

2009年4月期《世界经济展望》概要

全球经济正处于大规模金融危机和信心严重丧失造成的严重衰退之中。虽然从第二季度开始收缩幅度应缩小，但预计2009年全年世界产出将减少1.3%，2010年仅将逐渐恢复，增长1.9%。为实现这一好转，需加紧修复金融部门，同时继续通过放松货币和财政政策来支持消费需求。

近期经济和金融发展

世界各地的经济受到金融危机和经济活动疲软的严重影响。先进经济体的实际GDP在2008年第四季度经历了前所未有的7½%的下降，并且估计产出在2009年第一季度以几乎同样快的速度下滑。尽管美国经济可能受金融压力加剧和住房部门继续下跌的影响最大，西欧和先进亚洲则受到全球贸易崩溃以及其自身金融问题增加和一些国家房市调整的沉重打击。损害是通过金融和贸易渠道造成的，严重依赖制造业出口的东亚国家和依靠资本大量流入推动经济增长的新兴欧洲和独联体经济体受到的损害尤其大。

在全球活动迅速降温的同时，通货膨胀压力迅速消退。商品价格从年中的高水平上急剧下跌，使中东和独联体经济体以及拉丁美洲和非洲的许多其他商品出口国的收入遭受极大损失。与此同时，经济日趋疲软抑制了工资增长并侵蚀了利润。其结果是，先进经济体的12个月总体通货膨胀在2009年2月下降到低于1%，尽管核心通货膨胀仍处在1½-2%的范围内，但日本是显著的例外。新兴经济体的通货膨胀率也显著下降，尽管在某些情况下汇率贬值抑制了下降势头。

在稳定金融市场和遏制产出下滑方面，广泛的、往往是非传统的政策回应措施所取得的进展有限，未能阻止经济活动疲软与金融局势紧张之间的恶性反馈。止血措施包括注入公共资本和提供一系列流动性贷款、放松货币政策以及实施财政刺激计划。虽然二十国集团4月初会议以来出现了一些令人鼓舞的情绪改善的迹象，但对金融市场的信心仍然很低，影响经济早日复苏的前景。

2009年4月期《全球金融稳定报告》估计，2007-2010年所有金融机构源于美国的资产的减记数额将为2.7万亿美元，高于2009年1月估计的2.2万亿美元，这主要是由于经济增长前景不断恶化。估计全球风险暴露的预期减记总额约为4万亿美元，其中三分之二将由银行承担，其余由保险公司、养老基金、对冲基金和其他中介机构承担。鉴于不良资产的威胁以及在哪些机构仍具清偿力方面的不确定性使私人资本不愿介入，世界各地的银行正在限制对信贷的获取（而且将继续这样做）。融资压力已经扩散到远远超出先进经济体的短期银行融资市场。许多非金融公司无法获得营运资本，并且一些难以通过较长期债务筹资。

外国投资者和银行从新兴经济体广泛撤资以及由此积累的融资压力尤其令人担忧。新证券发行实际上已停止，与银行有关的资金流动减少，债券利差飙升，股价下跌，外汇市场受到沉重的压力。除了风险回避程度普遍提高外，这还反映了一系列不利因素，包括对先进经济体的银行和对冲基金造成的损害，将资金转移到成熟市场增加担保所提供的“保护伞”下的意愿，以及对新兴经济体经济前景和脆弱性的担心增加。

金融危机的一个重要附带影响是追求安全性以及再度出现本国偏向，这对世界主要货币造成了影响。2008年9月以来，美元、欧元和日元的实际有效汇率都已升值。中国人民币以及钉住美元的货币（包括中东国家的货币）也已升值。多数其他新兴经济体的货币急剧贬值，尽管使用国际储备提供支持。

前景和风险

《世界经济展望》的预测假设金融市场的稳定所花时间将比原先设想的更长，即使政策制定者做出强有力的努力。因此，预计成熟市场的金融压力仍将很大，直到2010年晚些时候。随着进一步明确不良资产损失和注入公共资本减轻对丧失清偿力的担忧，降低对手方风险和市场波动性，并恢复更加流动的市场状况，成熟市场的金融紧张状况将仅缓慢改善。预计向先进经济体私人部门提供的总体信贷在2009年和2010年都将下降。同时，新兴和发展中经济体这两年获得外部融资的渠道将受到很大限制。这符合第四章的结论，即由于成熟市场压力极大并集中在银行体系，流入新兴经济体的资本将大幅下降，并且仅将缓慢恢复。

预测还包括强有力的宏观经济政策支持。预计主要先进经济体的货币政策利率将下降到或维持在接近零界的水平，而中央银行继续探索途径，运用其资产负债表的规模和构成来放松货币状况。预计先进经济体和新兴经济体的财政赤字都将急剧扩大，因为假设二十国集团国家的政府实施的财政刺激计划在2009年将达到GDP的2%，2010年将为GDP的1½%。预测还假设商品价格在2009年维持在接近当前的水平，2010年仅略有上升，与远期市场定价相一致。

即使采取果断的政策行动，并预期经济收缩速度从第二季度起放慢，目前预计全球活动在2009年将下降1.3%，相比1月的《世界经济展望》最新预测大幅下调。这将是第二次世界大战后至今最深的经济衰退。此外，衰退确实是全球性的：代表全球经济四分之三的国家的人均产出预计都将下降，几乎所有国家的增长都从2003-2007年观察到的增长率上大幅减速。预计经济增长将在2010年回升，但增长率将仅为1.9%，相比过去的复苏较为疲软。这符合第三章的结论，即金融危机之后的复苏显著慢于其他复苏。

当前的前景非常不明朗，风险依然偏于下行。一个主要的担心是，政策可能不足以阻止金融状况恶化与经济疲弱之间的负面反馈，特别是在对政策行动的公共支持有限的

情况下。主要的传导渠道包括，公司和住户违约增加，使资产价格进一步下跌，金融资产负债表遭受更大损失，并且，新的系统性事件使恢复信誉的任务变得更加复杂。此外，在高度不确定的环境下，财政和货币政策可能无法获得牵引力，因为较高的预防性储蓄率可能降低财政乘数，放松融资的措施可能无法减缓去杠杆化的步伐。然而，从上行方面看，大胆地实施政策，使市场确信金融压力正在得到果断的处理，这能够重振信心和支出承诺。

即使在危机结束后，将有一段困难的过渡期，产出增长将显著低于近期的增长率。将需降低金融杠杆率，这意味着相比最近年份，信贷增长将更低，融资将更加不足，特别是在新兴和发展中经济体。此外，在一些先进经济体，当人口老龄化加速时，还需削减大规模财政赤字。另外，在主要先进经济体，住户有可能在一段时期内继续重新积累储蓄。所有这些都将对中期的实际和潜在增长造成影响。

政策挑战

这一困难和不明朗的前景要求在金融和宏观经济政策领域采取有力行动。过去的金融危机表明，拖延处理根本问题意味着经济衰退的持续时间将更长，成本将更高，无论是按纳税人资金还是经济活动衡量。支持贸易和金融伙伴的举措（包括财政刺激和对国际资金流动的官方支持）将有助于支持全球需求，给各方都带来好处。相反，采取贸易和金融保护主义对各方的损害很大，上世纪 30 年代以邻为壑政策的经历是一个清楚的警示。

推进金融部门重组

在当前关头，最重要的优先政策是金融部门重组。在这一领域取得令人信服的进展是经济复苏得以巩固的必要条件，并将显著提高货币和财政刺激的有效性。在短期内，前几期《全球金融稳定报告》确定的三个重点仍是适当的：（1）确保金融机构能够获得流动性；（2）确定和处理受困资产；（3）对薄弱但有生存力的机构进行注资。目前正在强有力地解决第一个领域的问题。然而，需要更加令人信服地推进其他两个领域的政策举措。

持久解决办法的关键是可信地确认受损资产的损失。为此，各国政府需要制定共同的基本方法，对证券化信用工具进行现实的定值，该方法应基于预期经济状况以及力图对未来收入流价值做出的估计。还需采取步骤显著降低与这些风险暴露的进一步损失有关的不确定性。处理银行不良资产的各种方法都可能奏效，只要它们得到充分的资金支持并以透明的方式实施。

再资本化的方法必须植根于对机构的长期可生存能力进行的仔细评价，应既考虑到迄今的损失，也考虑到对进一步资产减记的前景所作的现实评估。《全球金融稳定报告》根据一系列假设得出的估计数显示，可能需要的资本数额是：美国银行为 2750 亿

至 5000 亿美元，欧洲银行（不包括英国银行）为 4750 亿至 9500 亿美元，英国银行为 1250 亿至 2500 亿美元。¹监管机构在评估每个银行的再资本化需要时将查明以下因素：银行资本的质量；银行的融资、业务计划和风险管理程序的稳固性；薪酬政策的适当性；管理的力度。监管机构还需要为金融机构确立适当的法定资本水平，既考虑到法定资本的最起码水平，也考虑到需要建立缓冲来承受更多意外损失。对那些资本不足、但是有生存能力的银行，应该迅速实行再资本化，由政府注入资本（如果可能，同时注入私人资本），以使资本比率达到足以恢复市场信心的水平。政府应准备以普通股份的形式提供资本，以提高信心和改善融资前景，这有可能导致一个暂时的公有化时期，直至可以形成私人部门解决办法。对那些没有生存能力的金融机构，必须迅速进行干预，通过关闭或合并来对其进行清理。所需要的公共资金数额很可能非常庞大，但是，在实施解决办法方面拖的时间越长，需要的资金很可能越多。

也需要在新兴经济体进行多种多样的努力来应对金融压力。公司部门面临很大的风险。可能有必要为公司借债提供直接的政府支持。一些国家还把对银行债务的担保推广到公司，重点是那些与出口市场有关的公司，或通过各种融资机制为贸易融资提供支持，以帮助维持贸易流动和限制实体经济受到的破坏。此外，应该制定应急计划，以备在情况进一步恶化的时候可能进行的大规模重组。

为了避免加剧跨境压力，需要增加国际合作。在通过金融政策来避免国家行动导致有害的国际溢出效应方面，协调与合作尤其重要。与此同时，国际支持，包括基金组织提供的支持，可有助于各国缓冲金融危机对实体经济的影响，特别是在发展中国家减轻危机对贫穷的影响。最近进行了改革，来增加向那些业绩良好，但是遇到暂时困难的国家提供的贷款工具的灵活性，这些改革，再加上二十国集团首脑会议为增加向基金组织提供的资金所推出的计划，正在增加国际金融界应对与私人资本流动突然停止有关的风险的能力。

放松货币政策

在先进经济体，应该大力运用进一步放松货币政策的空间来克服通货紧缩风险。虽然很多国家的政策利率已经接近零下限，但应该迅速运用剩下的任何政策空间。与此同时，明确的沟通战略很重要，中央银行家应该强调，他们决心在必要的时候保持宽松的货币条件以避免通货紧缩。在越来越多的情况下，需要增加运用不那么常规的措施来支持降低利率的办法，为此运用中央银行自己的资产负债的规模和组成，以支持信贷中介。在可能的范围内，应使这样的行动在结构上最大限度地增加在动荡市场中提

¹ 范围下限对应于将杠杆率（以有形普通股对总资产的比率衡量）调整到 4%所需的资本。上限对应于将有形普通股对总资产比率提高到 6%（相当于上世纪 90 年代中期观察到的水平）所需的资本（见 2009 年 4 月期《全球金融稳定报告》）。

供的救助，同时让私人部门决定信贷的分配，并保护中央银行的资产负债，使其免于信用风险。

新兴经济体也需要放松货币状况，以应对不断恶化的前景。然而，在很多这样的经济体，由于需要在非常脆弱的资金流动面前保持对外稳定，中央银行的任务进一步复杂化。新兴市场的融资受大幅度动荡（即流动突然停止）的影响的程度要比先进经济体大得多，其部分原因是人们对其主权信誉的担心要大得多。此外，新兴经济体一般更多地用外币借款，因此，大幅度的汇率贬值会严重损害其资产负债状况。出于这个原因，虽然大多数这些经济的中央银行都已在全球经济下滑面前降低了利率，但在这样做的时候适当地保持了谨慎，以继续鼓励资本流入和避免无序的汇率变化。

展望更远的将来，一项关键的挑战是以正确的速度撤销当前正在提供的特别货币刺激措施。如果行动过快，有可能破坏可能出现的脆弱的复苏，但如果行动过慢，有可能造成经济过热，促成新的资产价格泡沫。

把财政刺激措施与可持续性结合在一起

鉴于经济下滑的程度和货币政策的效力所受限制，财政政策必须在向全球经济提供短期刺激方面发挥关键作用。过去的经验显示，财政政策在缩短金融危机造成的衰退方面特别有效（第三章）。然而，如果进行的努力损害可信度，提供财政支持的空间将受到限制。因此，政府面临着困难的权衡，既要奉行短期扩张性政策，又要使人们对中期前景感到放心。一旦复苏稳定地走上轨道，需要巩固财政，可以通过强有力的中期财政框架来为此提供帮助。然而，不应过早地巩固财政。虽然政府在 2009 年采取了行动来提供大量的刺激，但现在很明显，在 2010 年至少需要维持，甚或增加这样的努力，那些有财政空间的国家应时刻准备在必要时采取新的刺激措施来支持经济复苏。应该尽量为此开展共同努力，这是因为，单个国家所采取措施的部分影响将传到其他国家，使全球经济受益。

可以通过什么办法来缓和刺激措施与可持续性之间的紧张关系？关键之一是挑选刺激措施。这些措施应该尽量是暂时性的，并最大地限度发挥“每一块钱的效力”（例如，加快在已经规划的项目或现有项目上的支出，并为在获得信贷方面受到限制的家庭提供有时间限制的减税）。还有必要把为经济生产潜力带来长期好处作为刺激措施的目标，例如增加基建开支。第二，政府需要推行改革，加强中期财政框架，以补充短期刺激措施，使人们确信政府将扭转短期赤字和遏制公共债务。第三，很多国家保证财政可持续性的关键之一，是在克服人口老龄化带来的财政挑战方面取得切实进展。当前金融危机的代价虽然庞大，但是与不断增加的社会保障和老龄人口医疗保健支出即将带来的成本相比，将是小巫见大巫。对这些计划进行的可信的政策改革可能不会对财政账户立即产生影响，但会使财政前景发生巨大变化，从而可以有助于保持提供短期财政支持的财政空间。

中期政策挑战

导致当前危机的市场失灵的根源在于长期高增长、低实际利率和低波动性所孕育的乐观态度，同时还有政策的失败。金融监管没有能力克服风险的集中和金融创新繁荣背后的有缺陷的奖惩因素。宏观经济政策没有考虑到金融体系和住房市场当中系统性风险的积累。

这给决策者们带来了重要的中期挑战。关于金融政策，现在的任务是扩大监管范围，使其更为灵活，以覆盖所有具有系统重要性的机构。此外，有必要制定一个宏观审慎方法来进行监管，其中将包括减少顺周期效应的报酬结构、稳固的市场结算安排、顾及低流动性证券的会计规则、旨在促进市场纪律的关于风险性质和风险位置的透明做法以及更好的系统流动性管理。

关于宏观经济政策，中央银行还应该采取更广泛的宏观审慎视角，充分注意金融稳定和价格稳定，为此考虑到资产价格变动、信贷繁荣、杠杆程度和系统性风险的积累。财政政策制定者们还需要削减赤字，并使公共债务进入可持续的轨道。

需要以更好的早期预警系统和更为公开的关于风险的沟通为基础，加强国际政策协调与合作。对于金融政策而言，合作特别紧迫，原因是国内行动可能对其他国家产生重大的溢出效应。与此同时，通过迅速完成多哈回合的多边贸易谈判，将恢复全球增长前景，而双边和多边来源提供的强有力支持，包括基金组织提供的支持，可以有助于限制金融危机在很多新兴经济体和发展中经济体造成的有害的经济和社会影响。

2009年4月期《世界经济展望》第三章
新闻发布要点：从衰退到复苏：多快、多强？

作者：Marco E. Terrones、Alasdair Scott 和 Prakash Kannan

要点

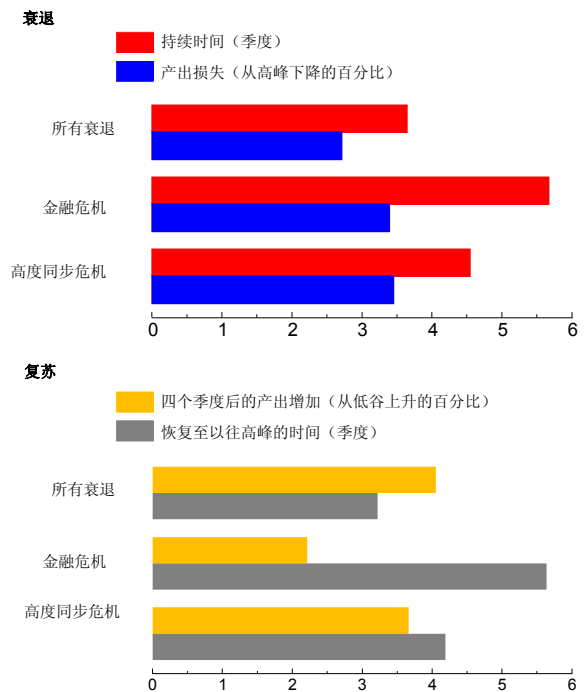
- 伴随金融危机的衰退通常很严重。从此类衰退中复苏一般较为缓慢。如果此类衰退是全球同步的，那么它们往往持续时间更长，衰退之后的复苏也更疲弱。
- 反周期政策在结束衰退和强化复苏方面会起到帮助作用。特别是，扩张性财政政策似乎尤为有效。货币政策可以帮助缩短此类衰退，但不如平时有效。
- 这些研究结果表明，当前的衰退可能会异常漫长和严重，且复苏缓慢。然而，强有力的反周期政策行动，配合恢复对金融部门信心的行动，可能会改善复苏前景。

第三章考察衰退和复苏的类型以及宏观经济政策的作用。本章考察了 21 个先进经济体从 1960 年到现在的商业周期。除当前衰退外，样本中有 15 次衰退伴随金融危机，有 3 次全球同步衰退：1975 年、1980 年和 1992 年。

通常来看，衰退时间短、复苏强劲。一次典型衰退的持续时间约为 1 年，而扩张往往持续 5 年以上。从衰退中复苏的力度较强，这是由于出现反弹效应的缘故。先进经济体的衰退和扩张随着时间推移而变化，自 20 世纪 80 年代中期以来，衰退频率降低，程度更温和，而扩张则变得更持久。

但是，在衰退和复苏期间，不同的冲击伴随不同的宏观经济和金融动态。特别是，伴随金融危机的衰退通常程度严重、时间长。金融危机往往发生在贷款迅速扩张以及资产价格强劲上涨阶段之后。从这些衰退中复苏通常受到疲弱的私人需求和信贷的制约，这部分反映了住户试图通过提高储蓄率来恢复资产负债表。复苏往往受到汇率贬值和单位成本下降之后的净贸易改善的带动。

衰退和复苏的平均统计



来源：基金组织工作人员的计算。

全球同步衰退比其他衰退的时间更长、更严重。除目前衰退之外，自 1960 年以来，样本 21 个先进经济体中有 10 个或以上先进经济体同时发生衰退的情况有三次：1975 年、1980 年和 1992 年。同步衰退的持续时间平均为典型衰退持续时间的近 1½ 倍。由于外部需求疲弱，特别是如果美国也陷入衰退的话，复苏往往较为缓慢：在 1975 年和 1980 年衰退期间，美国进口急剧减少造成世界贸易大幅度收缩。

这一分析表明，金融危机同时伴随全球同步下滑可能导致异常严重和长期的衰退。从历史上看，这种情况较为罕见，因此，在做出推断时应谨慎。然而，目前的经济下滑高度同步并伴随严重金融危机这一事实表明，此次衰退可能是长期的，复苏力度比平均复苏力度更弱。

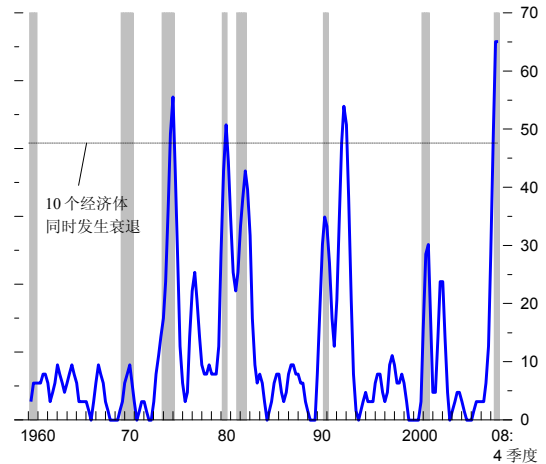
宏观经济政策在降低衰退严重性和推进复苏方面可以发挥有价值的作用。货币政策通常在结束衰退和强化复苏中发挥重要作用，虽然在金融危机期间，货币政策的有效性降低。财政政策在这些阶段似乎可以起到更可靠的帮助作用，这与经济行为人为面临更紧张的流动性制约时，财政政策可以发挥更有效作用的证据一致。财政刺激也同样伴随更强劲的复苏；然而，人们发现，对于那些具有较高公共债务水平的经济体来说，财政政策对复苏力度的影响较小。

为应对当前全球衰退，需采取协调的货

币、财政和金融政策。需要实施积极的货币和财政政策，在短期内对总需求提供支持。即使采取了这些措施，金融危机的最重要教训之一是，为使宏观经济政策有效发挥作用并巩固复苏，恢复对金融部门的信心至关重要。

高度同步衰退

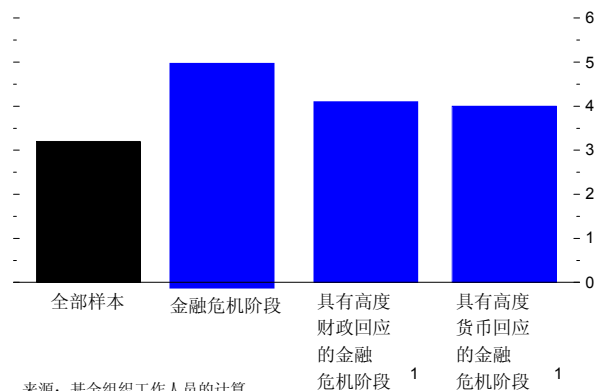
(陷入衰退国家的百分比；阴影部分代表美国衰退)



来源：基金组织工作人员的计算。

估计的衰退持续时间中位数

(季度)



来源：基金组织工作人员的计算。

¹ 分别指政府消费增加 1 个标准差或实际利率下降 1 个标准差。

2009年4月期《世界经济展望》第四章新闻发布要点
各国间的联系如何火上加油：金融危机从先进经济体蔓延到新兴经济体

作者：Stephan Danninger、Ravi Balakrishnan、Selim Elekdag 和 Irina Tytell

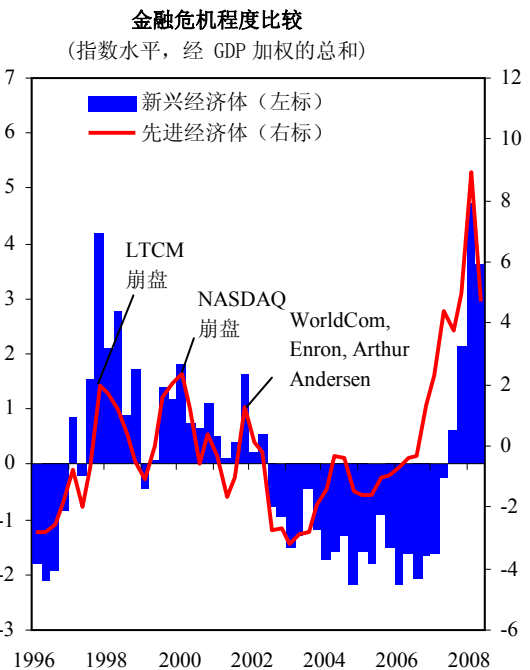
要点

- 金融危机从先进经济体猛烈和迅速地蔓延到新兴经济体，金融联系是主要的传播渠道。
- 鉴于为新兴经济体提供巨额融资的先进经济体银行面临资不抵债问题，新兴经济体资本流入下降可能将旷日持久。
- 先进和新兴经济体需作出协调一致的政策反应，因为单是减少个别国家的脆弱性不能让新兴经济体免受主要先进经济体严重金融危机的影响。

第四章采用针对新兴经济体的新的金融压力指标，分析金融危机如何从先进经济体传播到新兴经济体。该指标与2008年10月期《世界经济展望》推出的针对先进经济体的指标类似，用于捕捉新兴经济体证券市场、外汇市场和银行部门的发展。具备18个新兴经济体自1997年以来的月度指标。

采用此指数的分析显示，在过去，金融危机从先进经济体猛烈和迅速地蔓延到新兴经济体。与此相符，在2008年第三季度，先进经济体经历的前所未有的金融压力对新兴经济体产生重大影响。第四季度，所有新兴地区金融体系各领域经历的金融压力均上升，平均而言，程度超过亚洲危机（第一张图）。

金融危机传播的程度与先进经济体与新兴经济体金融联系的深度有关，尤其是通过银行贷款。平均而言，新兴经济体压力的变动几乎与先进经济体呈一对一的关系，但在各国之间存在巨大差异。有关压力协动关系的实证分析表明，与先进经济体的金融（即银行、证券和外国直接投资）联系越深，传播金融危机的程度越高。在最近的危机中，银行贷款联系似乎是传播危机的主要驱动力。



银行贷款方面与西欧国家间的密切联系是新兴欧洲国家发生严重金融动荡的重要原因。自 90 年代中期以来，西欧银行在新兴经济体贷款流入中一直占主导地位。截至 2007 年底，它们在新兴经济体的资产相当于先进经济体 GDP 的 10%，相比之下，加拿大、日本和美国银行合在一起占 GDP 的 2.5%。对新兴欧洲的债权相对其 GDP（目的地 GDP）的比例在所有新兴地区中居首（第二张图）。

历史证据显示，银行在此次危机中起关键作用，可能意味着对新兴经济体资本流入的下降将旷日持久。先进经济体以往发生的系统性银行危机（20 世纪 80 年代初的拉丁美洲债务危机和 20 世纪 90 年代的日本银行业危机）的证据表明，资本流动下降规模往往相当大，并延续较长时间。鉴于新兴欧洲经济体大规模的风险暴露，它们可能会受到严重影响。

先进经济体和新兴经济体需作出协调一致的政策反应，以防止金融危机进一步升级和蔓延。单是减少个别国家的脆弱性不能

让新兴经济体免受主要先进经济体严重金融危机的影响。该章发现，在金融危机期间，较强的经常账户和财政状况并无助于缓解来自先进经济体的金融压力传播。然而，它们可能有助于抑制对兴经济体实际部门的影响，并有助于在金融压力减轻后恢复金融稳定和外国资本流入。

2007 年对先进经济体银行的负债
（相当于目的地 GDP 的百分比）

