

2012年4月期《世界经济展望》
第三章新闻发布要点：

解决住户债务问题

撰写人：Daniel Leigh（组长）、Deniz Igan、John Simon
和 Petia Topalova

要点

- 自“大衰退”以来，随着资产价格下滑，很多经济体的住户都受困于不断累积的债务负担。本章分析了房地产市场崩溃后住户债务所产生的影响，并探讨了政府应通过何种政策降低经济成本。
- 住户债务水平上升的幅度越大，随之出现的房地产市场崩溃和经济衰退形势就越为严重，持续时间也就越长。这一经济脆弱性既源于住房价格的下降，又源于崩溃期前债务增加所导致的债务积压。
- 在此种崩溃期内，宏观经济政策是抑制经济活动过度收缩的关键，此类政策包括货币宽松政策以及通过社会安全网实现的财政转移。然而，宏观经济政策存在局限性。
- 如能通过大胆且设计合理的政府政策降低住户债务水平和债务清偿量，便可以有有限的财政成本减轻住户去杠杆化对经济活动的负面影响。

很多经济体的住户都受困于“大衰退”之前累积的债务负担。在2007年之前的五年内，先进经济体以及某些新兴市场经济体的住户债务与收入比率都升至历史最高水平。由于同时出现了资产价格膨胀（例如冰岛、爱尔兰、西班牙、英国、美国等国），住户债务与所持资产比率总体保持稳定，这便掩盖了一个事实：住户正越来越多地面临资产价格大幅下跌的风险。随着房价不断下降，很多住户都发现其财富相对于债务发生了缩减，并且，随着收入减少，抵押贷款的偿付难以为继。当前，很多经济体都普遍出现了住户违约、止赎和抛售现象。

这对经济表现有何影响？根据过去三十年对先进经济体的分析，我们发现，住户债务水平上升的幅度越大，随之出现的房地产市场崩溃和经济衰退形势就越为严重，持续时间也就越长。在此情况下，住户消费和实际GDP会有更大幅度下降，失业率会有更大幅度上升，住户去杠杆化（债务清偿或债务违约）的趋势更为明显，经济萧条状况将至少持续五年。在此等崩溃发生之后，经济活动加剧收缩，其严重程度无法仅以房价加剧下滑加以解释。而这一情况也不仅仅是由银行业危机推动的。事实上，经济活

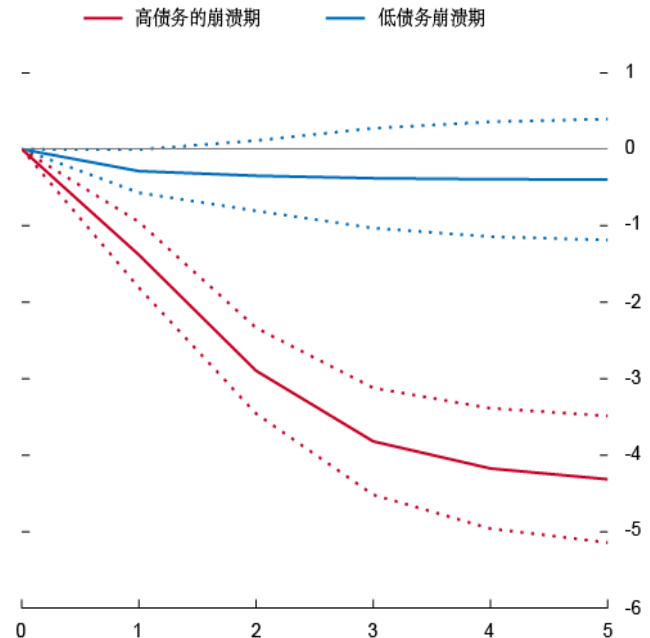
动的严重收缩是房价下滑与崩溃发生前杠杆率上升共同作用的结果。这些程式化事实与近期的理论模型预测相一致，这些模型表明，住户债务和去杠杆化共同导致了深重、持久的经济萧条。

当出现住户债务问题时，政府可采取哪些措施支持经济增长？我们对历史上和当前的若干住户去杠杆化时期进行了分析，分析表明，在住户去杠杆化时期，宏观经济政策是抑制经济活动过度收缩的关键性因素。例如，政府通过社会安全网向失业住户进行转移支付，可推升住户收入水平，增强其偿债能力，北欧经济体在 20 世纪 90 年代即实行了此种政策。货币宽松政策可迅速减少抵押贷款偿付，并可防止住户违约，在抵押贷款利率可变的经济体尤为如此。如能向金融部门提供支持，便可降低住户资产负债表压力影响银行贷款意愿这一风险。然而，宏观经济刺激措施有其局限性。名义利率零下限可能会使利率无法得到充分下调，高额政府债务可能会限制财政转移的范围。

有针对性的住户债务重组政策可带来巨大收益。大胆、全面的规划可大幅减少住户违约和止赎的数量，并可以相对较低的财政成本显著减轻债务偿付负担。美国在 20 世纪 30 年代即实施了此类规划，冰岛当前亦然。此种规划有助于防止“房价下跌—总需求降低”这一自我强化的循环。然而，规划的成功实施有赖于审慎的设计。一方面，限制过多的资格标准或者结构欠佳的激励机制会限制规划的有效性。但另一方面，过于宽泛的规划会产生严重的副作用，不利于金融部门的健康发展。

房地产市场崩溃期的住户消费情况 (百分比)

住户债务水平上升的幅度越大，在随之而来的房地产市场崩溃期内，实际住户支出的减少幅度就越大。



来源：基金组织工作人员的计算。
注：X轴的单位为年，零点即为房地产市场崩溃年份。虚线表示1标准误差范围。高债务崩溃期和低债务崩溃期分别指在其发生前三年内住户债务与收入比率的增长幅度高于和低于中位数的情况。

2012年4月期《世界经济展望》

第四章新闻发布要点：

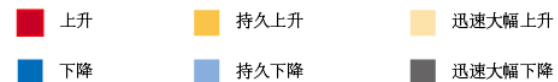
商品价格波动与商品出口国

撰写人：John Bluedorn、Rupa Duttgupta（组长）、Andrea Pescatori
和 Stephen Snudden

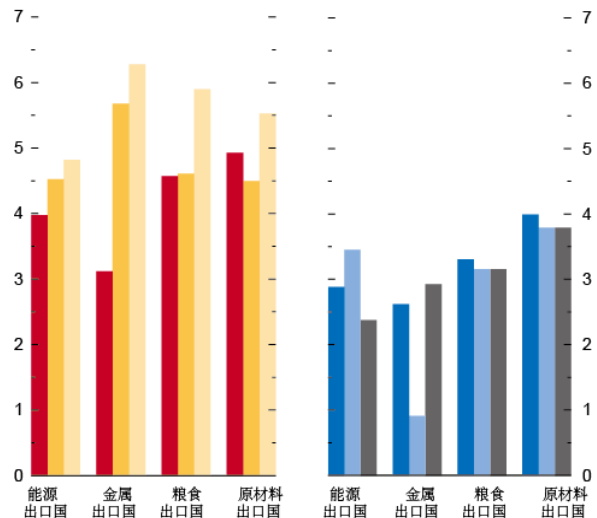
要点

- 在过去十年中，商品出口国因商品价格上涨受益，在此次全球经济疲软面前表现出了适应力。然而，由于仍存在较大的下行风险，商品出口国的近期经济前景仍令人担忧。如果价格停止上升或者开始下降，出口国应采取哪些政策？
- 商品出口国易受商品价格周期的影响。特别是，全球经济活动水平的陡然下降（上升）会使出口国的商品价格和GDP以及对外差额大幅缩减（增加）。
- 出口国应在商品价格上升期储备额外的财政收入，并在商品价格下滑期利用这一储备稳定经济形势。然而，如果财政收入永久性增长，其最佳用途便是提高公共投资水平和降低税收，从而促进长期产出和福利。
- 目前，围绕商品价格前景和全球增长下行风险存在着不确定性，对此，商品出口国应作何准备？一项明智的举措是，增强收集和使用有关商品价格持久性的新信息的制度能力，同时积累财政缓冲以应对暂时性的冲击。

商品价格上涨期商品出口国的宏观经济表现



实际GDP增长率（百分比）



当前，在疲弱的全球经济和持久的商品价格上涨势头的双重影响下，商品出口国面临哪些风险？本章指出，出口国的经济表现（以其实际GDP和信贷增长率以及对外和财政差额来衡量）仍与商品价格波动紧密相关，即，在价格上升期加强，在价格下滑期减弱。能源和金属价格的下滑通常会持续2-3年，在此期间，实际价格将以40-50%的幅度从波峰降至波谷。因此，相对于价格上升期，价格下滑期的实际GDP增长率可能会降低0.5-1个百分点。当价格周期变动幅度过大或持续时间过长时，各商

品价格波动期的经济表现会有更显著的差异。

如果商品价格因全球经济状况不断恶化而陡然下滑，商品出口国将出现何种情况？由全球经济活动引发的商品价格变动会对出口国的经济表现产生重大影响。原油出口国受到的此种影响最为严重。如年度全球经济活动冲击使石油的实际价格上升 12% 左右，则石油出口国的实际 GDP 将在受影响之初增长 0.4%，并在三年之后出现将近 2% 的增长。

总体而言，针对暂时性商品价格波动，最理想的财政回应是采取反周期措施，但此类措施的优势会被多边因素削弱。出口国应在价格上升期（无论是由需求推动还是由供应推动）储备与商品有关的额外财政收入，并在价格下滑期利用这些缓冲减轻波动。若公共债务净额较低，并且货币政策的实施由实行灵活汇率的通胀目标机制提供保障，以减轻通胀波动性，那么，上述政策态势将取得最理想的效果。但是，如果其他地区的生产冲击推升了商品价格，且这一影响无法消减，则主要商品出口国就应从多边视角或集体行动需要出发，做出较轻的反周期财政政策回应，这样可有助于抵消生产冲击对全球经济活动的影响。

若商品价格可能出现永久性变动，商品出口国须如何应对？如果商品价格变动被认为是持久性或永久性的，那么关键的问题便是，怎样才能最好地适应财政收入的永久性增加或减少。对于价格上升情况而言，提高公共投资水平并降低劳动力和资本税收可以促进私人部门生产力、产出和福利的提高。然而在实践中，暂时性或永久性的商品价格变动是难以准确辨识的。因此，我们需要加强政策框架并积累财政缓冲，以应对商品价格的任何周期性波动，同时还要逐步收集利用有关商品价格持久性的新信息。

实际油价变动对石油净出口国的影响

