

概要

全球经济环境

- 2006 年上半年，全球扩张依然有力，多数地区的经济活动达到或超出预测（第一章）。2006 年第一季度，美国的增长尤其强劲，虽然之后略有减缓。日本经济继续扩张，欧元区也取得扩张势头。新兴市场，尤其是中国经济迅速增长。得益于初级产品价格高涨，低收入国家也保持了令人瞩目的增长表现。
- 同时，有迹象表明，在一些国家，随着持续高增长吸收了剩余产能，通货膨胀压力开始抬头。受石油价格上涨的影响，一些先进经济体的总体通货膨胀一段时间以来一直高于中央银行认为适当的区间，而目前已有迹象表明核心通货膨胀和通货膨胀预期在上升，特别是在美国。在日本，有越来越多的迹象表明通货紧缩已经结束。
- 石油和金属价格达到新高。在 GDP 强劲增长的背景下，全球市场剩余产能紧张，这推动了价格上涨。就石油而言，中东地缘政治紧张局势的加剧和其他一些大的石油生产国（特别是尼日利亚）石油生产面临的风险推动了石油价格的上涨。期货市场状况表明，石油价格在可预见的将来还会保持在高水平。
- 主要中央银行已相应收紧货币政策。6 月份之前，美联储继续提高利率，8 月份暂时停手。近几个月来，欧洲中央银行进一步提息，日本银行在 7 月结束了零利率政策。美元对欧元贬值，对日元也发生了程度略低的贬值，长期利率稳定。
- 由于对通货膨胀的担心加剧和货币状况收紧，5 月至 6 月间，先进经济体股票市场出现一些疲弱，一些新兴市场的资产价格出现一系列更大幅度的波动，但是，自 7 月份以来，市场一直较稳定。这些波动似乎主要反映了价格大涨后的调整，而不是对经济风险的根本性重新评估，看来不会对增长产生重大影响。但在某些个别国家，由于中央银行为稳定金融市场条件和消除通货膨胀压力提高利率，增长可能会受到影响。
- 全球失衡依然严重。尽管美国的出口增长加快，但预计其 2007 年的经常账户逆差将接近 GDP 的 7%。石油输出国和一些亚洲国家的顺差将保持在高水平，中国的顺差将继续超过 GDP 的 7%。

前景和风险

- 对 2006 年和 2007 年全球增长的预测分别上调到 5.1% 和 4.9%，比 2006 年 4 月《世界经济展望》的预测均高出 ¼ 个百分点。

- 由于房地产市场开始降温，2007 年美国的增长率预计将从 2006 年的 3.4%放慢到 2.9%。随着经济周期成熟，日本的增长也将放慢。预计欧元区今年将维持复苏势头，尽管德国 2007 年的增长将因计划实施的增税措施而减缓。新兴市场和发展中国家的增长仍将十分强劲，中国经济将继续其近期的快速扩张。
- 全球前景面临下行风险。基金组织工作人员的估计表明，2007 年增长率下降到 3¼%或更低的可能性为六分之一。最主要的风险是：通货膨胀压力可能增大，要求以比当前预期更大的幅度收紧货币政策；石油价格会因剩余产能有限和地缘政治不确定而进一步上升；美国住房市场可能比预期更快地降温，导致美国经济更急剧地下滑。
- 全球失衡可能无序调整仍是一个令人担心的问题。最有可能的结果是这种失衡以市场引导的方式平稳调整，尽管投资者需在今后多年内继续增加美国资产在其总资产中的比例才能实现这一结果。美国金融市场的深度和成熟度促进了对近期大量经常账户逆差的融资。然而，仍存在无序调整的风险，这将给全球经济带来巨大代价。

政策挑战

先进经济体

- 在今后一段时期内，发达经济体的中央银行应认真估量增长和通货膨胀面临的相对风险。在经济增长减缓而通货膨胀上升的情况下，美联储面临困难的处境，但鉴于控制通货膨胀预期的重要性，可能仍需在一定程度上收紧货币政策（第二章）。在日本，提息应逐步进行，因为通货膨胀急剧上升的可能性很小，而再度出现通货紧缩的代价将很高。在欧元区，若经济扩张按预期发展下去，则可能需要进一步提高利率，但从目前看，通货膨胀压力看来总体上得到控制，而且增长继续面临下行风险，因此，政策制定者们仍可以从容地考虑是否需要进一步紧缩货币政策。
- 在多数大的先进经济体，人口老龄化下的财政整顿仍是一个巨大挑战。很多国家在今年若干年内都计划实行财政整顿，但力度不够大，也没有明确的政策措施支持。社会保障体系需在更稳健的基础上运作，并需寻找有效途径控制医疗成本的无节制上涨。
- 通过实行结构改革而改善商业环境和提高全球竞争力，对于加强增长前景至关重要。在欧元区，更快地推进里斯本议程（特别是促进服务业更开放的竞争、提高劳动力市场的灵活性和实施金融部门改革）仍是促进生产率增长和改善就业机会的关键。在日本，优先领域包括公共部门改革，采取措施增强劳动力市场灵活性和金融部门效率，以及实行改革提高服务部门的生产率。

- 第四章研究先进经济体金融体系的差别如何影响经济周期。构建了一个新的指数，根据交易在多大程度上是基于借款人与贷款人的长期关系或是“公平交易”而实施的来划分金融体系。本章发现，尽管普遍趋势是不再通过银行中介，金融市场发挥更大作用，但这种转变的步伐在各国不同，金融体系仍存在重大差别。本章给出一些证据说明金融体系的这种差别可能影响周期行为。具体而言，在更大程度上按“公平交易”方式运作的体系中，住户也许能够更好地根据收入的变化来调整消费水平，但其支出对资产价格的变化可能更敏感。公司投资似乎在以关系为基础的体系中能够更平稳地对周期下滑作出反应，但“公平交易”体系似乎能够更好地根据结构性变化重新配置资源。
- 由于技术创新和取消监管限制，多数国家在过去十年里转向“公平交易”金融体系的趋势将继续下去。政策制定者需尽可能扩大正在发生的这种变化所带来的好处，包括实施辅助改革，提高劳动力市场灵活性，改善雇员养老金计划的可携性，并加强破产程序。监管政策需跟上金融部门日益复杂化的趋势，宏观经济政策管理需得到调整，以反映周期行为可能出现的变化。

新兴市场和发展中经济体

- 在新兴市场和发展中经济体，政策制定者必须继续减轻脆弱性并实施有助于维持当前增长势头的改革，以此对更具挑战性的全球环境作出调整。近期的发展提醒我们，新兴市场经济体仍易受到全球金融市场波动的影响。面临风险的国家包括那些公共部门资产负债状况仍然薄弱、经常账户有大量逆差以及通货膨胀预期没有得到良好控制的国家。新兴欧洲的一些国家越来越依赖私人债务流动为经常账户的大量逆差提供融资，这种情况值得关注。新兴市场和发展中经济体还需采取进一步措施推进市场化改革，特别是减少竞争壁垒，从而为私人部门引导的强劲增长创造环境。
- 第三章分析亚洲出色的增长表现，侧重于今后维持强劲增长所需采取的措施。本章发现，亚洲有利的政策环境是全要素生产率强劲增长以及实物和人力资本迅速积累的关键。实际上，建立有利政策环境的重要性是后来的发展中国家（包括亚洲和世界其他地区的发展中国家）可从早期成功发展本国经济的国家（如日本和新兴工业化经济体）获得的重要经验。放开贸易、改善受教育渠道以及采取步骤促进金融发展和鼓励企业家精神，这有助于将资源继续从农业转向工业和服务业。采取措施促进产业（特别是相对受到更多保护的服务部门）的生产率增长也将带来重要益处。增强服务业竞争的政策包括取消准入限制、鼓励外国投资和简化监管规定。

- 第五章分析非燃料初级产品的价格前景。近年来，这些产品（特别是金属）的价格急剧上涨，弥补了出口这些产品的国家因石油进口成本增加而遭受的损失。本章发现，造成价格上升的主要原因是需求强劲（特别是来自中国的需求）和供给瓶颈。此外还发现，投机活动似乎并不是推动初级产品价格变动的重要因素，尽管投机商在为市场提供流动性方面可能发挥了作用。随着新增生产满足不断增加的需求，预计金属价格在中期内将下降。这对初级产品（特别是金属）出口国的主要政策含义是，它们不应假设高价格将持续下去。应将当前的额外收入节余下来，或进行投资以支持非初级产品部门未来的增长，而不应将这些收入用于增加今后难以逆转的领域的支出。

多边倡议

- 联合政策行动将有助于平缓地减轻全球失衡。私人部门引导的有序调整仍是最有可能的结果，这种调整涉及重新平衡各国的需求，美元进一步贬值，许多顺差国家（特别是一些亚洲国家和石油输出国）汇率升值。但仍然存在以更加无序的方式进行调整，从而给全球经济带来沉重代价的风险。世界经济的主要参与方采取持续的政策行动将在很大程度上降低这种无序调整的风险。有关政策行动包括：美国采取步骤促进国民储蓄，包括通过财政整顿；欧洲和日本在结构性改革上取得更大进展；亚洲新兴经济体实施改革促进国内需求（在中国是促进消费，在其他经济体是促进投资），并提高汇率灵活性；在吸收能力允许的范围内，石油输出国增加高回报领域的支出，特别是在中东，令人欢迎的是，大量投资项目已经准备就绪。综合来看，多边方法可有助于推进实施，因为它能保证一国行动可能产生的风险被其他国家同时采取的政策举措所缓解。基金组织目前开展的多边磋商有助于这一过程。
- 需要付出努力重振多边贸易自由化进程。多哈回合明显陷入僵局，令人深感失望。非歧视（最惠国）基础上的贸易自由化仍是创造新的全球增长机会的最佳途径。需坚决抵制保护主义压力。
- 世界能源市场价格高且波动性大，这仍是值得关注的重要问题，需要有关各方坚持不懈地采取努力予以解决。需要增加投资，积累充分的生产和加工能力，而对消费者采取的适当激励措施将有利于改善节能。

2006年9月期《世界经济展望》第三章：
亚洲崛起：经济发展和增长模式摘要

研究部经济学家 Florence Jaumotte 和高级经济学家 Nikola Spatafora 撰写

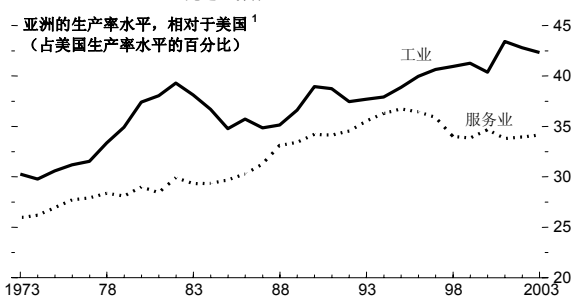
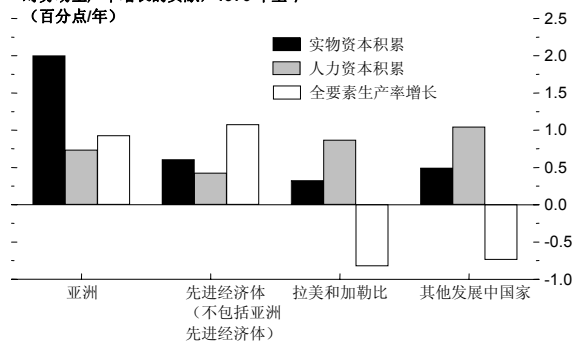
要点

- 亚洲令人瞩目的经济增长受高投资和生产率迅速提高的推动，而高投资和生产率迅速提高都得益于该地区强有力的政策环境。
- 为维持快速增长，需应对若干重要挑战：
 - 实施改革，促进日益重要的服务部门的生产率增长。
 - 提供政策支持，继续将资源从农业转向工业和服务业。
 - 加强后发国家的政策框架。

1950 年以来，亚洲的实际人均收入增长了 6 倍。整个地区的人均产出增长率平均为 4%，快速发展的经济体（如新兴工业化经济体和中国）的人均产出增长率超过 5%。这一增长受实物和人力资本积累以及总要素生产率迅速提高的推动，而这种发展又反映了该地区总体强健的政策环境。

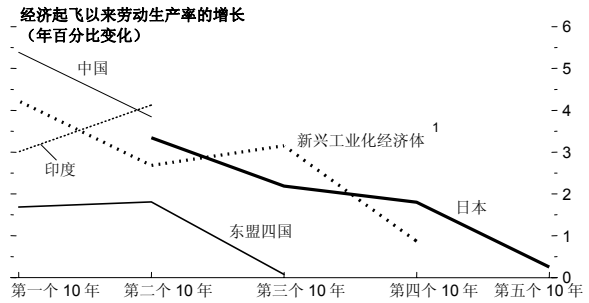
然而，为达到先进经济体的收入水平，许多亚洲国家仍有很长的路要走。实现这种趋同对于降低该地区依然很高的贫困率至关重要。因此，需继续实施政策促进强劲的生产率增长。特别是：

对劳动生产率增长的贡献，1970 年至今
(百分点/年)



¹按购买力平价计算。

- 一个关键挑战是促进服务部门的生产率增长。尽管亚洲服务业生产率仅为美国水平的三分之一，但其追赶先进经济体的过程已经停止。在过去十年中，如果服务业生产率的增长与工业同样迅速，那么总产出增长率每年将会提高 1½个百分点。提高服务业生产率将取决于促进竞争、取消准入限制、简化监管和加强人力资本。



¹ 不包括中国台湾省和香港特别行政区，因为它们只有第二个10年之后的数据。将这两个经济体纳入这一组中后，基本态势不变。

- 采取政策支持农业到工业和服务业的持续转换将有助于减轻农村贫困并促进增长。20 世纪 70 年代以来，在亚洲追赶美国生产率水平的过程中，劳动力从农业到工业和服务业的转移起了约四分之一的作用。然而，亚洲发展中国家作为一个整体，农业劳动力仍占总就业人数的近一半，在后发国家（如越南和柬埔寨），这一比例达到 60%。进一步开放贸易，扩大和深化金融体系，加强人力资本，促进灵活的劳动力市场，克服基础设施的大量薄弱之处，这些措施将有助于这些国家维持经济结构性转变。
- 后发国家（包括在亚洲和世界其他地区）应从亚洲的成功中汲取经验。20 世纪 70 年代以来，与亚洲的快速增长相比，其他发展中国家平均每年仅增长 1%，而在亚洲内部，仍有一些国家的人均收入依然很低。亚洲的经历表明，稳定的宏观经济框架、开放的贸易、强健的体制以及完善的金融体系是强劲和持续增长的关键。

2006年9月期《世界经济展望》第四章：
金融体系如何影响经济周期？摘要

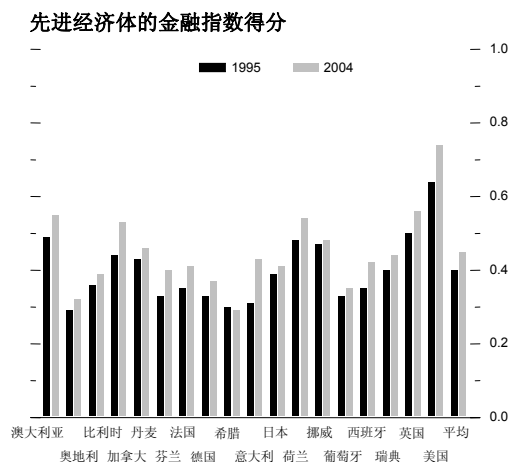
研究部副处长 Subir Lall、高级经济学家 Roberto Cardarelli 和经济学家 Irina Tytell
撰写

要点

- 先进经济体金融体系的差别影响经济周期行为。
- 在所谓“保持距离”的金融体系中（包括英国和美国），住户可以更多借款支持消费，但更高的债务使他们更易受到利率上升和资产价格下跌的影响。
- 在欧洲更大程度上“以关系为基础”的金融体系中，资源不太容易从衰落的经济部门转向成长中的经济部门，从而阻碍生产率的提高及对技术变化和全球化作出反应。

本期《世界经济展望》第四章提供了基金组织在金融体系与经济周期关系上开展的新研究。主要结论是：

- 新技术和放松管制使先进经济体的金融体系发生转变，但各国间仍存在显著差别。根据一个独特的新指数，本章发现，与欧洲大多数国家和日本相比，澳大利亚、加拿大、荷兰、英国和美国的金融体系在更大程度上依赖以“保持距离”方式开展的交易，即交易方不了解关于对方的非公开情况或信息。而欧洲和日本在更大程度上依赖借款人与贷款人的长期关系，尽管近年来“保持距离”交易的重要性在提高。
- 在“保持距离”的金融体系中，住户更容易借款用于消费，但也更容易受到资产价格下跌的影响。像英国和美国那样完善的“保持距离”金融体系使住户能够凭住房升值借款，从而刺激消费并支持强劲的经济增长。然而，这导致住户的债务上升。2005年，在“保持距离”体系中，住户债务相当于可支配收入的160%，而在较多地以关系为基础的体系中，这一比例不到100%。因此，“保持距离”金融体



来源：金融指数使用的数据来源见附录 3.1。

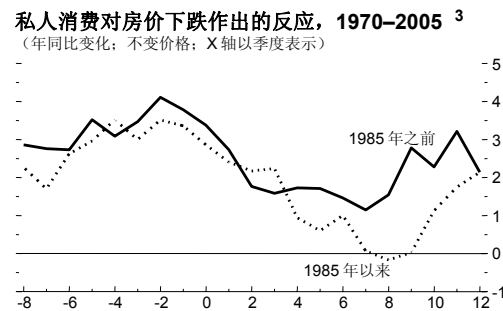
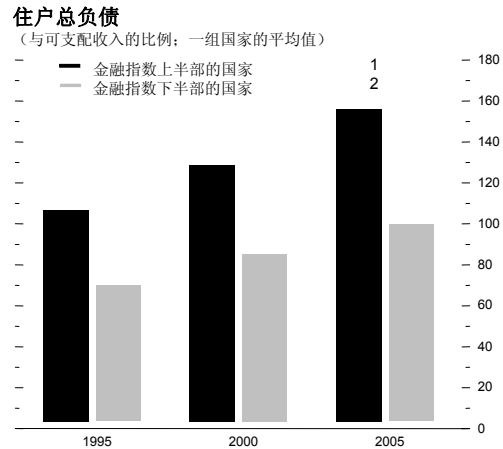
系中的住户更易受到利率上升和资产价格下跌的影响。例如，在更大程度上按“保持距离”方式运作金融体系的国家，在过去房价下跌过程中，消费通常从下跌之初平均 3% 的同比年增长率下降到两年后的零。美国住房市场的减缓对美国 and 全球经济前景构成重要风险。

- 与“保持距离”体系相比，依赖以关系为基础的交易金融体系不太能有效地对技术革新和全球化作出反应。这是因为，典型的借款人/贷款人关系对现有产业的现有公司更为有利，而“保持距离”体系相对来说不受与借款人长期关系的制约，从而更容易将资源从衰落产业转到成长产业，对生产率增长大有好处。这对欧洲是一个尤为重要的发现。欧洲劳动生产率的增长在过去 10 年落后于澳大利亚、英国和美国。

- 金融体系的差别可能是造成目前全球失衡的原因之一。**美国（以及澳大利亚和英国）的金融体系使住户能够以远高于其他国家的幅度增加借款，从而使储蓄下降，经常账户逆差扩大。发达和流动性强的美国金融市场还为外国储蓄者提供了有吸引力的投资机会，从而有助于为美国逆差提供融资。例如，外国投资者占美国 8 万亿美元抵押贷款支持证券市场的 10%。然而，如果其他国家的金融体系赶上美国，失衡的融资可能会变得更加困难。

本章强调，金融体系将继续演变，带来相当大的经济利益，同时也为政策制定者带来挑战。本章强调以下三个重要的政策结论：

- 货币政策。**在住户利用其资产（特别是住房）作为借款抵押的情况下，利率变化对资产价格的影响可能变成货币政策影响经济的越来越重要的渠道。当中央银行在这一周期中收紧货币政策时，它们需认真评估利率的上升是否对住户支出产生更大影响，特别是在那些在更大程度上实行“保持距离”金融体系的国家。



来源：来自欧盟统计处和经合组织的各国金融账户数据，经合组织分析数据库，以及基金组织工作人员的计算。

¹国家包括澳大利亚、加拿大、丹麦、意大利、荷兰、挪威、瑞典、英国和美国。

²国家包括奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、希腊、日本、葡萄牙和西班牙。

³国家包括澳大利亚、加拿大、丹麦、意大利、荷兰、挪威、瑞典、英国和美国。零表示房价随后开始下跌的季度。

- **监管政策。**随着金融体系发生变化，风险将在新的领域产生，金融监管者必须相应调整。例如，在美国，监管者需特别警惕仅付利息和还款低于利息的抵押贷款大量增加产生的后果。
- **只有辅以其他领域的政策改革，才能充分实现金融体系现有变化所带来的好处。**在更大程度上按“保持距离”方式运作的金融体系的一个重要优势是，它能够更好地将资源从衰落产业转到成长产业。这一过程需要得到提高劳动力市场灵活性的改革措施的支持，包括改善养老金和医疗保健计划的可携性，并改进破产规则，使失去生存力的公司更容易退出市场。最后，强健但明确界定的社会安全网将确保对个人提供充分支持，并帮助为获得新的就业机会而提供再培训。

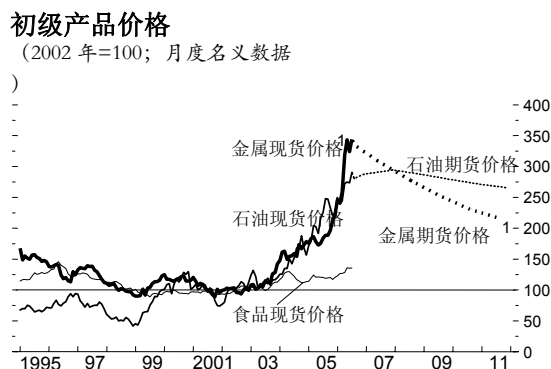
2006年9月期《世界经济展望》第五章：
非燃料初级产品价格高涨—能否持续？摘要

研究部经济学家 Martin Sommer 撰写

要点

- 由于对金属的强劲需求，尤其是来自中国的强劲需求，加之需求超出供应的反应能力，世界金属价格急剧上涨。中国占近年来全球主要金属消费增长的50%。
- 与一般看法相反，投机对初级产品价格的影响似乎有限。
- 基金组织的分析表明，随着新的生产能力投入生产，今后金属价格将从目前的水平上逐渐回落。

今年，许多初级产品的价格暴涨到历史最高水平。自2002年以来，金属的实际价格上涨180%，甚至超过油价的涨幅（实际油价上涨了157%，见右图）。第五章对导致出现目前非燃料初级产品价格高涨的一些可能因素以及目前的价格能否持续问题做了分析。¹



资料来源：Barclays Capital; Bloomberg Financial Markets, LP; 基金组织初级产品价格系统数据库；以及基金组织工作人员的计算。

¹ 铝、铜、铅、镍、锡和锌价格的加权平均值。

首先是分析金属价格，本章认为导致价格高涨的主要原因是世界需求，尤其是来自中国的需求迅速增加，以及需求增长超过了供应扩张。例如，在2002年至2005年期间，铝的消费年均增长7.6%，而在前一个10年里，年增长率只有3.8%。就金属工业而言，由于从投资到投入生产的时滞较长，因此，一旦出现需求意外上升，金属价格就会大幅度上涨。在过去四年里，中国约占世界对主要金属（铝、铜和钢）净消费增长的50%。鉴于中国经济迅速增长及其占世界经济的比重不断上升，中国将继续在初级产品市场上起主要推动作用。

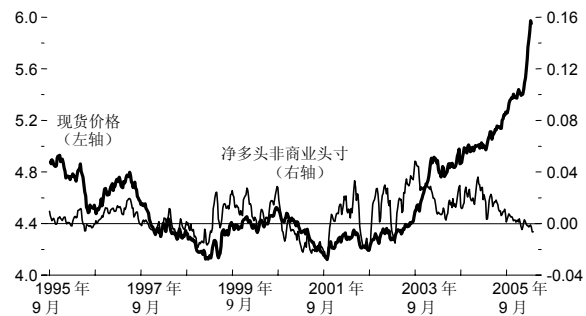
¹ 本章是对2005年4月期《世界经济展望》关于石油市场研究一章，“石油市场将会继续紧张吗？”的补充。

本章发现，食品和非燃料产品价格对强劲全球增长的反应明显不比金属价格那么强烈。这可归因于若干因素。第一，与农产品消费相比，随着收入上升，金属的使用增长更快。第二，农业部门供应对价格变化的反应要大大快于金属工业。过去几年里食品价格较适度的上升基本是由于美元汇率变化以及投入品，尤其是与石油相关的肥料的成本上升所致。

与一般看法相反，金融投资者在推动非燃料初级产品价格变动中似乎未起主要作用。在过去几年里，初级产品期货市场上的投机性投资大幅度增长，但由于投资者既持有多头，也持有空头，因此对价格变动的的影响相互抵消。几乎没有统计数据可以证明是净投机头寸导致了现货价格变化（事实正相反，投资者似乎在跟随，而不是引导价格变动）。例如，今年早些时候铜价上涨期间，铜市场上的净投机头寸下降（见右图）。

铜价和投机性投资

（现货价格以对数形式表示；净多头非商业头寸以百万个合约表示）



资料来源：Bloomberg Financial, LP 和商品期货交易委员会。

预计今后金属价格会从目前的高水平上回落。对铝和铜市场的分析表明，不论采用哪些假设，包括全球增长、生产能力提高和供求关系的价格反应，这两种金属的价格都高于可持续的水平。根据基线方案，预计在 2010 年之前，铝和铜的实际价格将分别下降 35%和 57%，此结果与历史经验吻合。历史经验表明，金属价格将在中期内与生产成本趋同。而目前的价格已远远超过生产成本（主要金属的市场价格与成本的比率在 1½-2¾之间）。此外，期货市场也表明，在未来五年中，大多数金属的价格将逐步下降（见第一张图）。

鉴于目前非燃料初级产品价格高涨只是暂时现象，出口国的决策者应将目前意外收入的大部分储蓄起来，或用于支持非初级产品部门的发展。