

国际货币基金组织
世界经济与金融概览
《世界经济展望》
全球经济中的外溢效应与周期
2007年4月

概要

尽管近来一段时间金融形势出现波动，世界经济在 2007 年和 2008 年实现持续强劲增长的大局似乎已定。美国经济放慢的程度虽然高于预期，但波及影响一直有限。世界其他地区保持着较好的增长。此外，自 8 月份以来油价下跌有助于缓解通货膨胀风险。前景面临的总体风险看来没有 6 个月前那么严重，但仍偏于下行，与此同时，对金融风险的关注日益增加。

全球经济环境

2006 年，全球经济强劲扩张，实现了 5.4% 的增长率（第一章）。在美国，受房价急剧下跌的不利影响，扩张减速；但 8 月份以来油价下跌支持了持续的消费。在欧元区，受内需推动，增长率提高到 6 年以来的最高水平。年中，日本的经济活动一度进入“松软地带”，在年底恢复。在中国和印度的带动下，新兴市场和发展中国家实现了快速增长。由于有利的初级产品价格和持续良好的金融市场形势，其他地区也保持了增长势头。

2006 年上半年，强劲的增长和油价上涨导致对通胀的关注增加，但是，随着 8 月份以来油价下跌，这方面的压力缓解。在强劲的增长和通胀关注下降的背景下，全球金融市场形势总体良好。尽管在 2007 年 2 月至 3 月期间，金融市场出现一段时间的波动，美国次级抵押贷款市场日益引起人们的关注，但股票市场仍接近历史最高水平，长期实际利率一直低于长期趋势，而且大多数市场的风险利差已经缩小。

在外汇市场，美元主要对欧元和英镑贬值。日元也进一步贬值（尽管 2007 年初日元有所恢复），部分原因是持续低利率的预期导致资本外流。尽管人民币对美元略有升值，但实际有效汇率却略下降。2006 年，尽管由于出口增长加快，美国非石油逆差与 GDP 的比率下降，但经常账户逆差仍增加到 GDP 的 6½%。日本、中国和中东石油出口国的顺差进一步增加。

近几个月，各主要央行面临不同的政策挑战。自 2006 年 6 月以来，美国联邦储备委员会一直保持政策利率不变，以便在经济降温可能带来的风险与持续的通胀关注之间寻求平衡。欧洲中央银行和欧洲其他国家的央行继续取消宽松的货币政策。自 2006

年 7 月放弃零利率政策以来，日本央行极其渐进地提高政策利率。包括中国、印度和土耳其在内的一些新兴市场国家也收紧了银根。

2006 年，先进经济体在加强财政状况方面继续取得进展。德国、日本和美国的财政赤字大幅度下降。财政状况改善在很大程度上是由于周期上升阶段强劲的税收增长。

前景和风险

2007 年和 2008 年，预计全球增长将放慢到 4.9%，比 2006 年低 0.5 个百分点。预计今年美国经济的增长率将从 2006 年的 3.3% 减慢到 2.2%，随着房地产部门的影响消退，将在年内重拾增势（第二章）。部分由于逐步取消宽松的货币政策和进一步整顿财政，预计欧元区的增长将放慢。预计日本将继续保持 2006 年的增长步伐。

预计新兴市场和发展中国家将保持强劲增长，但增长步伐将不及 2006 年。支持这些经济体增长的因素仍是良好的全球金融形势和持续较高的初级产品价格（尽管近来下降）。预计中国在 2007 年和 2008 年将继续保持快速增长，当然速度将不及 2006 年。印度将保持快速增长。初级产品丰富的国家将继续繁荣发展。

与发表 2006 年 9 月期《世界经济展望》时相比，增长前景面临的风险减缓，但仍偏于下行。主要的不确定因素有：如果房地产部门继续恶化，美国经济更急剧减速的风险；金融市场波动在历史较低水平上提高导致风险资产减少的风险；随着产出缺口继续缩小，通胀压力死灰复燃的风险，如石油价格再次飚升，更是如此；以及巨额全球失衡无序调整的风险，其可能性虽小，但一旦发生，成本极其高昂。

评估风险前景面临的一个关键问题是，如果美国经济下滑幅度快于预期，全球经济能否幸免。自 2006 年初以来，美国经济开始降温，但迄今为止，除其近邻加拿大和墨西哥之外，所造成的影响有限。如第四章中讨论的，这反映了若干因素，包括：美国经济减速主要集中在进口含量较低的房地产部门；与全面的衰退相比，周期中段经济减速造成的溢出效应一般要弱得多；而且冲击只是美国的特殊事件，非各国共同面临的冲击。尽管如此，如果美国经济急剧减速，全球增长将受到较严重的影响。

从较长时期看，阻碍支持近年来生产率迅速提高的一些因素无疑会对全球增长产生负面作用。支持生产率强劲提高的一系列因素包括：技术进步、交易体系日益开放、跨境资本流动增加以及宏观经济政策框架和金融体系日益灵活。须确保这些支柱继续存在，并切实解决可能威胁全球经济保持强劲增长绩效的一些趋势，如人口老龄化和全球变暖。

尤其值得关注的是，保护主义势力可能会对贸易和投资造成损害。如果发生，全球化加深带来的一些好处就可能化为乌有。第五章讨论了国际贸易迅速增长和新技术的采用如何提高了劳动力市场的全球化程度，并因此在增长和收入领域为提供国和接受国带来好处，同时影响到成果的分配。因此，应为那些工作可能受到近来贸易和技术发展影响较大的人口提供更多的帮助，如通过更好的教育体制、更灵活的劳动力市场和福利体系来减轻经济变化所造成的影响，而不是阻碍经济变化。

政策问题

先进经济体

由于所处的经济周期和面临的通胀压力不同，各主要央行在管理货币政策方面面临不同的挑战。在美国，目前看来，联储保持利率不变仍不失为恰当之举，货币政策未来的方向将取决于新发表的数据将如何影响增长与通货膨胀之间的风险平衡。在欧元区，预计增长率将接近或高于潜在增长率，而且要素生产率和价格面临的压力可能会进一步增加，有鉴于此，在夏季之前将利率进一步提高到 4%似乎是有道理的。在日本，应视扩张势头是否能持续加强，逐步取消融通的货币政策。

财政政策应推动必要的整顿和改革，从而在人口老龄化的背景下保持活力，并为自动稳定器发挥作用提供必要的空间。财政整顿能否取得持续的进展将取决于能否进行一些基本改革，以控制与人口老龄化有关的支出增加，例如医疗保险和养老金领域，并防止收入基础缩小。

鉴于扩张局面已经稳定，进一步推动旨在维持潜在增长的结构改革的时机已到。一个重要的挑战是，确保在日益全球化的环境下创造充分的就业机会，并让那些处于相对不利地位的人口更多地分享贸易增长和采用新技术带来的繁荣。欧元区和日本在实施促进生产率提高的改革领域取得一些进展，但是还不够，尤其是在服务和金融部门。美国还应进一步提高经济的灵活性，尤其是通过降低医疗保险与就业之间的联系，提高劳动力的灵活性。

新兴市场和发展中经济体

许多新兴市场和发展中国家面临的一个挑战是，在外汇强劲流入的情况下，保持稳定的宏观经济和金融条件。在过去 6 个月里，亚洲一些国家的汇率明显升值，但中国将需建立一个更富有弹性的汇率体制，从而允许货币进一步升值，并为货币政策管理提供一个更安全的基础。在新兴欧洲，政策需最大程度地减少与大量经常账户逆差和迅速的信贷增长有关的风险。拉丁美洲的任务是巩固近来在加强公共部门资产负债

表方面取得的进展。在初级产品出口国，应继续谨慎地管理迅速增长的出口收入和政府收入，避免经济过热。

结构性改革近来取得的进展仍不够全面，仍有许多“待做事项”。亚洲和其他地区应在放开服务部门方面取得进一步的进展，以保持和促进生产率提高。拉丁美洲国家应加快劳动力市场改革，以改进不良的生产率表现。为基础设施的提供和自然资源开采建立稳定的、透明的和均衡的体制，以减少严重阻碍长期增长的瓶颈、腐败和投资不足的风险。

多边倡议和政策

顺利调整全球失衡要求各国采取合作的政策行动。此方法的重要内容包括：美国提高储蓄，包括进行财政整顿和消除不利于鼓励私人储蓄的因素；欧元区和日本推行促进增长的各项改革；以及亚洲一些国家，尤其是中国采取举措鼓励消费和更大幅度的汇率升值。在中东石油输出国，油价降低和支出增长预计会导致对外顺差减少，在吸收能力允许的情况下，还有进一步增加支出的余地。

如第三章强调的，在全球失衡调整中，由市场力量引导的实际有效汇率变化可以起重要的辅助作用。通过促进资源在不同部门之间的平稳转移，货币贬值有助于控制为减少经常账户逆差而重新平衡需求所造成的产出成本。令人欣慰的是，本章发现，关于美国的贸易流动对实际有效汇率变化没有反应的悲观说法是没有道理的；这与在中期内美元实际有效汇率贬值有助于减少美国经常账户逆差的观点是一致的。要取得更好的效果，在美元贬值的同时，经常账户持续顺差国家，包括中国、日元和中东石油出口国货币的实际有效汇率应升值。

近来恢复多哈回合多边贸易谈判令人欢迎。多哈回合如能推动重大的多边贸易改革，进一步加强多边规则和减少保护主义风险，将对全球前景大有裨益。消除障碍（如通过贸易改革），从而使得资源能根据汇率变化顺利调整，将有助于实现持续的全球扩张和逐渐消除全球失衡。

2007年4月期《世界经济展望》
第三章：汇率和对外失衡调整摘要

研究部 Roberto Cardarelli 和 Alessandro Rebucci 撰写

要点

- 在全球失衡调整过程中，实际汇率变化可以同需求重新调整一起发挥有益的作用。在调整期间，通过美元实际汇率贬值和经常账户顺差国货币实际汇率升值，可以降低因需求变化造成的产出代价，进而促进失衡减少。
- 美国贸易余额对实际汇率变化的反应可能高于文献通常假设的程度。
- 一经济体越灵活，其贸易对实际汇率变化的反应就越强烈。

实际汇率变化有助于平稳地实现为减少对外失衡目的进行的需求重新调整。分析过去 40 年发生的 42 次持续扭转较大数额的经常账户逆差发现，在那些货币出现较大幅度贬值的先进经济体，GDP 增长率下降幅度较小（见图）。

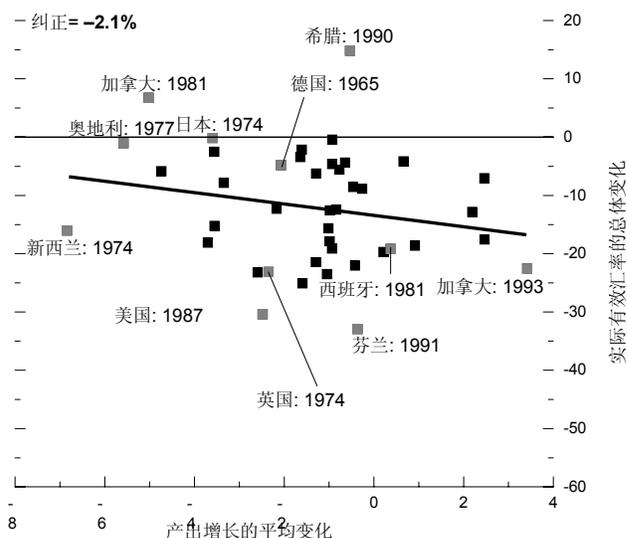
除实际汇率变化外，国内政策在对外调整过程中也举足轻重。尤其是，历史经验表明，提高储蓄率和进行严格的财政整顿使得逆差国可以在调整期间较好地维持投资率和增长率。

在先进经济体和新兴市场国家，对外顺差扭转均涉及实际汇率升值。

此外，由于采取较宽松的货币和财政政策，顺差头寸减少一般都伴有国内需求上升。

美国贸易余额对实际汇率变化的反应可能高于文献通常假设的程度。标准的实证贸易模型往往低估了美国贸易量对实际汇率的反应，因为这类模型不考虑各部门对实际汇率变化十分炯异的反应（加总偏差），也不考虑进口中含有多少国内生产的中间产品（垂直一体化偏差）。此外，美国贸易的长期价格弹性呈提高趋势，这表明，在全球化日益加深的世界经济中，公司间的竞争日益激烈。具体地说，该章的分析表明，美

先进经济体：扭转逆差期间发生的实际有效汇率总体变化和 GDP 增长率的平均变化



2007年4月期《世界经济展望》
第五章：劳动力的全球化摘要

研究部 Florence Jaumotte 和 Irina Tytell 撰写

要点

- 过去二十年里，由于人口增长及中国、印度和前东欧集团国家日益融入全球贸易体系，全球有效劳动力增加了三倍。
- 劳动力的日益全球化使先进和新兴市场国家的劳动力报酬提高，同时也使先进国家的劳动力收入占比减小。然而，迅速的技术变革对劳动力收入占比产生了更大影响。
- 尽管全球化是维持全球增长的重要力量，但应更加关注解决由此产生的分配问题，包括采取政策改善劳动力市场的运作，扩大获得教育和培训的机会，并确保有充分的社会安全网，为变革进程提供缓冲，但不阻碍这一进程。

过去二十年里，劳动力变得日益全球化。第五章提供的估计数据表明，中国、印度和前东欧集团国家与世界经济的融合，加上人口增长，使全球有效劳动力自1980年以来增加了三倍（图1）。到2050年，可能会继续增加一倍以上。

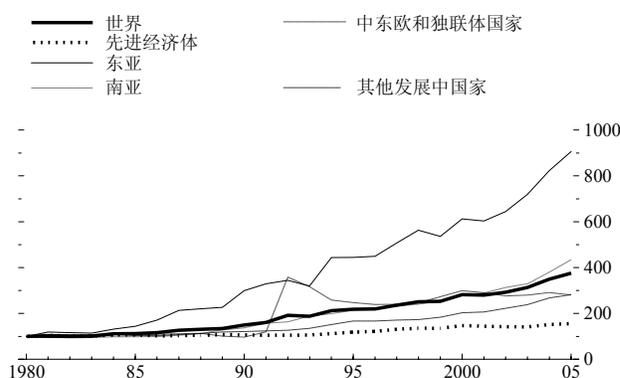
先进国家通过进口最终产品、将中间产品的生产外包到境外以及吸收外来移民而利用这些不断增加的劳动力。尽管离岸外包（指将中间产品的生产外包给境外的联营公司或独立公司）近年来受到很大

关注，但相对于总体经济规模仍然较小。例如，先进国家离岸外包的投入仅占总产出的约5%。在多数国家，移民相对于贸易的规模也较小，但美国是一个重要例外。

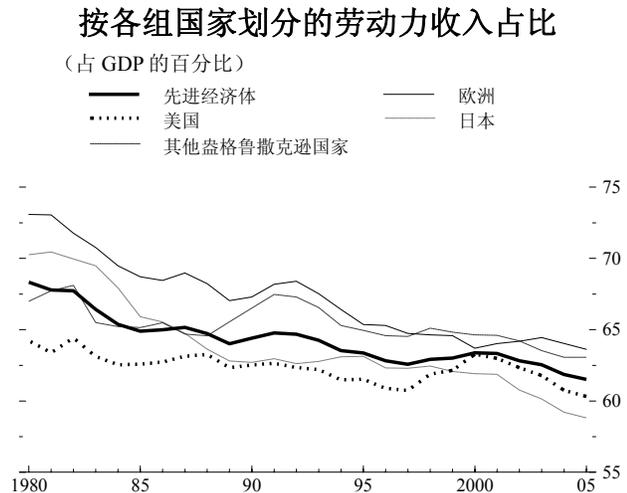
新兴市场和发展中国家的工人融入全球劳动力给先进国家带来了重要好处。出口机会大量增加，而生产率和产出得益于投入成本的降低和生产效率的改善。最终结果是，劳动力报酬提高。本章所作计算表明，过去25年里，可贸易品价格的下降使先进国家产出和实际劳动报酬平均提高了6%。在新兴市场经济体，制造业的工资近年来迅速提高。

按地区划分的经出口加权的劳动力

（指数，1980年=100）



尽管有这些好处，但劳动力的全球化对劳动力收入占比（劳动力占比）产生了负面影响。自 20 世纪 80 年代初以来，先进国家收入的劳动力占比平均约下降了 7 个百分点（图 2），欧洲国家和非熟练经济部门的下降幅度最大。但劳动力的全球化只是影响劳动力收入占比的若干因素之一。迅速的技术变革产生的影响更大，特别是对于非熟练部门。一些国家实行了改革，降低企业的劳动力成本（特别是降低公司的工资成本与工人实得工资之间的所谓税楔），并提高劳动力市场的灵活性。在这些国家，劳动力收入占比下降的幅度通常较小。



展望未来，重要的是尽可能扩大从劳动力全球化和技术进步中获得的好处，同时解决这些不断产生的变化对分配的影响。为此，政策应致力于实现以下目标：

- **改善劳动力市场的运作。** 采取政策降低企业的劳动力成本，促进工人更容易地从经济中的衰落部门转向扩张部门，这将有助于调整。在一些国家，采取政策降低医疗保健对持续就业的依赖程度，并提高养老金福利的可携性，也将有所帮助。
- **扩大获得教育和培训的机会。** 熟练部门的工人比非熟练部门的工人能够更好地适应信息通讯技术革命带来的变化。教育和培训的改善将帮助工人与新兴市场国家（特别是亚洲）不断增加的熟练工人竞争。
- **确保调整期间有充分的安全网。** 应提供充分的收入支持，为变革进程提供缓冲，但不阻碍这一进程。

研究部 Thomas Helbling、Peter Berezin、Ayhan Kose、Michael Kumhof、
Doug Laxton 和 Nikola Spatafora 撰写

要点

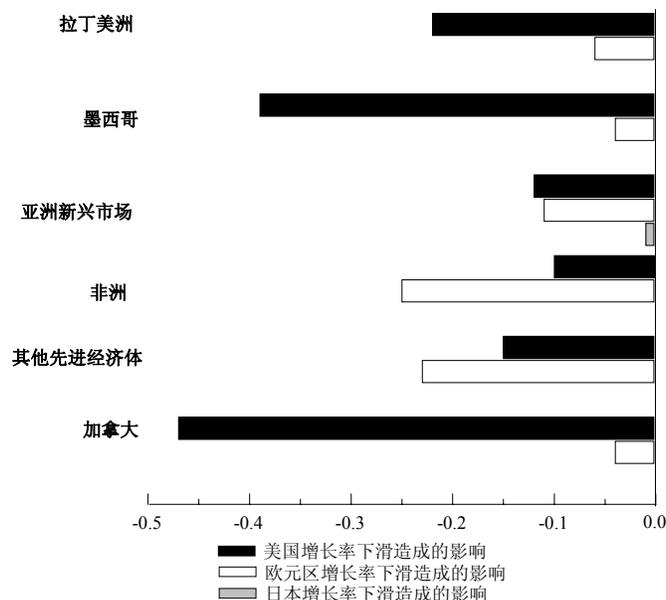
- 美国经济放缓可能会对先进国家和发展中国家造成外溢影响，尤其会影响与美国有着大量贸易和金融往来的国家。
- 迄今为止美国经济减速主要是由国内房市降温所致，对其他国家增长的外溢影响有限。但如果房市下滑扩大到消费和企业投资，对其他国家造成的外溢影响就可能大得多。尽管如此，如果受影响的国家迅速、灵活地采取应对措施，这些外溢影响仍是可控的。
- 过去发生的世界各地增长同时放缓现象是许多国家同时受到一些共同因素影响所致，而不是受到特定国家的具体事件（如美国房市下滑等）影响的结果。

第四章的分析显示，美国增长放缓一定会影响到其他国家的增长，所以“美国打个喷嚏，世界其他国家就会伤风感冒”的说法依然适用。另外，由于更大程度的贸易和金融一体化放大了对其他国家的影响，美国对其他国家增长可能会产生更大的外溢效应。

不过，也不应夸大增长外溢效应的程度。以产出增长下跌幅度衡量，外溢效应的程度估计会普遍大大低于美国本身产出的下滑程度。与美国有着密切的贸易和金融往来的国家，尤其是拉美国家和一些工业国，将受到尤为严重的影响。平均而言，美国年增长率每下降 1 个百分点，拉美国家的年增长率将下跌 0.2 个百分点，墨西哥和加拿大的年增长率将下跌至少 0.4 个百分点（见图 1）。相比之下，非洲和中东受到的影响则并不大。还有证据

增长下滑与外溢效应：对各地区的影响

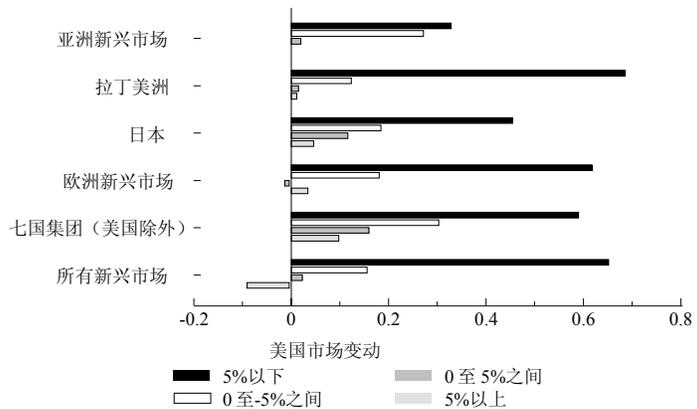
（欧元区、日本和美国增长率下降一个百分点造成的影响）



显示，由于进一步的贸易和金融一体化放大了对其他国家的影响，美国对其他国家增长可能产生的外溢效应已逐渐增大。

美国在经济全面衰退期的外溢效应大于周期中点经济下滑时的外溢效应。造成这一现象的部分原因是，美国在衰退期间进口会剧减，而且在金融市场下滑期间国家之间资产价格相关率会大增（见图2）。

1991-2006年期间国内股市与美国股市回报率的相关程度



不过，过去发生的世界各地增长同时放缓现象主要是全球事态发展的结果，而不是

美国国内事件蔓延到其他国家所致。例如，70年代中期和本世纪初许多国家经济下滑分别主要是第一次油价冲击和信息技术泡沫破灭的结果。

应对措施可能会减缓、也可能会加剧美国（或其他大型经济体）动荡造成的外溢效应。前瞻性的货币对策和灵活的汇率通常会减弱国内外需求疲弱对产出的影响。而前瞻性和灵活性不足的货币对策则可能会加剧外溢效应。

目前而言，如果美国经济放缓继续主要是国内房市的颓势所致，尤其在欧洲经济活动回升的情况下，对其他国家的外溢效应仍将有限。但如果房市下滑蔓延至消费和企业投资领域，则可能会对其他国家造成较大影响。在此情况下，决策者需要以前瞻性方式灵活、及时地协助减缓外部需求疲弱造成的影响。

元实际汇率贬值 10%以下即可让美国的贸易逆差减少 GDP 的 1%左右。相比之下，经济文献则认为，美国贸易逆差减少 GDP 的 1%左右要求美元实际汇率贬值 10-20%。

一经济体越灵活，其贸易对实际汇率变化的反应就越强烈。在那些公司较难以进入和退出贸易的经济体（或由于产品和劳动力市场不灵活，或由于贸易保护主义），同样程度的对外调整需要更大幅度的实际汇率调整。