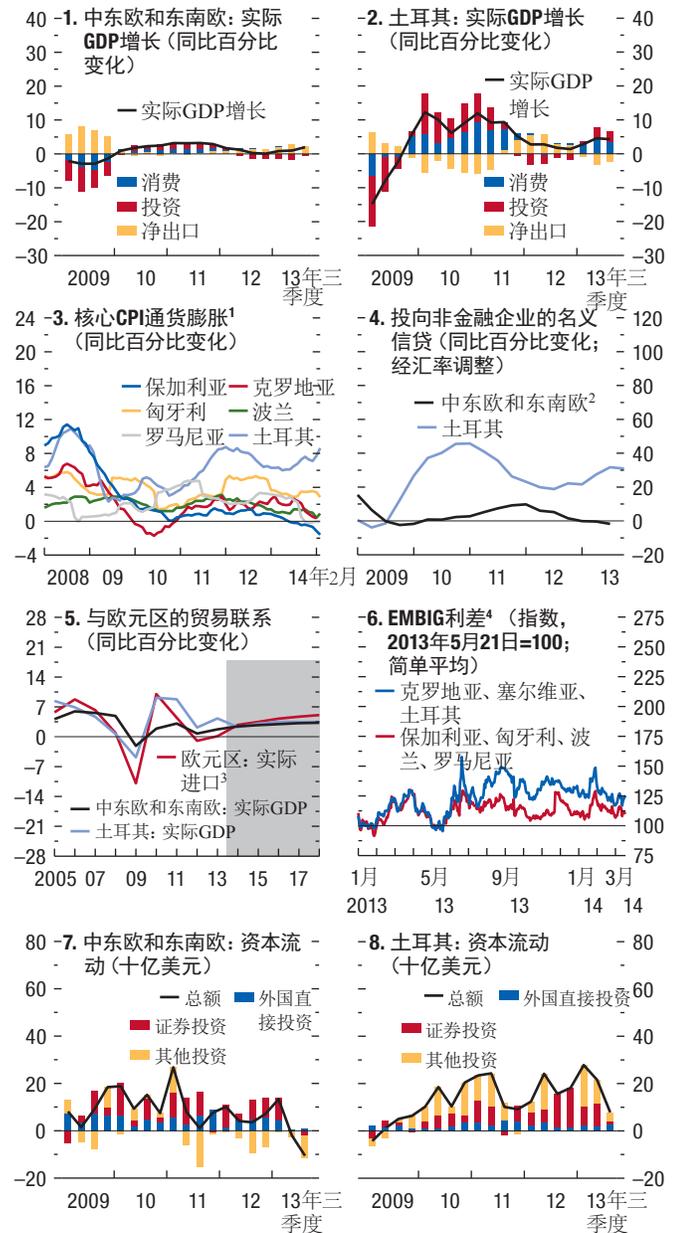
2013年，除土耳其和波罗的海国家的经济增长受私人消费拉动外，新兴欧洲的经济复苏仍主要受外部需求推动。土耳其的私人消费的增加很大程度上反映了顺周期宏观经济政策，而波罗的海国家的私人消费转好则反映的是劳动力市场状况得到改善。经历初步稳定后，自秋初以来大多数国家的金融市场的波动性再次加剧。结果，除了土耳其之外，该地区出现了资本流出（图2.4）。

欧元区更加强劲的增长有望改善大多数新兴和发展中欧洲的经济活动。然而，作为整体，该地区2014年的增长将小幅低于2013年，主要原因是与该地区的其他国家相比土耳其的经济周期更趋前（表2.2）。

- 尽管预测净出口将改善，但预计2014年土耳其的增长将由2013年的4.3%放缓至2.3%，其主要原因是，受宏观审慎措施、汇率大幅调整以及加息的影响，私人消费急剧下滑。公共投资水平很可能与2014年的预算目标保持一致。
- 预测2014年匈牙利和波兰的增长将由2013年的1.1%和1.6%分别上升至2.0%和3.1%。两个经济体增长正在加快的推动因素包括：在宽松的货币政策支持下的内需扩大，劳动力市场状况的改善，以及欧盟资金增加将促进公共投

图 2.4. 欧洲新兴和发展中经济体：复苏加强，但存在脆弱性

由于苦于应付大量资本外流、货币条件收紧以及金融市场波动加剧等问题，欧洲新兴和发展中经济体2013年的增长有所放缓。



来源：Bloomberg, L.P.; CEIC数据管理；欧洲复兴开发银行；Haver Analytics；以及基金组织工作人员的估计。

注：中东欧（CEE）和东南欧（SEE）包括阿尔巴尼亚、波斯尼亚和黑塞哥维那、保加利亚、克罗地亚、匈牙利、科索沃、前南斯拉夫马其顿共和国、黑山、波兰、罗马尼亚和塞尔维亚，前提是可以获得有关数据。所有国家小组的总量通过按购买力平价计算的GDP价值占小组GDP的比重加权得出，除非另有说明。CPI=消费者价格指数；EMBIG=J.P.Morgan新兴市场债券全球指数；FDI=外国直接投资。

¹ 除了克罗地亚（截至2014年1月），其他国家的数据截至2014年2月。

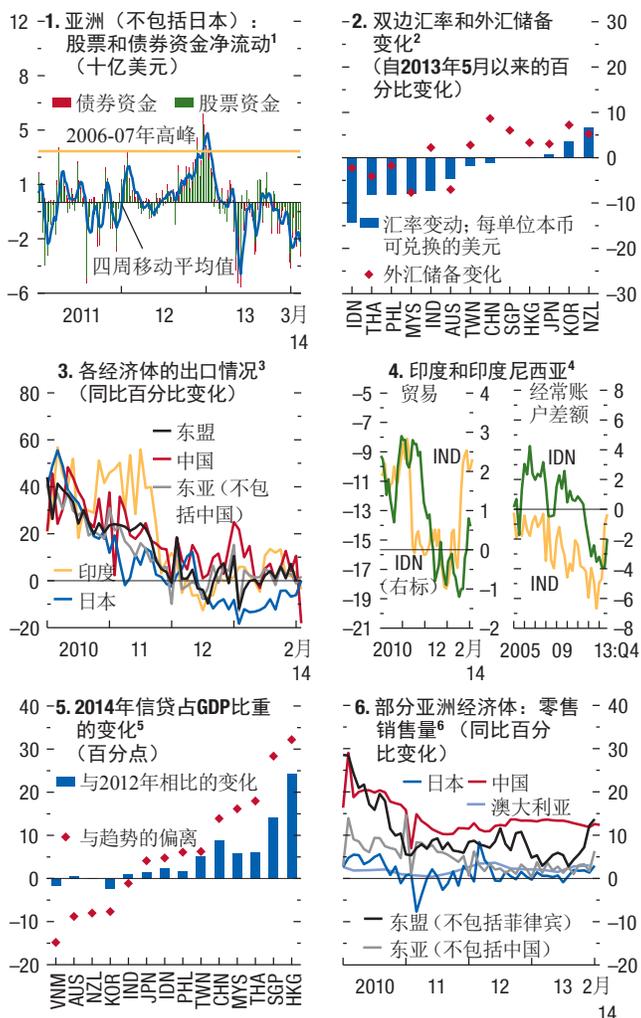
² 数据截至2013年第三季度。

³ 不包括拉脱维亚。

⁴ 数据截至2014年3月25日。

图 2.5. 亚洲：稳步复苏

2013年下半年，由于出口因先进经济体的需求上升而恢复，亚洲的经济活动出现改善。亚洲的国内需求依然强劲，且随着外部需求进一步恢复，预测2014年该地区的经济增长将升至5.5%。



来源：Bloomberg, L.P.; CEIC; Haver Analytics; 基金组织《国际金融统计》数据库；以及基金组织工作人员的计算。
 注：亚洲包括：AUS=澳大利亚；CHN=中国；HKG=香港特区；IDN=印度尼西亚；IND=印度；KOR=韩国；MYS=马来西亚；NZL=新西兰；PHL=菲律宾；SGP=新加坡；THA=泰国；TWN=中国台湾省；VNM=越南。东南亚国家联盟包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。东亚包括中国、香港特区、韩国和中国台湾省。JPN=日本。所有国家小组的总量通过按购买力平价计算的GDP占小组GDP的比重加权得出。
¹ 数据包括交易所交易基金和共同基金的流动；数据截至2014年3月19日。
² 汇率数据是2014年3月数据；储备数据是2014年2月数据，新西兰（2014年1月数据）和中国（2013年12月数据）除外。
³ 东盟数据截至2013年1月。
⁴ 贸易差额数据是三个月移动平均值，并且印度尼西亚的数据截至2014年1月。经常账户差额数据为占GDP的百分比。
⁵ 最新月度数据。在2000-12年期间，使用Hodrick-Prescott滤波法计算了趋势。
⁶ 澳大利亚、中国、日本和东盟（不包括菲律宾）。澳大利亚数据截至2013年12月，日本、东亚（不包括中国）和东盟（不包括菲律宾）数据截至2014年1月。澳大利亚的季度数据使用了线性插值操作。

资的预期。匈牙利的外部脆弱性虽正在下降但依然很大，可能会抑制增长。

- 与去年一样，2014年东南欧的增长将适度加快，约为1.9%，这在很大程度上源于外部需求的改善。少数几个国家的内需将从欧盟的支出中受益。然而，由于处置不良贷款的进度缓慢、失业水平居高不下，以及一些国家需实施财政整顿等原因，内需将继续受到约束。

预计该地区大多数国家的通胀水平将下降或维持在适度水平。多个国家的核心通胀处于低位，而保加利亚、克罗地亚和罗马尼亚的核心通胀水平一直在下降，反映了这些经济体依然为负的产出缺口、受抑制的国内需求、薄弱的银行信贷和外部价格的不良变动（图 2.4），以及一些其他原因。然而，由于国内需求企稳且一次性因素的影响消失，新兴欧洲的通缩风险较低。

欧元区的复苏延缓，以及地缘政治事件或美联储开始逐步缩小宽松规模所导致的金融市场波动性抬头是整个地区面临的主要下行风险。新兴和发展中欧洲的增长与欧元区的增长高度关联，并且由于存在紧密的金融联系，欧元区仍是该地区的主要冲击来源。随着证券投资大幅减少，2013年第三季度中欧和东南欧的资本流入总额急剧降为负值，而土耳其的降幅也很大（图 2.4）。如果金融市场的波动性再次上升，资本加速流出会成为风险，给许多国家依然庞大的财政赤字以及部分国家的外部逆差融资造成负面影响。此外，与乌克兰相关的地缘政治风险的进一步升级会通过金融和贸易渠道给该地区带来巨大负面溢出影响。最后，匈牙利的以外币计价的住房抵押贷款的处置行动、斯洛文尼亚的金融业和公司部门重组，以及塞尔维亚在实现必需的财政纪律方面的进展——上述活动的不确定性也会给这些国家的前景造成负面影响。

首要任务依然是提高潜在增长，包括应对居高不下的结构性失业问题、推进大量不良贷款的处置，以及加强贸易部门的作用。虽然该地区大多数国家的负产出缺口是由于经济周期处于低潮所致，但低增长也很大程度上反映了许多国家的结构性顽疾。然而，仅有少数几个国家拥有政策操作空间：已处于低位的政策利率和金融动荡卷土重来的风险缩小了大多数国家进一步实行货币宽松的空间。同时，公共债务和总体财政赤字高企凸显了财政整顿的必要性，其中多个国家需主要依靠减支来进行整顿。

表2.3. 部分亚洲经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业
(除非另有注明, 均为年度百分比变化)

	实际GDP			消费者价格 ¹			经常账户差额 ²			失业 ³		
	2013	预测		2013	预测		2013	预测		2013	预测	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
亚洲	5.2	5.4	5.6	3.5	3.9	3.7	1.4	1.6	1.6	...	...	...
亚洲先进经济体	2.1	2.3	2.2	1.1	2.4	2.2	2.0	2.1	2.0	4.0	4.0	4.0
日本	1.5	1.4	1.0	0.4	2.8	1.7	0.7	1.2	1.3	4.0	3.9	3.9
韩国 ⁴	2.8	3.7	3.8	1.3	1.8	3.0	5.8	4.4	3.5	3.1	3.1	3.1
澳大利亚	2.4	2.6	2.7	2.4	2.3	2.4	-2.9	-2.6	-2.8	5.7	6.2	6.2
中国台湾省	2.1	3.1	3.9	0.8	1.4	2.0	11.7	11.7	10.9	4.2	4.2	4.1
香港特区	2.9	3.7	3.8	4.3	4.0	3.8	3.1	3.3	3.9	3.1	3.1	3.1
新加坡	4.1	3.6	3.6	2.4	2.3	2.6	18.4	17.7	17.1	1.9	2.0	2.1
新西兰	2.4	3.3	3.0	1.1	2.2	2.2	-4.2	-4.9	-5.4	6.1	5.2	4.7
亚洲新兴和发展中经济体	6.5	6.7	6.8	4.5	4.5	4.3	1.1	1.2	1.4	...	...	...
中国	7.7	7.5	7.3	2.6	3.0	3.0	2.1	2.2	2.4	4.1	4.1	4.1
印度	4.4	5.4	6.4	9.5	8.0	7.5	-2.0	-2.4	-2.5	...	...	...
东盟五国	5.2	4.9	5.4	4.4	4.7	4.4	0.1	0.3	0.3	...	...	...
印度尼西亚	5.8	5.4	5.8	6.4	6.3	5.5	-3.3	-3.0	-2.7	6.3	6.1	5.8
泰国	2.9	2.5	3.8	2.2	2.3	2.1	-0.7	0.2	0.3	0.7	0.7	0.8
马来西亚	4.7	5.2	5.0	2.1	3.3	3.9	3.8	4.0	4.0	3.1	3.0	3.0
菲律宾	7.2	6.5	6.5	2.9	4.4	3.6	3.5	3.2	2.6	7.1	6.9	6.8
越南	5.4	5.6	5.7	6.6	6.3	6.2	6.6	4.3	3.5	4.4	4.4	4.4
其他亚洲新兴和发展中经济体 ⁵	6.2	6.7	7.1	6.8	6.6	6.4	-2.1	-1.4	-1.2	...	...	...
备忘项												
亚洲新兴经济体 ⁶	6.5	6.7	6.8	4.5	4.4	4.2	1.2	1.3	1.4	...	...	...

注：某些国家的数据是基于财政年度。关于每个国家参考期间的完整列表，参见统计附录表F。

¹ 消费者价格的变动以年度平均值表示。年底至年底的变化见统计附录表A6和A7。

² 占GDP的百分比。

³ 百分比。各国的失业定义可能不同。

⁴ 韩国的实际GDP序列以2005年为参考年，因而未反映《世界经济展望》定稿后、当局于2014年3月26日公布的修改后的国民账户。对国民账户进行的这次全面修改包括实施《2008年国民账户体系》以及将参考年变为2010年。由于这些调整，2013年实际GDP增长由2.8%上调至3%。

⁵ 其他亚洲新兴和发展中经济体包括孟加拉国、不丹、文莱达鲁萨兰国、柬埔寨、斐济、基里巴斯、老挝人民共和国、马尔代夫、马绍尔群岛、密克罗尼西亚、蒙古、缅甸、尼泊尔、帕劳、巴布亚新几内亚、萨摩亚、所罗门群岛、斯里兰卡、东帝汶、汤加、图瓦卢和瓦努阿图。

⁶ 亚洲新兴经济体包括东盟五国、中国和印度。

亚洲：稳步复苏

除日本外，2013年下半年，随着出口恢复和内需保持强劲，亚洲的增长加快。全球下行风险依然显著，这对于已被国内外脆弱性削弱的经济体而言更有重大影响力。此外，中国本土的脆弱性继续上升，特别是那些源自信贷增长的脆弱性。整个地区的政策优先点存在差异，一些经济体实行了紧缩，但其他一些经济体仍能支持增长。供给方面的改革措施将提高抗风险能力并改善增长前景。

随着对先进经济体的出口加快，2013年下半年，亚洲的经济活动加速。国内需求坚挺，且大多数亚洲经济体的零售活跃。出口势头加快，特别是对美国和欧元区的出口。在日本，虽然私人消费

和公共支出保持强劲，但2013年下半年，由于出口恢复缓慢，以及能源进口居高不下和强大的内需所导致的进口需求剧增，日本的GDP增长放缓（见第一章）。基本面和政策较强的国家成功应对了2013年中和2014年初资本流动放缓带来的压力，新兴亚洲的许多国家的增长并未受损且有向好趋势。尽管波动性加剧，但金融条件依然宽松，这部分地是因为货币疲软产生了一些抵消作用（图2.5）。

2014年和2015年，整个亚洲的增长预计将适度加快，由2013年的5.2%上升至约5.5%（表2.3）。先进经济体的前景改善，加上一些经济体的汇率更具竞争力，将有助于促进出口。强劲的劳动力和依然活跃的信贷增长将继续支持国内需求。政策有望继续保持宽松，但少数经济体（印度、

印度尼西亚)的加息在缓解脆弱性的同时也会妨碍增长。在日本，财政整顿对经济增速将有不利影响。虽然随着产出缺口消失，整个地区的通胀将小幅上扬，但总体上仍处在较低水平。不过，印度和印度尼西亚是重要的例外，两国的高通胀率还需要一定时间来缓和。

- 由于财政政策态势对经济活动的拖累，预计2014年日本的GDP增长将放缓至1.4%左右。近期通过的刺激措施产生的积极影响预计会被消费税增加以及重建支出和之前刺激措施的减少所产生的负面影响抵消，综合来看甚至可能会是负面的。货币支持措施将确保维持宽松的金融条件。由于消费税提高，今年通胀将暂时上涨至2.75%（见第一章）。
- 韩国经济应该会继续复苏，预计2014年增长将加快至3.7%。贸易伙伴国的需求扩大将改善出口，这是增长加速的主要驱动力。受益于劳动力市场状况持续稳健，以及过去实施的财政刺激和货币宽松措施，国内需求应该也会改善。
- 由于采矿部门的投资持续放缓，2014年澳大利亚的增长有望继续大体稳定在2.6%。受益于灾后重建支出，新西兰的增长应该会加快至3.3%。
- 2013年下半年，中国的增速有所恢复。由于仍在实施宽松政策，中国经济今年的增长应该会保持强劲，仅会小幅放缓至7.5%。政府改革计划的宣布改善了景气，但经济再平衡的进展依旧存在不确定性（见专栏1.2）。财政改革有望提高税收制度的效率，正在推进的金融改革应能改善资本配置并提高投资效率，不过也可能导致中国的资本市场近期出现一些波动（见第一章）。虽然通胀预计会保持温和，但人们仍然担心过度投资和信贷质量的问题，这意味着中国会继续通过放缓信贷增速以及提高实际借款成本来撤销对经济的货币支持。
- 受益于全球增长的小幅改善、出口竞争力上升，以及近期批准的投资项目的实施，印度的增长有望由2013年的4.4%复苏至2014年的5.4%。近几个月的出口加快和控制黄金进口的措施为缩小经常账户逆差做出了贡献。支持资本流动的政策措施进一步缓解了外部脆弱性。鉴于支持投资的政策实施以及近期政策行动带来的信心提振，总体增长有望稳固加快，但仍将继续低于趋势增速。消费者价格通胀预计仍是重要难题，但应能继续步入下行轨道。
- 东南亚国家联盟（ASEAN）经济体的发展仍然不均衡。虽然自2013年中期以来的货币贬值应该能促进出口，但由于投资者信心不足和借款成本上升抑制了国内经济，印度尼西亚今年的增长预计会放缓。泰国近期前景依旧为政治局

势所牵绊；由于私人需求疲软且公共投资计划被拖延，经济正在放缓。然而，马来西亚和菲律宾处在更有利的发展轨道，预计两国将维持强劲增长。

- 发展中亚洲的经济前景很大程度上是持续稳定增长的局面，而世界贸易持续复苏还能给它们带来一些额外好处。在经历了一年的政治动荡后，随着经济活动正常化，孟加拉的国内需求预计在2014年恢复。此外，老挝和蒙古持续面临着与信贷快速增长和大额经常账户逆差有关的宏观经济失衡风险。

在外部担忧仍然存在的同时，亚洲还面临各种特定的国内风险。除了多个国家（例如，泰国）的政治紧张局势和不确定性造成的更具本地特征的风险外，总体而言，该地区未来一年将面临三大关切（见第一章）：

- 全球金融条件收紧：随着美国的增长加快，亚洲将不得不努力去适应全球期限溢价的稳步上升。基本面更弱且更依赖全球金融和贸易的经济体将受到最大影响。在一些经济体，公司或住户杠杆导致的国内金融脆弱性会放大这种冲击，进而对银行的资产负债表产生负面影响。
- 安倍经济学的效果不大：如果日本的政策措施未能提高通胀预期、名义工资、出口和私人投资，那么其新政的促增长效果会低于设想。增长放缓会对诸如印度尼西亚和泰国等与日本有着密切贸易和外商直接投资联系的经济体产生巨大负面溢出影响，而通缩风险卷土重来的后果尤为严重。
- 中国的放缓程度大于设想且金融业存在脆弱性：中国经济增长的放缓程度大于设想（例如，结构性改革的实施导致的增速减速），将给该地区的其他国家带来巨大溢出影响，那些与区域供应链联系在一起的经济体以及商品出口国的所受影响尤其大。短期内爆发金融危机的可能性不大，但鉴于近期信贷增速迅猛以及影子银行的发展，可能会不断出现关于信托公司信用问题或地方政府潜在偿债问题的消息。这些会引发中国和全球金融市场的负面反应，但同时，这样的事件也有可能改进风险定价，焉知非福。

除解决近期的脆弱性之外，亚洲还应继续推进结构性改革，从而改善中期前景。总体而言，印度和东盟经济体的改革应侧重于通过增加公共和私人投资（尤其是基础设施投资）来消除增长面临的结构性障碍。中国的旨在放开金融体系和提高资本成本的改革将是改善信贷分配和促进生产力发展的关键。日本则需通过结构性改革来实现增长持续改善和持久远离通缩。

表2.4. 部分西半球经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业
(除非另有注明，均为年度百分比变化)

	实际GDP			消费者价格 ¹			经常账户差额 ²			失业 ³		
	2013	预测		2013	预测		2013	预测		2013	预测	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
预测	1.8	2.8	3.0	1.6	1.6	1.8	-2.3	-2.2	-2.5	...	...	...
美国	1.9	2.8	3.0	1.5	1.4	1.6	-2.3	-2.2	-2.6	7.4	6.4	6.2
加拿大	2.0	2.3	2.4	1.0	1.5	1.9	-3.2	-2.6	-2.5	7.1	7.0	6.9
墨西哥	1.1	3.0	3.5	3.8	4.0	3.5	-1.8	-1.9	-2.0	4.9	4.5	4.3
南美地区 ⁴	3.2	2.3	2.7	8.1	...	...	-2.7	-2.8	-2.9	...	...	...
巴西	2.3	1.8	2.7	6.2	5.9	5.5	-3.6	-3.6	-3.7	5.4	5.6	5.8
阿根廷 ^{5,6}	4.3	0.5	1.0	10.6	...	...	-0.9	-0.5	-0.5	7.1	7.6	7.6
哥伦比亚	4.3	4.5	4.5	2.0	1.9	2.9	-3.3	-3.3	-3.2	9.7	9.3	9.0
哥伦比亚	1.0	-0.5	-1.0	40.7	50.7	38.0	2.7	2.4	1.8	9.2	11.2	13.3
秘鲁	5.0	5.5	5.8	2.8	2.5	2.1	-4.9	-4.8	-4.4	7.5	6.0	6.0
智利	4.2	3.6	4.1	1.8	3.5	2.9	-3.4	-3.3	-2.8	5.9	6.1	6.2
厄瓜多尔	4.2	4.2	3.5	2.7	2.8	2.6	-1.5	-2.4	-3.1	4.7	5.0	5.0
玻利维亚	6.8	5.1	5.0	5.7	6.8	5.3	3.7	3.7	2.4	6.4	6.3	6.2
乌拉圭	4.2	2.8	3.0	8.6	8.3	8.0	-5.9	-5.5	-5.2	6.3	6.8	6.9
巴拉圭	13.0	4.8	4.5	2.7	4.7	5.0	0.9	-0.9	-1.6	5.4	5.5	5.5
中美地区 ⁷	4.0	4.0	4.0	4.2	3.8	4.4	-6.9	-6.5	-6.2	...	...	...
加勒比地区 ⁸	2.8	3.3	3.3	5.0	4.4	4.5	-3.7	-3.2	-3.2	...	...	...
备选项												
拉丁美洲和加勒比 ⁹	2.7	2.5	3.0	6.8	...	...	-2.7	-2.7	-2.8	...	...	...
不包括阿根廷	2.5	2.8	3.2	6.4	6.8	5.9	-2.8	-2.9	-3.0	...	...	...
东加勒比货币联盟 ¹⁰	0.5	1.4	1.8	1.0	1.2	1.8	-17.6	-17.1	-16.7	...	...	...

注：某些国家的数据是基于财政年度。关于每个国家参考期间的完整列表，参见统计附录的表F。

¹ 消费者价格的变动以年度平均值表示。年底至年底的变化见统计附录的表A6和A7。

² 占GDP的百分比。

³ 百分比。各国的失业定义可能不同。

⁴ 包括圭亚那和苏里南。关于消费者价格，见注6。

⁵ 数字是阿根廷的官方数据。但基金组织已发布谴责声明，要求阿根廷针对官方GDP数据的质量问题采取补救措施。其他数据来源显示，2008年之后的实际GDP增长显著低于官方数据。为此，基金组织在对阿根廷的宏观经济监督中还使用了有关GDP增长的其他估计值。

⁶ 数字是阿根廷的官方数据。自2014年1月以后的消费者价格数据反映了新的全国消费者价格指数（IPC_{Nu}），与之前使用的消费者价格指数（大布宜诺斯艾利斯地区的消费者价格指数，CPI-GBA）有实质性区别。由于在地理覆盖面、权重、抽样和方法方面存在差异，IPC_{Nu}数据无法直接与之前的CPI-GBA数据进行比较。由于数据出现这一结构性断层，2014年春季《世界经济展望》未列出工作人员对CPI通货膨胀的预测。在基金组织于2013年2月1日发布谴责声明后，到2014年3月末公布新的全国性CPI是基金组织执董会2013年12月呼吁阿根廷应对官方CPI数据质量问题决定中的具体行动之一。执董会将按照2013年12月明确的日程表和基金组织法律框架中的程序对该问题进行再次审查。

⁷ 中美地区包括伯利兹、哥斯达黎加、萨尔瓦多、危地马拉、洪都拉斯、尼加拉瓜和巴拿马。

⁸ 加勒比包括安提瓜和巴布达、巴巴多斯、多米尼克、多米尼加共和国、格林纳达、海地、牙买加、圣基茨和尼维斯、圣卢西亚、圣文森特和格林纳丁斯、特立尼达和多巴哥。

⁹ 拉丁美洲和加勒比包括墨西哥以及加勒比、中美地区和南美地区的经济体。见注6。

¹⁰ 东加勒比货币联盟包括安提瓜和巴布达、多米尼克、格林纳达、圣基茨和尼维斯、圣卢西亚、圣文森特和格林纳丁斯，以及安圭拉和蒙特塞拉特（它们不是基金组织成员）。

拉丁美洲和加勒比：增长受到抑制

2014年拉丁美洲和加勒比的经济活动预计依旧处于相对低迷状态。先进经济体的复苏在贸易方面能产生正面溢出影响，但这些积极影响很可能被商品价格下跌、金融条件趋紧和一些国家的供给瓶颈所抵消。加勒比地区的增长依旧受债务水平高企和竞争力不足的约束。政策制定者需重点改善财政状况，应对潜在的金融脆弱性，以及推进促增长的结构性改革以缓解供给方约束。

整个拉丁美洲和加勒比的经济活动去年处于相对低迷状态。估计2013年全年增长2.75%，明显低于前几年的增长率（图2.6）。投资疲软以及对该地区出口品的需求的下降阻碍了经济活动，而许多经济体的供给瓶颈问题愈发严重也给经济增长造成了拖累。2013年年中和2014年年初的市场压力对基本面较强的国家的影响一般较小（见第一章）。然而，整个拉丁美洲和加勒比的大多数货币、股票和债券市场的交易量依然远低于12个月之前的水平，这反映了更加紧张的外部条件以及市场对中期增长前景的再评估。

未来，预测该地区 2014 年的增长将继续保持低速，为 2.5%。先进经济体的复苏有望对贸易产生正面溢出影响，但这些积极影响很可能被商品价格下跌、金融条件收紧以及一些经济体的供给方约束的影响所抵消。然而，该地区不同地方的前景差异较大（表 2.4）：

- 经历了 2013 年 1.1% 的出乎意料的低速增长后，今年墨西哥的增长有望反弹至 3%。之前经济活动所面临的多个阻力已缓解，财政政策有所宽松，美国的需求也有改善。由于某些税收措施的一次性影响，总体通胀近期预计会维持在接近通胀目标范围上限的水平。然而，核心通胀和通胀预期仍较为稳定。展望更远的未来，墨西哥正在进行的经济改革，尤其是能源和通信行业改革，能提升中期潜在增长。
- 预计巴西经济将保持低速运行，2014 年的增长将放缓至 1.8%。抑制经济活动的因素包括国内供给约束，特别是基础设施不足，以及私人投资增长的持续疲软，后者反映了竞争力低下和商业信心低迷。由于有限的闲置产能和近期雷亚尔的贬值使价格压力居高不下，通胀预计将维持在官方目标区间的上部。去年，政策组合偏于货币紧缩，预计 2014 年的财政政策（包括政策贷款）将保持大体中性的立场。
- 在其他的金融一体化经济体中，哥伦比亚和秘鲁预计将继续以较快的速度增长。由于私人投资增长（包括采矿业的投资）在显著放缓，预测智利的经济活动将有所放慢。在所有这三个国家中，由于失业率创下新低以及实际工资稳定增长，国内消费依旧旺盛。尽管如此，价格压力预计仍将可控。
- 2014 年阿根廷和委内瑞拉的经济活动预计将明显放缓，不过其前景的不确定性较大。持续宽松的宏观经济政策导致高通胀和官方外汇储备流失。两国的官方和市场汇率的差别依然较大，并且委内瑞拉的这种差别在继续扩大。管理国内外失衡所采取的行政措施，包括对价格、汇率和贸易的管制，正进一步压制信心和经济活动。近期，两国均调整了汇率，阿根廷还调高了利率，但需通过更有意义的政策变化来避免无序调整。
- 去年，玻利维亚的经济强劲增长。受油气出口迅猛增长和宽松宏观经济政策的推动，预计 2014 年的增长将继续保持在潜在水平之上。在巴拉圭，经历了严重旱灾的农业部门逐渐恢复，因此，经济增长也在 2013 年出现了反弹。
- 中美洲地区的增长预计将大体保持不变，增速为 4.0%，原因是美国经济活动改善所产生的促进作用被一些国家的收紧的财政政策、病虫害

图 2.6. 拉丁美洲和加勒比：增长受到抑制

2013 年，拉丁美洲和加勒比的出口表现受到抑制，且投资继续放缓，经济增长进一步放慢步伐。预计今年经济活动将保持低迷，金融市场动荡再现带来下行风险，尤其是对那些外部融资需求较大或国内政策较薄弱的经济体来说。



来源：Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; 基金组织《国际金融统计》数据库；各国当局；以及基金组织工作人员的估计。
 注：CPI=消费者价格指数；EMBI=JPMorgan新兴市场债券指数；LAC=拉美和加勒比。LA6=巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁、乌拉圭。LA5=LA6中除乌拉圭之外的经济体。
 1 使用阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、墨西哥、巴拉圭和秘鲁购买力平价计算的GDP占小组GDP的比重进行加权。
 2 数据截至2014年3月24日。
 3 智利、哥伦比亚和秘鲁的简单平均。
 4 简单平均。
 5 以购买力平价计算的GDP占小组GDP的比重进行加权。

对咖啡生产的不利影响、来自委内瑞拉的融资的减少，以及其他的国家具体因素所抵消。

- 加勒比地区继续面临以低增长、高负债和金融脆弱性为特征的严峻经济环境。不过，随着旅游业企稳，依赖旅游业的经济体的增长今年有望温和复苏。

预测前景仍面临巨大风险。从上行方面看，美国增长的改善强于预期会促进该地区的出口，不过其对贸易产生的积极溢出影响将集中在墨西哥和少数几个中美洲与加勒比国家。从下行方面看，美国的利息上升快于预期会导致新的金融不利因素，特别是在资本流动突然逆转的情况下。此外，中国的投资放缓程度超过预期或其他因素给商品价格带来进一步下行的压力将拖累该地区的商品出口国的经济增长。

在此背景下，拉丁美洲和加勒比的政策制定者应重点改善国内基本面，从而降低经济对于外部冲击的脆弱性。对于那些面临大规模财政失衡问题的国家以及剩余产能有限且外部经常账户逆差大的国家，逐步削减财政赤字并降低公共债务水平依然是恰当的做法。进一步提高财政框架的透明度和可信度也有助于增强投资者信心。同样，确保对金融业进行严格的审慎监督，以及前瞻性地应对那些脆弱环节，以避免它们在利率急剧上升或增长进一步放缓时出现问题，也是至关重要的行动。

通过加大汇率弹性，各国更好地对去年的金融市场动荡做出了调整，未来如再次出现波动，汇率应该可以继续发挥重要的缓冲作用。同时，在低通胀且通胀预期稳定的经济体，宽松的货币政策依然是应对增长继续放缓的第一道防线。在通胀压力持续存在（且汇率继续贬值可能使通胀进一步加剧）的国家，货币和财政政策均应侧重于稳定通胀预期。

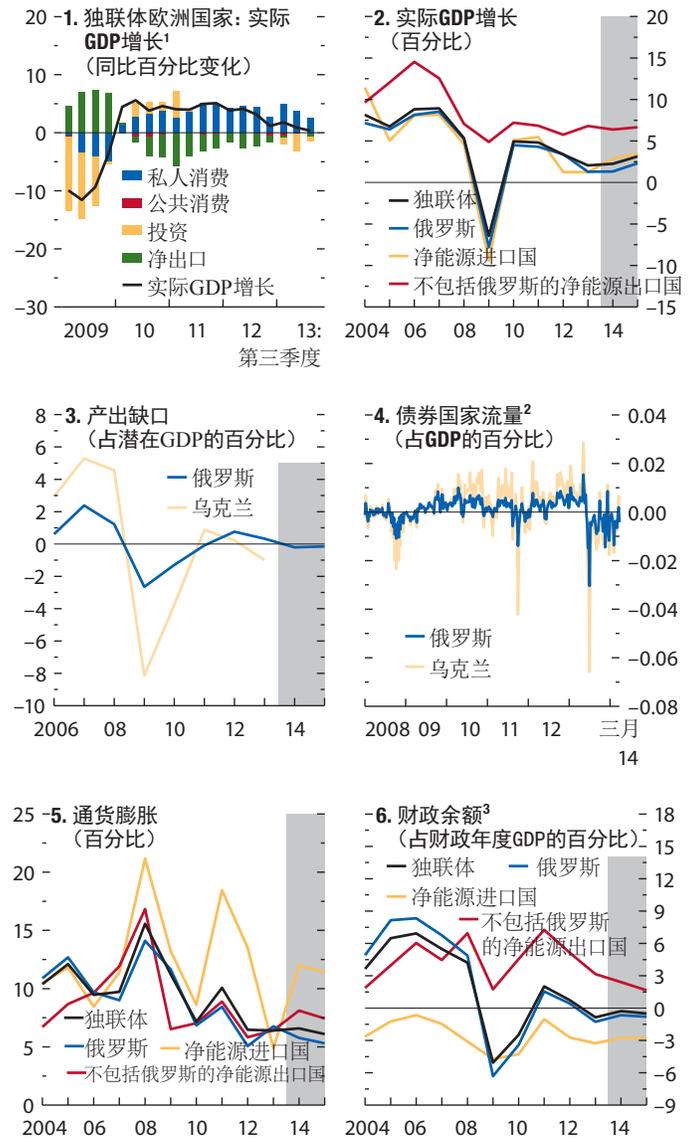
旨在提高生产力和竞争力的结构性改革也具有关键意义。最重要的是，该地区需提高在基础设施和人力资本方面的投资力度及效率；消除阻碍正式就业行业的劳动参与度提高的障碍；并改善商业和监管环境。

独立国家联合体：前景了无起色

尽管消费强劲，独联体（CIS）的增长依旧了无起色，这反映了投资不振、政局紧张和一些国家的政策不确定性。地缘政治紧张局势正给该地区的部分国家蒙上阴影。相比之下，高加索和中亚地区（CCA）的增长活跃。政策应侧重于推进改革并增加投资，以提高增长潜力。对于一些国家而言，纠正严重的失衡也是一项优先工作。

图 2.7. 独联体：前景受到抑制

独联体的增长继续疲软，反映了俄罗斯经济的进一步放缓且其他地区的外部需求低迷，流入该地区的资本减少。政策应围绕实施更有力的改革以提高增长潜力，以及纠正一些国家严重的失衡问题。



来源：EPFR Global/Haver Analytics; Haver Analytics; 以及基金组织工作人员的估计。

注：净能源出口国（NEE）包括：阿塞拜疆、哈萨克斯坦、俄罗斯、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦。净能源进口国（NEI）包括：亚美尼亚、白俄罗斯、格鲁吉亚、吉尔吉斯共和国、摩尔多瓦、塔吉克斯坦、乌克兰。所有国家小组总量均以购买力平价计算的GDP占小组GDP的比重进行加权。由于正发生危机，未包括对乌克兰的预测。

¹ 独联体欧洲国家包括白俄罗斯、摩尔多瓦、俄罗斯和乌克兰。

² 数据截至2014年3月18日。

³ 广义政府的净贷款/借款，但净能源进口国除外，这些国家使用总余额。

表2.5. 独联体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业
(除非另有注明，均为年度百分比变化)

	实际GDP			消费者价格 ¹			经常账户差额 ²			失业 ³		
	2013	预测		2013	预测		2013	预测		2013	预测	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
独联体	2.1	2.3	3.1	6.4	6.6	6.1	0.7	1.9	1.5	...	...	...
净能源出口国	2.2	2.2	3.1	6.7	6.2	5.7	1.9	2.5	1.9	...	...	...
俄罗斯	1.3	1.3	2.3	6.8	5.8	5.3	1.6	2.1	1.6	5.5	6.2	6.2
哈萨克斯坦	6.0	5.7	6.1	5.8	9.2	7.5	0.1	1.9	2.0	5.2	5.2	5.2
乌兹别克斯坦	8.0	7.0	6.5	11.2	11.0	11.0	1.7	2.2	1.9	...	...	...
阿塞拜疆	5.8	5.0	4.6	2.4	3.5	4.0	19.7	15.0	9.9	6.0	6.0	6.0
土库曼斯坦	10.2	10.7	12.5	6.6	5.7	6.0	-3.3	-1.1	1.3	...	...	...
净能源进口国	1.2	2.8	3.5	4.9	12.0	11.4	-8.9	-9.0	-7.5	...	...	...
乌克兰 ⁴	0.0	...	...	-0.3	...	...	-9.2	...	...	7.4	...	...
白俄罗斯	0.9	1.6	2.5	18.3	16.8	15.8	-9.8	-10.0	-7.8	0.6	0.6	0.6
格鲁吉亚 ⁵	3.2	5.0	5.0	-0.5	4.0	4.6	-6.1	-7.9	-7.3	...	...	...
亚美尼亚	3.2	4.3	4.5	5.8	5.0	4.0	-8.4	-7.2	-6.8	18.5	18.0	17.9
塔吉克斯坦	7.4	6.2	5.7	5.0	5.4	5.9	-1.9	-2.1	-2.3	...	...	...
吉尔吉斯共和国	10.5	4.4	4.9	6.6	6.1	6.6	-12.6	-15.5	-14.3	7.6	7.6	7.5
摩尔多瓦	8.9	3.5	4.5	4.6	5.5	5.9	-4.8	-5.9	-6.4	5.2	5.6	5.3
备忘项												
高加索和中亚 ⁶	6.6	6.2	6.4	6.0	7.7	7.1	2.6	3.0	2.4	...	...	...
独联体低收入国家 ⁷	7.1	6.0	5.8	7.7	8.3	8.4	-2.2	-2.3	-2.2	...	...	...
不包括俄罗斯在内的净能源出口国	6.8	6.4	6.7	6.4	8.1	7.4	3.6	4.2	3.4	...	...	...

注：某些国家的数据是基于财政年度。关于每个国家参考期间的完整列表，参见统计附录的表F。

¹ 消费者价格的变动以年度平均值表示。年底至年底的变化见统计附录的表A7。

² 占GDP的百分比。

³ 百分比。各国的失业定义可能不同。

⁴ 由于正在发生的危机，未包括对乌克兰的预测。

⁵ 格鲁吉亚虽不是独联体成员国，但由于地理位置相近和经济结构相似，也将其编入其中。

⁶ 包括亚美尼亚、阿塞拜疆、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、吉尔吉斯共和国、塔吉克斯坦、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦。

⁷ 独联体低收入国家包括亚美尼亚、格鲁吉亚、吉尔吉斯共和国、摩尔多瓦、塔吉克斯坦和乌兹别克斯坦。

2013年下半年，欧洲的独联体经济体的增长不断放缓，2014年初的地缘政治紧张局势导致其进一步放缓（图2.7）。2013年，俄罗斯的增长依旧低迷。尽管消费强劲，但投资低迷和全球复苏缓慢抑制了经济活动。大丰收和旺盛的私人消费使乌克兰于2013年第四季度走出衰退，但大量的国内和外部失衡问题仍然存在。对美联储缩小宽松规模的担忧加剧，导致了资本流动的波动性自夏季开始急剧上升。2014年初，国内政治动荡和俄罗斯接管克里米亚给乌克兰经济造成负面影响，并对整个地区产生溢出效应。这些地缘政治紧张局势给本已疲软的俄罗斯近期增长前景雪上加霜。由于卢布面临下行压力，资本流出加剧，中央银行暂时回归相机抉择政策，并增加了外汇干预。尽管作为地区主要贸易伙伴之一的俄罗斯经济放缓，2013年高加索和中亚（CCA）地区的经济增长约1个百分点至6.5%左右。

2014年，欧洲独联体经济体的增长仍将保持低迷，而高加索和中亚的近期前景预计放缓至6.2%（表2.5）。

- 预测2014年俄罗斯的GDP增速低迷，为1.3%。新兴市场金融动荡余波和与乌克兰相关的地缘政治紧张局面给本已低迷的活动雪上加霜。
- 由于严重的经济和政治冲击对投资和消费产生了负面影响，乌克兰的产出很可能大幅下降。接近2014年末的时候，净出口和投资复苏应该能恢复一定增长。
- 2014年，白俄罗斯的增长无起色，将保持在1.6%。摩尔多瓦2014年GDP的增长将放缓至3.5%，主要原因是农业增长预计会减速。
- 高加索和中亚地区的经济活动将保持较好势头，原因包括：外部需求加强，亚美尼亚和格鲁吉亚的国内需求因财政宽松而恢复，以及新增产能的投产推动土库曼斯坦的油气出口增加；然而，哈萨克斯坦的石油产出增长出现了暂时乏力，吉尔吉斯斯坦共和国的黄金出口增长出现了停滞。

2014年，本地区通胀将大致稳定在6%左右，但一些经济体的通胀会持续高企（表2.5）。2013年，俄罗斯的通胀超过了目标区间，部分地是因为食

品价格的暂时性上涨和卢布贬值，2014年，通胀很可能还将继续高于其中点目标。哈萨克斯坦坚戈近期贬值将加大今年的通胀压力。白俄罗斯的通胀水平已经有所下降，但在现有政策下，仍将保持两位数。大多数高加索和中亚国家的通胀水平预计将维持在央行的目标范围内。在格鲁吉亚，由于内需增加以及近期货币贬值，预计2015年的通胀水平将接近5%的目标。在乌兹别克斯坦，由于指导价格上升、货币贬值和信贷增长强劲，通胀将继续停留在两位数。

考虑到俄罗斯接管克里米亚后的地缘政治不确定性上升、金融条件趋紧以及资本流动波动不定，本地区的风险平衡依旧偏于下行。制裁和反制裁的加剧会影响贸易流动和金融资产价格。不利影响会通过实体（贸易与汇款）和金融（资产估值与银行）渠道得以传播。即便没有制裁，俄罗斯和乌克兰的增长下滑也会在中期给邻近经济体造成重大影响。商品价格下跌（见第一章的商品专题）将延缓乌克兰的复苏，不利于俄罗斯和高加索和中亚油气出口国的增长。然而，拥有大量国外资产缓冲的国家所受到的影响较小。新兴市场增长前景的进一步下调将对高加索和中亚地区的贸易、汇款和项目融资产生负面影响，压抑该地区石油进口国的增长，尤其是考虑到这些经济体的外部和财政缓冲有限。如果俄罗斯经济因紧张局势而放缓，这将通过实体部门和金融渠道影响高加索和中亚地区，特别是在能源供应中断、石油和燃气价格上涨的情况下。从上行风险方面看，先进经济体超出预期的强劲复苏可保持较高的石油和燃气价格，使石油和燃气出口国受益，而且，通过俄罗斯强于预期的复苏，也间接地能让商品进口国获益。

政策应致力于维护宏观经济稳定，以及通过大刀阔斧的改革来增强增长潜力。为了有力应对新兴市场的金融动荡和地缘政治紧张局面的潜在影响，俄罗斯应在防范过度波动的前提下继续依靠汇率弹性来促调整，将货币政策的重心放在稳通胀方面，并在允许自动稳定器发挥作用的前提下维持大体中性的结构性财政政策。对于乌克兰而言，财政整顿和逐步减少能源行业的准财政损失是稳定经济的关键。虽然俄罗斯的金融支持可以给白俄罗斯提供一定的短期喘息空间，但该国应迅速采取措施降低工资和信贷的增速并增强汇率弹性，从而缓解失衡问题。亚美尼亚和格鲁吉亚在推进中期整顿的同时，正计划在2014年实施一定的财政刺激。为实现持续强劲增长并使增长更具包容性，该地区还需推行结构性改革，以改善商业环境、实现经济多样化并提高外部竞争力。

中东和北非：正在转好？

石油产量下降和（持续的政治转型和冲突局面导致的）私人投资增长低迷抵消了公共支出的增长，因而，2013年中东和北非、阿富汗以及巴基斯坦（MENAP）的增长乏力。随着出口增长因贸易伙伴的复苏而改善，加上公共和私人投资加快，2014-2015年该地区的经济活动将加强。然而，信心薄弱、失业水平高、竞争力弱，以及很多国家的大量公共财政赤字将继续压抑该地区的经济前景。在复杂的政治转型期间，改革进展缓慢，因此，风险偏向下行。提高潜在产出，促进经济多样化，以及提高经济体的竞争力和抗风险能力，是实现可持续、包容增长并创造就业的关键。

石油出口经济体

2013年，MENAP石油出口国的经济活动放缓至2%左右，还不到近几年增长率的一半。持续的基础设施公共投资和私人信贷扩张支持了非石油部门经济的增长。然而，全球石油需求不温不火，美国的石油供应增加，加上地区石油供给扰动时间（主要是利比亚的新一轮动荡致使其石油产出降至产能的三分之一左右），导致石油行业的增长放缓（图2.8；还可参见第一章的商品专题）。

随着全球经济活动的加强以及消费和投资的保持增长势头，石油产出企稳，预计2014年这类经济体整体GDP的增速将上升至3.5%左右（表2.6）。阿拉伯联合酋长国的房地产价格正在快速上涨，获得2020年世界博览会的举办权进一步加强了其增长前景。同样，卡塔尔启动了一项大规模公共投资项目以推进经济多元化，并正在为申办国际足联2022年世界杯做准备。

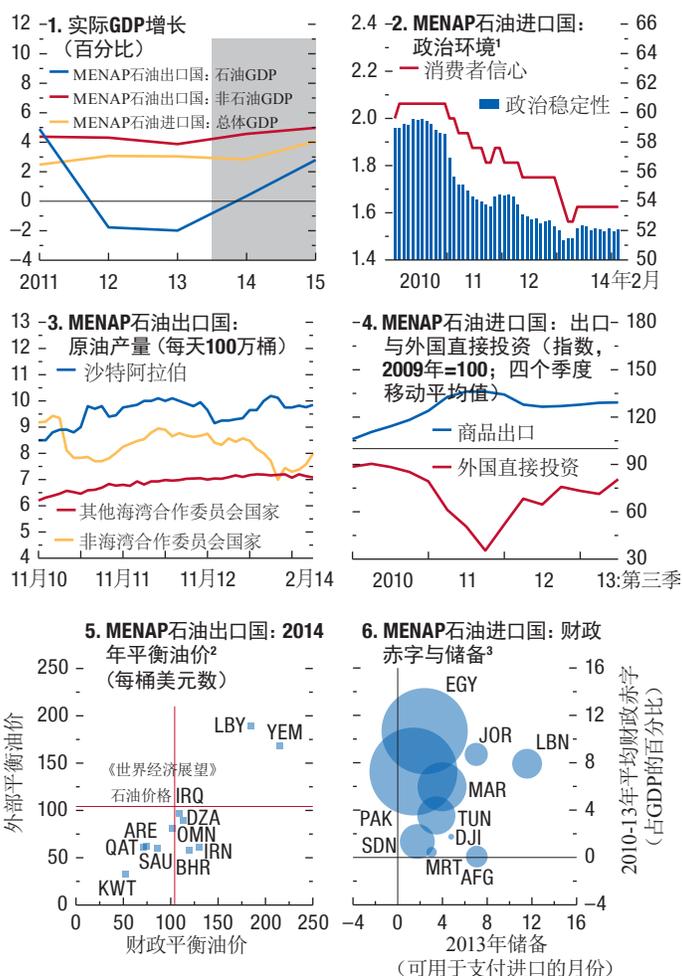
食品价格正在回落，有望将大多数石油出口国的通胀水平压至5%以下。伊朗伊斯兰共和国是一个主要的例外，尽管部分国际制裁措施有所松动，使该国前景近期有所改善，但伊朗仍面临滞涨问题。

尽管许多国家取消了全球衰退期间和“阿拉伯之春”期间实施的财政刺激，但石油收入的下降已导致这些经济体财政盈余的减少，2014年将降至2.6%。经常账户的大幅顺差预计也将因石油收入的减少而缩小（表2.6）。虽然海湾合作委员会（GCC）经济体的财政状况过去几年一直在恶化，但大多数经济体依然有大量的缓冲可以承受石油价格受到的重大冲击，只要这种冲击是短暂的。

石油出口国近期前景面临的风险已降低。安理会五常+德国与伊朗近期达成的临时协议缓解了地缘政治紧张局面，而其他非GCC国家继续出现

图 2.8. 中东、北非、阿富汗和巴基斯坦：正在转好？

由于社会政治巨变期间的石油供给下降以及非石油部门出口疲软抵消了高水平的公共支出，2013年中东、北非、阿富汗和巴基斯坦（MENAP）的增长温和。然而，高水平公共支出带来的强劲非石油部门活动和石油生产的恢复应能加快今年的经济活动。



来源：Haver Analytics；基金组织，贸易流向统计数据库；国际能源机构；各国当局；PRS集团有限公司《国际国别风险指南》；以及基金组织工作人员的估计。

注：中东、北非、阿富汗和巴基斯坦（MENAP）石油出口国包括：阿尔及利亚（DZA），巴林（BHR），伊朗（IRN），伊拉克（IRQ），科威特（KWT），利比亚（LBY），阿曼（OMN），卡塔尔（QAT），沙特阿拉伯（SAU），阿拉伯联合酋长国（ARE），也门（YEM）。MENAP石油进口国包括：阿富汗（AFG），吉布提（DJI），埃及（EGY），约旦（JOR），黎巴嫩（LBN），毛里塔尼亚（MRT），摩洛哥（MAR），巴基斯坦（PAK），苏丹（SDN），叙利亚（SYR）和突尼斯（TUN）。2011年及之后的数据不包括叙利亚。第一幅图中的国家小组总量和第四幅图的商品出口以购买力平价计算的GDP占小组GDP的比重进行加权；第二幅图显示的是简单平均值（不包括AFG、DJI和MRT）；第三幅图和第四幅图中的（EGY、MAR、PAK和TUN）外国直接投资显示的是加总数。

¹ 左标是消费者信心，右标是政治稳定性。消费者信心衡量值（政治稳定评级）越大意味着消费者信心（政治稳定性）越强。

² 政府预算和经常账户分别实现平衡的价格。也门是2013年的数据。

³ 气泡的大小与各国2013年的购买力平价GDP对应。

大规模石油供给中断情况的可能性很小。美国石油供给增速超预期，加上全球石油需求可能因新兴市场或先进经济体放缓而弱于预期的风险，使石油价格和GCC的产量面临下行风险。政策应继续侧重于推进经济体的多元化，降低其对石油的依赖，增加私人部门给予本国人的就业机会，并提高抵御冲击的能力。鼓励创业的改革以及对公共部门工资和就业的约束是关键措施。财政政策需管理需求压力、为后代保存财富，并确保公共资本支出的效率。目前，能源补贴从占GDP的4%到12.5%不等，减少补贴将削减能源消费，为有针对性的社会支出腾出资源，并帮助公共投资融资。消除补贴应是一个渐进的过程，应使用有效的沟通策略，从而扩大公众支持并降低政策逆转的风险。

石油进口经济体

2013年，即“阿拉伯之春”的三年后，MENAP石油进口国的复苏依旧缓慢。政治转型和社会动荡导致的不确定性加上未解决的结构性问题产生的拖累继续压抑着信心和经济活动。尽管采取了支持性财政和货币政策，但自2011年以来，增长徘徊在3%左右，只有为降低该地区居高不下的失业率和提高生活水平所需增速的一半。

缓慢复苏态势将会继续下去，2014年这些经济体将增长3%左右，2015年的增速将达到4%。随着贸易伙伴国的内需，尤其是欧洲的内需的恢复，出口的增长将逐步加快。近期为了放松供给方约束和提高竞争力而实施的改革也应有助于增强信心，从而刺激经济活动和外商直接投资。然而，由于仍存在政策不确定性，国内需求将继续低迷。在一些国家，由于必须通过财政整顿来减少对财政和外部缓冲的侵蚀，财政刺激不足会成为经济增长的拖累。通胀将小幅升至8.5%，这是因为能源补贴逐步取消所产生的上行压力部分地被全球商品价格的下跌抵消（表2.6）。

以上是总体趋势，具体国家的前景如下：

- 尽管GCC融资支持了财政刺激，但由于政治不确定性将继续抑制旅游业和外商直接投资，埃及2014年的增长态势预计与2013年大体相同。除非实施结构性改革和财政整顿，否则大量的失衡仍将存在。
- 叙利亚冲突继续严重压制黎巴嫩经济，宗派暴力加剧、信心低落以及不断恶化的财政状况所遭受的进一步压力，将使该国2014年增长停滞。冲突也大大增加了约旦的财政调整和融资负担。

表2.6. 部分中东和北非经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业
(除非另有注明，均为年度百分比变化)

	实际GDP			消费者价格 ¹			经常账户差额 ²			失业 ³		
	2013	预测		2013	预测		2013	预测		2013	预测	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
中东和北非	2.2	3.2	4.5	10.5	8.4	8.3	10.3	8.7	6.6	...	...	...
石油出口国 ⁴	2.0	3.4	4.6	11.3	8.4	8.3	14.1	11.9	9.7	...	...	...
伊朗	-1.7	1.5	2.3	35.2	23.0	22.0	8.1	5.2	2.8	12.9	14.0	14.6
沙特阿拉伯	3.8	4.1	4.2	3.5	3.0	3.2	17.4	15.8	13.3	5.5	...	...
阿尔及利亚	2.7	4.3	4.1	3.3	4.0	4.0	0.4	0.5	-1.3	9.8	9.4	9.0
阿拉伯联合酋长国	4.8	4.4	4.2	1.1	2.2	2.5	14.9	13.3	12.4	...	...	...
卡塔尔	6.1	5.9	7.1	3.1	3.6	3.5	29.2	25.4	20.5	...	...	...
科威特	0.8	2.6	3.0	2.7	3.4	4.0	38.8	37.4	34.2	2.1	2.1	2.1
伊拉克	4.2	5.9	6.7	1.9	1.9	3.0	0.0	1.0	1.2	...	...	...
石油进口国 ⁵	2.7	2.7	4.2	7.9	8.5	8.2	-6.4	-5.5	-6.4	...	...	...
埃及	2.1	2.3	4.1	6.9	10.7	11.2	-2.1	-1.3	-4.6	13.0	13.0	13.1
摩洛哥	4.5	3.9	4.9	1.9	2.5	2.5	-7.4	-6.6	-5.8	9.2	9.1	9.0
突尼斯	2.7	3.0	4.5	6.1	5.5	5.0	-8.4	-6.7	-5.7	16.7	16.0	15.0
苏丹	3.4	2.7	4.6	36.5	20.4	14.3	-10.6	-8.2	-7.1	9.6	8.4	8.0
黎巴嫩	1.0	1.0	2.5	3.2	2.0	2.0	-16.2	-15.8	-13.9	...	...	...
约旦	3.3	3.5	4.0	5.5	3.0	2.4	-11.1	-12.9	-9.3	12.2	12.2	12.2
备选项												
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦	2.4	3.2	4.4	10.1	8.5	8.3	9.5	8.0	6.1	...	...	...
巴基斯坦	3.6	3.1	3.7	7.4	8.8	9.0	-1.0	-0.9	-1.0	6.7	6.9	7.2
阿富汗	3.6	3.2	4.5	7.4	6.1	5.5	2.8	3.3	-0.3	...	...	...
以色列 ⁶	3.3	3.2	3.4	1.5	1.6	2.0	2.5	1.4	1.7	6.4	6.7	6.5
马格里布 ⁷	2.0	2.9	7.5	3.3	3.9	4.0	-3.2	-6.1	-5.8	...	...	...
马什拉格 ⁸	2.1	2.2	3.9	6.4	9.3	9.7	-4.7	-4.3	-6.1	...	...	...

注：某些国家的数据是基于财政年度。关于每个国家参考期间的完整列表，参见统计附录表F。

¹ 消费者价格的变动以年度平均值表示。年底至年底的变化见统计附录表A6和A7。

² 占GDP的百分比。

³ 百分比。各国的失业定义可能不同。

⁴ 包括巴林、利比亚、阿曼和也门。

⁵ 包括吉布提和毛里塔尼亚。由于政治形势不确定，不包括叙利亚。

⁶ 以色列不是该地区成员，但出于地理原因列在这里。注意，以色列不包括在地区加总数据中。

⁷ 马格里布包括阿尔及利亚、利比亚、毛里塔尼亚、摩洛哥和突尼斯。

⁸ 马什拉格包括埃及、约旦和黎巴嫩。由于政治形势不确定，不包括叙利亚。

- 由于电力供给改善以及近期的汇率贬值，巴基斯坦制造业的复苏快于预期，但这种正面效应正被棉花生产不景气部分抵消。
- 新宪法的颁布、治安紧张局面缓和以及选举前的改革增强了信心，受此推动，突尼斯的增长有望加强。
- 摩洛哥的经济活动将放缓，不过，旨在支持经济多元化的改革使非农业部门对经济的推动作用越来越强。

复苏依然脆弱，且风险偏于下行方向。政治转型、社会和治安紧张局势加剧以及地区冲突的溢出影响可能会削弱信心并威胁宏观经济稳定。新兴市场经济体、欧洲或GCC的增长低于预期会导致出口放缓。如果全球金融条件急剧收紧，汇率弹性有限的国家的国内利率或许会上升——虽然依靠官方外部融资和债券担保应能限制这些影响。

从上行方面看，政治转型和经济改革进展加快可以增强信心并促进增长。

经济前景持续改善要求推行结构性改革——范围涉及从降低商业经营成本到深化与国际和区域市场的贸易一体化。在政治转型期，许多此类改革均难以落实。然而，有些措施可以立即实施，并且应该有助于增强信心，例如简化商业监管、培训失业和缺乏技能的人员，以及改进海关流程等。

宏观经济政策需平衡支持增长和确保经济稳定的双重目标。一些国家应通过扩大税基来筹集资金，为更大的社会支出和公共投资进行融资。增加公共投资和加大对贫困者的社会支持也有助于增加国内需求。如果面临大量的财政赤字和债务，应通过取消那些让富人受益的全民性补贴来重新配置支出资源，从而为上述公共支出融资。如果

表2.7. 部分撒哈拉以南非洲经济体：实际GDP、消费者价格、经常账户差额和失业
(除非另有注明，均为年度百分比变化)

	实际GDP			消费者价格 ¹			经常账户差额 ²			失业 ³		
	2013	预测		2013	预测		2013	预测		2013	预测	
		2014	2015		2014	2015		2014	2015		2014	2015
撒哈拉以南非洲	4.9	5.4	5.5	6.3	6.1	5.9	-3.6	-3.6	-3.9	...	...	...
石油出口国 ⁴	5.8	6.7	6.7	7.4	6.9	6.6	3.9	3.3	2.1	...	...	...
尼日利亚	6.3	7.1	7.0	8.5	7.3	7.0	4.7	4.9	4.0	...	...	...
安哥拉	4.1	5.3	5.5	8.8	7.7	7.7	5.0	2.2	-0.4	...	...	...
赤道几内亚	-4.9	-2.4	-8.3	3.2	3.9	3.7	-12.0	-10.2	-10.9	...	...	...
加蓬	5.9	5.7	6.3	0.5	5.6	2.5	10.6	6.9	4.5	...	...	...
刚果共和国	4.5	8.1	5.8	4.6	2.4	2.4	-1.2	2.0	0.1	...	...	...
中等收入国家 ⁵	3.0	3.4	3.7	5.8	5.9	5.5	-5.7	-5.1	-4.9	...	...	...
南非	1.9	2.3	2.7	5.8	6.0	5.6	-5.8	-5.4	-5.3	24.7	24.7	24.7
加纳	5.4	4.8	5.4	11.7	13.0	11.1	-13.2	-10.6	-7.8	...	...	...
喀麦隆	4.6	4.8	5.1	2.1	2.5	2.5	-4.4	-3.5	-3.6	...	...	...
科特迪瓦	8.1	8.2	7.7	2.6	1.2	2.5	-1.2	-2.2	-2.0	...	...	...
博茨瓦纳	3.9	4.1	4.4	5.8	3.8	3.4	-0.4	0.4	0.2	...	...	...
塞内加尔	4.0	4.6	4.8	0.8	1.4	1.7	-9.3	-7.5	-6.6	...	...	...
低收入国家 ⁶	6.5	6.8	6.8	6.0	5.5	5.5	-11.8	-11.8	-11.7	...	...	...
埃塞俄比亚	9.7	7.5	7.5	8.0	6.2	7.8	-6.1	-5.4	-6.0	...	...	...
肯尼亚	5.6	6.3	6.3	5.7	6.6	5.5	-8.3	-9.6	-7.8	...	...	...
坦桑尼亚	7.0	7.2	7.0	7.9	5.2	5.0	-14.3	-13.9	-12.9	...	...	...
乌干达	6.0	6.4	6.8	5.4	6.3	6.3	-11.7	-12.6	-12.1	...	...	...
刚果民主共和国	8.5	8.7	8.5	0.8	2.4	4.1	-9.9	-7.9	-7.2	...	...	...
莫桑比克	7.1	8.3	7.9	4.2	5.6	5.6	-41.9	-42.8	-43.2	...	...	...
备忘项												
不含南苏丹的撒哈拉以南非洲	4.7	5.4	5.4	6.4	6.1	5.9	-3.6	-3.6	-4.0	...	...	...

注：某些国家的数据是基于财政年度。关于每个国家参考期间的完整列表，参见统计附录表F。

¹ 消费者价格的变动以年度平均值表示。年底至年底的变化见统计附录表A7。

² 占GDP的百分比。

³ 百分比。各国的失业定义可能不同。

⁴ 包括乍得和南苏丹。

⁵ 包括佛得角、莱索托、毛里求斯、纳米比亚、塞舌尔、斯威士兰和赞比亚。

⁶ 包括贝宁、布基纳法索、布隆迪、中非共和国、科摩罗、厄立特里亚、冈比亚、几内亚、几内亚比绍、利比里亚、马达加斯加、马拉维、马里、尼日尔、卢旺达、圣多美和普林西比、塞拉利昂、多哥和津巴布韦。

融资情况允许，可放慢财政整顿步伐，但需要辅之以可信的中期计划，以确保投资者愿意持续提供充足资金。宽松的货币政策，以及一些国家的更好的汇率弹性，有助于缓解财政整顿对增长的短期负面影响，同时还能加强外部缓冲。

撒哈拉以南非洲：增长加速

撒哈拉以南非洲的增长依旧强劲，预计2014年将进一步加速。全球融资条件紧张或新兴市场经济体的增长放缓会产生一些外部阻力，尤其是对那些具有大量外部联系的中等收入国家、自然资源生产国和前沿经济体的影响较大。¹ 然而，一

¹ 撒哈拉以南非洲的前沿市场经济体包括加纳、肯尼亚、毛里求斯、尼日利亚、卢旺达、塞内加尔、坦桑尼亚、乌干达和赞比亚。

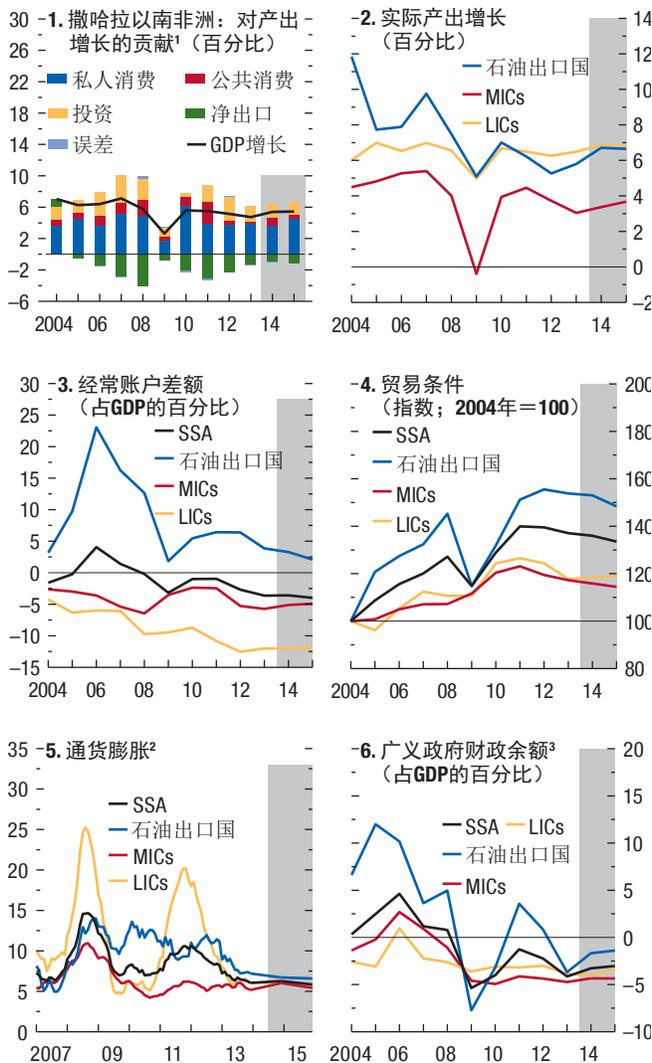
些最突出的风险来自国内，源于各国的政策过失、治安威胁和选举前国内政治的不确定性。政策制定者应防止快速增长的国家采取顺周期财政立场，解决面临重大财政失衡问题国家所出现的风险，处理好更易受外部冲击国家的脆弱性，并促进可持续、包容性增长。

在农业生产以及自然资源与基础设施投资改善的支持下，撒哈拉以南非洲2013年的增长保持强劲，增速为4.8%，几乎与2012年相同。整个地区强劲增长，尤其是低收入和脆弱国家。² 在这些组别之外：由于石油价格相对较高，尼日利亚

² 脆弱国家包括布隆迪、中非共和国、科摩罗、刚果民主共和国、科特迪瓦、厄立特里亚、几内亚、几内亚比绍、利比里亚、圣多美和普林西比、多哥和津巴布韦。其中未包括一些石油销售占出口和政府收入较大比重的脆弱国家，他们被归为石油出口国。

图2.9. 撒哈拉以南非洲：增长加快

2013年，自然资源和基础设施投资以及大丰收支撑了撒哈拉以南非洲的强劲增长。通胀继续下降，但投资和工资支出上升使财政赤字扩大，导致经常账户情况恶化。在国内供给改善以及有利的全球环境帮助下，预测2014年的增长将加速。面对国内外巨大的下行风险，该地区的国家应通过加强财政余额和预算灵活性来提高抵御冲击的能力。



来源：Haver Analytics； 基金组织《国际金融统计》数据库；以及基金组织工作人员的估计。

注：LIC=低收入国家（撒哈拉以南非洲）；MIC=中等收入国家（撒哈拉以南非洲）。SSA=撒哈拉以南非洲。关于国家分组，见表2.7；关于国家小组加总的方法，见统计附录。

¹ 由于数据局限性，不包括利比里亚、南苏丹和津巴布韦。

² 由于数据局限性，南苏丹未包括在石油出口国中，厄立特里亚和津巴布韦未包括在低收入国家中。

³ 广义政府包括中央政府、州政府、地方政府和社会保障基金。

保持强劲增长，尽管其北部存在安全问题并且在2013年上半年出现大规模的石油盗窃事件。相比之下，受采矿业劳资关系紧张、电力供应较紧、私人投资乏力和消费者与投资者信心薄弱的约束，南非的增长继续放缓（表2.7）。

通胀水平继续下降，但也有少数国家是例外（图2.9）。南非和一些前沿市场经济体的货币走软反映了全球货币条件收紧，以及一些国家的外部状况或财政状况不理想（加纳、尼日利亚、南非和赞比亚）。由于财政赤字水平高，少数国家的信用评级遭降级，给收益率增加了额外压力，一些国家推迟发行主权债券。

预测2014年该地区的增长将加快至约5.5%，反映了国内供给方出现的积极变化和全球复苏加强：

- 在外部需求改善的推动下，南非的增长预计将适度加快，但面临下行风险。（详细内容见第一章）
- 随着主要石油管线得到修复以及非石油部门的生产继续扩大，预测尼日利亚的增长将上升0.8个百分点。其他石油生产国的增长也有望明显改善。
- 在其他国家，包括一些脆弱国家，增长也有望加快，原因包括国内政治和安全形势改善（马里）、基础设施和采矿业的大规模投资（刚果民主共和国、莫桑比克和尼日尔）以及投资建设完成（莫桑比克）。

温和的食品价格和审慎的货币政策应能推动该地区大部分国家的通胀继续下降，财政余额预计将改善，平均改善幅度约为GDP的0.5%。然而，由于商品价格前景（见第一章的商品专题）和新兴市场经济体的需求的相对温和，且与外商直接投资相关的进口居高不下，预计平均的经常账户逆差不会缩小。

多个国家的最主要下行风险来自国内，包括政策的不确定性、安全条件恶化和劳资冲突。外部风险对于自然资源出口国尤为重要，这些国家会受到新兴市场放缓和中国增长由投资拉动转为消费推动型的影响。此外，外部风险对于南非与前沿市场这类从外部市场融资的国家也具有重要性，如果全球金融条件继续收紧，他们最易受到证券投资流动逆转的影响。

为避免采取顺周期的财政立场以及为了提高抵抗冲击的能力，该地区快速增长的经济体应利用目前有利的增长态势，改善财政余额状况。在少数赤字扩大或公共债务高企的国家，需实施财政整顿，以确保宏观经济持续稳定；为具有更高价值的支出调动资源仍是许多国家的首要任务。对于整个地区而言，具有普遍紧迫性的任务包括：提高公共支出的效率；投资那些具有战略重要性

和经认真挑选的项目，以提高能源供应能力和建设关键的基础设施；实施旨在推动经济多元化、增加私人投资和提高竞争力的结构性改革。货币政策应继续侧重于巩固在通胀方面取得的成果。一些国家的汇率持续贬值也许会给通胀前景造成风险。

南非和前沿市场经济体应维持预算的灵活性以应对全球融资条件的进一步收紧，当脆弱性问题

尤其重要时，还应出台紧缩政策。这些国家应考虑在外部融资渠道严重受限的情况下调整融资计划，同时应允许其汇率对资本流动的变化做出反应。当存在合理条件时，也可考虑预先融资展期。各国也应鼓励宏观审慎监管，以应对潜在的压力领域，并在跨境银行和子公司监管方面加强国际合作。

溢出效应专题：先进经济体应该担忧新兴市场经济体的增长冲击吗？

过去几个月，新兴市场经济体的经济活动趋缓，一些人担忧这些经济体同时的进一步放缓对整个全球经济以及先进经济体依然脆弱的复苏造成不利影响。虽然新兴市场经济体之前几次增长低迷对先进经济体的溢出效应有限，但考虑到两组经济体之间现今更加紧密的经济联系，当前环境下新兴市场经济体普遍遭受负面增长冲击很可能对先进经济体产生一些影响。¹

新兴市场经济体共同遭受的增长冲击会通过多个渠道向先进经济体溢出。负面增长冲击将影响它们对先进经济体出口品的需求，而这些出口往往是资本密集型商品。扰乱全球供应链的冲击也会给处于全球贸易网络上游的先进经济体造成负面影响。新兴市场经济体的增长冲击会影响其资产价格和货币，这会伤害对这些市场拥有大量金融敞口的先进经济体。新兴市场经济体出现的金融压力也会加剧全球风险厌恶情绪，导致先进经济体的金融市场出现大幅调整。

本“溢出效应专题”分析了新兴市场的增长冲击对先进经济体的影响。具体而言，我们将探讨以下几个问题：溢出的渠道有哪些，它们是如何演变的？新兴市场经济体历史上的普遍增长下滑对先进经济体产生了哪些溢出效应？如今新兴市场经济体普遍遭受增长冲击会对先进经济体的产出增长造成多大影响？

本专题分析显示，新兴市场经济体遭受类似于上世纪90年代中期至末期的、但不一定由危机导致的负面增长冲击时，会给所有先进经济体造成一定影响，日本受影响最大。贸易是最突出的溢出渠道。然而，有证据显示，未来，金融渠道会在新兴市场增长冲击的传导中起更大作用。

先进经济体和新兴市场经济体之间贸易与金融联系的演变

新兴市场在全球经济中的重要性与日俱增，也正因为如此，人们有理由担忧其增长的放缓。过去半个世纪里，新兴市场经济体从外围的游戏参与者成长为具有系统重要性的贸易和金融核心角色（基金组织，2011年a）。在新的全球经济格局中，先进与新兴市场经济体之间的经济关联更加

紧密，先进经济体更易受新兴市场经济发展的影响。

两组经济体之间的贸易联系大大加强（图2.S F.1）。² 出口到新兴市场经济体的货物平均占先进经济体GDP的3%（而1992-2002年的这个比重是1.6%）。过去十年里，在来自先进经济体的货物出口总额中，新兴市场经济体吸收了近20%，其中中国吸收了四分之一（上世纪90年代中国的比重是13%）。图中的比率是通过使用基金组织的《贸易流向统计》数据库（使用总额来计量贸易，并同时包含了中间和最终商品）和《世界经济展望》数据库计算得出。正如基金组织（2011年a）与Koopman等人（2010年）所讨论的那样，出口总额往往会夸大先进经济体对新兴市场经济体的暴露程度，原因是：对于那些主要从事组装和加工贸易的经济体（如东亚）来说，相比以出口增加值来衡量的方法，按出口总值计算的结果要大得多，因为其总出口包括了来自这些经济体的中间投入品。这也说明，在先进经济体对新兴市场经济体的总出口中，仅有部分出口是依赖于这些经济体的国内需求。这种情况对于日本等大型制造业出口国来说似乎尤其明显（表2.SF.1）。

先进经济体向新兴市场的出口集中在资本货物和相关产品（例如，机械和运输装备），不过，由于高技术出口已转向那些最具活力的新兴市场，资本品在先进经济体总出口中的比重自2000年以来下降明显（基金组织，2011年a）。³ 尽管在先进经济体总出口中的比重显著下降，但资本货物平均仍占新兴市场经济体总进口的50%。最大的一些新兴市场的增长突然放缓，以及同时发生的投资急剧下滑，会损害对新兴市场经济体有着大量贸易敞口，特别是资本货物敞口的先进经济体。例如，日本（58%）和欧元区（53%）对新兴市场经济体的出口主要是资本货物。

先进经济体从新兴市场经济体的进口也明显上升。来自这些经济体的进口平均占先进经济体总进口的30%，且进口与GDP的比率也翻了一番。来自新兴市场经济体的进口构成中，商品（燃料与食物产品）和低技术制造品（食品与纺织品）仍然占大头。然而，自2000年以来，机械和运输装备在先进经济体从新兴市场的进口中占比大幅

²新兴市场经济体之间的贸易关联也显著加强，对其他新兴市场经济体的出口平均占GDP的10%，主要集中在最大的一些新兴经济体。这些联系反过来使大型新兴市场经济体的系统重要性上升，尤其是对经济多元化程度相对较低的商品出口国而言（Roache, 2012年；Ahuja和Nabar, 2012年）。

³这对于美国而言尤为严重。2012年，机械和运输装备在美国对新兴市场经济体的总出口中大约占30%，上世纪90年代的占比接近50%。

“溢出效应专题”的作者是Juan Yépez, Angela Espiritu提供了研究协助。Ben Hunt和Keiko Honjo准备了模型模拟。

¹专题中的先进经济体包括：四个欧元区国家（法国、德国、意大利和西班牙）、日本、英国和美国。新兴市场经济体包括：阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、印度、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、菲律宾、波兰、俄罗斯、南非、泰国、土耳其和委内瑞拉。

上升，证明新兴市场在全球供应链中的作用增强。因此，大型制造业出口国（即日本和德国）特别易受贸易流扰乱的影响。这些出口国之所以容易受影响，是因为他们在区域和全球供应链中处于上游，且贸易网络不断扩大并更加分散。

近年来，金融联系也更加紧密。以持有的外部资产总额衡量，2012年先进经济体对新兴市场经济体的敞口中值达到GDP的8.7%，与1997年的中值相比，几乎上升了3.5个百分点（图2.SF.2）。虽然金融敞口依旧集中在银行债权，但通过证券投资产生的敞口不断扩大，特别是股权投资。毫无疑问，作为金融中心的先进经济体对新兴市场经济体的敞口上升幅度最大。英国对新兴经济体的银行债权目前占外国银行总债权的14%，而10年前仅为4%。必须注意英国是一个主要的金融中心，因此其金融总敞口会夸大英国和新兴市场之间真正的金融联系。⁴ 对新兴市场经济体有着大量敞口的先进经济体容易受到新兴市场资产价格和货币急剧变动产生的重大的估值和财富效应的影响。鉴于新兴市场经济体历史上在产出大幅下滑后常常会出现违约（Levy-Yeyati和Panizza, 2011年），这些经济体如果经济动荡加剧，加上过去危机留下的不好回忆，会导致投资者的风险情绪恶化以及全球金融中心出现剧烈调整。

先进经济体也会受新兴市场经济体对其债务工具的需求突然下降的影响。中国是世界上位于美国之后的第二大资本输出国，中国的央行是美国金融资产的最大买家。（见2013年4月期《全球金融稳定报告》。）新兴市场经济体的冲击如果使中国放慢储备积累速度或导致其卖出储备以保护本币，则将导致先进经济体长期收益率的提高，从而影响到先进经济体。如果中国逐步在投资组合中减少美债，并增加新兴市场国债，美国和其他先进经济体的长期收益率也会上升（基金组织，2011年b）。

先进经济体在历史上新兴市场经济体金融动荡期间受到的溢出影响

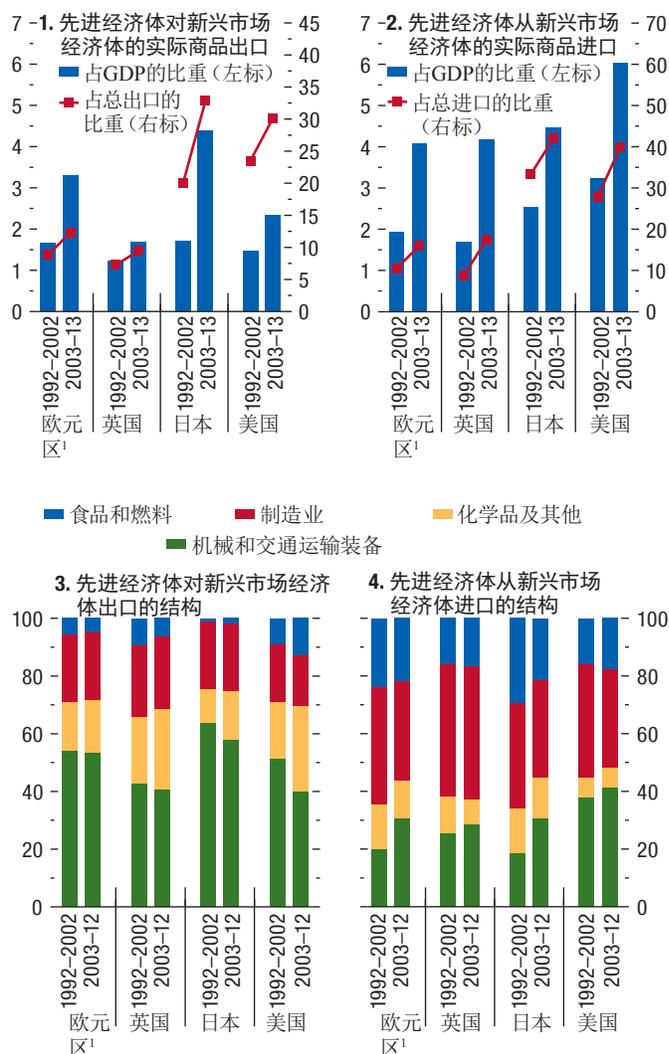
为获得过去的溢出效应的量级顺序，我们对历史上新兴市场经济体增长同时放缓的几段时期进行了事件研究，包括1995年墨西哥龙舌兰危机、1997年东亚危机和1998年俄罗斯危机。⁵分析的重

⁴此外，这些债权大多数为两家银行所持有。他们虽然在名义上是英国的银行，但在英国的银行布局非常有限，这会夸大英国对新兴市场经济体的金融敞口。

⁵由于新兴市场经济体存在数据局限，该分析始于1990年。在某种程度上，可将1995年墨西哥龙舌兰危机、1997年东亚危机和1998年俄罗斯危机都归为新兴市场经济体中发生的与先进经济体发展无关的事件。各事件的日期取自Laeven和Valencia（2012年）的年表。

图 2.SF.1. 先进经济体和新兴市场经济体之间的实际贸易联系（百分比）

近年来，先进经济体（AE）和新兴市场经济体（EME）之间的贸易联系迅速加强。先进经济体对新兴市场经济体的出口集中在与资本相关的商品（即，机械和交通运输装备），而来自新兴市场经济体的进口继续以大宗商品和初级技术制品为主。



来源：基金组织，贸易流向统计数据库；联合国，商品贸易统计数据库。
¹ 欧元区指法国、德国、意大利和西班牙。非加权平均。

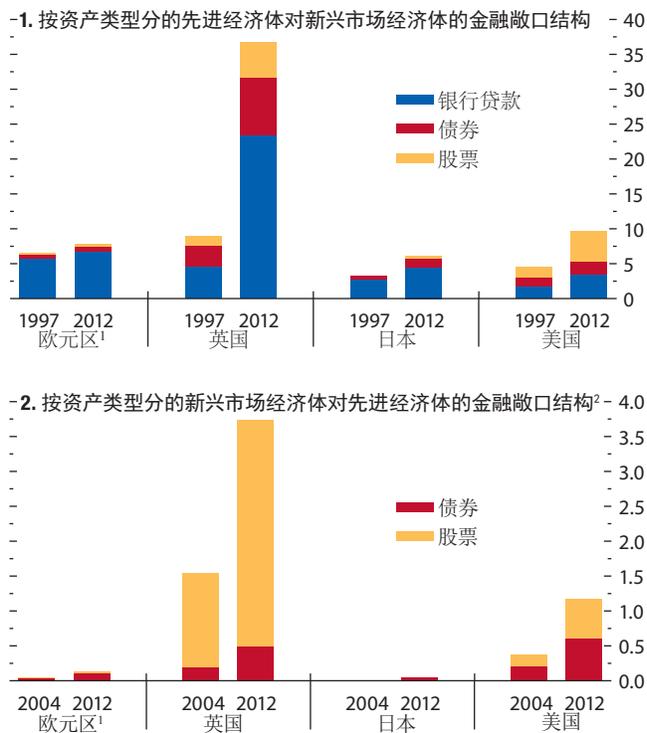
表2.SF.1. 对新兴市场经济体的出口情况（1995年与2008年相比）

	(1) 2008年出口总额与 1995年出口总额 的比率	(2) 2008年增加值出口 与1995年增加值 出口的比率	(1)/(2) 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	1.20	1.27	0.95
日本	2.45	1.99	1.23
美国	1.30	1.23	1.06

来源：经济合作与发展组织——世界贸易组织增加值贸易数据库。

图 2.SF.2. 先进经济体对新兴市场经济体的金融敞口
(占GDP的百分比)

虽然近期通过证券投资产生的敞口急剧上升，先进经济体（AE）对新兴市场经济体（EME）的金融敞口依然集中在外国银行债权。作为金融中心的先进经济体对新兴市场经济体的敞口扩大最明显。除了中国之外，新兴市场经济体对先进经济体证券的需求下降产生的风险看似有限。



来源：国际清算银行；以及基金组织“协调的证券投资调查”数据库。

¹ 法国、德国、意大利和西班牙的中间值。

² 不包括中国。

点是每次事件发生后的四个季度窗口期内贸易和金融变量的动态变化。⁶

结果显示，在金融动荡期间，新兴市场经济体的进口需求是一个重要的溢出渠道，特别是在东亚危机和俄罗斯危机期间（图2.SF.3）。在这些事件中，双边实际出口的收缩幅度至少为其15年平均均值1个标准差。由于日本与东亚新兴市场经济体的贸易关联度高，且资本品在其出口结构中占比大，面对来自新兴市场经济体的冲击，日本的出口尤其脆弱。

虽然在这些事件发生时，来自新兴市场经济体的进口往往也会减少，部分地是因为供应链中断，但降幅更为温和。双边名义汇率动态变化可以解释这些事件前后的出口行为，先进经济体的货币平均升值20%以上，高于其均值1.5个标准差。正如先进经济体证券投资流入飙升所证实，先进经济体的货币走强也反映了逃向安全资产的情景。此外，先进经济体股票市场价格指数动态显示，来自新兴市场经济体的冲击可通过金融市场传导，这在日本和欧元区最为明显。

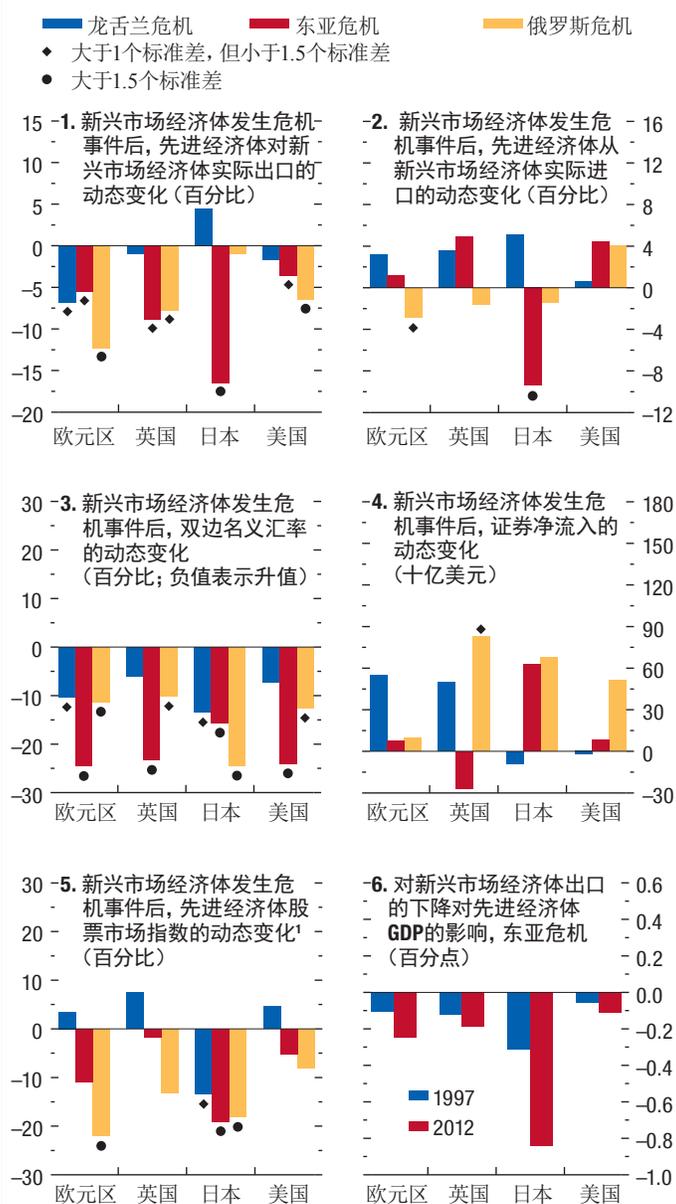
在简短的事件分析中，东亚危机尤为突出，原因是其导火索是一个共同性冲击，该冲击对区域联动的影响程度几乎与国际金融危机一样大（2013年10月期《世界经济展望》第三章）。东亚危机这种量级的冲击会对日本的产出增长产生何种溢出效应？⁷非正式的估算显示，1997年日本对新兴市场的出口占GDP的2%，因此，东亚危机期间日本的出口下降了15%可能代表其实际GDP的增长下滑了0.3个百分点。由于自东亚危机以来，对新兴市场经济体的出口在日本GDP中的比重翻了一番以上，2012年类似的冲击可能暗示产出增长的跌幅要大得多（为0.8个百分点）。

⁶对股票市场指数动态的分析是例外，我们在每次事件发生三个月后研究指数变化。

⁷1997年至1998年，日本经历了自己的银行业危机；因此，应谨慎解读东亚危机期间日本增长所遭遇的大规模溢出影响。

图2.SF.3. 有关新兴市场经济体下行情景的事件研究
(四个季度的峰值效应)

围绕新兴市场经济体 (EME) 的重大金融动荡情景的事件研究指出了这些事件中这些经济体进口需求的敏感性的重要性。在这些事件期间，先进经济体 (AE) 对新兴市场经济体的出口急剧下滑，同时部分因为资本流入飙升，新兴市场经济体的货币大幅升值。这期间股票市场动态也揭示了金融市场在将冲击传导至新兴市场经济体中的重要性。鉴于如今贸易和金融联系加强，类似的增长下滑事件很可能对那些暴露敞口最大的先进经济体造成巨大影响。



来源: Haver Analytics; 基金组织, 贸易流向统计数据数据库; 以及基金组织工作人员的计算。

¹ 美国的标准普尔500指数, 日本的日经225指数, 英国的富时100指数, 以及欧元区的德国DAX和法国SBF120平均指数。

量化新兴市场经济体的增长冲击对先进经济体GDP的溢出效应

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, 我们估计了新兴市场经济体的增长冲击对先进经济体的影响。与前面介绍的简单非正式计算相比, 这些估算可提供更多信息。

实证分析的第一个部分是使用以下递归设定估计每个先进经济体全国的VAR: 除被估算VAR的先进经济体之外的所有先进经济体的产出增长率、被估算的先进经济体的产出增长率、新兴市场经济体的产出增长率, 以及被估算的先进经济体向新兴市场经济体的实际双边出口增长率。由于国际金融危机属于具有不同寻常影响力的特别事件, 我们还估计了经修改的VAR模型。在经修改的模型中, 我们允许回归因子与一个虚拟变量互动, 该虚拟变量在2007年最后一个季度至2009年第一季度之间等于1, 否则为0。⁸

新兴市场经济体的GDP增长下滑1个百分点对先进经济体的溢出效应从导致英国的产出增长下降0.15个百分点到导致日本下降0.5个百分点不等 (图2.SF.4)。实证练习的结果显示, 新兴市场经济体产出受到的冲击对先进经济体的产出影响在日本和欧元区较为显著 (经济上和统计上皆显著), 这与事件研究分析的结果一致。⁹ 对先进经济体GDP增长反应的分解显示, 贸易渠道在冲击向日本的传导中尤为重要, 但在其他先进经济体中, 非贸易影响似乎占主导地位。¹⁰ 互动VAR估算结果显示, 当排除了国际金融危机变量时, 即当虚拟变量等于0时, 弹性会下降一半 (除了在英国的情况中), 且在所有先进经济体中, 溢出效应在统计或经济上均无显著性。

简单VAR分析的结果说明了这种溢出效应的量级; 但是, 这一分析对增长放缓的原因不予确定, 然而, 放缓原因对溢出效应非常重要。冲击性质不同, 也许会涉及不同的溢出传导渠道。

为演示说明在更结构化的模拟中新兴市场经济体冲击对先进经济体的潜在影响, 我们使用了基金组织的“全球模型灵活系统” (Flexible System of Global Models)。¹¹ 我们对基线模型进行

⁸ 使用1996年至2013年经季节调整的季度数据估算了全国范围的VAR, 基于Akaike的信息标准设定了两个时滞。第二个规格采用了Towbin和Weber (2013年) 引入的互动VAR框架。

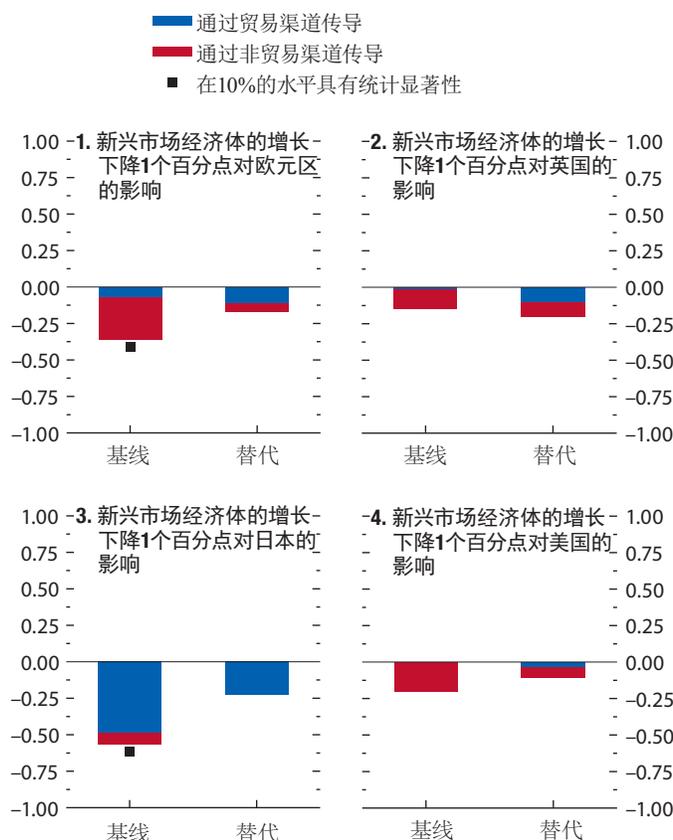
⁹ 发现对日本存在较大影响可能反映日本在东亚危机爆发时所经历的银行业危机, 以及在VAR分析中使用实际双边出口总额并非增加值。如前所讨论, 总体贸易联系倾向于夸大处于全球贸易网络上游的国家对新兴市场经济体的直接贸易敞口。

¹⁰ 非贸易渠道对应的是使用完整VAR估计的先进经济体GDP增长的反应, 但在设定中将实际双边出口作为外生变量。(即GDP增长方程中实际双边出口系数设为0)

¹¹ 全球模型灵活系统是一个年度、多地区一般均衡模型, 它将各个经济部门的微观形成的、简化形式的公式组合起来。它能完全捕捉需求方信息以及一部分供给方信息。对每个地区进

图 2.SF.4. 新兴市场经济体增长冲击对先进经济体产出增长的峰值效应（影响的四个季度之后；百分点）

新兴市场经济体 (EME) 产出冲击对先进经济体 (AE) 的影响仅在日本和欧元区较为显著 (统计和经济上均具有显著性)。贸易渠道在冲击向日本的传导中尤为重要, 而在其他先进经济体中, 非贸易影响似乎占主导。当排除了全球经济危机的影响后, 新兴市场经济体的增长冲击对先进经济体产出的影响往往会减弱, 变得可忽略不计。



来源：基金组织工作人员的计算。

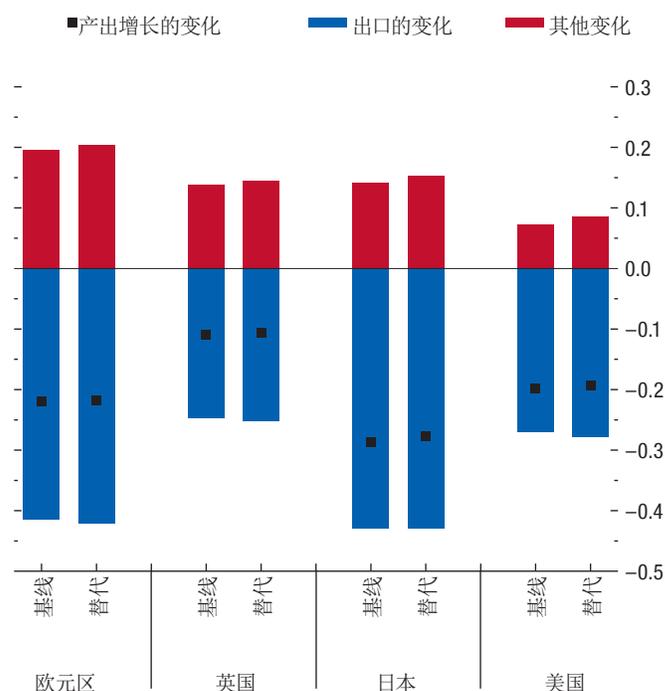
注：“基线”指先进经济体的GDP增长对新兴市场经济体的GDP增长而言具有同期外生性特征的模型。“替代”指代表全球经济危机的虚拟变量等于零时，从互动向量自回归模型中获得的弹性。

了如下调校，即新兴市场经济体的GDP增长下降1个百分点导致先进经济体的总出口增长率平均下滑1.3个百分点（这个量级与基线VAR估计中观察到的平均反应量级相当）。第二个设定中，我们修改了基线模型，以纳入资本出逃的情景，假定新兴市场经济体出现动荡的同时，主权风险

行加总，从而为国际关联度建立模型，但未对中间商品建立模型，因此这些模拟未能捕捉供应链影响。

图 2.SF.5. 新兴市场经济体对先进经济体的潜在增长溢出影响模型模拟（对产出增长变化的影响；百分点）

同步冲击会对先进经济体产生不可忽略的影响。日本尤其会受到新兴市场经济体增长冲击的影响，英国受冲击的影响最小。鉴于先进经济体的风险溢价不受新兴市场经济体增长下滑影响的假设，溢出影响主要通过贸易渠道传导。然而，通过该模型进行的基于模拟的估计很可能高估，因为先进经济体的货币政策对新兴市场经济体增长放缓的反应受到名义利率零下限的束缚。



来源：基金组织工作人员的计算。

注：“基线”指基线模拟。“替代”指新兴市场经济体出现负面增长冲击时，主权风险溢价上升200基点，企业风险溢价上升400个基点的模拟结果。

溢价上升200个基点，公司风险溢价上升400个基点。¹² 两个情景均显示先进经济体出现小幅实际货币升值，而新兴市场经济体货币与基线情景相比平均贬值0.2%。此外，两个情景中，新兴市场经济体的进口需求下降4%。日本最易受新兴市场经济体冲击的影响，如果新兴市场经济体的GDP下降1%，日本产出增长会下滑0.32个百分点（图 2.SF.5），这与前面的VAR估算结果一致。英国受

¹²冲击持续一年。

冲击的影响最小。鉴于先进经济体应对新兴市场经济体增长放缓的货币政策受到名义利率零下限的约束，该模型的估算结果很可能偏高。

需注意到，贸易在两个情景中均是新兴市场经济体冲击向先进经济体传导的主渠道。然而，该结论取决于这样的假设，即，新兴市场未对先进经济体产生直接金融溢出影响。鉴于新兴市场经济体放缓的原因的不同，该假设的限制性可能太强。例如，如果先进经济体的风险溢价对新兴市场经济体的增长冲击（其原因可能是担忧金融中介机构资产负债表的敞口）做出反应，那么溢出效应可能更大，且金融渠道会发挥作用。同样，一旦纳入跨境资产关联，新兴市场经济体资产价格受到的冲击也会对先进经济体的总需求产生财富和其他直接效应。

结论

如今，许多新兴市场经济体的宏观经济基本面总体强于上世纪90年代和本世纪前十年初期，不太可能出现类似二十年前的所有新兴市场经济体同时遭遇冲击的情况。然而，鉴于全球经济格局和两组经济体之间的经济联系发生的变化，类似事件的重现会对先进经济体产生不同的结果。现在的新兴市场经济体规模要大得多，并进一步融入了全球贸易和金融市场，这扩大了先进经济体对他们的暴露程度。新兴市场经济体的产出同时下滑主要通过贸易渠道产生溢出效应，对于一些先进经济体而言，这种效应可能很大，但可能仍在可控范围内且历时短暂。同时，先进经济体和新兴市场经济体之间的金融联系近期有所加强。量化金融溢出效应量级的难度更大，但新兴市场经济体放缓产生的金融溢出及其对先进经济体的影响具有重要性。先进经济体从国际金融危机中复苏的步伐依旧脆弱，这些经济体的政策制定者应密切监测新兴市场的增长并应时刻准备采取行动缓解外部动荡的影响。

参考文献

- Ahuja, Ashvin, and Malhar Nabar, 2012, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers,” IMF Working Paper No. 12/267 (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 2011a, “Changing Patterns of Global Trade,” prepared by the Strategy, Policy, and Review Department (Washington).
- , 2011b, *People’s Republic of China: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/193 (Washington).
- Koopman, Robert, William Powers, Zhi Wang, and Shang-Jin Wei, 2010, “Give Credit Where Credit Is Due: Tracing Value Added in Global Production Chains,” NBER Working Paper No. 16426 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Laeven, Luc, and Fabián Valencia, 2012, “Systemic Banking Crises Database: An Update,” IMF Working Paper No. 12/163 (Washington: International Monetary Fund).
- Levy-Yeyati, Eduardo, and Ugo Panizza, 2011, “The Elusive Costs of Sovereign Defaults,” *Journal of Development Economics*, Vol. 94, No. 1, pp. 95–105.
- Roache, Shaun, 2012, “China’s Impact on World Commodity Markets,” IMF Working Paper No. 12/115 (Washington: International Monetary Fund).
- Towbin, Pascal, and Sebastian Weber, 2013, “Limits of Floating Exchange Rates: The Role of Foreign Currency Import Structure,” *Journal of Development Economics*, Vol. 101 (March), pp. 179–94.

第三章 论全球实际利率

世界范围内的实际利率自20世纪80年代以来大幅下降，目前略呈负值。几个共同因素催生了此全球动态，进而突显了全球储蓄和投资形态的重要意义。20世纪90年代后期以来利率之所以下降，似乎主要因为三个因素。首先，2000-2007年新兴市场经济体的收入稳步增长导致这些经济体的储蓄率大幅上升。其次，对安全资产的需求增加，这在很大程度上反映了一些新兴市场经济体的储备迅速积累，同时股本的风险程度相对债券有所上升。第三，全球金融危机以来，先进经济体的投资率急剧并持续下降。本章指出，全球实际利率在中期内有望上升，但幅度不会大，因为上述三个因素不太可能明显逆转。名义利率零下限问题仍将持续一段时间。如果先进经济体的低增长风险成为现实，实际利率很可能持续极度低迷，甚至可能再次触及零下限。

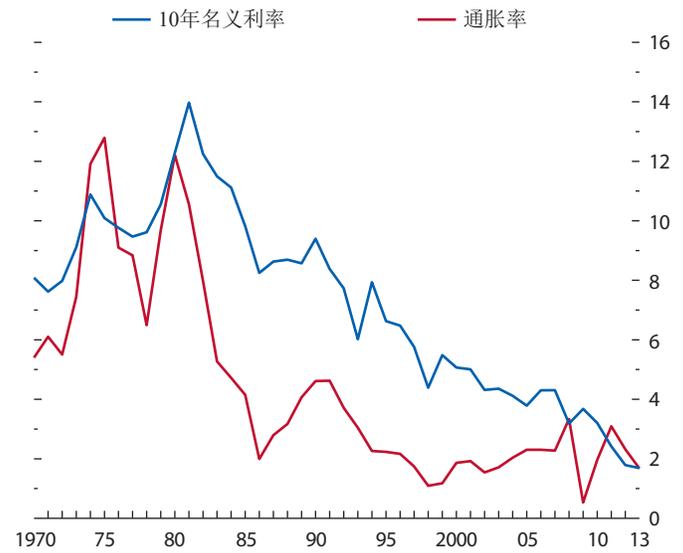
过去几年，许多信用评级良好的借款人的债务成本接近零，计入通胀后甚至低于零。这不仅仅是全球金融危机的后果。20世纪80年代初以来，全球各期限债务收益率的降幅均远超通胀降幅（图3.1）。

然而，由于近期利率下降很大程度上反映了先进经济体危机后疲软的经济状况，随着这些经济体恢复到较正常状态，利率可能会有一定回升。但会回升多少？某些因素表明，在中期内利率会大幅提高。这些因素包括：先进经济体的债务居高不下且仍在堆积；人口老龄化；新兴市场经济体增长减缓，可能会降低其储蓄率；新兴市场经济体金融的进一步深化，从而减少借贷方面的制约因素，进而使净储蓄减少。¹但是，其他因素会产生相反作用，包括：全球金融危机对经济活动产生长期负面影响（Cerra和Saxena，2008年；Reinhart和Rogoff，2008年）；主要新兴市场经济体的“储蓄过剩”持续存在；投资品的相对价格再次下降。

本章的作者主要是Davide Furceri和Andrea Pescatori（任组长），Sinem Kilic Celik和Katherine Pan提供了支持，基金组织研究部的经济模型处也给予了很大帮助。

¹例如，麦肯锡全球研究院（2010年）认为全球实际利率在中长期内有大幅增加趋势，将终结廉价资本供应的时代。

图 3.1. 政府债券10年利率和通货膨胀
(法国、德国、英国和美国的简单平均; 年百分率)



来源：Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; 经济合作与发展组织；世界银行世界发展指标数据库；以及基金组织工作人员的计算。
注：根据消费者价格指数的百分比变化计算通胀。

本章探讨全球短期和长期实际利率，并回顾其自1980年以来的演变。此外，本章还追溯了资本成本（债务成本和股本成本的加权平均）的演变。然后分析了解释这些现象的关键原因，包括：私人储蓄的变化；财政政策的变更；投资需求的变动；投资相对价格的变化；货币政策；债券和股票之间的投资组合转换。最后论述了实际利率下降背后的主要因素在中期内可能如何发展。分析主要采取定性方式。我们在一般均衡框架下讨论各因素的影响，但可能无法准确算出量化影响。

- 我们提出了以下问题：
- 利率是有全球趋势可循，还是主要表现为国家具体现象？

- 20世纪80年代以来实际利率下降有哪些主要原因？
 - 全球金融危机对实际利率有何影响？这些影响可能会持续多久？
 - 对中期状况有何预期？
 - 对先进经济体财政主管机构有何启示？对货币政策有何启示？
 - 得出的结论主要包括：
 - 在过去30年左右的时间中，由于经济和金融一体化得到了充分推进，实际利率开始主要由共同因素决定。所以采用全球尺度测量实际利率、探讨全球性储蓄和投资现象是有意义的。
 - 从20世纪80年代初起，全球实际利率急剧下降。资本成本也有下降，但降幅较小，因为2000年以来对股本收益率的要求有所提高。
 - 20世纪80年代和20世纪90年代初期，实际利率和资本成本演变的主导因素是货币政策。20世纪90年代中后期，实际利率下降的主因是先进经济体财政政策得到改善。此外，20世纪80年代和20世纪90年代，投资相对价格下降，可能也减少了对贷款的需求。
 - 20世纪90年代后期以来，实际利率和资本成本下降，主要出于下列原因：
 - 2000至2007年，新兴市场经济体的储蓄率大幅上升，远远抵消了先进经济体公众储蓄率的下降。特别引人注目的是，收入增长率提高似乎是此期间新兴市场经济体储蓄率上升的最直接原因。
 - 本世纪头10年投资组合转向债券，一个原因是安全资产的需求增加（主要来自新兴市场经济体的官方部门），另一原因是股本风险度相对债券风险度上升。这些变化导致股本投资者要求更高的收益率，同时实际利率下降，也就是股本溢价升高。²
 - 遭受全球金融危机重创后，先进经济体的投资急剧并持续下降，但储蓄所受影响较小。
- 在中期内，实际利率和资本成本很可能从目前的水平开始温和上涨。部分原因是周期性，即：近年来实际利率极低，原因是先进经济体有较大的负产出缺口，若非名义利率有零下限，实际利率甚至可能会降得更低。然而，本章的分析表明，实际利率和资本成本在中期内很可能仍将保持相对较低水平，即便在产出缺口最终弥合后也将如此。其主要理由如下：

²2008至2012年，量化宽松政策（主要是在美国和英国）也可能对投资组合的转向有促成作用，因为该政策压缩了长期国债期限溢价。然而，对这些溢价的大小的估计并不明确，即使是最夸张的估计也表明2008至2013年期间量化宽松政策对股本溢价的长期影响也许并不大。

- 全球金融危机的影响将持续存在。本章结果显示，许多先进经济体的投资与GDP比率不太可能在未来五年后恢复到危机前水平。
- 本世纪头10年初期开始的投资组合向债券的转移不太可能逆转。尽管随着非常规货币政策告一段落，债券收益率可能因期限溢价上升而回升，但相比其他因素，这一变化对债券收益率的影响可能小一些。尤其是，增强金融监管会使安全资产的需求进一步增大。然而，新兴市场储蓄率的降低会导致官方储备积累速度减缓，从而产生与上面的情况相反的作用，因此上述各种因素的综合影响可能不大。³
- 新兴市场经济体的增长将低于危机前繁荣时期，预计会使储蓄率有所回落。但从以往的储蓄形态变化来看，其对实际利率的影响幅度很可能不大。

总之，实际利率预计会上升，但没有充分理由认为其会迅速恢复到本世纪头10年中期的平均水平（即大约2%）。但在这个全球大环境下，我们也不能排除有些国家很可能因主权风险溢价较高而出现实际利率高于本世纪头10年初期的情况。我们的结论主要适用于无风险利率。

一个重要问题是，先进经济体的增长率可能长期处于很低的水平（“长期停滞”），特别是如果这些经济体的需求受到新冲击，或政策未能如期解决危机遗留问题（见2013年10月期《世界经济展望》第一章）。如本文第一章所述，在当前的低通胀环境下，如果上述先进经济体增长率极低的风险当真变成现实，则实际利率很可能持续处于极低水平，甚至再次出现零下限问题。那时，实际利率将无法降至恢复充分就业所需的负数区间。

实际利率可能在中期内仅升至相对较低水平，这一前景具有重要意义：

- 如果实际利率长期偏低，养老基金、固定回报型保险公司、普通储户都可能受损。如果实际利率（和名义利率）持续偏低，还可能诱使金融机构承担更大风险，以求提高实际收益率（和名义收益率）。⁴ 这种情况又可能扩大金融部门的系统性风险，因此为保持金融稳定，必须实施恰当的宏观和微观审慎监管。

³从量化宽松政策退出还可能使2008至2013年观察到的投资组合变化发生小幅逆转，因为退出量化宽松可能使实际期限溢价升至危机前水平。但是，其对全球资本成本的影响可能很小。

⁴Maddaloni和Peydró（2011年）发现，欧元区和美国短期利率较低的时段与银行贷款标准放松有关。Altunbas、Gambacorta和Marqués-Ibañez（2012年）也发现，利率长期偏低会增大银行的风险。

- 与此对应，借款人将享受低利率的好处（假定没有其它因素的影响）。⁵ 此外，实现财政可持续性会少些困难。举例而言，未来五年实际利率相对当前预测值（2013年10月期《世界经济展望》）每降低1个百分点，将使先进经济体的债务与GDP的比率平均降低约4个百分点。如果预计实际利率长期接近或低于实际GDP增长率，则政府增加一些债务融资支出（尤其是公共投资）在中期内可能不会导致公共债务增加。⁶
- 在货币政策方面，如果实际利率持续偏低一段时间，可能意味着现在的中性政策利率会低于20世纪90年代或本世纪头10年初期。另外，如果在通胀目标约为2%的情况下需求受到了不利冲击，则名义利率有更大可能会触及零下限。这进而又可能对如何设定恰当的货币政策框架产生影响。

本章其余部分的结构如下。第二节论述全球实际利率和资本成本；第三节介绍用以分析全球实际利率和资本成本变化模式的概念框架；第四节测试第三节提出的假说；第五节总结了分析结果，论述了对中期财政政策的启示；最后一节陈述结论。

对现况的概括：衡量实际利率和资本成本

要观察到实际利率，唯一的直接途径是查看通胀保值债券收益率。但通常不发行短期限（即少于1年）的此类债券。即便是较长期限的此类债券，也很少有国家具备良好覆盖面的数据（King和Low，2014年）。⁷ 如没有通胀保值债券，获取实际利率近似值的办法是看相关时段内名义利率和通胀预期之差：

$$r_t^{[n]} = i_t^{[n]} - E_t \pi_{t,t+n}, \quad (3.1)$$

其中， $i_t^{[n]}$ 是期限为 n 的零息债券在时间 t 的名义收益率，而 $E_t \pi_{t,t+n}$ 则是该债券全期限内的预期消费

⁵然而，如果利率因经济活动低于预期而低于预期，则借款人的情况很可能比高增长和高利率情形下更糟。

⁶如果实际利率长期低于实际GDP增长率，借助债务融资的政府开支的短期增加只会导致公共债务比率暂时上升。广而言之，如果增加的支出永久地提高GDP（例如通过提高私人资本的生产率），所增加的年度税收大到足以支付每年增加的偿债额，则债务与GDP的比率在中期内可能不会上升。Delong和Summers（2012年）对此曾有阐述。

⁷指数化债券市场缺乏深度，很容易受流动性溢价和技术因素的影响。根据Blanchard（1993年）的方法，考虑了税务因素，我们调整了英国的实际利率，即添加 $\tau/(1-\tau) \times \pi$ ，其中 τ 表示息票支付额的所得税率，设定在20%（见Blanchard，1993年），而 π 代表债券整个期限内的预期通胀率。

图 3.2. 实际利率比较
(年度百分率)



来源: Consensus Forecasts; 克利夫兰联邦储备银行; 费城联邦储备银行的“Livingston调查”; 费城联邦储备银行的“专业预测者调查”; Haver Analytics; 以及基金组织工作人员的计算。
注: CF=共识预测; IPS=通胀保值证券。

物价通胀率。债券收益率可以观察到，但预期通胀无法观察到（至少无法直接观察到）。本文为获得预期通胀的估计值，依靠调查问卷信息以及采用估计自回归方法做出的预测。由于该自回归方法的参数有可能随时间而改变，因此使用滚动窗口。为尽量扩大样本范围，分别用3个月期限和10年期限表示短期和长期实际利率。⁸

美国的3个月实际利率估计值以及美国和英国的10年期实际利率估计值如图3.2所示。采用模型和调查问卷得出的估计值非常相似。数字表明，两国的实际利率从20世纪80年代初期以来急剧下降。此外，这种利率下降是全球性的（图3.3）。

⁸详见附录3.1。样本包括40个国家，其中有25个先进经济体和15个新兴市场经济体。所使用的利率是可知的政府债券利率，若不可知则使用银行间利率。

全球平均10年期实际收益率1983年达到6%的高点，2012年几乎降至零。⁹

主成分分析证实，一些共同因素对全球实际利率下降有推动作用。分析结果表明，第一共同因素对实际利率变化的贡献比重在1980-1995年期间约为55%，1995-2012年期间升至近75%（图3.4，子图1）。¹⁰ 从各国实际利率分散度的历史变化，也可看出共同因素作用有所增大。

图3.4（子图2）显示，10年期实际利率横截面标准差在20世纪80年代初约为400个基点，最近几年降至100个基点。¹¹ 这种下降符合一种看法，即：使利率偏离全球共同均值的国内因素已变得不太重要。然而，尽管第一因素在总方差中的贡献比重对于3个月和10年期实际利率两者而言均有增加，但它对短期限利率的影响比重仍小得多。因此有理由认为，各国货币政策仍可在缓和国内产出波动方面发挥重要的反周期作用。

共同因素的作用之所以增大，可能有多种原因。由于通胀风险影响期限溢价，长期实际利率的普遍下降，可能是因为各国同时采用了旨在确保稳定的低通胀的货币政策框架。然而，此举并不能解释短期实际利率的下降趋势，因为短期利率几乎不受通胀风险的影响。换言之，如果全球通胀风险溢价下降，就会造成类似的期限利差下滑，但这种情况尚未发生（图3.3，子图1）。¹² 关于共同因素影响之所以增大，另一种假说是金融市场一体化所致。图3.4（子图2）显示银行资产和负债的交叉持有情况（金融市场一体化指标）的演变。根据这种衡量指标，30年来金融一体化稳步大幅增强。金融一体化与实际利率分散度变量之间的相关性为-0.74，证明这一假说合理。

融资决策并不仅限于短期借款或固定收益市场。企业在评价是否值得开展某一投资项目时，

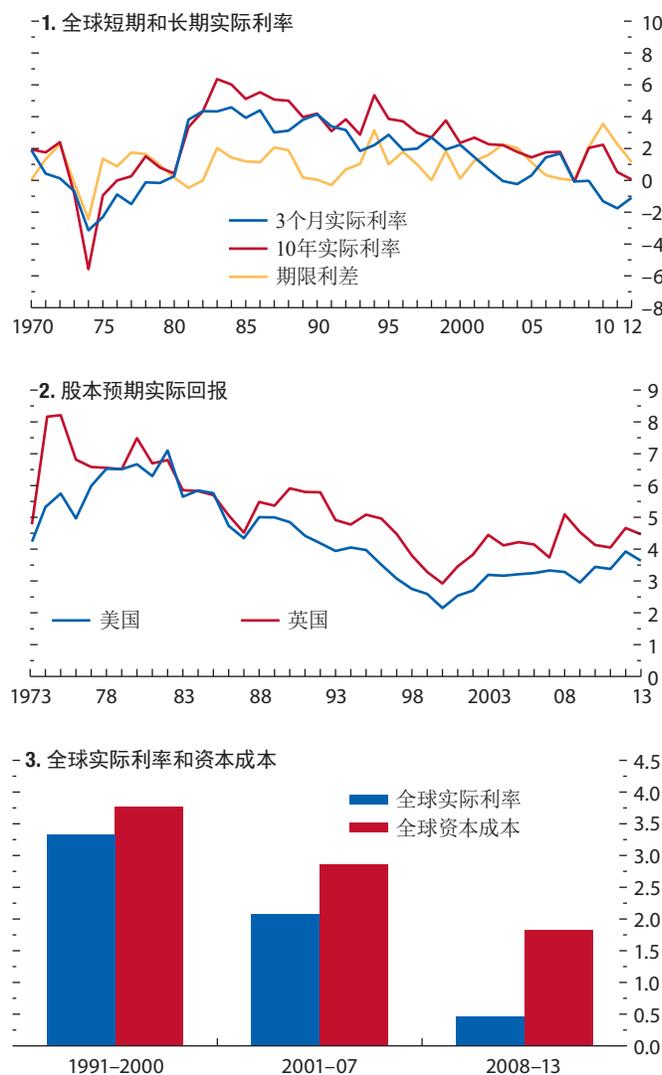
⁹这些是GDP加权平均值。七国集团成员国（加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国、美国）的简单平均值和不包括美国的GDP加权平均数也使用了类似的加总方法（见附录3.7）。

¹⁰使用实际利率变化得出的结果与此相似。

¹¹如果新兴市场经济体短期证券采用始于1990年的样本（新兴市场经济体长期利率数据极少），得出的结果也是类似的。这些结果表明，新兴市场经济体对全球整体实际利率分散度的贡献有明显下降。该分析不包括全球金融危机后违约风险显著增大的国家（即欧元区一些非核心国家），因为对违约风险的决定因素的分析超出了本章的范围。关于欧元区，需要指出的是：欧元区核心国家的长期实际利率标准差稳步下降，但欧元区非核心国家的长期利率标准差最近却有所上升（见附录3.7）。不过，核心国家和非核心国家的短期实际利率标准差均已下降。

¹²整个期间的平均实际期限利差（长期和短期实际利率之间的差额）约为100个基点。利差未出现明显趋势，这表明期限溢价稳定（在短期和中期时段，期限利差会因经济周期而变化）。最近，欧元区的违约风险是一个影响因素。但是，违约风险的变化超出了本章讨论的范围。

图 3.3. 实际利率、股本实际回报和资本成本
(年度百分率)



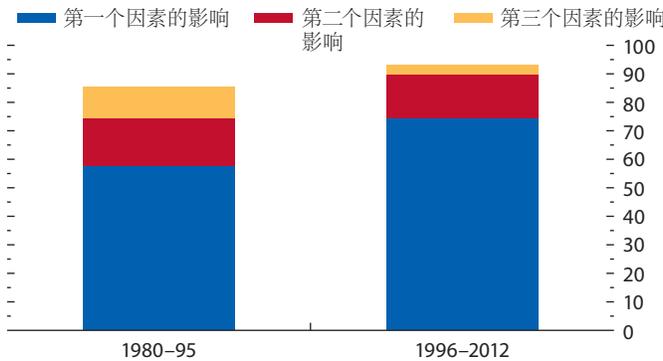
来源：Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; 基金组织国际金融统计数据库；经济合作与发展组织；世界银行世界发展指标数据库；以及基金组织工作人员的计算。

注：期限利差指短期和长期实际利率之间的差异。

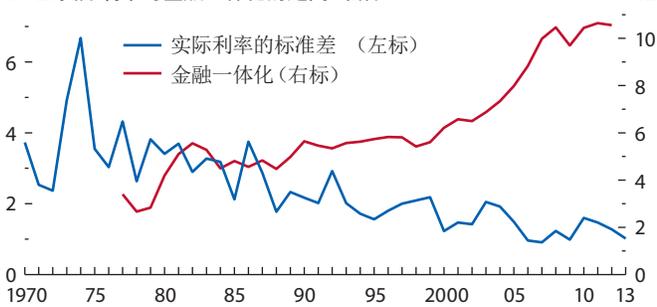
图 3.4. 实际利率中的共同因素

1. 长期实际利率的主成分分析

(百分比, 前三个共同因素可以解释的实际利率变动的占比)



8-2. 实际利率与金融一体化的趋同 (百分比)



来源: 国际清算银行; Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; 基金组织国际金融统计数据库; 经济合作与发展组织; 世界银行世界发展指标数据库; 以及基金组织工作人员的计算。
注: 以银行双边资产和负债占国家GDP的比重衡量金融一体化。

会要求该项目的预期收益大于资本总成本, 包括股本融资成本和借款成本。

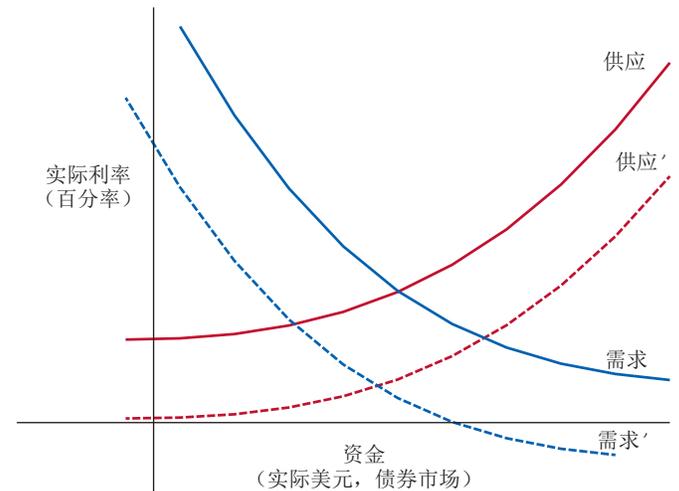
关于股本成本, 我们构建了主要股市的预期实际回报率衡量指标。¹³ 简言之, 股本预期回报率等于股息收益率加上实际股息的预期长期增长率。预期股息增长率是通过对股息和GDP增长率进行向量自回归来估算的。图3.3 (子图2) 显示估算的美国股市和英国股市的股本预期长期实际回报率。

资本成本估计为实际长期利率与股东所要求股本回报率的加权平均值。¹⁴20世纪80年代至20世

¹³在时段*t*对时段*n*要求的股本实际 (内部) 回报率为 $R_{e,t}^{[n]}$, 以下列方程估算: $S_t/D_t = \sum_{j=0}^n (1 + R_{e,t}^{[n]})^{-j} E_t g_{t+j+1}$, 其中, S 为股票价格指数, D 代表与所选股票指数变化一致的股息, $E_t g_{t+j+1} = D_{t+j}/D_t$ 为预期的股息累计增长率。

¹⁴针对美国, 我们设定这两个变量的权重相等; 针对所有其他国家, 一个变量的权重设为三分之二 (债务成本), 另一个

图 3.5. 实际利率和资金需求与供给的变化



来源: 基金组织工作人员的图释。

纪90年代后期, 推算的债券和股本实际回报率有所下降, 但互联网泡沫于2000-2001年度破灭后, 股本预期回报率有所增加。所以资本总成本的降幅小于实际利率的降幅。¹⁵因此, 虽然全球实际利率估计值在本世纪头10年期比20世纪90年代低1.15个百分点, 但全球资本成本估计值仅低0.62个百分点 (图3.3, 子图3)。

实际利率的决定因素: 储蓄与投资框架

均衡实际利率是指导致资金供求达到适当平衡的资金价格。影响均衡实际利率的因素会使供求曲线发生移动和倾斜 (图3.5)。资金供应曲线向外移动, 或需求曲线向内移动, 会使均衡实际利率下降。资金供应可能来自私人储蓄、公共储蓄 (预算盈余) 或货币政策行动。

预期投资利润率的变化和投资品 (加机械、设备、信息技术等) 相对价格的变化有可能使资金需求发生变化。投资利润率的下降会压低投资和实际利率, 这样经济体资本存量就会缩小。在投资量不变情况下, 若投资的相对价格降低, 贷款

设为三分之一 (股本成本)。权重的选择取决于美国和其他国家企业债券和股市总值的平均值, 其中不包含税收修正值。然而自2000年以来, 基于任何可能选择的权重, 我们都发现, 资本成本的下降均小于实际利率的下降。

¹⁵采用实际企业收益率计算债务成本得出的结果与此相似。

需求额就会减少。同时，相对价格下降也可能使投资量增大。因此从理论上讲，对全球投资额和实际利率产生的净影响取决于投资量对其相对价格的弹性如何。

私人储蓄的变化可能由多种因素引起，包括当前和预期收入的变化、社会安全网状况、人口状况、金融创新等。例如，永久性收入假说指出，当新事件导致预期未来收入增长率上升时，储蓄率会下降。但如存在消费习惯，则可能产生不同的结果，即：GDP增长率上升可能使储蓄率提高（见附录3.6）。在所有其他条件相同情况下，储蓄曲线的这种转变会压低实际利率，并会使全球投资均衡水平升高。按照生命周期模型，人口老龄化会使储蓄率降低，因为该模型预测中间年龄组的储蓄率最高。总体而言，老龄化会使实际利率上升，并使全球投资降低。

公共储蓄（即财政政策）的变化对总储蓄曲线的影响与私人储蓄变化的影响类似。长期利率是预期的未来短期利率的加权平均值，所以预期未来赤字会导致今天的长期实际债券利率上升。此外，财政政策对实际利率的整体影响还包括来自公共债务存量的影响。由于储蓄决策一定程度上取决于财富，而公共债务是财富的一部分，因此债台高筑容易压低私人储蓄，进而使实际利率上升。¹⁶

严格中性的货币政策（即把产出保持在潜在水平）不会影响实际利率的确定，这时实际利率处于自然水平。然而如货币政策偏离中立姿态，则会使实际利率脱离自然水平。大致而言，可用资金供应曲线向外（向内）移动来表示货币政策放松（收紧）。¹⁷

¹⁶附录3.3显示在迭代模型下（其中，李嘉图等价不成立），公共债务存量对私人储蓄有负面影响。

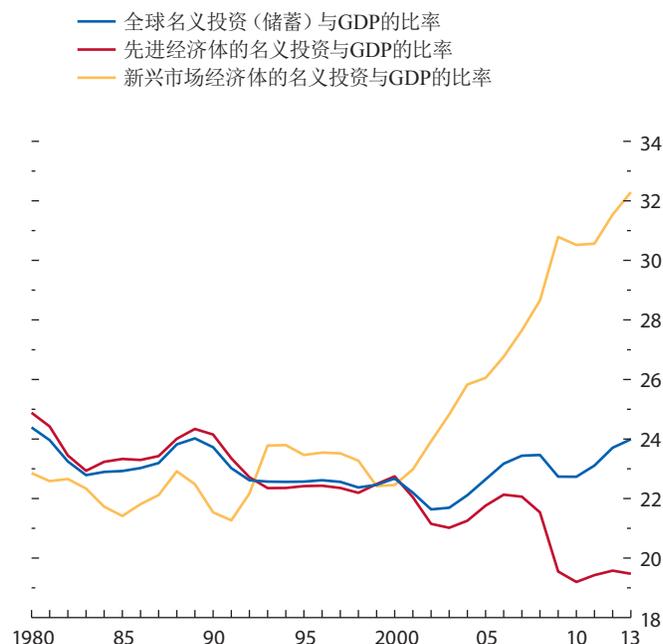
¹⁷在标准的投资储蓄-流动性偏好货币供应量（IS-LM）模型中，货币供应减少（LM曲线左移）会使实际利率上升，进而使产出和投资减少。产出减少会使储蓄曲线移动，直到储蓄和投资处于均衡状态。

表3.1. 解释实际利率下降的替代性假设

假设	预测影响		
	实际利率	股本预期回报	全球投资率
投资变化	投资相对价格下降 投资利润下降	？ ↓	？ ↓
储蓄变化	紧缩的财政政策 GDP增速提高（习惯） 人口统计（老龄化）	↓ ↓ ↑	？ ↑ ↓
货币政策	宽松	↓	↑
证券组合变化	股票相对风险上升 债券相对需求增加	↓ ↓	？ ↑

来源：基金组织工作人员的示例。

图 3.6. 投资与GDP的比率
(占GDP的百分比)



来源：Haver Analytics; 经济合作与发展组织; 以及基金组织工作人员的计算。

如果投资组合没有变化，股本溢价是恒定的，这意味着资本成本的变动可概括为实际利率的变动。然而，股本溢价会随时间变化。具体而言，有两个因素可能影响股本溢价：（1）债券和股票的相对供应（需求）的变化；（2）持有债券和股票的相对风险的变化。¹⁸

¹⁸从技术角度上讲，持有债券和股票的相对风险发生变化，就意味着长期债券或股票与家庭消费边际效用之间的协方差发生变化，使这两种资产类别中的某一种作为金融投资的风险相对增大（或减小）。

表3.1总结了上述假说，并分别列示了在这些假说下的实际利率、股本收益率以及全球投资和储蓄曲线的所受影响。

哪些因素促成了实际利率的下降？

本部分评估各种解释实际利率下降原因的假说。

资金需求发生变化

先进经济体的投资与GDP的比率自1980年以来显著下降，2000年之后尤其明显（图3.6）。这种下降可能反映了两个原因：投资价格下降，投资利润率下降。

投资相对价格下降

图3.7（子图1）显示下述两方面的变化：投资的相对价格；投资价值和投资数量与GDP的比率。该图显示，虽然2002年之后投资的相对价格未明显下降，但从1980年到本世纪头10年的最初几年曾稳步下降。¹⁹ 这种减少又导致投资价值与GDP的比率下降。²⁰

投资利润率下降

图3.7还显示了企业实际利润增长率的变迁（子图2）和企业利润率的变迁（子图3）。该图表明，到本世纪头10年的早期至中期为止，投资利润率都没有出现负面变化，但全球金融危机爆发后投资利润率却显著下降，在欧元区、日本和英国尤其如此。因此，关于先进经济体投资利润率下降促成实际利率下降的假说在危机前并无实证根据，但在全球危机后却成为一个关键因素。²¹

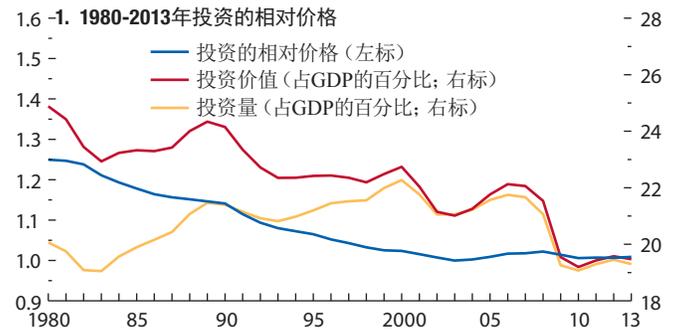
探讨投资吸引力演变的另一种方法是查看托宾 q 值的动态（Hayashi, 1982年）。如果企业的 q 值大于1，就表示该公司市值高于其在册资产价值，因此其他企业有理由向该公司投资。同样， q 值下降意味着投资吸引力下降。汤森路透Worldscope用74个国家3万多家企业1990至2013年的情况为样本编制了数据（Brooks和Ueda, 2011年）。根据

¹⁹之前的一些研究（例如，Gordon, 1990年）广泛论述了投资相对价格下降的现象。这些研究通常将投资价格下降与产品研发联系起来，因为产品研发会带来更有效的新投资品（例如，Fisher, 2006年）。此外，商品价格（如钢铁价格）下跌也可能对20世纪80年代和20世纪90年代投资相对价格下降有一定影响。

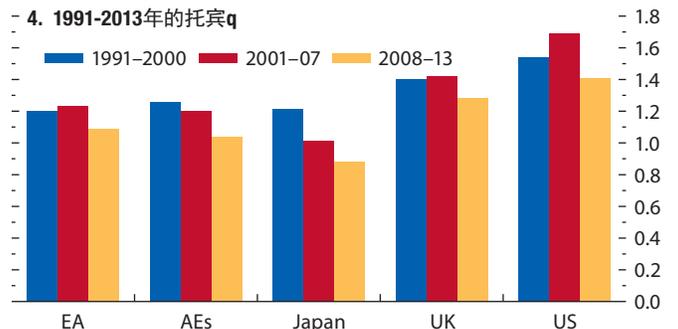
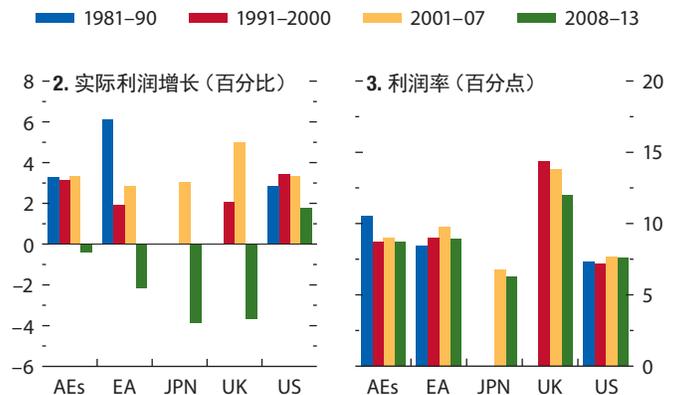
²⁰虽然投资量在此期间有所增加，但无法弥补投资相对价格的下降。

²¹先进经济体投资利润率的下滑已通过一项对利润率的估算方法得以证实（见附录3.2）。此外，投资利润率的下滑恰逢许多先进经济体的生产率增速在危机后下降。

图 3.7. 先进经济体投资的变化



1980-2013年的投资利润



来源: Brooks和Ueda (2011年); Haver Analytics; 经济合作与发展组织; 世界银行世界发展指标数据库; 以及基金组织工作人员的计算。
注: 实际利润增长是企业实际总营业盈余的增长率。利润率是企业总营业盈余与资本存量的比率。AE=先进经济体、EA=欧元区、JPN=日本、UK=英国、US=美国。

该数据所作的分析发现，q值的动态似乎符合上述投资利润率的变迁模式（图3.7，子图4）。²² 具体而言，20世纪90年代和本世纪头10年早期至中期投资吸引力没有发生负面变化，但全球金融危机爆发后q值却大幅下跌。

总之，这两个因素促成了先进经济体投资比率的下降，但发生影响的时期不同：（1）1980年到本世纪头10年初期，投资相对价格大幅下降的影响较大；（2）全球金融危机发生后，投资利润率负面转变的影响较大。

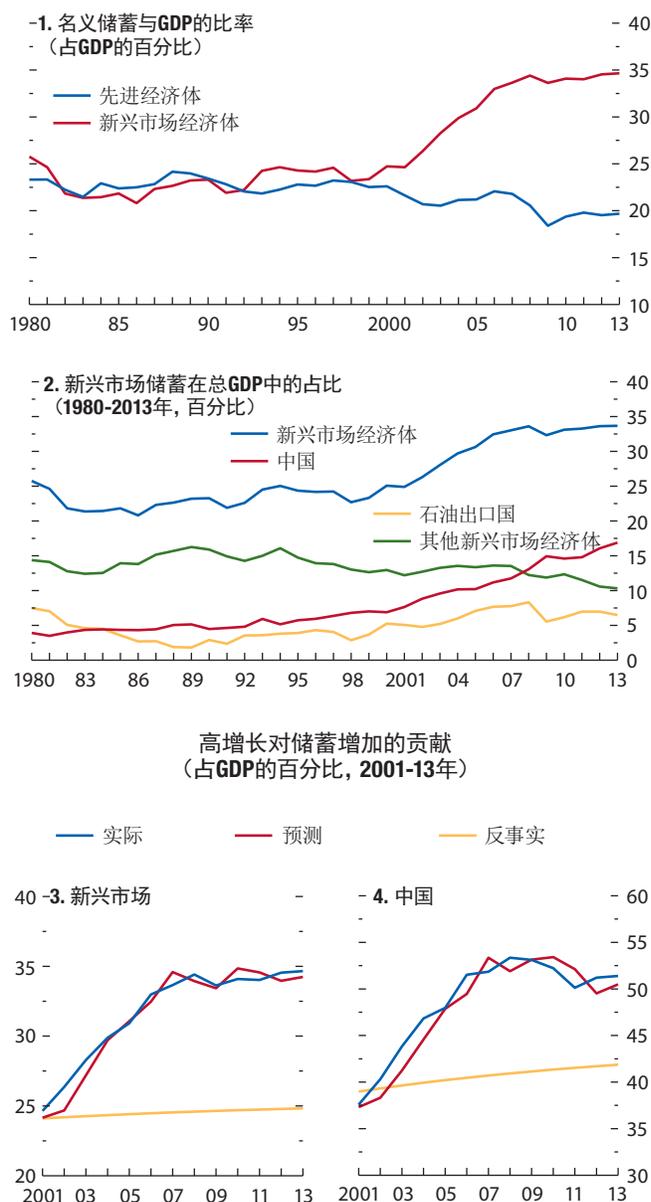
储蓄率的变动：新兴市场经济体的作用

2000年后，新兴市场经济体的储蓄与GDP的比率明显上升（图3.8，子图1）。因此，2000至2007年全球储蓄率上升1.7个百分点（其中，1.5个百分点可归因于新兴市场经济体储蓄率的上升，另外0.8个百分点是由于新兴市场经济体占全球GDP的比重增大，此外因先进经济体储蓄率下降而减去0.6个百分点）。在新兴市场经济体中，中国储蓄所占份额越来越大，到2013年已接近新兴市场经济体GDP总值的18%，即占新兴市场经济体储蓄总值的大约一半（图3.8，子图2）。新兴市场经济体特别是中国储蓄供应的增加，必然对实际利率的下降发挥了重大作用。

哪些因素可以解释新兴市场经济体储蓄率的这种上升现象呢？2004至2008年油价上涨导致该组经济体中石油出口国的储蓄增加（图3.8子图2）。除油价上涨，人们还曾提出各种原因，包括中国社会安全网削弱、财政限制因素、人口因素，以及一些国家希望大量积累官方储备作为缓冲（见下一节）。²³ 然而，许多新兴市场经济体的财政限制因素已减轻（Abiad、Detragiache和Tressel，2010年），同时安全网也已普遍加强，理应导致储蓄率降低。²⁴ 关于中国，Wu（2011年）认为人口变动、社会安全网以及财政限制因素对储蓄率上升的影响并不大。本章进行的实证研究也证实了这一结果（专栏3.1）。

人口因素和财政拮据似乎是解释长期储蓄趋势和持续跨国差异的主要原因（基金组织，2013年）。但正如专栏3.1所述，这些原因无法解释2000至2007年新兴市场经济体的储蓄率为何快速上升。较合理的解释是，储蓄率上升是因为经济

图 3.8. 新兴市场储蓄的变化



来源：经济合作与发展组织；世界银行世界发展指标数据库；以及基金组织工作人员的计算。
注：实际指实际储蓄与GDP的比率；预测指根据储蓄率的滞后值和新兴市场经济体的实际GDP增长对新兴市场经济体的储蓄率进行回归得出的预测储蓄与GDP的比率；反事实指假设实际GDP增长维持在20世纪90年代末的平均水平，对储蓄率进行的有条件预测。

²²在该分析中的计算中，假设边际q值等于平均q值。

²³可参见Chamon和Prasad（2010年）；Song和Yang（2010年）；Curtis、Lugauer和Mark（2011年）；Wei和Zhang（2011年）；二十国集团（2011年、2012年）。

²⁴例如，2000年至2007年，新兴市场经济体的公共医疗卫生支出与GDP比率从2.7%上升到3.0%，中国的该比率则从0.49%升至0.75%。

增长率稳步上升（另见Carroll和Weil，1994年）。专栏3.1论述了这一假说。通过一个时间序列模型（其中储蓄率为滞后储蓄率和同期实际GDP增长率的函数），可解释新兴市场经济体储蓄率时间序列变化的大部分原因（图3.8，子图3和4）。²⁵该模型表明，10年来新兴市场经济体的增长使储蓄率在2000至2007年之间上升约10个百分点（子图3），其中，主要影响来自中国储蓄率的上升（子图4）。这些结果充分证明了一个假说，即：本世纪头10年新兴市场经济体增长率的提升导致了新兴市场经济体储蓄率的上升超过其投资率的上升（即净储蓄增加）。²⁶

储蓄率的变动：财政政策的作用

理论认为，财政政策可能通过三大渠道影响长期实际利率。第一，财政赤字减少公共部门储蓄，会提高当期的短期实际利率。第二，财政赤字造成预期未来赤字，会影响预期短期实际利率。第三，财政赤字影响公共债务存量和未来税收，进而影响私人财富，并因此影响当前储蓄和消费决策。我们依次论述这些方面。

- 图3.9子图1显示了世界公共部门储蓄作与世界GDP比率的历史演变。20世纪80年代中期到后期和20世纪90年代中期到后期，全球公共储蓄率上升，大致上符合先进经济体储蓄率的曲线（图3.9，子图2和3）。
- 图3.9（子图4）显示《世界经济展望》预测的各国预期财政状况，表明其在20世纪90年代后半期也大幅度改善。²⁷
- 最后，我们根据Blanchard和Summers（1984年）以及Blanchard（1985年）构建了一个前瞻性指标，其依据是当前债务水平和10年预测基本赤字。该指标若随时间下降，即表示私人财富因财政政策而减少，因此总储蓄率有所上升。²⁸先进经济体总指数1994至2000年发生变化，下降了2.1个百分点（图3.9，子图5）。²⁹

²⁵该模型也能很好模拟先进经济体储蓄率的变化，可解释其90%左右。

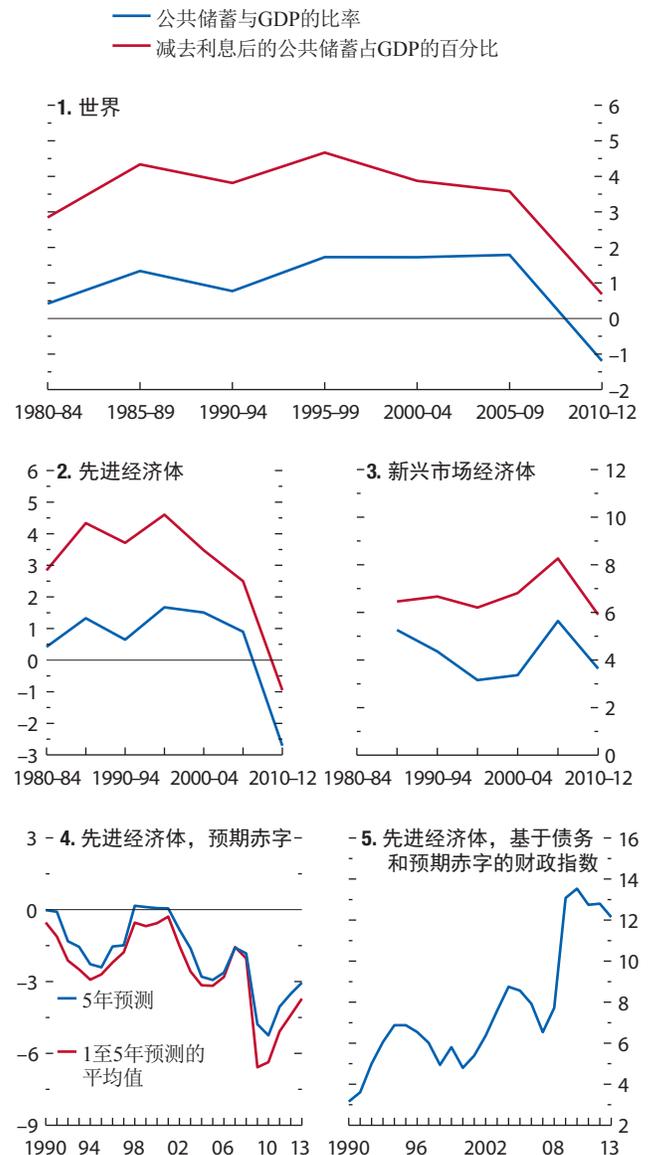
²⁶增长与储蓄之间的关系很复杂，难以做出有充分信心的判断。仅就专栏3.1的分析而言，增长和储蓄之间在中短期内的正相关关系取决于经济增长对储蓄的影响，而不是储蓄对经济增长的影响。同样，也有很强的证据显示许多先进经济体（特别是日本）增长率的逐渐下降对其储蓄率的下降产生了显著作用。

²⁷这些预测值可从1990年开始，但遗憾的是其仅包含先进经济体。

²⁸该指数的结构是 $x_t = 0.1[b_t + \sum_{i=0}^{\infty} (1.1)^{-i} pd_{t+i}]$ ，其中 pd_{t+i} 是《世界经济展望》预测的年度 $t+i$ 的基本赤字与GDP的比率，而 b_t 是时间 t 的债务与GDP的比率。详情见附录3.3。

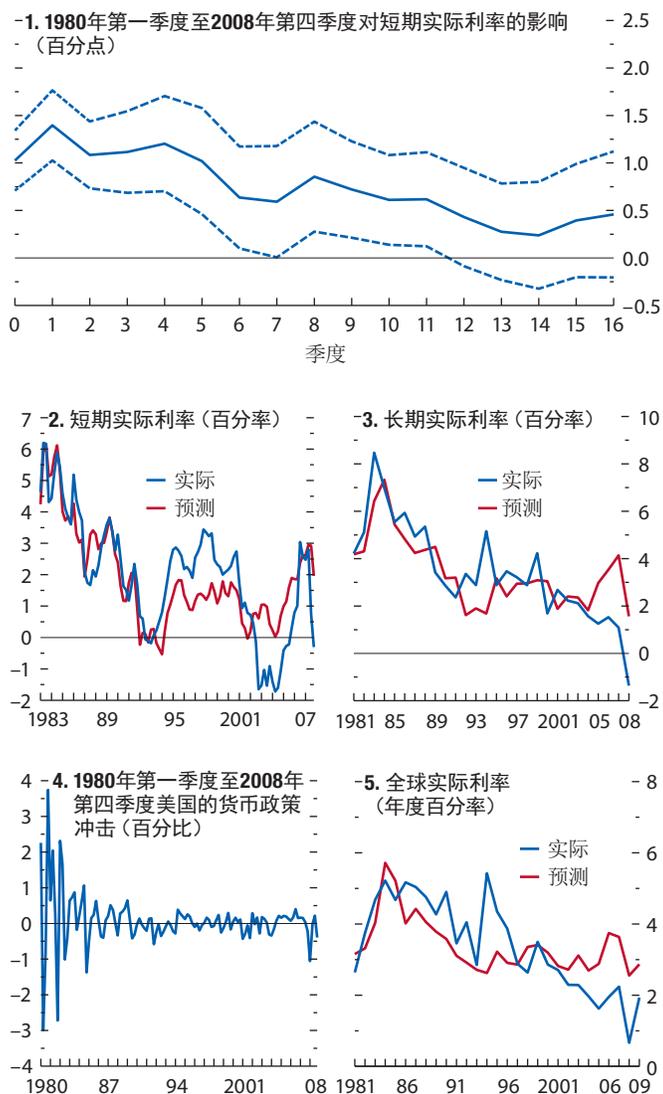
²⁹这表明弧弹性约为0.21。在所有其他时段，该指数有所上升，给实际利率带来上升压力。

图 3.9. 财政政策对实际利率的影响（占GDP的百分比）



来源：经济合作与发展组织；世界银行世界发展指标数据库；以及基金组织工作人员的计算。

图 3.10. 美国的货币政策冲击对实际利率的影响



来源: Bloomberg, L.P.; Coibion (2012年); 经济合作与发展组织; 以及基金组织工作人员的计算。

注: 子图1中, 实线表示估计的影响, 虚线表示90%的置信区间。t=0是发生货币冲击的那一年。在子图5中, 全球实际利率不包括美国的实际利率。

因此, 关于所有三个渠道的证据均表明, 先进经济体的财政政策对20世纪90年代实际利率的下降均产生了重大影响。但在那10年之外, 影响却是相反的。实际利率在本世纪头10年仍继续下降, 意味着其他因素大到抵消了财政政策的影响。

货币政策

货币政策只要保持中性(即把产出保持于潜在水平), 就不会影响实际利率的确定, 因为这时实际利率会固定在自然水平。在实践中可以合理地假设, 只要央行不偏离其长期货币政策规则所规定的系统化行为, 则其在各个商业周期的姿态接近中性。³⁰ 相比之下, 货币政策冲击(定义是偏离政策规则)会导致偏离中立姿态。例如, 一系列紧缩政策冲击会导致实际利率在一段时期高于自然利率。

为评估货币政策所发挥的作用, 本文采用了反映美国货币政策冲击的一个指标。之所以研究美国, 首先因为它在全球金融体系中举足轻重。此外, 美国是全球唯一具备可靠的货币政策冲击衡量指标的国家, 且数据可追溯到20世纪80年代(Coibion, 2012年)。³¹ 概括而言, 我们所估算的冲击是政策利率上的外生创新, 也就是与当前或预期通胀和经济状况无关的利率变动。我们依照Romer和Romer(2004年)提出的方法, 对货币政策的影响估算如下:

$$\Delta r_t = a + b(l)mps_t + \varepsilon_t, \quad (3.2)$$

其中, r 为实际利率, 而 mps 为货币政策冲击。

如图3.10(子图1)所示, 结果表明, 货币政策冲击对短期实际利率有显著而持久的影响。³² 货币政策对实际利率的实际下降有多大影响? 图3.10子图2显示了短期实际利率的实际变化曲线, 同时显示了该变化受货币政策冲击影响的部分。到1992年为止, 短期实际利率的变动有约88%完全为货币政策冲击所致; 之后, 该因素在短期利率变化中所占比例要低得多。长期实际利率的情况与此相似(子图3), 但不出预料的是, 货币政

³⁰这显然是一个近似值。例如, 在商业周期过程中, 只要产出缺口与通胀稳定之间存在权衡取舍问题, 货币当局均因工具太少而无法实现最佳配置。这也意味着在周期过程中, 真正的实际利率不可能等于自然利率(魏克赛尔利率)。

³¹估计的货币政策冲击是根据美联储绿皮书预测值估计的货币规则的残差。该方法类似于Romer和Romer(2004年)最初提出的方法, 但Coibion(2012年)引入了时变参数, 允许将央行规则创新与改变规则本身两者加以区分。该区分特别有助于分析长期情况。

³²这一发现并不算新颖, 它符合价格刚性假说(Christiano、Eichenbaum和Evans, 1999年)。

策冲击对长期利率变化的影响远小于对短期利率变化的影响。

大规模紧缩政策冲击多发生于20世纪80年代。1980至1989年，政策冲击通常为正值，大约每季度24个基点。这些正值冲击源于1979年10月6日美联储主席保罗·沃尔克对货币政策方式所作的重大变更——借助这个变化，联储也最终成功解决了通胀问题（Bernanke和Mishkin，1992年）。1990年以后，货币政策冲击规模明显缩小，因为当时已稳固建立低通胀格局（图3.10，子图4）。³³

美国实际利率20世纪80年代波动的主因无疑是美国的货币政策。同样明确的是，美国货币政策冲击也是这个时期全球利率（不包括美国实际利率）波动的重要原因（图3.10，子图5）。这一结果有两种经济方面的解释。首先，美国的货币冲击对其他国家的短期利率有很大的溢出效应，对那些试图保持本国货币与美元汇率稳定的国家尤其如此（2013年10月期《世界经济展望》）。³⁴ 第二，20世纪80年代和20世纪90年代初期，世界各国央行采取降低通胀政策，因此需要在初期采取类似于美联储的收紧货币政策姿态。³⁵

投资组合变动

至此为止我们所评估的几种假说均预测许多资产的实际回报率会下降。然而，尽管20世纪80年代和20世纪90年代后期债券和股票的回报率趋势均为下降，但2000-2001年互联网泡沫破裂后，股本溢价却急剧上升（图3.11）。³⁶ 出现这种迥异趋势有三个原因。

首先，新兴市场经济体过剩储蓄（即经常账户盈余）高涨导致其在本世纪头10年的外汇储备急剧增加（图3.12，子图1），主要投资于政府债务或政府担保的固定收益证券。2000年后外国持有的美国国债大幅增加，中国和其他新兴市场经济体的外国官方持有额占这一增长的最大部分（图3.12，子图2和3）。与此对比，外国私人持有的美国股票和其他资产的份额保持相对稳定（图

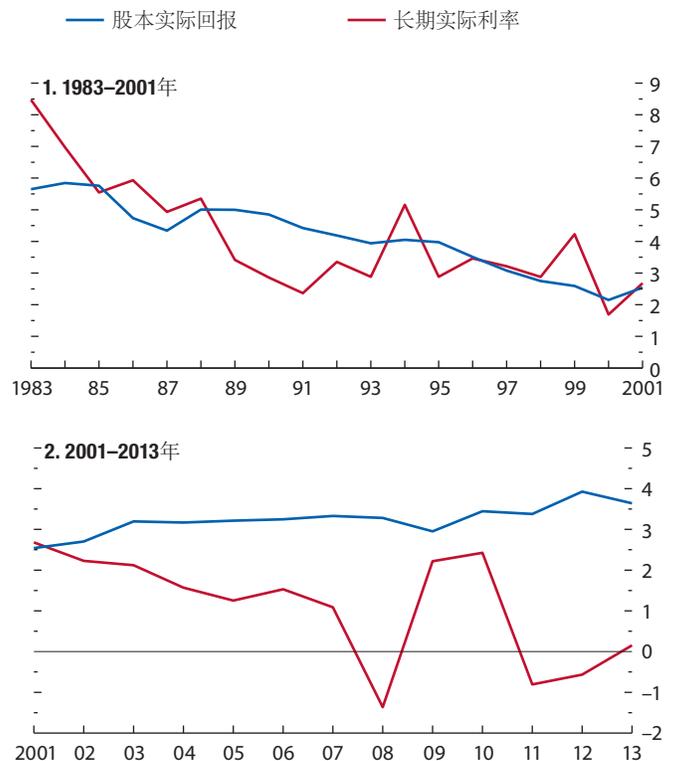
³³许多作者都认为改进货币政策对减少产出波动发挥了突出作用（可参阅Gali和Gambetti，2009年；Nakov和Pescatori，2010年；以及其他研究）。

³⁴20世纪80年代，许多通胀频发的国家将汇率目标制作为确定名义锚的方式。

³⁵到20世纪90年代初，许多先进经济体已大幅度降低通胀和通胀波动。多数新兴市场经济体在20世纪90年代下半期和本世纪头10年初期大幅度降低通胀。越来越多的国家实现政策转向，实行通胀目标制。

³⁶我们的分析以美国为重点，因为有股本溢价的较长时间序列数据，但大多数先进和新兴市场经济体的情况与此类似。美国股市市值占全球股市市值的35%以上。

图 3.11. 长期实际利率与股本实际回报（年度百分比）



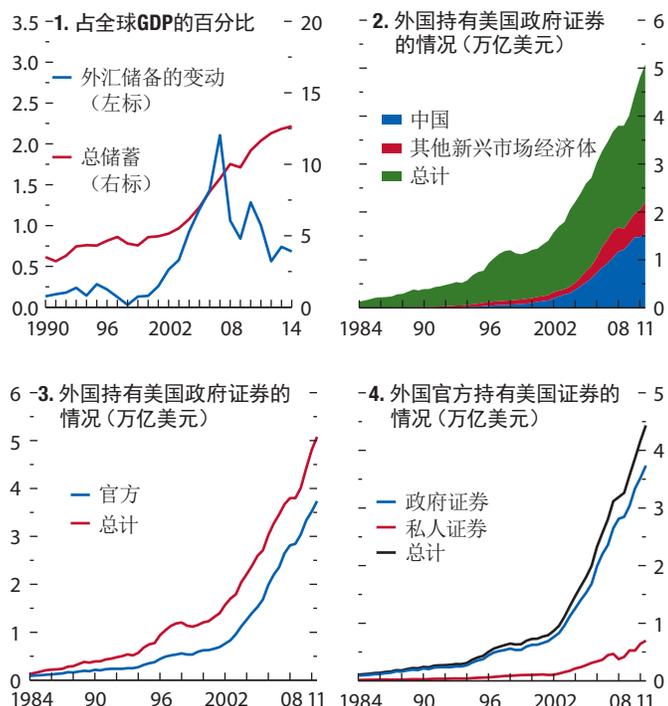
来源：Bloomberg, L.P.; 经济合作与发展组织；以及基金组织工作人员的计算。

3.12，子图4）。实证证据表明，外国官方购买美国国债的行为对本世纪头10年实际利率的下降发生了很大作用（Warnock和Warnock，2009年；Bernanke、Reinhart和Sack，2004年；Beltran等人，2013年）。³⁷

其次，债券和股票的相对风险程度发生变化，使债券相对更具吸引力。具体而言，图3.13（子图1）概括显示的证据表明，自2000年以来，债券回报率与股票回报率之间的相关性持续减弱（得出类似结果还有Campbell、Sunderam和Viceira，

³⁷我们对以前几项研究中关于购买行为对美国国债收益率影响的估计值进行了比较，结果表明：如某个月流向美国国债的外国官方资金减少1000亿美元，则美国国债利率短期内会上升46至100个基点，长期会上升4至20个基点（Beltran等人，2013年）。

图 3.12. 证券组合变化以及对债券与股票的相对需求



来源: Beltran及其他人(2013年); 以及基金组织工作人员的计算。

2013年), 而消费增长率与股本回报率之间的相关性则急剧增强。³⁸

图3.13子图2显示, 互联网泡沫破裂后以及全球金融危机后, 股本持有量的波动性明显增大。³⁹

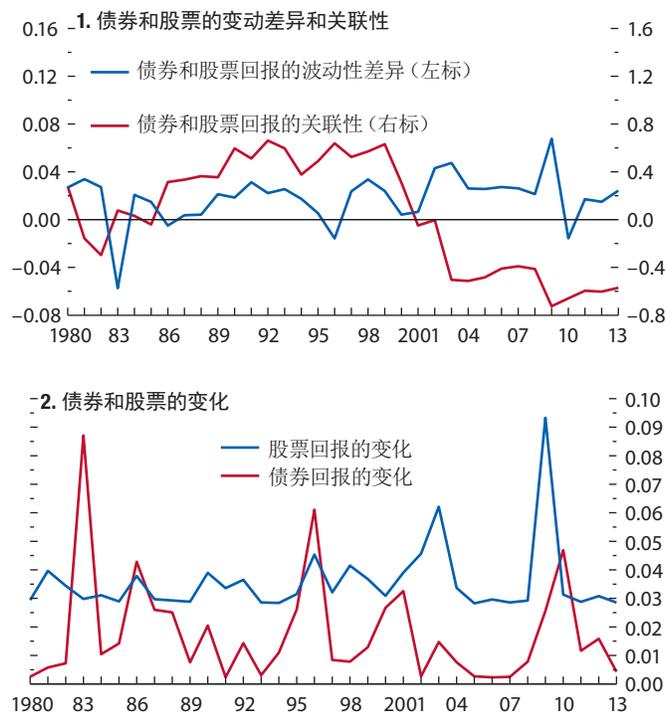
此外, 2008至2013年期间, 一些先进经济体的央行开始执行旨在刺激经济的非常规货币政策。具体而言, 一些实证研究(D'Amico等人, 2012年; Joyce等人, 2011年)提供的证据表明, 2008至2012年期间, 美国和英国以购买长期资产为形式的量化宽松可能压缩了长期国债的实际溢价。实际溢价的缩小又可能成为股本溢价上升的部分原因。⁴⁰ 关于量化宽松究竟对期限溢价有多大影响, 各种估计均有很大的不确定性, 但量化宽松

³⁸对样本中的国家而言, 年消费增长率与股本回报率之间的相关性从1970至1999年的-0.27增至2000至2013年的超过0.50。在消费偏低时期, 高回报率资产提供一个对冲, 导致预期回报率降低, 即风险溢价呈负值。一般而言, 资产回报的顺周期性越强, 与该资产相关的风险溢价越高。

³⁹图3.13还表明, 债券回报率相对股本回报率的方差升高可能是20世纪80年代初美国实际利率短暂上升的原因(Blanchard, 1993年)。

⁴⁰D'Amico等人(2012年)估计, 美联储长期购买资产行为对10年期美国政府债券收益率的累计影响约为80个基点; Joyce等人(2011年)发现英国的结果与此相似。他们指

图 3.13. 1980-2013年证券组合变化以及债券与股票的相对风险度(百分比)



来源: Bloomberg, L.P.; 以及基金组织工作人员的计算。
注: 基于债券和股票回报的自回归(ARCH(1))和广义自回归(GARCH(1))条件异方差模型。

政策有可能在一定程度上导致了2008至2013年股本溢价的上升现象。⁴¹

全球金融危机的创伤

许多先进经济体的投资与GDP的比率尚未恢复到危机前水平。中期前景如何? 看看以往各次金融危机有助于回答这个问题。有两组基本的情景样本可供参照: (1) Laeven 和Valencia (2012年)提出的1970至2007年先进经济体的整个金融危机样本; (2) Reinhart和Rogoff (2008年)提出的、其严重性与最近这次金融危机最有可比性的“五大”金融危机(西班牙, 1977年; 挪威, 1987年; 芬兰, 1991年; 瑞典, 1991年; 日本,

出, 该影响的原因是实际期限溢价受到压缩。然而很难确定该影响的持久性如何。

⁴¹但可能情况是, 如果没有量化宽松, 股本预期实际回报率的上升幅度本来会更大。

1992年)。通过分别观察各国的金融危机，可分别对投资和储蓄进行分析。⁴²

计量经济学估计表明，金融危机使投资与GDP的比率显著而持久地下降（图3.14，子图1和2）。⁴³ 金融危机通常在短期内（金融危机发生后1年）使该比率降低约1个百分点，危机后三年该影响达到3至3.5个百分点的高峰。2008年至2013年投资与GDP的比率实际下降2.5个百分点，与估算的影响非常吻合。此外，该影响也符合以往关于金融危机对资本与劳动比率的影响的结论（Furceri和Mourougane，2012年；2009年10月期《世界经济展望》第四章）。

在储蓄方面，以往金融危机通常在两年时段内使储蓄与GDP的比率下降约2个百分点。这种影响在中期内逐渐减弱直至消失（图3.14，子图3和4）。金融危机之所以对总储蓄率没有持久的影响，原因是公共储蓄率虽然通常在金融危机发生后下降（Reinhart和Rogoff，2011年；Furceri和Zdzienicka，2012年），但会因私人储蓄率持续上升而被抵消（图3.14，子图5和6）。

根据以上证据可以预期，这次全球金融危机在中期内会严重影响投资，但对储蓄率则不然，因此会在一段时期内使实际利率保持在低位。

实际利率是否会大幅度逆转？

过去15年被全球金融危机划分为两部分。危机前，尽管全球投资与GDP的比率上升，但实际利率下降，表明全球储蓄曲线发生了变动。但是，如果全球储蓄率外移是推动实际利率下降的唯一因素，则本来应看到资本成本有类似的下降，可事实并非如此。确切而言，在实际利率下降约1.2个百分点的同时，资本成本仅下降了0.6个百分点。这种差异表明，投资组合变化对债券实际收益率的影响占约0.6个百分点（表3.2）。⁴⁴

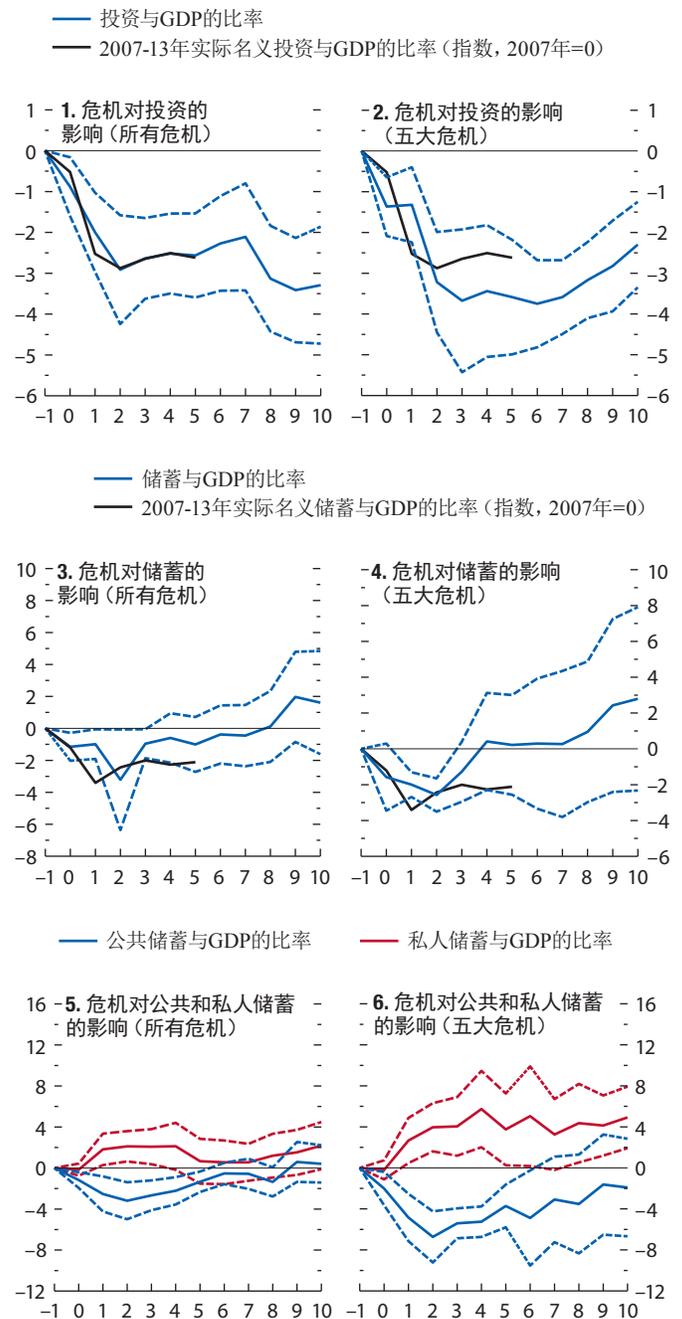
在全球金融危机的余波中，实际利率持续下降，但均衡储蓄和均衡投资都有减少。以上分析表明，全球投资曲线内移（约2个百分点）是主要原因，同时储蓄率对收益率的变化做出反应。实际利率和资本成本的下降仍有差异。前者下降约1.5个百分点，而后者仅下降0.7个百分点，这表明投资组合变化对债券实际收益率下降的影响约占0.8个百分点。量化宽松政策（形式为长期资产购买）通过压缩长期政府债券的期限溢价，也许部

⁴²无法就全球性危机进行类似分析，因为在全球范围内投资和储蓄是相等的。

⁴³见附录3.4，其中说明了如何评估金融危机对投资和储蓄占GDP比率的影响。

⁴⁴可能情况是，先进经济体的宽松财政政策减轻了实际利率的下降。

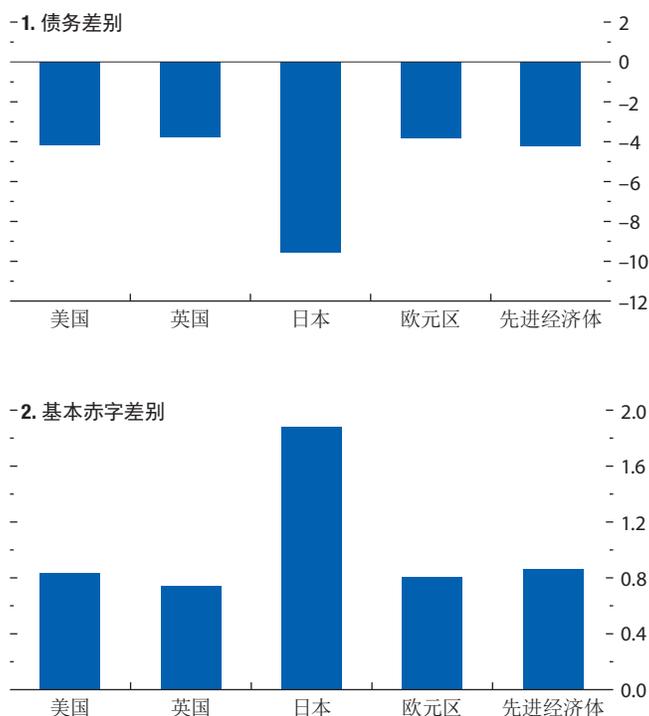
图 3.14. 金融危机对储蓄和投资与GDP比率的影响（占GDP的百分比）



来源：经济合作与发展组织；以及基金组织工作人员的计算。

注：五大金融危机包括1977年的西班牙危机、1987年的挪威危机、1991年的芬兰危机、1991年的瑞典危机和1992年的日本危机。蓝色（红色）实线表示估计的影响；蓝色（红色）虚线表示90%的置信区间；黑线表示从2007年到2013年先进经济体的投资与GDP比率的实际演变。X轴的单位是年；t=0表示发生金融危机的年份。

图 3.15. 低实际利率对债务可持续性的影响
(占GDP的百分比)



来源: Bloomberg, L.P.; 经济合作与发展组织; 以及基金组织工作人员的计算。

注: 子图1反映了实际利率降低所暗示的未来五年债务与GDP比率的差异。子图2反映了, 为了维持子图1的低利率条件下的债务与GDP比率, 2014年至2018年每年必须保证的基本赤字增幅限度。

分造成了投资组合转变。⁴⁵ 此外, 实际利率对投资之转变的弹性较高(即约1.5), 意味着在名义利率没有零下限的情况下, 实际利率的下降幅度会大得多(即约3个百分点)。⁴⁶ 先进经济体的非常规货币政策仅缓解了零下限的影响, 表明自然实际利率目前很可能是负值。

实际利率在中期内会不会上升? 要回答这个问题, 需要对2000年以来影响实际利率的主要因素将如何变化作一些猜想:

- 投资之转变: 关于严重金融危机所产生影响的证据表明, 先进经济体的投资下滑发生全面逆转的可能性不大。新兴市场经济体的增长率预计将比本世纪头10年的增长率每年低约1个百分点。这种下降将使中期的机器及设备投资减少。中国正在调整增长形态, 从投资转向消费, 因此下降的程度会被放大。
- 储蓄率变化: 实证证据表明, 较低的预期增长将导致新兴市场经济体的储蓄率在中期内下降约3.5个百分点。⁴⁷ 这种下降的绝对值将明显小于本世纪头10年的上升幅度。在先进经济体, 虽然公共债务存量高涨对实际汇率产生了影响, 但这些经济体的财政状况预计将改善, 会抵销该影响而且还有余。⁴⁸

⁴⁵2009至2012年美国 and 英国量化宽松对10年期政府债券期限溢价的累计影响的上限估计是80个基点(D' Amico等人, 2012年; Joyce等人, 2011年)。由于这两国固定收益市场的规模与股本市场相似, 量化宽松政策对美国 and 英国资本成本的影响最多为40个基点。两国对全球资本成本的影响不超过一半, 因此非常规货币政策对投资组合变化的影响最多为0.2。

⁴⁶根据本分析的估计, 投资每偏移1个百分点, 实际利率(资本成本)会降低约1.5个百分点(见附录3.5)。这个估计意味着发生的投资变化(约2个百分点)可能使均衡实际利率下降了约3个百分点。

⁴⁷我们根据基金组织的全球综合货币和财政模型(GIMF)进行模拟, 结果表明: 新兴市场经济储蓄率下降3.5个百分点, 对全球实际利率的长远影响为0.25和1.25个百分点。

⁴⁸上一节对财政指标变化的预测表明, 先进经济体财政政策在中期内可能有助于维持较低的实际利率。具体而言, 财政指

表3.2. 影响实际利率的因素

	实际利率 (百分比)	资本成本 (百分比)	储蓄变化	投资变化	证券组合变化
1996-2000	3.3	3.5			
2001-07	2.1	2.9	↓↓	—	↓↓
2008-12	0.6	2.2	—	↓↓	↓↓
未来, 中期	<2.1	<2.9	↑	—	—

来源: 基金组织工作人员的计算。

注: 箭头表示储蓄、投资和证券组合变化对实际利率和资本成本的影响。↑(↓)表示正面(负面)影响。多个箭头表示影响更大。横线表示无影响。

- 投资组合的变化：只要对安全资产的高需求在中期内继续存在（原因是金融监管加强），则投资组合从股本转向债券的情况不太可能逆转。⁴⁹
- 货币政策：在先进经济体产出低于潜力的情况下，货币政策可能无法使实际利率上升。⁵⁰从中期来看，一旦产出缺口被弥补，则货币政策可望保持中立。

综上所述，虽然实际利率在中期内很可能上升，但有没有充分理由认为利率将回到本世纪头10年初期的水平。

实际利率继续处于低位对债务可持续性有何影响

鉴于先进经济体的高额公共债务，未来数十年中，实际利率哪怕有微小变化，都会对财政政策产生重大影响。在一定的经济活动状态下，如果利率高于预期，实现当前的财政整顿目标可能不足以确保债务的可持续性。如果利率较低，则债务下降速度可能会加快。

图3.15显示的结果表明，如果实际利率保持在约1.5%（比2013年10月期《世界经济展望》的预测约低1个百分点），在其他条件相同的情况下，就会使5年后先进经济体的债务与GDP的比率降低约4个百分点。对于初始债务存量较大的国家（特别是日本），其影响更大。相形之下，要通过财政政策使债务有同等程度的下降，则基本盈余与GDP的比率必须超过每年0.8个百分点。⁵¹

总结和政策结论

国内实际利率的变动有一个重要的全球共同元素。因此，要研究全球资金供求变化，就必须了解各个区域内各国利率的形态。

自20世纪80年代以来，全球实际利率已大幅下降。资本成本下降幅度较小，原因是股本回报率

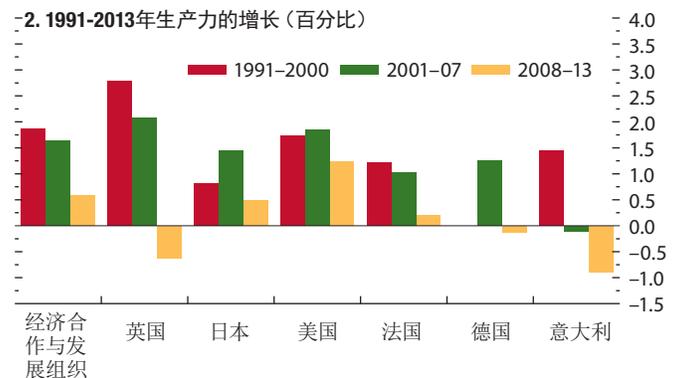
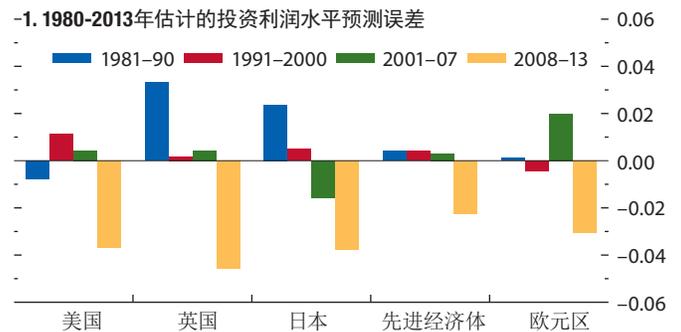
数预计将从2013年的约1.3下降到2018年的1.1左右。

⁴⁹退出量化宽松政策可能导致实际期限溢价升至危机前水平，从而使2008年至2013年发生的投资组合变化出现轻微逆转。

⁵⁰假设零下限约束名义利率的降低，从而防止实际利率被降低到现实所需程度，则真正的实际利率可能会高于自然利率。因此货币政策立场会不由自主地紧缩，不过非常规货币政策可部分缓解这一问题。一旦经济复苏足够强劲，自然利率将开始上升。但是，货币政策预计将保持宽松，也就是把政策利率保持在低于自然水平，直到产出缺口被弥补。

⁵¹这些数字是示意性的例子，其中未顾及精确计算所需的所有细节（例如债务期限结构）。此外，此分析假定两种情况下的GDP增长率相同。

图 3.16. 先进经济体投资的变化



来源：Haver Analytics；经济合作与发展组织；世界银行世界发展指标数据库；以及基金组织工作人员的计算。
注：正如附录正文中描述的那样计算投资的利润水平。

自2000年以来有所增加。本世纪头10年初以来，三个因素促成了实际利率和资本成本的下降：

- 储蓄的变化：新兴市场经济体尤其是中国的储蓄率在本世纪头10年中期大幅度上升，导致资本成本稍有下降。此期间新兴市场经济体收入快速增长，似乎是储蓄率转变的最重要原因。
- 投资组合的变化：本世纪头10年实际利率之所以降低，大约有一半可归因于对债券的相对需求增加，其原因是股本风险度有所上升，造成新兴市场经济体对安全资产的相对需求增加，因而官方外汇储备积累上升。⁵² 全球金融危机发生后，这些因素虽然减弱，但继续推动着实际利率的下降。

⁵²对安全资产的需求增加，仅部分反映于先进经济体公共财政的恶化。本世纪头10年也曾发生大量增持政府担保债务的情况，尤其是大量增持抵押贷款支持证券。全球金融危机前的证券化热潮可以看作市场对安全资产需求上升的反应。

表3.3. 投资（储蓄）与实际利率（简化等式）

	投资（储蓄）等式	实际利率等式
安全网	-0.553*** (0.016)	0.106*** (0.042)
投资的相对价格	3.334*** (1.121)	21.369*** (2.978)
R方	0.400	0.660

来源：基金组织工作人员的计算。

注：括号中是稳健性标准误差。***表示在1%水平时的显著性。

- 投资的变化：危机后资本成本降低，主要原因是对投资于先进经济体的资金的需求的大幅下降。

本文列举的证据显示，先进经济体的投资与产出比率在中期内不会快速复苏。一旦弥补了产出缺口，中期货币政策立场预计将为中性。投资组合在本世纪头10年转向债券的情况不太可能完全逆转。这是因为：虽然新兴市场经济的过剩储蓄会减少，导致官方储备积累增速减缓，使安全资产需求降低，但加强金融监管将产生相反作用。除非政策上发生意外的重大变化，否则这一切对实际利率的净影响很可能不大。在先进经济体，财政收支预计会改善，其抵消作用将大于公共债务存量过高对实际汇率的影响。新兴市场经济体GDP增长率预计将减弱，很可能使其净储蓄率下降，而由于中国的增长再平衡导致投资比重减小，这种情况还可能被放大。⁵³ 总之，实际利率很可能会上升，但没有充分理由认为会回到本世纪头10年中期所见的平均水平（约2%）。然而，在此全球形势下，一些国家的实际利率可能因主权风险溢价较高而较高。此处的结论适用于无风险利率。

实际利率如果长期偏低，会对承担固定受益责任的养老基金和保险公司产生负面影响。在实际利率（和名义利率）持续偏低环境下，广大投资者和金融机构可能通过承担更大风险来寻求较高的实际收益率（和名义收益率）。承担更大风险又可能增大金融部门的全系统风险，因此实施适当的宏观和微观审慎监管将是维持金融稳定的关键所在。

如果实际利率低于《世界经济展望》当前预测的水平，则实现财政可持续性会容易一些。例如，若实际利率比预期低1个百分点，先进经济体平均中期债务与GDP的比率便会下降约4个百分点。此外，若预计实际利率在一段时期内接近或低于实际GDP增长率，那么即使政府债务融资支

⁵³此影响会通过组合效应被降低。GDP增长率最高的国家也是储蓄率最高的国家。即便其自身储蓄率可能小幅下降，但其高速增长将继续推动全球储蓄率升高。

出（尤其是公共投资）有一定增加，可能仍不会导致中期公共债务增加。

自然实际利率较低也对货币政策产生重要影响。例如，在2%的通胀目标下，如果均衡实际利率远低于2%的预期，则典型的中性政策利率将显著低于4%。⁵⁴ 正常情况下，自然利率较低并不减弱货币政策的有效性。然而，在给定通胀目标下，名义利率达到零下限的概率会上升。因此，在选择适当货币政策框架时，需要重点考虑经济衰退时期货币政策失效的风险较高这个问题。

附录3.1. 用模型预测通胀率和股息增长率

本附录介绍一种计算实际利率和股本实际回报的实证方法，所采用的不平衡样本包含25个先进经济体和15个新兴市场经济体，所涉期间为1970年至2013年。

实际利率

计算实际利率近似值的一种方法是算出名义债券收益率与相关预期通胀率之差。我们采用问卷调查信息和一项通胀估计自回归过程的预测结果，得出预期通胀率（模型预期通胀率）。

具体而言，用每月自回归过程 $AR(p)$ 得出任何时间段 j 的模型预期通胀率 $\gamma_t = \ln P_t - \ln P_{t-12}$ ，其中， p 是消费者物价指数， $p = 12$ 是计算的阶数。 $AR(p)$ 过程估计的是60个月滚动窗口，以尽量减少参数不稳定性的影响。采用的样本外预测值，计算出在时间 t 对时间段 $t + j$ 通胀率的预期值为。⁵⁵

然后得出实际利率为

⁵⁴美国1990年至2007年的平均政策利率为4.4%。

⁵⁵这种方法相比另外几种方法的预测误差较小，且更符合问卷调查结果。另外几种方法是：与前一个月消费物价指数的对数差异自回归计算；大宗商品价格的向量自回归；GDP增长率的向量自回归。

表3.4. 全球利率、投资和储蓄的数据覆盖情况

国家	时期			
	短期利率	长期利率	投资	储蓄
阿尔巴尼亚	n.a.	n.a.	1960–2013	1960–2013
阿尔及利亚	n.a.	n.a.	1963–2013	1966–2013
安哥拉	n.a.	n.a.	1980–2013	1970–2013
安提瓜和巴布达	n.a.	n.a.	1977–2013	1977–2013
阿根廷	2000–13	2003–13	1960–2013	1967–2013
澳大利亚	1968–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
奥地利	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1965–2013
巴哈马	n.a.	n.a.	1962–2013	1968–2013
巴林	n.a.	n.a.	1969–2013	1969–2013
孟加拉国	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
巴巴多斯	n.a.	n.a.	1965–2013	1967–2013
比利时	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1980–2013
伯利兹	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
贝宁	n.a.	n.a.	1969–2013	1969–2013
不丹	n.a.	n.a.	1979–2013	1980–2013
玻利维亚	n.a.	n.a.	1970–2013	1967–2013
博茨瓦纳	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
巴西	2001–13	2001–13	1963–2013	1967–2013
保加利亚	n.a.	n.a.	1969–2013	1969–2013
布基纳法索	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
布隆迪	n.a.	n.a.	1960–2013	1968–2013
佛得角	n.a.	n.a.	1963–2013	n.a.
喀麦隆	n.a.	n.a.	1963–2013	1963–2013
加拿大	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
中非共和国	n.a.	n.a.	1969–2013	1969–2013
乍得	n.a.	n.a.	1969–2013	n.a.
智利	1990–2012	2004–13	1960–2013	1960–2013
中国	1991–2013	2002–13	1963–2013	1968–2013
哥伦比亚	n.a.	2009–12	1960–2013	1968–2013
科摩罗	n.a.	n.a.	1969–2013	1969–2013
刚果民主共和国	n.a.	n.a.	1960–2013	1978–2013
刚果共和国	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
哥斯达黎加	n.a.	n.a.	1960–2013	1967–2013
科特迪瓦	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
古巴	n.a.	n.a.	1970–2010	n.a.
塞浦路斯	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
捷克共和国	1998–2013	2000–13	n.a.	n.a.
丹麦	1974–2013	1974–2013	1966–2013	1969–2013
多米尼克	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
多米尼加共和国	n.a.	n.a.	1960–2013	1967–2013
厄瓜多尔	n.a.	n.a.	1965–2013	1976–2013
埃及	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
赤道几内亚	n.a.	n.a.	1969–2013	n.a.
爱沙尼亚	1999–2012	n.a.	n.a.	n.a.
埃塞俄比亚	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
斐济	n.a.	n.a.	1963–2013	1979–2008
芬兰	1970–2013	1967–2013	1960–2013	1969–2013
法国	1970–2013	1967–2013	1960–2013	1965–2013
加蓬	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
冈比亚	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
德国	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
加纳	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
希腊	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
格林纳达	n.a.	n.a.	1977–2013	1980–2013
危地马拉	n.a.	n.a.	1960–2013	1967–2013
几内亚	n.a.	n.a.	1969–2013	1969–2013
几内亚比绍	n.a.	n.a.	1979–2013	n.a.

表3.4. 全球利率、投资和储蓄的数据覆盖情况（续）

国家	时期			
	短期利率	长期利率	投资	储蓄
圭亚那	n.a.	n.a.	1960–2013	1967–2013
海地	n.a.	n.a.	1963–2013	n.a.
洪都拉斯	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
香港特区	1987–2013	1991–2013	1961–2013	1961–2013
匈牙利	1988–2013	1999–2013	1960–2013	1968–2013
冰岛	1983–2013	1983–2013	1960–2013	1960–2013
印度	1996–2012	1990–2013	1960–2013	1967–2013
印度尼西亚	1990–2013	2003–13	1963–2013	1967–2013
伊朗	n.a.	n.a.	1963–2013	1963–2013
爱尔兰	1983–2013	1982–2013	1960–2013	1960–2013
以色列	1992–2013	1997–2013	1963–2013	1963–2013
意大利	1971–2013	1967–2013	1960–2013	1965–2013
牙买加	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
日本	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
约旦	n.a.	n.a.	1963–2013	n.a.
肯尼亚	n.a.	n.a.	1963–2013	1963–2013
基里巴斯	n.a.	n.a.	1977–1992	1979–1992
韩国	1980–2013	1982–2013	1960–2013	1965–2013
科威特	n.a.	n.a.	1963–2013	n.a.
拉脱维亚	n.a.	n.a.	1980–2013	n.a.
黎巴嫩	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
莱索托	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
利比亚	n.a.	n.a.	1976–2013	1969–2013
卢森堡	1967–2013	1985–2013	1960–2013	1970–2013
马达加斯加	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
马拉维	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
马来西亚	1976–2013	1992–2013	1960–2013	1966–2013
马尔代夫	n.a.	n.a.	1980–2013	1968–2013
马里	n.a.	n.a.	1967–2013	1969–2013
马耳他	n.a.	n.a.	1970–2013	1971–2013
毛里塔尼亚	n.a.	n.a.	1960–2013	n.a.
毛里求斯	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
墨西哥	1978–2013	2002–13	1960–2013	1967–2013
蒙古	n.a.	n.a.	1969–2013	1969–2013
摩洛哥	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
莫桑比克	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
缅甸	n.a.	n.a.	1960–2013	n.a.
纳米比亚	n.a.	n.a.	1980–2013	n.a.
尼泊尔	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
荷兰	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1970–2013
新西兰	1974–2013	1967–2013	1960–2013	1969–2013
尼加拉瓜	n.a.	n.a.	1960–2013	1969–2013
尼日尔	n.a.	n.a.	1963–2013	1963–2013
尼日利亚	n.a.	n.a.	1963–2013	n.a.
挪威	1970–2013	1967–2013	1960–2013	1969–2013
阿曼	n.a.	n.a.	1967–2013	1969–2013
巴基斯坦	1991–2013	2002–12	1960–2013	1967–2013
巴拿马	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
巴布亚新几内亚	n.a.	n.a.	1960–2013	1968–2013
巴拉圭	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
秘鲁	n.a.	2007–12	1960–2013	1968–2013
菲律宾	1976–2013	1998–2013	1960–2013	1968–2013
波兰	n.a.	n.a.	n.a.	1963–2013
葡萄牙	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1969–2013
波多黎各	n.a.	n.a.	1960–2011	n.a.
卡塔尔	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013

表3.4. 全球利率、投资和储蓄的数据覆盖情况（续）

国家	时期			
	短期利率	长期利率	投资	储蓄
罗马尼亚	1997–2013	2011–12	1963–2013	1979–2013
卢旺达	n.a.	n.a.	1963–2013	n.a.
圣基茨和尼维斯	n.a.	n.a.	1963–2013	n.a.
圣卢西亚	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
圣文森特和格林纳丁斯	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
沙特阿拉伯	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
塞内加尔	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
塞舌尔	n.a.	n.a.	1976–2013	1969–2013
塞拉利昂	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
新加坡	1981–2013	1986–2013	1965–2013	1965–2013
所罗门群岛	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
南非	1967–2013	1980–2013	1960–2013	1960–2013
西班牙	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1969–2013
斯里兰卡	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
苏丹	n.a.	n.a.	1976–2013	n.a.
苏里南	n.a.	n.a.	1977–2005	n.a.
斯威士兰	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
瑞典	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
瑞士	1974–2013	1967–2013	1965–2013	1980–2011
叙利亚	n.a.	n.a.	1965–2010	1969–2010
中国台湾省	1983–2013	1992–2013	1963–2013	1963–2013
坦桑尼亚	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
泰国	1977–2013	1996–2012	1960–2013	1968–2013
多哥	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
汤加	n.a.	n.a.	1975–2013	n.a.
特立尼达和多巴哥	n.a.	n.a.	1960–2013	1967–2013
突尼斯	n.a.	n.a.	1963–2013	1968–2013
土耳其	n.a.	n.a.	1960–2013	1963–2013
乌干达	n.a.	n.a.	1963–2013	1963–2013
乌克兰	2007–13	2007–13	n.a.	n.a.
阿拉伯联合酋长国	n.a.	n.a.	1964–2013	1968–2013
英国	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
美国	1967–2013	1967–2013	1960–2013	1960–2013
乌拉圭	n.a.	n.a.	1960–2013	1967–2013
委内瑞拉	n.a.	n.a.	1963–2013	1966–2013
越南	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
赞比亚	n.a.	n.a.	1963–2013	1967–2013
津巴布韦	n.a.	n.a.	1960–2013	n.a.

来源：基金组织工作人员的计算。

$$r_t^{[n]} = i_t^{[n]} - \frac{(1-g)}{(1-g^n)} \sum_{i=1}^n g^i E_t \pi_{t,t+i}, \quad (3.3)$$

此处， $g = (1 + \bar{T})^{-1}$ ，其中， $r_t^{[n]}$ 和 $i_t^{[n]}$ 分别是期限为 n 的债券的实际利率和名义利率； $E_t \pi_{t,t+i}$ 是在时间 t 对时间段 $t+i$ 通胀率的预期值； \bar{T} 是该时段的平均名义利率。总之，实际利率的定义为：名义利率减去债券整个期限内预期通胀率的加权平均值。

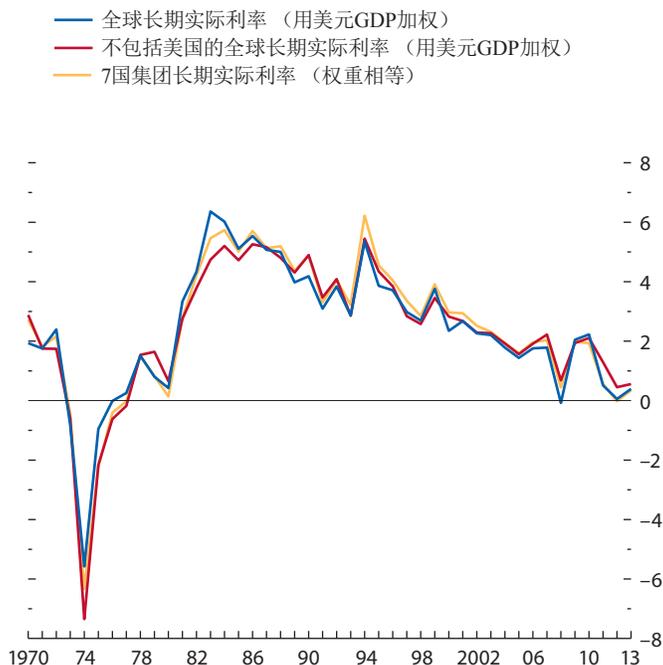
股本实际回报率

在时间段针对未来年期要求的股本内部回报率估算为

$$S_t/D_t = \sum_{j=0}^n (1 + R_{e,t}^{[n]})^{-j} E_t g_{t,t+1+j}, \quad (3.4)$$

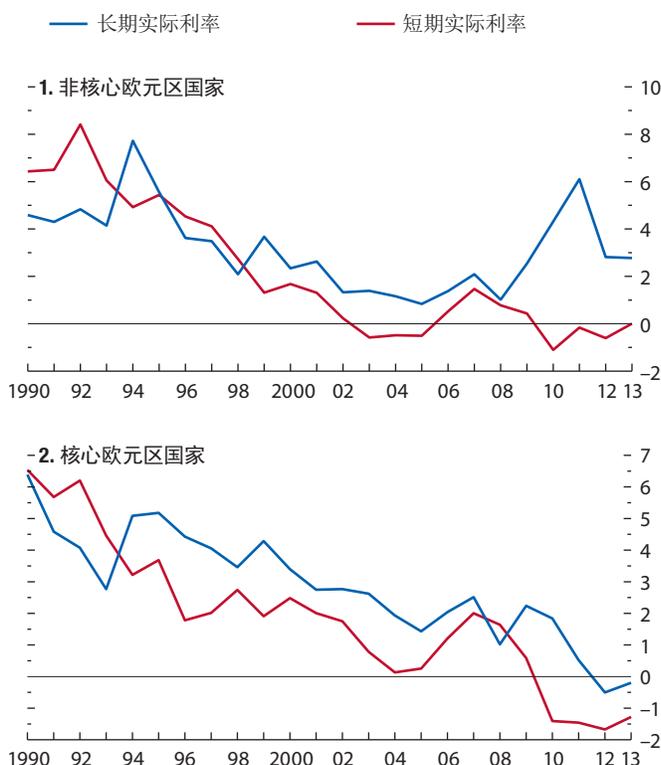
其中， S 是一个股本价格指数，而 $g_{t,t+j} = D_{t+j}/D_t$ 是与所选股本指数相一致的累计红利增长率。大致而言，预期股本收益率($R_{e,t}^{[n]}$)等于股息收益率加上实际股息的预期长期增长率。预期股息增长率的算法是：估算出股息和GDP增长率的季度二元

图 3.17. 全球长期实际利率（年百分率）



来源：Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; 基金组织国际金融统计数据
库；经济合作与发展组织；世界银行世界发展指标数据库；以及基金组
织工作人员的计算。
注：7国集团包括加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国。

图3.18. 欧元区实际利率的趋同（百分率）



来源：Bloomberg, L.P.; 经济合作与发展组织；以及基金组织工作
人员的计算。
注：非核心欧元区国家包括希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙。

VAR(p), 其中 $p = 4$ 。VAR(p)过程估计的是60个
月滚动窗口，以尽量减少参数不稳定性的影响。

附录3.2. 投资利润率

许多先进经济体的投资与GDP比率之所以下
降，一个可能原因是投资利润率有所下降。投资
利润率变化可能有多种原因（包括工商税、要素
价格、生产率、不确定性等方面的变化），而这
些因素难以量化。为绕过这个难题，本文分析了
投资与GDP比率的下降是归因于GDP有意外增
长，还是归因于盈利的预期下降。为区分这两个
因素，我们按Blanchard和Summers（1984年）的
方法对样本中各国家或地区进行了以下回归估
算：

$$\ln I_t = \alpha + \sum_{i=0}^2 \beta_i \ln Y_{t-i} + u_t, \quad (3.5)$$

$$\text{其中, } u_t = \rho u_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (3.6)$$

I 表示实际私人投资， Y 表示实际GDP。按照预期
盈利下降的假说，投资的降幅本应大于预测产出
的变化，这说明有负值预测误差。图3.16子图1
给出了先进经济体的总体预测误差。这个数字表

明，在全球金融危机发生之前，没有实证数据显
示投资利润率下降导致了实际利率下降，但之后
其成为一个关键因素。通过分析全要素生产率
的变化，也可得出类似结论（图3.16，子图2）。

附录3.3. 财政指标

本附录介绍了本章评估债务对总储蓄和实际利
率影响的所用框架。如正文所述，要计量财政政
策对实际利率的影响，不仅需要分析当前赤字
和未来预期赤字，还要分析公共债务存量的高
低。我们按Blanchard和Summers（1984年）以
及Blanchard（1985年）的方法计算出财政指标。

依照标准的生命周期模型，消费与财富相关。
此关系的正规形式可表述为

$$C = \omega[K + B + \pi(W - T; r + p)], \quad (3.7)$$

其中， C 代表消费， $K + B$ 代表金融财富， ω 代表
财富用于消费的边际倾向，而 $\pi(W - T; r + p)$ 则代

表税后劳动所得的现值（贴现率为 $r + p$ ）。 r 项为实际利率， p 为短视系数，反映当前消费者的预期能力有缺陷，即对未来情况存在短视。我们以总需求（ X ）中直接取决于财政政策的部分为中心，减去政府支出的现值后，得出

$$X = \omega[B + \pi(D; r + p)] + [G - \omega\pi(G; r + p)], \quad (3.8)$$

其中， G 代表政府支出， D 代表基本赤字。方程（3.8）的第一项代表债务和政府财政对需求的影响，第二项代表以目前税收支付的政府支出的影响。

如果消费者不短视（ $p = 0$ ），方程（3.8）的第一项等于零，因为消费者充分预见到政府预算拮据所造成的财政影响，即：如果消费者以利率贴现未来税收，则何时发生税收变化并不影响消费水平（李嘉图等价）。但是，如果消费者短视，则第一项为正值，因为他们不会充分预期到，为支付公共债务存量的更多利息，政府将会加税。

鉴于 G 预测值的可靠性有限，为计算 X 的实证对应值，我们以公式（3.8）的第一项为重点。我们用GDP除以方程（3.8）的每一项，并以方程第一项为重点，则方程（3.8）可改写为

$$x = \omega[b + \pi(d; r + p - g)], \quad (3.9)$$

其中，小写字母代表占GDP的百分比， g 是GDP增长率。假定 ω 值等于0.1， $r + p - g$ 值等于每年10%，⁵⁶则得出实证指数为

$$x_t = 0.1[b_t + \sum_{i=0}^{\infty} (1.1)^{-i} p d_{t+i}], \quad (3.10)$$

其中， b_t 是时间 t 的公共债务存量， $p d_{t+i}$ 是在时间 t 所预测的时间段 $t + i$ 的基本赤字。具体而言，就是用《世界经济展望》的预测值计算预期赤字。这些预测值最早仅可追溯至1990年，原则上应已包含现行政策的变化，也应已包含对产出增长率和债务及利息支付额随时间变化的预测。然而，因预测期仅限于5年，所以对于 $t + i > 5$ 的年度，假定其赤字与GDP的比率等于年度 $t + 5$ 的预测比率。

附录3.4. 金融危机对投资和储蓄的影响

本附录介绍了评估金融危机对投资与GDP比率和储蓄与GDP比率的影响的统计学方法。此方法遵循Jordà（2005年）提出的稳健冲击反应方程估计法。Stock和Watson（2007年）以及Auerbach和Gorodnichenko（2013年）等人推崇此方法，认为它较为灵活，因其避免了向量自回归（自回归分布滞后）方法所隐含的动态限制。此模型特别适用于因变量具有高度持久性的情况，一如本章所分析的情况。

⁵⁶该值的选择遵循Blanchard和Summers（1984年）的方法，并以Hayashi（1982年）的估计值为依据。选择不同的值会影响指数水平，但不会影响其变化，而我们的分析主要关注的是变化情况。

我们估算了下列正规形式的计量经济学设定：

$$y_{i,t+k} - y_{i,t-1} = \alpha_i^k + \gamma_i^k + \sum_{j=2}^k \gamma_j^k \Delta y_{i,t-j} + \beta_k D_{i,t} + \varepsilon_{i,t}^k, \quad (3.11)$$

其中， y 代表投资与GDP比率（或储蓄与GDP比率）， D 是虚拟变量，危机开始之日取值为1，此外为0，而 α_i 和 γ_i 分别为具体国家和具体时间的固定效应。

样本包含不平衡的面板数据：35个先进经济体，数据期间为1970至2007年。危机情况的划分以Laeven和Valencia（2012年）一文为准。特别关注了两组危机情况，即：（1）先进经济体的全部金融危机（1970至2007年）；（2）“五大”金融危机（西班牙，1977年；挪威，1987年；芬兰，1991年；瑞典，1991年；日本，1992年）——Reinhart和Rogoff（2008年）认为这几次金融危机的严重性与最近这次金融危机最具可比性。

我们就每个 $k = 0, \dots, 10$ 进行了模型估算。采用估计系数 β_k 算出了冲击反应方程。采用系数 β_k 的估计标准差得出了与估计冲击反应方程相关的置信区间。我们测试了滞后值的数量（ l ），结果表明加入2个滞后值得出的函数最佳。必要时对异方差性作了修正，使用的是稳健标准误差；解决自相关问题的方法是将投资与GDP比率（储蓄与GDP比率）变化的两个滞后值作为控制变量。⁵⁷在样本较小的情况下，由于存在滞后因变量和国家固定效应，原则上可能造成 γ_j^k 和 β_k 估算值有偏差（Nickell，1981年）。但是由于时间维度较长，减轻了这种担忧。⁵⁸从理论上讲，另一个潜在问题可能是反向因果关系，因为改变投资与GDP比率（储蓄与GDP比率）的变化可能会影响发生金融危机的概率。然而，我们的实证法通过估算危机之后各年度投资与GDP比率（储蓄与GDP比率）的变化，避开了该问题。⁵⁹

附录3.5. 储蓄和投资对实际利率影响的敏感度

本附录介绍关于全球储蓄和投资对实际利率影响的敏感度的评估框架。确定资金需求（即投资对实际利率的弹性）的方法是分析安全网（以社会开支代表）的变化，因为它导致资金供应（储蓄率）出现外生变化；确定资金供应的方法是分析投资相对价格的变化，因为它会使资金需求发生变化。

具体而言，我们使用1980至2013年的年度数据估算了下列方程组：

$$s_t = a_0 + a_1 r_t + a_2 n_t + \varepsilon_t, \quad (3.12)$$

$$i_t = b_0 + b_1 r_t + b_2 p_t + \varepsilon_t, \quad (3.13)$$

$$s_t = i_t, \quad (3.14)$$

⁵⁷我们测试的残差的自相关程度，结果否定了存在序列相关性的猜测。

⁵⁸有限样本偏差的大小为 $1/T$ ，其中样本的 T 为38。

⁵⁹此外，关于内生性的稳健性检查确认结果仍成立。

其中， s 代表全球储蓄占GDP的百分比， i 是全球投资占GDP的百分比， n 是先进经济体社会支出占GDP的百分比， p 是先进经济体的相对投资价格。

加入了变量 n 和 p ，便可从简式系数的线性组合确定结构式（3.12和3.13）的系数。具体而言，表3.3给出简式系数的估计值，显示投资对实际利率的弹性约为-0.5，而储蓄对实际利率的弹性约为0.15。⁶⁰这也意味着，储蓄和投资的外生变化对实际收益率的影响可表示为 $\Delta r = 1.5$ （储蓄变化-投资变化）。

附录3.6. 消费习惯与储蓄和增长

本附录在理性预期永久收入模型中求出消费和储蓄率的简单封闭式解。

假设家庭在每个时期 t 的效用函数为 $u(c_t^*)$ ，其中， $c_t^* = c_t - \gamma c_{t-1}$ ，且效用函数为二次函数。习惯的影响以参数 γ 表示；如果没有习惯，则 $\gamma = 0$ 。 y_t 代表家庭收入， A_{t-1} 代表金融财富。家庭以利率 r 贴现未来资金，该利率也是财富的回报率。储蓄定义为 $S_t = rA_{t-1} + y_t - c_t$ 。然后便可得出以下关系（Alessie和Lusardi，1997年）：

$$S_t = \gamma S_{t+1} + \Delta y_t - \left[1 - \frac{\gamma}{1+r}\right] E_t \sum_{j=0}^{\infty} (1+r)^{-j} \Delta y_{t+j} \quad (3.15)$$

用 y_t 除以方程（3.15）两侧，我们得到

$$s_t(1+\gamma) = \gamma s_{t-1} + g_t - \left[1 - \frac{\gamma}{1+r}\right] \times E_t \sum_{j=0}^{\infty} (1+r)^{-j} \Delta y_{t+j}/y_{t-1} \quad (3.16)$$

其中， $s_t = S_t/y_t$ ， $g_t = \Delta y_t/y_{t-1}$ 。如果 g_t 足够小，则方程（3.16）的近似形式可为

$$s_t \cong \text{const} + \gamma s_{t-1} + g_t - \left[1 - \frac{\gamma}{1+r}\right] E_t \sum_{j=0}^{\infty} (1+r)^{-j} g_{t+j} \quad (3.17)$$

假设产出增长率遵循随机过程 $E_t g_{t+j} = \rho^j g_t$ ，而 $|\rho| < 1$ ，则方程（3.17）可写为

$$s_t \cong \text{const} + \gamma s_{t-1} + \frac{\gamma - \rho}{1+r-\rho} g_t \quad (3.18)$$

如果习惯参数大于增长过程的持续性参数，则GDP的增长会导致储蓄率上升。

附录3.7. 表图中所用样本国家

本附录介绍了用于估计全球实际利率、全球投资、全球储蓄、实际利率标准差、金融一体化指标的样本。总体而言，样本的选择取决于能否获得数据。表3.4列出了用以估计短期和长期全球实际利率、全球名义投资、名义储蓄与GDP比率的

期间和全部国家列表。以下段落还介绍了一些特定图形所用的样本国家。

图3.3子图1采用了可获得1970年以来实际利率数据的均衡国家样本。全球短期实际利率包含下列国家的数据：澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、芬兰、法国、德国、希腊、日本、卢森堡、荷兰、挪威、葡萄牙、南非、西班牙、瑞典、英国、美国。全球长期实际利率包含下列国家的数据：澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、芬兰、法国、德国、希腊、意大利、日本、荷兰、新西兰、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、英国、美国。图3.3子图3采用了可获得1991年以来数据的国家。全球实际利率包含下列国家的数据：澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、香港特区、冰岛、印度、爱尔兰、意大利、日本、韩国、卢森堡、荷兰、新西兰、挪威、葡萄牙、新加坡、南非、西班牙、瑞典、瑞士、英国、美国。全球资本成本包含下列国家的数据：奥地利、比利时、加拿大、丹麦、法国、德国、香港特区、荷兰、西班牙、瑞士、英国、美国。

图3.4子图1的主成分分析包含以下国家的数据：澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、芬兰、法国、意大利、日本、荷兰、新西兰、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、英国、美国。图3.4子图2的实际利率标准差所用数据样本与图3.3子图1短期全球实际利率的样本相同。图3.4子图2的金融一体化指标包含以下国家的数据：澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、芬兰、法国、德国、意大利、日本、荷兰、新西兰、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、英国、美国。

图3.17的全球长期实际利率估计值所用数据样本与图3.3子图1相同。

最后，全球长期实际利率的计算不包括全球金融危机后违约风险显著增大的国家（即欧元区一些非核心国家），因为对违约风险的决定因素的分析超出了本章的范围。关于欧元区，可以看出的是：欧元区核心国家面对的全球长期实际利率稳步下降，但欧元区非核心国家的该利率最近却有所上升。与此不同的是，核心国家和非核心国家的短期实际利率均已下降（图3.18）。

⁶⁰此处关于投资对实际利率的弹性估计值与以前的研究结果相似。例如，Gilchrist和Zakrajsek（2007年）使用926家公开上市美国非农企业1993至2005年的数据计算，发现资本成本本上升1个百分点，意味着投资率会下降0.5个百分点。

专栏3.1. 储蓄和经济增长

关于私人储蓄行为的研究一直是经济学的核心内容，因为国民私人储蓄是投资资金的主要来源。而围绕着其中关于储蓄率与经济增长之间的因果关系，争论长久未有平歇。本专栏指出，此问题对于理解近期全球经济中储蓄率的变化至关重要。本专栏提出的证据表明，本世纪头几年初期新兴市场经济体的增长率加速促成了其储蓄率上升。

储蓄与增长之间的因果关系原则上是双向的。例如，可合理地认为高储蓄是高增长的先决条件，特别是在难以用外资进行国内投资的情况下（Solow, 1956年；Romer, 1986年；Rebelo, 1992年）。与此不同，Modigliani和Brumberg（1954年、1980年）预测，收入增长率的提高会导致家庭储蓄率上升。此论点的关键假设是：从整个生命周期来看，人在年轻时工作并储蓄，年老时支出年轻时积蓄的资金。如果生产率提高，年轻一代会比父母年轻时富裕。如果收入增长，年轻人储蓄的规模会大于老年人支出积蓄的规模，因此经济增长率的提高会导致储蓄率上升。

此预言已在理论和实证两方面受到质疑。Kotlikoff和Summers（1980年、1988年）认为，生命周期储蓄（即退休储蓄）只是国民储蓄的一小部分。¹ 还有人指出，根据更接近实际的人口结构来考察，生产率增长对总储蓄的影响可能是使其上升，但也可能是使其下降。²

通过最近有关收费行为的研究，人们重新提出，增长率提高可能导致中期储蓄率上升。在有消费习惯的情况下，收入增加（减少）的家庭只能将消费缓慢调整到新的较高（较低）水平，也就是储蓄率将暂时上升（下降）（Carroll和Weil, 1994年）。³

本专栏从实证角度再次论述储蓄率与增长的关系，尤其是关注增长能否预示短期至中期的储蓄率。

首先，为了分析储蓄率和产出增长之间在短期至中期的因果关系方向，我们探讨以往实际GDP增长率和私人储蓄与GDP比率之间是否存在相互预示的情况。⁴ 分析结果表明，储蓄率上升似乎

预示短期至中期的GDP增长率会降低（而不是升高）。⁵ 与此相反，GDP增长率升高似乎预示着储蓄率会上升（表3.1.1）。⁶ 总体而言，分析结果显示，虽然储蓄和经济增长之间的因果关系是双向的，但在经济增长和储蓄之间所观察到的正相关关系必定来自增长率变化对储蓄率的影响，而不是相反。⁷

接下来，我们根据先进经济体与新兴市场经济体的近期经历以及日本和中国的经历，探讨了增长与储蓄的关系（图3.1.1）。之所以观察日本和中国的经历，是因为该两国分别对先进经济体和新兴市场经济体近期储蓄行为的变化有很大贡献。

首先看新兴市场经济体。图3.1.1子图1显示储蓄率的上升（下降）紧随增长率的上升（下降）。中国本世纪头10年初期增长率上升，其储蓄率在2000至2007年期间上升约12个百分点（图3.1.1.1子图2）。相反，最近增长率减缓后，储蓄率也跟着下降。

从先进经济体来看，储蓄率下降之前先是增长率下降（图3.1.1.1子图3）。此趋势在日本尤为明显（图3.1.1.1子图4），该国1990年后增长放缓，之后储蓄率下降约10个百分点。这些情况还表明，经济增长对储蓄的影响方向大致对称（即不论是增长率上升还是下降时，都存在这种影响）。

结果表明，滞后的储蓄率和实际GDP增长率能充分解释目前的储蓄率状况（表3.1.1，第1列和第2列）。该关系不仅在中期时段上对国家组适用，而且在年度时段上也对国家一级适用（估计的方程通常可解释储蓄率变化的约90%）。⁸

我们用此模型来评估：若事先完全能预见到GDP增长率，在何种程度上有助于预测储蓄率。为此，我们预测了2001年以来储蓄率的变化情况，依据的是同期GDP增长率和2000年的初始储蓄与GDP比率。结果如图3.1.2所示，表明预测值

$$s_{it} = \alpha_{12} + \rho_2 s_{it-1} + \beta_2 g_{it-1} + \varepsilon_{it2}$$

其中， s_t 和 g_t 分别代表私人储蓄与GDP比率和实际GDP增长率的五年（非重叠）平均值。通过采用国家固定效应，可以分析偏离各国平均水平的情况。分析对象是一个不平衡样本，包含45个先进经济体和新兴市场经济体1970至2013的数据。

⁵然而，如果排除国家固定效应，则影响的符号会变为正值，证实了增长理论的预言，即从长远来看储蓄率上升会导致产出增加（增长）。

⁶这些结果符合Carroll和Weil（1994年）得出的结果。

⁷用两步系统广义矩法也得出了相似的结果。

⁸可以显示，此方程式等于包含习惯的简化生命周期模型，其中 $s_t = \alpha_0 + \alpha_1 h_t^* + u_t$ ， $h_t^* = \beta g_t + (1 - \beta) h_{t-1}^*$ 。在此方程中， s_t 是时间 t 的储蓄率与GDP比率， g_t 是时间 t 的GDP增长率， h_t^* 是时间 t 的不可观察习惯存量。然后用工具变量估计简化方程。见Furceri、Pescatori和Wang（即将出版）。

¹本专栏作者为Davide Furceri、Andrea Pescatori和Boqun Wang。另一种可能是，年长者因为对寿命、健康、医疗费用不确定，因此对于消费个人资产比较谨慎（Deaton, 1992年）。

²然而，生命周期模型存在流动性约束或审慎储蓄，可能促使年轻一代在收入增长期间也进行储蓄（参见Kimball, 1990年；Jappelli和Pagano, 1994年）。这也许是增长与储蓄率之间正相关关系的另一种解释。

³从技术上讲，引入消费习惯意味着家庭希望保持平缓的不仅是消费水平，而且是消费的变化。

⁴从技术上讲，此处进行的是一个Granger因果关系检验，也就是检验能预测的因果关系。所使用的方程如下：

$$s_{it} = \alpha_{11} + \rho_1 s_{it-1} + \beta_1 g_{it-1} + \varepsilon_{it1}$$

表 3.1 (续)

表3.1.1. 储蓄与增长：格兰杰因果检验

变量	储蓄		增长	
	(1)	(2)	(3)	(4)
滞后的五年储蓄	0.534*** (0.034)	0.556*** (0.033)	-0.0748*** (0.020)	-0.0846*** (0.020)
滞后的五年投资	0.269*** (0.080)	0.187** (0.073)	0.0965** (0.046)	0.128*** (0.045)
常数	0.0970*** (0.016)	0.101*** (0.015)	0.0317*** (0.009)	0.0263*** (0.009)
观察次数	502	502	502	502
R方	0.902	0.899	0.432	0.333
国家固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	否	是	否

来源：基金组织工作人员的计算。

注：括号中是标准误差。*、**和***分别表示在10%、5%和1%水平时的显著性。

贴近储蓄率的实际变化情况。⁹例如，2001至2007年中国储蓄率提高约13个百分点。模型预测结果表明，在该实际增幅中，约11个百分点（即85%）可归因于GDP增长率的提高。

最后，分析转向了短期至中期储蓄率可能有其他决定因素。除增长外，其他因素也可能影响储蓄率，其中包括社会安全网、财政限制因素、人口结构。例如，我们曾发现这些因素有助于解释储蓄率的长期趋势和国家间差异（基金组织，2013年）。在此测试了这些因素是否也能解释储蓄率的短期和中期走势。为此，我们就储蓄率相对其滞后值、GDP增长率和几个控制量进行了回归分析。这些控制量包括：（1）私人信贷与GDP比率（金融深化的指标）；（2）受抚养年龄比率（定义为0-14岁和65岁及以上人口与15至64岁人口的比率）；（3）公共卫生支出与GDP比率（社会安全网的指标）。¹⁰

结果表明，虽然系数的符号与预期一致（社会安全网、金融深化、老龄化的增强导致储蓄率下降），但这些控制变量均没有统计显著性（表3.1.2，第1列）。¹¹对于此结果，一种可能的解释是这些变量在不同国家显著不同，而且只有渐

进变化。因此，尽管它们对储蓄率的跨国差异有重要影响，但正如基金组织（2013年）所示，这些变量似乎对国家内部的中短期走势没有显著影响。

其中一些因素（即财政限制因素和社会安全网）影响储蓄率的另一种可能途径是增强储蓄率对收入变化的反应（参见Jappelli和Pagano，1994年；Sandri，2010年；Furceri、Pescatori和Wang，即将出版）。为检验这一假说，我们在先前的方程中增加了增长率与这组控制变量之间的互动项。¹²结果显示，互动效应不具备统计显著性（表3.1.2，第2-4列）。此外，增加这些变量（作为控制量和互动项）未提高回归的拟合度，且未显著增强增长对储蓄的整体影响。¹³

总之，我们的分析证实国家一级中短期储蓄率与经济增长之间存在密切关系。总体而言，似乎有理由认为生命周期动机和消费习惯（可能还包括审慎储蓄行为）是实际储蓄状况的决定因素。

⁹其中，未来十年储蓄率预测误差的平均绝对值仅为GDP的1.1个百分点（即大约为储蓄与GDP之比的4.5%）。图3.1.2只列出了部分国家的结果。样本中大多数国家的结果类似（根据要求提供）。

¹⁰具体而言，我们估算了下列方程： $S_{it} = \alpha_i + \rho_1 S_{it-1} + \beta_1 g_{it} + \delta' Z_{it} + \varepsilon_{it}$ 。我们将国家固定效应包括在内，以便分析解释变量如何影响储蓄率相对于国家平均值的偏差。

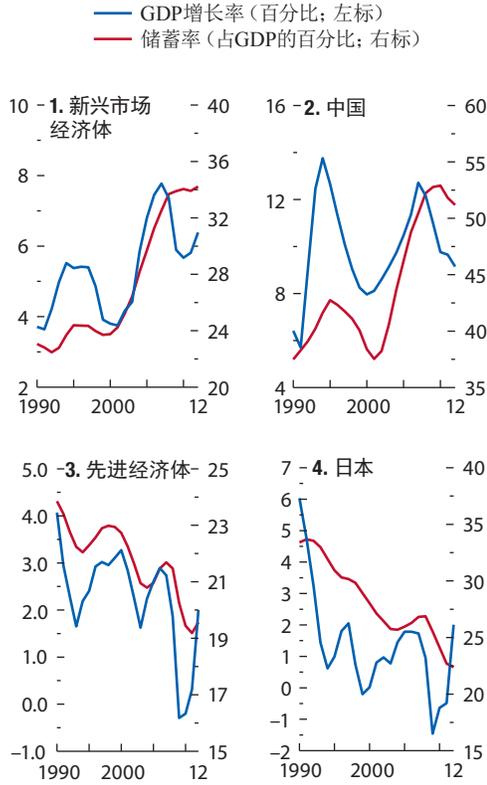
¹¹这些结果在下列条件下仍稳健：包容时间固定效应，采用系统广义矩方法，并采用各变量的替代指标，如（1）同时使用老年和青年的年龄抚养比率；（2）使用低阶多项式来表示15个人口群体，即：0-4岁、5-9岁、……、65-69岁、70岁及以上（Higgins，1998年）；（3）使用法定方法测量财政限制因素（Abiad、Detragiache和Tressel，2010年）。

¹²具体而言，我们估算了下列方程： $S_{it} = \alpha_i + \rho_1 S_{it-1} + \beta_1 g_{it} + \delta' Z_{it} + \theta' g_{it} Z_{it} + \varepsilon_{it}$ 。

¹³如果将交互项包含在内，则增长对储蓄的平均影响为 $\beta_1 + \theta Z$

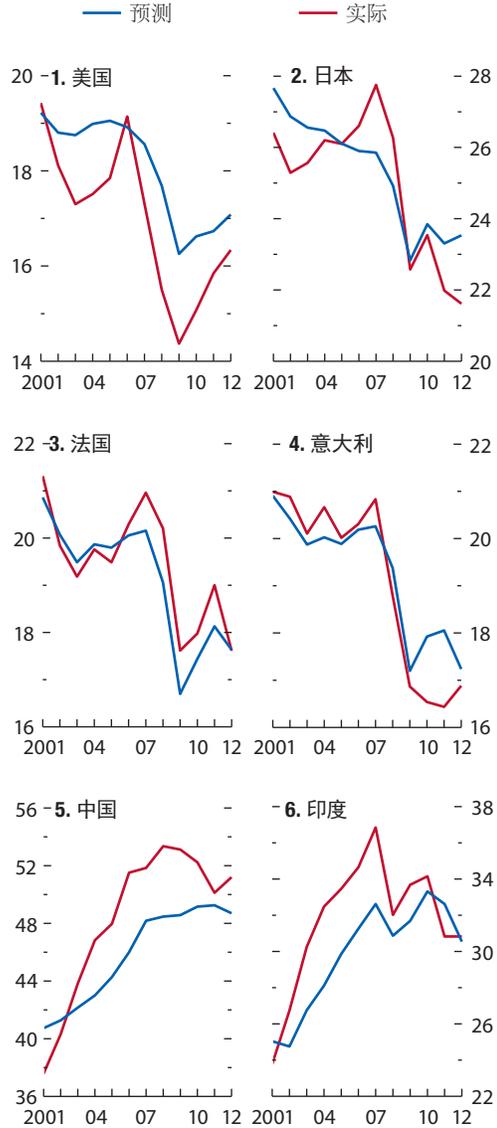
专栏 3.1 (续)

图 3.1.1. 储蓄率和GDP的增长加快(放缓)



来源: Haver Analytics; 经济合作与发展组织; 世界银行世界发展指标数据库; 以及基金组织工作人员的计算。

图 3.1.2. 总储蓄: 实际与条件预测 (占GDP的百分比)



来源: 世界银行世界发展指标数据库; 以及基金组织工作人员的计算。
注: 预测的条件是观察到的GDP增长以及2000年观察到的储蓄与GDP的初始比率。

表 3.1 (续)

表3.1.2. 储蓄与GDP比率演变决定因素

	(1)	(2)	(3)	(4)
滞后的储蓄率	0.756*** (0.029)	0.763*** (0.028)	0.756*** (0.028)	0.756*** (0.028)
GDP增长	0.282*** (0.045)	0.302*** (0.074)	0.202* (1.78)	0.203* (0.115)
金融深化	-0.003 (0.006)	-0.005 (0.004)		-0.001 (0.006)
安全网	-0.161 (0.145)		-0.245* (0.125)	-0.223 (0.165)
年龄赡养比率	-0.748 (2.772)			
GDP增长×金融深化		-0.001 (0.001)		-0.001 (0.001)
GDP增长×安全网			0.003 (0.002)	0.002 (0.002)
增长对储蓄的平均短期影响	0.282***	0.290***	0.350***	0.289***
观察次数	878	878	878	878
调整的R方	0.890	0.890	0.890	0.890

来源：基金组织工作人员的计算。

注：包含了国家固定效应，但未进行报告。括号中是聚类稳健性标准误差。增长对储蓄的平均（短期）影响计算为 β_1 ，其中 β_1 是与GDP增长互动的控制变量的简单平均。*、**和***分别表示在10%、5%和1%水平时的显著性。

参考文献

- Abiad, Abdul, Enrica Detragiache, and Thierry Tresselt, 2010, "A New Database of Financial Reforms," *IMF Staff Papers*, Vol. 57, No. 2, pp. 281–302.
- Alessie, Rob, and Annamaria Lusardi, 1997, "Consumption, Saving and Habit Formation," *Economics Letters*, Vol. 55, No. 1, pp. 103–08.
- Altunbas, Yener, Leonardo Gambacorta, and Davide Marquez-Ibañez, 2012, "Do Bank Characteristics Influence the Effect of Monetary Policy on Bank Risk?" *Economics Letters*, Vol. 117, No. 1, pp. 220–22.
- Auerbach, Alan J., and Yuriy Gorodnichenko, 2013, "Output Spillovers from Fiscal Policy," *American Economic Review*, Vol. 103, No. 3, pp. 141–46.
- Beltran, Daniel O., Maxwell Kretschmer, Jaime Marquez, and Charles P. Thomas, 2013, "Foreign Holdings of U.S. Treasuries and U.S. Treasury Yields," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 32, No. 1, pp. 1120–43.
- Bernanke, Ben S., and Frederic Mishkin, 1992, "Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries," in *NBER Macroeconomics Annual 1992*, Vol. 7, ed. by Olivier Blanchard and Stanley Fischer (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 183–238.
- Bernanke, Ben S., Vincent R. Reinhart, and Brian P. Sack, 2004, "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment," Finance and Economics Discussion Series Working Paper No. 48 (Washington: Federal Reserve Board).
- Blanchard, Olivier J., 1985, "Debt, Deficits and Finite Horizons," *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 2, pp. 223–47.
- , 1993, "Movements in the Equity Premium," *Brookings Papers on Economic Activity*: 24, pp. 75–138.
- , and Lawrence H. Summers, 1984, "Perspectives on High World Real Interest Rates," *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, pp. 273–334.
- Brooks, Robin, and Kenichi Ueda, 2011, *User Manual for the Corporate Vulnerability Utility*, 4th ed. (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Campbell, John Y., Adi Sunderam, and Luis M. Viceira, 2013, "Inflation Bets or Deflation Hedges? The Changing Risks of Nominal Bonds," Harvard Business School Working Paper No. 09–088 (Boston).
- Carroll, Christopher D., and David N. Weil, 1994, "Saving and Growth: A Reinterpretation," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 40, No. 1, pp. 133–92.
- Cerra, Valerie, and Sweta C. Saxena, 2008, "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, pp. 439–57.
- Chamon, Marcos D., and Eswar S. Prasad, 2010, "Why Are Saving Rates of Urban Households in China Rising?" *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2, No. 1, pp. 93–130.
- Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum, and Charles L. Evans, 1999, "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?" in *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1, ed. by John B. Taylor and Michael Woodford (Amsterdam: Elsevier), pp. 65–148.
- Coibion, Olivier, 2012, "Are the Effects of Monetary Policy Shocks Big or Small?" *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 4, No. 2, pp. 1–32.
- Curtis, Chadwick C., Steven Lugauer, and Nelson C. Mark, 2011, "Demographic Patterns and Household Saving in China," NBER Working Paper No. 16828 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- D'Amico, Stefania, William English, David Lopez-Salido, and Edward Nelson, 2012, "The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects," Finance and Economics Discussion Series Working Paper No. 2012-85 (Washington: Federal Reserve Board).
- Deaton, Angus S., 1992, *Understanding Consumption* (New York: Oxford University Press).
- Delong, J. Bradford, and Lawrence H. Summers, 2012, "Fiscal Policy in a Depressed Economy," *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring), pp. 223–97.
- Fisher, Jonas D.M., 2006, "The Dynamic Effects of Neutral and Investment-Specific Technology Shocks," *Journal of Political Economy*, Vol. 114, No. 3, pp. 413–51.
- Furceri, Davide, and Annabelle Mourougane, 2012, "The Effect of Financial Crises on Potential Output: New Empirical Evidence from OECD Countries," *Journal of Macroeconomics*, Vol. 34, No. 3, pp. 822–32.
- Furceri, Davide, Andrea Pescatori, and Boqun Wang, forthcoming, "Saving and Economic Growth," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Furceri, Davide, and Aleksandra Zdzienicka, 2012, "The Consequences of Banking Crises for Public Debt," *International Finance*, Vol. 15, No. 3, pp. 289–307.
- Galí, Jordi, and Luca Gambetti, 2009, "On the Sources of the Great Moderation," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 1, No. 1, pp. 26–57.
- Gilchrist, Simon, and Egon Zakrajsek, 2007, "Investment and the Cost of Capital: New Evidence from the Corporate Bond Market," NBER Working Paper No. 13174 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Gordon, Robert J., 1990, *The Measurement of Durable Goods Prices* (Chicago: University of Chicago Press and National Bureau of Economic Research).
- Group of Twenty (G20), 2011, "G-20 Mutual Assessment Process: From Pittsburgh to Cannes," IMF Umbrella Report, prepared by the staff of the International Monetary Fund (Washington).
- , 2012, "Toward Lasting Stability and Growth: Umbrella Report for G-20 Mutual Assessment Process," prepared by the staff of the International Monetary Fund (Washington).
- Hayashi, Fumio, 1982, "Tobin's Marginal q and Average q : A Neoclassical Interpretation," *Econometrica*, Vol. 50, No. 1, pp. 213–24.
- Higgins, Matthew, 1998, "Demography, National Savings, and International Capital Flows," *International Economic Review*, Vol. 39, No. 2, pp. 343–69.

- International Monetary Fund (IMF), 2013, “External Balance Assessment (EBA): Technical Background of the Pilot Methodology,” Research Department paper (Washington).
- Jappelli, Tullio, and Marco Pagano, 1994, “Saving, Growth, and Liquidity Constraints,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 1, pp. 83–109.
- Jordà, Òscar, 2005, “Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections,” *American Economic Review*, Vol. 95, No. 1, pp. 161–82.
- Joyce, Michael, Ana Lasasoa, Ibrahim Stevens, and Matthew Tong, 2011, “The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom,” *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 3, pp. 113–61.
- Kimball, Miles S., 1990, “Precautionary Saving in the Small and in the Large,” *Econometrica*, Vol. 58, No. 1, pp. 53–73.
- King, Mervyn, and David Low, 2014, “Measuring the ‘World’ Real Interest Rate,” NBER Working Paper No. 19887 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kotlikoff, Laurence J., and Lawrence H. Summers, 1980, “The Role of Intergenerational Transfers in Aggregate Capital Accumulation,” NBER Working Paper No. 445 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 1988, “The Contribution of Intergenerational Transfers to Total Wealth: A Reply,” NBER Working Paper No. 1827 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Laeven, Luc, and Fabián Valencia, 2012, “Systemic Banking Crises Database: An Update,” IMF Working Paper No. 12/163 (Washington: International Monetary Fund).
- Maddaloni, Angela, and José-Luis Peydró, 2011, “Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-Area and the U.S. Lending Standards,” *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 6, pp. 2121–65.
- McKinsey Global Institute, 2010, *Farewell to Cheap Capital? The Implications of Long-Term Shifts in Global Investment and Saving* (Seoul, San Francisco, London, Washington).
- Modigliani, Franco, and Richard Brumberg, 1954, “Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data,” in *Post Keynesian Economics*, ed. by Kenneth Kurihara (New Brunswick, New Jersey: Rutgers University Press).
- , 1980, “Utility Analysis and Aggregate Consumption Functions: An Attempt at Integration,” in *The Collected Papers of Franco Modigliani: Volume 2, The Life Cycle Hypothesis of Saving*, ed. by Andrew Abel and Simon Johnson (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 128–97.
- Nakov, Anton, and Andrea Pescatori, 2010, “Oil and the Great Moderation,” *Economic Journal*, Vol. 120, No. 543, pp. 131–56.
- Nickell, Stephen J., 1981, “Biases in Dynamic Models with Fixed Effects,” *Econometrica*, Vol. 49, No. 6, pp. 1417–26.
- Rebelo, Sergio T., 1992, “Long Run Policy Analysis and Long Run Growth,” NBER Working Paper No. 3325 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2008, “Is the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison,” *American Economic Review*, Vol. 98, No. 2, pp. 339–44.
- , 2011, “From Financial Crash to Debt Crisis,” *American Economic Review*, Vol. 101, No. 5, pp. 1676–706.
- Romer, Christina, and David Romer, 2004, “A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications,” *American Economic Review*, Vol. 94, No. 4, pp. 1055–84.
- Romer, Paul M., 1986, “Increasing Returns and Long-Run Growth,” *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 5, pp. 1002–37.
- Sandri, Damiano, 2010, “Growth and Capital Flows with Risky Entrepreneurship,” IMF Working Paper No. 10/37 (Washington: International Monetary Fund), also forthcoming in *American Economic Journal: Macroeconomics*.
- Solow, Robert M., 1956, “A Contribution to the Theory of Economic Growth,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, No. 1, pp. 65–94.
- Song, Zheng Michael, and Dennis T. Yang, 2010, “Life Cycle Earnings and Saving in a Fast-Growing Economy,” Working Paper (Hong Kong SAR: Chinese University of Hong Kong).
- Stock, James H., and Mark W. Watson, 2007, “Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast?” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, Suppl. 1, pp. 3–33.
- Warnock, Francis E., and Veronica Cacdac Warnock, 2009, “International Capital Flows and U.S. Interest Rates,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28, No. 6, pp. 903–19.
- Wei, Shang-Jin, and Xiaobo Zhang, 2011, “The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Savings Rates in China,” *Journal of Political Economy*, Vol. 119, No. 3, pp. 511–64.
- Wu, Weifeng, 2011, “High and Rising Chinese Saving: It’s Still a Puzzle,” job market paper (Baltimore: Johns Hopkins University).

本章发现，外部因素会引起新兴市场经济体增长的显著波动，后者的增长率变化约有一半可由外部因素解释。先进经济体较高的增长有利于新兴市场，即使其同时会伴随着全球利率升高。因新兴市场主权债务较高的风险溢价而造成的更严格的外部融资环境降低了其增长。与先进经济体有较强贸易关系的经济体从正面的需求冲击中获得较大的回报，而金融开放的经济体获得的回报则较小。不利的外部融资冲击对金融开放的经济体和那些政策空间有限的经济体造成影响。在过去15年里，中国自身已成为其他新兴市场的一个重要外部因素，其强劲增长在全球金融危机期间发挥了缓冲作用。然而，中国近期的增长放缓对新兴市场的增长带来了影响。尽管外部因素很重要，但新兴市场受影响的程度也取决于其内部政策反应。这些内部因素的影响在过去两年里有所增加，但在包括中国在内的一些主要经济体，这些因素似乎在减缓而不是促进经济增长。近年来内部因素持续的抑制效应表明趋势增长也可能受到影响。

新兴市场和发展中经济体近期经济增长放缓，这使决策者们颇为担忧。这些经济体自20世纪90年代末以来直至2008-2009年全球金融危机爆发保持了非常好的增速（图4.1子图1）。除少数例外（尤其是在欧洲新兴和发展中经济体），这些经济体的经济活动在2009-2010年的复苏也比先进经济体（图4.1子图2）更为强劲。然而，在这一初始反弹过后，经济增长出现减速，一些主要新兴市场经济体的增长目前明显低于全球金融危机之前的水平。因此，决策者们担心，此次增长放缓可能表明，危机会产生持续影响（虽然影响暂时被政策刺激措施所抵消），并且情况可能会变得更糟。

对新兴市场的增长情况有两种截然不同的看法，这两种观点对其未来增长前景的预见也相去甚远。有些人认为，这些经济体在经历了多年的快速增长之后，增速放缓是必然的，因为之前的

本章作者是Aseel Almansour, Aqib Aslam, John Bluedorn和Rupa Duttagupta（小组带头人），Gavin Asdorian和Shan Chen为此提供支持。Alexander Culiuc 也为此做出贡献。Luis Cubeddu提出了许多有益的建议。

快速增长虽然由有利的外部环境所推动，主要是商品价格高和外部信贷成本低，但这些因素最终是暂时性的（Aslund, 2013年；Eichengreen、Park和Shin, 2011年）。与此相反，其他人则认为，这些经济体之所以表现有所改善，是得益于结构性改革和强健的宏观经济政策（de la Torre、Levy Yeyati和Pienknagura, 2014年；Subramanian, 2013年；Abiad等人, 2012年）。实际情况应该处于这些对立观点之间，正面的外部条件为新兴市场经济体提供了加强其经济政策和改革的机会，随着这些条件的退出，增长可能会有所放缓，但仍将保持强劲。

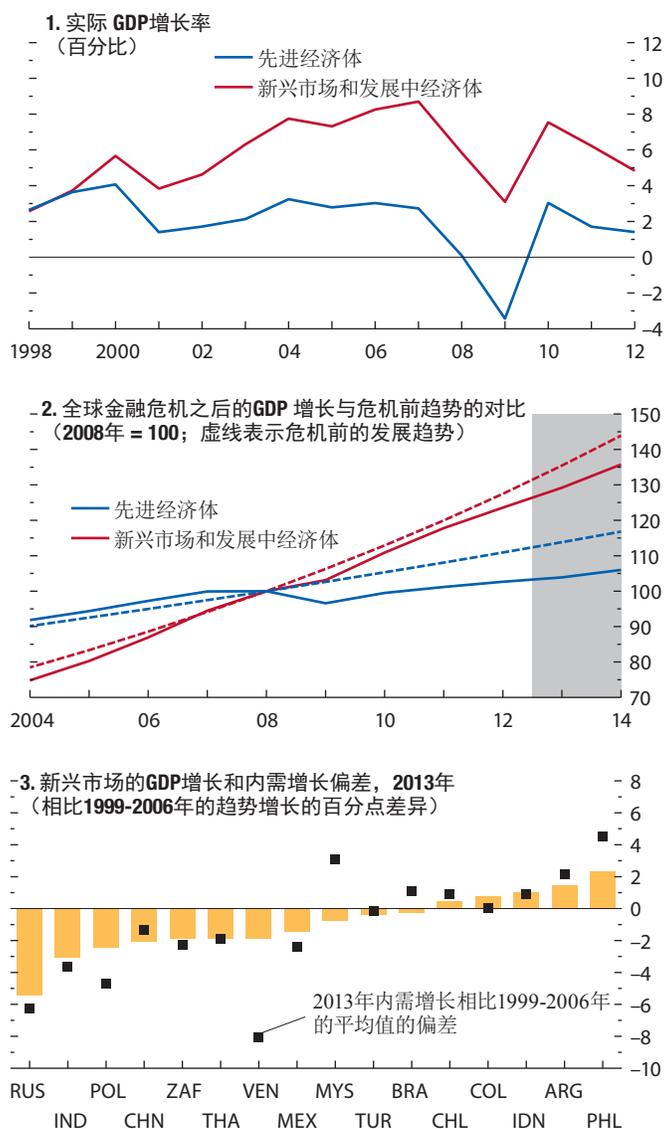
有鉴于此，最好能够了解外部条件通常如何影响新兴市场经济体的增长，从而大致知道这些新兴市场经济体将如何应对这些外部条件即将出现的变化。从历史上看，不同的外部因素可能对这些经济体产生了不同的影响：例如，先进经济体近期的增长疲弱可能对新兴市场经济体的出口和增长造成不利影响，而旨在促进先进经济体经济复苏的超低全球利率则可能扩大新兴市场的内需（见第三章），从而使经济增长得以维持。如图4.1子图3中的黑点所示，一些新兴市场经济体的国内需求增长的速度较全球金融危机前更为强劲。展望未来，这些全球条件必将出现转变：先进经济体的增长将加快，并增加新兴市场的外部需求，但随着先进经济体货币政策回归常态，全球利率也将上升（见第一章）。同样，随着商品价格上涨趋势的扭转，许多新兴市场经济体特别是商品出口国会面临较差的贸易条件。这些经济体的表现将不仅取决于其对这些外部风险的暴露情况，也取决于他们是否以及如何使用政策来应对这种变化。

本章分析了在全球金融危机之前、期间和之后以及近期，外部因素对新兴市场经济体增长的影响。¹具体而言，本章解决了以下问题：

¹一个相关文献分析了新兴市场经济体近期增长变化在何种程度上可由结构性与周期性因素解释（见2013年10月期《世界经济展望》专栏1.2）。虽然本章并不区分结构性增长和周期性增长，但努力通过探讨外部条件变化对增长的影响是持久还是暂时的，从而也涉及到了这个问题。

图 4.1. 先进经济体、新兴经济体和发展中经济体的增长动态

从上世纪90年代末直到2008-09年全球金融危机，新兴市场经济体以惊人的速度增长。除了一些特例国家外，2009-2010年期间，相比先进经济体，新兴和发展中经济体出现更强劲的反弹。然而，经济增长最近有所减速，一些主要新兴市场的增长速度显著低于全球金融危机前的水平。



来源：基金组织工作人员的估算。
注：子图3中的X轴采用国际标准化组织 (ISO) 的国家代码。

- 在过去的十五年里，外部条件（如先进经济体的增长、全球融资条件和贸易条件）通常如何影响新兴市场的增长？
- 随着时间的推移，外部因素对新兴市场经济体的影响是否相似？是否所有的新兴市场经济体都同等地暴露于外部冲击？还是其中一些经济体更容易受到外部冲击的影响？
- 在新兴市场经济体中，中国的经济增长如何影响其他新兴市场经济体的增长？
- 自全球金融危机爆发以来，新兴市场经济体的增长和基本的外部内部因素之间的关系出现了何种变化？
- 考虑到全球环境预计将出现的变化，新兴市场经济体的增长前景如何？有何政策启示？

本章的主要研究结果和结论如下：外部条件的变化对新兴市场经济体的增长有重要影响。具体而言，美国经济意外增加1个百分点会使新兴市场经济体增长 0.3个百分点，且累积的影响将在较长时期内（一到两年以上）保持为正。这些积极影响体现了如下事实，即美国经济每增长1个百分点的同时也会立即使10年期美国国债利率提高近10个基点，一年后增加25个基点。同样，更强劲的欧元区增长会促进新兴市场经济体的增长。相反，更紧张的外部融资条件则会损害增长：综合新兴市场全球主权债务收益率增加100个基点会使经济增长下降0.25个百分点。平均而言，在中期内，新兴市场经济体增长率变化的约一半往往可由外部冲击（源自外部需求、融资成本和贸易条件）进行解释。

各经济体的外部冲击发生率有所不同，先进经济体更加强健的增长对那些与先进经济体有相对更紧密的贸易联系的新兴市场经济体的增长效应更大，对金融更开放的经济体的效应较小。同样，全球融资冲击对通常更容易受资本流动波动性影响的新兴市场经济体或具有相对较高的经常账户逆差和公共债务的新兴市场经济体的不利影响更大。

在过去15年里，外部因素比其他（主要是内部）因素更加（或同样）能够解释为何新兴市场增长偏离估计的平均增长，但不同时期以及不同经济体之间存在较大的差异。这些经济体的增长在全球金融危机期间的大幅下降几乎完全由外部因素所致。相反，一些新兴市场经济体自2012年以来增长下降主要归因于内部因素。对于一些相对较大或封闭的经济体，如中国、印度和印度尼西亚，外部因素的重要性通常远小于内部因素。

事实上，中国本身也是其他新兴市场经济体增长的重要贡献因子。在全球金融危机期间，中国的强劲增长为新兴市场提供了重要缓冲。然而，

近期中国经济增长放缓已成为新兴市场经济体增长的一个拖累。具体而言，与2010-2011年相比，2012年以来普通新兴市场经济体增速下滑了2个百分点，其中中国的影响约占0.5个百分点，其他外部因素占1.25个百分点，其他（主要是内部）因素则占剩余的0.25个百分点。

最后，虽然新兴市场自危机以来的产出和增长表现比历史上若干全球经济衰退之后期间更为强劲，但基于外部因素变化路径的实证模型分析得出的动态预测显示，在某些经济体（如中国）和一些较大的新兴市场经济体，考虑到外部发展情况，2012年以来的经济增长一直系统性地低于预期。这些因素持续产生的抑制作用表明，经济可能在一段时期内持续较低增长，从而也对世界其他国家的经济增长产生影响。

因此，当外部环境发生变化时，新兴市场是否应当担心自己的增长前景？本章的研究结果表明，与全球金融危机之前的时期（当时大多数外部因素都有利于增长）相比，这些经济体可能面临更复杂和更具挑战性的增长环境。但是，另一方面，如果外部变化主要是先进经济体的强劲复苏，那么，尽管伴随着较高的美国利率，但总体上这将有损于新兴市场。然而，如果外部融资条件收紧的幅度超过先进经济体经济复苏所造成的幅度，则新兴市场将受到负面影响，2013年夏天和2014年初出现的市场动荡就是很好的例子。此外，中国经济过渡到更加可持续、但较慢的增长步伐，将对其他新兴经济体的发展产生暂时的不利影响。最后，如果内部因素的拖累继续下去，如2012年以来在一些新兴市场经济体所出现的情况，则经济增长将进一步减弱。有鉴于此，当下的重中之重是更好地理解这些内部因素的作用，分析在政策方面是否尚有余地改善新兴市场的增长潜力，同时不制造宏观失衡。

本章其余部分的结构如下。下一节将介绍用于分析外部因素对新兴市场经济体增长影响的实证框架，并概述了这些因素在过去十五年所产生的影响。这一部分还重点分析了新兴市场之间在冲击概率方面的差异性。随后一节讨论了中国作为独立外部因素的作用，然后评估了外部因素和中期增长之间的关系。倒数第二节讨论了全球金融危机爆发以来，新兴市场经济体增长与其基本的外部内部推动力之间的关系是如何演变的。最后一节在本章研究结果的基础上，讨论了新兴市场经济体的增长前景和相关政策启示。

外部因素对新兴市场增长的影响 分析框架

分析使用了一个单一的组织框架，以考察新兴市场经济体增长和外部条件之间的关系。假设大多数新兴市场是小型开放经济体，全球经济条件对于其经济增长而言是外生性条件，至少在这些条件起作用的时候是如此。因此，外部冲击对特定经济体的影响取决于该经济体通过跨境联系对这些冲击的暴露程度，以及该经济体允许国内政策稳定器发挥作用的程度。随着时间的推移，由于国内政策进一步应对外部冲击，国内增长受到的累积影响可能被强化或受到抑制。

然而，该框架并未完全考虑新兴市场经济体重要性日益增加的潜在影响。按市场汇率计算，新兴市场和发展中经济体目前占世界产出的三分之一以上，而在20世纪90年代，其所占比重则少于20%。因此，全球经济环境对于那些源自新兴市场经济体整体的冲击来说也许是内生的。新兴市场 and 先进经济体也可能被共同冲击所驱动。本章分析假设，新兴市场经济体国内环境所产生的任何当期的反馈效应若在一个季度以内，就被视作足够小，可以忽略不计，但允许这些国内环境因素滞后地影响全球环境。²本章还考虑了中国经济增长（作为不同于其他传统外部因素的外部因素）对其他新兴市场经济体的影响。考虑到这一点，本章旨在在三个方面对现有的研究文献作出补充：³

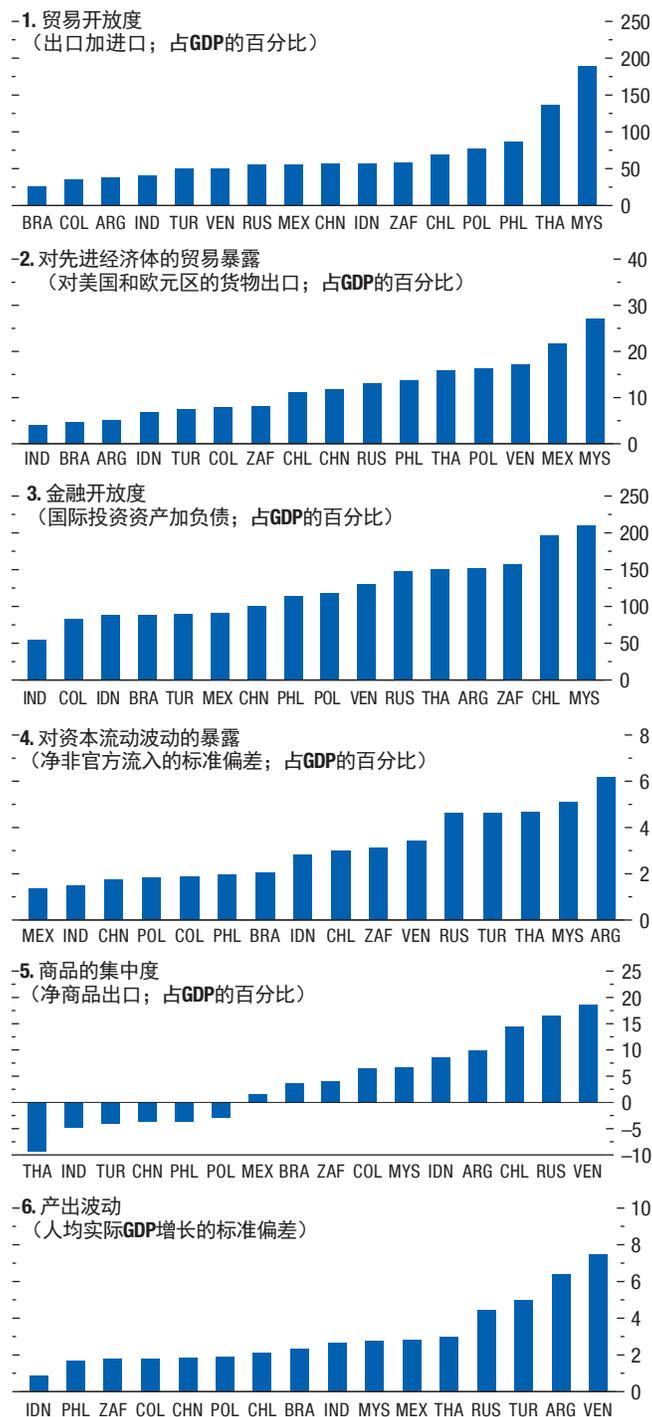
- 首先，在过去十五年里，新兴市场经济体的表现和政策显著改善，这些经济体能从近几十年来以来最严重的经济衰退中迅速恢复即是证明。通过重点关注这一时期，本章分析了近年来外部条件在决定新兴市场经济体增长方面的作用是否出现了根本性变化。
- 第二，本章记录了各新兴市场经济体的外部冲击发生率方面的异质性是否与其结构特点和政策的差异有关。

²考虑到这些限制，需要注意的是，分析可能会夸大外部冲击的影响。然而，令人欣慰的是，本章对外部条件影响程度的估计与近期其他研究的估计类似。详见注释21。

³其他分析外部条件对新兴市场增长影响的研究包括研究拉丁美洲的Calvo、Leiderman和Reinhart（1993年）、Canova（2005年）、Swiston和Bayoumi（2008年），以及Österholm和Zettelmeyer（2007年）；研究亚洲的Utlaut和vanRoye（2010年）；Adler和Tovar（2012年）、Erten（2012年），以及Mackowiak（2007年）对更广泛的新兴市场经济体的研究。大部分（即使不是全部）研究发现，外部冲击（不论如何认定）对新兴市场的增长很重要，能够解释其增长变化的一半。

图 4.2. 一般国家排名，2000-2012年

16个最大新兴市场经济体的样本覆盖了广泛的经济和结构特点。



来源：基金组织，国际收支统计数据库；基金组织，贸易流向统计数据库；基金组织，国际金融统计数据库；基金组织，2012年4月期《世界经济展望》第四章；基金组织工作人员的计算。

注：子图中的X轴采用国际标准化组织（ISO）的国家代码。

- 第三，它探讨了中国崛起成为全球经济一个具有系统重要性的因素是否以及如何改变外部因素对新兴市场经济体增长的影响。⁴

分析采用了标准的结构向量自回归 (VAR) 模型来量化外部冲击对增长的影响。基线模型包括9个变量，分为外部或内部组。外部变量（“外部组”）包括美国的实际GDP增长、以消费者物价指数衡量的美国通胀率、10年期美国国库券利率、综合新兴市场经济体债券收益率（来自摩根大通全球新兴市场债券指数），以及具体经济体的贸易条件增长。在扩展的基线设定，外部组还包括其他全球融资条件代理变量（如美国高收益率债券利差）和全球需求代理变量（如中国和欧元区的增长）。国内变量（“内部组”）包括国内实际GDP增长、国内消费者物价通胀、经济体与美元的实际汇率的升值幅度，以及国内短期利率。假设外部组对于内部组而言具有当期外生性，即，在一个季度内外部变量不受内部变量的影响。

在外部组内，根据上述顺序使用递归法识别结构性冲击。换言之，美国的增长冲击能够在在一个季度内影响所有其他变量，而其他变量所受冲击则只能在至少滞后一个季度的情况下影响美国增长。美国的通胀冲击能够在在一个季度内影响那些顺序上处于美国通胀之后的所有变量，而对美国通胀之后的变量的冲击只能滞后地产生影响。同样的逻辑适用于外部组内顺序较低的变量。在内部组内，结构性冲击排序不明确，因此未进行识别。⁵

综合来看，外部组的美国变量可以作为先进经济体状况的代理指标：美国经济增长反映了先进经济体的需求冲击；在排除了美国增长因素之后，通胀能代表先进经济体的供应冲击；10年期美国国库券利率则反映了先进经济体的货币政策态势。⁶ 外部需求条件以外因素所产生的新兴市场融资条件变化则反映在摩根大通全球新兴市场债券指数收益率。同样，贸易条件增长代表了外部需求或融资条件以外的因素。

该模型通过运用1998年第一季度至2013年最新季度数据，对样本中每个经济体进行了估计。分

⁴Utlaut 和 van Roye (2010年) 对新兴亚洲提出了类似的问题，Cesa-Bianchi等人 (2011年) 对拉丁美洲也提出了相同的问题。

⁵数据说明见附录4.1，关于递归识别的更多详细内容见附录4.2。

⁶由于联邦基金利率自2008年以来维持在接近于零，以及美联储侧重于降低美国长期利率，就分析而言，10年期美国国库券利率可能是美国货币政策的更好替代。尽管如此，如果使用联邦基金利率，分析的主要结果都不会受到影响（详细内容见附录4.2）。

表 4.1. 对外部组冲击的脉冲响应：基准模型
(百分点)

	响应 ¹	冲击				
		美国的实际GDP 增长率	美国的通货膨胀	10年期美国 国库券收益率	EMBI 收益率	贸易条件增长 ²
美国的实际GDP增 长率	即时	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	第一年底	3.20	-0.63	0.10	-0.09	0.02
	第二年底	3.86	-2.44	-0.72	0.72	0.06
	第三年底	3.28	-2.04	-2.72	1.61	0.09
美国的通货膨胀	即时	0.11	1.00	0.00	0.00	0.00
	第一年底	0.66	1.96	0.21	-0.31	0.01
	第二年底	1.50	0.66	1.21	-0.42	0.02
	第三年底	1.56	0.70	0.91	-0.18	0.05
10年期美国国库券 收益率	即时	0.07	0.07	1.00	0.00	0.00
	第一年底	0.26	-0.07	3.08	-0.01	0.01
	第二年底	0.65	-0.07	4.96	0.21	0.01
	第三年底	1.00	-0.14	6.21	0.49	0.02
EMBI收益率	即时	-0.31	-0.17	0.22	1.00	0.00
	第一年底	-0.85	0.14	0.96	2.83	0.00
	第二年底	-1.00	0.51	2.56	4.13	-0.02
	第三年底	-0.67	0.44	4.76	4.98	-0.04
贸易条件增长 ²	即时	0.09	1.43	0.29	-0.28	1.00
	第一年底	1.22	0.45	1.86	-1.47	2.23
	第二年底	1.10	-2.79	1.89	-0.76	1.88
	第三年底	-0.39	-0.83	-0.44	-0.35	2.04

来源：基金组织工作人员的计算。

注：EMBI = J.P. Morgan新兴市场债券指数。

¹ 在期末累积所有所有响应，并标准化为1个百分点的震荡。

² 各个具体国家冲击和响应的平均数。

析将重点放在了20世纪90年代之后（Abiad等人，2012年），因为这期间这些经济体政策出现显著变化。这些政策变化包括灵活的汇率机制、以通胀为目标，以及降低债务水平。此外，根据所能获得的最早的季度数据，1998年第一季度是所有经济体的共同分析起始点。设定所选取的变量数目和滞后时间是为了针对较短样本长度实现较好的参数化。结果，由于自由度有限，标准的向量自回归技术得出的不太精确的估计关系似乎很好地拟合了数据，这个问题被称为“过度拟合”。分析采用了Litterman（1986年）所提倡的贝叶斯方法来克服这个问题。它将以前的模型参数的信息与数据所包含的信息相结合，以提供更为精确的估计。鉴于观察到的新兴市场经济体增长的持续性（见2012年10月期《世界经济展望》第四章），我们假设所有变量遵循一阶自回归（AR(1)）过程，先验部分的自回归系数为0.8。⁷

⁷先验部分更持久的增长过程部分地反映，在样本期内，增长实际上可能偏离了其均值很长时间。这对样本中的一些经济体是可能的，我们观察到在过去15年里它们的实际增长走势就是如此（见附录4.1）。

鉴于样本长度较短，以及考虑到需要侧重于若干外部条件衡量指标，对主要分析进行了一些稳健性检查，见附录4.2。⁸总体而言，分析发现，主要结果基本上不受模型基本设定变化、增加新变量、先验假设变化（例如，使用无条件均值的白噪声，而不是一阶自回归过程）的影响，甚至不受统计方法变化（例如，将所有经济体纳入面板向量自回归中，并且摒弃贝叶斯方法）的影响。

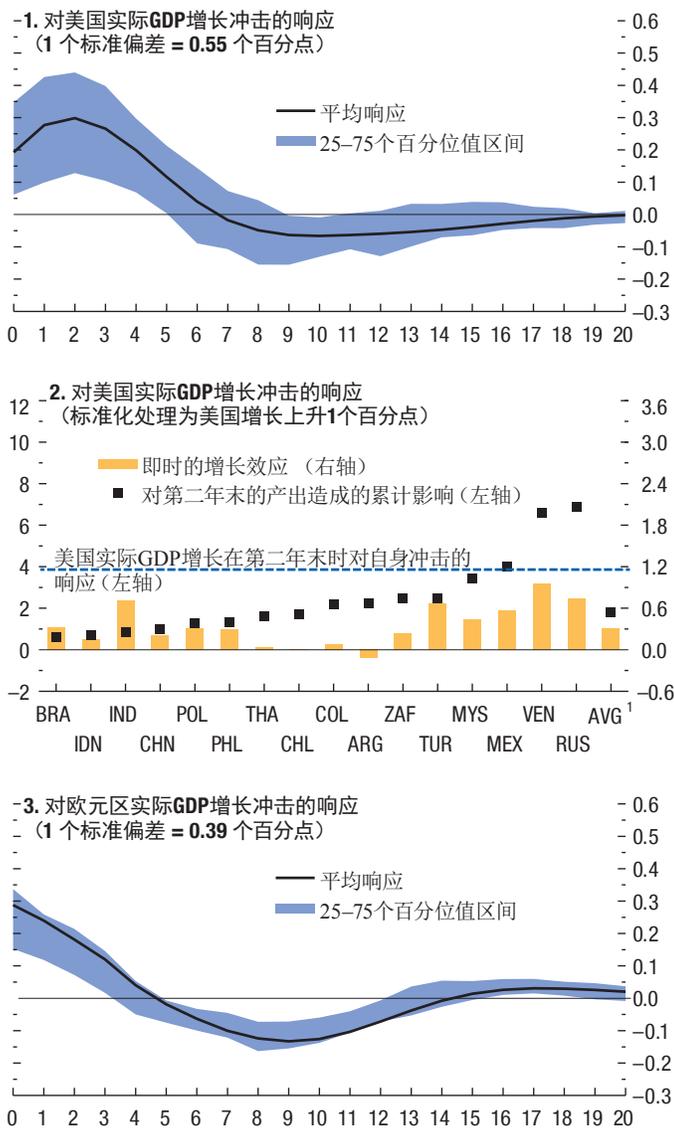
样本包括16个最大的新兴市场经济体，涵盖了广泛的经济和结构特点（图4.2）。⁹总体而言，按购买力平价计算，这些经济体占有所有新兴市场和

⁸鉴于相对较短的估计期，贝叶斯方法特别有用。每个经济体特有的回归有60-62个观测值和37个系数需要估计，先验部分在基线设定中的比重稍低于25%。在其他设定中的比重有所增加，在倒数第二部分的短期样本回归中上升至50%。然而，不依赖贝叶斯技术的其他方法得出大致相同的结果：专栏4.1阐明了中期内增长和外部因素的关系，增长取五年期平均值，以消除商业周期带来的任何影响。附录4.2也讨论了较小的经济体样本的主要分析结果，该样本的数据可追溯至20世纪90年代中期，因此，分析没有使用贝叶斯方法。最后，分析还列出了使用面板向量自回归的其他稳健性检查。

⁹该样本是阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、印度、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、菲律宾、波兰、俄罗斯、南非、泰国、土耳其和委内瑞拉。

图 4.3. 实际GDP增长对外部需求冲击的脉冲响应
(百分点)

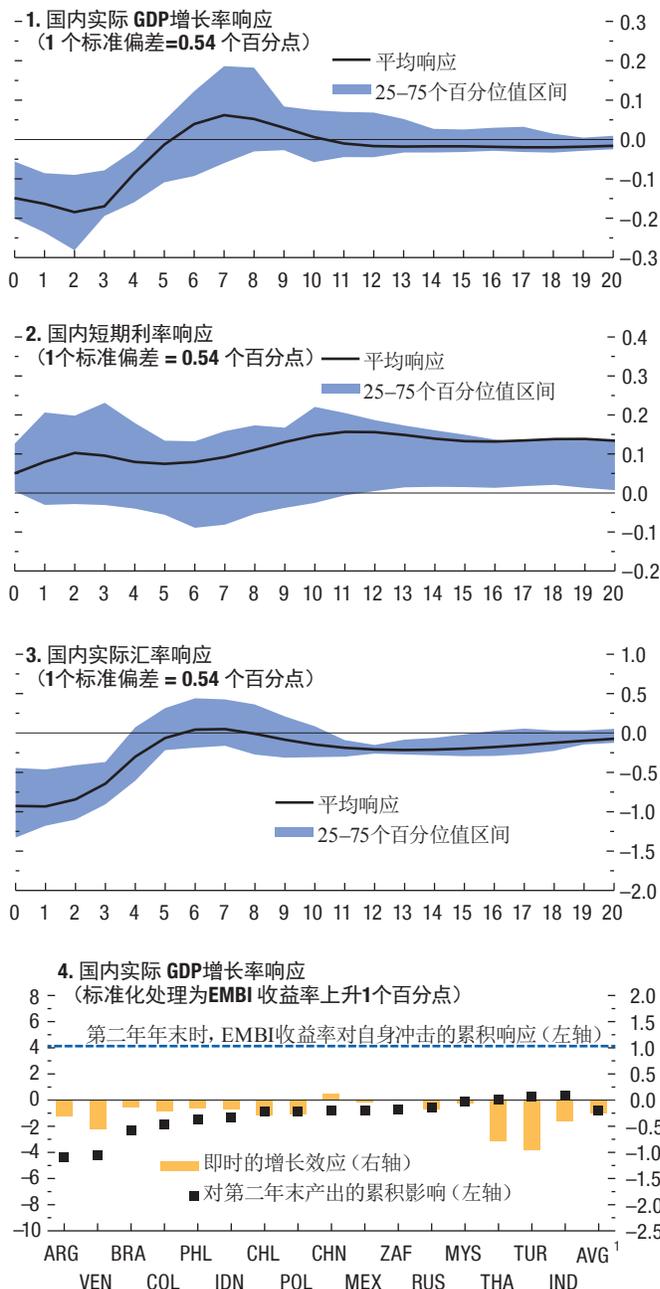
较强劲的外部需求（以先进经济体的实际GDP增长的加快为代表）对新兴市场经济体的增长有着持久的积极影响。



来源：基金组织工作人员的计算。
注：子图1至3中的X轴单位是季度；t=0代表冲击发生时的所处季度。
子图2中的X轴采用国际标准化组织（ISO）的国家代码。
¹ 除阿根廷、俄罗斯和委内瑞拉以外所有样本经济体的平均数。

图 4.4. 对外部融资冲击的脉冲响应
(百分点)

新兴市场经济体主权债务风险溢价上升降低了其增长率。



来源：美联储的经济数据；Haver Analytics；基金组织，国际金融统计数据库；Thomson ReutersDatastream；基金组织工作人员的计算。
注：子图1至3中的X轴单位是季度；t=0代表冲击的所在季度。
子图中的X轴采用国际标准化组织（ISO）的国家代码。
¹ 除阿根廷、俄罗斯和委内瑞拉以外所有样本经济体的平均数。

发展中经济体产出的四分之三。马来西亚、菲律宾和泰国的全球贸易和金融市场融合程度相对较高（图4.2子图1和3）。马来西亚、墨西哥和波兰相对而言与先进经济体的贸易联系更多（子图2）。智利也是金融高度一体化，但不是很容易受到资本流动波动的影响（子图3和4）。巴西和印度对先进经济体货物贸易的暴露水平较低，也是样本中开放度较低的经济体。阿根廷和委内瑞拉经历了较大的产出波动，这可能反映了其出口基础较窄（子图5），但也反映了国内政策的波动性，俄罗斯和土耳其也存在一样情况（子图6）。

我们侧重于对过去15年里宏观经济表现强劲但现在增长正在放缓的新兴市场经济体的估计结果的分析。替代冲击的脉冲反应显示出基于样本中所有经济体的平均集体估计数，此外，我们还列出了新兴市场经济体的更小一点的子样本的平均反应，即排除了那些经历了较大宏观经济波动或近期危机的经济体（具体而言，指的是阿根廷、俄罗斯和委内瑞拉）的子样本。

主要研究结果

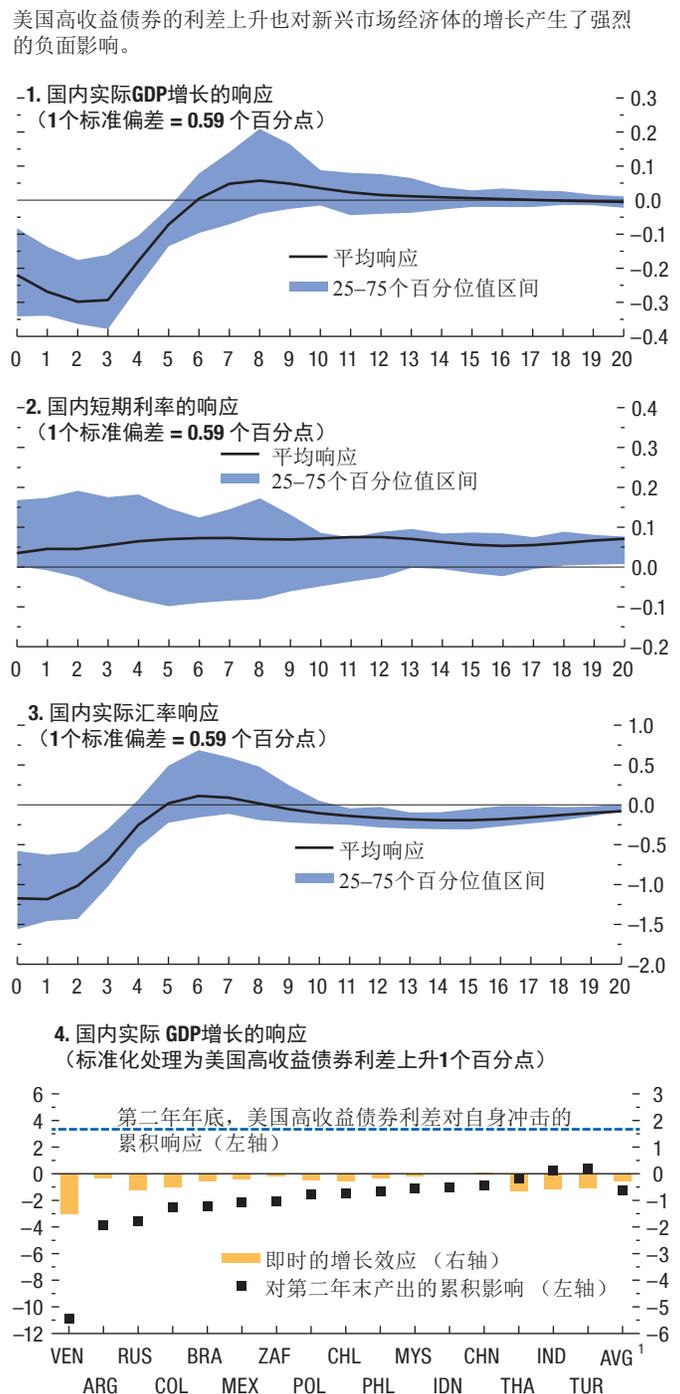
较强的外部需求，尽管伴随着10年期美国国库券利率上升，其对新兴市场经济体的增长仍有持久的正面影响（表4.1和图4.3）。美国增长1个百分点通常会使得新兴市场增长0.3个百分点，递增效应在六个季度里仍然保持正值（图4.3子图1和子图2），而累积效应则在短期（一至两年以上）之后仍保持正值，如子图2中的黑点所示。正面的溢出效应也通过小幅推动新兴市场经济体的贸易条件增长得以传播（表4.1）。与先进经济体贸易联系相对较多的经济体（如马来西亚和墨西哥）受到的影响往往较大，但其他一些经济体（如印度和土耳其）也受到较大的影响。¹⁰如表4.1所示，美国经济增长会使10年期美国国库券利率上升近10个基点，并在前两年里进一步上升（参见表中第一个数据栏第三组中的估算）。¹¹

来自其他先进经济体的增长动力（在另一个模型设定里，在美国增长之外，加入了欧元区增长代理变量）也会对新兴市场的增长产生巨大影响

¹⁰印度经济增长对美国经济增长相对较高的影响弹性可反映一个事实，即印度经济与美国经济一体化的程度要高于按印度对先进经济体的货物贸易比重所反映的一体化程度，如图4.2子图2所示，具体来说，这可能是源自其大规模的服务业出口（例如，外包）。数据也显示，在过去15年里，印度经济增长与先进经济体增长之间存在相对较强的相关性（见附录4.1）。

¹¹即使在考虑其他先进经济体增长的影响滞后，美国增长提高所造成的影响仍然很大。这些研究结果符合相关文献的分析（见Österholm和Zettelmeyer，2007年）。详细内容见附录4.2。

图 4.5. 对美国高收益债券利差冲击的脉冲响应（百分点）



来源：美联储的经济数据；Haver Analytics；基金组织，国际金融统计数据库；Thomson Reuters Datastream；基金组织工作人员的计算。

注：子图1至3中的X轴单位是季度；t=0代表冲击的所在季度。子图中的X轴采用国际标准化组织（ISO）的国家代码。

¹除阿根廷、俄罗斯和委内瑞拉以外所有样本经济体的平均数。

（图4.3子图3），但影响持续时间不及美国增长冲击带来的影响时间。这凸显了新兴市场经济体增长对除美国经济外的先进经济体外部需求冲击的广泛敏感性。鉴于欧元区增长前景普遍存在的下行风险（见第一章），欧洲对新兴市场增长产生负面溢出效应的风险仍然很大。

趋紧的外部融资条件导致新兴市场经济体的增长在同一个季度里出现下滑（图4.4和4.5）。综合的新兴市场债券指数收益率上升100个基点（风险溢价冲击）会使新兴市场经济体的增长下降0.25个百分点，在大多数经济体，累积的影响即使在两年之后也仍然为负。实际汇率趋于贬值，而国内短期利率则通常会相应地上升，这可能反映了伴随这种冲击的资本外流。其净效应部分地取决于较弱的货币能够在多大程度上支持出口增长。

对新兴市场外部融资条件其他代理指标的冲击所得出的估计结果与新兴市场债券指数收益率所受冲击得出的结果相类似。由于新兴市场债券指数收益率也随着新兴市场国内发展情况而波动，因此，我们采用“综合的”指数而不是具体国家的收益率作为外部融资条件的代理。在这个指数里，具体国家的因素的重要性要小一些。尽管如此，综合的新兴市场债券指数收益率的变化仍然可以反映出新兴市场的市场情绪变化以及国内基本发展情况。因此，在另一种设定里，美国企业高收益债券利率差被用作外部融资条件的另一个代理。¹² 美国高收益率债券利差的增加会产生更强的负增长效应，收益率利差每增加100个基点会使新兴市场增长降低约0.4个百分点（图4.5）。

基线设定中由10年期美国国库券利率代表的美国货币政策变化的影响也被纳入了我们的分析。10年期美国国库券利率上升对新兴市场增长将产生负面影响，滞后期为五至六个季度。这可能反映了如下事实，即美国十年期国库券利率（与美国GDP增长和通货膨胀无关）变化仍可以体现许多与美国货币政策立场无关的因素，如对美国经济走势的预期，或者甚至是国际投资者因察觉的非美国因素而出现风险偏好变化（如危机期间流向美国国库券的避险资金流）。详细讨论见附录4.2。其他人也发现了类似结果，在20世纪90年代初美国利率上升后出现滞后的负增长反应（Mackowiak, 2007年；Österholm和 Zettelmeyer, 2007年；Iltzetski和Jin, 2013年）。¹³

¹²在外部组里，美国高收益债券利差被放在新兴市场债券指数收益率之前，但在所有其他美国变量之后。

¹³纳入分析的美国货币政策的其他代理变量（除了基线设定中的10年期美国国库券利率）有：有效联邦基金利率或政策利率、事前实际联邦基金利率、政策利率变动、期限利差（10年期美国国库券利率减去有效联邦基金利率）和一些反映纯粹货币政策冲击的衡量指标（如Kuttner, 2001和Romer等人, 2004

采用双变量散点图的方式对经济体增长对外部冲击的反应与其结构特点和宏观经济特点的简单关联进行分析（图4.6）。图中每组相关性有16个观察值，其中的统计关系最能反映问题。值得注意的结论有：

- 先进经济体较高的增长对与先进经济体贸易相对更多的新兴市场（如墨西哥；图4.6见子图1）产生较大的增长溢出效应，但是对金融较开放的新兴市场的溢出效应则较弱（如智利；见子图2）。对资本流动波动性暴露程度较高的国家（如泰国；见子图3）受益也较小。可能是先进经济体较为强劲的增长（及其伴随的利率上升）导致更多资本从金融一体化的经济体流出，部分或完全抵消了外部需求增加带来的有利影响，那些与先进经济体之间不存在强大贸易关系经济体尤其如此。
- 若经济体更多地暴露于资本流动波动性（如泰国和土耳其；见子图4），或拥有相对较高的对外经常账户逆差和公共债务（见子图5和6），则不利的外部融资冲击会使其受损更严重。也有一些金融开放经济体所受影响不太严重，原因可能在于其宏观经济相对较为稳健（如马来西亚）。智利和马来西亚往往在面对全球新兴市场债券指数收益率升高时保持国内利率稳定，甚至降低利率，这在样本经济体中是比较少见的。对于其他一些经济体，政策空间不足可能限制了其采取反周期政策以减轻新兴市场债券指数收益率提高对增长影响的能力。

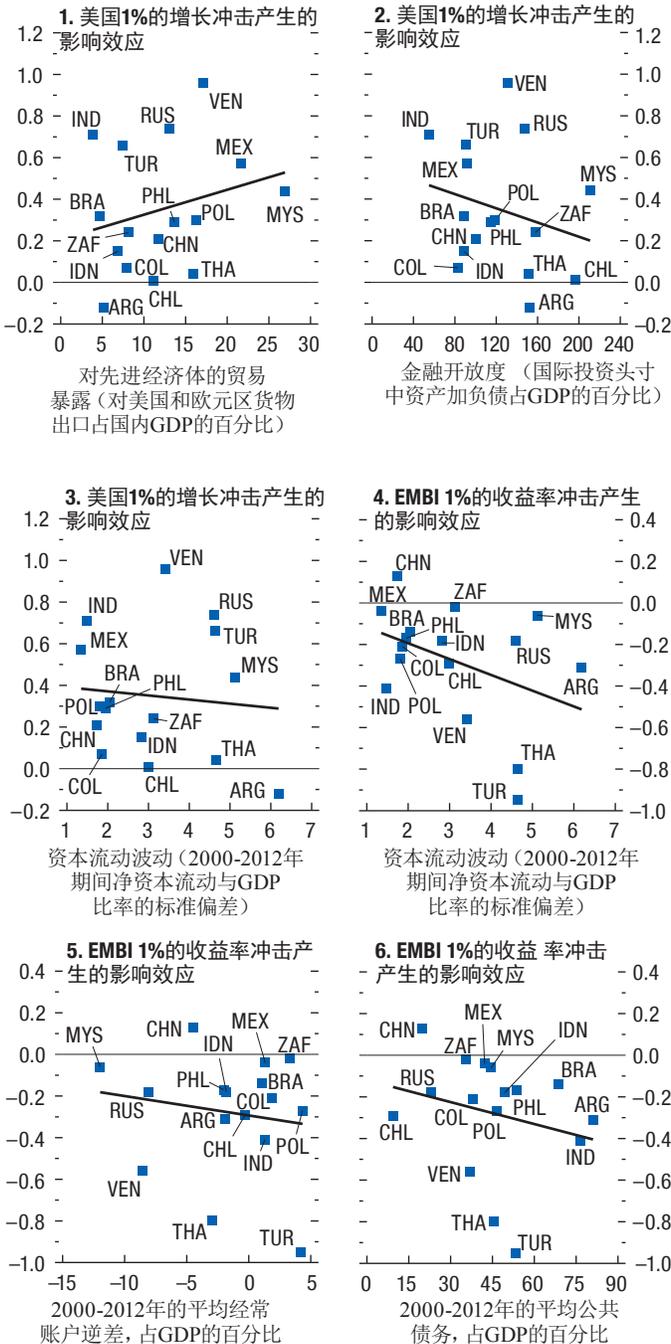
这些结果与2013年下半年和2014年至今为止观察到的为应对金融市场波动性所采取的政策非常吻合。许多新兴市场经济体在外部融资条件收紧时会提高国内利率，并允许其汇率做出调整。本章的研究结果表明，这些经济体如何受到影响将取决于其外部融资条件的收紧程度是否大于先进经济体恢复增长所造成的收紧程度，以及其国内政策回应。如果融资条件更加紧张，且新兴市场经济体被迫通过提高国内利率来限制资本外流，则增长将有所下降，而这种下降将部分地由汇率贬值所抵消。对资本流动波动暴露程度更大的经济体或者政策空间有限而不能采取反周期政策应对这些冲击的经济体的增长将受到更多影响。

新兴市场经济体贸易条件增长的增加如果非由外部需求所导致，则会对经济增长产生小幅的正面影响，并且会持续一年左右（图4.7）。相对温和的增长回应（相较于对其他冲击的反应）可能

年）。对于每一个这些代理，在每个不同的设定里将10年期美国国库券利率替换成该代理变量。大部分代理所受的冲击对新兴市场经济增长产生滞后的负面影响。只有期限利差增加立即产生了负面影响（详细内容见附录4.2）。

图 4.6. 对外部冲击和具体国家特性的增长响应之间的相关性 (百分点)

较强劲的外部需求更有利于那些与先进经济体有着更多贸易联系的经济体而对于那些金融非常开放经济体，这种好处要小一些。外部融资冲击对那些更容易受到资本流动波动影响和政策空间较小国家的影响更严重。



来源：基金组织，国际收支统计数据库；基金组织，贸易流向数据库；基金组织，国际收支统计数据库；基金组织2012年4月期《世界经济展望》第四章；基金组织工作人员的计算。

注：EMBI = J.P. Morgan新兴市场债券指数。图中标识采用国际标准化组织（ISO）的国家代码。

反映了如下事实，即这些贸易条件变化是由供应冲击所推动的。¹⁴

外部因素和内部因素在历史增长动态方面的贡献

到目前为止的分析确认，源自外部需求和融资条件的冲击对新兴市场增长影响显著。然而，国内结构和政策的组合在某些情况下帮助抵消了这些冲击，但在其他一些情况下则扩大了影响。有鉴于此，本节回顾了历史，以评估样本期内新兴市场经济体增长表现相对于估计的平均增长的变化在多大程度上可由外部因素解释。

1998–2013年期间，新兴市场经济体增长对估计的样本平均值的偏离中有一半或以上可由外部因素解释（图4.8，子图1）。¹⁵外部因素产生较大影响的情况在上两次发源于先进经济体的经济衰退（分别发生于21世纪初和全球金融危机期间）期间尤其明显。然而，其他因素（主要是内部因素）在全球金融危机爆发前新兴市场开始快速扩张期间和始于2012年的经济下滑期间产生的影响较大。

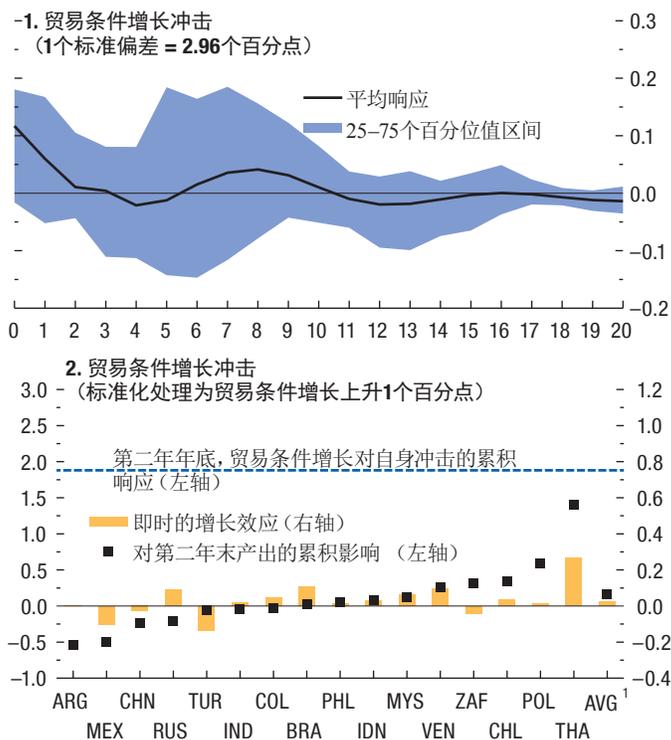
然而，在整个样本期内，内部因素在相对封闭或大型经济体发挥了更重要的作用（图4.8，子图2–7）。注意到在图4.8，某个因素影响的增加或减少的衡量标准是其相对于前一个季度的水平变化。在中国，从2007年初起，内部因素对经济增长与平均增长偏离的影响开始减少。内部因素的负面影响在危机开始时有所增加，到2009年第一季度达到顶峰，这之后出台了大规模财政刺激计划（见Dreger和Zhang，2011年）。内部因素的贡献在2009年中期开始上升，在2009年第四季度转为正面，并在2010年达到顶峰。同样，在印度，内部因素在2008年初开始抑制增长，这可能是在经历了一段快速增长的时期之后日益加剧的基础设施瓶颈紧张关系所致（见基金组织，2008年a）。其负面影响一直持续到2009年中，当时的内部因素开始再次更多地促进增长。与此相反，全球金融危机期间巴西和印度尼西亚增长的急速下滑几乎全

¹⁴如附录4.2所示，在一个替代设定下，将全球商品价格指数作为新兴市场经济体贸易条件额外代理指标，得出的关于全球商品价格增长的冲击对新兴市场经济体实际GDP增长的影响的结果大致相似。

¹⁵对于简化的向量自回归模型得出的估计值，每个经济体在历史上任何时候的增长均可表示为初始条件和模型中所有结构性冲击的综合。来自确定的外部因素（先进经济体指标、新兴市场债券指数收益率，以及贸易条件增长）的冲击提供了所有外部因素的贡献。其余冲击可能源自国内变量（如模型中的国内通货膨胀、实际汇率和短期利率），列入内部组。尽管如此，这些不明的残留冲击也可部分体现其他因素，如共同或外生冲击（例如，自然灾害）。

图 4.7. 国内实际GDP增长对贸易条件增长冲击的脉冲响应 (百分点)

非由外部需求带来的新兴市场经济体贸易条件的改善对增长将产生小幅的积极影响，持续时间为一年左右。



来源：Haver Analytics；基金组织，国际金融统计数据库；经济合作与发展组织；基金组织工作人员的计算。

注：子图1中的X轴单位是季度；t=0 代表冲击所在的季度。子图2中的X轴采用国际标准化组织 (ISO) 的国家代码。对贸易条件增长冲击的平均响应计算为新兴市场经济体的增长对国别特征贸易增长冲击响应的平均数。

¹ 除阿根廷、俄罗斯和委内瑞拉以外所有样本经济体的平均数。

由外部因素所致。在俄罗斯和南非，外部因素在全球金融危机期间主导了增长动态，但内部因素也发挥了作用，这可能反映了与国内经济过热有关的问题（俄罗斯；见基金组织，2008年b）或者供应方面的制约因素（南非；见基金组织，2008年c）。

近年来，内部因素似乎在减缓一些经济体的经济增长，但其对各国增长变化的贡献随时间的推移而有所不同。在中国，这些因素在2010年末之后大致是抑制增长的，但是其在2012年最后一个季度里的影响则是小幅上扬。印度也出现类似的

情况，2011年至2012年第三季度，内部因素导致增长下降，但从2012年年底起则促进了增长。巴西和南非的情况具有更细微的差别，但是内部因素在2012年下半年对这两个经济体造成拖累之后，在2013年上半年则促进了经济增长。

全球化供应链，还是全球化中国？量化中国的影响力

中国在过去几十年里的快速增长引起了很多政策关注。中国在国际贸易中比重的日益增加为许多新兴市场经济体提供了很多空间，使它们出口多样化，减少对先进经济体的出口，转而增加对中国的出口。最近的一些研究发现，中国实体经济活动变化对世界其他地区的增长会造成显著影响（Arora和Vamvakidis，2010年；Ahuja和Nabar，2012年；Cesa-Bianchi等人，2011年；基金组织，2012年、2013年a；以及第二章中的“溢出效应专题”）。此外，中国自身已经能够更好适应先进经济体经济发展的变化，这在上一节作了介绍。

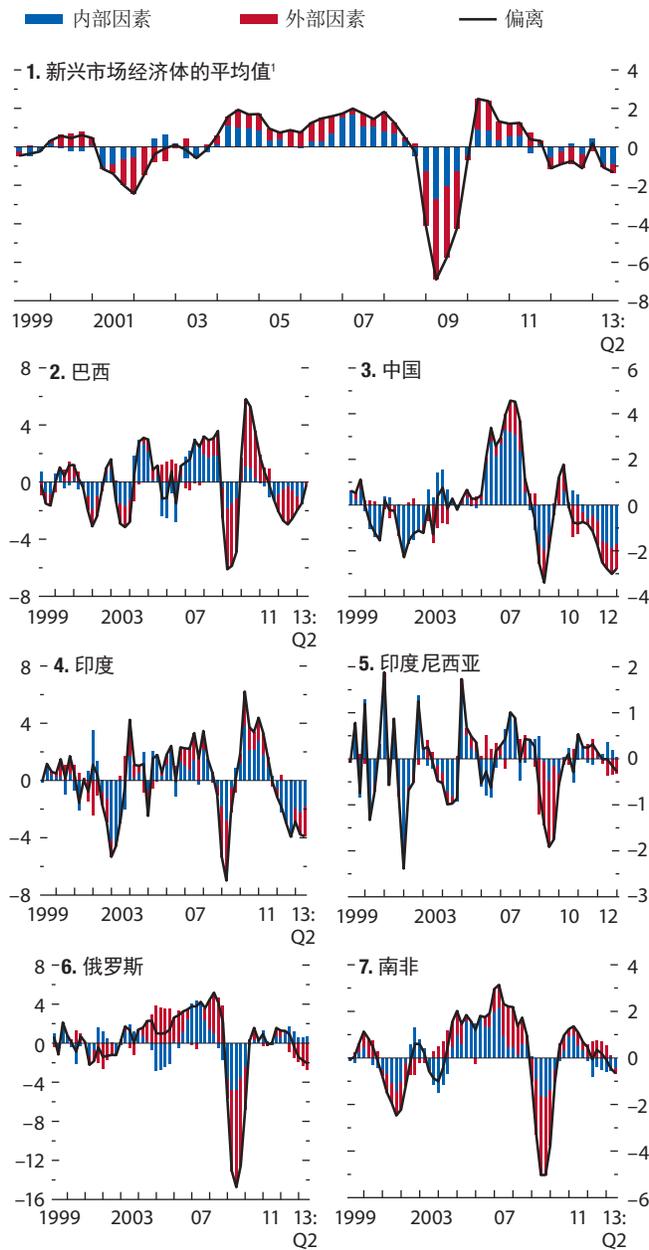
因此，本节分析了20世纪90年代末以来中国作为其他新兴市场增长的一个独特外部因素的影响。当然，中国如何对本国以外地区的增长产生影响将取决于其跨国联系特点。一个重要渠道是全球供应链，中国通过该供应链从其他地区（特别是新兴亚洲）进口中间产品，然后将生产的最终产品出口到先进经济体市场。这个角色使得中国的增长在很大程度上说相对于先进经济体的需求状况是内生的。另外一个渠道来自中国自身的需求。由于中国的增长属于投资导向型，它可以通过增加需求和推高价格来推动商品出口的新兴市场经济体的增长。需求进一步向私人消费的重新平衡也将使那些向中国出口最终产品的经济体受益（见专栏1.2）。最后，中国也可以通过向这些经济体增加外国直接投资流动来支持其他地区的经济增长（Dabla-Norris、Espinoza和Jahan，2012年）。为了确定中国对其他地区的经济影响，其增长被置于样本中其他15个新兴市场经济体的外部影响因素组别里。¹⁶

结果证实，中国在新兴市场的增长中具有系统重要性（图4.9）。中国增长1个百分点（与美国增长无关）会使其他新兴市场经济体增长0.1个

¹⁶ 在这个设定中，美国特定的变量剔除了先进经济体增长经全球供应链对新兴市场经济体的影响，在递归排序中被置于中国增长之前。在另一个包含中国和欧元区增长的设定中，欧元区增长在递归排序中被置于美国增长之后，而中国增长仍然在所有的先进经济体指标之后。然而，改变中国增长在外部组中的位置（在美国或欧元区增长之后或在所有先进经济体指标之后）并不会对主要结果产生实质性影响。

图 4.8. 实际GDP增长内部和外部因素的历史分解
(百分点)

1998年至2013年期间，外部因素可以解释新兴市场经济体增长偏差（与估计的样本均值相比）的一半或更多的原因。然而，在不同经济体，外部和内部因素的作用不尽相同，在样本期间，内部因素在相对封闭的或大的经济体所起的作用更重要。



来源: HaverAnalytics; Thomson ReutersDatastream; 基金组织工作人员的计算。

注: 基本向量自回归模型包括美国的实际GDP增长、美国的通胀、美国10年期国库债券利率、J.P. Morgan新兴市场债券指数收益率, 以及外部组中的贸易条件增长。

¹ 除阿根廷、俄罗斯和委内瑞拉以外所有样本经济体的平均数。

百分点左右。这种正面影响随着时间的推移而积累，因为新兴市场贸易条件得到进一步提升，这突出强调了中国对全球商品市场的重要性（见表4.2）。¹⁷该影响的弹性在亚洲一些经济体如泰国较高，但在商品出口国如俄罗斯也较高。¹⁸来自中国的增长冲击也影响到全球经济。中国1个百分点的增长冲击会使美国经济增长，但有时滞，中国经济累积增长4.6%在两年之后的累积影响将上升至0.4个百分点（见表4.2和图4.9子图2）。然而，该影响在三年内完全逆转。

新兴市场与中国的经济一体化在关键时刻抵消了其他外部因素的不利影响（图4.10）。需再次提醒读者，这里的某个因素影响的增加或减少的衡量标准是其相对于前一个季度的水平变化。从2001年中到2002年初，中国的增长给其他新兴市场的增长带来正面影响，帮助缓解了先进经济体经济衰退之后其他外部因素带来的负面影响。此外，在全球金融危机爆发之后，中国大规模财政刺激措施带来的中国经济复苏使其在2009年的第三季度到2010年对新兴市场经济体增长的贡献有所增加。¹⁹新兴市场经济体2010–2011年相比2008–2009年的季度（与上年同期相比）增长增加了3.75个百分点，其中中国因素占了0.5个百分点，其他因素占了2.25个百分点，内部因素则占了剩余的1个百分点。

然而，新兴市场经济体转向中国的多元化进程也使其暴露于中国增长带来的不利冲击之中。具体而言，中国近期经济放缓为新兴市场增长带来额外的阻碍：新兴市场经济体2012–2013年相比2010–2011年的季度（与上年同期相比）增长下降了2个百分点，其中中国因素占了0.5个百分点，其他因素占了1.25个百分点，内部因素则占了剩余的0.25个百分点。²⁰

增长的影响：长期和短期影响

除了与全球经济正在经历的周期性转变有关的增长担忧外，新兴市场政策制定者考虑的另一个问题是其经济的趋势增长率。许多人担心，观察到的经济减速是由于趋势增长与21世纪初的水平相比有所下降，并担心外部因素是否在这一趋势

¹⁷ 中国实际投资增长变化对国内增长的影响遵循类似的模式，但程度较小（详细内容见附录4.2）。

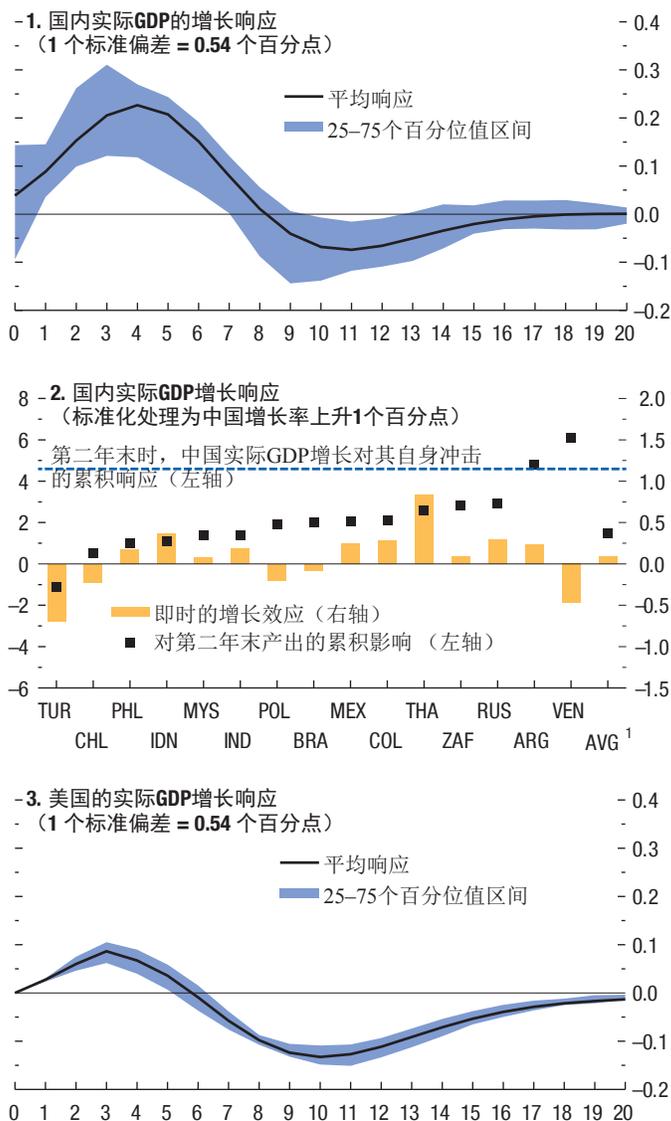
¹⁸ 对于一些商品出口国来说，正面的影响随时间推移而增强，并在第二年底达到峰值（例如，巴西和智利）。

¹⁹ 中国在全球金融危机期间的一揽子财政刺激措施估计占2009年GDP的3%，2010年GDP的2.75%（Dreger and Zhang, 2011年）。

²⁰ 注意，如果国内政策是为了应对全球金融危机而采纳的，后来又被逐步取消，则它们仍被考虑为外部因素，而非独立的内部因素。

图 4.9. 中国实际GDP增长冲击的脉冲响应
(百分点)

平均而言，中国增长率提高1个百分点可以带来新兴市场经济体增长率提高0.1个百分点。随着新兴市场经济体贸易条件增长获得进一步的推动，正面影响逐步累积，显示出中国对全球商品市场的重大影响。



来源：基金组织工作人员的计算。

注：子图1和3中的X轴单位是季度；t=0代表冲击所在的季度。子图2中的X轴采用国际标准化组织（ISO）的国家代码。

¹ 除阿根廷、俄罗斯和委内瑞拉以外所有样本经济体的平均数。

增长中起到了作用。尽管本章主要侧重于较短时期内新兴市场经济体经济增长与外部因素之间的联系，但本节讨论了其在中期的潜在影响。

上一节的分析表明，外部冲击的累积增长效应（特别是外部需求和融资条件的影响）在短期过后仍会持续（见图4.3-4.5和4.9）。虽然趋势增长可能由许多因素决定，包括国内宏观经济政策和结构性政策，但外部条件也会持续产生影响。因此，先进经济体增长复苏至较强劲的水平可能会影响新兴市场经济体的趋势增长，全球融资条件在未来的进一步趋紧也会产生影响。

此外，平均而言，中期内新兴市场经济体增长变化的近一半可由外部冲击解释（表4.3）。对于贸易和金融市场的全球一体化程度较高的马来西亚以及与美国经济高度一体化的墨西哥，外部冲击影响的比重范围在60%到70%之间。即使对于印度和印度尼西亚这两个经济增长主要由国内印度驱动的经济体，外部因素影响的比重仍然在25%至30%之间。鉴于外部因素在解释中期增长波动性中的作用较大，可以合理预测，这些冲击也会对趋势增长产生持续影响。²¹

在此背景下，专栏4.1从中期视野审视了外部条件和增长之间的关系。它估计了更大样本范围的一组新兴市场经济体在1997年至2011年间的增长回归，目的是找到人均GDP增长五年平均值与其他外部条件的相关性，并大致了解该组新兴市场经济体对这些条件变化的一般回应。专栏分析发现，新兴市场经济体的增长与其贸易伙伴的增长显著相关——包括其他大型新兴市场如金砖五国（巴西、俄罗斯、印度、中国和南非）的增长——并与全球融资条件也显著相关。专栏突出表明，随着新兴市场经济体快速融入全球经济，其经济增长对这些外部条件敏感性日益增加。

从本质上讲，尽管国内经济政策和结构性政策仍然是短期和长期增长的重要决定因素，但本章分析表明，外部条件值得关注。在这方面，如果外部环境即将发生的变化主要是先进经济体经济增长的改善，则在短期和中期内，新兴市场经济

²¹ 这些研究发现与文献所得结论类似，但本分析估计的影响低于一些研究的估计值，这反映了国家样本、估计期和方法上的差异。Österholm 和 Zettelmeyer（2007年）发现，外部冲击在中期内对拉丁美洲国家增长率波动的贡献占50-60%，随着时间推移，全球或美国经济增长冲击对拉丁美洲国家经济增长的贡献为一比一。美国增长冲击的1个百分点在两年之后可以带来美国经济累积增长4个百分点和新兴市场平均增长2个百分点（见图4.3子图2）。这表明，美国增长率提高对新兴市场增长的影响是成比例的，但不是一比一的关系。关于新兴市场债券指数收益率和美国高收益率利差所受冲击的结果与Österholm 和 Zettelmeyer的十分类似。Utlaut 和 van Roye（2010年）以及 Erten（2012年）也发现，来自中国、欧元区美国的真正冲击对增长的影响似乎也较大。

表 4.2. 对外部组冲击的脉冲响应：基于中国实际GDP的修订基准模型
(百分点)

响应 ¹	冲击					
	美国的实际 GDP增长率	美国的通货 膨胀	10年期美国 国库券收益率	中国的实际 GDP增长率	EMBI 收益率	贸易条件 增长 ²
美国的实际GDP 增长率	即时	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	第一年底	3.18	-0.55	0.28	0.32	-0.04
	第二年底	3.88	-2.31	-0.35	0.39	0.56
	第三年底	3.40	-1.99	-2.47	-0.50	1.04
美国的通货膨胀	即时	0.12	1.00	0.00	0.00	0.00
	第一年底	0.66	2.08	0.28	0.19	-0.20
	第二年底	1.42	0.91	1.46	0.68	-0.16
	第三年底	1.51	0.89	1.46	0.67	0.01
10年期美国国库 券收益率	即时	0.07	0.07	1.00	0.00	0.00
	第一年底	0.25	-0.08	3.11	0.08	0.03
	第二年底	0.64	-0.12	5.02	0.29	0.31
	第三年底	1.00	-0.18	6.31	0.45	0.62
中国的实际GDP 增长率	即时	0.27	0.28	0.94	1.00	0.00
	第一年底	0.70	-0.19	3.44	3.24	-0.27
	第二年底	0.83	-0.15	6.33	4.59	-0.60
	第三年底	1.11	0.23	8.00	5.13	-0.88
EMBI收益率	即时	-0.30	-0.15	0.22	-0.02	1.00
	第一年底	-0.81	0.12	0.87	-0.21	2.84
	第二年底	-0.91	0.51	2.27	-0.42	4.13
	第三年底	-0.57	0.42	4.22	-0.34	5.02
贸易条件增长 ²	即时	0.22	1.63	0.48	0.69	-0.24
	第一年底	1.50	1.05	2.36	2.10	-1.11
	第二年底	1.43	-2.47	3.20	2.67	-0.38
	第三年底	-0.20	-0.35	1.20	1.64	-0.22

来源：基金组织工作人员的计算。

注：EMBI = J.P. Morgan新兴市场债券指数

¹ 在期末累积所有所有响应，并标准化为1个百分点的震荡。² 各个具体国家冲击和响应的平均数。

体都将受益。与此相反，如果外部融资条件收紧幅度超过了先进经济体前景改善所造成的幅度，则新兴市场的增长将受到相对持续的不利影响。然而，即使外部条件恶化，新兴市场抵御这种冲击的能力将受到其可能采取的应对这些冲击的国内政策的影响。一些这类经济体的决策者的当前的优先事项是，评估为何这些国内因素（不管是周期性的还是结构性的）目前正在导致增长降至过去15年的平均值以下，以及，如果有可能的话，该怎样来扭转这个情况。

增速调整：全球金融危机以来，新兴市场的增长动态是否出现了变化？

本节评估了全球金融危机以来，新兴市场经济体的增长表现及其与基本的内外部驱动力的关系

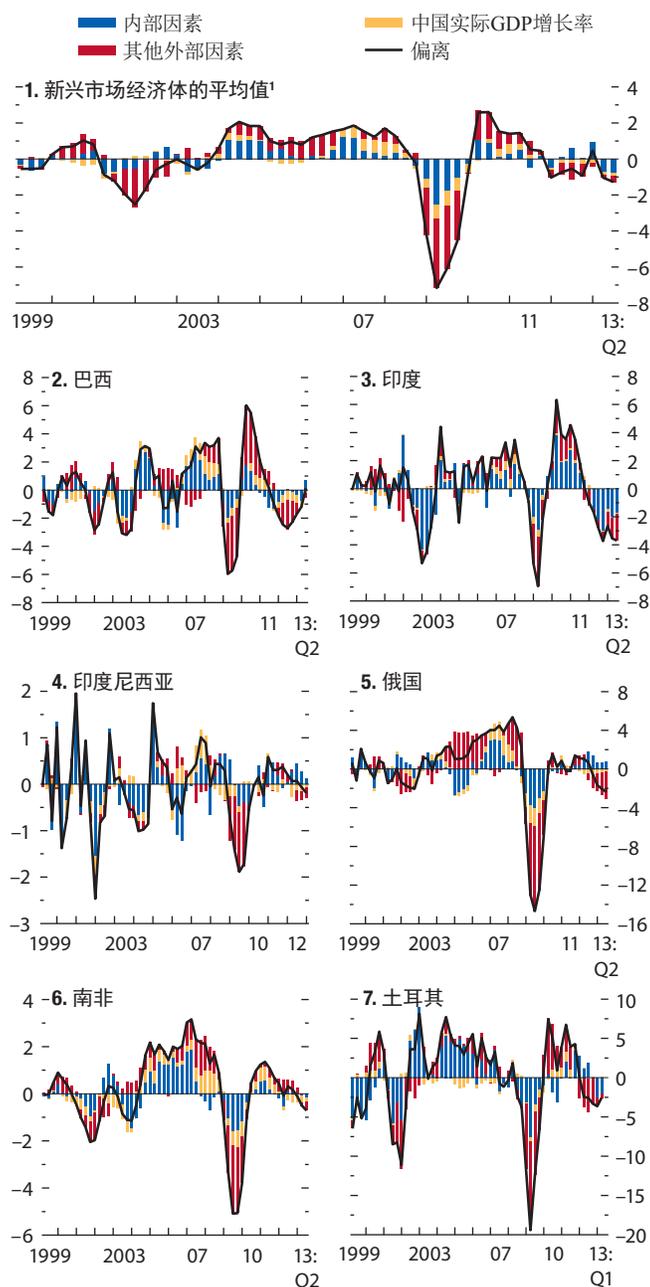
是否发生了变化，以何种方式发生了变化。由于许多先进经济体的经济复苏仍然乏力，新兴市场的产出和增长也可能受到持续影响，进而，其目前的增长对外部和内部因素的反应也可能不同于危机前的反应。新兴经济体未来的增长与其外部驱动力之间关系还能否从历史经验中获得启示，对于这一问题，上述评估是很重要的。

一些研究突出表明，金融危机对先进和新兴市场经济体都具有严重的实际影响。²²在本章分析的经济体当中，一些（如俄罗斯和委内瑞拉）经济体的增长严重受挫，因为其自身也经历了金融困境。（图4.11，子图3；见Laeven和Valencia，

²²这些研究大多数重点分析经历危机的先进经济体和新兴市场经济体的产出路径在危机之后通常是如何被大幅且持久地抑制，且一般在中期内不会恢复到危机前的趋势（Abiad等人，2014年；Cerra和Saxena，2008年；Reinhart和Rogoff，2009年）。

图 4.10. 实际GDP增长的历史分解，中国作为一个显性外部因素（百分点）

在解释新兴市场的增长情况的变化时，中国一直是其他外部因素的重要抵消因素。在全球金融危机期间，中国的扩张为新兴市场的增长提供了缓冲。然而，中国最近经济放缓降低了这些经济体的增长率。



来源：HaverAnalytics; Thomson Reuters Datastream; 基金组织工作人员的计算。

注：基本向量自回归模型包括美国的实际GDP增长、美国的通胀、美国10年期国库债券利率、J.P. Morgan新兴市场债券指数收益率，以及外部组中的贸易条件增长。

¹ 除阿根廷、俄罗斯和委内瑞拉以外所有样本经济体的平均数。

2013年)。其他一些经济体也经历了经济急剧下滑，这可能反映了其与经历金融危机的先进经济体的金融联系（如南非）。与此相反，有一些经济体安然度过了金融危机（如印度尼西亚和菲律宾）。这些不是处于全球金融危机中心的经济体的增长受到了何种总体影响？评估对比此次全球金融危机对新兴市场经济体增长的影响与过去全球经济衰退对其影响的严重性是一个很好的研究出发点。

全球金融危机之后新兴市场的产出动态（与危机前的平均水平相比）要好于1975年、1982年和1991年全球经济衰退之后新兴市场的产出动态。²³图4.11子图1和子图2显示，全球金融危机在第一年导致先进经济体产出大幅下滑，但样本中的非危机新兴市场经济体的平均产出损失小于1.5%。此外，与先进经济体四到五年的产出损失更急剧地扩大到近9%的情况不同，新兴市场的损失仍然较小。

只有新兴市场在1991年的全球经济衰退期间的经历才超过了此次全球金融危机之后的强劲表现，当时，新兴亚洲和拉丁美洲的经济体经历了比1991年前增长趋势更快的经济增长（图4.11子图2中的黑色区域）。至于最近这次危机，新兴市场经济体及其先进经济体贸易伙伴采取的反周期政策可能帮助了其经济增长率维持在十分接近危机前的趋势。鉴于这些经济体在危机前的增长格外强劲（见图4.1，子图1），这一成绩尤其难得。

之后，我们对关于新兴市场的增长与其外部与内部因素之间的关系在全球金融危机之后可能发生了显著改变的假设进行了检验。为此，采用截至2007年第四季度的数据对国内增长的有条件样本外增长预测进行了模型评估，并假定所有非新兴市场经济体所特有的外部变量为给定。²⁴有条件预测与实际增长的偏差被解释为反映了2008年以来推动这些经济体增长的其他因素，其中大多数为内部因素。

平均而言，有条件预测对2008年以来的实际增长有很好的吻合性，这表明全球金融危机并没有对新兴市场增长及其与相关的外部因素之间的关系产生主要冲击（图4.12和4.13）。基于两个设定之一的有条件预测能够预测全球金融危机期间

²³ 全球经济衰退的日期确定借鉴了Kose、Loungani和Terrones（2013年）最近的工作，而计算危机前趋势的度量则借鉴了Abiad等人的研究（2014年）。

²⁴ 我们对有条件预测的两种备选模型也作了考虑。第一个是基于在外部组中加入中国增长的修订的基线模型。第二个备选模型在外部组中同时加入了中国增长和欧元区增长。对于中国，有条件预测首先基于基线模型，然后基于一个外部组中包括了欧元区增长的备选模型。

表 4.3. 由外部组因素造成的产出差异占比
(期间 = 五年)

	ARG	BRA	CHL	CHN	COL	IDN	IND	MEX	MYS	PHL	POL	RUS	THL	TUR	VEN	ZAF	平均 ¹
基线模型 ²																	
外部因素的总贡献	0.55	0.60	0.37	0.27	0.35	0.25	0.28	0.69	0.61	0.37	0.36	0.72	0.31	0.46	0.34	0.56	0.42
美国因素 ³	0.37	0.43	0.23	0.22	0.25	0.15	0.19	0.61	0.53	0.26	0.21	0.57	0.19	0.37	0.28	0.42	0.31
EMBI 收益率	0.12	0.12	0.07	0.04	0.06	0.07	0.06	0.02	0.01	0.09	0.02	0.05	0.05	0.08	0.02	0.03	0.06
贸易条件增长	0.06	0.05	0.07	0.02	0.05	0.03	0.03	0.06	0.07	0.02	0.13	0.10	0.07	0.01	0.05	0.11	0.06
修改的基线模型 ⁴																	
外部因素的总贡献	0.55	0.61	0.38	...	0.33	0.26	0.30	0.69	0.57	0.43	0.48	0.73	0.31	0.44	0.37	0.67	0.46
美国因素 ³	0.35	0.45	0.19	...	0.22	0.13	0.20	0.58	0.45	0.29	0.21	0.57	0.17	0.34	0.24	0.35	0.30
中国的实际GDP增长率	0.06	0.07	0.07	...	0.08	0.06	0.02	0.05	0.02	0.09	0.10	0.06	0.06	0.02	0.06	0.23	0.07
EMBI 收益率	0.09	0.05	0.04	...	0.01	0.05	0.07	0.01	0.01	0.04	0.02	0.02	0.03	0.06	0.01	0.02	0.04
贸易条件增长	0.04	0.04	0.09	...	0.01	0.02	0.01	0.04	0.09	0.01	0.15	0.08	0.05	0.02	0.06	0.08	0.05
替代模型 ⁵																	
外部因素的总贡献	0.50	0.60	0.40	...	0.30	0.24	0.34	0.73	0.57	0.41	0.49	0.75	0.27	0.46	0.36	0.68	0.46
美国因素 ³	0.30	0.40	0.14	...	0.15	0.10	0.20	0.53	0.40	0.24	0.18	0.52	0.14	0.24	0.18	0.31	0.25
欧元区的实际GDP增长率	0.02	0.07	0.09	...	0.06	0.01	0.05	0.09	0.07	0.05	0.06	0.10	0.01	0.13	0.05	0.10	0.07
中国的实际GDP增长率	0.07	0.07	0.06	...	0.06	0.06	0.02	0.03	0.01	0.08	0.09	0.04	0.05	0.02	0.05	0.17	0.06
EMBI 收益率	0.07	0.04	0.04	...	0.01	0.04	0.06	0.01	0.01	0.03	0.02	0.02	0.03	0.06	0.01	0.02	0.03
贸易条件增长	0.03	0.02	0.08	...	0.01	0.02	0.01	0.07	0.07	0.01	0.13	0.06	0.04	0.01	0.06	0.08	0.05

来源：基金组织工作人员的计算。

注：EMBI=J.P. Morgan新兴市场债券指数。每栏的题头使用的是国际标准组织的国家代码。

¹ 数据为 阿根廷、俄罗斯和委内瑞拉以外所有样本经济体的平均数。

² 外部因素递归顺序如下：美国的实际GDP增长率、美国的通胀率、美国10年期国库券收益率、新兴市场债券收益率，以及贸易条件增长。

³ 美国因素包括美国的实际GDP增长率、美国的通胀率和美国10年期国库券收益率。

⁴ 外部因素递归顺序如下：美国的实际GDP增长率、美国的通胀率，美国10年期国库券收益率、中国的实际GDP增长率、EMBI收益率以及贸易条件增长。

⁵ 外部因素递归顺序如下：美国的实际GDP增长率、欧元区的实际GDP增长率、美国的通胀率、美国10年期国库券收益率、中国的实际GDP增长率、新兴市场债券收益率以及贸易条件增长。

的经济大幅下滑、随后的反弹和2012年起的经济放缓。并且，如图4.13所示，大多数经济体的预测误差（实际增长减去有条件预测增长）只有样本期经济体增长的标准差的1%到2%。值得注意的例外是俄罗斯和委内瑞拉，这两个经济体的预测误差明显较大，这部分地反映了估计方法（基本假设为具有稳定系数的线性向量自回归模型）对于在样本期内经历显著波动的或者许多结构性冲击的或者两者兼具的经济体来说不太适合。

尽管如此，各个经济体之间的预测表现各不相同，并且许多经济体在两个具体时期显示出较大的预测误差。第一个时期在全球金融危机高峰期，根据两个备选模型中的一个的预测结果，16个经济体中有7个的实际增长降幅超过预测：智利、中国、马来西亚、菲律宾、俄罗斯、南非和泰国（图4.12）。这可能反映了全球金融危机所包含的不寻常的冲击，其对新兴市场增长的影响程度要大于传统的外部渠道所捕捉到的以及线性向量自回归框架所认定的影响。

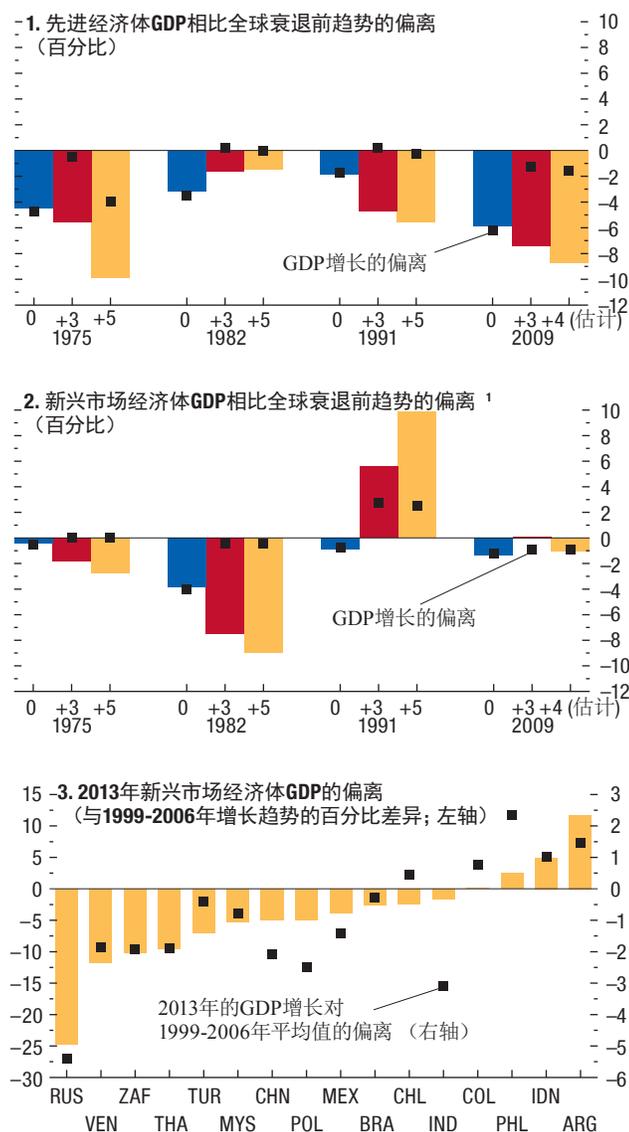
第二个时期是2012年至今，依据当前的全球经济环境，16个经济体中有9个的增长也未能达到预测的水平，这再次表明了内部因素的作用。这组国家包括巴西、智利、中国、哥伦比亚、印度、

俄罗斯、南非、土耳其和委内瑞拉。事实上，对于大多数这些经济体来说，2012年以来的预测误差甚至大于2008-09年的预测误差（见图 4.13）。然而，一些经济体（如印度尼西亚、墨西哥、菲律宾）2012年以来的实际增长大多超过了有条件预测，这反而表明了内部因素在推动经济增长中的作用。

应注意的是，尽管预测的表现不佳在这里被解释为反映了内部因素在经济增长放缓中的作用，但这也可能是因为其他未确定的因素，如共同或新兴市场内的冲击（除了与中国有关的冲击外），或者与国内政策冲击无关的外生性因素，如自然灾害（例如，见图4.12，子图14，2011年最后一个季度，泰国遭遇规模空前的大水灾，其增长与其有条件预测相比出现了严重的负偏差）。对于这种其他不明因素可能发挥更大作用的经济体，分析可能会高估内部因素的作用。尽管如此，分析结果确实与最近的相关研究结果相吻合，这些研究发现，在许多这些经济体，国内结构性因素的制约对增长的约束日益增加（见基金组织，2013年b和2014年，关于印度的分析；基金组织，2013年c，关于南非的分析；以及基金组织，2013年d，关于土耳其的分析）。

图 4.11. 全球衰退之后新兴市场的产出和增长表现

最近全球金融危机之后新兴市场经济体的产出和增长动态好于1975年、1982年和1991年全球衰退之后的情形。



注：子图3中的X轴采用国际标准化组织 (ISO) 的国家代码。
¹ 除阿根廷、俄罗斯和委内瑞拉以外所有样本经济体的平均值。

中国是最突出的一例增长表现近年来远低于有条件预测的水平的新兴市场经济体。事实上，2011年以来中国预测误差的扩大（见图4.13）表明，内部因素的拖累依然存在。《世界经济展望》对中国中期增长的预测（图4.12中的虚线）要么低于实际增长，要么低于有条件预测，这反映了中国正向中期内更加稳健的增长过渡。

总之，近期几个主要新兴市场的实际增长和预期增长之间的系统性差异表明，内部因素可能在决定这些经济体增长方面变得更加重要。在许多情况下，这些因素导致增长降至当前全球经济状况下所预测的增长水平之下。鉴于其持久性，这些因素可能也会影响趋势增长。即便是增长仍大致遵循全球经济状况所决定的路径的新兴市场经济体，其增长会如何变化，在很大程度上要取决于较大经济体特别是中国的增长如何变化。

政策启示和结论

在过去两年里，新兴市场增长在经历了长时期的快速增长之后出现减速，这使得人们对这些经济体的未来前景产生了不少担忧：例如，随着先进经济体增长势头好转并开始提升其利率，这些新兴市场的增长会受影响吗？中国增速放缓可能会产生什么影响？新兴市场是否只能成为这些冲击的被动接受者？全球金融危机是否改变了它们的增长及其驱动力之间的关系，以及趋势增长是否已经转到了较低水平？

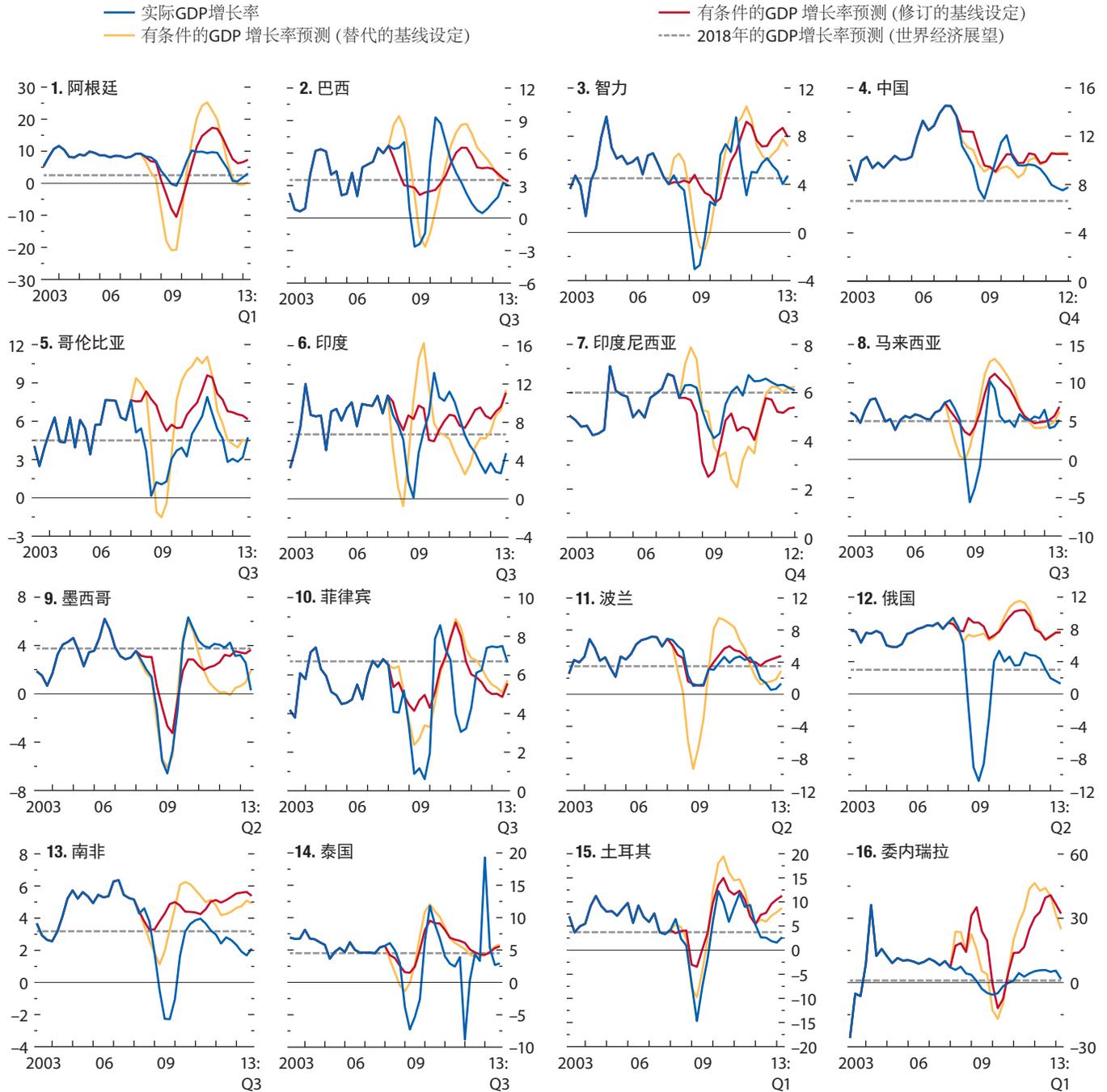
本章分析了新兴市场经济体增长的外部驱动力，评估了这种关系如何在全球金融危机之前和以后持续存在，以此来解答上述的一些关切问题。研究结果表明，与危机之前时期相比，新兴市场面临着更复杂的增长环境，我们提出了如下一些广泛意义上的经验教训：

首先，如果先进经济体的增长如《世界经济展望》的基线预测所预计的那样增强，这会为新兴市场带来净收益，即使伴随着全球利率的上升。先进经济体更强劲的增长将直接地、或通过促进其贸易条件改善而间接增加新兴市场经济体的外部需求。与此相反，如果一些主要的先进经济体增长前景的下行风险成为现实，则新兴市场的增长将受到较大的负面溢出效应。对先进经济体贸易开放度更高的经济体可从先进经济体较高增长中获得相对较高的回报，而金融十分开放的经济体从中得到的回报则较少。

其次，如果外部融资条件收紧幅度超过先进经济体增长所带来的幅度（如近来一些新兴市场国家主权债券收益急剧提高），则新兴市场的增长将受到损害。由于新兴市场试图通过提高国内利

图4.12. 各国根据外部因素的样本外增长预测（百分比）

虽然新兴市场经济体的预测绩效不尽相同，两个特定时段的预测揭示出许多经济体存在较大的预测误差：第一，全球金融危机高峰期间，从2008年最后一个季度到2009年年中；第二，2012年以来。



来源：Haver Analytics; Thomson Reuters Datastream; 基金组织工作人员的计算。

注：对于除中国之外的所有经济体，修正后的基线向量自回归模型包括美国的实际GDP增长率、美国的通胀、美国10年期国库券利率、中国的实际GDP增长率、J.P. Morgan新兴市场债券指数（EMBI）收益率；替代的基线设定包括美国的实际GDP增长率、欧元区的实际GDP增长率、美国的通胀、美国10年期国库券利率、中国的实际GDP增长率、EMBI收益率和外部组的贸易条件增长。就中国而言，修改后的基线向量自回归模型包括美国的实际GDP增长率、美国的通胀、美国10年期国库券利率、新兴市场债券收益率以及外部组的贸易条件增长；替代设定包括美国的实际GDP增长率、欧元区的实际GDP增长率、美国的通胀、美国10年期国库券利率、EMBI收益率和外部组的贸易条件增长。

率来遏制资本外流，因此，外部融资压力不断加大但全球经济增长却无任何改善的情况会损害新兴市场的增长，不过，汇率的灵活性将提供部分缓冲。那些天然地更容易受到较大资本流动波动影响的经济体以及那些政策空间相对较小的经济体受到的影响可能会最大。

再次，如果中国的增长减慢到更加可持续的水平，也会对许多其他新兴市场经济体产生影响，至少是暂时的影响。分析还指出，外部冲击会对新兴市场产生较持久的影响，这意味着其趋势增长也可能受到持续外部变化的影响。

最后，尽管外部因素通常在新兴市场增长方面发挥了重要作用，但在多大程度上影响了增长还取决于这些新兴市场的国内政策回应和内部因素。最近，内部因素在决定增长变化方面的影响有所增加。这些内部因素不利影响的持续存在表明，趋势增长也受到了影响。因此，这些经济体的决策者需要更好地理解这些因素为什么会抑制增长，以及可否在不造成经济失衡的情况下加强增长。同时，全球经济将需要为这些新兴市场的中期增长转变带来的连锁反应做好准备。

附录 4.1. 数据定义、来源和说明

本章主要采用了2013年10月期《世界经济展望》的数据库。其他数据来源列于表4.4。我们收集了从1998年第一季度至最近的可用季度的所有变量的季度数据。

经济特征

表4.5列出了数据集所包含的16个新兴市场经济体。这些经济体占到了新兴市场和发展中经济体2013年GDP（按购买力平价计算）的75%。仅中国就占了31%，其他15个经济体占近45%。其中，在样本期内，有10个经济体（即，除了中国、印度、菲律宾、波兰、泰国和土耳其）是净商品出口国。然而，样本中只有四个经济体重度依赖商品出口，即，其净商品出口占GDP的百分比（2000-10年平均）大于或等于10%（阿根廷、智利、俄罗斯和委内瑞拉）。印度尼西亚的比重也很高，为8.5%。

样本期内，16个经济体的实际GDP增长差异显著。图4.14显示，自2000年以来，与上年同期相比的中国季度实际GDP增长超过了9个样本经济体。阿根廷、印度、泰国、土耳其和委内瑞拉是例外，不过这通常是因为相当高的产出波动性，

而不是持续表现出色。此外，一些新兴市场经济体的增长未能超过美国，这种情况持续到本世纪前十年的中期：主要为拉丁美洲的经济体；东亚的经济体总体增速超过美国，但低于中国的增长水平。

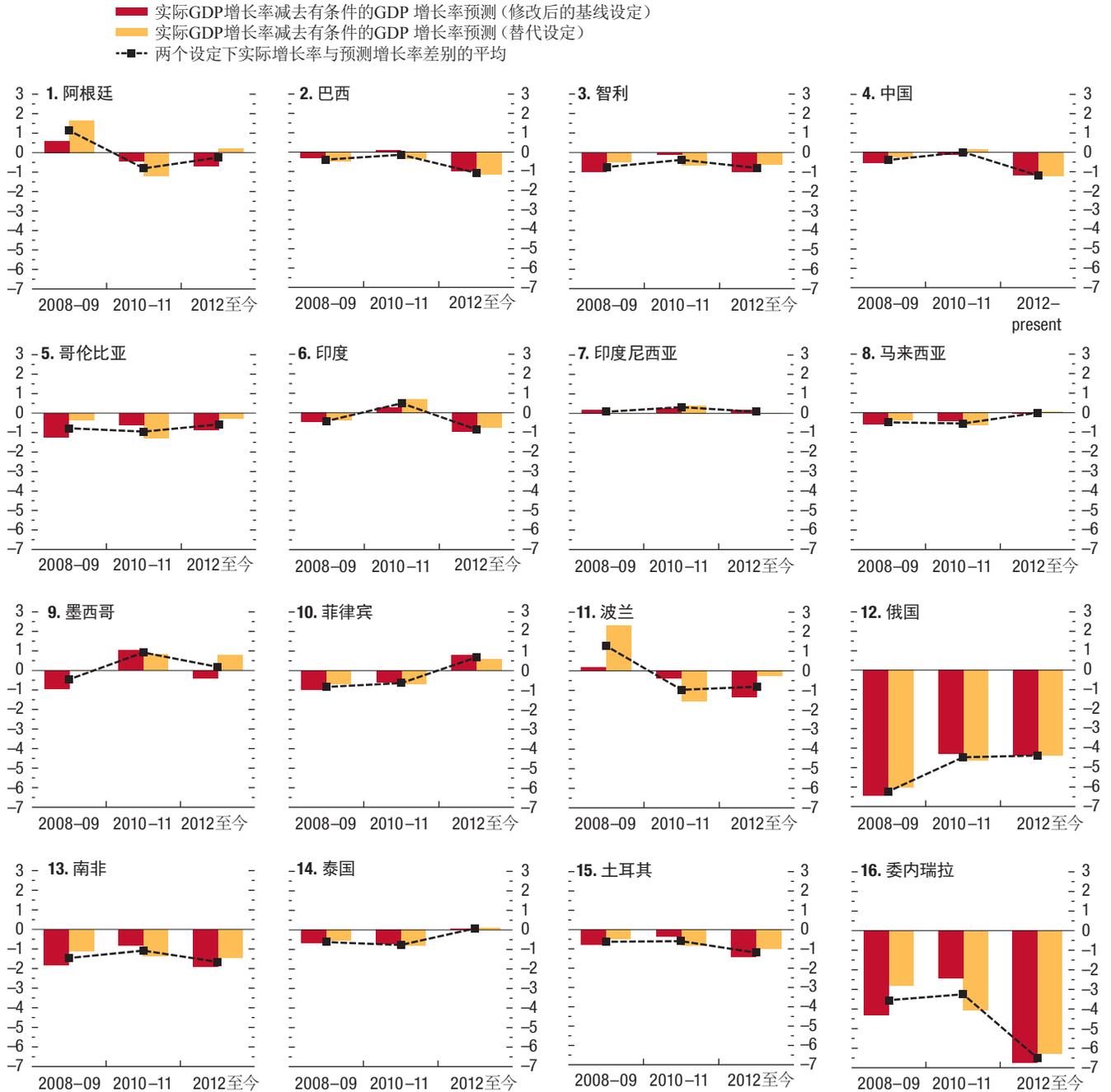
图4.15显示了基于样本经济体的区域增长平均值，并将这些平均值与先进经济体和中国的增长变化相比较，并再次明确指出，中国的增长率几乎超过了样本中所有其他经济体。事实上，在排除中国之后，样本经济体在全球金融危机之前的平均增长并不十分令人瞩目。在三个区域组（不包括中国的新兴亚洲、新兴欧洲和南非、拉丁美洲）当中，亚洲的增长表现在全球金融危机之前和期间都是最强劲的。LA4（巴西、智利、哥伦比亚和墨西哥）的增长多数时候落后于其他经济体的增长。在危机前，新兴欧洲和南非的增长接近于新兴亚洲的水平，但在全球金融危机期间则下降最多。自那时起，新兴欧洲和南非的复苏弱于新兴亚洲。

表4.6提供了样本期内样本经济体国内实际GDP增长与统计分析所用的关键变量之间的简单两两相关性信息。以下是我们注意到的几点：

- 样本中所有经济体的国内产出增长都与中国的产出增长呈正相关。阿根廷、巴西、哥伦比亚、印度、印度尼西亚、泰国和委内瑞拉与中国增长的相关性强于它们与欧元区或美国的增长相关性。与此相反，智利、马来西亚、墨西哥、俄罗斯和土耳其的产出增长与美国增长的相关性大于其与中国增长的相关性。在分析的经济体当中，新兴欧洲经济体和南非（波兰、俄罗斯、南非和土耳其）的增长往往与先进经济体和中国增长的相关性最高。此外，中国、哥伦比亚和印度尼西亚的增长与欧元区、美国或两者的增长呈负相关。
- 有意思的是，贸易条件的增长并不总是与国内GDP增长呈正相关。事实上，六个经济体（中国、印度尼西亚、菲律宾、波兰、南非和土耳其）的相关性为负，而另外两个经济体的相关性的数值很微小（印度和委内瑞拉）。这可能反映了一个事实，即贸易条件的增加并不总是反映全球需求的改善，并且，根据其于供应冲击的关联程度，它对增长的影响并不一定是正面的。
- 所有经济体的国内增长与全球金融状况的代理变量（如J.P. Morgan新兴市场债券指数利差和收益率）都表现出强烈的负相关性。各个经济体的国内增长与美国联邦基金利率和10年期美

图 4.13. 全球金融危机以来各国的有条件预测和实际增长率
(百分点)

对于多数样本经济体来说，实际增长情况与基于外部环境的条件增长预测的差别并不是很大。



来源：Haver Analytics; Thomson Reuters Datastream; 基金组织工作人员的计算。

注：对于除中国之外的所有经济体，修正后的基线向量自回归模型包括美国的实际GDP增长率、美国的通胀、美国10年期国库券利率、中国的实际GDP增长率、J.P. Morgan新兴市场债券指数（EMBI）收益率以及外部组的贸易条件增长；替代设定包括美国的实际GDP增长率、欧元区的实际GDP增长率、美国的通胀、美国10年期国库券利率、中国的实际GDP增长率、EMBI收益率和外部组的贸易条件增长。就中国而言，修改后的基线向量自回归模型包括美国的实际GDP增长率、美国的通胀、美国10年期国库券利率、新兴市场债券收益率以及外部组的贸易条件增长。替代设定包括美国的实际GDP增长率、欧元区的实际GDP增长率、美国的通胀、美国10年期国库券利率、EMBI收益率和外部组的贸易条件增长。所有均值使用1998年第一季度至2007年第四季度期间各自国家的实际GDP增长标准偏差进行了标准化处理。

表 4.4. 数据来源

变量	来源	计算和转换
10年期美国国库券利率	Haver Analytics	
30天联邦基金期货	CME集团, Thomson Reuters Datastream,	
资本流动波动性	基金组织, 国际收支与国际投资头寸统计数据库 和基金组织工作人员的计算	2000-2012年非官方净流入占GDP的百分比的标准差。参阅2011年4月《世界经济展望》附录4.1中的统计方法
中国实际投资增长率	基金组织工作人员的计算	
消费者价格指数通胀	世界经济展望数据库	
EMBI 全球债券利差	Thomson Reuters Datastream	
EMBI 全球债券收益率	Thomson Reuters Datastream	
金融开放度	基金组织工作人员的计算	2000-2012年国际投资头寸资产和国际投资头寸负债总额(美元)占GDP的百分比
全球商品价格指数	基金组织工作人员的计算	
国际投资头寸资产和负债与美元的名义汇率	基金组织, 国际收支与国际投资头寸统计数据库	
名义出口	基金组织, 国际金融统计数据库	
名义GDP	世界经济展望数据库, 贸易流向统计数据库	
以美元表示的名义GDP	世界经济展望数据库	
名义进口	世界经济展望数据库	
名义短期利率	Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, 美联储经济数据(FRED, 圣路易斯联储银行)	
非燃料商品的贸易条件	基金组织工作人员的计算	
人均产出波动率	基金组织, 世界经济展望数据库	2000-12年人均实际GDP增长率的标准偏差
与美元的实际汇率	基金组织工作人员的计算	与美元的名义汇率除以当地消费者价格指数(CPI)通胀与美国消费物价指数通胀的比率
实际GDP	基金组织, 世界经济展望数据库	
净商品出口占GDP的百分比	基金组织工作人员的计算	参阅2012年4月期《世界经济展望》附录4.2中的方法
贸易条件增长	Haver Analytics; 基金组织, 国际金融统计数据库; 经济合作与发展组织; 世界银行, 世界发展指标数据库; 基金组织工作人员的计算	中国的贸易条件: 对年度贸易条件数据(来自世界银行的世界发展指标数据库)使用Chow-Lin程序, 加上三个季度解释变量, 通过内插值得到中国的季度贸易条件数据。三个季度变量是: 香港的进口单位价格、香港的出口单位价值和中国的生产者价格指数。委内瑞拉的贸易条件: 委内瑞拉的季度贸易条件使用商品石油价格(代替出口价格)和单位进口值(来自基金组织的国际金融统计数据库)进行估算。
对先进经济体的贸易暴露	基金组织, 贸易流向统计数据库和世界经济展望数据库	对美国 and 欧元区区的货物出口总额占2000-2012年GDP的百分比
贸易开放度	基金组织, 世界经济展望数据库	名义出口加名义进口占2000-2012年GDP的百分比
美国有效联邦基金利率	Haver Analytics	
美国高收益债券利差	美国美林银行, Haver Analytics	美国投资级公司债券收益率减美国(垃圾债券)收益率
美国的通货膨胀预期	费城联邦储备银行, “专业预测人员调查”	
美国的实际短期利率	Haver Analytics, 费城联邦储备银行, 基金组织工作人员的计算	美国的有效联邦基金利率减美国的通胀预期
美国的期限利差	Haver Analytics, 基金组织工作人员的计算	美国的十年期国库债券利率减去美国有效联邦基金利率

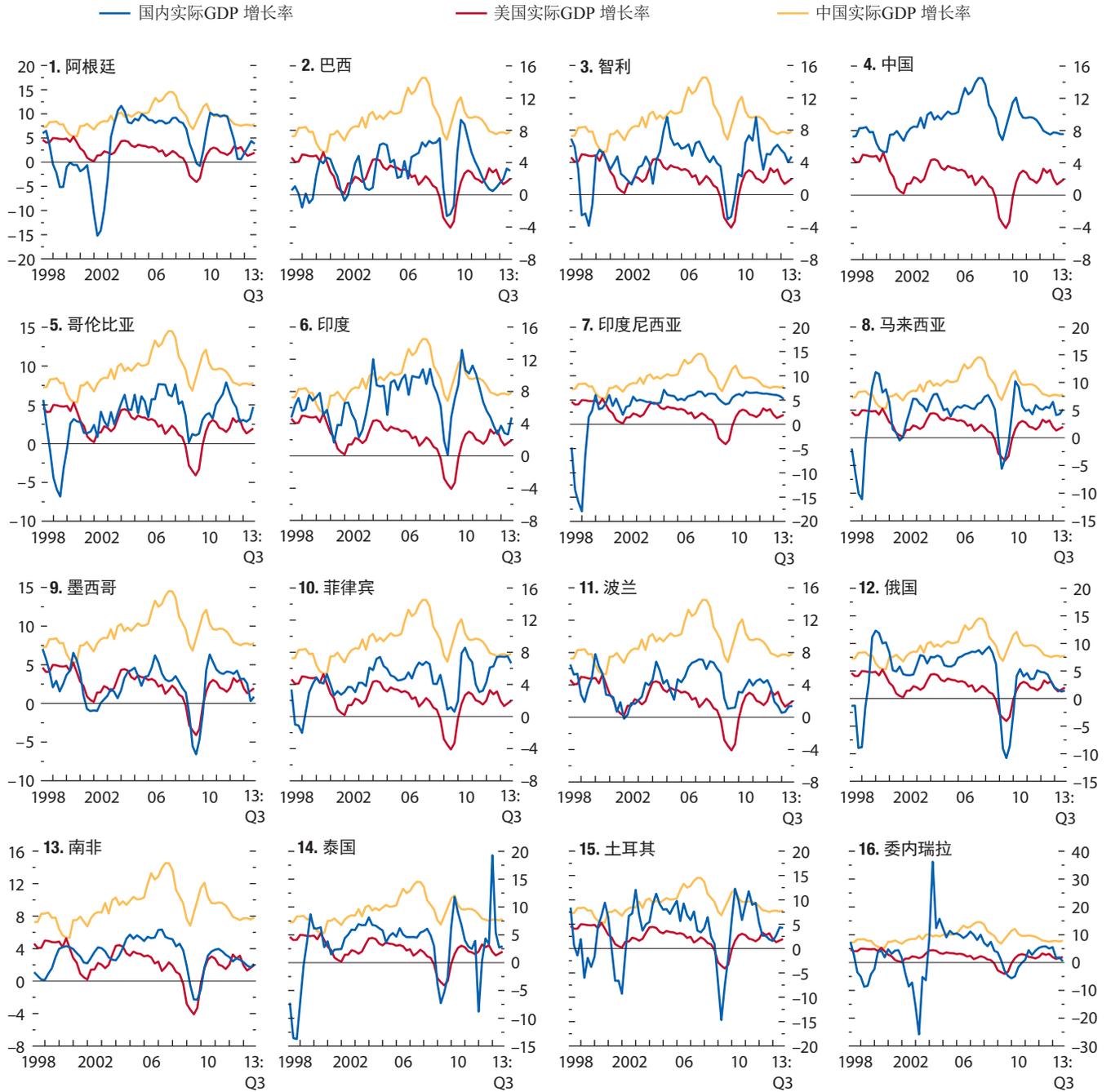
来源: 基金组织工作人员的汇编。
注: EMBI=J.P.Morgan新兴市场债券指数。

表 4.5. 新兴市场经济体样本和国际标准化组织国家代码

非洲	亚洲	欧洲	拉丁美洲
南非 (ZAF)	中国 (CHN)	波兰 (POL)	阿根廷 (ARG)
	印度 (IND)	俄国 (RUS)	巴西 (BRA)
	印度尼西亚 (IDN)	土耳其 (TUR)	智利 (CHL)
	马来西亚 (MYS)		哥伦比亚 (COL)
	菲律宾 (PHL)		墨西哥 (MEX)
	泰国 (THA)		委内瑞拉 (VEN)

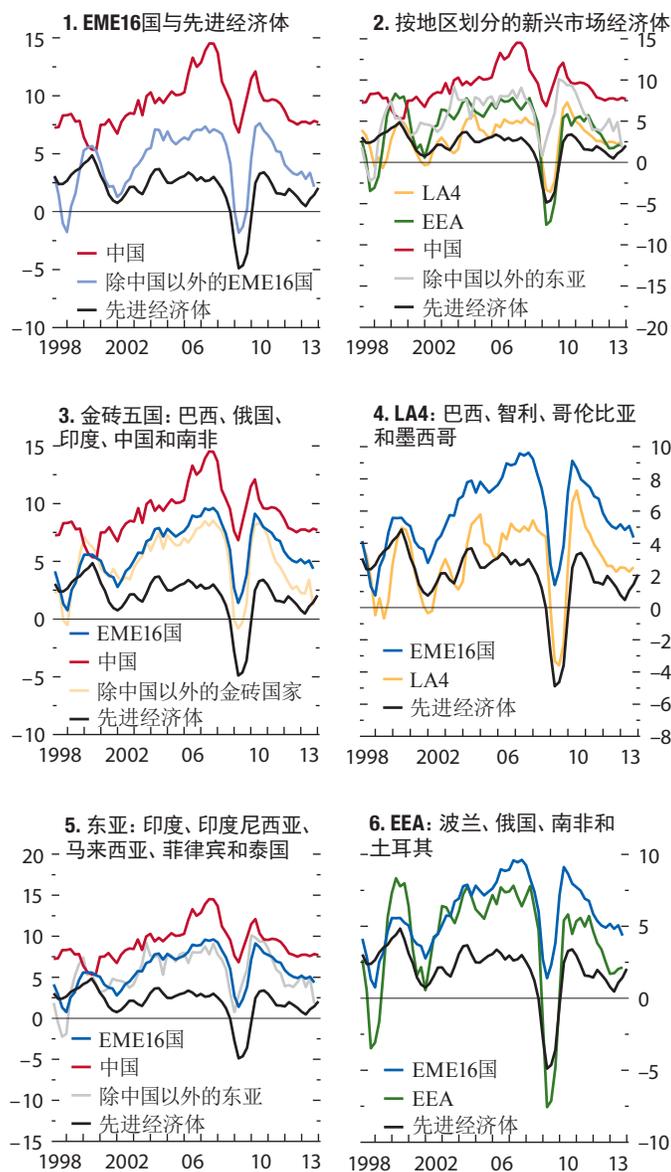
来源: 基金组织工作人员的汇编。

图 4.14. 新兴市场与美国及中国的国内实际 GDP 增长率对比
(百分比)



来源：基金组织工作人员的计算。

图 4.15. 新兴市场各地区组的平均增长率
(百分比)



来源：基金组织工作人员的计算。
注：EME = 新兴市场经济体。EME16代表抽样中的16个新兴市场经济体。LA4代表抽样中的拉美经济体，但不包括阿根廷和委内瑞拉。EEA代表抽样中的新兴和发展中欧洲和非洲经济体。

国国库券利率之间的相关性方面存在更大的差异。平均而言，只有半数的样本经济体的国内增长与美国利率之间呈负相关。

附录 4.2. 估计方法和稳健性检查

本附录更详细地介绍了本章所用的结构向量自回归(SVAR)模型的确切及贝叶斯估计，并提出了旨在评估主要结果稳健性的替代设定。

模型确定

分析采用了标准的结构向量自回归模型，以估计外部因素对增长的影响。该模型以1998年第一季度到2013年最近可用季度的季度数据对每个经济体进行了单独预测。

基线模型采用以下形式：

$$A(L)y_t = \varepsilon_t = A_0 u_t, \quad (4.1)$$

其中 y_t 设为 $k \times 1$ 向量， k 设为内生变量总数， $A(L)$ 为含有滞后算子 L 和滞后长度 p 的 $k \times k$ 矩阵多项式， ε_t 为一个由零均值的、同期相关的简化形式的误差项所组成的 $k \times 1$ 向量。通过 $k \times k$ 矩阵 A_0 ，将 ε_t 映射到一个由相互正交的、零均值的结构冲击项 u_t 所组成的 $k \times 1$ 向量，从而解出各个变量之间的同期关系。

各经济体的基线向量自回归(VAR)包括向量 y_t ($k = 9$)中的九个变量，其序列如下：美国实际GDP增长(Δy^*)、美国通货膨胀率(π^*)、10年期美国政府债券名义利率(r^*)、新兴市场债券指数(EMBI)收益率(r^{EMBI^*})、特定经济体的贸易条件的增长(Δtot)、国内实际GDP增长(Δy)、国内通货膨胀率(π)、经济体对美元实际汇率的升值速度(e)，以及国内货币的政策利率或短期利率(r)。请注意，所有的增长率计算为相关级别的时间序列的对数差。前五个变量构成“外部”或外国组，其余变量则组成了“内部”或国内组。

模型的确定(向结构性冲击的映射)对矩阵 A_0 的结构施加了一个同期限制。关键限制是，假设外部组所受冲击外生于内部组所受冲击；换言之，外部变量不会在同期对内部变量作出反应。在外部冲击内，使用递归(乔里斯基)方案进一步确定结构性冲击，该方案定义为向量 y_t 内变量的排序。因此，假设美国的实际GDP增长只会滞后地回应其他冲击。美国的通货膨胀同时受到美国增长冲击的影响，但其他冲击的影响有滞后。美国的利率同期地回应美国实际GDP增长和通胀冲击，但却不会同期地回应全球新兴市场债券指数收益率或任何新兴市场经济体的贸易条件增长。全球新兴市场债券指数收益率被置于特定

表 4.6. 国内实际GDP增长与关键变量的相关性，1998年至2013年

	美国的实际 GDP增长率	美国的联邦基 金利率	美国10年期 国库券利率	欧元区的实际 GDP 增长率	中国的实际 GDP增长率	EMBI利差	EMBI收益率	贸易条件增长
阿根廷	0.12	-0.13	-0.28	0.15	0.56	-0.68	-0.64	0.33
巴西	0.15	0.03	0.03	0.42	0.51	-0.51	-0.37	0.63
智利	0.31	-0.01	-0.11	0.44	0.25	-0.62	-0.52	0.33
中国	-0.10	0.05	-0.05	0.16	1.00	-0.64	-0.50	-0.27
哥伦比亚	-0.08	-0.18	-0.28	0.15	0.53	-0.82	-0.71	0.29
印度	0.27	0.10	0.19	0.42	0.66	-0.44	-0.29	0.03
印度尼西亚	-0.32	-0.38	-0.35	-0.15	0.27	-0.56	-0.52	-0.26
马来西亚	0.26	-0.07	0.00	0.33	0.21	-0.37	-0.26	0.29
墨西哥	0.76	0.35	0.18	0.77	0.16	-0.26	-0.16	0.52
菲律宾	0.18	-0.27	-0.32	0.16	0.32	-0.61	-0.58	-0.40
波兰	0.40	0.44	0.36	0.61	0.49	-0.32	-0.13	-0.20
俄国	0.45	0.30	0.31	0.66	0.21	-0.23	-0.04	0.77
南非	0.39	0.32	0.23	0.67	0.42	-0.38	-0.18	-0.14
泰国	0.17	-0.15	-0.07	0.18	0.26	-0.31	-0.24	0.15
土耳其	0.44	-0.06	-0.04	0.45	0.38	-0.51	-0.41	-0.14
委内瑞拉	0.17	0.12	-0.02	0.24	0.26	-0.48	-0.38	0.09

来源：基金组织工作人员的估算。

注：期间为1998年第一季度至2013年第二季度。EMBI = J.P. Morgan新兴市场债券指数

经济体的贸易条件增长前面，但在所有美国变量之下。最后，贸易条件的增长在递归排序中被放在最后，这意味着它同期地回应所有其他外部变量，但并不回应国内变量。内部组的结构性冲击不予以确定。

所有进入模型的变量都含有四个滞后值。除了对矩阵 A_0 的同期限限制外，滞后变量的系数没有受到限制；也就是说，内部组变量的滞后被允许影响外部组的变量。

用贝叶斯方法进行估计

相对于每个经济体的标准向量自回归的每个方程式中估计的参数数量，样本观测数量并不是很大。这意味着，如果模型估计不受限制，可能会有过度拟合的风险。过度拟合使模型在样本内的估计表现更为良好（因为它倾向于更紧密地追随样本中的噪音），但是样本外表现不佳。

有许多方法可以解决这个过度拟合的问题。一种方法是通过将一些参数固定为特定值，从而对参数施加硬性限制。然而，由于是在知晓事实之前采取强硬的预设手段，这种限制会不必要地排除那些有价值的动态信息。与这种限制方法相比，另一种方法是用贝叶斯方法来估计模型，这亦是本章所采用的方法。该方法是对估计参数施加一个软性的限制，如令其更倾向于处于某些

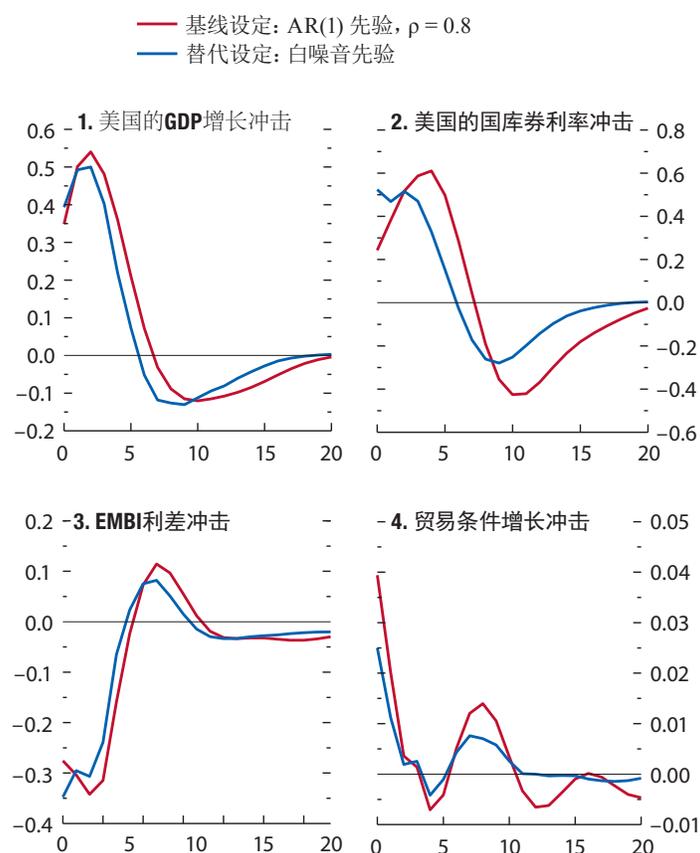
值，而不是其他值。在操作上，对估计的参数施加先验概率分布，从样本外观测值中吸取其他信息，然后结合样本中的信息，以生成参数的估计值。

本章所用的先验分布是所谓的“明尼苏达先验分布”，由Litterman（1986年）提出。在这种先验分布中，每个变量都被假设遵循一阶自回归（AR(1)）过程，其误差独立并呈正态分布。鉴于对变量进行了必要转化以使其保持平稳性，因此，先验分布带有一个单位的一阶自回归AR(1)系数的随机游走是不合适的。然而，简单的一阶自回归AR(1)确实表明，估计的一阶自回归AR(1)系数约为0.8，这个是在先验分布中用于基线估计的一阶自回归AR(1)系数。这种持久性部分反映了如下事实，即所有的增长率计算为与上年同期相比的差异。

估计中的先验权重和样本权重是根据Sims和Zha（1998年）介绍的贝叶斯方法确定的。如果方程式中将估计的参数数量乘以两倍后将大于估计的样本量，则本章适用经验法则，给予先验分布

一个相对权重 $\left[1 - \frac{(T-p)}{2(kp+1)} \right] \in [0,1]$,

图 4.16. 先验选择对平均脉冲回应的影响 (百分点)



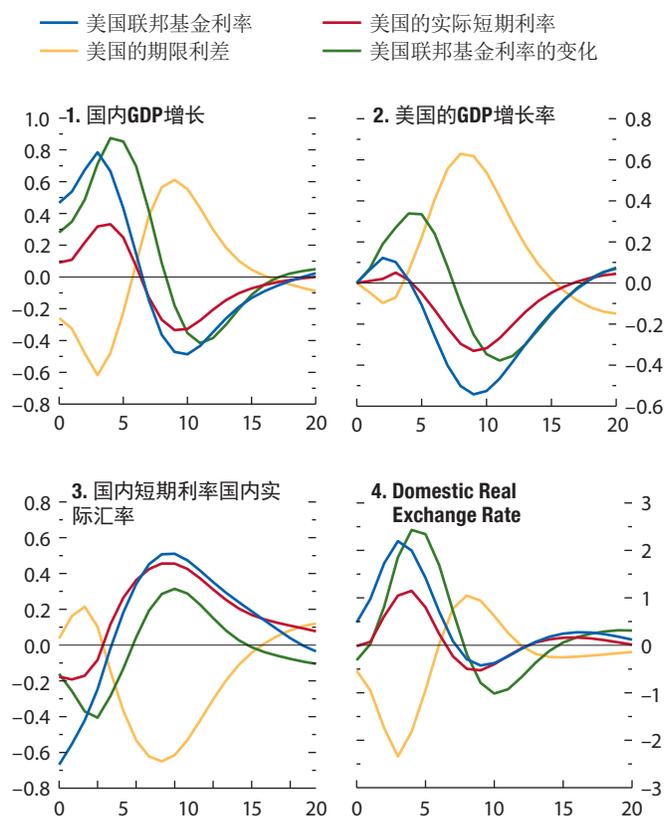
来源：基金组织工作人员的计算。
注：AR(1) = 一阶自回归；EMBI = J.P. Morgan 新兴市场债券指数。冲击标准

其中 T 是可用的样本观测值， k 和 p 的定义同上文。²⁵

图4.16把采用一阶自回归先验分布的平均基线标准向量自回归结果与白噪音先验分布产生的结果相比较。正如预期的那样，在白噪音先验分布下，脉冲响应显示出较低的持续性和振幅。从这些设定得出的有条件样本外预测与图4.12 和4.13 所示的那些预测大致类似，但在先验分布不太持久的一些经济体（如马来西亚、墨西哥和菲律宾），预测表现有所改善。

²⁵如中国的例子，简式向量自回归中有60个观测值。由于需要估计37个系数，先验在基线设定中的比重（重要性）略低于0.25（而本章正文中的样本外预测设定中的最高比重为0.50）。

图 4.17. 美国货币政策替代变量的冲击的平均脉冲响应 (百分点)



来源：基金组织工作人员的计算。
注：冲击标准化处理为1个百分点的增长。X轴是季度； $t = 0$ 表示冲击的所在季度。

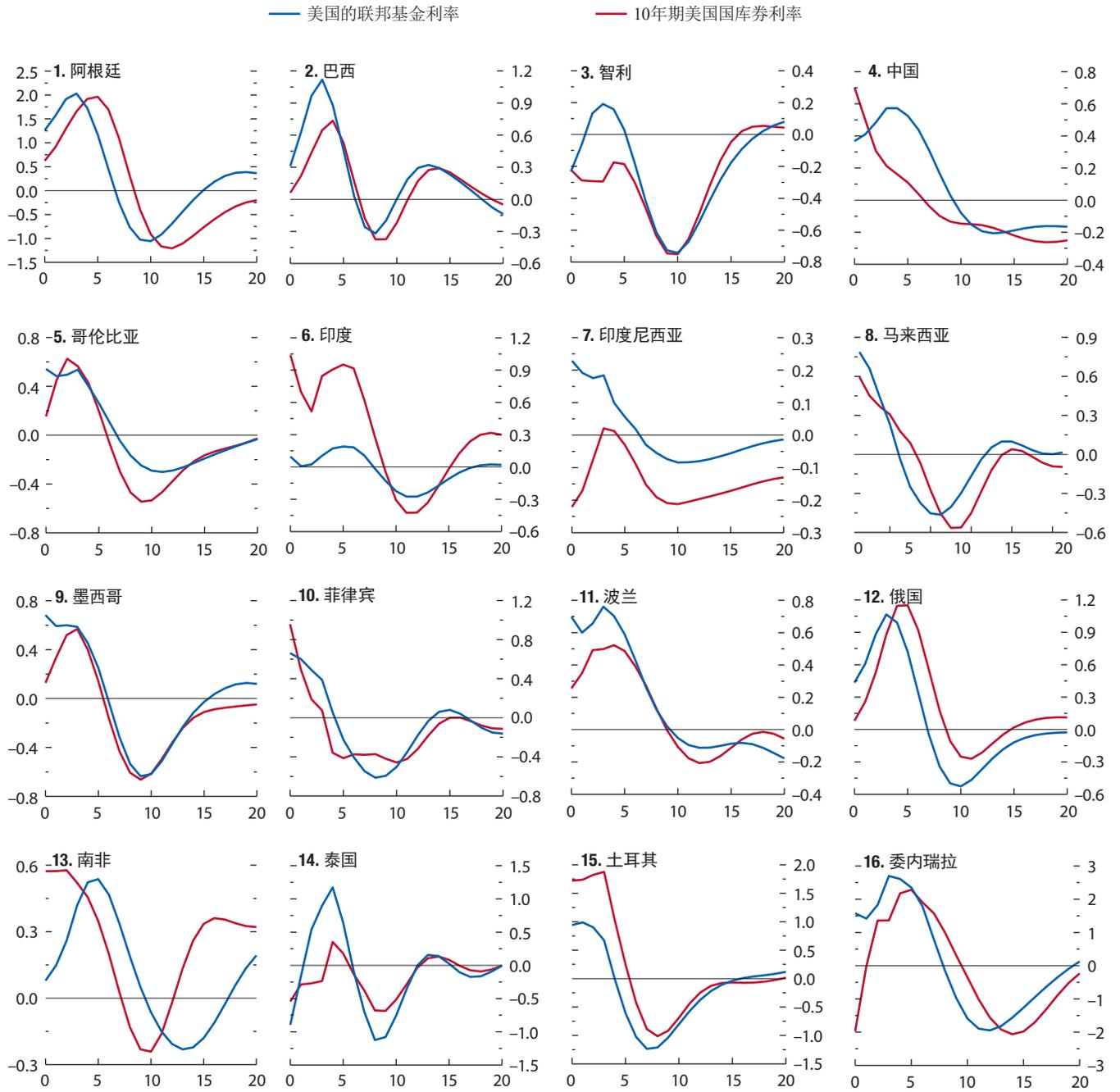
基线结果的稳健性

运用各种备选设定来评估主要结果的稳健性。具体而言，引入了一些额外的变量作为外部需求、美国货币政策、外部融资需求和贸易条件的代理变量。下面介绍下评估结果。

其他美国货币政策变量

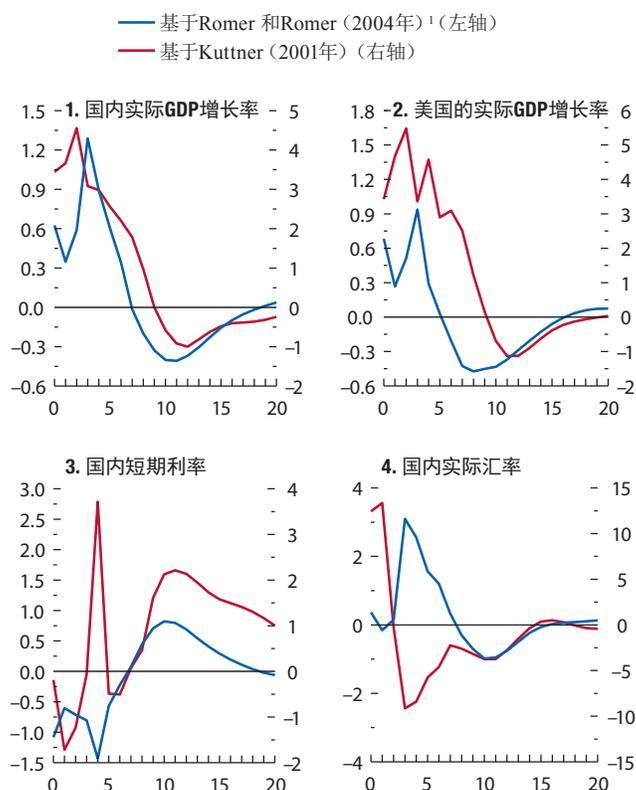
如本章所介绍的，我们用全球融资条件的不同代理变量来评估研究结果的稳健性：包括基线设定中的10年期美国国库券利率（见图4.16）；以及将10年期美国国库券替换成以下各项的替代设定：(1)美国有效联邦基金利率；(2) 事前美国实际联邦基金利率；(3)美国联邦基金利率的变化；(4)美国的期限利差（定义为10年期美国国库券利率减去美国联邦基金利率）；(5)从联邦基金期货行为推断的Kuttner（2001年）式的非预期货币政策冲击；以及(6)根据Coibion（2012年）的研究将

图 4.18. 替代设定下国内实际 GDP 增长率对美国联邦基金利率和10年期国库券利率的响应 (百分点)



来源：基金组织工作人员的计算。
注：冲击标准化处理为1个百分点的增长。X轴是季度；t=0 表示冲击的所在季度。

图 4.19. 美国货币政策替代变量的冲击的平均脉冲响应 (百分点)



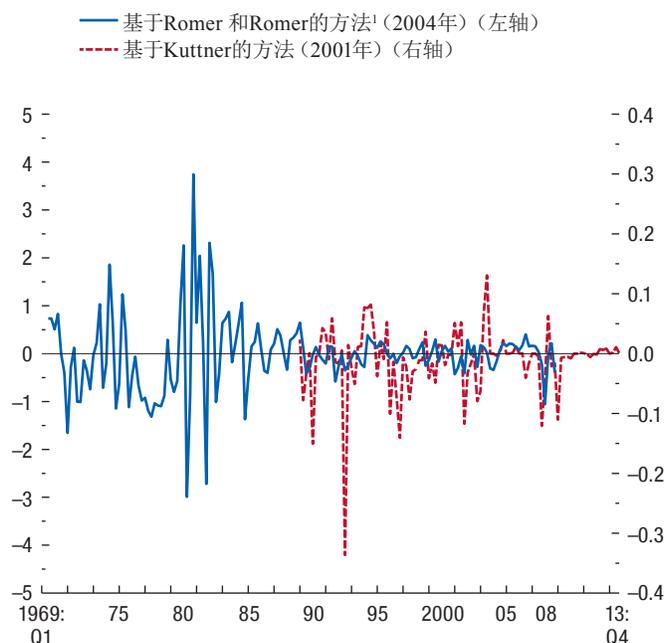
来源：联储经济数据；Haver Analytics；基金组织，国际金融统计数据
库；Thomson Reuters Datastream；基金组织工作人员的计算。
注：冲击标准化处理为1个百分点的增长。子图中的X轴单位是季度；t=0
表示冲击的所在季度。
¹ 参见Coibion（2012年）。

Romer和Romer（2004年）外生货币政策冲击序列进行扩展后的所得数据。

需要注意的是，美国联邦基金利率或政策利率的（名义或实际）上升只会在滞后六个季度滞后才会对新兴市场增长产生负面影响，10年期美国国债利率也是如此（图4.17和4.18）。极少数经济体（智利、马来西亚、泰国和委内瑞拉）所受影响为负面。这些令人费解的结果可能表明，美国利率上升反映了对未来美国经济增长改善的预期。事实上，即使是美国经济增长也受到了延期的负面影响（见表4.1）。新兴市场经济体只有在应对美国利率上升而逐渐上调国内利率时才会出现经济下滑。

使用期限利差作为代理变量产生了更即刻的负面影响（图4.17）。在过去几年里，美联储过于

图 4.20. 替代的美国货币政策冲击 (百分点)



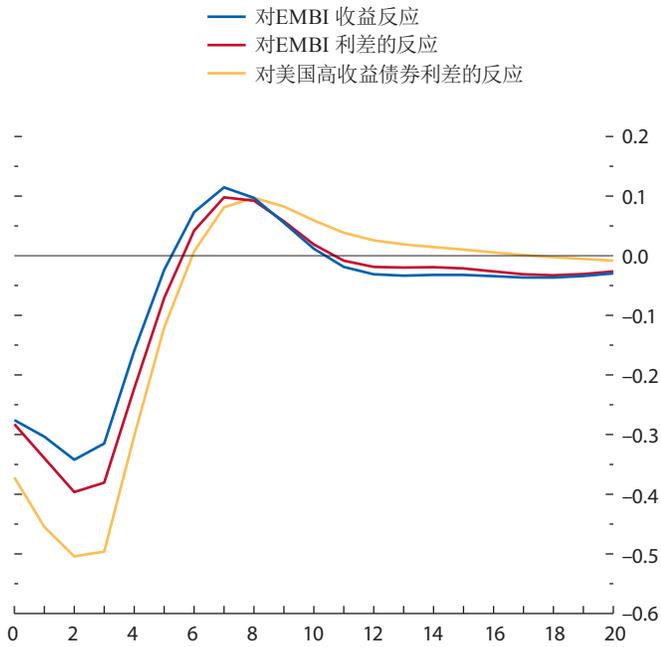
来源：基金组织工作人员的计算。
注：子图中的X轴单位是季度；t=0 表示冲击的所在季度。
¹ 参见Coibion（2012年）。

依赖非常规政策来降低长期利率，这可能意味着，长期利率目前是比较短期利率更好的衡量联储立场的标准。由于短期利率处于零下限，期限利差的正向冲击意味着美国货币政策的收紧（另见Ahmed和Zlate，2013年）。除了美国期限利差，新兴市场增长对替代变量冲击的应对情况与对10年期美国国债利率或美国政策利率冲击的应对情况相类似。²⁶

必须注意的是，10年期美国国债利率的冲击与那些意料之外的与美国GDP增长和通货膨胀无关的美国货币政策变化之间并不一定存在密切的回应关系。由于是长期利率，10年期利率更可能反映对美国经济的预期。此外，全球金融危机以来，为避险而流入美国国债的资金压低了10年期美国国债利率，这不仅反映了美国的增长前景，也反映了全球经济的不确定性。因此，10年期美国国债利率的冲击可能是应对一系列广泛的外部（非美国）因素的结果。

²⁶还采用另一种备选设定进行了试算：在其外部组中的政策利率之后加入了10年期美国国债利率。这个扩展设定中的政策利率或10年期利率所受冲击仍然对大多数新兴市场的增长带来滞后的负面影响。

图 4.21. 国内实际GDP增长对外部融资冲击的脉冲响应 (百分点)



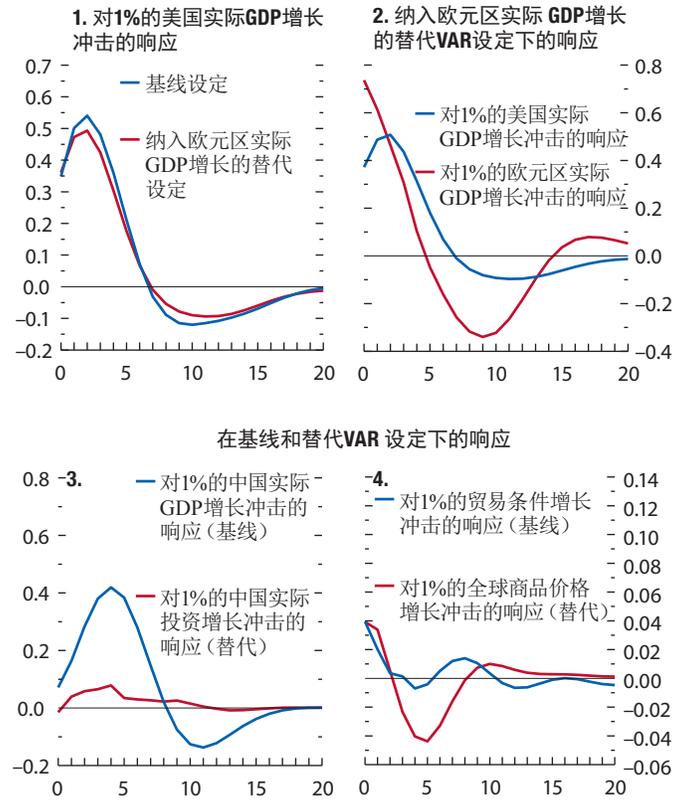
来源：美国美林银行；Haver Analytics； Thomson Reuters Datastream； 基金组织工作人员的计算。
注：冲击标准化处理为1个百分点的增长。子图中的X轴单位是季度；t=0 表示冲击的所在季度。EMBI = J.P. Morgan新兴市场债券指数。

设定（5）和（6）的脉冲反应采用货币政策指标，以更正确地反映真实的美国货币政策冲击。如图4.19所示，反应的正负符号和形状与前面讨论的其他代理变量大致相同。新兴市场经济体增长只有在一年之后才会对美国货币政策冲击产生反应。如此反应的原因可能是，样本期内的货币政策冲击较为有限和温和。如图4.20所示，如果运用Romer和Romer（2004年）所列技术进行计算，最大的冲击发生在20世纪80年代，而如果用Kuttner（2001年）所介绍的联邦基金期货合约中所包含的信息来计算时，这个时期的冲击发生频率也较低。

外部融资条件

除了基线设定中所用的新兴市场债券指数全球收益率，我们还对各类不同类型的外部融资冲击进行了稳健性检查。替代设定中所用的变量有（1）新兴市场债券指数全球利差；以及（2）美国高收益债券利差。如图4.21所示，16个新兴市场经济体

图 4.22. 替代的向量自回归设定下国内实际GDP增长对冲击的平均脉冲响应 (百分点)



来源：Haver分析；基金组织，国际金融统计数据库；经济合作与发展组织；和基金组织工作人员的计算。
注：所有抽样经济体的平均数。冲击标准化处理为1个百分点的增长。子图中的X轴单位是季度；t=0 表示冲击的所在季度。VAR=向量自回归。

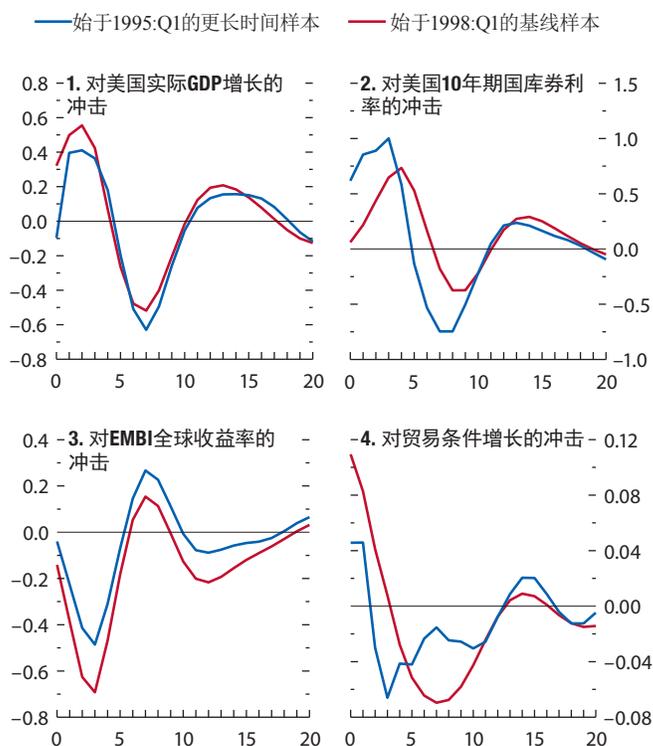
国内GDP增长对确定的所有三个冲击的平均反应十分相似。

外部需求条件

分析评估了，如果排除欧元区实际GDP增长这一因素，美国实际GDP增长对国内经济增长的影响是否会受到影响，以及如何受到影响。在递归辨识中，欧元区增长指标纳入标准向量自回归外部组，次序低于美国实际GDP增长，但高于其他的美国变量。然而，将欧元区增长放在所有美国变量之后并没有改变主要结果。

如图4.22子图1所示，国内增长对美国实际GDP增长的平均反应大致不受这一额外变量的引入的

图 4.23. 巴西：基线模型下的响应与始于1995年第一季度样本模型下的响应的比较（百分点）

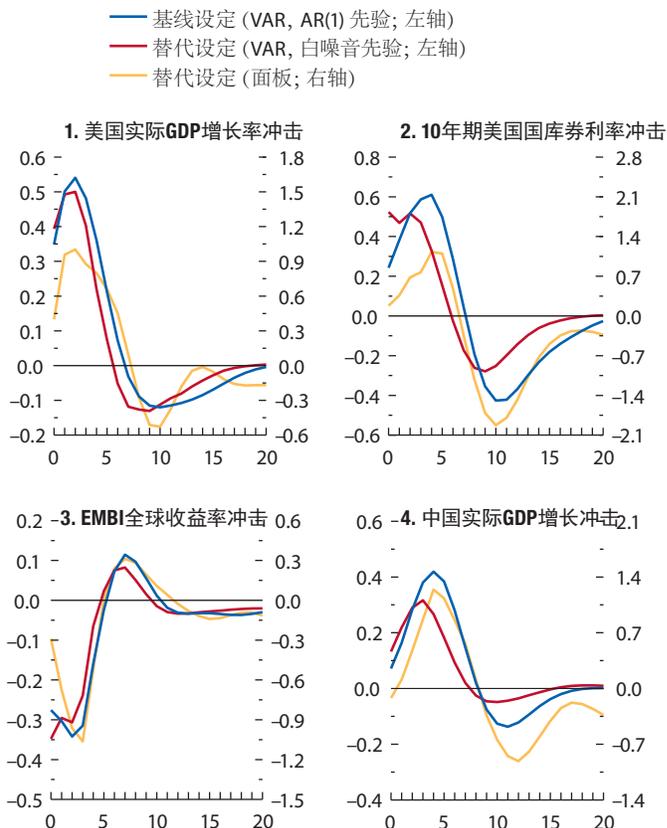


来源：HaverAnalytics；基金组织，国际金融统计数据库；经济合作与发展组织；Thomson Reuters Datastream；基金组织工作人员的计算。
注：冲击标准化处理为1个百分点的增长。子图中的X轴单位是季度；t=0表示冲击的所在季度。

影响。此外，国内实际GDP增长对欧元区增长的反应与对美国实际GDP增长的反应一样强劲，这表明用美国实际GDP增长作为一般意义的先进经济体实际增长冲击的代理变量是合理的（图4.22子图2）。结果中也出现了一些经济体特有的差异：例如，与欧元区有更深贸易关系的经济体（如波兰和南非）受欧元区实际GDP增长变化的影响大于受美国实际GDP增长变化的影响，而墨西哥的增长则表现出相反的情况（即，受美国实际GDP增长变化的影响较大）。

分析还将中国的实际投资增长（取代中国的实际GDP增长）作为源自中国的外部需求冲击一个替代代理变量进行了分析（图4.22，子图3）。

图 4.24. 面板向量自回归下的脉冲响应与基线模型响应的比较（百分点）



来源：Haver Analytics；Thomson Reuters Datastream；基金组织工作人员的计算。
注：冲击标准化处理为1个百分点的增长。子图中的X轴单位是季度；t=0表示冲击的所在季度。EMBI = J.P. Morgan新兴市场债券指数；VAR=向量自回归。

尽管国内增长对中国投资增长变化的反应模式与对中国实际GDP增长变化的反应十分类似，但是影响的弹性很小，只是随着时间的推移而略有增加。

贸易条件增长的备选变量

全球商品价格指数可能是新兴市场经济体贸易条件的更加外生的代理变量，因此，我们的分析将其纳入外部组，将其置于外部结构冲击的递归排序的第二位。图4.22子图4显示出，使用该指数变量的反应模式与受到贸易条件增长的正向冲击后的反应模式大致相似。

较长的时间周期

我们还运用尽可能长的可用季度数据对具体经济体的标准向量自回归进行了估计。只有三个经济体拥有自1995年第一季度以来的所有基线变量：巴西、墨西哥和南非。这些具有额外数据的经济体的结果不受较长样本的标准向量自回归的影响。图4.23显示了巴西国内GDP增长对四个关键外部因素冲击的脉冲反应的比较。墨西哥和南非也得出相似的结果。

面板向量自回归的稳健性检查

本附录最后一部分将评估新兴市场经济体增长和外部条件之间估计的关系是否会受到面板设置

过程中的估计技术的选择的影响。由于汇集了所有的经济体特有的观测值，面板向量自回归相比于标准向量自回归具有更大的自由度。因此，它让人大致了解了样本经济体对不同的外部冲击的平均反应行为。

如图4.24所示，新兴市场经济体对面板向量自回归中外部条件变化的反应与正文中所用的特定国家的标准向量自回归中的平均反应大致相似。然而，面板向量自回归一般会生成较大的反应幅度，因此其累计效应更大。美国增长率上升1%会使新兴市场经济体增长增加0.4%，而新兴市场债券指数收益率上升100个基点会使增长下降0.3个百分点。然而，中国的增长会产生较小的负面影响，但影响会随着时间的推移而加强。

专栏 4.1. 外部条件对新兴市场经济体中期增长的影响

本专栏运用面板增长回归来估计外部需求和全球融资条件对新兴市场经济体中期增长的影响。本章正文更多地侧重于外部条件在较短时期内对增长的影响，而本专栏对此进行了补充。汇总五年期数据、从商业周期中提炼的增长回归，很自然地可以用于解决关于持久的负面外部条件在中期内对新兴市场经济体增长的影响问题。此外，鉴于年度数据的获取更为容易，本专栏的研究结果适用于更多的新兴市场。

经济理论认为，外部条件通过若干渠道影响长期增长。标准的增长模型显然可以作为我们的研究出发点。实际外部冲击（如外部需求增加或贸易条件变化）直接影响资本生产率，从而影响资本积累。

金融联系

在金融联系方面，套利的存在确保了开放资本账户的小型开放经济体在国内资本生产率等于全球利率时处于稳定状态。尽管出于许多原因（例如，国家风险和投资成本），这种均衡可能永远无法实现，但全球实际利率的上升必将减少边际投资项目的资金，对增长产生负面影响。这个过程的发生也许是很激励的，国际利率上升，银行业危机爆发，随后产出减少（Eichengreen 和 Rose, 2004年）。

本专栏通过单一回归分析了贸易联系和金融联系。两个渠道向相反方向发挥作用：先进经济体经济衰退可能会对新兴市场经济体的增长产生负面影响（外部需求减少和贸易条件恶化），但是先进经济体相对较低的利率可促进新兴市场国内需求增长。同时分析所有的外部因素可减少遗漏变量所导致的偏差，即使这种方法不会单独确定每一个外生因素影响。

模型设定和方法

该实证方法估计了以下一般形式的连续五年期平均增长的固定效应面板增长回归：

$$\Delta \ln \text{GDPPC}_{i,t} = \beta_1 (\text{External Conditions})_{i,t} + \beta_2' X_{i,t} + \gamma_i + \eta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4.1.1)$$

其中

$\Delta \ln \text{GDPPC}_{i,t}$ = 实际人均GDP对数的一阶差分；
 $\text{External Conditions}$ = 衡量外部条件的变量，其中包括：

本专栏的作者是 Alexander Culiuc.

贸易伙伴的增长，按照 Arora 和 Vamvakidis (2005年) 的方法计算，¹

贸易条件对数的变化，以及
 国际融资条件（例如，10年期美国国库券的实际利率）与金融开放程度的互动。

$X_{i,t}$ = 标准增长回归量，如初始收入水平、人口增长、投资率；

γ_i = 特定国家的影响；以及

η_t = 剔除模型未能捕捉到的全球条件变化的时间固定影响。

对于大多数设定来说，面板估计期间为1997-2011年，²包括62个人口超过200万的新兴市场经济体，其中14个被归类为矿产品出口国。新兴市场经济体的总体规模要大于本章所考虑的新兴市场经济体样本，前者还涵盖了一些最近才被重新归类为先进经济体的国家（主要是在东欧）。³

贸易联系

为样本中所有新兴市场经济体和非矿产品出口国单独估计增长回归。回归结果确认，新兴市场的人均GDP增长受制于条件性收敛（相对滞后的人均GDP的系数为负），投资和贸易条件均对增长有正面影响（表4.1.1，第1列和第2列为整个样本，第3列和第4列为非商品出口新兴市场）。中期增长表现出的相关性接近于与出口伙伴经济体的相关性。这种弹性往往会随着贸易开放程度而增加（表第2列和图4.1.1），特别是对于非商品出口经济体（表第4列和图4.1.1）。结果还表明，贸易条件在确定中期经济增长方面的作用有限，特别是对于非商品出口国。

分析还通过引入与时间虚拟变量的互动，追踪了随时间推移合作伙伴增长弹性和贸易开放度之间的关系（图4.1.2）。如图4.1.2子图1所示，自20世纪80年代中期以来，合作伙伴的增长弹性按照出口与GDP比率中值来衡量一直在增加。先进经济体合作伙伴的增长弹性随着时间的推移一直在增加，而自20世纪90年代初以来，新兴市场合作伙伴的增长弹性才开始迅速（从零）上升（图4.1.2子图2）。

¹ Drummond 和 Ramirez (2009年) 以及 Dabla-Norris, Espinoza 和 Jahan (2012年) 也运用了类似的方法。

² 选择这个时期与本章所覆盖的时期大致一致。如果将时期扩展至20世纪80年代中期甚至是20世纪70年代中期，结果（尤其是那些关于贸易联系的结果）也大致保持不变。

³ 该面板构建时采用的数据来自基金组织（《世界经济展望》、《国际金融统计》、《汇兑安排与汇兑限制年度报告》），以及《世界发展指标》（世界银行）、Lane 和 Milesi-Ferretti (2007年)、Klein 和 Shambaugh (2008年)，以及《武装冲突数据集》（奥斯陆和平研究所）。

专栏 4.1（续）

表4.1.1 1997–2011年新兴市场的增长回归

	所有新兴市场经济体		非商品出口新兴市场经济体	
	(1)	(2)	(3)	(4)
滞后的人均GDP增长（对数）	-0.053** (0.025)	-0.051** (0.025)	-0.083*** (0.020)	-0.082*** (0.020)
人口增长率	1.473** (0.571)	1.432** (0.542)	0.128 (0.311)	0.235 (0.305)
总资本形成/GDP	0.052 (0.054)	0.062 (0.058)	0.183*** (0.032)	0.178*** (0.032)
战争	-0.006 (0.005)	-0.001 (0.003)	0.000 (0.003)	0.000 (0.003)
贸易条件增长	0.121* (0.068)	0.114* (0.060)	0.066 (0.070)	0.060 (0.068)
贸易伙伴国GDP增长	0.910*** (0.255)	0.692 (0.466)	0.847*** (0.177)	0.541** (0.262)
出口/GDP		-0.054 (0.043)		-0.025 (0.037)
贸易伙伴国GDP增长×出口/GDP		0.685 (1.085)		1.072 (1.078)
时间固定效应	是	是	是	是
国家固定效应	是	是	是	是
观察数	164	164	121	121
国家数	57	57	42	42
R方	0.505	0.486	0.685	0.668

来源：基金组织工作人员的计算。

注：标准误差（括号内）为国家层面。*，**，***表示系数分别在10%、5%和1%的水平显著。

新兴市场相对于其新兴市场合作伙伴增长的增长弹性的升高恰逢巴西、俄罗斯、印度、中国和南非（金砖五国）变得日益重要，特别是与中国的供应链的日益紧密。这可能是新兴市场增长弹性升高的推动力。为了评估这个假设，为金砖国家外的所有其他新兴市场重新估计了增长回归（表4.1.2和图4.1.2子图3和4）。⁴子图3似乎证实了假设：一般的新兴市场经济体与金砖五国增长的相关性较高（0.3）且具有统计显著性。然而，这个结果背后存在这各国家组之间的显著差异。子图4列出了分别为商品出口国和非商品出口国估计的结果。对于非商品出口国，金砖五国合作伙伴的增长弹性呈临界统计显著性。另一方面，商品出口国的增长表现出与金砖国家和其他新兴市场经济体合作伙伴很强的相关性，证明了金砖国家特别是中国在全球矿产品需求方面日益重要。

⁴所有合作伙伴的增长弹性经伙伴国家在各新兴市场出口篮子中比重的加权。这意味着，除其他外，金砖五国伙伴的增长弹性偏重于中国，因为对于一般的新兴市场经济体，中国占金砖五国出口的三分之一以上。

金融联系

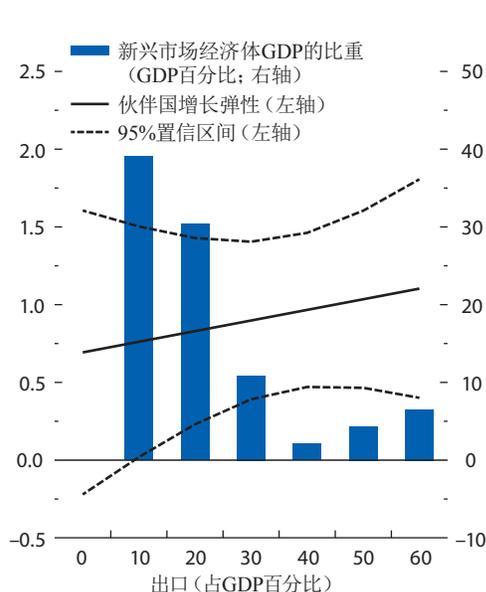
我们接下来还分析了外部金融条件在新兴市场增长中的作用。尽管对于小型开放经济体来说，全球利率上升预计将增加资本的机会成本，并相应地在短期内抑制增长，但在中期内的影响仍然没有定论。

表4.1.3中的回归扩充了原先的模型，即，增加了一个由10年期美国国库券实际利率与金融一体化程度互动所代理的全球金融条件变量。⁵结果证实，较高的全球利率会对中期增长产生负面影响，在中位的新兴市场经济体（即金融一体化程度占GDP的115%），全球利率上升100个基点，会导致中期增长下降0.5个百分点（表格第1和第2列）。然而，自20世纪90年代中期以来，样本的这种关系不再具有统计显著性。为了使结果与以往的研究具有可比性（Frankel 和 Roubini, 2001年；Reinhart等人，2001年；Reinhart 和Reinhart, 2001年），用1997-2011年的年度数据（第3列）对该时期的模型进行了重新估计。国外利

⁵金融一体化程度从Lane和Milesi-Ferretti（2007年）构建的数据集的更新和扩展版计算得出，计算为扣除国际储备后的外国资产和负债总额占GDP的百分比。

专栏 4.1（续）

图 4.1.1. 出口伙伴国增长弹性



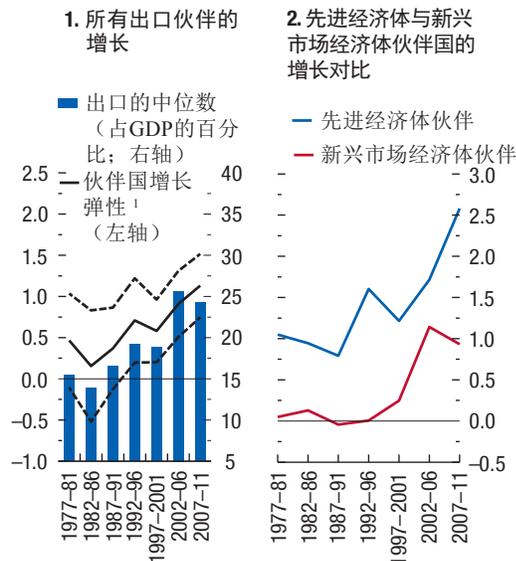
来源：基金组织工作人员的计算。
注：横轴的0表示占GDP比重的0~10%；10表示比重为10~20%；以此类推。

率的负面影响具有统计显著性。这表明，国际借贷条件对新兴市场经济体增长的影响持续时间可能较短，当考虑五年平均值时可能无法捕捉。同样，贸易条件在运用年度数据的回归中也获得统计意义。

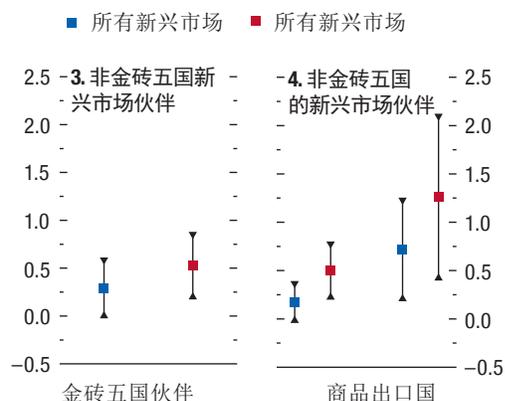
结论

本专栏分析的主要结论有以下几个方面。首先，随着新兴市场经济体不断融入世界经济，合作伙伴国家增长的重要性急剧增加。其次，由于一些新兴市场在全球经济中发挥重要作用，其对较小的新兴市场的影响也有所增加。具体而言，金砖五国的增长已成为推动其他新兴市场经济体增长的一个重要因素，特别是那些依赖矿产品出口的国家。第三，国际融资条件往往会影响新兴市场经济体增长的周期性成分（正文分析中也表明了这一点），它也会产生较为持久的影响，特别是对金融一体化的国家。虽然分析已经表明，外部因素对于长期增长很重要，但应当指出，这个研究结果并未削弱适当的国内经济政策和结构政策在这方面能发挥的关键作用。事实上，最近

图 4.1.2. 出口伙伴国增长



金砖五国与其他新兴市场贸易伙伴的对比



来源：基金组织工作人员的计算。
注：金砖五国=巴西、俄罗斯、印度、中国和南非。在子图3和4中，线的上下两端表示95%的置信区间。非商品出口国和商品出口国指的是样本里的新兴市场经济体。
¹ 虚线表示伙伴国经济增长弹性的95%置信区间。

专栏 4.1 (续)

表4.1.2. 1997–2011年新兴市场的增长回归：巴西、中国、印度、俄罗斯和南非与其他新兴市场伙伴国的增长

	所有 EME		非商品出口国		商品出口国	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
滞后的人均GDP增长 (对数)	-0.056* (-0.030)	-0.054* (-0.030)	-0.102*** (-0.021)	-0.098*** (-0.021)	0.130** (-0.053)	0.114** (-0.048)
人口增长率	1.645*** (-0.515)	1.732*** (-0.562)	0.465 (-0.359)	0.459 (-0.383)	-0.911 (-1.066)	-0.363 (-1.433)
总资本形成/GDP	0.055 (-0.049)	0.060 (-0.049)	0.163*** (-0.037)	0.166*** (-0.037)	0.178** (-0.071)	0.164* (-0.078)
战争	0.001 (-0.006)	0.000 (-0.006)	0.005 (-0.004)	0.006 (-0.004)	0.010 (-0.013)	0.008 (-0.013)
贸易条件增长	0.145* (-0.074)	0.152** (-0.075)	0.104 (-0.073)	0.126* (-0.074)	0.192* (-0.099)	0.127 (-0.132)
AE伙伴国的GDP增长率	-1.210 (-0.931)	-1.395 (-0.956)	0.859 (-0.715)	0.738 (-0.729)	-5.666*** (-1.257)	-6.116*** (-1.653)
EME 伙伴国的GDP增长率	0.666*** (-0.184)		0.545*** (-0.126)		1.718*** (-0.382)	
BRICS伙伴国的GDP增长率		0.295* (-0.149)		0.175* (-0.098)		0.718** (-0.260)
非BRICS EME 伙伴国的GDP增长率		0.527*** (-0.167)		0.500*** (-0.141)		1.259** (-0.427)
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
国家固定效应	是	是	是	是	是	是
观察数	164	164	121	121	43	43
国家数	57	57	42	42	15	15
R 方	0.505	0.486	0.685	0.668	0.818	0.790

来源：基金组织工作人员的计算。

注：AE = 先进经济体；BRICS = 巴西、俄罗斯、印度、中国和南非。EME = 新兴市场经济体。标准误差（括号内）为国家层面。*、**、***表示系数分别在10%、5%和1%的水平显著。

的研究工作（见2012年10月期《世界经济展望》第四章）已经表明，自20世纪90年代以来，改善

国内政策框架为增加新兴市场经济体的抵御冲击能力做出了很大贡献。

专栏 4.1（续）

表4.1.3. 新兴市场的增长回归

	1987–2011	1997–2011	1997–2011 (年度数据)
	(1)	(2)	(3)
滞后的人均GDP增长（对数）	-0.040** (0.017)	-0.043* (0.025)	-0.061** (0.025)
人口增长率	0.270 (0.443)	1.498** (0.629)	-0.356 (0.349)
总资本形成/GDP	0.087** (0.039)	0.054 (0.045)	0.193*** (0.050)
战争	-0.010*** (0.003)	0.000 (0.004)	0.002 (0.008)
贸易条件增长	-0.008 (0.053)	0.092 (0.085)	0.061** (0.026)
贸易条件增长×商品出口国	0.105 (0.075)	0.051 (0.125)	-0.038 (0.038)
贸易伙伴国的GDP增长率	0.970*** (0.239)	0.891*** (0.263)	0.693*** (0.206)
金融一体化	-0.016*** (0.006)	-0.016*** (0.005)	-0.023*** (0.005)
金融一体化×美国10年期国库券实际利率	-0.494** (0.226)	-0.409 (0.377)	-0.237** (0.109)
国家固定效应	是	是	是
年固定效应	是	是	是
观察数	248	178	874
国家数	62	62	62
R 方	0.510	0.508	0.428

来源：基金组织工作人员的计算。

注：标准误差（括号内）为国家层面。*、**、***表示系数分别在10%、5%和1%的水平显著。

参考文献

- Abiad, Abdul, Ravi Balakrishnan, Petya Koeva Brooks, Daniel Leigh, and Irina Tytell, 2014, “What’s the Damage? Medium-Term Output Dynamics after Financial Crises,” Chapter 9 in *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*, ed. by Stijn Claessens, M. Ayhan Kose, Luc Laeven, and Fabián Valencia (Washington: International Monetary Fund), pp. 277–308.
- Abiad, Abdul, John Bluedorn, Jaime Guajardo, and Petia Topalova, 2012, “The Rising Resilience of Emerging Market and Developing Economies,” IMF Working Paper No. 12/300 (Washington: International Monetary Fund).
- Adler, Gustavo, and Camilo E. Tovar, 2012, “Riding Global Financial Waves: The Economic Impact of Global Financial Shocks on Emerging Market Economies,” IMF Working Paper No. 12/188 (Washington: International Monetary Fund).
- Ahmed, Shaghil, and Andrei Zlate, 2013, “Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?” International Finance Discussion Papers No. 1081 (Washington: Federal Reserve Board).
- Ahuja, Ashvin, and Malhar Nabar, 2012, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers,” IMF Working Paper No. 12/167 (Washington: International Monetary Fund).
- Arora, Vivek, and Athanasios Vamvakidis, 2010, “China’s Economic Growth: International Spillovers,” IMF Working Paper No. 10/165 (Washington: International Monetary Fund).
- Aslund, Anders, 2013, “Why Growth in Emerging Economies Is Likely to Fall,” Working Paper No. 13-10 (Washington: Peterson Institute for International Economics).
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman, and Carmen Reinhart, 1993, “Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors,” *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No. 1, pp. 108–51.
- Canova, Fabio, 2005, “The Transmission of U.S. Shocks to Latin America,” *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 20, No. 2, pp. 229–51.
- Cerra, Valerie, and Sweta Saxena, 2008, “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery,” *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, pp. 439–57.
- Cesa-Bianchi, Ambrogio, M. Hashem Pesaran, Alessandro Rebucci, and TengTeng Xu, 2011, “China’s Emergence in the World Economy and Business Cycles in Latin America,” Working Paper No. 266 (Washington: Inter-American Development Bank).
- Coibion, Olivier, 2012, “Are the Effects of Monetary Policy Shocks Big or Small?” *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 4, No. 2, pp. 1–32.
- Dabla-Norris, Era, Raphael Espinoza, and Sarwat Jahan, 2012, “Spillovers to Low-Income Countries: Importance of Systemic Emerging Markets,” IMF Working Paper No. 12/49 (Washington: International Monetary Fund).
- de la Torre, Augusto, Eduardo Levy Yeyati, and Samuel Pienknagura, 2014, “Latin America’s Fashionable Scepticism: Setting the Record Straight.” VoxEU, January 12. www.voxeu.org/article/overstated-pessimism-over-latin-america.
- Dreger, Christian, and Yanqun Zhang, 2011, “The Chinese Impact on GDP Growth and Inflation in the Industrial Countries,” Discussion Paper No. 1151 (Berlin: German Institute for Economic Research).
- Drummond, Paulo, and Gustavo Ramirez, 2009, “Spillovers from the Rest of the World into Sub-Saharan African Countries,” IMF Working Paper No. 09/155 (Washington: International Monetary Fund).
- Eichengreen, Barry, Donghyun Park, and Kwanho Shin, 2011, “When Fast Growing Economies Slow Down: International Evidence and Implications for China,” NBER Working Paper No. 16919 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research). www.nber.org/papers/w16919.
- Eichengreen, Barry, and Andrew Rose, 2004, “Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises,” in *Money, Capital Mobility, and Trade: Essays in Honor of Robert A. Mundell*, ed. by Guillermo Calvo, Rudiger Dornbusch, and Maurice Obstfeld (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Erten, Bilge, 2012, “Macroeconomic Transmission of Eurozone Shocks to Emerging Economies,” Working Paper No. 2012-12 (Paris: CEPII).
- Frankel, Jeffrey, and Nouriel Roubini, 2001, “The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises,” NBER Working Paper No. 8634 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ilzetki, Ethan, and Keyu Jin, 2013, “The Puzzling Change in the International Transmission of U.S. Macroeconomic Policy Shocks” (unpublished; London: London School of Economics).
- International Monetary Fund (IMF), 2008a, *India: 2007 Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report No. 08/51 (Washington).
- , 2008b, *Russian Federation: 2008 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, IMF Country Report No. 08/309 (Washington).
- , 2008c, *South Africa: 2008 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussions; and Statement by the Executive Director for South Africa*, IMF Country Report No. 08/348 (Washington).
- , 2012, *2012 Spillover Report* (Washington).
- , 2013a, *2013 Spillover Report*, IMF Multilateral Policy Issues Report (Washington).

- , 2013b, *India: 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/37 (Washington).
- , 2013c, *South Africa: 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/303 (Washington).
- , 2013d, *Turkey: 2013 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 13/363 (Washington).
- , 2014, *India: 2014 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 14/57 (Washington).
- Klein, Michael W., and Jay C. Shambaugh, 2008, “The Dynamics of Exchange Rate Regimes: Fixes, Floats, and Flips,” *Journal of International Economics*, Vol. 75, No. 1, pp 70–92.
- Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani, and Marco E. Terrones, 2013, “Why Is This Global Recovery Different?” VoxEU, April 18. www.voxeu.org/article/why-global-recovery-different.
- Kuttner, Kenneth, 2001, “Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 47, No. 3, pp. 523–44.
- Laeven, Luc, and Fabián Valencia, 2013, “Systemic Banking Crises Database,” *IMF Economic Review*, Vol. 61, No. 2, pp. 225–70.
- Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004,” *Journal of International Economics*, Vol. 73, No. 2, pp. 223–50.
- Litterman, Robert B., 1986, “Forecasting with Bayesian Vector Autoregressions: Five Years of Experience,” *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 4, No. 1, pp. 25–38.
- Mackowiak, Bartosz, 2007, “External Shocks, U.S. Monetary Policy and Macroeconomic Fluctuations in Emerging Markets,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, No. 8, pp. 2512–20.
- Österholm, Pär, and Jeromin Zettelmeyer, 2007, “The Effect of External Conditions on Growth in Latin America,” IMF Working Paper No. 07/176 (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen, Guillermo Calvo, Eduardo Fernández-Arias, and Ernesto Talvi, 2001, “The Growth–Interest Rate Cycle in the United States and Its Consequences for Emerging Markets,” Research Department Publication No. 4279 (Washington: Inter-American Development Bank).
- Reinhart, Carmen, and Vincent Reinhart, 2001, “What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility,” NBER Working Paper No. 8535 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2009, “The Aftermath of Financial Crises,” *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, pp. 466–72.
- Romer, Christina D., and David H. Romer, 2004, “A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications,” *American Economic Review*, Vol. 94, No. 4, pp. 1055–84.
- Sims, Christopher A., and Tao Zha, 1998, “Bayesian Methods for Dynamic Multivariate Models,” *International Economic Review*, Vol. 39, No. 4, pp. 949–68.
- Subramanian, Arvind, 2013, “Too Soon to Mourn Emerging Markets,” *Financial Times*, October 7. www.ft.com/cms/s/0/8604dd58-2f35-11e3-ae87-00144feab7de.html#axzz2v1gYigdT.
- Swiston, Andrew, and Tamim Bayoumi, 2008, “Spillovers across NAFTA,” IMF Working Paper No. 08/3 (Washington: International Monetary Fund).
- Utlaut, Johannes, and Björn van Roye, 2010, “The Effects of External Shocks on Business Cycles in Emerging Asia: A Bayesian VAR Model,” Working Paper No. 1668 (Kiel, Germany: Kiel Institute for the World Economy).

基金组织执董会关于世界经济前景的讨论 2014年3月

以下是代理主席在2014年3月21日执董会关于《世界经济展望》、《全球金融稳定报告》、《财政监测报告》的讨论结束之时所作发言。

执董们对2013年下半年全球经济活动的加强表示欢迎。他们注意到，增长动力在很大程度上来自先进经济体，但这些经济体的通货膨胀继续低于预测，反映出它们依然存在很大的产出缺口。新兴市场和发展中经济体的增长虽然仍相当强劲，但在资本流动波动加剧、外部融资条件恶化的环境下，2013年的增长已经减缓。执董们强调，尽管增长前景改善，但全球复苏依然脆弱，仍然存在显著下行风险，包括地缘政治风险。

执董们一致认为，在先进经济体财政整顿步伐放慢、货币条件依然相当宽松的情况下，今年和明年的全球增长将继续改善。新兴市场和发展中经济体的增长将逐步加快，其中，外部需求的增强将在一定程度上会被金融条件收紧的不利影响所抵消。

执董们认识到，为了成功地从流动性驱动的市场过渡到经济增长带动的市场，必须应对一些关键挑战，包括加强政策协调。先进经济体（特别是欧元区）有必要持续增加公司投资，并继续努力加强银行资产负债表。新兴市场经济体由于公共和公司部门的杠杆率上升，对外借款增加，因此面临着更大的风险。执董们指出，最近金融波动有所加剧，这可能是因为在一些先进经济体初步开始实现货币政策正常化的过程中，市场对这些新兴国家的经济基本面的担忧再度增大。鉴于新兴市场可能出现资本流动逆转，执董们考虑了大规模外部融资需求和无序货币贬值的风险，并对最近的宏观经济政策的收紧表示欢迎，因为这种政策收紧看来已经增强了市场信心。关于金融部门，执董们指出，尽管在减轻全球金融脆弱性方面已经取得进展，但“太重要而不能倒”的问题基本上仍未得到解决。

多数执董建议，应密切监控先进经济体（特别是欧元区）低通胀对经济活动造成的风险。长期通胀预期可能会下降，导致实际利率上升、私人 and 公共债务负担加重、需求和产出增长进一步减缓。执董们还指出，先进经济体持续居低的实际利率也可能带来金融稳定风险，低名义利率已经

导致了一些杠杆程度提高的情况，还可能导致贷款发放标准的放低。

在此背景下，执董们呼吁采取更多政策行动，以充分恢复信心，降低下行风险，确保强劲、可持续的全球增长。在财政整顿持续进行、产出缺口依然很大、通胀水平很低的环境下，货币政策应保持宽松。许多执董认为，欧元区应进一步放松货币政策，包括采取非常规措施，这有助于维持经济活动，降低出现极低通胀或通缩的风险。不过，一些执董认为，欧元区目前的货币条件已经很宽松，没有必要进一步放松。一些执董还呼吁在《世界经济展望》中对汇率和全球失衡进行更全面的分析。

执董们建议，包括美国和日本在内的先进经济体应设计和实施明确的、可信的中期财政整顿计划，以缓解财政风险，解决债务积压问题。他们对整顿措施从税收转向支出的变化趋势表示欢迎，特别是在那些增加税收负担会损害经济增长的先进经济体。此外，他们同意，先进经济体需要进一步推进结构性改革，以提高投资和增长前景。

执董们对欧元区在加强银行部门方面取得的进展表示欢迎，但指出，需要采取更多措施解决金融分割问题，在可信的全面评估之后修复银行和公司部门资产负债表，并对薄弱银行进行注资，以增强信心和恢复信贷。执董们注意到欧盟理事会最近就单一破产处置机制达成一致意见，但执董们仍强调，完成银行业联盟十分重要，这包括，单一破产处置机制要具备职能上的独立性，有能力实施及时的银行破产处置，并具备共同的后备资金支持，以切断主权与银行之间的联系。

执董们指出，不同新兴市场经济体所应采取的适当政策措施是不同的，但它们面临一些共同的重点任务。应当允许汇率随经济基本面的变化而变动，促进外部调整。如果国际储备充足，可以利用外汇干预减轻波动，避免金融动荡。通胀压力依然很高的经济体可能需要进一步收紧货币政策。在适当时，宏观审慎措施有助于控制公司杠

杆率的上升，特别是有助于控制外币债务。加强政策框架的透明度和一致性有助于提高政策可信性。

执董们强调，新兴市场和低收入经济体需要重建政策缓冲和控制财政赤字（包括控制公共部门的或有负债），特别是在那些公共债务和融资脆弱性很高的国家。各国应根据自身情况制定财政整顿计划，并适当地调整税收和支出措施，以支持公平、可持续的经济增长。应维护重要的社会支出，提高公共支出的效率，措施包括提高社会支出的针对性，实现公共部门工资的合理化，以及加强公共投资项目的评估、选择和审计程序。

执董们同意，新兴市场经济体应深化本国金融市场，发展本地投资者基础，以此提高对全球金

融冲击的抵御能力。他们支持实施更严格的审慎监管，包括加强对中国非银行机构的审慎监管，取消隐性担保，以及加强市场力量在非银行部门的作用，以降低金融稳定风险和不利跨境溢出效应。

执董们认为，许多新兴市场和发展中经济体应实施其他结构改革，这些改革的目标是扩大就业以及提高经济多元化和推动可持续增长，同时促进全球再平衡。改革应包括消除产品和服务市场的准入壁垒、改善投资环境和克服关键的供给瓶颈。中国应采取措施支持可持续和均衡的增长，实现从投资驱动向消费驱动的转变。

统计附录列示了历史数据和预测结果。它由六部分组成：假设、更新、数据和惯例、国家分类、《世界经济展望》分类中的各组别的一般特征和构成，以及统计表格。

第一节总结了 2014-2015 年的估计和预测以及 2016-2019 年中期预测中所使用的假设条件。第二节简要描述了自 2013 年 10 月期《世界经济展望》以来的数据库和统计表格的变化情况。第三节是对数据以及对计算国家分类合成时所使用的惯例的一般性说明。第四节介绍了《世界经济展望》中不同组别国家的分类方法。第五节提供了有关本报告成员国国民账户和政府金融指标的得出方法和报告标准的信息。

最后一节，也是本附录最主要的部分，由统计表格组成。（本书列有统计附录 A；统计附录 B 可从网上查到。）这些表格的数据以截至 2014 年 3 月 24 日可获得的信息为依据而编制。2014 年及以后年份的数据以与历史数据相同的精确度来表示，但这仅仅是为了方便起见；由于这些数据为预测数，因此不能认为其有相同的准确度。

假设

我们假定先进经济体的实际有效汇率保持在 2014 年 1 月 31 日至 2 月 28 日期间的平均水平不变。在这些假设条件下，2014 年和 2015 年美元 / 特别提款权的平均兑换率分别为 1.542 和 1.557，美元 / 欧元的平均兑换率分别为 1.369 和 1.393，日元 / 美元的平均兑换率分别为 101.6 和 100.0。

假设 2014 年石油价格平均为 104.17 美元 / 桶，2015 年为 97.92 美元 / 桶。

假设各国当局现行的政策保持不变。专栏 A1 介绍了对若干经济体预测所基于的更具体的政策假设。

关于利率，以伦敦银行同业市场拆借利率（LIBOR）为基准，假定：2014 年 6 个月期美元存款平均利率为 0.4%，2015 年为 0.8%；2014 年和 2015 年 3 个月期欧元存款平均利率分别为 0.3% 和 0.4%；2014 年和 2015 年的 6 个月期日元存款平均利率为 0.2%。

关于欧元的启动，欧盟理事会于 1998 年 12 月 31 日决定，从 1999 年 1 月 1 日起，欧元与采用欧元的成员国货币之间不可撤销的固定兑换率如下：

1 欧元=13.7603	奥地利先令
=40.3399	比利时法郎
=0.585274	塞浦路斯镑 ¹
=1.95583	德国马克
=15.6466	爱沙尼亚克朗 ²
=5.94573	芬兰马克
=6.55957	法国法郎
=340.750	希腊德拉克马 ³
=0.787564	爱尔兰镑
=1.936.27	意大利里拉
=0.787564	拉脱维亚拉特 ⁴
=40.3399	卢森堡法郎
=0.42930	马耳他里拉 ¹
=2.20371	荷兰盾
=200.482	葡萄牙埃斯库多
= 30.1260	斯洛伐克克朗 ⁵
=239.640	斯洛文尼亚特拉斯 ⁶
=166.386	西班牙比塞塔

¹ 2008年1月1日确定。

² 2011年1月1日确定。

³ 2001年1月1日确定。

⁴ 2014年1月1日确定。

⁵ 2009年1月1日确定。

⁶ 2007年1月1日确定。

（关于上述兑换率的详细情况，参见 1998 年 10 月期《世界经济展望》专栏 5.4。）

最近更新

- 2014 年 1 月 1 日，拉脱维亚成为第 18 个加入欧元区的国家。欧元区加总数据不包括拉脱维亚，因为有关数据库尚未转换成欧元。但先进经济体加总数据包括拉脱维亚。
- 从 2014 年 4 月期《世界经济展望》开始，中东欧和欧洲新兴经济体被重新命名为欧洲新兴和发展中经济体。亚洲地区发展中经济体被重新命名为亚洲新兴和发展中经济体。
- 鉴于当前的危机，乌克兰的预测不包括在内。
- 阿根廷的消费者价格预测不包括在内，因为数据有结构性中断。详见表 A7 的注释 6。
- 韩国的实际 GDP 序列的基年是 2005 年。这没有反映出 2014 年 3 月 26 日发布的经修订的国民账户数据（当时《世界经济展望》已经最终定稿）。

这些全面的修订包括实施 2008 年《国民账户体系》以及将基年更新至 2010 年。这些修订使 2013 年实际 GDP 增长从 2.8%（表 2.3 和 A2 列出的数据）上调到 3%。

- 佛得角的英文名称从 Cape Verde 改为 Cabo Verde。
- 与 2013 年 10 月期《世界经济展望》一样，2011 年及之后年份数据不包括叙利亚，因为其政局不稳。

数据和惯例

189 个经济体的数据和预测构成了《世界经济展望》的统计基础（世界经济展望数据库）。基金组织的研究部和各地区部共同负责维护这些数据，地区部定期基于一致的全球性假设来更新国别预测。

尽管各国的统计机构是历史数据和定义的最终提供者，但国际组织也参与统计活动，目的是协调各国统计编制方法，包括编制经济统计时所用的分析框架、概念、定义、分类和估值程序。世界经济展望数据库同时反映了来自各国统计机构和国际组织的信息。

《世界经济展望》中列示的多数国家的宏观经济数据基本符合 1993 年版《国民账户体系》。基金组织的部门分类统计标准——包括《国际收支和国际投资头寸手册》（第六版）、《货币与金融统计手册》（2000 年）和《2001 年政府财政统计手册》——都得到了调整或正在进行调整，以便与 2008 年版《国民账户体系》相一致。¹ 这些标准反映了基金组织对各国外部头寸、金融部门稳定和公共部门财政状况的特别关注。当这些手册发布后，基金组织便认真地开始根据新标准调整各国数据。但是，要做到和这些手册的规定完全一致，这最终依赖于各国统计编制人员提供修正后的国别数据；因此《世界经济展望》的估计仅根据这些手册做出了部分调整。不过，对于许多国家，采纳更新后的标准对主要余额和总量数据的影响将较小。许多其他国家已部分采纳最新标准，并将在今后若干年内继续推进实施这些标准。

¹ 其余的很多国家执行的是 2008 年版《国民账户体系》，并将于 2014 年发布基于新标准的国民账户数据。另有一些国家使用比 1993 年版本更早的《国民账户体系》。《国际收支和国际投资头寸手册》第六版也将在未来逐渐被采用。虽然《世界经济展望》的概念标准使用的是第六版，但目前仍然使用第五版的列示方式，直至具有代表性数量的国家的国际收支账户采用第六版标准。

根据 1993 年版《国民账户体系》的建议，几个国家已逐步淘汰了过去按“固定基年”计算实际宏观经济变量水平和增长的方法，转为采用“链式加权”方法计算总量增长。“链式加权”方法对价格和数量指标的权数进行频繁更新。鉴于有些数量序列是在用过去较远年份的权数对数量组成部分进行平均的指数基础上编制的，“链式加权”方法能够减少或消除这种数量序列的向下偏差，从而使各国更准确地测算 GDP 的增长。表 F 将列出那些使用链式加权方法的国家。

《世界经济展望》国家组的合成数据或是各国数据加总，或是各国数据的加权平均值。除非另有说明，增长率的多年平均值表示为复合年变化率。² 对于新兴市场和发展中经济体组别，除了通货膨胀和货币增长数据采用几何平均值外，其他数据均采用算术加权平均值。本书采用的惯例如下：

- 各组国家的汇率、利率和货币总量增长率的合成数据是按市场汇率（前三年的平均值）折算成的美元 GDP 占该国家组 GDP 的比重来加权计算的。
- 其他与国内经济有关的合成数据，无论是增长率还是比率，均是以购买力平价方法计算的各国 GDP 占世界或国家组的 GDP 的比重来加权计算的。³
- 与欧元区国家（整个期间内包括 18 个成员国，除非另有说明）的国内经济相关的合成数据是使用 GDP 权重的各国源数据的加总。年度数据没有按日历天数作调整。而对于 1999 年以前的数据，数据加总值采用 1995 年的欧洲货币单位汇率计算。
- 财政合成数据是由相关各国数据按指定年份的平均市场汇率折成美元后加总计算的。
- 失业率和就业增长的合成数据，以各国劳动力占国家组劳动力的比重加权计算。
- 有关对外部门统计的合成数据，是将单个国家的数据折算成美元相加所得的。其中，国际收支数据按所指年份的平均市场汇率折算，非美元债务按年末市场汇率折算。

² 实际 GDP 及其构成、就业、人均 GDP、通货膨胀、要素生产率、贸易和商品价格平均数的计算是基于复合年变化率，但失业率是基于简单算术平均。

³ 见 2004 年 4 月期《世界经济展望》专栏 A2 对修订的基于购买力平价的权重所做的概括介绍和 1993 年 5 月期《世界经济展望》附录四。另参见 Anne-Marie Gulde 和 Marianne Schulze-Ghattas 撰写的“Purchasing Power Parity Based Weights for the World Economic Outlook”一文，刊载于《世界经济展望工作人员研究》（华盛顿：基金组织，1993 年 12 月），第 106~123 页。

- 然而，对外贸易量和价格变化的合成数据是单个国家百分比变化的算术平均值，权数是以美元表示的进口或出口值占世界或国家组(上年)进口或出口总值的比重。
- 除非另有说明，在国家组别数据具备了90%或以上的组别权数时，方计算该组国家的合成数据。

除个别国家使用财年数据外，一般使用日历年数据。关于每个国家的报告期的完整信息请参阅表F。

国家分类

国家分类概况

《世界经济展望》中的国家分类将世界分为两大组：先进经济体，新兴市场和发展中经济体。⁴ 这种分类不是基于经济或其他方面的严格标准，且会随着时间而演变。分类的目的是通过提供合理和有意义的组织方法来帮助分析。表A提供了这些国家分类的概览，列出了按地区分列的每一组中的国家数，并概述了关于其相对规模的一些主要指标（按购买力平价计算的GDP、货物及服务出口总额和人口）。

一些国家目前没有包括在国家分类中，因此不包括在分析中。安圭拉岛、古巴、朝鲜民主主义人民共和国、蒙特塞拉特岛不是基金组织成员，因而其经济活动不受基金组织的监测。由于数据的局限，新兴市场和发展中经济体组别的合成数据中不包含索马里。

《世界经济展望》国家分类中各组的一般特征和组成

先进经济体

表B列出了36个先进经济体。七个GDP最高的国家——美国、日本、德国、法国、意大利、英国和加拿大——组成主要先进经济体小类，也就是通常所指的七国集团(G7)。欧元区成员国也组成小类。表中就欧元区所列的合成数据覆盖了现有成员国历年的数据，尽管成员国的数目随时间推移在增加。

⁴这里，“国家”和“经济体”一词并非总是指国际法和惯例中被认为是国家的领土实体。这里包括的一些领土实体不是国家，尽管其统计数据是单独和独立编制的。

表C列示了欧盟成员国，在《世界经济展望》中并不是每一个欧盟成员国都被划为先进经济体。

新兴市场和发展中经济体

新兴市场和发展中经济体组(153个经济体)包括未归入先进经济体的所有国家。

新兴市场和发展中经济体的地区划分是，独联体国家(CIS)；亚洲新兴和发展中经济体；欧洲新兴和发展中经济体(有时也称为中东欧)；拉丁美洲和加勒比(LAC)；中东、北非、阿富汗和巴基斯坦(MENAP)；以及撒哈拉以南非洲(SSA)。

新兴市场和发展中经济体也根据分析标准分类。分析标准反映了：出口收入和其他海外收入的构成；净债权经济体和净债务经济体的区分；对于净债务经济体，依据对外融资来源和对外偿债情况进行分类的金融标准。表D和表E列出了新兴市场和发展中经济体按照地区、分析标准分类的详细构成。

按照出口收入来源的分析标准，可分为两类：燃料(标准国际贸易分类——SITC3)和非燃料出口国，侧重于非燃料类初级产品出口国(SITC0、1、2、4和68)。如果一个经济体2008-2012年期间的主要出口收入来源平均超过总出口的50%，则将其划入上述类别之一。

按金融标准分类，分为净债权经济体、净债务经济体、重债穷国(HIPC)和低收入发展中国家(LIDC)。如果一个经济体1972年(或具备数据的最早年份)至2012年的经常账户差额累计额为负，则将其划作净债务经济体。净债务经济体按照以下两个金融标准进一步分组：官方外部融资和发生偿债情况。⁵ 如果一个净债务经济体在2008-2012年期间平均有66%或更多的债务是由官方债权人提供融资的，则将其划入官方外部融资类别。

重债穷国是基金组织和世界银行正在或已经考虑让其参与重债穷国倡议的国家，倡议目标是在合理的短时间内，将所有符合条件的重债穷国的外部债务负担降到一个“可持续”水平。⁶ 其中许

⁵2008-2012年，34个经济体发生拖欠外债情况或参与官方或商业银行的债务重组安排。这组经济体被称为2007-2011年有债务拖欠和/或债务重组的经济体。

⁶见David Andrews、Anthony R. Boote、Syed S.Rizavi和Sukwinder Singh撰写的基金组织小册子，第51期，“Debt Relief for Low-Income Countries: The Enhanced HIPC Initiative”(华盛顿：基金组织，1999年11月)。

多国家已经受益于债务减免，并因债务已下降到一定水平而结束了对该倡议的参与。

低收入发展中国家是在 2013 年减贫与增长信托（PRGT）资格检查中被确定有资格的、人均国民

收入水平低于 PRGT 中非小型国家的完成点的收入门槛值（即两倍于国际开发协会操作门槛值，或者，按世界银行 Atlas 方法计算，2011 年为 2 390 美元）的国家，加上津巴布韦。

表A. 2013年《世界经济展望》的分组及各组在GDP、货物和服务出口及人口总量中的比重¹
(占国家组或世界总量的百分比)

	经济体数目	GDP		货物和服务出口		人口	
		先进经济体	世界	先进经济体	世界	先进经济体	世界
先进经济体	36	100.0	49.6	100.0	61.1	100.0	14.7
美国		38.9	19.3	16.1	9.8	30.5	4.5
欧元区 ²	17	26.4	13.1	41.5	25.3	31.8	4.7
德国		7.5	3.7	13.1	8.0	7.8	1.1
法国		5.3	2.6	5.7	3.5	6.1	0.9
意大利		4.2	2.1	4.4	2.7	5.8	0.8
西班牙		3.2	1.6	3.3	2.0	4.5	0.7
日本		10.9	5.4	5.9	3.6	12.3	1.8
英国		5.5	2.7	5.6	3.4	6.2	0.9
加拿大		3.5	1.8	3.9	2.4	3.4	0.5
其他先进经济体	15	14.7	7.3	27.1	16.6	15.7	2.3
备忘项							
主要先进经济体	7	75.9	37.6	54.7	33.4	72.1	10.6
		新兴市场和发展中经济体	世界	新兴市场和发展中经济体	世界	新兴市场和发展中经济体	世界
新兴市场和发展中经济体	153	100.0	50.4	100.0	38.9	100.0	85.3
按地区分组							
独联体 ³	12	8.3	4.2	10.0	3.9	4.8	4.0
俄罗斯		5.8	2.9	6.6	2.6	2.4	2.0
亚洲新兴和发展中经济体	29	51.4	25.9	44.1	17.2	57.4	49.0
中国		30.5	15.4	26.9	10.5	22.7	19.3
印度		11.6	5.8	5.3	2.0	20.7	17.7
除中国和印度外	27	9.3	4.7	11.9	4.6	14.0	11.9
欧洲新兴和发展中经济体	13	6.6	3.3	8.6	3.4	3.0	2.5
拉丁美洲和加勒比	32	17.1	8.6	14.0	5.4	9.9	8.4
巴西		5.5	2.8	3.1	1.2	3.3	2.8
墨西哥		4.2	2.1	4.4	1.7	2.0	1.7
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦	22	11.4	5.7	18.1	7.1	10.4	8.9
中东和北非	20	10.0	5.0	17.7	6.9	6.8	5.8
撒哈拉以南非洲	45	5.1	2.6	5.2	2.0	14.6	12.5
除尼日利亚和南非外	43	2.7	1.3	2.9	1.1	10.9	9.3
按分析标准分组 ⁴							
按出口收入来源							
燃料	28	17.6	8.9	28.4	11.0	11.4	9.7
非燃料	125	82.4	41.6	71.6	27.9	88.6	75.5
其中，初级产品	28	3.6	1.8	3.5	1.4	7.1	6.1
按外部融资来源							
净债务经济体	123	49.9	25.1	41.4	16.1	63.7	54.3
其中，官方融资	27	4.0	2.0	3.0	1.2	9.7	8.3
按净债务经济体偿债情况							
2008-2012年有债务拖欠和/或重组的							
经济体	34	6.4	3.2	4.1	1.6	10.3	8.8
其他净债务经济体	89	43.4	21.9	37.4	14.5	53.3	45.5
其他组别							
重债穷国	38	2.5	1.2	1.9	0.7	11.0	9.4
低收入发展中国家	59	6.5	3.3	5.9	2.3	22.4	19.1

¹ GDP比重按各经济体GDP的购买力平价估值计算。各组中包括的经济体数量是各组总计数据中包含的那些经济体的个数。

² 拉脱维亚数据不包括在欧元区加总数据中，因为有关数据库尚未转换成欧元。

³ 格鲁吉亚虽然不属于独联体成员国，但由于地理位置相近、经济结构相似，也将其编入该组中。

⁴ 南苏丹不包括在按净外部头寸划分的组别中，因为缺乏完备的数据库。

表B. 各分组的先进经济体

主要货币区		
美国		
欧元区		
日本		
欧元区 ¹		
奥地利	德国	荷兰
比利时	希腊	葡萄牙
塞浦路斯	爱尔兰	斯洛伐克共和国
爱沙尼亚	意大利	斯洛文尼亚
芬兰	卢森堡	西班牙
法国	马耳他	
主要先进经济体		
加拿大	意大利	美国
法国	日本	
德国	英国	
其他先进经济体		
澳大利亚	以色列	圣马力诺
捷克共和国	韩国	新加坡
丹麦	拉脱维亚	瑞典
香港特区 ²	新西兰	瑞士
冰岛	挪威	中国台湾省

¹ 拉脱维亚数据不包括在欧元区加总数据中，因为有关数据库尚未转换成欧元。

² 1997年7月1日，香港回归中国，成为中国的一个特别行政区。

表C. 欧盟

奥地利	德国	波兰
比利时	希腊	葡萄牙
保加利亚	匈牙利	罗马尼亚
克罗地亚	爱尔兰	斯洛伐克共和国
塞浦路斯	意大利	斯洛文尼亚
捷克共和国	拉脱维亚	西班牙
丹麦	立陶宛	瑞典
爱沙尼亚	卢森堡	英国
芬兰	马耳他	
法国	荷兰	

表D. 新兴市场和发展中经济体：按地区和出口收入主要来源划分

	燃料	非燃料类初级产品
独联体		
	阿塞拜疆	乌兹别克斯坦
	哈萨克斯坦	
	俄罗斯	
	土库曼斯坦	
亚洲新兴和发展中经济体		
	文莱达鲁萨兰国	蒙古
	东帝汶	巴布亚新几内亚
		所罗门群岛
		图瓦卢
拉丁美洲和加勒比		
	玻利维亚	智利
	厄瓜多尔	圭亚那
	特立尼达和多巴哥	巴拉圭
	委内瑞拉	苏里南
		乌拉圭
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦		
	阿尔及利亚	阿富汗
	巴林	毛里塔尼亚
	伊朗	苏丹
	伊拉克	
	科威特	
	利比亚	
	阿曼	
	卡塔尔	
	沙特阿拉伯	
	阿拉伯联合酋长国	
	也门	
撒哈拉以南非洲		
	安哥拉	布基纳法索
	乍得	布隆迪
	刚果共和国	中非共和国
	赤道几内亚	刚果民主共和国
	加蓬	厄立特里亚
	尼日利亚	几内亚
	南苏丹	几内亚比绍
		马拉维
		马里
		莫桑比克
		尼日尔
		塞拉利昂
		南非
		赞比亚
		津巴布韦

表 E. (续)

	净外部头寸			低收入发展 中国家		净外部头寸			低收入发展 中国家
	净债权经 济体	净债务经 济体 ¹	重债穷国 ²			净债权经 济体	净债务经 济体 ¹	重债穷国 ²	
特立尼达和多巴哥	*				科摩罗		•	•	*
乌拉圭		*			刚果民主共和国		*	•	*
委内瑞拉	*				刚果共和国		•	•	*
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦					科特迪瓦		*	•	*
阿富汗	*		•	*	赤道几内亚		*		
阿尔及利亚	*				厄立特里亚		•	*	*
巴林	*				埃塞俄比亚		•	•	*
吉布提		*		*	加蓬	*			
埃及		*			冈比亚		*	•	*
伊朗伊斯兰共和国	*				加纳		*	•	*
伊拉克	*				几内亚		*	•	*
约旦		*			几内亚比绍		•	•	*
科威特	*				肯尼亚		*		*
黎巴嫩		*			莱索托		•		*
利比亚	*				利比里亚		*	•	*
毛里塔尼亚		*	•	*	马达加斯加		*	•	*
摩洛哥		*			马拉维		*	•	*
阿曼	*				马里		*	•	*
巴基斯坦		•			毛里求斯		*		
卡塔尔	*				莫桑比克		*	•	*
沙特阿拉伯	*				纳米比亚	*			
苏丹		•	*	*	尼日尔		*	•	*
叙利亚		•			尼日利亚	*			*
突尼斯		*			卢旺达		*	•	*
阿拉伯联合酋长国	*				圣多美和普林西比		•	•	*
也门		*		*	塞内加尔		*	•	*
撒哈拉以南非洲					塞舌尔		*		
安哥拉	*				塞拉利昂		*	•	*
贝宁		*	•	*	南非		*		
博茨瓦纳	*				南苏丹 ⁴	...			*
布基纳法索		•	•	*	斯威士兰		*		
布隆迪		•	•	*	坦桑尼亚		*	•	*
佛得角		*			多哥		•	•	*
喀麦隆		*	•	*	乌干达		*	•	*
中非共和国		•	•	*	赞比亚		*	•	*
乍得		*	*	*	津巴布韦		*		*

¹圆点（而不是星号）表示净债务经济体的主要外部资金来源是官方融资。

²圆点（而不是星号）表示该国已达到完成点。

³格鲁吉亚虽然不是独联体成员国，但由于地理位置相近、经济结构相似，也将其编入该组中。

⁴南苏丹不包括在按净外部头寸划分的组别中，因为缺乏完备的数据库。

表F. 重要数据的记录

国家	货币	历史数据来源 ¹	国民账户			链式加权方法的使用 ⁴
			最新实际数据	基年 ²	报告期 ³	
阿富汗	阿富汗尼	NSO	2011/12	2002/03		
阿尔巴尼亚	阿尔巴尼亚列克	基金组织工作人员	2012	1996		自1996
阿尔及利亚	阿尔及利亚第纳尔	NSO	2011	2001		自2005
安哥拉	安哥拉宽扎	NSO	2011	2002		
安提瓜和巴布达	东加勒比元	CB	2013	2006 ⁵		
阿根廷	阿根廷比索	MEP	2012	1993		
亚美尼亚	亚美尼亚德拉姆	NSO	2012	2005		
澳大利亚	澳元	NSO	2013	2011/12		自1980
奥地利	欧元	NSO	2013	2005		自1988
阿塞拜疆	阿塞拜疆马纳特	NSO	2013	2003		自1994
巴哈马	巴哈马元	NSO	2012	2006		
巴林	巴林第纳尔	MoF	2012	2010		
孟加拉国	孟加拉塔卡	NSO	2012	2005		
巴巴多斯	巴巴多斯元	NSO和CB	2012	1974 ⁵		
白俄罗斯	白俄罗斯卢布	NSO	2012	2009		自2005
比利时	欧元	CB	2013	2011		自1995
伯利兹	伯利兹元	NSO	2012	2000		
贝宁	中非法郎	NSO	2011	2000		
不丹	不丹努尔特鲁姆	NSO	2006/07	2000 ⁵	7月/6月	
玻利维亚	玻利维亚诺	NSO	2012	1990		
波斯尼亚和黑塞哥维那	波斯尼亚和黑塞哥维那可兑换马克	NSO	2012	2010		自2000
博茨瓦纳	博茨瓦纳普拉	NSO	2010	2006		
巴西	巴西雷亚尔	NSO	2013	1995		
文莱达鲁萨兰国	文莱元	NSO	2012	2000		
保加利亚	保加利亚列瓦	NSO	2013	2005		自2005
布基纳法索	中非法郎	NSO和MEP	2011	1999		
布隆迪	布隆迪法郎	NSO	2010	2005		
佛得角	佛得角埃斯库多	NSO	2011	2007		自2011
柬埔寨	柬埔寨瑞尔	NSO	2012	2000		
喀麦隆	中非法郎	NSO	2010	2000		
加拿大	加元	NSO	2013	2007		自1980
中非共和国	中非法郎	NSO	2012	2005		
乍得	中非法郎	CB	2010	2005		
智利	智利比索	CB	2013	2008		自2003
中国	中国元	NSO	2012	1990 ⁵		
哥伦比亚	哥伦比亚比索	NSO	2012	2005		自2000
科摩罗	科摩罗法郎	NSO	2012	2000		
刚果民主共和国	刚果法郎	NSO	2006	2005		
刚果共和国	中非法郎	NSO	2009	1990		
哥斯达黎加	哥斯达黎加科朗	CB	2012	1991		
科特迪瓦	中非法郎	MEP	2011	2000		
克罗地亚	克罗地亚库纳	NSO	2012	2005		
塞浦路斯	欧元	Eurostat	2012	2005		自1995
捷克共和国	捷克克朗	NSO	2013	2005		自1995
丹麦	丹麦克朗	NSO	2013	2005		自1980
吉布提	吉布提法郎	NSO	1999	1990		

国家	政府财政			价格 (CPI)		国际收支	
	历史数据来源 ¹	最新实际数据	报告期 ³	历史数据来源 ¹	最新实际数据	历史数据来源 ¹	最新实际数据
阿富汗	MoF	2012/13	太阳纪年 ⁶	NSO	2013	NSO	2012
阿尔巴尼亚	基金组织工作人员	2012		NSO	2013	CB	2012
阿尔及利亚	CB	2012		NSO	2012	CB	2012
安哥拉	MoF	2012		CB	2013	CB	2012
安提瓜和巴布达	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
阿根廷	MEP	2012		NSO	2012	MEP	2012
亚美尼亚	MoF	2012		NSO	2013	CB	2012
澳大利亚	MoF	2012/13		NSO	2013	NSO	2013
奥地利	NSO	2013		NSO	2013	NSO	2013
阿塞拜疆	MoF	2012		NSO	2013	CB	2012
巴哈马	MoF	2012/13	7月/6月	NSO	2012	CB	2012
巴林	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012
孟加拉国	MoF	2011/12	7月/6月	NSO	2013	CB	2011
巴巴多斯	MoF	2012/13	4月/3月	CB	2012	CB	2012
白俄罗斯	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
比利时	CB	2012		CB	2013	CB	2012
伯利兹	MoF	2012/13	4月/3月	NSO	2012	CB	2012
贝宁	MoF	2011		NSO	2011	CB	2010
不丹	MoF	2010/11	7月/6月	CB	2008	CB	2007/08
玻利维亚	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
波斯尼亚和黑塞哥维那	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
博茨瓦纳	MoF	2008/09	4月/3月	NSO	2010	CB	2009
巴西	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
文莱达鲁萨兰国	MoF	2013		NSO	2013	MEP	2011
保加利亚	MoF	2012		NSO	2013	CB	2013
布基纳法索	MoF	2013		NSO	2013	CB	2011
布隆迪	MoF	2012		NSO	2012	CB	2011
佛得角	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
柬埔寨	MoF	2012		NSO	2013	CB	2012
喀麦隆	MoF	2012		NSO	2012	MoF	2010
加拿大	NSO和OECD	2013		NSO	2013	NSO	2013
中非共和国	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012
乍得	MoF	2012		NSO	2013	CB	2010
智利	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
中国	MoF	2013		NSO	2013	国家外汇管理局	2012
哥伦比亚	MoF	2012		NSO	2012	CB和NSO	2012
科摩罗	MoF	2012		NSO	2012	CB和基金组织工作人员	2012
刚果民主共和国	MoF	2013		CB	2013	CB	2013
刚果共和国	MoF	2012		NSO	2013	CB	2008
哥斯达黎加	MoF和CB	2012		CB	2013	CB	2012
科特迪瓦	MoF	2011		MoF	2011	CB	2009
克罗地亚	MoF	2013		NSO	2012	CB	2013
塞浦路斯	Eurostat	2013		Eurostat	2013	Eurostat	2012
捷克共和国	MoF	2013		NSO	2013	NSO	2013
丹麦	NSO	2013		NSO	2013	NSO	2013
吉布提	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012

表F. 重要数据的记录（续）

国家	货币	历史数据来源 ¹	国民账户			
			最新实际数据	基年 ²	报告期 ³	链式加权方法的使用 ⁴
多米尼克	东加勒比元	NSO	2013	2006		
多米尼加共和国	多米尼加比索	CB	2013	1991		
厄瓜多尔	美元	CB	2012	2007		
埃及	埃及磅	其他	2012/13	2001/02	7月/6月	
萨尔瓦多	美元	CB	2012	1990		
赤道几内亚	中非法郎	MEP和CB	2006	2006		
厄立特里亚	厄立特里亚纳克法	基金组织工作人员	2006	2000		
爱沙尼亚	欧元	NSO	2013	2005		自1995
埃塞俄比亚	埃塞俄比亚比尔	NSO	2012/13	2010/11	7月/6月	
斐济	斐济元	NSO	2012	2008 ⁵		
芬兰	欧元	NSO	2013	2000		自1980
法国	欧元	NSO	2013	2005		自1980
加蓬	中非法郎	MoF	2010	2001		
冈比亚	冈比亚达拉西	NSO	2012	2004		
格鲁吉亚	格鲁吉亚拉里	NSO	2012	2000		自1996
德国	欧元	NSO	2013	2005		自1991
加纳	加纳塞地	NSO	2011	2006		
希腊	欧元	NSO	2013	2005		自2000
格林纳达	东加勒比元	NSO	2013	2006		
危地马拉	危地马拉格查尔	CB	2012	2001		自2001
几内亚	几内亚法郎	NSO	2009	2003		
几内亚比绍	中非法郎	NSO	2011	2005		
圭亚那	圭亚那元	NSO	2012	2006 ⁵		
海地	海地古德	NSO	2012/13	1986/87	10月/9月	
洪都拉斯	洪都拉斯伦皮拉	CB	2012	2000		
香港特区	港元	NSO	2013	2011		自1980
匈牙利	匈牙利福林	NSO	2012	2005		自2005
冰岛	冰岛克朗	NSO	2013	2000		自1990
印度	印度卢比	NSO	2012/13	2004/05	4月/3月	
印度尼西亚	印尼盾	NSO	2013	2000		
伊朗	伊朗里亚尔	CB	2011/12	1997/98	4月/3月	
伊拉克	伊拉克第纳尔	NSO	2013	1988		
爱尔兰	欧元	NSO	2012	2011		自2011
以色列	以色列新谢克尔	NSO	2012	2010		自1995
意大利	欧元	NSO	2012	2005		自1980
牙买加	牙买加元	NSO	2012	2007		
日本	日元	NSO和Nomura	2013	2005		自1980
约旦	约旦第纳尔	NSO	2013	1994		
哈萨克斯坦	哈萨克斯坦坚戈	NSO	2012	2007		自1994
肯尼亚	肯尼亚先令	NSO	2013	2000		
基里巴斯	澳元	NSO	2009	2006		
韩国	韩元	CB	2012	2005		自1980
科索沃	欧元	NSO	2012	2012		
科威特	科威特第纳尔	MEP和NSO	2012	2000		

国家	政府财政			价格 (CPI)		国际收支	
	历史数据来源 ¹	最新实际数据	报告期 ³	历史数据来源 ¹	最新实际数据	历史数据来源 ¹	最新实际数据
多米尼克	MoF	2012/13	7月/6月	NSO	2013	CB	2013
多米尼加共和国	MoF	2013		CB	2013	CB	2013
厄瓜多尔	CB和MoF	2012		NSO 和 CB	2012	CB	2012
埃及	MoF	2012/13	7月/6月	NSO	2012/13	CB	2012/13
萨尔瓦多	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
赤道几内亚	MoF	2012		MEP	2012	CB	2006
厄立特里亚	MoF	2008		NSO	2009	CB	2008
爱沙尼亚	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
埃塞俄比亚	MoF	2012/13	7月/6月	NSO	2012	CB	2012/13
斐济	MoF	2011		NSO	2013	CB	2012
芬兰	MoF	2012		NSO 和 Eurostat	2013	CB	2012
法国	NSO	2012		NSO	2013	CB	2013
加蓬	基金组织工作人员	2013		MoF	2013	CB	2006
冈比亚	MoF	2013		NSO	2013	CB和基金组织工作人员	2012
格鲁吉亚	MoF	2013		NSO	2013	NSO和CB	2012
德国	NSO和Eurostat	2013		NSO	2013	CB	2013
加纳	MoF	2011		NSO	2011	CB	2011
希腊	MoF	2012		NSO	2013	CB	2013
格林纳达	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
危地马拉	MoF	2012		NSO	2013	CB	2012
几内亚	MoF	2012		NSO	2013	CB和MEP	IMF工作人员估计
几内亚比绍	MoF	2011		NSO	2011	CB	2011
圭亚那	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012
海地	MoF	2012/13	10月/9月	NSO	2013	CB	2013
洪都拉斯	MoF	2012		CB	2013	CB	2012
香港特区	NSO	2012/13	4月/3月	NSO	2013	NSO	2011
匈牙利	MEP和Eurostat	2012		NSO	2013	CB	2012
冰岛	NSO	2013		NSO	2013	CB	2013
印度	MoF	2012/13	4月/3月	NSO	2012/13	CB	2012/13
印度尼西亚	MoF	2013		CEIC	2013	CEIC	2013
伊朗	MoF	2011/12	4月/3月	CB	2013	CB	2012
伊拉克	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
爱尔兰	MoF	2012		NSO	2012	NSO	2012
以色列	MoF	2012		Haver Analytics	2013	Haver Analytics	2012
意大利	NSO	2012		NSO	2012	NSO	2012
牙买加	MoF	2012/13	4月/3月	NSO	2013	CB	2012
日本	日本内阁办公室	2012		NSO 和 Nomura	2013	NSO 和 Nomura	2013
约旦	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
哈萨克斯坦	基金组织工作人员	2012		CB	2012	CB	2012
肯尼亚	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
基里巴斯	MoF	2010		NSO	2010	NSO	2009
韩国	MoF	2012		CB	2013	CB	2013
科索沃	MoF	2012		NSO	2012	CB	2011
科威特	MoF	2012		MEP 和 NSO	2012	CB	2012

表F. 重要数据的记录（续）

国家	货币	历史数据来源 ¹	国民账户			
			最新实际数据	基年 ²	报告期 ³	链式加权方法的使用 ⁴
吉尔吉斯共和国	吉尔吉斯斯坦索姆	NSO	2013	1995		
老挝	老挝基普	NSO	2011	2002		
拉脱维亚	拉脱维亚拉特	NSO	2013	2010		自1995
黎巴嫩	黎巴嫩磅	NSO	2011	2000		自2010
莱索托	莱索托洛蒂	NSO	2012	2004		
利比里亚	美元	CB	2011	1992		
利比亚	利比亚第纳尔	MEP	2009	2003		
立陶宛	立陶宛立特	NSO	2013	2005		自2005
卢森堡	欧元	NSO	2012	2005		自1995
前南斯拉夫马其顿共和国	马其顿代纳尔	NSO	2013	2005		
马达加斯加	马达加斯加阿里亚里	NSO	2012	2000		
马拉维	马拉威克瓦查	NSO	2009	2007		
马来西亚	马来西亚林吉特	NSO	2013	2005		
马尔代夫	马尔代夫拉菲亚	MEP	2012	2003		
马里	中非法郎	MoF	2011	1987		
马耳他	欧元	Eurostat	2012	2005		自2000
马绍尔群岛	美元	NSO	2011/12	2003/04	10月/9月	
毛里塔尼亚	毛里塔尼亚乌吉亚	NSO	2009	1998		
毛里求斯	毛里求斯卢比	NSO	2013	2000		自1999
墨西哥	墨西哥比索	NSO	2013	2008		
密克罗尼西亚	美元	NSO	2012	2004	10月/9月	
摩尔多瓦	摩尔多瓦列伊	NSO	2013	1995		
蒙古	蒙古图格里克	NSO	2012	2005		
黑山	欧元	NSO	2011	2006		
摩洛哥	摩洛哥迪尔汗	NSO	2013	1998		自1998
莫桑比克	莫桑比克梅蒂卡尔	NSO	2012	2000		
缅甸	缅元	MEP	2010/11	2010/11	4月/3月	
纳米比亚	纳米比亚元	NSO	2009	2000		
尼泊尔	尼泊尔卢比	NSO	2011/12	2000/01	8月/7月	
荷兰	欧元	NSO	2013	2005		自1980
新西兰	新西兰元	NSO	2011/12	1995/96		自1987
尼加拉瓜	尼加拉瓜科多巴	IMF工作人员	2012	2006		自1994
尼日尔	中非法郎	NSO	2010	2000		
尼日利亚	尼日利亚奈拉	NSO	2012	2000		
挪威	挪威克朗	NSO	2013	2011		自1980
阿曼	阿曼里亚尔	NSO	2012	2000		
巴基斯坦	巴基斯坦卢比	MoF	2012/13	2005/06	7月/6月	
帕劳	美元	MoF	2012	2005	10月/9月	
巴拿马	美元	NSO	2012	1996		
巴布亚新几内亚	巴布亚新几内亚基那	NSO和MOF	2012	1998		
巴拉圭	巴拉圭瓜拉尼	CB	2012	1994		
秘鲁	秘鲁新索尔	CB	2013	1994		
菲律宾	菲律宾比索	NSO	2013	2000		
波兰	波兰兹罗提	NSO	2013	2005		自1995
葡萄牙	欧元	NSO	2012	2006		自1980
卡塔尔	卡达里亚尔	NSO和MEP	2012	2004		
罗马尼亚	罗马尼亚列伊	NSO和Eurostat	2013	2005		自2000

国家	政府财政			价格 (CPI)		国际收支	
	历史数据来源 ¹	最新实际数据	报告期 ³	历史数据来源 ¹	最新实际数据	历史数据来源 ¹	最新实际数据
吉尔吉斯共和国	MoF	2013		NSO	2013	MoF	2012
老挝	MoF	2012/13	10月/9月	NSO	2013	CB	2011
拉脱维亚	MoF	2013		Eurostat	2013	CB	2013
黎巴嫩	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
莱索托	MoF	2012/13	4月/3月	NSO	2013	CB	2012
利比里亚	MoF	2012		CB	2013	CB	2012
利比亚	MoF	2011		NSO	2009	CB	2010
立陶宛	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
卢森堡	MoF	2012		NSO	2013	NSO	2012
前南斯拉夫马其顿共和国	MoF	2012		NSO	2013	CB	2013
马达加斯加	MoF	2012		NSO	2012	CB	2011
马拉维	MoF	2012/13	7月/6月	NSO	2013	NSO	2012
马来西亚	MoF	2012		NSO	2013	NSO	2013
马尔代夫	MoF和国库部	2011		CB	2010	CB	2009
马里	MoF	2012		MoF	2012	CB	2011
马耳他	Eurostat	2012		Eurostat	2012	NSO	2012
马绍尔群岛	MoF	2011/12	10月/9月	NSO	2013	NSO	2012
毛里塔尼亚	MoF	2012		NSO	2012	CB	2009
毛里求斯	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
墨西哥	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
密克罗尼西亚	MoF	2011/12	10月/9月	NSO	2012	NSO	2012
摩尔多瓦	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
蒙古	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
黑山	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
摩洛哥	MEP	2013		NSO	2013	外汇办公室	2013
莫桑比克	MoF	2012		NSO	2012	CB	2011
缅甸	MoF	2011/12	4月/3月	NSO	2012	基金组织工作人员	2012
纳米比亚	MoF	2008/09	4月/3月	NSO	2009	CB	2009
尼泊尔	MoF	2011/12	8月/7月	CB	2011/12	CB	2010/11
荷兰	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
新西兰	MoF	2012/13		NSO	2013	NSO	2012
尼加拉瓜	MoF	2012		CB	2012	基金组织工作人员	2012
尼日尔	MoF	2011		NSO	2011	CB	2010
尼日利亚	MoF	2012		NSO	2013	CB	2012
挪威	NSO和MoF	2012		NSO	2013	NSO	2012
阿曼	MoF	2011		NSO	2012	CB	2011
巴基斯坦	MoF	2012/13	7月/6月	MoF	2012/13	CB	2012/13
帕劳	MoF	2012	10月/9月	MoF	2011/12	MoF	2012
巴拿马	MEP	2012		NSO	2012	NSO	2012
巴布亚新几内亚	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012
巴拉圭	MoF	2012		CB	2012	CB	2012
秘鲁	MoF	2012		CB	2013	CB	2013
菲律宾	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
波兰	Eurostat	2013		NSO	2013	CB	2013
葡萄牙	NSO	2012		NSO	2012	CB	2012
卡塔尔	MoF	2012/13	4月/3月	NSO	2013	CB和基金组织工作人员	2012
罗马尼亚	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013

表F. 重要数据的记录（续）

国家	货币	历史数据来源 ¹	国民账户			
			最新实际数据	基年 ²	报告期 ³	链式加权方法的使用 ⁴
俄罗斯	卢布	NSO	2013	2008		自1995
卢旺达	卢旺达法郎	MoF	2012	2006		
萨摩亚	萨摩亚塔拉	NSO	2012/13	2002	7月/6月	
圣马力诺	欧元	NSO	2011	2007		
圣多美和普林西比	圣多美和普林西比多布拉	NSO	2010	2000		
沙特阿拉伯	沙特阿拉伯里亚尔	NSO和MEP	2013	1999		
塞内加尔	中非法郎	NSO	2011	2000		
塞尔维亚	塞尔维亚第纳尔	NSO	2012	2010		自2010
塞舌尔	塞舌尔卢比	NSO	2011	2006		
塞拉利昂	塞拉利昂利昂	NSO	2012	2006		自2010
新加坡	新加坡元	NSO	2013	2005		自2005
斯洛伐克共和国	欧元	Haver Analytics	2013	2005		自1993
斯洛文尼亚	欧元	NSO	2013	2000		自2000
所罗门群岛	所罗门群岛元	CB	2011	2004		
南非	南非兰特	CB	2012	2005		
南苏丹	南苏丹磅	NSO	2011	2010		
西班牙	欧元	NSO	2013	2008		自1995
斯里兰卡	斯里兰卡卢比	CB	2012	2002		
圣基茨和尼维斯	东加勒比元	NSO	2013	2006 ⁵		
圣卢西亚	东加勒比元	NSO	2013	2006		
圣文森特和格林纳丁斯	东加勒比元	NSO	2013	2006 ⁵		
苏丹	苏丹镑	NSO	2010	2008		
苏里南	苏里南元	NSO	2011	2007		
斯威士兰	斯威士兰里兰吉尼	NSO	2009	2000		
瑞典	瑞典克朗	NSO	2012	2012		自1993
瑞士	瑞士法郎	NSO	2013	2005		自1980
叙利亚	叙利亚镑	NSO	2010	2000		
中国台湾省	新台币	NSO	2013	2006		
塔吉克斯坦	塔吉克斯坦索莫尼	NSO	2012	1995		
坦桑尼亚	坦桑尼亚先令	NSO	2012	2001		
泰国	泰铢	NSO	2013	1988		
东帝汶	美元	MoF	2011	2010 ⁵		
多哥	中非法郎	NSO	2012	2000		
汤加	汤加潘加	CB	2012	2010/11	7月/6月	
特立尼达和多巴哥	特立尼达和多巴哥元	NSO	2011	2000		
突尼斯	突尼斯第纳尔	NSO	2012	2005		自2009
土耳其	土耳其里拉	NSO	2012	1998		
土库曼斯坦	土库曼斯坦新马纳特	NSO和IMF工作人员	2012	2005		自2000
图瓦卢	澳元	PFTAC顾问	2012	2005		
乌干达	乌干达先令	NSO	2013	2002		
乌克兰	乌克兰格里夫纳	国家统计局委员会	2013	2007		自2005
阿拉伯联合酋长国	阿联酋迪尔汗	NSO	2012	2007		
英国	英镑	NSO	2013	2010		自1980

国家	政府财政			价格 (CPI)		国际收支	
	历史数据来源 ¹	最新实际数据	报告期 ³	历史数据来源 ¹	最新实际数据	历史数据来源 ¹	最新实际数据
俄罗斯	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
卢旺达	MoF	2012		MoF	2012	CB	2012
萨摩亚	MoF	2010/11	7月/6月	NSO	2013	CB	2011/12
圣马力诺	MoF	2012		NSO	2012	...	...
圣多美和普林西比	MoF和海关	2012		NSO	2013	CB	2012
沙特阿拉伯	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
塞内加尔	MoF	2011		NSO	2011	CB和基金组织工作人员	2011
塞尔维亚	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
塞舌尔	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012
塞拉利昂	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012
新加坡	MoF	2011/12	4月/3月	NSO	2013	NSO	2013
斯洛伐克共和国	MoF和Eurostat	2013		Haver Analytics	2013	IFS	2013
斯洛文尼亚	MoF	2013		NSO	2013	NSO	2013
所罗门群岛	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012
南非	MoF	2012/13		NSO	2013	CB	2012
南苏丹	MoF	2012		NSO	2013	其他	2011
西班牙	MoF和Eurostat	2012		NSO	2013	CB	2013
斯里兰卡	MoF	2011		NSO	2012	CB	2011
圣基茨和尼维斯	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
圣卢西亚	MoF	2012/13	4月/3月	NSO	2013	CB	2013
圣文森特和格林纳丁斯	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
苏丹	MoF	2011		NSO	2010	CB	2011
苏里南	MoF	2012		NSO	2013	CB	2012
斯威士兰	MoF	2011/12	4月/3月	NSO	2012	CB	2010
瑞典	MoF	2012		NSO	2013	NSO	2012
瑞士	MoF	2011		NSO	2013	CB	2012
叙利亚	MoF	2009		NSO	2011	CB	2009
中国台湾省	MoF	2012		NSO	2013	CB	2013
塔吉克斯坦	MoF	2012		NSO	2012	CB	2011
坦桑尼亚	MoF	2012/13	7月/6月	NSO	2013	CB	2011
泰国	MoF	2012/13	10月/9月	NSO	2013	CB	2013
东帝汶	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012
多哥	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
汤加	CB和MoF	2012	7月/6月	CB	2012	CB和NSO	2012
特立尼达和多巴哥	MoF	2012/13	10月/9月	NSO	2013	CB和NSO	2011
突尼斯	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012
土耳其	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
土库曼斯坦	MoF	2012		NSO	2012	NSO和基金组织工作人员	2012
图瓦卢	基金组织工作人员	2012		NSO	2012	PFTAC顾问	2012
乌干达	MoF	2013		CB	2013/14	CB	2013
乌克兰	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
阿拉伯联合酋长国	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012
英国	NSO	2012		NSO	2013	NSO	2013

表F. 重要数据的记录（续）

国家	货币	历史数据来源 ¹	国民账户			
			最新实际数据	基年 ²	报告期 ³	链式加权方法的使用 ⁴
美国	美元	NSO	2013	2009		自1980
乌拉圭	乌拉圭比索	CB	2012	2005		
乌兹别克斯坦	乌兹别克斯坦苏姆	NSO	2012	1995		
瓦努阿图	瓦努阿图瓦图	NSO	2012	2006		
委内瑞拉	委内瑞拉玻利瓦尔	CB	2010	1997		
越南	越南盾	NSO	2013	2010		
也门	也门里亚尔	基金组织工作人员	2008	1990		
赞比亚	赞比亚克瓦查	NSO	2013	2000		
津巴布韦	美元	NSO	2012	2009		

来源：基金组织工作人员。

注：CPI=消费者价格。

¹ BEA=美国经济分析局；CB=中央银行；IFS=基金组织《国际金融统计》；MEP=经济和/或计划部；MoC=商务部；MoF=财政部；NSO=国家统计局；OECD=经济合作与发展组织；PFTAC=太平洋金融技术援助中心。

² 国民账户基年指的是其他各期用于参照、其价格水平作为分母来计算价格关系并推出指数的时期。

³ 报告期是日历年，除非另有说明。

⁴ 链式加权方法可以使一国更准确地衡量其GDP，减少和消除用过去较远年份的权数对组成部分进行平均计算得出的指数的数量序列的向下偏差问题。

⁵ 名义GDP的衡量方法与实际GDP不一样。

⁶ 2012年之前，是基于3月21日至3月20日；之后，是12月21日至12月20日。

国家	政府财政			价格 (CPI)		国际收支	
	历史数据来源 ¹	最新实际数据	报告期 ³	历史数据来源 ¹	最新实际数据	历史数据来源 ¹	最新实际数据
美国	BEA	2013		NSO	2013	NSO	2013
乌拉圭	MoF	2012		NSO	2013	CB	2012
乌兹别克斯坦	MoF	2012		NSO	2012	MEP	2012
瓦努阿图	MoF	2012		NSO	2012	CB	2012
委内瑞拉	MoF	2010		CB	2010	CB	2012
越南	MoF	2013		NSO	2013	CB	2012
也门	MoF	2009		NSO 和 CB	2009	NSO和基金组织工作人员	2009
赞比亚	MoF	2013		NSO	2013	CB	2013
津巴布韦	MoF	2012		NSO	2013	CB 和 MoF	2012

专栏 A1. 对若干经济体进行预测时的经济政策假设

财政政策假设

在《世界经济展望》中使用的短期财政政策假设，是基于官方公布的预算，并根据各国当局与基金组织工作人员在宏观经济假设和财政结果预测方面的差异做出调整。中期财政预测将认为有可能实施的政策措施纳入分析。当基金组织工作人员缺乏足够的信息、因而难以对一国当局的预算意图及政策实施前景做出评估时，如无特别说明，则假设该国的结构性基本差额保持不变。下面是对某些较先进的经济体采用的具体假设。（有关财政净贷款/借款和结构性差额的数据另见统计附录网上部分的表 B5 至 B9。¹）

阿根廷：2012 年预测是基于实际执行结果和基金组织工作人员的假设。对于以后几年，我们预测其财政余额将大致保持在目前水平。

澳大利亚：财政预测是基于澳大利亚统计局《2013-2014 年中经济和财政展望》以及基金组织工作人员的预测。

奥地利：预测考虑到了当局的中期财政框架以及与之相关的进一步落实的需求和有关风险。我们假设，在 2014 年，Hypo Alpe Adria 银行的违约处置计划预计会导致广义政府债务/GDP 比率上升 5.5 个百分点，赤字增加 1.2 个百分点。

比利时：基金组织工作人员对 2014 年及以后年份的预测以政策保持不变为基础。

巴西：对 2013 年财政执行结果的初步估计是基于截至 2014 年 1 月的可得信息。对 2014 年的预测考虑到了 2013 年 8 月提交的预算草案。对于以后年份，基金组织工作人员假设巴西将能够实现已经宣布的主要目标。

加拿大：预测采用了 2014 年经济行动方案（即 2014/15 财年预算）中的基线预测以及 2014 年省级预算。基金组织工作人员根据宏观经济预测中的差异对该预测进行了一些调整。基金组织工作人员的预测还包含加拿大统计局国民经济账户体系的最新数据（包括截至 2013 年第四季度末的联邦、省和地方的预算执行结果）。

¹产出缺口为实际产出与潜在产出之差占潜在产出的百分比。结构性余额以潜在产出的百分比表示。结构性余额为实际净贷款/借款减去周期性产出与潜在产出差异的影响，并剔除一次性因素和其他因素，例如资产和商品价格以及产出构成效应。因此，结构性余额的变化包括临时财政措施的影响、利率和偿债成本波动的影响以及净贷款/借款的其他非周期波动。结构性余额的计算是基于基金组织工作人员对潜在国内生产总值及收入和支出弹性的估计。（见 1993 年 10 月期《世界经济展望》，附录 1。）净债务被定义为总债务减去广义政府的金融资产，后者包括由社会保障体系持有的资产。对产出缺口和结构性余额的估计受大量不确定性因素的影响。

智利：预测基于当局的预算预测，并根据基金组织工作人员对 GDP 和铜价的预测进行了调整。

中国：财政整顿步伐很可能会放慢，这是因为将实施社会安全网和社会保障体系方面的改革，这些改革是十八届三中全会改革议程的一部分。

丹麦：2013-2015 年的预测与最新官方预算估算以及经济基本情况的预测保持一致，并根据基金组织工作人员的宏观经济假设酌情进行了调整。对于 2016-2019 年，预测包含了当局提交欧盟的“2013 年趋同计划”中所介绍的中期财政计划的要点。

法国：2014 年预测反映了预算法。2015-2017 年预测是基于 2013-2017 年多年预算、2013 年 4 月的稳定计划、2014 年预算附带的中期预测（根据宏观和金融变量各类假设的差异进行了调整）以及税收预测。2013 年 5 月 15 日，国民账户和财政账户的统计机构对 2011 年的财政数据进行了修正。2012 年的财政数据反映的是 2013 年 5 月统计机构发布的初步的执行结果数据。然而，对 2013 年的预测反映了我们与当局就月度收支变化情况所展开的讨论。

德国：2013 年估计值是德国联邦统计局的初步估算。基金组织工作人员对 2014 年和以后年份的预测反映了当局批准的核心联邦政府预算计划，并根据基金组织工作人员宏观经济框架中的差异以及关于州和地方政府财政动向、社会保险体系和特别基金的假设进行调整。总债务估计值包括，转移给即将关闭的机构、其他金融部门以及欧盟支持活动的受损资产和非核心业务。

希腊：2013 年的财政预测以及中期预测符合基金组织工作人员与该当局在中期贷款框架下讨论的政策。

香港特别行政区：预测是基于当局的中期财政支出预测。我们对 2015/16 财年余额进行了调整，以包含 500 亿港元的医疗改革支出。

匈牙利：财政预测包括基金组织工作人员对宏观经济框架以及近期立法措施的影响的预测，以及 2014 年预算中宣布的财政政策计划。

印度：历史数据是基于预算执行数据。预测是基于有关当局财政计划的现有信息，根据基金组织工作人员的假设进行了调整。地方数据的计入滞后两年；因此广义政府数据在中央政府数据发布的较长时间后才会最终确定。基金组织的数据列示方式不同于印度国民账户数据，特别是在股权出售和许可证拍卖收入、某些次要类别收入的净额和总额记录以及一些公共部门贷款方面。

印度尼西亚：2013-2018 年的基金组织预测基于燃料管理价格的逐渐上升、2014 年开始执行的

专栏 A1. (续)

新的社保计划，以及步伐适度的税收政策和行政管理改革。

爱尔兰：财政预测基于 2014 年预算。我们根据基金组织工作人员与爱尔兰当局宏观经济预测的差异对上述预测进行调整。

意大利：财政预测考虑到了政府在 2014 年预算计划中宣布的一系列财政政策，并根据不同增长前景和所估计的措施影响进行了调整。对周期性调整余额的估算纳入了 2013 年旨在清偿资本拖欠款项的支出，但这部分并未计入结构性余额。对于 2014 年之后的年份，基金组织工作人员预测其结构性余额将逐渐与意大利的财政规则相符合。根据规则，在未来若干年中，会有一些小幅的修正措施，但尚未明确。新一届政府的财政计划是在《世界经济展望》定稿后出台的，因此并未反应在统计数字里。

日本：预测数据考虑到了政府已经宣布的财政措施（包括消费税的提高、震后重建支出，以及财政刺激政策）。

韩国：中期预测考虑了政府宣布的中期整顿方案。

墨西哥：2014 年的财政预测与批准的预算大致相符；2014 年以后的预测假设遵守平衡预算规则。

荷兰：2012-2018 年的财政预测是基于经济政策分析局的预算预测，并根据宏观经济假设差异进行了调整。

新西兰：财政预测是基于当局的 2013 年半年期经济和财政最新情况和基金组织工作人员的估计。

葡萄牙：2013-2014 年的预测反映了当局在欧盟 / 基金组织支持的规划下所做承诺；之后的年份基于基金组织工作人员的估计。

俄罗斯：2013-2019 年的预测是基于 2012 年 12 月出台的基于石油价格的财政价格规则，基金组织工作人员做了调整。

沙特阿拉伯：当局的预算是基于对石油价格的保守假设——如果收入超过预算数额，则考虑调整支出分配。基金组织工作人员对其石油收入的预测是基于《世界经济展望》基准原油价格。在支出方面，工资的预测数据考虑到了根据当地月历每三年发放第 13 个月工资；中期资本支出预测与当局的国民发展规划中确定的重点相符。

新加坡：2013/2014 财年预测是基于预算数字。对于预测期内的剩余时间，基金组织工作人员假设政策保持不变。

南非：财政预测是基于当局 2013 年 10 月 23 日发布的中期预算政策声明。

西班牙：对于 2013 年及以后年份，财政预测基于 2013-2016 年“稳定计划更新”中提到的政策措施、2013 年 6 月欧盟委员会的经修正的财政建议、2013 年 10 月公布的 2014 年预算计划，以及 2013 年 12 月批准的 2014 年预算。

瑞典：财政预测基本符合当局基于 2014 年预算法案的预测。运用经合组织最新的“半弹性”计算了周期性情况对财政账户的影响。

瑞士：2012-2018 年的预测是基于基金组织工作人员的计算，其中考虑了为恢复联邦账户平衡和加强社会保障资金采取的措施。

土耳其：财政预测假设，根据目前的趋势和政策情况，经常性和资本性支出都将符合当局的 2013-2015 年中期规划。

英国：财政预测是基于英国财政部 2014 年 3 月宣布的 2014 年预算。基金组织工作人员对宏观经济和金融变量（如 GDP 增长）的各种预测之间存在差异，我们据此对当局的税收预测进行了调整。基金组织工作人员的预测还剔除了金融部门干预的暂时性影响，以及资产从皇家邮政养老金计划向公共部门转移对 2012-2013 年公共部门净投资的影响。实际政府消费和投资符合实际 GDP 增长趋势，但根据基金组织工作人员的意见，这个趋势未必与英国预算办公室的预测一致。英格兰银行资产购买计划所得利润的转移会影响广义政府的净利息支付。支付的时机不同将会对当局公布的财年基本余额和《世界经济展望》公布的日历年余额造成差异。

美国：财政预测是基于 2014 年 2 月国会预算办公室的基线数据，并根据基金组织工作人员的政策假设和宏观经济假设进行了调整。基线数据考虑了 2013 年《两党预算法案》的主要内容，包括在 2014 和 2015 财年部分撤销自动支出削减措施。这种撤销被预算其他领域的节余完全抵消。基金组织工作人员假设，2016 至 2021 财年，美国将继续部分取消自动支出削减，每年的幅度与 2014 和 2015 财年类似，后倾式措施将在强制性计划中创造节余以及额外税收收入。中期内，基金组织工作人员假设国会将继续对替代性最低税收标准以及对医疗支出（“DocFix”）进行定期调整，并将延长一些传统优惠项目（如研发税收优惠）。我们对财政预测数据进行了调整，以反映基金组织工作人员对主要宏观经济和金融变量的预测，以及金融部门支持措施的会计处理方法的差异，并转换为广义政府数据。多数序列的历史数据从 2001 年开始，因为可能不具备根据 2001 年《政府财政统计》编制的更早年份的数据。

专栏 A1. (续)

货币政策假设

货币政策假设是基于每个国家的既定政策框架。在多数情况下，这意味着在经济周期内采取非顺应性的政策态势：即，当经济指标显示通货膨胀将高于可接受的水平或范围时，提高官方利率；当经济指标显示通货膨胀不会超过可接受的水平或范围、产出增长低于潜在增长率，且经济体生产能力闲置较严重时，则降低官方利率。在此基础上，假设六个月期美元存款的伦敦银行同业市场拆借利率在 2014 年平均为 0.4%，在 2015 年平均为 0.8%（见表 1.1）。假设三个月期欧元存款的平均利率在 2014 年和 2015 年分别为 0.3% 和 0.4%。假设六个月期日元存款的平均利率在 2014 年和 2015 年为 0.2%。

澳大利亚：货币政策假设符合市场预期。

巴西：货币政策假设符合以下目标，即，在相关的时间跨度里，通货膨胀将逐步回到目标范围的中间区域。

加拿大：货币政策假设符合市场预期。

中国：货币政策将大体保持在当前态势，与当局宣布的维持稳定经济增长的目标相一致。

丹麦：货币政策将维持与欧元的钉住关系。

欧元区：欧元区成员国的货币政策假设符合市场预期。

香港特别行政区：基金组织工作人员假设货币局制度保持不变。

印度：政策（利率）假设是基于市场预测平均值。

印度尼西亚：货币政策的假设符合市场预期以及央行关于在 2014 年将通胀降低到目标区间的计划。

日本：当前的货币政策状况在预测期内保持不变，假设不实行进一步的紧缩或放松。

韩国：假设货币政策正常化将从 2014 年下半年开始，直到 2015 年底，政策利率都将上升。

墨西哥：货币假设与实现通胀目标相一致。

俄罗斯：货币预测假设提高汇率灵活性，这是向新的全面通胀目标体制过渡过程的一部分（如俄罗斯中央银行近期宣布的那样）。具体而言，假设政策利率将保持在现有水平，逐步减少对外汇市场的干预次数。

沙特阿拉伯：货币政策预测基于汇率继续钉住美元的情况。

新加坡：广义货币的增长预计将与名义 GDP 的增长预计保持一致。

南非：货币预测符合南非的 3%-6% 的通胀目标范围。

瑞典：货币预测符合瑞典银行的预测。

瑞士：货币政策变量反映了从国家当局和市场得到的历史数据。

土耳其：广义货币和长期债券收益率基于基金组织工作人员的预测。预测设定，短期存款利率的变化与美国类似工具的利率保持不变的利差。

英国：货币政策预测假设 2014 年年底之前政策利率和资产购买水平保持不变。

美国：考虑到经济增长疲软和通货膨胀低水平的前景，基金组织工作人员预期 2014 年年底之前联邦基金目标利率仍将保持在接近零的水平。这一假设符合联邦公开市场委员会在 2013 年 1 月会议后发表的（并在后续的几次会议中再次确认的）声明，即，鉴于眼下的经济状况，可能需要至少在 2014 年年底之前将联邦基金利率维持在异常低的水平。

表目

产出

- A1. 世界产出概况
- A2. 先进经济体：实际GDP和国内总需求
- A3. 先进经济体：实际GDP的构成
- A4. 新兴市场和发展中经济体：实际GDP

通货膨胀

- A5. 通货膨胀概况
- A6. 先进经济体：消费者价格
- A7. 新兴市场和发展中经济体：消费者价格

财政政策

- A8. 主要先进经济体：广义政府财政余额和债务

对外贸易

- A9. 世界贸易量和价格概况

经常账户交易

- A10. 经常账户差额概况
- A11. 先进经济体：经常账户差额
- A12. 新兴市场和发展中经济体：经常账户差额

国际收支与外部融资

- A13. 新兴市场和发展中经济体：净资金流动
- A14. 新兴市场和发展中经济体：私人资金流动

资金流动

- A15. 世界储蓄的来源与运用概况

中期基线预测

- A16. 世界中期基线预测概况

表A1. 世界产出概况¹
(年度百分比变化)

	平均值									预测		
	1996-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019
全球	3.7	5.2	5.3	2.7	-0.4	5.2	3.9	3.2	3.0	3.6	3.9	3.9
先进经济体	2.8	3.0	2.7	0.1	-3.4	3.0	1.7	1.4	1.3	2.2	2.3	2.1
美国	3.4	2.7	1.8	-0.3	-2.8	2.5	1.8	2.8	1.9	2.8	3.0	2.2
欧元区 ²	2.1	3.3	3.0	0.4	-4.4	2.0	1.6	-0.7	-0.5	1.2	1.5	1.5
日本	1.0	1.7	2.2	-1.0	-5.5	4.7	-0.5	1.4	1.5	1.4	1.0	1.1
其他先进经济体 ³	3.6	4.0	4.2	1.0	-2.4	4.5	2.7	1.5	2.1	2.9	2.9	3.0
新兴市场和发展中经济体	5.2	8.2	8.7	5.9	3.1	7.5	6.3	5.0	4.7	4.9	5.3	5.3
按地区分组												
独联体 ⁴	4.2	8.8	8.9	5.3	-6.4	4.9	4.8	3.4	2.1	2.3	3.1	3.2
亚洲新兴和发展中经济体	7.1	10.3	11.5	7.3	7.7	9.7	7.9	6.7	6.5	6.7	6.8	6.5
亚洲新兴和发展中经济体	4.0	6.4	5.3	3.3	-3.4	4.7	5.4	1.4	2.8	2.4	2.9	3.4
拉丁美洲和加勒比	2.9	5.6	5.8	4.3	-1.3	6.0	4.6	3.1	2.7	2.5	3.0	3.6
中东、北非、阿富汗和巴基 斯坦	4.9	6.7	6.0	5.1	2.8	5.2	3.9	4.2	2.4	3.2	4.4	4.5
中东和北非	4.9	6.8	6.0	5.1	3.0	5.5	3.9	4.1	2.2	3.2	4.5	4.4
撒哈拉以南非洲	4.7	6.3	7.1	5.7	2.6	5.6	5.5	4.9	4.9	5.4	5.5	5.4
备忘项												
欧盟	2.5	3.6	3.4	0.6	-4.4	2.0	1.7	-0.3	0.2	1.6	1.8	1.9
按分析标准分组												
按出口收入来源												
燃料	4.6	7.9	7.5	5.3	-1.2	5.1	4.8	4.4	2.4	3.0	3.9	3.9
非燃料	5.3	8.3	9.0	6.0	4.1	8.1	6.6	5.2	5.2	5.3	5.6	5.6
其中，初级产品	4.0	5.8	6.0	4.3	1.0	5.2	4.8	4.2	4.1	4.0	4.5	4.5
按外部融资来源												
净债务经济体	4.1	6.5	6.6	4.3	1.6	6.8	5.1	3.7	3.6	3.8	4.5	5.0
其中，官方融资	4.7	5.9	5.0	4.9	1.9	4.1	5.0	4.1	4.6	4.4	4.7	5.2
按净债务经济体的偿债情况												
2008-2012年有债务拖欠和/ 或债务重组的经济体	4.2	6.9	6.7	6.1	1.9	5.7	5.0	3.0	3.8	2.7	3.4	4.1
备忘项												
增长率中位数												
先进经济体	3.4	4.0	4.0	0.8	-3.7	2.3	1.9	0.9	0.9	1.9	2.2	2.2
新兴市场和发展中经济体	4.3	5.7	6.3	5.1	1.8	4.5	4.4	4.0	3.8	4.1	4.5	4.3
人均产出												
先进经济体	2.1	2.3	2.0	-0.6	-4.1	2.5	1.2	0.9	0.8	1.7	1.8	1.6
新兴市场和发展中经济体	3.9	6.9	7.4	4.5	2.0	6.4	5.2	4.0	3.6	3.8	4.3	4.3
按市场汇率计算的世界增长率	3.0	4.0	3.9	1.5	-2.1	4.1	3.0	2.5	2.4	3.1	3.3	3.3
全球产出总值（单位：10亿美元）												
以市场汇率	35,002	50,059	56,440	61,848	58,623	64,020	70,896	72,106	73,982	76,776	81,009	100,847
以购买力平价	44,472	62,474	67,466	70,558	70,627	75,099	79,381	83,258	86,995	91,093	96,256	121,265

¹ 实际GDP。

² 不包括拉脱维亚。

³ 在本表中，“其他先进经济体”指除美国、欧元区国家和日本之外的先进经济体，包括拉脱维亚。

⁴ 格鲁吉亚虽不属于独联体的成员国，但由于地理位置相近、经济结构相似，也将其编入其中。

表A2.先进经济体：实际GDP和国内总需求¹
(年度百分比变化)

	平均值 1996– 2005	预测											第四季度 ²					
		预测											预测					
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019	2013:Q4	2014:Q4	2015:Q4			
实际GDP																		
先进经济体	2.8	3.0	2.7	0.1	-3.4	3.0	1.7	1.4	1.3	2.2	2.3	2.1	2.1	2.1	2.4			
美国	3.4	2.7	1.8	-0.3	-2.8	2.5	1.8	2.8	1.9	2.8	3.0	2.2	2.6	2.7	3.0			
欧元区 ³	2.1	3.3	3.0	0.4	-4.4	2.0	1.6	-0.7	-0.5	1.2	1.5	1.5	0.5	1.3	1.5			
德国	1.2	3.9	3.4	0.8	-5.1	3.9	3.4	0.9	0.5	1.7	1.6	1.3	1.4	1.6	1.7			
法国	2.2	2.5	2.3	-0.1	-3.1	1.7	2.0	0.0	0.3	1.0	1.5	1.9	0.8	1.2	1.6			
意大利	1.4	2.2	1.7	-1.2	-5.5	1.7	0.4	-2.4	-1.9	0.6	1.1	0.9	-0.9	0.7	1.4			
西班牙	3.7	4.1	3.5	0.9	-3.8	-0.2	0.1	-1.6	-1.2	0.9	1.0	1.3	-0.2	1.1	0.9			
荷兰	2.7	3.4	3.9	1.8	-3.7	1.5	0.9	-1.2	-0.8	0.8	1.6	2.1	0.8	0.6	1.7			
比利时	2.2	2.7	2.9	1.0	-2.8	2.3	1.8	-0.1	0.2	1.2	1.2	1.5	1.0	1.1	1.3			
奥地利	2.4	3.7	3.7	1.4	-3.8	1.8	2.8	0.9	0.4	1.7	1.7	1.4	0.5	2.3	1.3			
希腊	3.7	5.5	3.5	-0.2	-3.1	-4.9	-7.1	-7.0	-3.9	0.6	2.9	2.8	-2.5	2.3	3.2			
葡萄牙	2.5	1.4	2.4	0.0	-2.9	1.9	-1.3	-3.2	-1.4	1.2	1.5	1.8	1.6	0.7	2.0			
芬兰	3.7	4.4	5.3	0.3	-8.5	3.4	2.8	-1.0	-1.4	0.3	1.1	1.8	-0.5	2.1	0.0			
爱尔兰	7.6	5.5	5.0	-2.2	-6.4	-1.1	2.2	0.2	-0.3	1.7	2.5	2.5	-0.6	-1.3	0.5			
斯洛伐克共和国	4.2	8.3	10.5	5.8	-4.9	4.4	3.0	1.8	0.9	2.3	3.0	3.6	1.4	2.9	3.0			
斯洛文尼亚	4.0	5.8	7.0	3.4	-7.9	1.3	0.7	-2.5	-1.1	0.3	0.9	1.9	1.9	-0.9	1.5			
卢森堡	4.8	4.9	6.6	-0.7	-5.6	3.1	1.9	-0.2	2.0	2.1	1.9	2.2	1.8	2.1	1.7			
拉脱维亚	6.9	11.0	10.0	-2.8	-17.7	-1.3	5.3	5.2	4.1	3.8	4.4	4.0	3.9	4.2	4.0			
爱沙尼亚	6.9	10.1	7.5	-4.2	-14.1	2.6	9.6	3.9	0.8	2.4	3.2	3.7	0.9	6.1	3.3			
塞浦路斯 ⁴	3.5	4.1	5.1	3.6	-1.9	1.3	0.4	-2.4	-6.0	-4.8	0.9	1.9	...	...	...
马耳他	...	2.6	4.1	3.9	-2.8	3.3	1.7	0.9	2.4	1.8	1.8	1.7	2.9	2.0	1.1			
日本	1.0	1.7	2.2	-1.0	-5.5	4.7	-0.5	1.4	1.5	1.4	1.0	1.1	2.5	1.2	0.5			
英国	3.4	2.8	3.4	-0.8	-5.2	1.7	1.1	0.3	1.8	2.9	2.5	2.4	2.7	3.0	1.9			
加拿大	3.3	2.6	2.0	1.2	-2.7	3.4	2.5	1.7	2.0	2.3	2.4	2.0	2.7	2.1	2.4			
韩国 ⁵	4.8	5.2	5.1	2.3	0.3	6.3	3.7	2.0	2.8	3.7	3.8	3.8	4.0	3.3	4.1			
澳大利亚	3.7	2.7	4.5	2.7	1.5	2.2	2.6	3.6	2.4	2.6	2.7	3.0	2.8	2.4	3.1			
中国台湾省	4.4	5.4	6.0	0.7	-1.8	10.8	4.2	1.5	2.1	3.1	3.9	4.5	2.3	2.2	5.9			
瑞典	3.1	4.3	3.3	-0.6	-5.0	6.6	2.9	0.9	1.5	2.8	2.6	2.4	3.1	2.1	2.6			
香港特别行政区	3.4	7.0	6.5	2.1	-2.5	6.8	4.8	1.5	2.9	3.7	3.8	4.0	2.9	3.9	3.8			
瑞士	1.7	3.8	3.8	2.2	-1.9	3.0	1.8	1.0	2.0	2.1	2.2	1.7	1.9	2.6	2.0			
新加坡	5.3	8.9	9.0	1.9	-0.6	15.1	6.0	1.9	4.1	3.6	3.6	3.8	5.5	2.6	4.2			
捷克共和国	3.0	7.0	5.7	3.1	-4.5	2.5	1.8	-1.0	-0.9	1.9	2.0	2.4	1.3	1.1	2.0			
挪威	2.9	2.3	2.7	0.0	-1.4	0.6	1.1	2.8	0.8	1.8	1.9	2.1	1.3	2.0	1.7			
以色列	3.6	5.8	6.9	4.5	1.2	5.7	4.6	3.4	3.3	3.2	3.4	3.5	3.2	3.3	3.3			
丹麦	2.1	3.4	1.6	-0.8	-5.7	1.4	1.1	-0.4	0.4	1.5	1.7	1.8	0.6	2.0	1.8			
新西兰	3.5	2.8	3.4	-0.8	-1.4	2.1	1.9	2.6	2.4	3.3	3.0	2.5	1.6	4.7	1.9			
冰岛	4.6	4.7	6.0	1.2	-6.6	-4.1	2.7	1.4	2.9	2.7	3.1	2.3	2.3	3.2	1.9			
圣马力诺	...	3.8	7.1	3.4	-9.5	-5.0	-8.5	-5.1	-3.2	0.0	2.2	2.9	...	...	...
备忘项																		
主要先进经济体	2.6	2.6	2.2	-0.3	-3.8	2.8	1.6	1.7	1.4	2.2	2.3	1.9	2.2	2.1	2.2			
实际国内总需求																		
先进经济体	2.9	2.8	2.3	-0.4	-3.8	2.9	1.4	1.1	1.0	2.0	2.2	2.0	1.9	1.8	2.3			
美国	3.9	2.6	1.1	-1.3	-3.8	2.9	1.7	2.6	1.7	2.6	3.1	2.2	2.3	2.8	3.2			
欧元区	2.0	3.1	2.8	0.3	-3.7	1.2	0.7	-2.2	-1.0	0.9	1.0	1.4	0.1	1.0	1.1			
德国	0.6	2.8	2.0	1.0	-2.3	2.3	2.8	-0.2	0.5	1.4	1.3	1.3	0.5	2.1	1.3			
法国	2.3	2.4	3.2	0.3	-2.6	1.8	2.0	-0.9	0.4	1.0	1.0	1.7	1.2	0.8	1.1			
意大利	1.8	2.1	1.4	-1.2	-4.4	2.1	-0.9	-5.1	-3.0	0.5	0.7	0.9	-1.0	0.2	1.1			
西班牙	4.4	5.2	4.1	-0.5	-6.3	-0.6	-2.0	-4.1	-2.7	0.5	0.3	0.7	-0.6	0.6	0.4			
日本	0.7	0.9	1.1	-1.3	-4.0	2.9	0.4	2.3	1.8	1.5	0.6	1.1	3.0	0.5	0.2			
英国	3.8	2.4	3.4	-1.6	-6.3	2.4	-0.1	1.2	1.9	2.8	2.3	2.3	2.7	2.5	2.0			
加拿大	3.4	3.9	3.4	2.8	-2.7	5.2	2.9	2.2	1.8	2.0	2.0	1.9	2.3	1.6	2.1			
其他先进经济体 ⁶	3.3	4.2	5.0	1.5	-2.9	5.7	2.9	2.0	1.9	2.5	2.7	3.2	2.6	1.4	3.6			
备忘项																		
主要先进经济体	2.8	2.4	1.7	-0.8	-3.8	2.8	1.4	1.5	1.3	2.1	2.2	1.9	2.0	2.0	2.2			

¹ 在本表及其他表中，如经济体不按字母顺序排列，则根据经济规模排序。

² 自上一年的第四季度开始。

³ 不包括拉脱维亚。

⁴ 鉴于存在相当大的宏观经济政策不确定性，不具备该变量的预测。2013年国民账户数据是指工作人员在进行规划第三次检查时所作估计，可能还有修改。

⁵ 韩国的实际GDP序列的基年是2005年。这没有反映出2014年3月26日发布的经修订的国民账户数据（当时《世界经济展望》已经最终定稿）。这些全面的修订包括实施2008年《国民账户体系》以及将基年更新至2010年。这些修订使2013年实际GDP增长从2.8%上调到3%。

⁶ 在本表中，“其他先进经济体”指除七国集团（加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国）和欧元区国家之外的、但包括拉脱维亚在内的先进经济体。

表A3.先进经济体：实际GDP的构成
(年度百分比变化)

	平均值										预测	
	1996-2005	2006-15	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
私人消费支出												
先进经济体	3.0	1.4	2.6	2.4	0.1	-1.1	2.0	1.5	1.2	1.3	1.9	2.1
美国	3.9	1.8	3.0	2.2	-0.4	-1.6	2.0	2.5	2.2	2.0	2.7	2.9
欧元区 ¹	2.0	0.4	2.1	1.7	0.4	-1.0	1.0	0.3	-1.4	-0.7	0.6	1.0
德国	0.9	0.9	1.6	-0.2	0.7	0.3	1.0	2.3	0.7	1.0	1.0	1.1
法国	2.3	0.9	2.2	2.4	0.2	0.3	1.6	0.6	-0.3	0.4	0.9	1.0
意大利	1.6	-0.5	1.4	1.1	-0.8	-1.6	1.5	-0.3	-4.0	-2.6	-0.2	0.5
西班牙	3.8	-0.1	4.0	3.5	-0.6	-3.7	0.2	-1.2	-2.8	-2.1	1.2	0.9
日本	1.0	0.9	1.1	0.9	-0.9	-0.7	2.8	0.3	2.0	1.9	0.7	0.6
英国	4.1	0.9	1.8	2.7	-1.0	-3.6	1.0	-0.4	1.5	2.3	2.4	2.6
加拿大	3.4	2.5	4.1	4.2	2.9	0.3	3.4	2.3	1.9	2.2	2.2	2.1
其他先进经济体 ²	3.6	2.6	3.9	4.8	1.1	0.1	3.8	2.8	2.1	2.1	2.6	2.8
备忘项												
主要先进经济体	2.8	1.3	2.4	1.9	-0.2	-1.2	1.9	1.7	1.4	1.6	1.9	2.1
公共消费												
先进经济体	2.2	1.0	1.7	1.8	2.3	3.1	0.9	-0.7	0.3	-0.1	0.4	0.4
美国	2.0	0.4	1.1	1.4	2.5	3.7	0.1	-2.7	-0.2	-2.0	-0.6	0.1
欧元区 ¹	1.8	0.9	2.1	2.2	2.3	2.6	0.6	-0.1	-0.5	0.2	0.3	-0.2
德国	0.9	1.4	0.9	1.4	3.2	3.0	1.3	1.0	1.0	0.7	0.9	0.9
法国	1.4	1.2	1.4	1.5	1.3	2.5	1.8	0.4	1.4	1.7	0.4	-0.1
意大利	1.8	-0.3	0.5	1.0	0.6	0.8	-0.4	-1.3	-2.6	-0.8	-0.1	-0.4
西班牙	4.2	0.9	4.6	5.6	5.9	3.7	1.5	-0.5	-4.8	-2.3	-1.7	-2.2
日本	2.4	1.3	0.0	1.1	-0.1	2.3	1.9	1.2	1.7	2.2	1.7	1.0
英国	2.8	0.9	2.2	0.7	2.1	0.7	0.5	0.0	1.6	0.9	1.2	-0.5
加拿大	1.7	2.1	3.1	2.8	4.6	3.3	2.7	0.8	1.1	0.8	1.0	1.0
其他先进经济体 ²	2.8	2.5	3.0	3.0	2.8	3.5	2.5	1.7	2.0	2.4	2.0	1.7
备忘项												
主要先进经济体	2.0	0.7	1.1	1.3	2.1	2.9	0.7	-1.1	0.4	-0.5	0.2	0.4
固定资本形成总额												
先进经济体	3.5	0.5	3.9	2.5	-3.0	-11.9	1.8	2.5	1.9	0.9	3.4	4.0
美国	5.1	0.5	2.2	-1.2	-4.8	-13.1	1.1	3.4	5.5	2.9	4.0	6.3
欧元区 ¹	2.7	-0.6	5.6	5.2	-1.4	-12.8	-0.4	1.6	-4.1	-3.0	2.2	2.6
德国	0.0	1.7	8.9	5.1	0.7	-12.2	5.4	7.0	-1.4	-0.6	3.2	2.5
法国	3.3	0.5	4.0	6.3	0.4	-10.6	1.5	3.0	-1.2	-2.1	1.9	2.7
意大利	2.6	-2.1	3.4	1.8	-3.7	-11.7	0.6	-2.2	-8.0	-4.7	1.9	2.6
西班牙	6.2	-3.5	7.1	4.5	-4.7	-18.0	-5.5	-5.4	-7.0	-5.1	0.6	1.2
日本	-0.8	-0.4	1.5	0.3	-4.1	-10.6	-0.2	1.4	3.4	2.6	2.6	-0.2
英国	4.5	0.0	5.6	7.5	-6.9	-16.7	2.8	-2.4	0.7	-0.5	7.7	5.2
加拿大	5.9	2.2	6.2	3.2	1.6	-12.0	11.3	4.2	4.3	0.0	1.6	3.0
其他先进经济体 ²	3.4	2.6	5.6	6.3	0.1	-6.3	6.6	3.7	1.9	2.2	2.8	3.2
备忘项												
主要先进经济体	3.4	0.4	3.4	1.2	-3.6	-12.6	1.9	2.7	2.9	1.4	3.6	4.3

表A3.先进经济体：实际GDP的构成（续）
（年度百分比变化）

	平均值										预测	
	1996-2005	2006-15	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
最终国内需求												
先进经济体	2.9	1.2	2.7	2.3	-0.2	-2.7	1.8	1.4	1.2	1.0	1.9	2.2
美国	3.9	1.3	2.6	1.4	-0.9	-3.0	1.5	1.8	2.4	1.6	2.5	3.2
欧元区 ¹	2.1	0.3	2.8	2.5	0.4	-2.8	0.6	0.4	-1.7	-0.9	0.8	1.0
德国	0.7	1.2	2.8	1.2	1.1	-1.6	1.8	2.9	0.4	0.6	1.4	1.3
法国	2.2	0.9	2.4	3.0	0.5	-1.4	1.6	1.0	-0.1	0.3	0.9	1.0
意大利	1.9	-0.8	1.6	1.2	-1.2	-3.2	0.9	-0.9	-4.5	-2.6	0.2	0.7
西班牙	4.5	-0.7	5.0	4.1	-0.7	-6.2	-0.9	-2.0	-4.1	-2.7	0.5	0.3
日本	0.8	0.7	1.0	0.8	-1.6	-2.3	2.0	0.7	2.2	2.1	1.3	0.5
英国	3.9	0.8	2.5	3.1	-1.4	-4.8	1.2	-0.6	1.4	1.6	2.9	2.3
加拿大	3.6	2.4	4.4	3.7	2.9	-1.9	5.0	2.4	2.3	1.4	1.8	2.1
其他先进经济体 ²	3.3	2.5	4.0	4.9	1.1	-0.9	4.2	2.8	2.0	2.1	2.6	2.7
备忘项												
主要先进经济体	2.8	1.1	2.3	1.6	-0.6	-2.8	1.7	1.4	1.5	1.2	2.0	2.2
库存积累²												
先进经济体	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.2	-1.1	1.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0
美国	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.5	-0.8	1.5	-0.2	0.2	0.2	0.1	0.0
欧元区 ¹	0.0	0.0	0.3	0.3	-0.1	-1.0	0.6	0.3	-0.5	-0.1	0.1	0.0
德国	-0.1	0.0	0.1	0.8	-0.1	-0.6	0.5	0.0	-0.5	-0.1	0.0	0.0
法国	0.1	-0.1	0.1	0.2	-0.2	-1.2	0.2	1.1	-0.9	0.1	0.0	0.0
意大利	-0.1	0.0	0.5	0.2	0.0	-1.2	1.1	-0.1	-0.7	-0.4	0.3	0.0
西班牙	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
日本	0.0	0.0	-0.1	0.3	0.2	-1.5	0.9	-0.2	0.1	-0.3	0.1	0.1
英国	0.0	0.0	-0.1	0.3	-0.2	-1.5	1.2	0.4	-0.2	0.3	0.0	0.0
加拿大	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.0	-0.8	0.2	0.5	0.0	0.4	0.0	-0.1
其他先进经济体 ²	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	-1.9	1.4	0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.0
备忘项												
主要先进经济体	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.3	-1.0	1.1	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0
对外差额³												
先进经济体	-0.1	0.3	0.2	0.4	0.5	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
美国	-0.6	0.2	-0.1	0.6	1.1	1.1	-0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.3
欧元区 ¹	0.1	0.4	0.2	0.2	0.1	-0.7	0.7	0.9	1.5	0.5	0.4	0.4
德国	0.5	0.4	1.2	1.5	-0.1	-3.0	1.7	0.7	1.1	0.0	0.4	0.3
法国	-0.1	0.0	0.0	-0.9	-0.3	-0.5	-0.1	-0.1	1.0	-0.1	0.0	0.5
意大利	-0.3	0.5	0.1	0.3	0.0	-1.2	-0.4	1.5	2.6	0.8	0.6	0.4
西班牙	-0.7	1.0	-1.4	-0.8	1.5	2.9	0.4	2.1	2.5	1.5	0.4	0.6
日本	0.2	0.0	0.8	1.0	0.2	-2.0	2.0	-0.8	-0.7	-0.2	-0.2	0.3
英国	-0.6	0.2	0.2	-0.1	0.9	0.9	-0.5	1.2	-0.7	0.1	0.0	0.1
加拿大	-0.2	-0.7	-1.4	-1.5	-1.9	0.0	-2.0	-0.4	-0.6	0.3	0.4	0.4
其他先进经济体 ²	0.6	0.7	0.9	0.7	0.4	1.6	0.6	0.6	0.2	0.6	0.9	0.8
备忘项												
主要先进经济体	-0.3	0.2	0.2	0.5	0.5	0.0	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0

¹ 不包括拉脱维亚。

² 在本表中，“其他先进经济体”指除七国集团（加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国）和欧元区国家之外，但包括拉脱维亚在内的先进经济体。

³ 变化以相对上期GDP的百分比变化表示。

表A4. 新兴和发展中经济体：实际GDP
(年度百分比变化)

	平均值										预测		
	1996-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019	
独联体^{1,2}	4.2	8.8	8.9	5.3	-6.4	4.9	4.8	3.4	2.1	2.3	3.1	3.2	
俄罗斯	3.8	8.2	8.5	5.2	-7.8	4.5	4.3	3.4	1.3	1.3	2.3	2.5	
除俄罗斯外	5.0	10.6	9.9	5.6	-3.1	6.0	6.1	3.3	3.9	5.3	5.7	5.0	
亚美尼亚	8.6	13.2	13.7	6.9	-14.1	2.2	4.7	7.1	3.2	4.3	4.5	5.0	
阿塞拜疆	9.5	34.5	25.0	10.8	9.3	5.0	0.1	2.2	5.8	5.0	4.6	4.2	
白俄罗斯	6.9	10.0	8.7	10.3	0.1	7.7	5.5	1.7	0.9	1.6	2.5	2.8	
格鲁吉亚	6.5	9.4	12.3	2.3	-3.8	6.3	7.2	6.2	3.2	5.0	5.0	5.0	
哈萨克斯坦	6.4	10.7	8.9	3.3	1.2	7.3	7.5	5.0	6.0	5.7	6.1	5.4	
吉尔吉斯共和国	4.7	3.1	8.5	7.6	2.9	-0.5	6.0	-0.9	10.5	4.4	4.9	5.2	
摩尔多瓦	2.2	4.8	3.0	7.8	-6.0	7.1	6.8	-0.7	8.9	3.5	4.5	4.0	
塔吉克斯坦	6.0	7.0	7.8	7.9	3.9	6.5	7.4	7.5	7.4	6.2	5.7	5.8	
土库曼斯坦	9.9	11.0	11.1	14.7	6.1	9.2	14.7	11.1	10.2	10.7	12.5	8.3	
乌克兰 ³	2.8	7.4	7.6	2.3	-14.8	4.1	5.2	0.2	0.0	...	...	...
乌兹别克斯坦	4.6	7.5	9.5	9.0	8.1	8.5	8.3	8.2	8.0	7.0	6.5	5.5	
亚洲新兴和发展中经济体	7.1	10.3	11.5	7.3	7.7	9.7	7.9	6.7	6.5	6.7	6.8	6.5	
孟加拉国	5.4	6.5	6.3	6.0	5.9	6.4	6.5	6.1	5.8	6.0	6.5	7.0	
不丹	6.9	7.0	12.6	10.8	5.7	9.3	10.1	6.5	5.0	6.4	7.6	8.0	
文莱达鲁萨兰国	1.7	4.4	0.2	-1.9	-1.8	2.6	3.4	0.9	-1.2	5.4	3.0	3.5	
柬埔寨	8.3	10.8	10.2	6.7	0.1	6.1	7.1	7.3	7.0	7.2	7.3	7.5	
中国	9.2	12.7	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.5	7.3	6.5	
斐济共和国	2.5	1.9	-0.9	1.0	-1.4	3.0	2.7	1.7	3.0	2.3	2.3	2.4	
印度	6.4	9.3	9.8	3.9	8.5	10.3	6.6	4.7	4.4	5.4	6.4	6.8	
印度尼西亚	2.6	5.5	6.3	6.0	4.6	6.2	6.5	6.3	5.8	5.4	5.8	6.0	
基里巴斯	2.3	-4.5	7.5	2.8	-0.7	-0.5	2.7	2.8	2.9	2.7	2.0	2.0	
老挝人民民主共和国	6.0	8.6	7.8	7.8	7.5	8.1	8.0	7.9	8.2	7.5	7.8	7.5	
马来西亚	4.7	5.6	6.3	4.8	-1.5	7.4	5.1	5.6	4.7	5.2	5.0	5.0	
马尔代夫	6.7	19.6	10.6	12.2	-3.6	7.1	6.5	0.9	3.7	4.2	4.5	4.8	
马绍尔群岛	...	1.9	3.8	-2.0	-1.8	5.9	0.6	3.2	0.8	3.2	1.7	1.5	
密克罗尼西亚	0.2	-0.2	-2.1	-2.6	1.0	2.5	2.1	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7	
蒙古	4.6	8.6	10.2	8.9	-1.3	6.4	17.5	12.4	11.7	12.9	7.7	8.8	
缅甸	...	13.1	12.0	3.6	5.1	5.3	5.9	7.3	7.5	7.8	7.8	7.7	
尼泊尔	4.2	3.4	3.4	6.1	4.5	4.8	3.4	4.9	3.6	4.5	4.5	5.0	
帕劳	...	-1.4	1.7	-5.5	-10.7	3.2	5.2	5.5	-0.2	1.8	2.2	2.2	
巴布亚新几内亚	1.5	2.3	7.2	6.6	6.1	7.7	10.7	8.1	4.6	6.0	21.6	3.7	
菲律宾	4.1	5.2	6.6	4.2	1.1	7.6	3.6	6.8	7.2	6.5	6.5	6.0	
萨摩亚	4.2	2.1	1.8	4.3	-5.1	0.5	1.4	2.9	-0.3	1.6	1.9	2.0	
所罗门群岛	0.1	4.0	6.4	7.1	-4.7	7.8	10.7	4.9	2.9	4.0	3.6	3.6	
斯里兰卡	4.3	7.7	6.8	6.0	3.5	8.0	8.2	6.3	7.3	7.0	6.5	6.5	
泰国	2.7	5.1	5.0	2.5	-2.3	7.8	0.1	6.5	2.9	2.5	3.8	4.5	
东帝汶 ⁴	...	-3.2	11.6	14.6	12.8	9.5	12.0	9.3	8.4	9.0	8.8	9.1	
汤加	1.2	-2.8	-1.4	2.6	3.3	3.1	1.9	0.7	1.0	1.6	1.7	1.7	
图瓦卢	...	2.1	6.4	8.0	-4.4	-2.7	8.5	0.2	1.1	1.6	1.9	1.9	
瓦努阿图	1.9	8.5	5.2	6.5	3.3	1.6	1.2	1.8	2.8	3.5	4.5	4.0	
越南	7.1	7.0	7.1	5.7	5.4	6.4	6.2	5.2	5.4	5.6	5.7	6.0	
欧洲新兴和发展中经济体	4.0	6.4	5.3	3.3	-3.4	4.7	5.4	1.4	2.8	2.4	2.9	3.4	
阿尔巴尼亚	5.7	5.4	5.9	7.5	3.3	3.8	3.1	1.3	0.7	2.1	3.3	4.7	
波斯尼亚和黑塞哥维那	...	5.7	6.0	5.6	-2.7	0.8	1.0	-1.2	1.2	2.0	3.2	4.0	
保加利亚	2.4	6.5	6.4	6.2	-5.5	0.4	1.8	0.6	0.9	1.6	2.5	3.0	
克罗地亚	3.9	4.9	5.1	2.1	-6.9	-2.3	-0.2	-1.9	-1.0	-0.6	0.4	2.0	
匈牙利	3.6	3.9	0.1	0.9	-6.8	1.1	1.6	-1.7	1.1	2.0	1.7	1.7	
科索沃	...	3.4	8.3	7.2	3.5	3.2	4.4	2.5	2.5	3.9	4.5	4.5	
立陶宛	6.2	7.8	9.8	2.9	-14.8	1.6	6.0	3.7	3.3	3.3	3.5	3.8	
前南斯拉夫的马其顿共和国	2.3	5.0	6.1	5.0	-0.9	2.9	2.8	-0.4	3.1	3.2	3.4	4.0	
黑山共和国	...	8.6	10.7	6.9	-5.7	2.5	3.2	-2.5	3.4	2.8	2.9	3.1	
波兰	4.2	6.2	6.8	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.6	3.1	3.3	3.6	
罗马尼亚	2.2	7.9	6.3	7.3	-6.6	-1.1	2.2	0.7	3.5	2.2	2.5	3.5	
塞尔维亚	...	3.6	5.4	3.8	-3.5	1.0	1.6	-1.5	2.5	1.0	1.5	4.0	
土耳其	4.3	6.9	4.7	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.2	4.3	2.3	3.1	3.5	

表A4. 新兴市场和发展中经济体：实际GDP（续）
（年度百分比变化）

	平均值										预测		
	1996-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019	
拉丁美洲和加勒比	2.9	5.6	5.8	4.3	-1.3	6.0	4.6	3.1	2.7	2.5	3.0	3.6	
安提瓜和巴布达	3.9	12.7	7.1	1.5	-10.7	-8.6	-2.1	2.8	0.5	1.6	1.9	2.2	
阿根廷 ⁵	2.3	8.5	8.7	6.8	0.9	9.2	8.9	1.9	4.3	0.5	1.0	2.0	
巴哈马	4.0	2.5	1.4	-2.3	-4.2	1.0	1.7	1.8	1.9	2.3	2.8	2.3	
巴巴多斯	2.0	5.7	1.7	0.3	-4.1	0.2	0.8	0.0	-0.7	-1.2	0.9	2.3	
伯利兹	5.7	4.7	1.2	3.8	0.3	3.1	2.1	4.0	1.6	2.5	2.5	2.5	
玻利维亚	3.3	4.8	4.6	6.1	3.4	4.1	5.2	5.2	6.8	5.1	5.0	5.0	
巴西	2.4	4.0	6.1	5.2	-0.3	7.5	2.7	1.0	2.3	1.8	2.7	3.5	
智利	4.3	5.8	5.2	3.2	-0.9	5.7	5.7	5.4	4.2	3.6	4.1	4.5	
哥伦比亚	2.3	6.7	6.9	3.5	1.7	4.0	6.6	4.2	4.3	4.5	4.5	4.5	
哥斯达黎加	4.5	8.8	7.9	2.7	-1.0	5.0	4.5	5.1	3.5	3.8	4.1	4.5	
多米尼克	1.9	4.6	6.0	7.8	-1.1	1.2	0.2	-1.1	0.8	1.7	1.7	1.9	
多米尼加共和国	5.2	10.7	8.5	5.3	3.5	7.8	4.5	3.9	4.1	4.5	4.1	4.0	
厄瓜多尔	3.0	4.4	2.2	6.4	0.6	3.5	7.8	5.1	4.2	4.2	3.5	3.5	
萨尔瓦多	2.7	3.9	3.8	1.3	-3.1	1.4	2.2	1.9	1.6	1.6	1.7	2.0	
格林纳达	5.9	-4.0	6.1	0.9	-6.6	-0.5	0.8	-1.8	1.5	1.1	1.2	2.5	
危地马拉	3.3	5.4	6.3	3.3	0.5	2.9	4.2	3.0	3.5	3.5	3.5	3.5	
圭亚那	1.6	5.1	7.0	2.0	3.3	4.4	5.4	4.8	4.8	4.3	4.0	3.3	
海地	1.0	2.2	3.3	0.8	3.1	-5.5	5.5	2.9	4.3	4.0	4.0	4.0	
洪都拉斯	3.8	6.6	6.2	4.2	-2.4	3.7	3.8	3.9	2.6	3.0	3.1	3.0	
牙买加	0.6	2.9	1.4	-0.8	-3.4	-1.4	1.4	-0.5	0.5	1.3	1.7	2.7	
墨西哥	3.4	5.0	3.1	1.4	-4.7	5.1	4.0	3.9	1.1	3.0	3.5	3.8	
尼加拉瓜	4.1	4.2	5.0	4.0	-2.2	3.6	5.4	5.2	4.2	4.0	4.0	4.0	
巴拿马	4.9	8.5	12.1	10.1	3.9	7.5	10.9	10.8	8.0	7.2	6.9	5.8	
巴拉圭	1.2	4.8	5.4	6.4	-4.0	13.1	4.3	-1.2	13.0	4.8	4.5	4.5	
秘鲁	3.3	7.7	8.9	9.8	0.9	8.8	6.9	6.3	5.0	5.5	5.8	5.8	
圣基茨和尼维斯	3.9	4.6	4.8	3.4	-3.8	-3.8	-1.9	-0.9	1.7	2.7	3.0	3.1	
圣卢西亚	2.0	7.2	1.4	4.7	-0.1	-0.7	1.4	-1.3	-1.5	0.3	1.0	2.2	
圣文森特和格林纳丁斯	3.8	6.0	3.0	-0.5	-2.0	-2.3	0.3	1.5	2.1	2.3	2.9	3.3	
苏里南	3.4	5.8	5.1	4.1	3.0	4.2	5.3	4.8	4.7	4.0	4.0	4.3	
特立尼达和多巴哥	7.9	13.2	4.8	3.4	-4.4	0.2	-2.6	1.2	1.6	2.2	2.2	1.6	
乌拉圭	1.2	4.1	6.5	7.2	2.2	8.9	6.5	3.9	4.2	2.8	3.0	3.8	
委内瑞拉	1.6	9.9	8.8	5.3	-3.2	-1.5	4.2	5.6	1.0	-0.5	-1.0	1.0	
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦	4.9	6.7	6.0	5.1	2.8	5.2	3.9	4.2	2.4	3.2	4.4	4.5	
阿富汗	...	5.4	13.3	3.9	20.6	8.4	6.5	14.0	3.6	3.2	4.5	5.6	
阿尔及利亚	4.3	1.7	3.4	2.4	1.6	3.6	2.8	3.3	2.7	4.3	4.1	4.3	
巴林	4.9	6.5	8.3	6.2	2.5	4.3	2.1	3.4	4.9	4.7	3.3	3.5	
吉布提	1.2	4.8	5.1	5.8	5.0	3.5	4.5	4.8	5.0	6.0	6.5	5.8	
埃及	4.8	6.8	7.1	7.2	4.7	5.1	1.8	2.2	2.1	2.3	4.1	4.0	
伊朗	5.1	6.2	6.4	0.6	3.9	5.9	2.7	-5.6	-1.7	1.5	2.3	2.4	
伊拉克	...	10.2	1.4	6.6	5.8	5.5	10.2	10.3	4.2	5.9	6.7	9.2	
约旦	4.8	8.1	8.2	7.2	5.5	2.3	2.6	2.7	3.3	3.5	4.0	4.5	
科威特	5.0	7.5	6.0	2.5	-7.1	-2.4	6.3	6.2	0.8	2.6	3.0	3.9	
黎巴嫩	3.5	1.6	9.4	9.1	10.3	8.0	2.0	1.5	1.0	1.0	2.5	4.0	
利比亚	3.1	6.5	6.4	2.7	-0.8	5.0	-62.1	104.5	-9.4	-7.8	29.8	3.5	
毛里塔尼亚	3.3	11.4	1.0	3.5	-1.2	4.3	4.0	7.0	6.7	6.8	6.5	10.7	
摩洛哥	4.4	7.8	2.7	5.6	4.8	3.6	5.0	2.7	4.5	3.9	4.9	5.6	
阿曼	3.1	5.5	6.7	13.2	3.3	5.6	4.5	5.0	5.1	3.4	3.4	3.7	
巴基斯坦	4.6	5.8	5.5	5.0	0.4	2.6	3.7	4.4	3.6	3.1	3.7	5.0	
卡塔尔	9.7	26.2	18.0	17.7	12.0	16.7	13.0	6.2	6.1	5.9	7.1	6.4	
沙特阿拉伯	3.3	5.6	6.0	8.4	1.8	7.4	8.6	5.8	3.8	4.1	4.2	4.3	
苏丹 ⁶	15.5	8.9	8.5	3.0	4.7	3.0	-1.2	-3.0	3.4	2.7	4.6	4.3	
叙利亚 ⁷	2.7	5.0	5.7	4.5	5.9	3.4	...	...	...	...	...	...
突尼斯	5.0	5.7	6.3	4.5	3.1	2.9	-1.9	3.6	2.7	3.0	4.5	4.5	
阿拉伯联合酋长国	5.8	9.8	3.2	3.2	-4.8	1.7	3.9	4.4	4.8	4.4	4.2	4.2	
也门	4.7	3.2	3.3	3.6	3.9	7.7	-12.7	2.4	4.4	5.1	4.4	4.7	

表A4. 新兴市场和发展中经济体：实际GDP（续完）
（年度百分比变化）

	平均值										预测		
	1996– 2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019	
撒哈拉以南非洲	4.7	6.3	7.1	5.7	2.6	5.6	5.5	4.9	4.9	5.4	5.5	5.4	
安哥拉	8.2	20.7	22.6	13.8	2.4	3.4	3.9	5.2	4.1	5.3	5.5	6.7	
贝宁	4.5	3.8	4.6	5.0	2.7	2.6	3.3	5.4	5.6	5.5	5.2	4.8	
博茨瓦纳	5.8	8.0	8.7	3.9	-7.8	8.6	6.1	4.2	3.9	4.1	4.4	3.8	
布基纳法索	6.6	6.3	4.1	5.8	3.0	8.4	5.0	9.0	6.8	6.0	7.0	7.0	
布隆迪	0.9	5.4	3.4	4.9	3.8	5.1	4.2	4.0	4.5	4.7	4.8	5.4	
佛得角	7.1	9.1	9.2	6.7	-1.3	1.5	4.0	1.0	0.5	3.0	3.5	4.0	
喀麦隆	4.2	3.2	2.8	3.6	1.9	3.3	4.1	4.6	4.6	4.8	5.1	5.4	
中非共和国	0.7	4.8	4.6	2.1	1.7	3.0	3.3	4.1	-36.0	1.5	5.3	5.7	
乍得	8.6	0.6	3.3	3.1	4.2	13.6	0.1	8.9	3.6	10.8	7.3	3.5	
科摩罗	2.1	1.2	0.5	1.0	1.8	2.1	2.2	3.0	3.5	4.0	4.0	4.0	
刚果民主共和国	-0.1	5.3	6.3	6.2	2.9	7.1	6.9	7.2	8.5	8.7	8.5	5.6	
刚果共和国	3.2	6.2	-1.6	5.6	7.5	8.7	3.4	3.8	4.5	8.1	5.8	2.6	
科特迪瓦	1.5	0.7	1.6	2.3	3.7	2.4	-4.7	9.8	8.1	8.2	7.7	5.7	
赤道几内亚	38.4	1.3	13.1	12.3	-8.1	-1.3	5.0	3.2	-4.9	-2.4	-8.3	-9.4	
厄立特里亚	1.8	-1.0	1.4	-9.8	3.9	2.2	8.7	7.0	1.3	2.3	1.9	3.6	
埃塞俄比亚	5.4	11.5	11.8	11.2	10.0	10.6	11.4	8.5	9.7	7.5	7.5	6.5	
加蓬	0.5	-1.9	6.3	1.7	-2.3	6.2	6.9	5.5	5.9	5.7	6.3	5.8	
冈比亚	4.4	1.1	3.6	5.7	6.4	6.5	-4.3	5.3	6.3	7.4	7.0	5.5	
加纳	4.9	6.1	6.5	8.4	4.0	8.0	15.0	7.9	5.4	4.8	5.4	3.8	
几内亚	3.7	2.5	1.8	4.9	-0.3	1.9	3.9	3.8	2.5	4.5	5.0	17.6	
几内亚比绍	0.2	2.1	3.2	3.2	3.0	3.5	5.3	-1.5	0.3	3.0	3.9	4.3	
肯尼亚	2.9	6.3	7.0	1.5	2.7	5.8	4.4	4.6	5.6	6.3	6.3	6.5	
莱索托	3.4	4.1	4.9	5.1	4.5	5.6	4.3	6.0	5.8	5.6	5.5	5.1	
利比里亚	...	8.4	12.9	6.0	5.1	6.1	7.9	8.3	8.0	7.0	8.7	7.4	
马达加斯加	3.1	5.4	6.5	7.2	-3.5	0.1	1.5	2.5	2.4	3.0	4.0	5.1	
马拉维	3.2	2.1	9.5	8.3	9.0	6.5	4.3	1.9	5.0	6.1	6.5	5.9	
马里	5.1	5.3	4.3	5.0	4.5	5.8	2.7	0.0	1.7	6.5	5.0	4.4	
毛里求斯	4.1	4.5	5.9	5.5	3.0	4.1	3.8	3.3	3.1	3.7	4.0	4.0	
莫桑比克	9.1	8.7	7.3	6.8	6.3	7.1	7.3	7.2	7.1	8.3	7.9	7.8	
纳米比亚	4.2	7.1	5.4	3.4	-1.1	6.3	5.7	5.0	4.3	4.3	4.5	4.7	
尼日尔	4.4	5.8	3.2	9.6	-0.7	8.4	2.3	11.1	3.6	6.5	5.9	8.3	
尼日利亚	7.1	6.2	7.0	6.0	7.0	8.0	7.4	6.6	6.3	7.1	7.0	6.7	
卢旺达	8.7	9.2	7.6	11.2	6.2	7.2	8.2	8.0	5.0	7.5	7.5	7.5	
圣多美和普林西比	2.6	12.6	2.0	9.1	4.0	4.5	4.9	4.0	4.0	5.0	5.5	6.0	
塞内加尔	4.4	2.5	4.9	3.7	2.4	4.3	2.1	3.5	4.0	4.6	4.8	5.2	
塞舌尔	2.8	9.4	10.4	-2.1	-1.1	5.9	7.9	2.8	3.6	3.7	3.8	3.4	
塞拉利昂	0.7	4.2	8.0	5.2	3.2	5.3	6.0	15.2	16.3	13.9	10.8	5.0	
南非	3.3	5.6	5.5	3.6	-1.5	3.1	3.6	2.5	1.9	2.3	2.7	3.0	
南苏丹	...	...	...	...	...	...	...	-47.6	24.4	7.1	17.6	5.8
斯威士兰	2.5	3.3	3.5	2.4	1.2	1.9	-0.6	1.9	2.8	2.1	2.1	2.1	
坦桑尼亚	5.5	6.7	7.1	7.4	6.0	7.0	6.4	6.9	7.0	7.2	7.0	6.9	
多哥	1.6	4.1	2.3	2.4	3.5	4.1	4.8	5.9	5.6	6.0	6.0	5.2	
乌干达	7.0	7.0	8.1	10.4	4.1	6.2	6.2	2.8	6.0	6.4	6.8	7.4	
赞比亚	3.8	6.2	6.2	5.7	6.4	7.6	6.8	7.2	6.0	7.3	7.1	6.0	
津巴布韦 ⁸	...	-3.6	-3.3	-16.4	8.2	11.4	11.9	10.6	3.0	4.2	4.5	4.0	

¹ 一些国家的数据是实际净物质生产总值（NMP）或基于净物质生产总值的估计值。由于一般情况下得不到可靠的可比数据，表中的数据仅可视为非正式的描述规模的大致序列数字。特别是，非正式经济的新私有企业的产出增长没有完全反映在近期的数据中。

² 格鲁吉亚虽不属于独联体成员国，但由于地理位置相近、经济结构相似，也将其编入其中。

³ 鉴于乌克兰当前的危机，不包括对乌克兰的预测。

⁴ 仅在本表中，东帝汶的数据是基于非石油GDP。

⁵ 数字是阿根廷官方GDP数据。基金组织已对阿根廷提出批评，并已要求阿根廷采取补救措施以解决数据质量问题。其他数据来源对2008年之后实际GDP增长的估计显著低于官方公布的增长率。在这一背景下，基金组织工作人员在阿根廷宏观经济监督中也使用GDP增长的其他预测指标。

⁶ 2011年的数据自当年7月9日后不包括南苏丹，2012年及以后的预测数据仅与当前的苏丹有关。

⁷ 2011年以后的数据不包括叙利亚，因为其政局不确定。

⁸ 津巴布韦于2009年初停止流通。数据是基于基金组织工作人员对以美元表示的价格和汇率变化情况的估计。基金组织工作人员对美元值的估计可能不同于当局的估计。实际GDP以2009年不变价格表示。

表A5. 通货膨胀概况
(百分比)

	平均值 1996– 2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	预测		
										2014	2015	2019
GDP平减指数												
先进经济体	1.7	2.1	2.2	1.9	0.8	1.0	1.3	1.2	1.2	1.5	1.5	1.8
美国	2.0	3.1	2.7	2.0	0.8	1.2	2.0	1.7	1.5	1.5	1.8	2.0
欧元区 ¹	1.7	1.8	2.4	2.0	1.0	0.8	1.2	1.3	1.4	1.2	1.4	1.6
日本	-1.0	-1.1	-0.9	-1.3	-0.5	-2.2	-1.9	-0.9	-0.6	1.6	1.0	1.3
其他先进经济体 ²	2.1	2.2	2.6	3.1	1.1	2.4	2.0	1.4	1.5	1.6	1.6	2.0
消费者价格												
先进经济体	2.0	2.4	2.2	3.4	0.1	1.5	2.7	2.0	1.4	1.5	1.6	2.0
美国	2.5	3.2	2.9	3.8	-0.3	1.6	3.1	2.1	1.5	1.4	1.6	2.0
欧元区 ^{1,3}	1.9	2.2	2.2	3.3	0.3	1.6	2.7	2.5	1.3	0.9	1.2	1.6
日本	-0.1	0.2	0.1	1.4	-1.3	-0.7	-0.3	0.0	0.4	2.8	1.7	2.0
其他先进经济体 ²	2.0	2.1	2.2	3.9	1.4	2.4	3.4	2.1	1.7	1.7	2.2	2.3
新兴市场和发展中经济体	10.0	5.8	6.5	9.2	5.4	5.9	7.3	6.0	5.8	5.5	5.2	4.6
按地区分组												
独联体 ⁴	24.8	9.5	9.7	15.6	11.2	7.2	10.1	6.5	6.4	6.6	6.1	5.8
亚洲新兴和发展中经济体	4.1	4.3	5.3	7.4	3.2	5.3	6.5	4.6	4.5	4.5	4.3	3.9
欧洲新兴和发展中经济体	27.0	5.9	6.0	7.9	4.7	5.4	5.4	5.8	4.1	4.0	4.1	4.0
拉丁美洲和加勒比 ⁵	10.1	5.3	5.4	7.9	5.9	6.0	6.6	5.9	6.8	...	...	...
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦	6.0	8.2	10.2	12.2	7.4	6.9	9.8	10.6	10.1	8.5	8.3	7.4
中东和北非	5.9	8.2	10.6	12.3	6.3	6.5	9.3	10.5	10.5	8.4	8.3	7.6
撒哈拉以南非洲	14.2	7.2	6.2	13.0	9.7	7.5	9.4	9.0	6.3	6.1	5.9	5.5
备忘项												
欧盟	3.5	2.3	2.4	3.7	0.9	2.0	3.1	2.6	1.5	1.1	1.4	1.8
按分析标准分组												
按出口收入来源												
燃料	17.0	9.4	10.4	14.3	9.0	7.8	9.8	9.0	10.2	9.0	8.1	7.2
非燃料	8.4	4.9	5.5	8.0	4.5	5.5	6.7	5.3	4.8	4.7	4.6	4.1
其中，初级产品	10.4	6.2	6.2	12.1	7.0	5.4	7.0	7.2	6.8	6.5	5.9	5.1
按外部融资来源												
净债务经济体	10.9	6.4	6.0	9.1	7.4	6.7	7.6	7.1	6.3	5.9	5.7	5.0
其中，官方融资	8.9	7.2	8.1	12.5	9.1	7.5	11.3	10.2	7.5	6.8	6.9	5.3
按净债务经济体偿债情况												
2008–2012年有债务拖欠和/或债务重组的经济体 ⁵	8.8	7.5	7.6	11.2	10.9	9.2	12.6	12.0	8.8	...	...	...
备忘项												
通货膨胀率中位数												
先进经济体	2.1	2.3	2.2	4.0	0.7	1.9	3.2	2.5	1.4	1.4	1.7	2.0
新兴市场和发展中经济体	5.2	6.1	6.1	10.3	4.2	4.2	5.7	4.6	3.9	3.9	4.0	4.0

¹ 不包括拉脱维亚。

² 在本表中，“其他先进经济体”指除美国、欧元区国家和日本之外，但包括拉脱维亚在内的先进经济体。

³ 基于欧盟统计局的协调消费者价格指数。

⁴ 格鲁吉亚虽不属于独联体成员国，但由于地理位置相近、经济结构相似，也将其编入其中。

⁵ 见表A7注释6。

表A6. 先进经济体：消费者价格¹
(年度百分比变化)

	平均值										预测			期末 ²		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	预测			预测			
										2014	2015	2019	2013	2014	2015	
先进经济体	2.0	2.4	2.2	3.4	0.1	1.5	2.7	2.0	1.4	1.5	1.6	2.0	1.2	1.6	1.7	
美国	2.5	3.2	2.9	3.8	-0.3	1.6	3.1	2.1	1.5	1.4	1.6	2.0	1.2	1.5	1.7	
欧元区 ^{3,4}	1.9	2.2	2.2	3.3	0.3	1.6	2.7	2.5	1.3	0.9	1.2	1.6	0.8	1.0	1.1	
德国	1.3	1.8	2.3	2.7	0.2	1.2	2.5	2.1	1.6	1.4	1.4	1.7	1.2	1.4	1.4	
法国	1.7	1.9	1.6	3.2	0.1	1.7	2.3	2.2	1.0	1.0	1.2	1.6	0.0	1.0	1.2	
意大利	2.4	2.2	2.0	3.5	0.8	1.6	2.9	3.3	1.3	0.7	1.0	1.6	0.7	0.7	1.0	
西班牙	2.9	3.6	2.8	4.1	-0.2	2.0	3.1	2.4	1.5	0.3	0.8	1.1	0.3	0.5	0.8	
荷兰	2.3	1.7	1.6	2.2	1.0	0.9	2.5	2.8	2.6	0.8	1.0	1.5	1.7	0.9	1.1	
比利时	1.8	2.3	1.8	4.5	0.0	2.3	3.4	2.6	1.2	1.0	1.1	1.4	1.2	0.8	1.1	
奥地利	1.6	1.7	2.2	3.2	0.4	1.7	3.6	2.6	2.1	1.8	1.7	1.7	2.0	1.8	1.7	
希腊	4.1	3.2	2.9	4.2	1.2	4.7	3.3	1.5	-0.9	-0.4	0.3	1.6	-1.7	0.0	0.7	
葡萄牙	2.8	3.0	2.4	2.7	-0.9	1.4	3.6	2.8	0.4	0.7	1.2	1.5	0.2	2.5	-1.9	
芬兰	1.5	1.3	1.6	3.9	1.6	1.7	3.3	3.2	2.2	1.7	1.5	2.0	1.9	1.4	1.5	
爱尔兰	3.0	2.7	2.9	3.1	-1.7	-1.6	1.2	1.9	0.5	0.6	1.1	1.7	1.8	0.2	0.9	
斯洛伐克共和国	7.0	4.3	1.9	3.9	0.9	0.7	4.1	3.7	1.5	0.7	1.6	2.2	0.4	1.6	1.6	
斯洛文尼亚	6.8	2.5	3.6	5.7	0.9	1.8	1.8	2.6	1.6	1.2	1.6	2.0	0.7	1.3	1.8	
卢森堡	2.2	3.0	2.7	4.1	0.0	2.8	3.7	2.9	1.7	1.6	1.8	1.9	1.5	1.7	1.8	
拉脱维亚	5.4	6.6	10.1	15.3	3.3	-1.2	4.2	2.3	0.0	1.5	2.5	2.3	-0.4	2.4	2.5	
爱沙尼亚	6.6	4.4	6.7	10.6	0.2	2.7	5.1	4.2	3.5	3.2	2.8	2.2	3.2	2.8	2.5	
塞浦路斯 ⁴	2.7	2.3	2.2	4.4	0.2	2.6	3.5	3.1	0.4	0.4	1.4	1.9	-1.2	0.4	1.4	
马耳他	2.7	2.6	0.7	4.7	1.8	2.0	2.5	3.2	1.0	1.2	2.6	1.8	1.0	4.1	1.2	
日本	-0.1	0.2	0.1	1.4	-1.3	-0.7	-0.3	0.0	0.4	2.8	1.7	2.0	1.4	2.9	1.9	
英国 ⁴	1.5	2.3	2.3	3.6	2.2	3.3	4.5	2.8	2.6	1.9	1.9	2.0	2.1	1.9	1.9	
加拿大	2.0	2.0	2.1	2.4	0.3	1.8	2.9	1.5	1.0	1.5	1.9	2.0	1.0	1.8	2.0	
韩国	3.6	2.2	2.5	4.7	2.8	2.9	4.0	2.2	1.3	1.8	3.0	3.0	1.1	2.5	3.0	
澳大利亚	2.5	3.6	2.3	4.4	1.8	2.9	3.3	1.8	2.4	2.3	2.4	2.5	2.7	1.8	2.5	
中国台湾省	1.0	0.6	1.8	3.5	-0.9	1.0	1.4	1.9	0.8	1.4	2.0	2.0	0.3	1.7	2.0	
瑞典	1.0	1.4	2.2	3.4	-0.5	1.2	3.0	0.9	0.0	0.4	1.6	2.0	0.1	0.8	2.0	
香港特别行政区	0.0	2.0	2.0	4.3	0.6	2.3	5.3	4.1	4.3	4.0	3.8	3.5	4.3	4.0	3.8	
瑞士	0.8	1.1	0.7	2.4	-0.5	0.7	0.2	-0.7	-0.2	0.2	0.5	1.0	0.0	1.0	1.0	
新加坡	0.8	1.0	2.1	6.6	0.6	2.8	5.2	4.6	2.4	2.3	2.6	2.4	2.0	2.3	2.7	
捷克共和国	4.5	2.5	2.9	6.3	1.0	1.5	1.9	3.3	1.4	1.0	1.9	2.0	1.4	1.2	2.0	
挪威	2.0	2.3	0.7	3.8	2.2	2.4	1.3	0.7	2.1	2.0	2.0	2.5	2.0	2.0	2.0	
以色列	4.0	2.1	0.5	4.6	3.3	2.7	3.5	1.7	1.5	1.6	2.0	2.0	1.8	1.7	2.0	
丹麦	2.1	1.9	1.7	3.4	1.3	2.3	2.8	2.4	0.8	1.5	1.8	2.2	0.8	1.6	2.2	
新西兰	2.0	3.4	2.4	4.0	2.1	2.3	4.0	1.1	1.1	2.2	2.2	2.0	1.6	2.5	2.1	
冰岛	3.5	6.7	5.1	12.7	12.0	5.4	4.0	5.2	3.9	2.9	3.4	2.5	3.3	3.3	3.1	
圣马力诺	...	2.1	2.5	4.1	2.4	2.6	2.0	2.8	1.3	1.0	1.2	1.7	1.3	1.0	1.2	
备忘项																
主要先进经济体	1.8	2.4	2.2	3.2	-0.1	1.4	2.6	1.9	1.3	1.6	1.6	1.9	1.2	1.7	1.6	

¹ 消费者价格变动以年平均变化显示。

² 月度同比变化。有几个国家是季度同比变化。

³ 不包括拉脱维亚。

⁴ 基于欧盟统计局的协调消费者价格指数。

表A7. 新兴市场和发展中经济体：消费者价格¹
(年度百分比变化)

	平均值										预测			期末 ²		
	1996-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019	预测			
													2013	2014	2015	
独联体 ^{3,4}	24.8	9.5	9.7	15.6	11.2	7.2	10.1	6.5	6.4	6.6	6.1	5.8	6.2	6.3	6.1	
俄罗斯	25.5	9.7	9.0	14.1	11.7	6.9	8.4	5.1	6.8	5.8	5.3	5.0	6.5	5.3	5.3	
除俄罗斯外	22.9	8.9	11.6	19.4	10.2	7.9	14.1	9.9	5.6	9.3	8.6	8.0	5.4	9.5	8.8	
亚美尼亚	5.6	3.0	4.6	9.0	3.5	7.3	7.7	2.5	5.8	5.0	4.0	4.0	5.6	4.0	4.0	
阿塞拜疆	3.7	8.4	16.6	20.8	1.6	5.7	7.9	1.0	2.4	3.5	4.0	4.9	3.6	3.4	4.5	
白俄罗斯	67.7	7.0	8.4	14.8	13.0	7.7	53.2	59.2	18.3	16.8	15.8	16.5	16.5	16.3	15.4	
格鲁吉亚	9.7	9.2	9.2	10.0	1.7	7.1	8.5	-0.9	-0.5	4.0	4.6	5.0	2.3	4.0	5.0	
哈萨克斯坦	11.7	8.6	10.8	17.1	7.3	7.1	8.3	5.1	5.8	9.2	7.5	5.4	4.8	10.1	7.5	
吉尔吉斯共和国	13.5	5.6	10.2	24.5	6.8	7.8	16.6	2.8	6.6	6.1	6.6	5.5	4.0	7.0	6.0	
摩尔多瓦	16.0	12.7	12.4	12.7	0.0	7.4	7.6	4.6	4.6	5.5	5.9	5.0	5.2	5.2	6.5	
塔吉克斯坦	47.6	10.0	13.2	20.4	6.5	6.5	12.4	5.8	5.0	5.4	5.9	6.0	3.7	5.3	6.5	
土库曼斯坦	47.0	8.2	6.3	14.5	-2.7	4.4	5.3	5.3	6.6	5.7	6.0	6.0	5.5	6.0	6.0	
乌克兰 ⁵	18.2	9.1	12.8	25.2	15.9	9.4	8.0	0.6	-0.3	...	...	...	0.5	...	...
乌兹别克斯坦	27.8	14.2	12.3	12.7	14.1	9.4	12.8	12.1	11.2	11.0	11.0	11.0	10.2	11.5	11.6	
亚洲新兴和发展中经济体	4.1	4.3	5.3	7.4	3.2	5.3	6.5	4.6	4.5	4.5	4.3	3.9	4.3	4.4	4.3	
孟加拉国	4.9	6.8	9.1	8.9	5.4	8.1	10.7	6.2	7.5	7.3	6.7	5.7	7.3	7.0	6.4	
不丹	5.7	4.9	5.2	6.3	7.1	4.8	8.6	10.1	8.7	10.2	8.8	6.7	10.0	9.6	8.4	
文莱达鲁萨兰国	0.5	0.2	1.0	2.1	1.0	0.2	0.1	0.1	0.4	0.5	0.5	0.6	0.1	0.5	0.5	
柬埔寨	4.2	6.1	7.7	25.0	-0.7	4.0	5.5	2.9	3.0	3.8	3.2	3.0	4.6	3.0	3.0	
中国	1.6	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	2.6	2.6	3.0	3.0	3.0	2.5	3.0	3.0	
斐济共和国	2.9	2.5	4.8	7.7	3.7	3.7	7.3	3.4	2.9	3.0	3.0	2.9	3.4	3.0	3.0	
印度	5.7	7.3	6.1	8.9	13.0	10.5	9.6	10.2	9.5	8.0	7.5	6.1	8.1	8.0	7.4	
印度尼西亚	13.5	13.1	6.7	9.8	5.0	5.1	5.3	4.0	6.4	6.3	5.5	5.0	8.1	5.5	5.4	
基里巴斯	1.6	-1.0	3.6	13.7	9.8	-3.9	1.5	-3.0	2.0	2.5	2.5	2.5	2.0	2.5	2.5	
老挝人民民主共和国	28.7	6.8	4.5	7.6	0.0	6.0	7.6	4.3	6.4	7.5	7.5	5.7	6.6	7.7	7.3	
马来西亚	2.4	3.6	2.0	5.4	0.6	1.7	3.2	1.7	2.1	3.3	3.9	2.7	3.2	3.3	3.9	
马尔代夫	2.1	3.5	6.8	12.0	4.5	6.1	11.3	10.9	4.0	3.3	4.4	4.4	3.1	4.4	4.4	
马绍尔群岛	...	5.3	2.6	14.7	0.5	2.2	4.9	4.5	1.4	1.6	1.8	2.2	1.4	1.6	1.8	
密克罗尼西亚	...	4.6	3.3	8.3	6.2	3.9	5.4	4.6	4.0	3.3	2.7	2.0	4.5	3.3	2.7	
蒙古	13.7	4.5	8.2	26.8	6.3	10.2	7.7	15.0	9.6	12.0	11.0	6.5	12.3	13.3	8.1	
缅甸	...	26.3	30.9	11.5	2.2	8.2	2.8	2.8	5.8	6.6	6.9	4.7	6.7	7.0	6.7	
尼泊尔	5.7	8.0	6.2	6.7	12.6	9.5	9.6	8.3	9.9	9.8	7.0	5.5	7.7	9.3	7.3	
帕劳	...	4.8	3.0	10.0	4.7	1.1	2.6	5.4	2.8	3.0	3.5	2.0	3.0	3.5	3.0	
巴布亚新几内亚	9.8	2.4	0.9	10.8	6.9	6.0	8.4	2.2	3.8	6.0	5.0	5.0	5.5	6.0	5.0	
菲律宾	5.8	5.5	2.9	8.2	4.2	3.8	4.7	3.2	2.9	4.4	3.6	3.5	4.1	4.0	3.5	
萨摩亚	4.7	3.5	4.7	6.3	14.6	-0.2	2.9	6.2	-0.2	-1.0	3.0	2.5	-1.7	1.0	3.5	
所罗门群岛	8.8	11.2	7.7	17.3	7.1	0.9	7.4	5.9	6.1	5.9	5.6	5.5	6.3	6.0	5.6	
斯里兰卡	9.8	10.0	15.8	22.4	3.5	6.2	6.7	7.5	6.9	4.7	6.4	5.5	4.7	6.0	6.2	
泰国	3.2	4.6	2.2	5.5	-0.9	3.3	3.8	3.0	2.2	2.3	2.1	2.0	1.7	2.4	2.3	
东帝汶	...	4.1	9.0	7.6	0.1	4.5	11.7	13.1	10.6	9.5	8.1	6.0	10.4	8.5	7.6	
汤加	6.7	6.1	7.4	7.5	3.5	3.9	4.6	3.1	3.2	3.9	4.6	5.9	3.5	4.4	4.9	
图瓦卢	...	4.2	2.3	10.4	-0.3	-1.9	0.5	1.4	2.6	2.6	2.8	2.6	2.7	2.7	2.7	
瓦努阿图	2.3	2.0	3.8	4.2	5.2	2.7	0.7	1.4	1.3	1.8	2.4	2.7	1.5	2.0	2.7	
越南	4.2	7.5	8.3	23.1	6.7	9.2	18.7	9.1	6.6	6.3	6.2	5.1	6.0	6.3	6.1	
欧洲新兴和发展中经济体	27.0	5.9	6.0	7.9	4.7	5.4	5.4	5.8	4.1	4.0	4.1	4.0	3.4	4.6	3.9	
阿尔巴尼亚	7.8	2.4	2.9	3.4	2.3	3.5	3.4	2.0	1.9	2.7	2.8	3.0	1.9	2.6	3.0	
波斯尼亚和黑塞哥维那	...	6.1	1.5	7.4	-0.4	2.1	3.7	2.0	-0.1	1.1	1.5	2.1	-0.1	1.1	1.5	
保加利亚	46.5	7.4	7.6	12.0	2.5	3.0	3.4	2.4	0.4	-0.4	0.9	2.2	-0.9	0.5	1.3	
克罗地亚	3.5	3.2	2.9	6.1	2.4	1.0	2.3	3.4	2.2	0.5	1.1	2.5	0.3	1.0	1.4	
匈牙利	10.4	3.9	7.9	6.1	4.2	4.9	4.0	5.7	1.7	0.9	3.0	3.0	0.4	2.9	3.0	
科索沃	...	0.6	4.4	9.4	-2.4	3.5	7.3	2.5	1.9	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	
立陶宛	...	3.8	5.8	11.1	4.2	1.2	4.1	3.2	1.2	1.0	1.8	2.2	0.5	1.7	1.8	
前南斯拉夫的马其顿共和国	2.1	3.2	2.3	8.4	-0.8	1.5	3.9	3.3	2.8	1.8	2.3	2.3	1.4	2.3	2.3	
黑山共和国	...	2.1	3.5	9.0	3.6	0.7	3.1	3.6	2.2	0.2	1.1	1.4	0.3	0.9	1.1	
波兰	7.6	1.0	2.5	4.2	3.4	2.6	4.3	3.7	0.9	1.5	2.4	2.5	0.7	2.1	2.5	
罗马尼亚	39.3	6.6	4.8	7.8	5.6	6.1	5.8	3.3	4.0	2.2	3.1	2.7	1.6	3.5	3.1	
塞尔维亚	...	10.7	6.9	12.4	8.1	6.2	11.1	7.3	7.7	4.0	4.0	4.0	2.2	5.3	4.0	
土耳其	48.5	9.6	8.8	10.4	6.3	8.6	6.5	8.9	7.5	7.8	6.5	6.0	7.4	8.0	6.0	

表A7. 新兴市场和发展中经济体：消费者价格¹（续）
（年度百分比变化）

	平均值										预期			期末 ²	
	1996-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019	2013	预期	
														2014	2015
拉丁美洲和加勒比 ⁶	10.1	5.3	5.4	7.9	5.9	6.0	6.6	5.9	6.8	...	...	...	7.4	...	...
安提瓜和巴布达	1.8	1.8	1.4	5.3	-0.6	3.4	3.5	3.4	1.1	1.0	1.7	2.5	1.1	1.1	2.0
阿根廷 ⁶	4.9	10.9	8.8	8.6	6.3	10.5	9.8	10.0	10.6	...	...	...	10.9	...	...
巴哈马	1.6	2.1	2.5	4.7	1.9	1.3	3.2	2.0	0.3	2.0	2.5	1.3	0.3	5.5	2.5
巴巴多斯	2.3	7.3	4.0	8.1	3.7	5.8	9.4	4.5	2.3	2.0	1.7	2.6	2.2	1.8	1.6
伯利兹	1.8	4.2	2.3	6.4	-1.1	0.9	1.5	1.4	0.5	1.2	2.0	2.0	0.4	2.0	2.0
玻利维亚	4.7	4.3	6.7	14.0	3.3	2.5	9.9	4.5	5.7	6.8	5.3	5.0	6.5	5.5	5.2
巴西	8.1	4.2	3.6	5.7	4.9	5.0	6.6	5.4	6.2	5.9	5.5	4.7	5.9	5.8	5.4
智利	3.9	3.4	4.4	8.7	1.5	1.4	3.3	3.0	1.8	3.5	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0
哥伦比亚	10.9	4.3	5.5	7.0	4.2	2.3	3.4	3.2	2.0	1.9	2.9	3.0	1.9	2.7	3.0
哥斯达黎加	11.9	11.5	9.4	13.4	7.8	5.7	4.9	4.5	5.2	2.9	4.5	4.5	3.7	4.5	4.5
多米尼克	1.4	2.6	3.2	6.4	0.0	2.8	1.3	1.5	-0.4	1.8	1.8	1.8	-0.9	2.3	1.7
多米尼加共和国	12.2	7.6	6.1	10.6	1.4	6.3	8.5	3.7	4.8	3.9	4.2	4.0	3.9	4.5	4.0
厄瓜多尔	27.8	3.3	2.3	8.4	5.2	3.6	4.5	5.1	2.7	2.8	2.6	2.5	2.7	2.7	2.5
萨尔瓦多	3.6	4.0	4.6	7.3	0.5	1.2	5.1	1.7	0.8	1.8	2.6	2.6	0.8	2.0	2.6
格林纳达	1.6	4.3	3.9	8.0	-0.3	3.4	3.0	2.4	0.0	1.6	1.7	2.3	-1.2	1.7	1.6
危地马拉	7.6	6.6	6.8	11.4	1.9	3.9	6.2	3.8	4.3	4.0	4.1	4.0	4.4	4.3	4.2
圭亚那	5.4	6.7	12.2	8.1	3.0	3.7	5.0	2.4	3.5	3.9	4.3	3.8	3.5	4.3	4.3
海地	16.5	14.2	9.0	14.4	3.4	4.1	7.4	6.8	6.8	4.1	5.8	5.0	4.5	5.7	5.0
洪都拉斯	12.1	5.6	6.9	11.4	5.5	4.7	6.8	5.2	5.2	5.5	6.5	5.5	4.9	7.0	6.0
牙买加	11.0	8.9	9.2	22.0	9.6	12.6	7.5	6.9	9.4	9.1	8.2	6.9	9.7	8.5	8.0
墨西哥	11.8	3.6	4.0	5.1	5.3	4.2	3.4	4.1	3.8	4.0	3.5	3.0	4.0	4.0	3.7
尼加拉瓜	8.5	9.1	11.1	19.8	3.7	5.5	8.1	7.2	7.4	7.0	7.0	7.0	6.9	7.0	7.0
巴拿马	1.1	2.5	4.2	8.8	2.4	3.5	5.9	5.7	4.0	3.8	3.6	2.5	3.7	3.6	3.5
巴拉圭	8.7	9.6	8.1	10.2	2.6	4.7	8.3	3.7	2.7	4.7	5.0	5.0	3.7	5.0	5.0
秘鲁	4.4	2.0	1.8	5.8	2.9	1.5	3.4	3.7	2.8	2.5	2.1	2.0	2.9	2.3	2.0
圣基茨和尼维斯	3.2	8.5	4.5	5.3	2.1	0.6	7.1	1.4	0.7	0.7	1.8	2.5	0.4	1.5	2.0
圣卢西亚	2.3	3.6	2.8	5.5	-0.2	3.3	2.8	4.2	1.5	1.1	2.4	3.1	-1.4	2.4	1.8
圣文森特和格林纳丁斯	1.6	3.0	7.0	10.1	0.4	0.8	3.2	2.6	0.9	0.9	1.1	2.0	0.2	1.7	1.7
苏里南	25.2	11.1	6.6	15.0	0.0	6.9	17.7	5.0	1.9	1.7	3.1	3.7	0.6	2.2	3.3
特立尼达和多巴哥	4.4	8.3	7.9	12.0	7.6	10.5	5.1	9.3	5.2	4.8	4.0	4.0	5.6	4.0	4.0
乌拉圭	11.8	6.4	8.1	7.9	7.1	6.7	8.1	8.1	8.6	8.3	8.0	6.5	8.5	8.5	7.6
委内瑞拉	31.0	13.7	18.7	30.4	27.1	28.2	26.1	21.1	40.7	50.7	38.0	30.0	56.1	75.0	75.0
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦	6.0	8.2	10.2	12.2	7.4	6.9	9.8	10.6	10.1	8.5	8.3	7.4	7.9	9.0	7.9
阿富汗	...	6.8	8.7	26.4	-6.8	2.2	11.8	6.4	7.4	6.1	5.5	5.0	7.2	4.0	6.4
阿尔及利亚	4.6	2.3	3.7	4.9	5.7	3.9	4.5	8.9	3.3	4.0	4.0	4.0	1.1	5.3	4.0
巴林	0.7	2.0	3.3	3.5	2.8	2.0	-0.4	2.8	3.3	2.5	2.4	2.6	3.9	2.6	2.2
吉布提	2.0	3.5	5.0	12.0	1.7	4.0	5.1	3.7	2.5	2.5	2.5	2.5	1.1	2.3	2.3
埃及	4.7	4.2	11.0	11.7	16.2	11.7	11.1	8.6	6.9	10.7	11.2	12.2	9.8	11.3	11.5
伊朗	15.9	11.9	18.4	25.3	10.8	12.4	21.5	30.5	35.2	23.0	22.0	20.0	22.0	24.0	20.0
伊拉克	...	53.2	30.8	2.7	-2.2	2.4	5.6	6.1	1.9	1.9	3.0	3.0	3.1	2.3	3.0
约旦	2.6	6.3	4.7	13.9	-0.7	5.0	4.4	4.6	5.5	3.0	2.4	1.8	3.0	2.4	2.2
科威特	1.8	3.1	5.5	6.3	4.6	4.5	4.9	3.2	2.7	3.4	4.0	4.0	2.7	3.4	4.0
黎巴嫩	2.4	5.6	4.1	10.8	1.2	5.1	7.2	5.9	3.2	2.0	2.0	2.5	1.3	2.0	2.0
利比亚	-0.7	1.5	6.2	10.4	2.4	2.5	15.9	6.1	2.6	4.8	6.3	2.5	1.7	7.5	5.4
毛里塔尼亚	6.1	6.2	7.3	7.5	2.1	6.3	5.7	4.9	4.1	4.7	5.2	5.5	4.5	5.0	5.5
摩洛哥	1.6	3.3	2.0	3.9	1.0	1.0	0.9	1.3	1.9	2.5	2.5	2.5	0.4	2.5	2.5
阿曼	0.1	3.4	5.9	12.6	3.5	3.3	4.0	2.9	1.3	2.7	3.1	3.4	1.3	2.7	3.1
巴基斯坦	6.3	8.0	7.8	10.8	17.6	10.1	13.7	11.0	7.4	8.8	9.0	6.0	5.9	10.0	8.0
卡塔尔	3.6	11.9	13.6	15.2	-4.9	-2.4	1.9	1.9	3.1	3.6	3.5	3.4	3.1	3.6	3.5
沙特阿拉伯	-0.3	1.9	5.0	6.1	4.1	3.8	3.7	2.9	3.5	3.0	3.2	3.5	3.0	3.3	3.4
苏丹 ⁷	21.8	7.2	8.0	14.3	11.3	13.0	18.1	35.5	36.5	20.4	14.3	5.5	41.9	18.1	12.0
叙利亚 ⁸	2.2	10.4	4.7	15.2	2.8	4.4	...	...	...	...	...	...	...	...	...
突尼斯	2.8	4.1	3.4	4.9	3.5	4.4	3.5	5.6	6.1	5.5	5.0	4.0	6.0	5.3	4.5
阿拉伯联合酋长国	3.1	9.3	11.1	12.3	1.6	0.9	0.9	0.7	1.1	2.2	2.5	3.9	1.7	2.4	2.7
也门	12.8	10.8	7.9	19.0	3.7	11.2	19.5	9.9	11.1	10.4	9.8	7.7	9.8	10.0	9.5

表A7. 新兴市场和发展中经济体：消费者价格¹（续完）
（年度百分比变化）

	平均值										预期			期末 ²		
	1996–2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	预期			预期			
										2014	2015	2019	2013	2014	2015	
撒哈拉以南非洲	14.2	7.2	6.2	13.0	9.7	7.5	9.4	9.0	6.3	6.1	5.9	5.5	5.9	6.2	5.8	
安哥拉	208.2	13.3	12.2	12.5	13.7	14.5	13.5	10.3	8.8	7.7	7.7	6.5	7.7	8.0	7.5	
贝宁	3.3	3.8	1.3	7.4	0.9	2.2	2.7	6.7	1.0	1.7	2.8	2.8	-1.8	4.0	2.8	
博茨瓦纳	8.1	11.6	7.1	12.6	8.1	6.9	8.5	7.5	5.8	3.8	3.4	3.2	4.1	3.5	3.3	
布基纳法索	2.7	2.4	-0.2	10.7	2.6	-0.6	2.8	3.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
布隆迪	12.4	9.1	14.4	26.0	4.6	4.1	14.9	12.0	8.8	5.9	6.0	4.5	8.8	5.9	6.0	
佛得角	2.6	4.8	4.4	6.8	1.0	2.1	4.5	2.5	1.5	1.7	2.0	2.0	0.1	2.0	2.0	
喀麦隆	2.5	4.9	1.1	5.3	3.0	1.3	2.9	2.4	2.1	2.5	2.5	2.5	1.7	2.5	2.5	
中非共和国	1.6	6.7	0.9	9.3	3.5	1.5	1.2	5.9	6.6	4.5	4.2	2.0	5.9	3.9	2.3	
乍得	2.9	7.7	-7.4	8.3	10.1	-2.1	1.9	7.7	0.2	2.4	3.0	3.0	0.9	3.2	3.0	
科摩罗	3.2	3.4	4.5	4.8	4.8	3.9	6.8	6.3	2.3	3.2	3.2	3.1	3.2	3.2	3.2	
刚果民主共和国	137.3	13.2	16.7	18.0	46.2	23.5	15.5	2.1	0.8	2.4	4.1	5.5	1.0	3.7	4.5	
刚果共和国	3.7	4.7	2.6	6.0	4.3	5.0	1.8	5.0	4.6	2.4	2.4	2.2	2.1	2.7	2.3	
科特迪瓦	3.1	2.5	1.9	6.3	1.0	1.4	4.9	1.3	2.6	1.2	2.5	2.5	0.4	0.0	2.5	
赤道几内亚	5.4	4.5	2.8	4.7	5.7	5.3	4.8	3.4	3.2	3.9	3.7	3.0	4.9	3.7	3.4	
厄立特里亚	14.2	15.1	9.3	19.9	33.0	12.7	13.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	
埃塞俄比亚	3.3	13.6	17.2	44.4	8.5	8.1	33.2	24.1	8.0	6.2	7.8	8.0	7.7	7.0	8.0	
加蓬	1.1	-1.4	-1.0	5.3	1.9	1.4	1.3	2.7	0.5	5.6	2.5	2.5	3.3	2.5	2.5	
冈比亚	5.8	2.1	5.4	4.5	4.6	5.0	4.8	4.6	5.2	5.3	5.0	5.0	5.6	5.0	5.0	
加纳	22.4	10.2	10.7	16.5	20.6	11.7	8.7	9.2	11.7	13.0	11.1	8.1	13.5	12.3	9.8	
几内亚	8.6	34.7	22.9	18.4	4.7	15.5	21.4	15.2	12.0	10.2	8.5	6.0	11.0	8.5	7.8	
几内亚比绍	10.7	0.7	4.6	10.4	-1.6	1.1	5.1	2.1	0.6	2.5	2.0	2.0	1.7	2.8	2.0	
肯尼亚	7.3	6.0	4.3	15.1	10.6	4.3	14.0	9.4	5.7	6.6	5.5	5.0	7.1	6.6	5.1	
莱索托	7.5	6.1	8.0	10.7	7.4	3.6	5.0	6.2	5.3	4.7	4.6	4.0	4.6	4.6	4.6	
利比里亚	...	9.5	11.4	17.5	7.4	7.3	8.5	6.8	7.6	8.1	7.5	5.8	8.5	7.9	7.0	
马达加斯加	10.2	10.8	10.4	9.2	9.0	9.3	10.0	5.8	5.8	6.2	6.0	5.0	6.3	6.5	6.0	
马拉维	21.9	13.9	8.0	8.7	8.4	7.4	7.6	21.3	27.7	15.1	6.9	5.2	20.1	9.7	5.8	
马里	2.0	1.5	1.5	9.1	2.2	1.3	3.1	5.3	-0.6	3.9	2.5	2.2	0.0	8.1	3.3	
毛里求斯	5.5	8.9	8.8	9.7	2.5	2.9	6.5	3.9	3.5	3.8	4.5	5.0	3.5	4.5	5.0	
莫桑比克	12.5	13.2	8.2	10.3	3.3	12.7	10.4	2.1	4.2	5.6	5.6	5.6	3.0	6.0	5.6	
纳米比亚	7.5	5.1	6.7	10.4	8.8	4.5	5.0	6.5	6.2	5.9	5.7	5.5	6.0	5.8	5.7	
尼日尔	2.6	0.1	0.1	11.3	4.3	-2.8	2.9	0.5	2.3	2.5	2.1	-0.8	1.1	2.6	1.2	
尼日利亚	13.8	8.2	5.4	11.6	12.5	13.7	10.8	12.2	8.5	7.3	7.0	7.0	7.9	7.0	7.0	
卢旺达	6.6	8.8	9.1	15.4	10.3	2.3	5.7	6.3	4.2	4.1	4.8	5.0	3.6	4.5	5.0	
圣多美和普林西比	22.1	23.1	18.6	32.0	17.0	13.3	14.3	10.6	8.1	6.6	4.9	3.0	7.1	6.0	4.0	
塞内加尔	1.5	2.1	5.9	5.8	-1.7	1.2	3.4	1.4	0.8	1.4	1.7	1.9	1.2	1.7	1.7	
塞舌尔	2.9	-1.9	-8.6	37.0	31.7	-2.4	2.6	7.1	4.3	3.5	3.3	3.0	3.4	3.5	3.2	
塞拉利昂	13.2	9.5	11.6	14.8	9.2	17.8	18.5	13.8	9.8	7.8	6.7	5.4	8.5	7.5	6.0	
南非	5.9	4.7	7.1	11.5	7.1	4.3	5.0	5.7	5.8	6.0	5.6	5.2	5.4	6.3	5.6	
南苏丹	...	...	...	...	...	...	...	45.1	0.0	11.2	9.0	5.0	-8.8	14.2	5.0
斯威士兰	6.5	5.2	8.1	12.7	7.4	4.5	6.1	8.9	5.6	5.5	5.2	5.2	4.4	5.6	5.2	
坦桑尼亚	8.4	7.3	7.0	10.3	12.1	7.2	12.7	16.0	7.9	5.2	5.0	5.0	5.6	5.0	5.0	
多哥	2.6	2.2	0.9	8.7	3.7	1.4	3.6	2.6	2.0	3.0	2.7	2.5	2.2	2.8	2.7	
乌干达	4.8	7.2	6.1	12.0	13.1	4.0	18.7	14.0	5.4	6.3	6.3	5.0	5.6	7.0	5.6	
赞比亚	24.4	9.0	10.7	12.4	13.4	8.5	8.7	6.6	7.0	7.0	6.0	5.0	7.1	6.5	5.5	
津巴布韦 ⁹	...	33.0	-72.7	157.0	6.2	3.0	3.5	3.7	1.6	1.5	1.7	2.5	0.3	2.0	2.0	

¹ 消费者价格的变动表示为年度平均变化。

² 月度同比变化，有的国家是季度同比。

³ 对于许多国家，早年的通货膨胀系根据零售价格指数测得。较近的年份通常使用覆盖面更广、更新速度更快的消费者价格指数（CPI）通胀数据。

⁴ 格鲁吉亚虽不属于独联体成员国，但由于地理位置相近、经济结构相似，也将其编入其中。

⁵ 鉴于乌克兰当前的危机，不包括对乌克兰的预测。

⁶ 数字是阿根廷官方数据。2014年1月之后的消费者价格数据反映了新的全国CPI（IPCNu），与以前的CPI（大布宜诺斯艾利斯地区的CPI，CPI-GBA）。鉴于数据的这种结构性中断，2014年4月期《世界经济展望》不包括工作人员对CPI通胀的预测。基金组织2013年2月1日对阿根廷提出批评后，基金组织执董会在2013年12月的决定中要求阿根廷采取的一项行动是，解决官方CPI数据质量问题，在2014年3月底之前公开发布新的全国CPI数据。执董会将根据2013年12月确定的日程以及基金组织的法律框架程序，再次审议这一问题。

⁷ 2011年的数据自当年7月9日后不包括南苏丹，2012年及以后的预测数据仅与当前的苏丹有关。

⁸ 2011年以后的数据不包括叙利亚，因为其政局不确定。

⁹ 津巴布韦元于2009年初停止流通。数据是基于基金组织工作人员对以美元表示的价格和汇率变化情况的估计。基金组织工作人员对美元值的估计可能不同于当局的估计。

表A8.主要先进经济体：广义政府财政差额和债务¹

(除非另有注明，均为占GDP的百分比)

	平均值							预期		
	1998-2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2019
主要先进经济体										
净贷款/借款	-3.9	-5.1	-10.8	-9.6	-8.2	-7.3	-5.9	-5.1	-4.4	-3.5
产出缺口 ²	0.0	-1.2	-5.7	-3.9	-3.5	-3.2	-3.1	-2.4	-1.7	0.0
结构差额 ²	-4.0	-4.5	-7.0	-7.8	-6.7	-5.8	-4.3	-3.9	-3.6	-3.5
美国										
净贷款/借款 ³	-4.4	-7.8	-14.7	-12.5	-11.0	-9.7	-7.3	-6.4	-5.6	-5.7
产出缺口 ^{2,3}	-0.5	-3.1	-7.1	-5.6	-5.2	-4.3	-4.1	-3.3	-2.2	0.0
结构差额 ²	-3.9	-5.7	-8.8	-10.0	-8.7	-7.7	-5.4	-5.0	-4.6	-5.7
净债务	41.7	50.4	62.1	69.7	76.2	80.1	81.3	82.3	82.7	84.5
总债务	60.7	72.8	86.1	94.8	99.0	102.4	104.5	105.7	105.7	106.7
欧元区⁴										
净贷款/借款	-1.9	-2.1	-6.4	-6.2	-4.2	-3.7	-3.0	-2.6	-2.0	-0.3
产出缺口 ²	0.9	2.3	-2.8	-1.6	-0.6	-1.7	-2.6	-2.2	-1.7	-0.2
结构差额 ²	-2.6	-3.4	-4.8	-4.8	-3.8	-2.3	-1.3	-1.2	-1.0	-0.1
净债务	54.4	54.1	60.2	64.3	66.5	70.2	72.4	73.2	72.6	65.5
总债务	69.4	70.3	80.1	85.7	88.1	92.8	95.2	95.6	94.5	85.5
德国⁵										
净贷款/借款	-2.2	-0.1	-3.1	-4.2	-0.8	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.4
产出缺口 ²	0.0	2.3	-3.7	-1.4	0.8	0.5	-0.4	-0.1	0.0	-0.1
结构差额 ^{2,6}	-2.4	-1.0	-1.1	-2.6	-1.1	-0.1	0.3	0.2	-0.1	0.4
净债务	46.8	50.0	56.5	58.2	56.5	58.1	55.7	52.9	49.9	40.2
总债务	63.4	66.8	74.5	82.5	80.0	81.0	78.1	74.6	70.8	58.7
法国										
净贷款/借款	-2.7	-3.3	-7.6	-7.1	-5.3	-4.8	-4.2	-3.7	-3.0	0.0
产出缺口 ²	1.4	1.1	-3.0	-2.2	-1.0	-1.8	-2.4	-2.4	-2.0	0.1
结构差额 ^{2,6}	-3.6	-4.1	-5.7	-5.7	-4.6	-3.5	-2.4	-1.9	-1.5	0.0
净债务	55.5	62.3	72.0	76.1	78.6	84.0	87.6	89.5	89.8	81.4
总债务	61.5	68.2	79.2	82.4	85.8	90.2	93.9	95.8	96.1	87.7
意大利										
净贷款/借款	-2.9	-2.7	-5.4	-4.4	-3.7	-2.9	-3.0	-2.7	-1.8	-0.2
产出缺口 ²	1.7	1.9	-3.4	-1.6	-1.3	-2.8	-4.2	-3.5	-2.4	-0.4
结构差额 ^{2,7}	-4.4	-4.0	-4.2	-3.8	-3.8	-1.6	-0.3	-0.8	-0.3	0.0
净债务	91.6	89.3	97.9	100.0	102.5	106.1	110.7	112.4	111.2	101.7
总债务	107.3	106.1	116.4	119.3	120.7	127.0	132.5	134.5	133.1	121.7
日本										
净贷款/借款	-5.8	-4.1	-10.4	-9.3	-9.8	-8.7	-8.4	-7.2	-6.4	-5.4
产出缺口 ²	-1.1	-1.4	-7.1	-3.1	-3.9	-3.1	-2.1	-1.4	-1.0	0.0
结构差额 ²	-5.5	-3.5	-7.4	-7.8	-8.3	-7.6	-7.8	-6.9	-6.1	-5.4
净债务	70.0	95.3	106.2	113.1	127.3	129.5	134.1	137.1	140.0	143.8
总债务 ⁸	162.4	191.8	210.2	216.0	229.8	237.3	243.2	243.5	245.1	245.0
英国										
净贷款/借款	-1.3	-5.0	-11.3	-10.0	-7.8	-8.0	-5.8	-5.3	-4.1	-0.2
产出缺口 ²	1.9	1.7	-2.2	-1.9	-2.5	-3.0	-2.7	-1.7	-1.1	0.0
结构差额 ²	-2.6	-6.7	-10.2	-8.4	-5.9	-5.7	-3.7	-3.8	-3.1	-0.1
净债务	36.4	48.0	62.4	72.2	76.8	81.4	83.1	84.4	85.7	77.6
总债务	41.1	51.9	67.1	78.5	84.3	88.6	90.1	91.5	92.7	84.6
加拿大										
净贷款/借款	1.2	-0.3	-4.5	-4.9	-3.7	-3.4	-3.0	-2.5	-2.0	-0.6
产出缺口 ²	1.3	0.7	-3.5	-2.0	-1.3	-1.5	-1.3	-0.9	-0.6	0.0
结构差额 ²	0.4	-0.8	-2.3	-3.7	-2.9	-2.5	-2.2	-1.9	-1.6	-0.6
净债务	40.4	22.4	27.6	29.7	32.4	36.7	38.5	39.5	39.9	37.6
总债务	78.9	71.3	81.3	83.1	83.5	88.1	89.1	87.4	86.6	81.9

注：针对各国所使用的方法和具体假设见统计附录专栏A1中的讨论。财政数据的国家组合成数是由相关国家的美元值加总计算得出的。

¹ 债务数据指的是年末值。各国间债务数据并不总具有可比性。对于已采用2008年《国民账户体系》(SNA)的国家(澳大利亚、加拿大、美国)，其国家统计局报告的总债务和净债务水平数据得到调整，以剔除政府雇员规定福利的养老金计划的未设基金的养老金负债。主要先进经济体的加总财政数据和美国财政数据从2001年开始，因此，加总数据和美国数据平均值是对2001-2007年而言的。² 相当于潜在GDP的百分比。³ 对数据做了修订，因为经济分析局最近对国民收入和产品账户(NIPA)进行了全面修订。⁴ 不包括拉脱维亚。⁵ 从1995年开始，Treuhanderanstalt(及其他各机构)的债务及偿债义务由广义政府接收。此债务相当于GDP的8%，相关的债务偿还额相当于GDP的0.5%至1%。⁶ 不包括出售资产(包括许可证)的一次性大额收入。⁷ 不包括基于当局数据的一次性衡量值，并且，在不具备当局数据的情况下，出售资产的收入也不计入。⁸ 包括股份。

表A9.世界贸易量和价格概况
(年度百分比变化)

	平均值										预测	
	1996-2005	2006-15	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
货物和服务贸易												
世界贸易 ¹												
贸易量	6.7	4.2	9.3	7.9	2.8	-10.6	12.8	6.2	2.8	3.0	4.3	5.3
价格平减指数												
以美元计值	0.7	2.5	5.0	7.7	11.4	-10.3	5.6	11.1	-1.8	-0.8	-0.2	-0.4
以特别提款权计值	0.9	2.0	5.5	3.5	7.9	-8.1	6.8	7.4	1.2	0.0	-1.6	-1.3
贸易量												
出口												
先进经济体	5.9	3.6	8.9	6.9	2.1	-11.7	12.4	5.7	2.1	2.3	4.2	4.8
新兴市场和发展中经济体	8.7	5.6	11.2	9.4	4.3	-7.9	13.9	7.0	4.2	4.4	5.0	6.2
进口												
先进经济体	6.5	2.7	7.8	5.4	0.5	-12.2	11.7	4.8	1.1	1.4	3.5	4.5
新兴市场和发展中经济体	8.0	7.2	12.2	14.9	8.5	-8.0	14.4	9.2	5.8	5.6	5.2	6.3
贸易条件												
先进经济体	-0.1	-0.3	-1.2	0.3	-2.1	2.5	-1.0	-1.5	-0.7	0.7	0.0	-0.2
新兴市场和发展中经济体	1.3	0.8	3.0	1.7	3.3	-4.9	2.1	3.4	0.6	-0.3	-0.2	-0.7
货物贸易												
世界贸易 ¹												
贸易量	6.8	4.0	9.3	7.1	2.2	-11.7	14.0	6.6	2.6	2.7	4.3	5.3
价格平减指数												
以美元计值	0.5	2.7	5.6	7.9	12.4	-11.6	6.7	12.2	-1.9	-1.1	-0.3	-0.6
以特别提款权计值	0.8	2.2	6.0	3.7	8.9	-9.4	7.8	8.4	1.1	-0.3	-1.8	-1.5
以美元计值的世界贸易价格 ²												
制成品	-0.3	1.4	2.4	5.4	6.3	-6.5	2.5	6.1	0.2	-1.1	-0.3	-0.4
石油	12.0	6.3	20.5	10.7	36.4	-36.3	27.9	31.6	1.0	-0.9	0.1	-6.0
非燃料初级产品	0.0	4.6	23.1	13.9	7.9	-15.8	26.5	17.9	-10.0	-1.2	-3.5	-3.9
食品	-0.4	4.7	10.2	14.8	24.5	-14.8	11.9	19.9	-2.4	1.1	-5.3	-5.9
饮料	-2.3	5.5	8.4	13.8	23.3	1.6	14.1	16.6	-18.6	-11.9	15.1	0.8
农业原料	-1.8	3.2	8.7	5.0	-0.7	-17.1	33.2	22.7	-12.7	1.5	0.5	-0.3
金属	2.8	5.2	56.2	17.4	-7.8	-19.2	48.2	13.5	-16.8	-4.3	-5.4	-3.9
以特别提款权计值的世界贸易价格 ²												
制成品	-0.1	0.9	2.8	1.3	3.0	-4.1	3.7	2.5	3.3	-0.3	-1.7	-1.4
石油	12.3	5.7	21.0	6.4	32.1	-34.8	29.3	27.2	4.1	-0.1	-1.3	-6.9
非燃料初级产品	0.2	4.0	23.6	9.5	4.5	-13.7	27.9	13.9	-7.3	-0.4	-4.9	-4.9
食品	-0.1	4.2	10.7	10.3	20.5	-12.7	13.1	15.8	0.6	1.9	-6.6	-6.8
饮料	-2.1	5.0	8.8	9.4	19.4	4.1	15.4	12.7	-16.1	-11.2	13.5	-0.2
农业原料	-1.6	2.6	9.2	0.9	-3.8	-15.1	34.6	18.6	-10.0	2.3	-0.9	-1.3
金属	3.1	4.7	56.9	12.8	-10.7	-17.2	49.8	9.7	-14.3	-3.5	-6.8	-4.8
以欧元计值的世界贸易价格 ²												
制成品	0.2	0.3	1.6	-3.4	-1.0	-1.2	7.6	1.2	8.4	-4.3	-3.2	-2.2
石油	12.5	5.1	19.5	1.4	27.1	-32.7	34.3	25.5	9.3	-4.1	-2.9	-7.7
非燃料初级产品	0.5	3.4	22.1	4.3	0.5	-11.0	32.8	12.4	-2.6	-4.4	-6.3	-5.6
食品	0.1	3.5	9.3	5.1	15.9	-9.9	17.4	14.3	5.7	-2.1	-8.1	-7.5
饮料	-1.8	4.3	7.5	4.2	14.8	7.3	19.8	11.2	-11.9	-14.8	11.7	-1.0
农业原料	-1.3	2.0	7.9	-3.8	-7.5	-12.5	39.8	17.0	-5.5	-1.7	-2.5	-2.1
金属	3.3	4.0	55.0	7.5	-14.1	-14.6	55.5	8.3	-10.0	-7.3	-8.2	-5.5

表A9.世界贸易量和价格概况（续完）
（年度百分比变化）

	平均值										预测	
	1996-2005	2006-15	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
货物贸易												
贸易量												
出口												
先进经济体	5.8	3.3	8.8	5.8	1.5	-13.4	14.3	6.0	1.8	1.8	4.2	4.6
新兴市场和发展中经济体	8.9	5.4	10.7	8.7	3.4	-8.1	13.8	6.9	4.8	4.0	5.1	6.2
燃料出口国	4.9	2.5	4.3	4.2	3.1	-7.3	3.6	5.0	6.0	1.1	1.4	4.2
非燃料出口国	10.3	6.6	13.4	10.6	3.5	-8.5	17.7	7.6	4.3	5.4	6.7	7.0
进口												
先进经济体	6.7	2.6	8.1	4.8	-0.1	-13.1	13.5	5.2	0.5	1.2	3.2	4.5
新兴市场和发展中经济体	8.3	7.0	11.7	14.4	7.9	-9.6	14.9	10.0	5.4	5.3	5.4	6.5
燃料出口国	8.0	8.0	12.4	23.8	14.0	-12.7	6.2	10.2	10.8	7.0	5.1	6.5
非燃料出口国	8.4	6.8	11.6	12.4	6.4	-8.9	17.1	10.0	4.3	4.9	5.5	6.5
以SDR计值的价格平减指数												
出口												
先进经济体	0.1	1.4	3.9	3.4	5.7	-6.7	4.5	6.0	-0.2	0.4	-1.4	-0.8
新兴市场和发展中经济体	3.6	3.7	11.0	5.7	14.4	-13.5	14.2	13.0	2.4	-0.9	-2.6	-3.1
燃料出口国	8.8	5.6	18.4	8.0	25.8	-25.9	24.5	23.9	3.2	-1.8	-2.6	-4.9
非燃料出口国	1.7	2.8	7.8	4.7	9.6	-7.5	10.2	8.7	2.0	-0.4	-2.7	-2.3
进口												
先进经济体	0.2	1.8	5.4	3.0	8.4	-10.1	5.7	7.9	1.0	-0.2	-1.1	-0.8
新兴市场和发展中经济体	2.1	2.8	7.2	4.0	10.2	-8.1	11.4	8.5	2.1	-0.7	-2.3	-2.2
燃料出口国	1.3	2.9	8.8	4.0	8.8	-4.8	9.3	6.3	1.9	0.1	-2.4	-1.8
非燃料出口国	2.3	2.8	6.8	4.0	10.5	-8.9	11.9	9.0	2.1	-0.9	-2.3	-2.3
贸易条件												
先进经济体	-0.2	-0.4	-1.4	0.4	-2.5	3.8	-1.1	-1.8	-1.2	0.6	-0.3	0.0
新兴市场和发展中经济体	1.5	0.8	3.6	1.6	3.8	-5.9	2.5	4.1	0.3	-0.1	-0.3	-0.9
按地区分组												
独联体 ³	5.0	2.6	7.9	1.9	15.9	-17.4	12.7	11.2	1.8	-1.2	-0.4	-2.1
亚洲新兴和发展中经济体	-1.5	-0.3	-0.6	0.3	-1.4	3.2	-6.2	-2.4	1.3	1.4	0.6	0.6
欧洲新兴和发展中经济体	0.0	-0.8	-1.0	1.7	-2.7	3.5	-4.0	-1.9	-0.1	0.4	-2.9	-0.5
拉丁美洲与加勒比	1.5	1.4	7.1	2.3	3.0	-8.9	11.1	9.0	-3.1	-1.5	-1.7	-1.6
中东、北非、阿富汗和巴基												
斯坦	6.8	2.2	6.8	3.2	12.7	-18.2	11.6	14.4	-0.1	-1.6	0.2	-3.1
中东和北非	7.2	2.3	7.0	3.2	13.4	-18.6	11.5	14.7	0.4	-1.7	0.4	-3.1
撒哈拉以南非洲	...	2.0	7.1	4.7	8.9	-13.0	12.7	8.9	-1.4	-1.8	-1.2	-2.3
按分析标准分组												
按出口收入来源												
燃料出口国	7.4	2.6	8.9	3.9	15.6	-22.2	13.8	16.6	1.2	-1.9	-0.2	-3.2
非燃料出口国	-0.5	0.1	0.9	0.7	-0.8	1.5	-1.5	-0.3	-0.1	0.5	-0.4	0.0
备忘项												
世界出口（单位：10亿美元）												
货物与服务	8,482	20,390	14,891	17,336	19,830	15,880	18,916	22,317	22,535	23,083	23,990	25,123
货物	6,835	16,396	12,035	13,920	15,984	12,469	15,167	18,123	18,260	18,591	19,281	20,132
平均石油价格 ⁴	12.0	6.3	20.5	10.7	36.4	-36.3	27.9	31.6	1.0	-0.9	0.1	-6.0
每桶石油美元价格	26.82	88.84	64.27	71.13	97.04	61.78	79.03	104.01	105.01	104.07	104.17	97.92
制成品出口单位价格 ⁵	-0.3	1.4	2.4	5.4	6.3	-6.5	2.5	6.1	0.2	-1.1	-0.3	-0.4

注：SDR = 特别提款权。

¹ 世界进口和出口年度百分比变化的平均值。² 制成品价格以先进经济体制成品的出口单位价格指数表示，占先进经济体贸易（货物出口）权重的83%；石油价格以英国布伦特、迪拜法塔赫和西得克萨斯中质原油平均价格表示；非燃料初级产品价格以用其在2002-2004年占世界商品出口总值的比重加权后的世界市场平均价格表示。³ 格鲁吉亚虽不属于独联体成员国，但由于地理位置相近、经济结构相似，也将其编入其中。⁴ 英国布伦特、迪拜法塔赫和西得克萨斯中质原油平均价格的百分比变化。⁵ 先进经济体出口的制成品的百分比变化。

表A10.经常账户差额概况
(单位: 10亿美元)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	预期		
									2014	2015	2019
先进经济体	-429.2	-327.4	-490.5	-57.7	-19.9	-43.5	-26.6	193.3	247.7	217.6	222.5
美国	-798.5	-713.4	-681.3	-381.6	-449.5	-457.7	-440.4	-379.3	-391.1	-472.0	-627.1
欧元区 ^{1,2}	53.9	46.4	-96.5	33.1	72.7	109.2	246.0	366.0	391.6	432.6	498.7
日本	170.9	212.1	159.9	146.6	204.0	119.3	60.4	34.3	57.2	65.0	84.8
其他先进经济体 ³	144.5	127.5	127.5	144.3	152.9	185.8	107.5	172.3	190.0	192.0	266.1
新兴市场和发展中经济体	632.1	604.4	674.4	248.8	325.3	414.0	368.4	210.0	239.1	175.0	98.5
按地区分组											
独联体 ⁴	94.0	65.5	108.6	43.0	69.1	108.1	67.7	20.5	50.2	39.2	29.0
亚洲新兴和发展中经济体	271.1	394.8	429.3	275.9	238.7	97.4	104.1	145.2	177.5	213.9	335.9
欧洲新兴和发展中经济体	-84.1	-129.7	-154.5	-50.3	-84.4	-118.8	-80.9	-75.6	-68.3	-76.6	-109.6
拉丁美洲和加勒比	46.2	6.2	-39.5	-30.0	-62.1	-79.4	-107.1	-153.3	-154.1	-167.7	-208.7
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦	275.4	255.7	332.3	39.1	175.0	418.7	418.8	320.5	283.6	225.5	125.2
撒哈拉以南非洲	29.5	11.8	-1.9	-28.8	-11.0	-11.9	-34.2	-47.2	-49.9	-59.3	-73.3
备忘项											
欧盟	-28.2	-62.9	-172.1	4.7	19.1	83.6	174.5	328.9	357.4	404.9	505.4
按分析标准分组											
按出口收入来源											
燃料	475.5	419.8	586.2	140.5	319.0	635.6	607.5	445.2	414.0	344.6	223.2
非燃料	156.7	184.6	88.2	108.3	6.3	-221.5	-239.0	-235.2	-174.9	-169.6	-124.7
其中, 初级产品	-12.1	-17.1	-34.9	-23.3	-13.5	-29.4	-65.8	-65.6	-58.4	-60.0	-65.0
按外部融资来源											
净债务经济体	-107.4	-207.9	-376.0	-179.9	-273.7	-402.4	-461.0	-451.7	-429.2	-466.3	-604.1
其中, 官方融资	-17.7	-21.6	-32.9	-17.6	-12.1	-8.6	-20.4	-16.5	-17.1	-22.1	-32.3
按净债务经济体的偿债情况											
2008-2012年有债务拖欠和/或债务重组											
的经济体	-5.8	-13.2	-27.1	-30.6	-32.6	-33.5	-53.4	-55.9	-55.8	-68.8	-89.6
全球¹	203.0	277.0	183.9	191.1	305.4	370.6	341.9	403.3	486.8	392.6	321.1

表A10. 经常账户差额概况（续完）
（单位：10亿美元）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	预测		
									2014	2015	2019
先进经济体	-1.2	-0.8	-1.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.4	0.5	0.4	0.4
美国	-5.8	-4.9	-4.6	-2.6	-3.0	-2.9	-2.7	-2.3	-2.2	-2.6	-2.8
欧元区 ^{1,2}	0.5	0.4	-0.7	0.3	0.6	0.8	2.0	2.9	2.9	3.1	3.0
日本	3.9	4.9	3.3	2.9	3.7	2.0	1.0	0.7	1.2	1.3	1.5
其他先进经济体 ³	1.8	1.4	1.3	1.7	1.6	1.8	1.0	1.6	1.7	1.6	1.8
新兴市场和发展中经济体	4.9	3.8	3.5	1.4	1.5	1.6	1.4	0.7	0.8	0.6	0.2
按地区分组											
独联体 ⁴	7.2	3.8	5.0	2.6	3.4	4.3	2.6	0.7	1.9	1.5	0.9
亚洲新兴和发展中经济体	5.7	6.6	5.9	3.5	2.5	0.9	0.8	1.1	1.2	1.4	1.6
欧洲新兴和发展中经济体	-6.5	-8.1	-8.2	-3.2	-4.9	-6.4	-4.5	-3.9	-3.6	-3.8	-4.2
拉丁美洲和加勒比	1.5	0.2	-0.9	-0.7	-1.3	-1.4	-1.9	-2.7	-2.7	-2.8	-2.8
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦	15.5	12.2	12.8	1.7	6.5	13.1	12.6	9.5	8.0	6.1	2.6
中东和北非	17.2	13.6	14.3	2.2	7.1	14.1	13.7	10.3	8.7	6.6	2.9
撒哈拉以南非洲	4.1	1.4	-0.2	-3.2	-1.0	-1.0	-2.7	-3.6	-3.6	-3.9	-3.6
备忘项											
欧盟	-0.2	-0.4	-0.9	0.0	0.1	0.5	1.0	1.9	1.9	2.1	2.2
按分析标准分组											
按出口收入来源											
燃料	16.3	11.6	12.7	3.7	7.1	11.5	10.4	7.4	6.7	5.4	2.8
非燃料	1.6	1.5	0.6	0.7	0.0	-1.1	-1.1	-1.0	-0.7	-0.7	-0.4
其中，初级产品	-2.0	-2.6	-4.9	-3.3	-1.5	-2.9	-6.4	-6.3	-5.6	-5.4	-4.4
按外部融资来源											
净债务经济体	-1.5	-2.4	-3.9	-1.9	-2.5	-3.2	-3.7	-3.5	-3.3	-3.4	-3.3
其中，官方融资	-3.4	-3.6	-4.7	-2.6	-1.6	-1.1	-2.6	-1.9	-1.9	-2.3	-2.5
按净债务经济体的偿债情况											
2008-2012年有债务拖欠和/或债务重组											
的经济体	-0.8	-1.5	-2.6	-3.0	-2.8	-2.5	-3.7	-3.7	-3.7	-4.4	-4.3
全球¹	0.4	0.5	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.3
备忘项											
占世界经常账户交易总额的百分比	0.7	0.8	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	0.8	0.5
占世界GDP的百分比	0.4	0.5	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.3

¹ 反映了国际收支经常账户统计的错误、遗漏和不对称，并且没有包括国际组织和少数国家的数据。请参见本统计附录导言中的“国家分类”。

² 欧元区各国（不包括拉脱维亚）经常账户差额的加总。

³ 在本表中，“其他先进经济体”是指除美国、欧元区国家和日本之外，但包括拉脱维亚在内的先进经济体。

⁴ 格鲁吉亚虽不属于独联体成员国，但由于地理位置相近、经济结构相似，也将其编入其中。

表A11.先进经济体：经常账户差额
(占GDP的百分比)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	预测		
									2014	2015	2019
先进经济体	-1.2	-0.8	-1.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.4	0.5	0.4	0.4
美国	-5.8	-4.9	-4.6	-2.6	-3.0	-2.9	-2.7	-2.3	-2.2	-2.6	-2.8
欧元区 ¹	0.5	0.4	-0.7	0.3	0.6	0.8	2.0	2.9	2.9	3.1	3.0
德国	6.3	7.4	6.2	5.9	6.4	6.8	7.4	7.5	7.3	7.1	5.7
法国	-0.6	-1.0	-1.7	-1.3	-1.3	-1.8	-2.2	-1.6	-1.7	-1.0	0.4
意大利	-1.5	-1.3	-2.9	-2.0	-3.5	-3.1	-0.4	0.8	1.1	1.1	-0.4
西班牙	-9.0	-10.0	-9.6	-4.8	-4.5	-3.8	-1.1	0.7	0.8	1.4	3.4
荷兰	9.3	6.7	4.3	5.2	7.4	9.5	9.4	10.4	10.1	10.1	9.2
比利时	1.9	1.9	-1.3	-0.6	1.9	-1.1	-2.0	-1.7	-1.3	-1.0	0.3
奥地利	2.8	3.5	4.9	2.7	3.4	1.4	1.8	3.0	3.5	3.5	3.6
希腊	-11.4	-14.6	-14.9	-11.2	-10.1	-9.9	-2.4	0.7	0.9	0.3	1.4
葡萄牙	-10.7	-10.1	-12.6	-10.9	-10.6	-7.0	-2.0	0.5	0.8	1.2	2.6
芬兰	4.2	4.3	2.6	1.8	1.5	-1.5	-1.7	-0.8	-0.3	0.2	0.5
爱尔兰	-3.6	-5.3	-5.6	-2.3	1.1	1.2	4.4	6.6	6.4	6.5	6.2
斯洛伐克共和国	-7.8	-5.3	-6.6	-2.6	-3.7	-3.8	2.2	2.4	2.7	2.9	2.5
斯洛文尼亚	-1.8	-4.2	-5.4	-0.5	-0.1	0.4	3.3	6.5	6.1	5.8	1.6
卢森堡	10.4	10.1	5.4	7.3	7.7	6.6	6.6	6.7	6.7	5.5	5.0
拉脱维亚	-22.6	-22.4	-13.2	8.7	2.9	-2.1	-2.5	-0.8	-1.6	-1.9	-2.0
爱沙尼亚	-15.3	-15.9	-9.2	2.7	2.8	1.8	-1.8	-1.0	-1.3	-1.5	0.1
塞浦路斯 ²	-7.0	-11.8	-15.6	-10.7	-9.8	-3.3	-6.8	-1.5	0.1	0.3	-0.2
马耳他	-9.7	-4.0	-4.8	-8.3	-6.9	-0.6	2.1	0.9	1.4	1.4	1.5
日本	3.9	4.9	3.3	2.9	3.7	2.0	1.0	0.7	1.2	1.3	1.5
英国	-2.8	-2.2	-0.9	-1.4	-2.7	-1.5	-3.7	-3.3	-2.7	-2.2	-0.6
加拿大	1.4	0.8	0.1	-2.9	-3.5	-2.8	-3.4	-3.2	-2.6	-2.5	-2.2
韩国	1.5	2.1	0.3	3.9	2.9	2.3	4.3	5.8	4.4	3.5	3.0
澳大利亚	-5.8	-6.7	-4.9	-4.6	-3.5	-2.8	-4.1	-2.9	-2.6	-2.8	-3.3
中国台湾省	7.0	8.9	6.9	11.4	9.3	9.0	10.7	11.7	11.7	10.9	9.6
瑞典	8.7	9.3	9.0	6.3	6.3	6.0	6.1	5.9	6.1	6.2	5.8
香港特别行政区	11.9	12.1	13.4	8.4	5.4	5.2	2.8	3.1	3.3	3.9	5.0
瑞士	14.4	8.6	2.1	10.5	14.8	9.0	9.6	9.6	9.9	9.8	9.8
新加坡	24.1	25.6	13.9	17.2	25.3	23.2	17.4	18.4	17.7	17.1	15.0
捷克共和国	-2.1	-4.4	-2.1	-2.5	-3.8	-2.9	-2.4	-1.0	-0.5	-0.5	-0.9
挪威	16.4	12.5	16.0	11.7	11.9	13.5	14.3	10.6	10.2	9.2	7.8
以色列	4.7	3.2	1.4	3.8	3.1	1.3	0.3	2.5	1.4	1.7	1.7
丹麦	3.0	1.4	2.9	3.4	5.8	5.9	6.0	6.6	6.3	6.3	6.6
新西兰	-7.2	-6.9	-7.8	-2.3	-2.3	-2.9	-4.1	-4.2	-4.9	-5.4	-6.3
冰岛	-25.6	-15.7	-28.4	-11.6	-8.5	-5.6	-5.0	0.4	0.8	-0.2	2.5
圣马力诺	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
备忘项											
主要先进经济体	-1.9	-1.1	-1.3	-0.6	-0.8	-0.8	-1.0	-0.7	-0.6	-0.6	-0.7
欧元区 ³	-0.1	0.1	-1.5	-0.1	0.1	0.1	1.3	2.3	2.4	2.5	2.4

¹ 欧元区各国（不包括拉脱维亚）差额的加总。

² 2013年经常账户差额是工作人员在第三次规划检查时做的估计，可能还会修正。

³ 鉴于区域内交易的报表差异对该数据进行了修正（不包括拉脱维亚）。

表A12. 新兴市场和发展中经济体：经常账户差额
(占GDP的百分比)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	预测		
									2014	2015	2019
独联体¹	7.2	3.8	5.0	2.6	3.4	4.3	2.6	0.7	1.9	1.5	0.9
俄罗斯	9.3	5.5	6.3	4.1	4.4	5.1	3.6	1.6	2.1	1.6	1.0
除俄罗斯外	0.6	-1.4	0.9	-1.8	0.3	1.8	-0.7	-1.8	1.0	0.8	0.5
亚美尼亚	-1.8	-6.4	-11.8	-15.8	-14.8	-10.9	-11.2	-8.4	-7.2	-6.8	-6.3
阿塞拜疆	17.6	27.3	35.5	23.0	28.0	26.5	21.8	19.7	15.0	9.9	4.6
白俄罗斯	-3.9	-6.7	-8.2	-12.6	-15.0	-8.5	-2.7	-9.8	-10.0	-7.8	-5.5
格鲁吉亚	-15.2	-19.8	-22.0	-10.5	-10.2	-12.7	-11.7	-6.1	-7.9	-7.3	-5.5
哈萨克斯坦	-2.5	-8.0	4.7	-3.6	0.9	5.4	0.3	0.1	1.9	2.0	1.4
吉尔吉斯共和国	-3.1	-6.2	-15.5	-2.5	-6.4	-6.5	-15.0	-12.6	-15.5	-14.3	-6.8
摩尔多瓦	-11.3	-15.2	-16.1	-6.9	-7.0	-11.3	-6.0	-4.8	-5.9	-6.4	-6.4
塔吉克斯坦	-2.8	-8.6	-7.6	-5.9	-1.2	-4.8	-2.0	-1.9	-2.1	-2.3	-2.5
土库曼斯坦	15.7	15.5	16.5	-14.7	-10.6	2.0	0.0	-3.3	-1.1	1.3	3.2
乌克兰 ²	-1.5	-3.7	-7.1	-1.5	-2.2	-6.3	-8.1	-9.2	...	...	...
乌兹别克斯坦	9.2	7.3	8.7	2.2	6.2	5.8	1.2	1.7	2.2	1.9	0.8
亚洲新兴和发展中经济体	5.7	6.6	5.9	3.5	2.5	0.9	0.8	1.1	1.2	1.4	1.6
孟加拉国	1.2	0.8	1.4	2.8	0.5	-1.2	0.8	1.8	0.5	-0.7	-0.9
不丹	-4.4	14.6	-2.2	-2.0	-10.3	-23.7	-17.6	-22.2	-22.6	-24.7	-6.6
文莱达鲁萨兰国	50.1	47.8	48.9	40.3	45.5	43.1	46.9	39.0	39.3	37.9	38.8
柬埔寨	-0.6	-1.9	-5.7	-4.5	-3.9	-8.1	-8.7	-8.6	-8.4	-7.4	-5.8
中国	8.5	10.1	9.3	4.9	4.0	1.9	2.3	2.1	2.2	2.4	3.0
斐济	-15.4	-10.4	-15.9	-4.2	-4.5	-5.7	-1.5	-18.5	-6.3	-7.1	-10.1
印度	-1.0	-1.3	-2.3	-2.8	-2.7	-4.2	-4.7	-2.0	-2.4	-2.5	-2.6
印度尼西亚	2.6	1.6	0.0	2.0	0.7	0.2	-2.8	-3.3	-3.0	-2.7	-2.6
基里巴斯	-23.6	-19.4	-20.4	-23.3	-16.9	-32.6	-29.0	-15.7	-36.2	-30.5	-31.0
老挝人民民主共和国	-9.9	-15.7	-18.5	-21.0	-18.2	-15.2	-28.4	-29.5	-27.3	-23.7	-17.0
马来西亚	16.1	15.4	17.1	15.5	10.9	11.6	6.1	3.8	4.0	4.0	3.7
马尔代夫	-23.2	-17.2	-32.3	-11.1	-8.9	-20.0	-22.9	-20.6	-22.7	-22.1	-20.1
马绍尔群岛	-4.3	-5.4	-3.5	-17.4	-28.8	-9.0	-8.1	-9.3	-20.6	-10.8	-11.2
密克罗尼西亚	-13.7	-9.2	-16.2	-18.3	-14.9	-17.4	-12.0	-9.6	-9.5	-9.0	-8.0
蒙古	6.5	6.3	-12.9	-8.9	-15.0	-31.5	-32.6	-27.9	-22.1	-19.7	-15.9
缅甸	6.8	-0.7	-4.2	-1.3	-1.5	-2.1	-4.4	-4.9	-5.3	-5.2	-5.4
尼泊尔	2.1	-0.1	2.7	4.2	-2.4	-0.9	4.8	3.3	2.4	0.8	-1.0
帕劳	-24.7	-16.7	-16.8	-4.7	-7.2	-4.1	-5.0	-6.5	-5.5	-5.3	-5.6
巴布亚新几内亚	-1.7	3.9	8.5	-15.2	-21.4	-23.5	-51.0	-27.9	-3.7	11.0	4.6
菲律宾	4.4	4.8	2.1	5.6	4.5	3.2	2.9	3.5	3.2	2.6	0.5
萨摩亚	-10.2	-15.5	-6.4	-6.2	-7.6	-4.1	-9.2	-2.3	-6.1	-5.6	-4.9
所罗门群岛	-9.1	-15.7	-20.5	-21.4	-30.8	-6.7	0.2	-4.2	-13.0	-12.4	-10.1
斯里兰卡	-5.3	-4.3	-9.5	-0.5	-2.2	-7.8	-6.6	-4.1	-3.8	-3.6	-2.9
泰国	1.1	6.3	0.8	8.3	3.1	1.2	-0.4	-0.7	0.2	0.3	0.5
东帝汶	19.2	39.7	45.6	39.0	39.8	40.4	43.4	34.2	31.9	26.7	23.7
汤加	-5.6	-5.6	-8.1	-6.7	-3.7	-4.8	-6.2	-5.3	-4.2	-3.4	-2.7
图瓦卢	21.1	-21.7	0.3	5.4	-4.7	-29.0	32.3	37.1	25.3	24.2	24.4
瓦努阿图	-6.2	-7.3	-10.8	-7.9	-5.4	-8.1	-6.4	-4.4	-5.6	-5.7	-5.4
越南	-0.2	-9.0	-11.0	-6.5	-3.8	0.2	5.8	6.6	4.3	3.5	-3.3
欧洲新兴和发展中经济体	-6.5	-8.1	-8.2	-3.2	-4.9	-6.4	-4.5	-3.9	-3.6	-3.8	-4.2
阿尔巴尼亚	-5.6	-10.4	-15.2	-14.1	-10.0	-9.6	-9.3	-9.1	-10.3	-12.4	-8.2
波斯尼亚和黑塞哥维那	-7.9	-9.1	-14.1	-6.6	-6.2	-9.8	-9.7	-5.6	-7.5	-7.0	-4.6
保加利亚	-17.6	-25.2	-23.0	-8.9	-1.5	0.1	-0.9	2.1	-0.4	-2.1	-3.2
克罗地亚	-6.7	-7.3	-9.0	-5.2	-1.2	-0.9	0.0	1.2	1.5	1.1	-2.0
匈牙利	-7.4	-7.3	-7.4	-0.2	0.2	0.5	1.0	3.1	2.7	2.2	-1.5
科索沃	-7.2	-10.2	-16.0	-9.4	-12.0	-13.8	-7.7	-6.8	-7.7	-6.9	-7.6
立陶宛	-10.6	-14.5	-13.3	3.9	0.0	-3.7	-0.2	0.8	-0.2	-0.6	-1.8
前南斯拉夫的马其顿共和国	-0.4	-7.1	-12.8	-6.8	-2.0	-2.5	-3.0	-1.8	-3.9	-5.5	-4.3
黑山共和国	-31.3	-39.5	-49.8	-27.9	-22.9	-17.7	-18.7	-15.0	-17.9	-21.9	-16.7
波兰	-3.8	-6.2	-6.6	-4.0	-5.1	-4.9	-3.5	-1.8	-2.5	-3.0	-3.4
罗马尼亚	-10.4	-13.4	-11.6	-4.1	-4.4	-4.5	-4.4	-1.1	-1.7	-2.2	-3.3
塞尔维亚	-10.1	-17.8	-21.7	-6.6	-6.8	-9.1	-10.7	-5.0	-4.8	-4.6	-7.2
土耳其	-6.0	-5.8	-5.5	-2.0	-6.2	-9.7	-6.2	-7.9	-6.3	-6.0	-5.4

表A12. 新兴市场和发展中经济体：经常账户差额（续）
（占GDP的百分比）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	预测		
									2014	2015	2019
拉丁美洲和加勒比	1.5	0.2	-0.9	-0.7	-1.3	-1.4	-1.9	-2.7	-2.7	-2.8	-2.8
安提瓜和巴布达	-25.7	-29.9	-26.7	-14.0	-14.7	-10.4	-14.0	-13.8	-12.3	-11.4	-10.0
阿根廷 ³	3.4	2.6	1.8	2.5	0.3	-0.6	-0.1	-0.9	-0.5	-0.5	-0.5
巴哈马	-17.7	-11.5	-10.6	-10.3	-10.1	-15.3	-18.4	-19.6	-14.7	-10.4	-6.3
巴巴多斯	-8.2	-5.4	-10.7	-6.8	-5.8	-11.4	-10.1	-11.4	-7.8	-7.3	-6.3
伯利兹	-2.1	-4.0	-10.6	-4.9	-2.4	-1.1	-2.2	-4.2	-4.5	-4.8	-6.3
玻利维亚	11.2	11.4	11.9	4.3	3.9	0.3	7.8	3.7	3.7	2.4	1.1
巴西	1.3	0.1	-1.7	-1.5	-2.2	-2.1	-2.4	-3.6	-3.6	-3.7	-3.5
智利	4.6	4.1	-3.2	2.0	1.6	-1.2	-3.4	-3.4	-3.3	-2.8	-2.5
哥伦比亚	-1.9	-2.9	-2.8	-2.1	-3.0	-2.9	-3.2	-3.3	-3.3	-3.2	-2.8
哥斯达黎加	-4.5	-6.3	-9.3	-2.0	-3.5	-5.3	-5.2	-5.0	-5.1	-5.1	-5.3
多米尼克	-13.0	-21.1	-28.7	-22.7	-17.4	-14.5	-18.9	-17.0	-17.7	-16.7	-15.4
多米尼加共和国	-3.6	-5.3	-9.9	-5.0	-8.4	-7.9	-6.8	-4.2	-4.5	-5.2	-3.7
厄瓜多尔	3.7	3.7	2.8	0.5	-2.3	-0.3	-0.3	-1.5	-2.4	-3.1	-6.0
萨尔瓦多	-4.1	-6.1	-7.1	-1.5	-2.7	-4.9	-5.4	-6.7	-6.3	-5.9	-4.9
格林纳达	-30.8	-29.7	-28.0	-22.2	-22.1	-21.8	-19.2	-27.2	-22.6	-21.0	-17.4
危地马拉	-5.0	-5.2	-3.6	0.7	-1.4	-3.4	-2.6	-3.0	-2.6	-2.3	-2.1
圭亚那	-13.4	-9.5	-13.7	-9.1	-9.6	-13.1	-13.3	-17.9	-18.3	-19.9	-12.0
海地	-1.5	-1.5	-3.1	-1.9	-1.5	-4.3	-5.4	-6.5	-5.8	-5.7	-5.2
洪都拉斯	-3.7	-9.1	-15.4	-3.8	-4.3	-8.0	-8.6	-8.8	-7.4	-6.0	-5.5
牙买加	-10.0	-15.3	-17.7	-11.0	-8.7	-13.4	-13.0	-10.4	-8.6	-7.4	-5.1
墨西哥	-0.8	-1.4	-1.8	-0.9	-0.3	-1.1	-1.2	-1.8	-1.9	-2.0	-1.6
尼加拉瓜	-10.4	-13.5	-18.4	-8.6	-9.7	-13.2	-12.9	-13.2	-12.7	-12.2	-11.1
巴拿马	-3.2	-8.0	-10.9	-0.7	-11.4	-15.9	-10.6	-11.9	-11.5	-11.2	-7.1
巴拉圭	1.6	5.7	1.0	3.0	-0.3	0.5	-1.0	0.9	-0.9	-1.6	-1.1
秘鲁	3.2	1.4	-4.2	-0.6	-2.5	-1.9	-3.4	-4.9	-4.8	-4.4	-3.5
圣基茨和尼维斯	-13.6	-16.1	-27.3	-27.3	-21.5	-15.7	-11.9	-8.5	-17.4	-17.1	-15.1
圣卢西亚	-29.3	-30.1	-28.7	-11.6	-16.2	-18.8	-12.8	-11.8	-11.4	-11.4	-12.1
圣文森特和格林纳丁斯	-19.5	-28.0	-33.1	-29.2	-30.6	-29.4	-27.8	-28.9	-30.7	-24.4	-18.1
苏里南	8.4	11.1	9.2	0.3	6.4	5.8	0.6	-4.7	-4.5	-6.7	2.8
特立尼达和多巴哥	39.6	23.9	30.5	8.5	20.3	12.4	4.9	10.2	10.1	8.9	6.2
乌拉圭	-2.0	-0.9	-5.7	-1.3	-1.9	-3.0	-5.4	-5.9	-5.5	-5.2	-3.7
委内瑞拉	14.4	6.9	10.2	0.7	3.0	7.7	2.9	2.7	2.4	1.8	-2.8
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦	15.5	12.2	12.8	1.7	6.5	13.1	12.6	9.5	8.0	6.1	2.6
阿富汗	-1.1	6.0	5.2	1.9	3.1	3.1	3.9	2.8	3.3	-0.3	-3.6
阿尔及利亚	24.7	22.7	20.1	0.3	7.5	9.9	6.0	0.4	0.5	-1.3	-3.3
巴林	11.8	13.4	8.8	2.4	3.0	11.2	7.3	12.0	10.4	9.4	4.5
吉布提	-11.5	-21.4	-24.3	-9.3	-5.4	-14.1	-12.3	-13.2	-16.3	-17.5	-16.5
埃及	1.6	2.1	0.5	-2.3	-2.0	-2.6	-3.9	-2.1	-1.3	-4.6	-6.1
伊朗	8.5	10.6	6.5	2.6	6.5	11.0	6.6	8.1	5.2	2.8	0.4
伊拉克	12.9	7.7	12.8	-8.0	3.0	12.0	6.7	0.0	1.0	1.2	4.0
约旦	-11.5	-16.8	-9.3	-3.3	-5.3	-12.0	-18.1	-11.1	-12.9	-9.3	-6.1
科威特	44.6	36.8	40.9	26.7	30.8	41.8	43.2	38.8	37.4	34.2	25.1
黎巴嫩	-7.3	-7.2	-11.1	-12.6	-13.3	-15.7	-15.7	-16.2	-15.8	-13.9	-12.1
利比亚	51.1	44.1	42.5	14.9	19.5	9.1	35.4	-2.8	-27.7	-16.7	-15.4
毛里塔尼亚	-1.3	-17.2	-14.9	-16.2	-9.4	-7.5	-32.5	-25.8	-26.3	-38.0	-14.8
摩洛哥	2.2	-0.1	-5.2	-5.4	-4.1	-8.0	-9.7	-7.4	-6.6	-5.8	-4.2
阿曼	15.4	5.9	8.3	-1.3	10.0	15.3	11.6	9.7	7.8	2.5	-2.1
巴基斯坦	-3.6	-4.5	-8.1	-5.5	-2.2	0.1	-2.1	-1.0	-0.9	-1.0	-0.8
卡塔尔	15.5	14.4	23.1	6.5	19.0	30.3	32.4	29.2	25.4	20.5	6.5
沙特阿拉伯	26.3	22.5	25.5	4.9	12.7	23.7	22.4	17.4	15.8	13.3	9.9
苏丹 ⁴	-8.8	-6.0	-1.6	-9.6	-2.1	-0.4	-10.4	-10.6	-8.2	-7.1	-3.1
叙利亚 ⁵	1.4	-0.2	-1.3	-2.9	-2.8	...	...	...	...	...	...
突尼斯	-1.8	-2.4	-3.8	-2.8	-4.7	-7.4	-8.2	-8.4	-6.7	-5.7	-3.7
阿拉伯联合酋长国	16.3	6.9	7.1	3.1	2.5	14.6	17.3	14.9	13.3	12.4	6.9
也门	1.1	-7.0	-4.6	-10.1	-3.4	-4.0	-1.3	-2.7	-1.5	-2.7	-4.4

表A12. 新兴市场和发展中经济体：经常账户差额（续完）
（占GDP的百分比）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	预测		
									2014	2015	2019
撒哈拉以南非洲	4.1	1.4	-0.2	-3.2	-1.0	-1.0	-2.7	-3.6	-3.6	-3.9	-3.6
安哥拉	25.6	19.9	10.3	-9.9	8.1	12.6	9.2	5.0	2.2	-0.4	-1.0
贝宁	-4.9	-10.2	-8.1	-8.9	-8.7	-7.8	-7.9	-14.5	-9.2	-7.2	-6.8
博茨瓦纳	19.2	15.1	0.4	-10.2	-5.4	-0.2	-4.9	-0.4	0.4	0.2	-3.7
布基纳法索	-9.5	-8.3	-11.5	-4.7	-2.2	-1.2	-0.8	-7.2	-7.3	-8.4	-7.8
布隆迪	-21.5	-5.4	-1.0	1.7	-12.2	-13.6	-17.3	-23.2	-21.5	-21.3	-16.8
喀麦隆	-4.8	-12.9	-13.7	-14.6	-12.4	-16.3	-11.2	-1.9	-10.0	-10.1	-6.2
佛得角	1.6	1.4	-1.2	-3.3	-3.0	-2.9	-4.0	-4.4	-3.5	-3.6	-4.2
中非共和国	-3.0	-6.2	-10.0	-9.2	-10.2	-7.6	-5.6	-10.4	-13.9	-13.4	-11.9
乍得	4.6	8.2	3.7	-9.2	-9.0	-5.6	-8.3	-8.1	-6.0	-6.4	-6.2
科摩罗	-6.0	-5.8	-12.1	-7.8	-5.7	-9.4	-3.8	-6.1	-11.5	-11.1	-8.6
刚果民主共和国	-2.3	-0.7	-10.6	-7.8	-4.9	-5.9	-8.0	-9.9	-7.9	-7.2	-6.2
刚果共和国	2.8	-6.5	-0.5	-6.0	3.8	5.8	-1.3	-1.2	2.0	0.1	-0.2
科特迪瓦	2.8	-0.2	2.3	7.6	2.5	12.9	-1.3	-1.2	-2.2	-2.0	-4.5
赤道几内亚	16.9	15.9	12.2	-7.5	-9.6	-0.6	-4.6	-12.0	-10.2	-10.9	-11.1
厄立特里亚	-3.6	-6.1	-5.5	-7.6	-5.6	0.6	2.3	0.3	0.2	-1.2	-2.9
埃塞俄比亚	-9.2	-4.5	-5.7	-5.1	-4.1	-0.7	-6.5	-6.1	-5.4	-6.0	-4.4
加蓬	14.1	15.3	23.4	7.5	8.7	13.2	14.0	10.6	6.9	4.5	0.5
冈比亚	-6.9	-8.3	-12.3	-12.3	-16.0	-15.6	-17.0	-17.0	-14.3	-14.9	-14.9
加纳	-8.2	-8.7	-11.9	-5.4	-8.6	-9.1	-12.2	-13.2	-10.6	-7.8	-6.7
几内亚	-4.6	-11.6	-10.6	-8.6	-11.5	-20.5	-33.0	-20.1	-18.0	-48.1	-23.3
几内亚比绍	-5.6	-3.4	-4.9	-6.6	-8.6	-1.2	-6.5	-8.7	-4.6	-4.4	-1.7
肯尼亚	-2.3	-4.0	-6.5	-5.5	-7.3	-11.2	-10.4	-8.3	-9.6	-7.8	-5.6
莱索托	26.3	24.6	23.4	8.9	-4.7	-8.6	-4.2	-1.3	-0.8	-5.4	-11.5
利比里亚	-18.2	-12.1	-54.8	-28.5	-37.4	-34.0	-31.9	-31.4	-48.3	-30.7	-20.7
马达加斯加	-3.8	-8.9	-17.8	-19.5	-8.8	-5.6	-6.2	-4.6	-1.9	-2.2	-0.5
马拉维	-11.3	1.0	-9.7	-4.8	-1.3	-5.8	-4.0	-3.4	-2.2	-2.2	-0.9
马里	-3.7	-6.3	-12.2	-7.3	-12.6	-6.0	-3.3	-3.3	-6.7	-5.7	-5.6
毛里求斯	-9.1	-5.4	-10.1	-7.4	-10.3	-13.3	-7.9	-9.1	-8.7	-8.4	-5.6
莫桑比克	-8.6	-10.9	-12.9	-12.2	-11.7	-24.4	-45.6	-41.9	-42.8	-43.2	-37.1
纳米比亚	13.8	9.1	2.8	-1.1	-1.8	-3.5	-2.6	-4.6	-5.1	-6.9	5.6
尼日尔	-8.6	-8.2	-12.9	-24.4	-19.8	-22.3	-15.4	-17.2	-21.8	-17.7	-11.7
尼日利亚	25.3	16.5	14.0	8.2	5.8	3.5	7.7	4.7	4.9	4.0	2.5
卢旺达	-4.3	-2.2	-4.9	-7.3	-5.4	-7.2	-11.4	-7.3	-11.5	-10.3	-6.5
圣多美和普林西比	-34.5	-31.9	-35.0	-23.7	-23.0	-26.6	-20.5	-20.3	-15.3	-13.9	-9.6
塞内加尔	-9.2	-11.6	-14.1	-6.7	-4.4	-7.9	-10.3	-9.3	-7.5	-6.6	-6.2
塞舌尔	-16.1	-18.8	-27.2	-22.4	-22.3	-26.6	-24.8	-17.7	-14.5	-13.2	-9.0
塞拉利昂	-4.2	-4.2	-8.9	-6.3	-19.7	-44.9	-36.7	-14.2	-9.4	-7.6	-7.1
南非	-5.3	-7.0	-7.2	-4.0	-2.0	-2.3	-5.2	-5.8	-5.4	-5.3	-4.5
南苏丹	...	...	...	...	...	18.4	-27.7	2.2	-2.3	2.2	-2.3
斯威士兰	-6.7	-2.1	-7.7	-13.1	-10.0	-8.6	4.1	5.5	1.9	-1.2	-3.5
坦桑尼亚	-9.6	-11.0	-10.2	-9.8	-9.3	-14.5	-15.9	-14.3	-13.9	-12.9	-10.7
多哥	-8.4	-8.7	-6.8	-6.6	-6.3	-9.1	-11.8	-12.0	-10.9	-9.8	-6.9
乌干达	-4.2	-5.5	-8.7	-7.3	-11.1	-12.5	-10.5	-11.7	-12.6	-12.1	-10.2
赞比亚	-0.4	-6.5	-7.1	4.6	7.4	3.7	3.8	1.2	0.9	1.1	1.9
津巴布韦 ⁶	-6.5	-5.4	-16.7	-39.6	-20.3	-28.8	-20.1	-19.7	-18.3	-17.1	-14.3

¹ 格鲁吉亚虽不属于独联体成员国，但由于其地理位置相近、经济结构相似，也将其编入其中。

² 鉴于乌克兰当前的危机，不包括对乌克兰的预测。

³ 计算基于阿根廷官方GDP数据。参见表A4的注释5。

⁴ 2011年的数据自当年7月9日后不包括南苏丹，2012年及以后的预测数据仅与当前的苏丹有关。

⁵ 2011年以后的数据不包括叙利亚，因为其政局不确定。

⁶ 津巴布韦元于2009年初停止流通。数据是基于基金组织工作人员对以美元表示的价格和汇率变化情况的估计。基金组织工作人员对美元值的估计可能不同于当局的估计。

表A13. 新兴市场和发展中经济体：净资金流动¹

(单位：10亿美元)

	平均值									预期	
	2003-05	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
新兴市场和发展中经济体											
私人资金流动，净值	253.1	321.3	714.5	182.6	263.8	557.8	479.6	228.7	419.9	362.1	385.2
私人直接投资，净值	208.6	301.6	442.9	468.8	332.2	409.9	520.1	471.4	475.6	439.6	447.4
私人证券流动，净值	44.5	-37.2	108.2	-81.6	57.6	193.4	86.8	234.8	186.5	162.9	164.6
其他私人资金流动，净值	0.0	56.9	163.4	-204.5	-126.0	-45.5	-127.4	-477.6	-242.1	-240.3	-226.7
官方资金流动，净值 ²	-76.1	-177.2	-58.8	-79.2	166.7	98.1	-10.6	10.3	-45.3	-76.2	-15.0
储备变化 ³	-392.6	-721.8	-1,186.6	-654.9	-496.1	-816.3	-720.9	-404.2	-509.3	-550.0	-525.2
备忘项											
经常账户 ⁴	255.2	632.1	604.4	674.4	248.8	325.3	414.0	368.4	210.0	239.1	175.0
独联体⁵											
私人资金流动，净值	18.6	51.2	129.3	-98.0	-62.7	-25.4	-63.3	-41.4	-43.7	-60.5	-29.1
私人直接投资，净值	9.9	21.1	28.0	49.7	15.7	9.7	13.5	17.1	11.8	13.5	19.4
私人证券流动，净值	3.5	4.8	18.8	-31.3	-8.8	8.7	-27.5	-4.9	5.1	5.0	9.7
其他私人资金流动，净值	5.1	25.3	82.5	-116.3	-69.6	-43.8	-49.2	-53.7	-60.6	-79.0	-58.1
官方流动，净值 ²	-13.3	-25.1	-5.7	-19.0	41.6	1.3	-17.9	1.9	-2.2	-6.6	-7.0
储备变化 ³	-54.9	-127.5	-167.7	26.7	-7.2	-52.1	-23.9	-29.9	31.7	17.6	-2.4
亚洲新兴和发展中经济体											
私人资金流动，净值	119.3	90.1	204.4	35.7	208.2	389.4	370.8	116.3	314.8	289.4	220.6
私人直接投资，净值	82.6	127.2	174.2	153.8	116.9	222.8	288.8	238.4	226.4	199.6	171.5
私人证券流动，净值	24.8	-53.4	52.2	-0.4	48.5	82.0	56.7	109.0	64.8	88.9	79.5
其他私人资金流动，净值	11.9	16.3	-21.9	-117.6	42.8	84.6	25.2	-231.1	23.6	0.9	-30.3
官方流动，净值 ²	-8.3	7.1	7.2	-4.1	31.8	31.4	10.8	19.0	17.6	29.5	26.2
储备变化 ³	-228.3	-368.3	-621.2	-479.6	-461.4	-570.2	-437.5	-131.8	-441.0	-490.9	-450.8
欧洲新兴和发展中经济体											
私人资金流动，净值	62.4	110.6	177.0	153.7	37.2	84.6	96.5	63.9	69.3	52.9	60.3
私人直接投资，净值	27.0	62.5	72.5	66.8	31.0	24.8	38.4	23.9	21.1	25.3	30.8
私人证券流动，净值	13.8	0.7	-3.3	-10.8	8.5	27.2	34.3	46.3	28.0	24.8	23.4
其他私人资金流动，净值	21.5	47.3	107.8	97.7	-2.3	32.7	23.8	-6.4	20.1	2.8	6.1
官方流动，净值 ²	5.2	4.5	-6.4	19.5	45.4	33.7	22.1	16.2	-9.8	-1.2	1.0
储备变化 ³	-22.1	-28.8	-34.6	-8.3	-32.7	-35.8	-13.8	-22.7	-3.8	-2.4	-4.2
拉丁美洲和加勒比											
私人资金流动，净值	22.9	46.9	116.5	72.5	34.3	117.7	176.3	123.4	137.9	128.6	147.0
私人直接投资，净值	49.6	33.8	94.9	100.9	70.0	80.5	126.8	129.0	154.7	142.5	152.4
私人证券流动，净值	-8.3	8.2	45.8	-13.2	29.2	65.7	54.1	34.1	53.0	18.4	22.0
其他私人资金流动，净值	-18.4	4.9	-24.2	-15.2	-64.8	-28.5	-4.6	-39.7	-69.8	-32.3	-27.4
官方流动，净值 ²	-8.7	-44.9	-0.9	3.5	44.7	48.1	24.7	62.7	47.9	32.6	38.0
储备变化 ³	-1.0	-10.0	-98.1	10.3	-26.3	-64.9	-81.1	-29.3	9.0	6.8	4.3
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦											
私人资金流动，净值	19.0	15.5	72.5	4.2	30.6	9.6	-101.3	-48.0	-72.9	-75.0	-57.5
私人直接投资，净值	25.1	48.5	51.1	61.5	66.1	49.9	20.3	31.1	26.1	20.5	26.0
私人证券流动，净值	10.7	-3.5	-5.5	1.9	-16.8	10.6	-22.3	40.2	36.2	24.6	29.5
其他私人资金流动，净值	-16.8	-29.5	26.9	-59.3	-18.7	-51.0	-99.4	-119.3	-135.1	-120.1	-113.0
官方流动，净值 ²	-50.0	-84.9	-61.6	-89.7	-16.1	-49.7	-79.1	-124.5	-125.7	-158.6	-97.8
储备变化 ³	-72.3	-156.3	-236.6	-187.0	23.4	-92.7	-141.1	-171.2	-99.3	-75.5	-62.9
撒哈拉以南非洲											
私人资金流动，净值	10.9	7.0	14.7	14.5	16.1	-18.1	0.6	14.6	14.5	26.6	43.9
私人直接投资，净值	14.3	8.5	22.1	36.2	32.5	22.3	32.2	31.9	35.5	38.2	47.3
私人证券流动，净值	0.0	6.0	0.2	-27.8	-3.0	-0.9	-8.4	10.1	-0.7	1.2	0.6
其他私人资金流动，净值	-3.4	-7.4	-7.6	6.1	-13.4	-39.5	-23.2	-27.4	-20.3	-12.8	-4.0
官方流动，净值 ²	-1.1	-33.9	8.6	10.6	19.4	33.1	28.8	35.0	26.9	28.1	24.6
储备变化 ³	-13.9	-30.9	-28.2	-16.9	8.1	-0.7	-23.6	-19.3	-5.9	-5.7	-9.3
备忘项											
燃料出口国											
私人资金流动，净值	19.3	19.8	120.0	-189.3	-98.9	-95.6	-227.7	-158.0	-217.5	-210.2	-149.0
其他国家											
私人资金流动，净值	233.8	301.5	594.5	371.9	362.7	653.5	707.3	386.7	637.4	572.4	534.2

¹ 资金流动净值由直接投资净值、证券投资净值、其他官方和私人资金流动净值，以及储备变化构成。² 不包括赠款，但包含有关官方机构的对外资产和负债的交易。³ 负号表示增加。⁴ 经常账户差额、私人资金流动净值、官方资金流动净值及储备变化之和等于资本账户与错误及遗漏之和，但符号相反。⁵ 格鲁吉亚虽不属于独联体成员国，但由于地理位置相近、经济结构相似，也将其编入其中。

表A14. 新兴市场和发展中经济体：私人资金流动¹
(单位：10亿美元)

	平均值									预测	
	2003-05	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
新兴市场和发展中经济体											
私人资金流动，净值	253.1	321.3	714.5	182.6	263.8	557.8	479.6	228.7	419.9	362.1	385.2
资产	-226.3	-618.5	-821.6	-579.0	-302.6	-645.5	-709.8	-805.0	-665.1	-669.7	-741.6
负债	478.1	940.4	1,536.9	768.6	567.4	1,200.9	1,189.4	1,029.0	1,078.7	1,029.7	1,124.5
独联体²											
私人资金流动，净值	18.6	51.2	129.3	-98.0	-62.7	-25.4	-63.3	-41.4	-43.7	-60.5	-29.1
资产	-52.5	-100.4	-161.4	-264.9	-74.9	-104.9	-164.7	-161.1	-164.6	-173.0	-168.8
负债	71.0	151.6	290.7	167.0	12.2	79.3	101.3	119.6	120.8	112.6	139.8
亚洲新兴和发展中经济体											
私人资金流动，净值	119.3	90.1	204.4	35.7	208.2	389.4	370.8	116.3	314.8	289.4	220.6
资产	-54.7	-219.3	-260.4	-169.3	-96.6	-256.5	-296.1	-397.6	-257.0	-290.3	-353.5
负债	172.2	304.8	459.6	209.7	301.7	640.4	661.6	505.7	565.1	576.6	572.2
欧洲新兴和发展中经济体											
私人资金流动，净值	62.4	110.6	177.0	153.7	37.2	84.6	96.5	63.9	69.3	52.9	60.3
资产	-18.1	-54.6	-39.7	-31.0	-8.9	-8.0	12.4	-2.3	13.0	-1.3	-10.3
负债	80.4	164.8	215.6	183.7	46.6	92.6	84.2	66.3	56.3	54.5	71.0
拉丁美洲和加勒比											
私人资金流动，净值	22.9	46.9	116.5	72.5	34.3	117.7	176.3	123.4	137.9	128.6	147.0
资产	-43.1	-92.5	-109.7	-81.2	-99.8	-167.4	-115.3	-140.1	-122.1	-77.8	-76.8
负债	66.6	144.8	233.4	157.3	137.3	288.4	297.6	266.8	261.4	207.5	225.6
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦											
私人资金流动，净值	19.0	15.5	72.5	4.2	30.6	9.6	-101.3	-48.0	-72.9	-75.0	-57.5
资产	-45.1	-118.7	-216.3	-14.4	-9.5	-81.6	-118.7	-83.3	-113.1	-115.0	-120.7
负债	64.1	134.1	288.7	18.6	40.4	91.3	17.5	35.9	40.5	40.8	63.1
撒哈拉以南非洲											
私人资金流动，净值	10.9	7.0	14.7	14.5	16.1	-18.1	0.6	14.6	14.5	26.6	43.9
资产	-12.8	-32.9	-34.0	-18.3	-13.0	-27.2	-27.3	-20.6	-21.3	-12.4	-11.4
负债	23.8	40.2	48.9	32.3	29.2	8.9	27.1	34.8	34.7	37.7	52.7

¹ 私人资金流动由直接投资、证券投资以及其他长期和短期投资流动构成。

² 格鲁吉亚虽不属于独联体成员国，但由于地理位置相近、经济结构相似，也将其编入其中。

表A15. 世界储蓄的来源与运用概况
(占GDP的百分比)

	平均值									预测	
	平均值		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	平均值
	1992-99	2000-07									2016-19
全球											
储蓄	22.7	23.1	24.7	22.7	23.9	24.7	24.8	25.0	25.5	25.6	26.2
投资	23.3	23.1	24.5	22.4	23.6	24.1	24.4	24.5	24.8	25.1	25.9
净贷出	-0.3	-0.8	-1.4	-0.5	-0.4	-0.1	-0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
经常转移	-0.5	-0.6	-0.8	-0.8	-0.9	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
要素收入	-0.3	0.5	0.3	0.4	0.6	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
资源差额	0.5	-0.6	-0.8	0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.3	0.5	0.6	0.6
美国											
储蓄	19.1	18.4	15.5	14.4	15.1	15.8	16.3	17.2	17.6	17.9	18.9
投资	21.6	22.5	20.8	17.5	18.4	18.4	19.0	19.5	19.9	20.5	21.7
净贷出	-2.5	-4.1	-5.3	-3.1	-3.3	-2.6	-2.7	-2.3	-2.2	-2.6	-2.8
经常转移	-0.5	-0.7	-0.9	-0.8	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
要素收入	-0.5	1.0	0.3	0.4	0.9	1.8	1.4	1.4	1.2	1.1	0.8
资源差额	-1.4	-4.5	-4.8	-2.7	-3.3	-3.6	-3.3	-2.8	-2.6	-2.7	-2.9
欧元区 ¹											
储蓄	21.4	21.7	21.5	19.1	19.8	20.5	20.5	20.6	21.2	21.5	22.0
投资	21.3	21.3	22.2	18.8	19.2	19.6	18.4	17.7	18.1	18.3	18.8
净贷出	0.1	0.5	-0.7	0.3	0.6	0.8	2.1	2.9	3.0	3.2	3.1
经常转移 ²	-0.6	-0.9	-1.1	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
要素收入 ²	-0.5	-0.3	-0.6	-0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3
资源差额 ²	1.5	1.6	1.0	1.5	1.6	1.6	2.8	3.6	3.8	4.1	4.2
德国											
储蓄	21.1	22.1	25.5	22.3	23.7	25.1	24.7	24.3	24.8	24.7	23.8
投资	22.1	18.9	19.3	16.4	17.3	18.3	17.3	16.7	17.4	17.6	17.6
净贷出	-1.0	3.2	6.2	5.9	6.4	6.8	7.4	7.5	7.3	7.1	6.2
经常转移	-1.5	-1.3	-1.3	-1.4	-1.5	-1.3	-1.4	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
要素收入	0.0	0.4	1.3	2.5	2.2	2.7	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
资源差额	0.5	4.1	6.2	4.8	5.7	5.4	6.0	6.2	6.1	5.8	4.9
法国											
储蓄	19.3	20.3	20.2	17.6	18.0	19.0	17.6	17.7	18.4	19.1	20.4
投资	17.8	19.8	21.9	18.9	19.3	20.8	19.8	19.4	19.7	19.8	20.1
净贷出	1.5	0.5	-1.7	-1.3	-1.3	-1.8	-2.2	-1.6	-1.3	-0.7	0.3
经常转移	-0.7	-1.1	-1.3	-1.8	-1.6	-1.8	-1.8	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
要素收入	0.0	1.3	1.7	1.7	2.0	2.3	1.5	1.7	2.0	2.0	2.0
资源差额	2.2	0.3	-2.2	-1.3	-1.7	-2.3	-1.9	-1.4	-1.4	-0.7	0.2
意大利											
储蓄	21.2	20.6	18.8	16.9	16.5	16.7	17.6	17.8	19.0	19.2	19.5
投资	20.0	21.2	21.6	18.9	20.1	19.8	18.0	17.1	17.9	18.1	19.3
净贷出	1.2	-0.6	-2.9	-2.0	-3.5	-3.1	-0.4	0.8	1.1	1.1	0.2
经常转移	-0.5	-0.7	-0.9	-0.8	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.1	-1.2	-1.2
要素收入	-1.4	-0.4	-1.2	-0.7	-0.5	-0.6	-0.5	-0.7	-0.7	-0.8	-1.2
资源差额	3.1	0.4	-0.7	-0.5	-1.9	-1.5	1.1	2.5	2.9	3.2	2.6
日本											
储蓄	30.4	26.4	26.3	22.6	23.5	22.2	21.8	21.7	22.8	22.8	23.2
投资	27.9	23.1	23.0	19.7	19.8	20.2	20.8	21.0	21.6	21.5	21.8
净贷出	2.4	3.3	3.3	2.9	3.7	2.0	1.0	0.7	1.2	1.3	1.4
经常转移	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
要素收入	1.0	2.0	3.2	2.7	2.6	3.0	3.0	3.5	3.6	3.4	3.4
资源差额	1.6	1.5	0.4	0.5	1.4	-0.7	-1.8	-2.6	-2.2	-1.9	-1.9
英国											
储蓄	16.2	15.3	16.1	12.7	12.3	13.5	10.9	11.0	12.2	13.1	15.4
投资	17.2	17.5	17.1	14.1	15.0	14.9	14.7	14.4	14.9	15.3	16.5
净贷出	-1.0	-2.2	-0.9	-1.4	-2.7	-1.5	-3.7	-3.3	-2.7	-2.2	-1.1
经常转移	-0.8	-0.8	-0.9	-1.1	-1.4	-1.4	-1.5	-1.5	-1.4	-1.4	-1.4
要素收入	-0.1	1.1	2.2	1.3	0.9	1.5	-0.1	-0.3	-0.1	0.2	0.8
资源差额	-0.1	-2.5	-2.2	-1.6	-2.2	-1.5	-2.1	-1.6	-1.3	-1.1	-0.5

表A15. 世界储蓄的来源与运用概况（续）
（占GDP的百分比）

	平均值		2008	2009	2010	2011	2012	2013	预测		
	1992-99	2000-07							2014	2015	平均值 2016-19
加拿大											
储蓄	17.8	23.4	24.1	18.9	19.8	21.1	21.2	21.1	21.6	21.8	22.3
投资	19.8	21.7	24.0	21.8	23.3	23.8	24.7	24.4	24.3	24.3	24.6
净贷出	-2.0	1.7	0.1	-2.9	-3.5	-2.8	-3.4	-3.2	-2.6	-2.5	-2.3
经常转移	-0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
要素收入	-3.9	-2.3	-1.6	-1.3	-1.4	-1.3	-1.2	-1.4	-1.3	-1.4	-1.7
资源差额	1.9	4.1	1.7	-1.5	-1.9	-1.2	-2.0	-1.7	-1.2	-1.0	-0.5
新兴市场和发展中经济体											
储蓄	23.7	28.8	33.7	32.2	32.9	33.4	33.4	32.9	33.4	33.3	33.4
投资	25.3	26.2	30.0	30.7	31.4	31.7	32.0	32.2	32.6	32.8	33.1
净贷出	-1.6	2.7	3.6	1.6	1.6	1.7	1.4	0.8	0.9	0.6	0.4
经常转移	0.8	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8
要素收入	-1.6	-1.8	-1.4	-1.4	-1.7	-1.9	-1.8	-1.8	-1.7	-1.6	-1.4
资源差额	-0.8	3.0	3.6	1.6	2.1	2.6	2.3	1.8	1.7	1.4	1.0
备忘项											
获得外国资产	2.2	7.0	6.4	4.6	6.9	5.9	4.9	4.2	3.9	3.7	3.2
储备变化	0.9	3.7	3.4	2.7	3.7	2.8	1.5	1.8	1.9	1.7	1.4
按地区分组											
独联体³											
储蓄	25.5	29.7	30.0	22.0	26.1	28.5	25.9	24.7	26.6	26.6	26.5
投资	25.1	22.0	25.2	19.2	22.5	24.1	23.3	23.9	24.7	25.2	25.6
净贷出	0.5	7.6	4.9	2.8	3.6	4.4	2.6	0.8	2.0	1.5	1.0
经常转移	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	0.3
要素收入	-2.4	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-3.9	-3.9	-3.9	-3.7	-3.4	-2.4
资源差额	2.1	9.9	8.1	6.0	6.9	8.1	6.4	4.7	5.6	4.8	3.1
备忘项											
获得外国资产	2.7	12.3	10.0	1.6	5.8	5.9	4.9	2.6	3.4	4.0	3.7
储备变化	0.2	6.6	-1.2	0.4	2.6	1.0	1.1	-1.1	-0.7	0.1	0.2
亚洲新兴和发展中经济体											
储蓄	32.7	37.7	44.6	45.3	44.7	43.3	43.8	43.8	43.9	43.8	43.4
投资	33.4	34.3	38.6	41.8	42.1	42.3	43.0	42.7	42.7	42.4	42.0
净贷出	-0.6	3.3	5.9	3.5	2.5	0.9	0.8	1.0	1.2	1.3	1.4
经常转移	1.0	1.8	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
要素收入	-1.4	-1.2	-0.2	-0.6	-0.9	-1.2	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2
资源差额	-0.2	2.8	4.3	2.5	2.0	0.8	0.8	1.2	1.3	1.6	1.8
备忘项											
获得外国资产	3.8	7.5	7.5	6.9	8.7	6.1	4.4	4.8	4.7	4.4	3.8
储备变化	1.8	5.6	6.6	5.9	6.0	3.9	1.1	3.3	3.4	2.9	2.3
欧洲新兴和发展中经济体											
储蓄	19.3	16.6	16.7	15.7	15.7	16.5	16.2	16.4	16.5	16.5	16.4
投资	21.6	21.4	24.9	18.9	20.6	22.8	20.6	20.3	20.0	20.2	20.4
净贷出	-2.3	-4.7	-8.1	-3.2	-4.9	-6.4	-4.5	-3.9	-3.5	-3.7	-4.0
经常转移	1.8	1.9	1.4	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.6	1.4
要素收入	-1.1	-1.9	-2.4	-2.5	-2.5	-2.8	-2.7	-2.8	-2.9	-3.0	-3.2
资源差额	-3.1	-4.8	-7.3	-2.5	-4.0	-5.2	-3.4	-2.8	-2.3	-2.4	-2.3
备忘项											
获得外国资产	1.3	3.5	2.1	2.1	2.7	-0.4	0.6	0.2	-0.3	0.1	-0.1
储备变化	1.2	1.7	0.4	2.1	2.1	0.7	1.3	0.2	0.1	0.2	0.3

表A15. 世界储蓄的来源与运用概况 (续)
(占GDP的百分比)

	平均值								预测			
	1992-99		2000-07	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	平均值
	1992-99	2000-07	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016-19	
拉丁美洲和加勒比												
储蓄	18.4	20.0	22.0	19.7	20.0	20.0	19.2	18.5	18.3	18.3	18.8	
投资	21.5	20.3	23.1	20.4	21.4	21.7	21.3	21.3	21.1	21.2	21.7	
净贷出	-3.2	-0.3	-1.1	-0.7	-1.4	-1.7	-2.1	-2.8	-2.8	-2.9	-2.9	
经常转移	0.9	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1	
要素收入	-2.7	-3.1	-2.8	-2.6	-2.6	-2.9	-2.7	-2.8	-2.8	-2.8	-2.7	
资源差额	-1.3	1.1	0.1	0.4	0.0	0.1	-0.5	-1.1	-1.2	-1.3	-1.3	
备忘项												
获得外国资产	1.4	3.1	2.2	3.5	5.0	4.1	3.3	2.3	1.0	1.1	1.0	
储备变化	0.2	0.1	-0.2	0.6	1.3	1.4	0.5	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	
中东、北非、阿富汗和巴基斯坦												
储蓄	23.2	33.9	42.2	32.6	36.1	40.4	38.8	35.7	34.7	32.8	31.2	
投资	22.6	23.2	28.0	29.8	28.6	26.4	25.3	25.4	26.0	26.0	26.9	
净贷出	0.5	11.0	14.2	3.6	8.0	14.5	14.2	11.3	9.7	7.5	4.8	
经常转移	-1.0	0.1	0.0	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.9	-0.6	-1.0	-1.0	
要素收入	2.4	1.1	1.5	1.0	0.5	0.6	0.5	0.5	0.7	1.2	2.5	
资源差额	-0.8	9.8	12.9	2.6	7.8	14.4	13.8	10.9	9.0	7.0	3.3	
备忘项												
获得外国资产	1.2	13.4	11.6	3.6	9.0	13.0	13.0	10.1	8.8	7.8	6.0	
储备变化	1.1	5.5	7.2	-1.0	3.4	4.4	5.1	2.9	2.1	1.7	1.2	
撒哈拉以南非洲												
储蓄	13.7	19.4	22.5	19.8	21.1	20.7	20.1	19.5	19.6	19.2	19.1	
投资	17.3	19.9	22.3	22.9	22.3	21.5	22.7	23.0	23.2	23.2	22.9	
净贷出	-3.6	-0.5	0.1	-3.1	-1.1	-0.8	-2.6	-3.6	-3.5	-3.9	-3.8	
经常转移	1.8	2.9	4.5	4.6	4.1	3.8	3.7	3.9	3.9	3.6	3.4	
要素收入	-4.3	-5.0	-5.4	-3.9	-4.6	-4.7	-5.0	-4.9	-4.5	-4.2	-3.7	
资源差额	-0.9	1.5	0.9	-3.8	-0.7	0.4	-1.4	-2.6	-2.9	-3.3	-3.5	
备忘项												
获得外国资产	1.5	3.9	4.1	2.6	3.1	3.2	2.4	0.6	1.8	2.0	1.9	
储备变化	0.6	2.1	1.8	-0.9	0.1	1.9	1.5	0.4	0.4	0.6	0.6	
按分析标准分组												
按出口收入来源												
燃料出口国												
储蓄	24.6	34.9	39.5	30.5	34.0	37.6	35.9	33.2	32.7	31.6	30.1	
投资	23.5	23.3	26.1	26.0	26.2	25.5	25.0	25.4	25.6	25.8	26.2	
净贷出	1.2	11.7	13.4	4.9	8.0	12.2	11.1	8.3	7.5	6.2	4.1	
经常转移	-2.1	-1.2	-0.7	-1.0	-1.1	-1.0	-1.2	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	
要素收入	0.7	-1.1	-1.5	-1.4	-1.9	-2.1	-2.3	-2.3	-1.9	-1.5	0.0	
资源差额	2.7	14.0	15.6	6.9	10.7	15.4	14.3	11.6	10.5	8.8	5.5	
备忘项												
获得外国资产	1.9	14.2	12.5	3.0	7.9	11.3	10.8	7.7	7.2	6.8	5.3	
储备变化	-0.5	4.7	2.5	-2.1	1.9	2.9	3.7	1.0	0.5	0.6	0.3	
非燃料出口国												
储蓄	23.5	27.3	31.9	32.6	32.7	32.2	32.7	32.8	33.6	33.8	34.1	
投资	25.7	26.9	31.2	31.8	32.6	33.3	33.8	33.9	34.4	34.5	34.6	
净贷出	-2.2	0.5	0.6	0.8	0.0	-1.1	-1.1	-1.1	-0.7	-0.7	-0.5	
经常转移	1.4	2.1	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4	1.5	1.4	1.3	
要素收入	-2.0	-2.0	-1.4	-1.5	-1.7	-1.8	-1.6	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7	
资源差额	-1.6	0.3	-0.1	0.2	-0.1	-0.9	-1.0	-0.8	-0.6	-0.4	-0.1	
备忘项												
获得外国资产	2.2	5.1	4.5	5.1	6.7	4.4	3.3	3.2	3.0	3.0	2.7	
储备变化	1.2	3.4	3.7	4.0	4.2	2.8	0.9	2.0	2.2	1.9	1.6	

表A15. 世界储蓄的来源与运用概况（续完）
（占GDP的百分比）

	平均值								预测		
	1992-99	2000-07	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	平均值 2016-19
按外部融资来源											
净债务经济体											
储蓄	19.5	20.8	21.8	21.6	22.3	21.8	20.8	20.8	21.2	21.2	21.9
投资	22.4	22.3	25.6	23.5	24.7	25.0	24.5	24.3	24.5	24.6	25.3
净贷出	-2.9	-1.4	-3.8	-1.9	-2.5	-3.2	-3.7	-3.5	-3.3	-3.4	-3.4
经常转移	1.7	2.5	2.6	2.6	2.3	2.3	2.4	2.4	2.5	2.4	2.3
要素收入	-2.2	-2.5	-2.4	-2.2	-2.4	-2.4	-2.5	-2.6	-2.7	-2.7	-2.8
资源差额	-2.3	-1.5	-4.0	-2.3	-2.4	-3.1	-3.6	-3.3	-3.2	-3.2	-3.0
备忘项											
获得外国资产	1.4	3.2	1.1	2.9	4.0	2.0	1.9	1.2	0.9	1.1	1.1
储备变化	0.9	1.8	0.6	1.7	2.1	1.0	0.7	0.1	0.6	0.6	0.6
官方融资经济体											
储蓄	15.8	19.4	19.2	19.5	20.6	20.8	19.7	20.0	20.7	20.6	21.9
投资	19.7	21.2	23.2	21.5	21.7	21.3	22.0	21.8	22.6	22.9	24.9
净贷出	-4.0	-1.9	-4.1	-2.1	-1.1	-0.5	-2.3	-1.9	-1.9	-2.3	-3.0
经常转移	4.0	5.5	5.4	6.0	6.4	6.6	6.9	6.6	6.6	6.7	6.6
要素收入	-2.8	-2.9	-2.9	-2.7	-2.5	-2.2	-2.5	-2.6	-2.6	-2.6	-3.1
资源差额	-5.3	-4.6	-6.6	-5.5	-5.0	-5.0	-6.7	-6.0	-6.0	-6.4	-6.5
备忘项											
获得外国资产	1.1	1.9	2.1	1.7	1.7	1.0	-3.4	-1.7	0.2	0.1	0.1
储备变化	1.2	1.5	2.4	2.7	1.6	0.9	-1.3	-0.4	1.2	1.1	0.9
按净债务经济体的偿债情况											
2008-2012年有债务拖欠和/或债务重组的经济体											
储蓄	15.4	19.0	20.8	18.3	18.9	18.6	17.0	17.1	17.8	17.2	17.6
投资	18.8	18.9	23.8	21.3	22.4	22.4	21.4	21.3	21.8	21.8	22.1
净贷出	-3.5	0.0	-3.0	-3.0	-3.6	-3.8	-4.4	-4.2	-4.1	-4.7	-4.5
经常转移	2.6	4.3	4.1	4.0	4.0	3.8	3.9	4.0	4.8	4.1	4.1
要素收入	-2.2	-2.9	-2.6	-2.6	-3.7	-4.0	-3.2	-3.0	-2.9	-2.7	-2.4
资源差额	-3.9	-1.5	-4.6	-4.5	-3.9	-3.6	-5.1	-5.3	-6.0	-6.1	-6.2
备忘项											
获得外国资产	2.6	3.3	1.7	0.4	2.7	1.6	-1.1	-1.0	-0.7	0.0	0.4
储备变化	1.0	1.2	0.4	0.8	1.3	-0.5	-1.6	-0.8	0.0	0.4	0.5

说明：本表中的估计数是基于各个国家的国民账户和国际收支统计。各组国家合成数据由相关各国的美元值加总计算而得。这有别于2005年4月及其以前各期《世界经济展望》的计算，后者的合成数据是以各国按购买力平价定值的GDP占全世界GDP的比重为权数加权得出的。对许多国家来说，国民储蓄估计数建立在国民账户的国内投资总额数据和国际收支账户的净外国投资数据基础之上。后者（相当于经常账户差额）由三部分组成：经常转移、要素收入净值和资源差额。数据来源于多种渠道，受到可获得性的制约，这意味着所得出的国民储蓄估计数含有统计误差。此外，国际收支统计的错误、遗漏和不对称影响对净贷出的估计。全球净贷出（从理论上讲应当为零）等于全球经常账户的差异。尽管有这些统计上的缺陷，本表列出的这些资金流量估计数还是为分析不同时期、地区和国家在储蓄和投资方面的发展变化提供了一个有用的框架。

¹ 不包括拉脱维亚。

² 根据欧元区各国（不包括拉脱维亚）的数据计算而得。

³ 格鲁吉亚虽不属于独联体成员国，但由于地理位置相近、经济结构相似，也将其编入其中。

表A16. 世界中期基线预测概况

	平均值				预测			
	1996–2003		2004–11		2012	2013	平均值	
	1996–2003	2004–11	2014	2015			2012–15	2016–19
	年度百分比变化							
全球实际GDP	3.5	4.0	3.2	3.0	3.6	3.9	3.4	3.9
先进经济体	2.8	1.6	1.4	1.3	2.2	2.3	1.8	2.3
新兴市场和发展中经济体	4.6	6.8	5.0	4.7	4.9	5.3	5.0	5.4
备忘项								
潜在产出								
主要先进经济体	2.5	1.6	1.3	1.3	1.5	1.5	1.4	1.7
世界贸易量 ¹	6.1	5.6	2.8	3.0	4.3	5.3	3.9	5.7
进口								
先进经济体	6.1	4.0	1.1	1.4	3.5	4.5	2.6	5.3
新兴市场和发展中经济体	6.5	9.6	5.8	5.6	5.2	6.3	5.7	6.3
出口								
先进经济体	5.5	4.8	2.1	2.3	4.2	4.8	3.4	5.3
新兴市场和发展中经济体	7.8	7.6	4.2	4.4	5.0	6.2	4.9	6.2
贸易条件								
先进经济体	0.1	-0.6	-0.7	0.7	0.0	-0.2	-0.1	0.0
新兴市场和发展中经济体	0.5	2.1	0.6	-0.3	-0.2	-0.7	-0.1	-0.4
以美元表示的世界价格								
制成品	-1.3	2.9	0.2	-1.1	-0.3	-0.4	-0.4	0.5
石油	6.7	17.4	1.0	-0.9	0.1	-6.0	-1.5	-3.0
非燃料初级产品	-2.5	11.1	-10.0	-1.2	-3.5	-3.9	-4.7	-0.6
消费者价格								
先进经济体	1.9	2.1	2.0	1.4	1.5	1.6	1.6	1.9
新兴市场和发展中经济体	11.1	6.5	6.0	5.8	5.5	5.2	5.6	4.9
利率	百分比							
实际6个月LIBOR ²	2.7	0.5	-1.1	-1.1	-1.1	-1.0	-1.1	1.3
全球实际长期利率 ³	3.0	1.5	0.1	0.8	1.0	1.5	0.9	2.3
经常账户差额	相当于GDP的百分比							
先进经济体	-0.4	-0.6	-0.1	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4
新兴市场和发展中经济体	0.2	2.8	1.4	0.7	0.8	0.6	0.9	0.3
外债总额								
新兴市场和发展中经济体	36.5	26.9	24.1	24.4	24.4	24.3	24.3	23.7
债务偿还								
新兴市场和发展中经济体	9.5	8.9	8.3	8.6	8.5	8.5	8.5	8.5

¹ 货物和服务贸易的数据。

² 美元存款的伦敦银行同业拆借利率减去美国GDP平减指数的百分比变化。

³ 加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国的10年期（或期限与之最接近的）国债利率以GDP为权重的加权平均值。

《世界经济展望》若干议题

World Economic Outlook Archives

World Economic Outlook: The Global Demographic Transition	September 2004
World Economic Outlook: Globalization and External Balances	April 2005
World Economic Outlook: Building Institutions	September 2005
World Economic Outlook: Globalization and Inflation	April 2006
World Economic Outlook: Financial Systems and Economic Cycles	September 2006
World Economic Outlook: Spillovers and Cycles in the Global Economy	April 2007
World Economic Outlook: Globalization and Inequality	October 2007
World Economic Outlook: Housing and the Business Cycle	April 2008
World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns, and Recoveries	October 2008
World Economic Outlook: Crisis and Recovery	April 2009
World Economic Outlook: Sustaining the Recovery	October 2009
World Economic Outlook: Rebalancing Growth	April 2010
World Economic Outlook: Recovery, Risk, and Rebalancing	October 2010
World Economic Outlook: Tensions from the Two-Speed Recovery—Unemployment, Commodities, and Capital Flows	April 2011
World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks	September 2011
World Economic Outlook: Growth Resuming, Dangers Remain	April 2012
World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth	October 2012
World Economic Outlook: Hopes, Realities, Risks	April 2013
World Economic Outlook: Transitions and Tensions	October 2013
World Economic Outlook: Recovery Strengthens, Remains Uneven	April 2014

I. Methodology—Aggregation, Modeling, and Forecasting

How Accurate Are the Forecasts in the <i>World Economic Outlook</i> ?	April 2006, Box 1.3
Drawing the Line Between Personal and Corporate Savings	April 2006, Box 4.1
Measuring Inequality: Conceptual, Methodological, and Measurement Issues	October 2007, Box 4.1
New Business Cycle Indices for Latin America: A Historical Reconstruction	October 2007, Box 5.3
Implications of New PPP Estimates for Measuring Global Growth	April 2008, Appendix 1.1
Measuring Output Gaps	October 2008, Box 1.3
Assessing and Communicating Risks to the Global Outlook	October 2008, Appendix 1.1
Fan Chart for Global Growth	April 2009, Appendix 1.2
Indicators for Tracking Growth	October 2010, Appendix 1.2
Inferring Potential Output from Noisy Data: The Global Projection Model View	October 2010, Box 1.3
Uncoordinated Rebalancing	October 2010, Box 1.4
<i>World Economic Outlook</i> Downside Scenarios	April 2011, Box 1.2

II. Historical Surveys

External Imbalances Then and Now	April 2005, Box 3.1
Long-Term Interest Rates from a Historical Perspective	April 2006, Box 1.1
Recycling Petrodollars in the 1970s	April 2006, Box 2.2
Historical Perspective on Growth and the Current Account	October 2008, Box 6.3
A Historical Perspective on International Financial Crises	October 2009, Box 4.1
The Good, the Bad, and the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs	October 2012, Chapter 3

III. Economic Growth—Sources and Patterns

How Will Demographic Change Affect the Global Economy?	September 2004, Chapter 3
HIV/AIDS: Demographic, Economic, and Fiscal Consequences	September 2004, Box 3.3
Implications of Demographic Change for Health Care Systems	September 2004, Box 3.4
Workers' Remittances and Economic Development	April 2005, Chapter 2
Output Volatility in Emerging Market and Developing Countries	April 2005, Chapter 2
How Does Macroeconomic Instability Stifle Sub-Saharan African Growth?	April 2005, Box 1.5
How Should Middle Eastern and Central Asian Oil Exporters Use Their Oil Revenues?	April 2005, Box 1.6
Why Is Volatility Harmful?	April 2005, Box 2.3
Building Institutions	September 2005, Chapter 3
Return on Investment in Industrial and Developing Countries	September 2005, Box 2.2
The Use of Specific Levers to Reduce Corruption	September 2005, Box 3.2
Examining the Impact of Unrequited Transfers on Institutions	September 2005, Box 3.3
The Impact of Recent Housing Market Adjustments in Industrial Countries	April 2006, Box 1.2
Awash with Cash: Why Are Corporate Savings So High?	April 2006, Chapter 4
The Global Implications of an Avian Flu Pandemic	April 2006, Appendix 1.2
Asia Rising: Patterns of Economic Development and Growth	September 2006, Chapter 3
Japan's Potential Output and Productivity Growth	September 2006, Box 3.1
The Evolution and Impact of Corporate Governance Quality in Asia	September 2006, Box 3.2
Decoupling the Train? Spillovers and Cycles in the Global Economy	April 2007, Chapter 4
Spillovers and International Business Cycle Synchronization: A Broader Perspective	April 2007, Box 4.3
The Discounting Debate	October 2007, Box 1.7
Taxes versus Quantities under Uncertainty (Weitzman, 1974)	October 2007, Box 1.8
Experience with Emissions Trading in the European Union	October 2007, Box 1.9
Climate Change: Economic Impact and Policy Responses	October 2007, Appendix 1.2
What Risks Do Housing Markets Pose for Global Growth?	October 2007, Box 2.1
The Changing Dynamics of the Global Business Cycle	October 2007, Chapter 5
Major Economies and Fluctuations in Global Growth	October 2007, Box 5.1
Improved Macroeconomic Performance—Good Luck or Good Policies?	October 2007, Box 5.2
House Prices: Corrections and Consequences	October 2008, Box 1.2
Global Business Cycles	April 2009, Box 1.1
How Similar Is the Current Crisis to the Great Depression?	April 2009, Box 3.1
Is Credit a Vital Ingredient for Recovery? Evidence from Industry-Level Data	April 2009, Box 3.2
From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?	April 2009, Chapter 3
What's the Damage? Medium-Term Output Dynamics after Financial Crises	October 2009, Chapter 4
Will the Recovery Be Jobless?	October 2009, Box 1.3
Unemployment Dynamics during Recessions and Recoveries: Okun's Law and Beyond	April 2010, Chapter 3
Does Slow Growth in Advanced Economies Necessarily Imply Slow Growth in Emerging Economies?	October 2010, Box 1.1
The Global Recovery: Where Do We Stand?	April 2012, Box 1.2

How Does Uncertainty Affect Economic Performance?	October 2012, Box 1.3
Resilience in Emerging Market and Developing Economies: Will It Last?	October 2012, Chapter 4
Jobs and Growth: Can't Have One without the Other?	October 2012, Box 4.1
Spillovers from Policy Uncertainty in the United States and Europe	April 2013, Chapter 2, Spillover Feature
Breaking through the Frontier: Can Today's Dynamic Low-Income Countries Make It?	April 2013, Chapter 4
What Explains the Slowdown in the BRICS?	October 2013, Box 1.2
Dancing Together? Spillovers, Common Shocks, and the Role of Financial and Trade Linkages	October 2013, Chapter 3
Output Synchronicity in the Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan and in the Caucasus and Central Asia	October 2013, Box 3.1
Spillovers from Changes in U.S. Monetary Policy	October 2013, Box 3.2
Saving and Economic Growth	April 2014, Box 3.1
On the Receiving End? External Conditions and Emerging Market Growth before, during, and after the Global Financial Crisis	April 2014, Chapter 4
The Impact of External Conditions on Medium-Term Growth in Emerging Market Economies	April 2014, Box 4.1
IV. Inflation and Deflation and Commodity Markets	
Is Global Inflation Coming Back?	September 2004, Box 1.1
What Explains the Recent Run-Up in House Prices?	September 2004, Box 2.1
Will the Oil Market Continue to Be Tight?	April 2005, Chapter 4
Should Countries Worry about Oil Price Fluctuations?	April 2005, Box 4.1
Data Quality in the Oil Market	April 2005, Box 4.2
Long-Term Inflation Expectations and Credibility	September 2005, Box 4.2
The Boom in Nonfuel Commodity Prices: Can It Last?	September 2006, Chapter 5
International Oil Companies and National Oil Companies in a Changing Oil Sector Environment	September 2006, Box 1.4
Commodity Price Shocks, Growth, and Financing in Sub-Saharan Africa	September 2006, Box 2.2
Has Speculation Contributed to Higher Commodity Prices?	September 2006, Box 5.1
Agricultural Trade Liberalization and Commodity Prices	September 2006, Box 5.2
Recent Developments in Commodity Markets	September 2006, Appendix 2.1
Who Is Harmed by the Surge in Food Prices?	October 2007, Box 1.1
Refinery Bottlenecks	October 2007, Box 1.5
Making the Most of Biofuels	October 2007, Box 1.6
Commodity Market Developments and Prospects	April 2008, Appendix 1.2
Dollar Depreciation and Commodity Prices	April 2008, Box 1.4
Why Hasn't Oil Supply Responded to Higher Prices?	April 2008, Box 1.5
Oil Price Benchmarks	April 2008, Box 1.6
Globalization, Commodity Prices, and Developing Countries	April 2008, Chapter 5
The Current Commodity Price Boom in Perspective	April 2008, Box 5.2
Is Inflation Back? Commodity Prices and Inflation	October 2008, Chapter 3
Does Financial Investment Affect Commodity Price Behavior?	October 2008, Box 3.1
Fiscal Responses to Recent Commodity Price Increases: An Assessment	October 2008, Box 3.2
Monetary Policy Regimes and Commodity Prices	October 2008, Box 3.3
Assessing Deflation Risks in the G3 Economies	April 2009, Box 1.3
Will Commodity Prices Rise Again when the Global Economy Recovers?	April 2009, Box 1.5
Commodity Market Developments and Prospects	April 2009, Appendix 1.1
Commodity Market Developments and Prospects	October 2009, Appendix 1.1

What Do Options Markets Tell Us about Commodity Price Prospects?	October 2009, Box 1.6
What Explains the Rise in Food Price Volatility?	October 2009, Box 1.7
How Unusual Is the Current Commodity Price Recovery?	April 2010, Box 1.2
Commodity Futures Price Curves and Cyclical Market Adjustment	April 2010, Box 1.3
Commodity Market Developments and Prospects	October 2010, Appendix 1.1
Dismal Prospects for the Real Estate Sector	October 2010, Box 1.2
Have Metals Become More Scarce and What Does Scarcity Mean for Prices?	October 2010, Box 1.5
Commodity Market Developments and Prospects	April 2011, Appendix 1.2
Oil Scarcity, Growth, and Global Imbalances	April 2011, Chapter 3
Life Cycle Constraints on Global Oil Production	April 2011, Box 3.1
Unconventional Natural Gas: A Game Changer?	April 2011, Box 3.2
Short-Term Effects of Oil Shocks on Economic Activity	April 2011, Box 3.3
Low-Frequency Filtering for Extracting Business Cycle Trends	April 2011, Appendix 3.1
The Energy and Oil Empirical Models	April 2011, Appendix 3.2
Commodity Market Developments and Prospects	September 2011, Appendix 1.1
Financial Investment, Speculation, and Commodity Prices	September 2011, Box 1.4
Target What You Can Hit: Commodity Price Swings and Monetary Policy	September 2011, Chapter 3
Commodity Market Review	April 2012, Chapter 1, Special Feature
Commodity Price Swings and Commodity Exporters	April 2012, Chapter 4
Macroeconomic Effects of Commodity Price Shocks on Low-Income Countries	April 2012, Box 4.1
Volatile Commodity Prices and the Development Challenge in Low-Income Countries	April 2012, Box 4.2
Commodity Market Review	October 2012, Chapter 1, Special Feature
Unconventional Energy in the United States	October 2012, Box 1.4
Food Supply Crunch: Who Is Most Vulnerable?	October 2012, Box 1.5
Commodity Market Review	April 2013, Chapter 1, Special Feature
The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?	April 2013, Chapter 3
Does Inflation Targeting Still Make Sense with a Flatter Phillips Curve?	April 2013, Box 3.1
Commodity Market Review	October 2013, Chapter 1, Special Feature
Energy Booms and the Current Account: Cross-Country Experience	October 2013, Box 1.SF.1
Oil Price Drivers and the Narrowing WTI-Brent Spread	October 2013, Box 1.SF.2
Anchoring Inflation Expectations When Inflation is Undershooting	April 2014, Box 1.3
Commodity Prices and Forecasts	April 2014, Chapter 1, Special Feature

V. Fiscal Policy

Has Fiscal Behavior Changed under the European Economic and Monetary Union?	September 2004, Chapter 2
Bringing Small Entrepreneurs into the Formal Economy	September 2004, Box 1.5
HIV/AIDS: Demographic, Economic, and Fiscal Consequences	September 2004, Box 3.3
Implications of Demographic Change for Health Care Systems	September 2004, Box 3.4
Impact of Aging on Public Pension Plans	September 2004, Box 3.5
How Should Middle Eastern and Central Asian Oil Exporters Use Their Oil Revenues?	April 2005, Box 1.6
Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies	April 2005, Box 3.3
Is Public Debt in Emerging Markets Still Too High?	September 2005, Box 1.1

Improved Emerging Market Fiscal Performance: Cyclical or Structural?	September 2006, Box 2.1
When Does Fiscal Stimulus Work?	April 2008, Box 2.1
Fiscal Policy as a Countercyclical Tool	October 2008, Chapter 5
Differences in the Extent of Automatic Stabilizers and Their Relationship with Discretionary Fiscal Policy	October 2008, Box 5.1
Why Is It So Hard to Determine the Effects of Fiscal Stimulus?	October 2008, Box 5.2
Have the U.S. Tax Cuts Been “TTT” [Timely, Temporary, and Targeted]?	October 2008, Box 5.3
Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation	October 2010, Chapter 3
Separated at Birth? The Twin Budget and Trade Balances	September 2011, Chapter 4
Are We Underestimating Short-Term Fiscal Multipliers?	October 2012, Box 1.1
The Implications of High Public Debt in Advanced Economies	October 2012, Box 1.2
The Good, the Bad, and the Ugly: 100 Years of Dealing with Public Debt Overhangs	October 2012, Chapter 3
The Great Divergence of Policies	April 2013, Box 1.1
Public Debt Overhang and Private Sector Performance	April 2013, Box 1.2

VI. Monetary Policy, Financial Markets, and Flow of Funds

Adjustable- or Fixed-Rate Mortgages: What Influences a Country’s Choices?	September 2004, Box 2.2
What Are the Risks from Low U.S. Long-Term Interest Rates?	April 2005, Box 1.2
Regulating Remittances	April 2005, Box 2.2
Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies	April 2005, Box 3.3
Monetary Policy in a Globalized World	April 2005, Box 3.4
Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?	September 2005, Chapter 4
A Closer Look at Inflation Targeting Alternatives: Money and Exchange Rate Targets	September 2005, Box 4.1
How Has Globalization Affected Inflation?	April 2006, Chapter 3
The Impact of Petrodollars on U.S. and Emerging Market Bond Yields	April 2006, Box 2.3
Globalization and Inflation in Emerging Markets	April 2006, Box 3.1
Globalization and Low Inflation in a Historical Perspective	April 2006, Box 3.2
Exchange Rate Pass-Through to Import Prices	April 2006, Box 3.3
Trends in the Financial Sector’s Profits and Savings	April 2006, Box 4.2
How Do Financial Systems Affect Economic Cycles?	September 2006, Chapter 4
Financial Leverage and Debt Deflation	September 2006, Box 4.1
Financial Linkages and Spillovers	April 2007, Box 4.1
Macroeconomic Conditions in Industrial Countries and Financial Flows to Emerging Markets	April 2007, Box 4.2
Macroeconomic Implications of Recent Market Turmoil: Patterns from Previous Episodes	October 2007, Box 1.2
What Is Global Liquidity?	October 2007, Box 1.4
The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy	April 2008, Chapter 3
Is There a Credit Crunch?	April 2008, Box 1.1
Assessing Vulnerabilities to Housing Market Corrections	April 2008, Box 3.1
Financial Stress and Economic Downturns	October 2008, Chapter 4
Policies to Resolve Financial System Stress and Restore Sound Financial Intermediation	October 2008, Box 4.1
The Latest Bout of Financial Distress: How Does It Change the Global Outlook?	October 2008, Box 1.1
How Vulnerable Are Nonfinancial Firms?	April 2009, Box 1.2
The Case of Vanishing Household Wealth	April 2009, Box 2.1
Impact of Foreign Bank Ownership during Home-Grown Crises	April 2009, Box 4.1
A Financial Stress Index for Emerging Economies	April 2009, Appendix 4.1
Financial Stress in Emerging Economies: Econometric Analysis	April 2009, Appendix 4.2
How Linkages Fuel the Fire	April 2009, Chapter 4

Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations	October 2009, Chapter 3
Were Financial Markets in Emerging Economies More Resilient than in Past Crises?	October 2009, Box 1.2
Risks from Real Estate Markets	October 2009, Box 1.4
Financial Conditions Indices	April 2011, Appendix 1.1
House Price Busts in Advanced Economies: Repercussions for Global Financial Markets	April 2011, Box 1.1
International Spillovers and Macroeconomic Policymaking	April 2011, Box 1.3
Credit Boom-Bust Cycles: Their Triggers and Policy Implications	September 2011, Box 1.2
Are Equity Price Drops Harbingers of Recession?	September 2011, Box 1.3
Cross-Border Spillovers from Euro Area Bank Deleveraging	April 2012, Chapter 2, Spillover Feature
The Financial Transmission of Stress in the Global Economy	October 2012, Chapter 2, Spillover Feature
The Great Divergence of Policies	April 2013, Box 1.1
Taper Talks: What to Expect When the United States Is Tightening	October 2013, Box 1.1
Credit Supply and Economic Growth	April 2014, Box 1.1
Should Advanced Economies Worry about Growth Shocks in Emerging Market Economies?	April 2014, Chapter 2, Spillover Feature
Perspectives on Global Real Interest Rates	April 2014, Chapter 3

VII. Labor Markets, Poverty, and Inequality

The Globalization of Labor	April 2007, Chapter 5
Emigration and Trade: How Do They Affect Developing Countries?	April 2007, Box 5.1
Labor Market Reforms in the Euro Area and the Wage-Unemployment Trade-Off	October 2007, Box 2.2
Globalization and Inequality	October 2007, Chapter 4
The Dualism between Temporary and Permanent Contracts: Measures, Effects, and Policy Issues	April 2010, Box 3.1
Short-Time Work Programs	April 2010, Box 3.2
Slow Recovery to Nowhere? A Sectoral View of Labor Markets in Advanced Economies	September 2011, Box 1.1
The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession	April 2012, Box 1.1
Jobs and Growth: Can't Have One without the Other?	October 2012, Box 4.1

VIII. Exchange Rate Issues

Learning to Float: The Experience of Emerging Market Countries since the Early 1990s	September 2004, Chapter 2
How Did Chile, India, and Brazil Learn to Float?	September 2004, Box 2.3
Foreign Exchange Market Development and Intervention	September 2004, Box 2.4
How Emerging Market Countries May Be Affected by External Shocks	September 2006, Box 1.3
Exchange Rates and the Adjustment of External Imbalances	April 2007, Chapter 3
Exchange Rate Pass-Through to Trade Prices and External Adjustment	April 2007, Box 3.3
Depreciation of the U.S. Dollar: Causes and Consequences	April 2008, Box 1.2
Lessons from the Crisis: On the Choice of Exchange Rate Regime	April 2010, Box 1.1
Exchange Rate Regimes and Crisis Susceptibility in Emerging Markets	April 2014, Box 1.4

IX. External Payments, Trade, Capital Movements, and Foreign Debt

Is the Doha Round Back on Track?	September 2004, Box 1.3
Regional Trade Agreements and Integration: The Experience with NAFTA	September 2004, Box 1.4
Trade and Financial Integration in Europe: Five Years after the Euro's Introduction	September 2004, Box 2.5

Globalization and External Imbalances	April 2005, Chapter 3
The Ending of Global Textile Trade Quotas	April 2005, Box 1.3
What Progress Has Been Made in Implementing Policies to Reduce Global Imbalances?	April 2005, Box 1.4
Measuring a Country's Net External Position	April 2005, Box 3.2
Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective	September 2005, Chapter 2
Impact of Demographic Change on Saving, Investment, and Current Account Balances	September 2005, Box 2.3
How Will Global Imbalances Adjust?	September 2005, Appendix 1.2
Oil Prices and Global Imbalances	April 2006, Chapter 2
How Much Progress Has Been Made in Addressing Global Imbalances?	April 2006, Box 1.4
The Doha Round after the Hong Kong SAR Meetings	April 2006, Box 1.5
Capital Flows to Emerging Market Countries: A Long-Term Perspective	September 2006, Box 1.1
How Will Global Imbalances Adjust?	September 2006, Box 2.1
External Sustainability and Financial Integration	April 2007, Box 3.1
Large and Persistent Current Account Imbalances	April 2007, Box 3.2
Multilateral Consultation on Global Imbalances	October 2007, Box 1.3
Managing the Macroeconomic Consequences of Large and Volatile Aid Flows	October 2007, Box 2.3
Managing Large Capital Inflows	October 2007, Chapter 3
Can Capital Controls Work?	October 2007, Box 3.1
Multilateral Consultation on Global Imbalances: Progress Report	April 2008, Box 1.3
How Does the Globalization of Trade and Finance Affect Growth? Theory and Evidence	April 2008, Box 5.1
Divergence of Current Account Balances across Emerging Economies	October 2008, Chapter 6
Current Account Determinants for Oil-Exporting Countries	October 2008, Box 6.1
Sovereign Wealth Funds: Implications for Global Financial Markets	October 2008, Box 6.2
Global Imbalances and the Financial Crisis	April 2009, Box 1.4
Trade Finance and Global Trade: New Evidence from Bank Surveys	October 2009, Box 1.1
From Deficit to Surplus: Recent Shifts in Global Current Accounts	October 2009, Box 1.5
Getting the Balance Right: Transitioning out of Sustained Current Account Surpluses	April 2010, Chapter 4
Emerging Asia: Responding to Capital Inflows	October 2010, Box 2.1
Latin America-5: Riding Another Wave of Capital Inflows	October 2010, Box 2.2
Do Financial Crises Have Lasting Effects on Trade?	October 2010, Chapter 4
Unwinding External Imbalances in the European Union Periphery	April 2011, Box 2.1
International Capital Flows: Reliable or Fickle?	April 2011, Chapter 4
External Liabilities and Crisis Tipping Points	September 2011, Box 1.5
The Evolution of Current Account Deficits in the Euro Area	April 2013, Box 1.3
External Rebalancing in the Euro Area	October 2013, Box 1.3
The Yin and Yang of Capital Flow Management: Balancing Capital Inflows with Capital Outflows	October 2013, Chapter 4
Simulating Vulnerability to International Capital Market Conditions	October 2013, Box 4.1
 X. Regional Issues	
What Are the Risks of Slower Growth in China?	September 2004, Box 1.2
Governance Challenges and Progress in Sub-Saharan Africa	September 2004, Box 1.6
The Indian Ocean Tsunami: Impact on South Asian Economies	April 2005, Box 1.1
Workers' Remittances and Emigration in the Caribbean	April 2005, Box 2.1
What Explains Divergent External Sector Performance in the Euro Area?	September 2005, Box 1.3
Pressures Mount for African Cotton Producers	September 2005, Box 1.5
Is Investment in Emerging Asia Too Low?	September 2005, Box 2.4

Developing Institutions to Reflect Local Conditions: The Example of Ownership Transformation in China versus Central and Eastern Europe	September 2005, Box 3.1
How Rapidly Are Oil Exporters Spending Their Revenue Gains?	April 2006, Box 2.1
EMU: 10 Years On	October 2008, Box 2.1
Vulnerabilities in Emerging Economies	April 2009, Box 2.2
East-West Linkages and Spillovers in Europe	April 2012, Box 2.1
The Evolution of Current Account Deficits in the Euro Area	April 2013, Box 1.3

XI. Country-Specific Analyses

Why Is the U.S. International Income Account Still in the Black, and Will This Last?	September, 2005, Box 1.2
Is India Becoming an Engine for Global Growth?	September, 2005, Box 1.4
Saving and Investment in China	September, 2005, Box 2.1
China's GDP Revision: What Does It Mean for China and the Global Economy?	April 2006, Box 1.6
What Do Country Studies of the Impact of Globalization on Inequality Tell Us? Examples from Mexico, China, and India	October 2007, Box 4.2
Japan after the Plaza Accord	April 2010, Box 4.1
Taiwan Province of China in the Late 1980s	April 2010, Box 4.2
Did the Plaza Accord Cause Japan's Lost Decades?	April 2011, Box 1.4
Where Is China's External Surplus Headed?	April 2012, Box 1.3
The U.S. Home Owners' Loan Corporation	April 2012, Box 3.1
Household Debt Restructuring in Iceland	April 2012, Box 3.2
Abenomics: Risks after Early Success?	October 2013, Box 1.4
Is China's Spending Pattern Shifting (away from Commodities)?	April 2014, Box 1.2

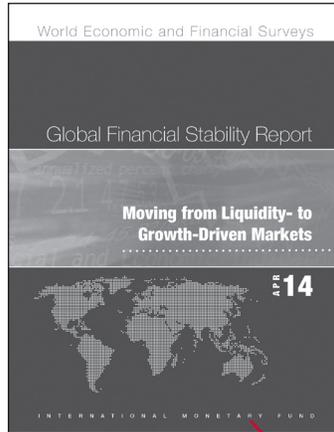
XII. Special Topics

Climate Change and the Global Economy	April 2008, Chapter 4
Rising Car Ownership in Emerging Economies: Implications for Climate Change	April 2008, Box 4.1
South Asia: Illustrative Impact of an Abrupt Climate Shock	April 2008, Box 4.2
Macroeconomic Policies for Smoother Adjustment to Abrupt Climate Shocks	April 2008, Box 4.3
Catastrophe Insurance and Bonds: New Instruments to Hedge Extreme Weather Risks	April 2008, Box 4.4
Recent Emission-Reduction Policy Initiatives	April 2008, Box 4.5
Complexities in Designing Domestic Mitigation Policies	April 2008, Box 4.6

Hunting for global analysis? Find it at the IMF Bookstore

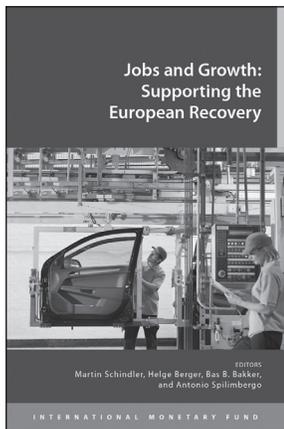
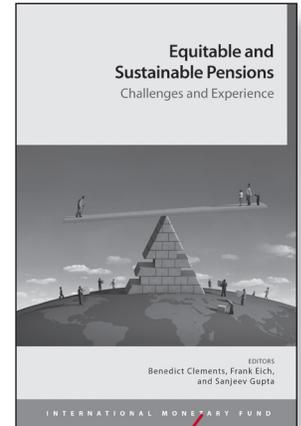
Global Financial Stability Report

The *Global Financial Stability Report* provides expert and up-to-date analysis of global capital flows that play a critical role in world economic growth and financial stability.



Equitable and Sustainable Pensions: Challenges and Experiences

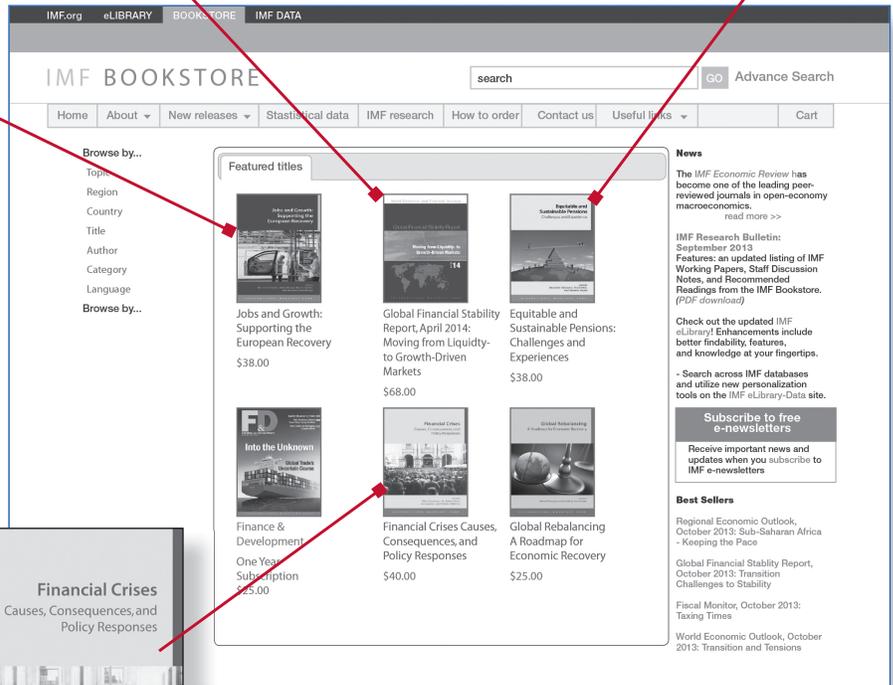
Pension reform is high on the agenda of many advanced and emerging market economies. This book brings together the latest research on equity issues related to pension systems and related reforms in the post-crisis world.



Jobs and Growth: Supporting the European Recovery

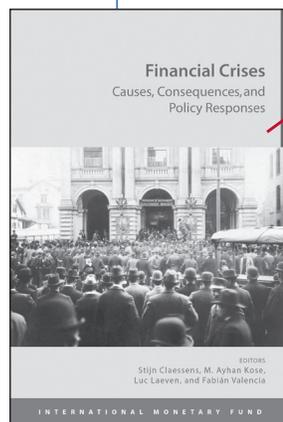
What are the key factors needed to lead Europe out of its crisis? The IMF research in this book provides

a road map to stronger and better-balanced growth and employment in Europe.



Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses

Five years after the economic crisis began, its lingering effects are still visible. This book surveys a wide range of crises, including banking, balance of payments, and sovereign debt.



Order Now: Visit the IMF Bookstore today and browse to find the latest reports, publications, and data.

