

# 世界经济展望

2008年10月

金融压力、经济下滑和恢复

**WORLD ECONOMIC OUTLOOK**

**October 2008**

Financial Stress, Downturns, and Recoveries

作者：国际货币基金组织

译者：国际货币基金组织语言服务部



中国金融出版社  
国际货币基金组织

World Economic Outlook (October 2008 issue)

Copyright ©2008

International Monetary Fund

《世界经济展望》(2008年10月)

英文版权©2008

国际货币基金组织

中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

This translation is published with the consent of the International Monetary Fund; the International Monetary Fund does not accept any responsibility for the accuracy of the translation. In case of any discrepancies, the original language shall govern.

本出版物已经国际货币基金组织同意出版，国际货币基金组织对翻译的准确性不承担任何责任。如有不符之处，以最初的语言版本为准。

责任编辑：杨冠一

责任校对：刘明

责任印制：毛春明

#### 图书在版编目(CIP)数据

世界经济展望. 2008年10月. 金融压力、经济下滑和恢复/国际货币基金组织著；国际货币基金组织语言服务部译.—北京：中国金融出版社，2009.4

(世界经济与金融概览)

书名原文：World Economic Outlook (October 2008)

ISBN 978-7-5049-4960-8

I. 世… II. ①国…②国… III. 世界经济—研究报告—国际货币基金组织—2008 IV. F113.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第019224号

出版

发行

**中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里3号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 天津银博印刷技术发展有限公司

尺寸 215毫米 × 280毫米

印张 17.75

字数 472千

版次 2009年4月第1版

印次 2009年4月第1次印刷

定价 48.00元

ISBN 978-7-5049-4960-8/F.4520

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

# 目 录

假设和惯例	ix
其他信息和数据	x
前言	xi
序言	xii
概要	xiv
<b>第一章 全球前景及政策</b>	<b>1</b>
陷入困境的全球经济	1
危机中的金融体系	6
房市修正加剧	9
重重压力之下的商品市场	13
宏观经济政策是否一直过于松弛？	18
转机前景	20
全球经济面临的政策挑战	29
附录 1.1. 评估和沟通全球展望风险	34
参考文献	38
<b>第二章 国家和地区展望</b>	<b>41</b>
美国和加拿大：预计下滑	41
西欧：与多重冲击作斗争	44
先进亚洲：应对外部冲击	47
新兴亚洲：平衡经济增长与物价稳定的风险	53
拉丁美洲和加勒比地区：驾驭更加危险的环境	56
新兴欧洲：期待软着陆	57
独立国家联合体：管理初级商品价格大幅上涨	60
撒哈拉以南非洲：对政策框架的考验	62
中东：经济过热仍是一个担忧	65
参考文献	67
<b>第三章 通货膨胀是否又出现了？初级商品价格与通货膨胀</b>	<b>69</b>
初级商品价格上涨：起因和前景	70
初级商品价格冲击和通货膨胀	82

对初级商品价格冲击的货币政策回应	92
总结和结论	97
附录 3.1. 初级商品市场的近期发展	99
附录 3.2. 分析 2006–2008 年粮食价格上涨的原因	103
附录 3.3. 估计初级商品价格冲击对通货膨胀的影响	104
参考文献	106
<b>第四章 金融压力与经济下滑</b>	<b>109</b>
识别金融压力事件	111
金融压力、经济减速和经济衰退	115
金融创新是否影响了金融压力与经济周期之间的相互作用?	121
从历史角度分析当前的金融危机	123
结论	129
附录 4.1. 数据和方法	130
参考文献	132
<b>第五章 作为反周期工具的财政政策</b>	<b>135</b>
了解财政政策方面的辩论	136
相机抉择财政政策通常是如何反应的?	139
新兴经济体和先进经济体财政政策的反应是否有所不同?	145
相机抉择财政政策的宏观经济作用	147
从模拟角度透视财政刺激	153
结论和政策考量	156
附录 5.1. 数据和基于实证的方法	159
参考文献	166
<b>第六章 各新兴经济体之间经常账户差额的趋异</b>	<b>169</b>
新兴经济体最近的经常账户格局	170
哪些因素促成了最近的经常账户格局?	181
经常账户失衡的可持续性	191
结论和所涉政策问题	196
附录 6.1. 变量的定义和数据来源	198
附录 6.2. 计量经济学方法	199
参考文献	204
<b>附录 基金组织执董会 2008 年 9 月讨论世界经济前景</b>	<b>207</b>
<b>统计附录</b>	<b>211</b>
假设	211

最近更新	211
数据和惯例	211
国家分类	215
《世界经济展望》国家分类中各组的一般特征和组成	217
表目	221
产出 (表 A1–A4)	223
通货膨胀 (表 A5–A7)	231
财金政策 (表 A8)	237
对外贸易 (表 A9)	238
经常账户交易 (表 A10–A12)	240
国际收支与外部融资 (表 A13–A15)	246
资金流动 (表 A16)	250
中期基线方案 (表 A17)	254
<b>《世界经济展望》和《世界经济展望》工作人员研究的部分论题, 2000–2008 年</b>	<b>255</b>
<b>专栏</b>	
专栏 1.1. 最近出现的金融困境: 它是如何改变全球展望的?	10
专栏 1.2. 房价: 修正及后果	14
专栏 1.3. 测算产出缺口	23
专栏 2.1. 十年来的欧洲经济与货币联盟	48
专栏 3.1. 金融投资是否影响初级商品价格行为?	73
专栏 3.2. 对近期初级商品价格上涨的财政应对措施: 评估	86
专栏 3.3. 货币政策体制与初级商品价格	94
专栏 4.1. 消除金融体系压力和恢复稳健金融中介活动的政策	127
专栏 5.1. 自动稳定器的程度差异及其与相机抉择财政政策的关系	137
专栏 5.2. 为什么确定财政刺激措施的影响这么艰难?	140
专栏 5.3. 美国的减税措施是否具有及时性、暂时性和目标明确性?	146
专栏 6.1. 石油输出国的经常账户决定因素	172
专栏 6.2. 主权财富基金: 对全球金融市场的影响	176
专栏 6.3. 从历史角度看增长和经常账户	184
专栏 A1. 预测若干经济体时使用的经济政策假设	212
<b>表</b>	
表 1.1. 《世界经济展望》预测概览	2
表 2.1. 先进经济体: 实际 GDP、消费价格和失业率	43
表 2.2. 先进经济体: 经常账户状况	45
表 2.3. 若干亚洲经济体: 实际 GDP、消费价格和经常账户差额	54
表 2.4. 若干西半球经济体: 实际 GDP、消费价格和经常账户差额	55
表 2.5. 若干新兴欧洲经济体: 实际 GDP、消费价格和经常账户差额	59
表 2.6. 独立国家联合体 (CIS): 实际 GDP、消费价格和经常账户差额	61

表 2.7. 若干非洲经济体：实际 GDP、消费价格和经常账户差额	63
表 2.8. 若干中东经济体：实际 GDP、消费价格和经常账户差额	64
表 3.1. 共同因素对初级商品价格波动的影响	78
表 3.2. 主要粮食初级商品价格的部分外溢效应指标	82
表 3.3. 全球按地区划分的石油需求和产量	101
表 3.4. 价格计算使用的弹性估计值	104
表 4.1. 对金融压力事件的描述性统计	112
表 4.2. 对金融压力、经济减速和经济衰退的描述性统计	115
表 4.3. 截面回归	120
表 4.4. 六次重大金融压力和经济收缩	125
表 4.5. 数据	130
表 4.6. 样本银行资产占银行总资产的平均年度份额	132
表 5.1. 在有和没有财政推动措施的情况下，经济下滑前后的宏观经济指标：所有经济体	149
表 5.2. 在各种初始条件下的实际 GDP 增长和财政推动措施：所有经济体	151
表 5.3. 按构成分列的实际 GDP 增长和财政推动措施：所有经济体	151
表 5.4. 实际 GDP 对相机抉择的财政政策变化的反应	153
表 5.5. 国家和经济下滑时期列表	161
表 5.6. 相机抉择的财政政策和增长：利用基于弹性的财政推动计量法的 Arellano-Bond 动态平行估计量的回归结果	162
表 5.7. 相机抉择财政政策和增长：使用基于回归的财政推动计量法的 Arellano-Bond 动态平行估计量的回归结果	164
表 6.1. 经常账户差额的决定因素	186
表 6.2. 持续的巨额经常账户逆差的持续时间回归分析	195
表 6.3. 关于在新兴欧洲内出现不同作用的解释	201
表 6.4. 持续的巨额经常账户失衡时期清单	202
表 6.5. 持续时间分析与国内金融部门放开	203
表 6.6. 持续时间分析与突然和非突然结束的风险	203

图

图 1.1. 全球指标	3
图 1.2. 当前指标和前瞻性指标	3
图 1.3. 全球通货膨胀	4
图 1.4. 部分先进经济体的外部状况	5
图 1.5. 新兴经济体和发展中经济体的外部状况	6
图 1.6. 成熟信贷市场的状况	7
图 1.7. 成熟金融市场和住房市场指标	8
图 1.8. 新兴市场状况	9
图 1.9. 部分先进经济体货币政策和流动性度量	19
图 1.10. 产出缺口和产能压力度量	20
图 1.11. 全球展望	21

图 1.12. 全球增长前景的风险	22
图 1.13. 金融冲击对全球经济的影响	27
图 1.14. 经常账户差额和国外净资产	29
图 1.15. 全球衰退和其他时期的预测误差中值, 1991–2007 年	35
图 1.16. 预测误差的柱状图, 1991–2007 年	36
图 1.17. 发生全球性衰退的概率	37
图 1.18. 基于 GPM 90% 置信区间的示意图	38
图 2.1. 美国: 对住户的压力	42
图 2.2. 西欧: 需求放慢, 通胀高企	44
图 2.3. 日本: 经济如何应对贸易条件冲击?	47
图 2.4. 新兴亚洲: 依然存在的通胀担忧	53
图 2.5. 拉丁美洲: 通胀回归	56
图 2.6. 新兴欧洲: 信贷膨胀在降温吗?	58
图 2.7. 独立国家联合体 (CIS): 管理初级商品价格大幅上涨	60
图 2.8. 撒哈拉以南非洲: 初级商品价格高企喜忧参半	62
图 2.9. 中东: 管理通胀压力	65
图 3.1. 从历史角度看初级商品价格	70
图 3.2. 能源强度、初级商品库存和 OPEC 石油剩余产能的边际变化	71
图 3.3. 谷物和石油的需求、生产和库存的比较	72
图 3.4. 石油供给的发展	79
图 3.5. 主要粮食的价格趋势	81
图 3.6. 粮食和原油价格周期的持续时间和幅度	83
图 3.7. 世界各地的通货膨胀	84
图 3.8. 国际和国内初级商品价格的变化与总体通货膨胀	85
图 3.9. 粮食和能源的相对重要性	88
图 3.10. 货币政策和汇率政策	89
图 3.11. 初级商品价格的传导	90
图 3.12. 预期通胀变化对实际通胀变化的反应	91
图 3.13. 经济活动、利率和通货膨胀	92
图 3.14. 受到不利和有利供给冲击的程式化先进经济体	93
图 3.15. 受到不利和有利供给冲击的程式化脆弱新兴市场经济体	97
图 3.16. 拖延提息的潜在成本	98
图 3.17. 初级商品和石油价格	99
图 3.18. 世界石油市场供需差额和石油期货价格	100
图 3.19. 粮食和金属市场的发展	102
图 4.1. 金融压力和产出损失	110
图 4.2. 金融压力指数	113
图 4.3. 金融压力和冲击	114
图 4.4. 银行、证券和外汇对当前金融压力事件的作用	114
图 4.5. 金融压力与经济下滑之间的时滞	116

图 4.6. 经济下滑（存在和不存在金融压力）前后的部分宏观变量	117
图 4.7. 与银行业有关的金融压力、经济减速和经济衰退	117
图 4.8. 银行业金融压力事件前后的资本成本和银行资产增长	118
图 4.9. 金融压力事件前后的部分宏观变量	119
图 4.10. 金融压力事件的初始状况	119
图 4.11. 金融压力和经济下滑：考虑四种主要冲击	121
图 4.12. 投资银行和商业银行杠杆作用的顺周期性	122
图 4.13. 顺周期性杠杆作用和非关系型金融体系	123
图 4.14. 非关系型金融体系、GDP 增长和银行杠杆作用	124
图 4.15. 从历史角度看美国和欧元区当前的金融压力事件	126
图 5.1. 七国集团各经济体使用财政刺激措施的频率和速度如何？	142
图 5.2. 七国集团各经济体的财政政策反应有多强烈？	143
图 5.3. 各先进经济体财政政策的反应程度有何不同？	144
图 5.4. 七国集团各经济体在经济下滑时期是否有放宽政策的倾向？	144
图 5.5. 七国集团各经济体是否对认识有误的经济下滑作出反应？	145
图 5.6. 先进经济体和新兴经济体在经济下滑时期的财政刺激措施的构成	148
图 5.7. 经济下滑和上升时期的财政政策反应	148
图 5.8. 经济下滑后出台和没有出台财政刺激措施情况下的宏观经济指标	150
图 5.9. 在各种初始条件下实际 GDP 增长和财政政策的变化	152
图 5.10. 大型经济体的财政扩张效应	155
图 5.11. 大型经济体的财政扩张与小型开放型经济体的货币政策通融比较	157
图 5.12. 具有市场风险溢价反应的小型经济体的财政扩张影响	158
图 6.1. 经常账户差额的趋异格局	171
图 6.2. 按构成部分显示的对外差额	175
图 6.3. 经常账户差额、储蓄和投资	175
图 6.4. 按构成部分显示的储蓄和投资	179
图 6.5. 经济起飞	180
图 6.6. 危机前后的经常账户逆转	181
图 6.7. 经常账户差额与实际人均 GDP 的增长	182
图 6.8. 金融发展格局	183
图 6.9. 新兴亚洲和新兴欧洲经常账户差额的成因	187
图 6.10. 经常账户差额的成因：按次地区划分的结果	189
图 6.11. 与预测实际有效汇率的离差	190
图 6.12. 经常账户差额残值、实际有效汇率与预测水平的离差和储备存量	191
图 6.13. 持续的巨额经常账户逆差和顺差时期，1960—2007 年	192
图 6.14. 巨额、持续的经常账户逆差的持续时间，1960—2007 年	193
图 6.15. 逆差时期的生存函数	194
图 6.16. 当前逆差时期的预测持续时间和实际长度	196
图 6.17. 公司盈利能力和生产率增长	197

# 假设和惯例

《世界经济展望》提出的预测使用了一系列假设。这些假设是，实际有效汇率将保持在 2008 年 8 月 18 日至 9 月 15 日的平均水平上，参加欧洲汇率机制 II (ERM II) 的货币除外，假设这些货币对欧元的名义汇率保持不变，各国当局也将继续贯彻原有的政策（有关工业化国家的财政和货币政策的具体假设，见专栏 A1）；每桶石油的平均价格 2008 年将为 107.25 美元，2009 年为 100.50 美元，而且在中期内实际价格将保持不变；美元存款的 6 个月期伦敦同业拆借利率 (LIBOR) 2008 年平均为 3.2%，2009 年为 3.1%；欧元 3 个月期存款的利率 2008 年平均为 4.8%，2009 年为 4.2%；日元 6 个月期存款的利率 2008 年平均为 1.0%，2009 年为 1.2%。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会增大所有预测的误差范围。本报告的估计和预测是根据 2008 年 10 月初所掌握的统计信息。

《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；
- 表示数字为零或可以忽略不计；
- 在年份或月份之间（例如 2006-07 年或 1-6 月），用以表示覆盖的年份或月份，包括起止年月。
- / 在年份或月份之间（如 2006/07），用以表示财政或财务年度。

“10 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）。

图和表格中的阴影部分表示国际货币基金组织工作人员的预测。

各个数字的合计与总数之间出现的微小差异是由于四舍五入。

本报告中使用的“国家”一词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，本报告中使用的“国家”一词还包括一些非国家的领土实体，其统计数据是单列的。

## 其他信息和数据

本期《世界经济展望》报告全文可以从国际货币基金组织的网站 ([www.imf.org](http://www.imf.org)) 上获得。网站上还提供世界经济展望数据库的数据, 这些数据比报告本身的数据丰富, 包括读者通常最需要的时间序列数据文件。这些文件可以下载, 并用于多种软件包。

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

World Economic Studies Division  
Research Department  
International Monetary Fund  
700 19th Street, N.W.  
Washington, D.C. 20431, U.S.A.  
E-mail: [weo@imf.org](mailto:weo@imf.org)      Fax: (202) 623-6343

# 前 言

《世界经济展望》的分析和预测是国际货币基金组织(以下简称基金组织)对其成员国的经济发展、各项政策、国际金融市场状况和全球经济体系进行监督的有机组成部分。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。这些磋商主要由基金组织地区部负责,其他参加部门有战略、政策与检查部(原政策制定与检查部)、货币与资本市场部以及财政事务部。

本报告的分析在经济顾问兼研究部主任 Olivier Blanchard 的带领下在研究部内协调完成。主持该项目的是研究部副主任 Charles Collyns 和研究部处长 Jörg Decressin。分析得益于原经济顾问兼研究部主任 Simon Johnson 早期提出的意见。

本报告的主要撰稿人是 Roberto Cardarelli、Kevin Cheng、Stephan Danninger、Mark De Broeck、Selim Elekdag、Thomas Helbling、Anna Ivanova、Florence Jaumotte、Daehaeng Kim、Michael Kumhof、Subir Lall、Tim Lane、Douglas Laxton、Daniel Leigh、Valerie Mercer-Blackman、Jonathan Ostry、Alasdair Scott、Sven Jari Stehn、Steven Symansky、Natalia Tamirisa 和 Irina Tytell。Toh Kuan、Gavin Asdorian、Ioan Carabenciov、Huigang Chen、To-Nhu Dao、Stephanie Denis、Nese Erbil、Angela Espiritu、Elaine Hensle、Patrick Hettinger、Annette Kyobe、Susana Mursula、Jair Rodriguez、Bennett Sutton 和 Ercument Tulun 提供了研究帮助。Saurabh Gupta、Mahnaz Hemmati、Laurent Meister 和 Emory Oakes 负责管理数据库和计算机系统。Jemille Colon、Tita Gunio、Shanti Karunaratne、Laura Leon、Patricia Medina 和 Sheila Tomilloso Igcasenza 负责文字处理。其他参与者还有 Steven Barnett、Rudolf Bems、Irineu de Carvalho Filho、Stijn Claessens、Kevin Clinton、David Coady、Gianni de Nicolò、Ondrej Kamenik、Julie Kozack、Luc Laeven、Prakash Loungani、Dirk Muir、Krishna Srinivasan、Emil Stavrev 和 Stephen Tokarick。外聘顾问有 Joshua Aizenman、Antonio Fatás、Christopher Meissner 和 Hyun Song Shin。对外关系部的 Linda Griffin Kean 编辑了书稿并协调了出版工作。Lucy Scott Morales 提供了编辑帮助。

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 2008 年 9 月 17 日和 19 日讨论该报告后提供的意见和建议。但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。

# 序言

很遗憾，不久前我才到基金组织任职，对本期《世界经济展望》的贡献甚少。同以往各期《世界经济展望》一样，本期报告也非常出色，它为读者清晰描述了世界经济正在发生的变化。在此，我要感谢 Simon Johnson、Charles Collyns、Jörg Decressin 以及写作班子的其他成员。

第一章和第二章分析世界经济形势及变化，此次的分析工作尤其困难。由于面临严重的金融冲击和仍居高不下的能源和商品价格，世界经济正在迅速下滑，许多先进经济体正在接近或已经陷入衰退。

近几周，有关金融市场动态的报道充斥了媒体。2007年开始的次贷危机现已发展成信贷危机，并对美国和欧洲的金融机构造成严重破坏。各方面对美国和欧洲几家最大金融机构清偿能力的关注日益加剧，这导致全球金融体系接近系统性崩溃的边缘。迄今为止，对实体经济的影响尚有限。部分原因是，美国的退税举措对消费提供了支持、非金融公司部门健康的资产负债表和盈利允许它们利用自有资金，而不需借款。但是，这两个因素都不可能持续太长的时间。近几周里，信贷条件日益苛刻，从而束缚了非金融公司和一些新兴经济体筹集资金的能力。美国和欧洲当局已采取一些特别举措，包括注入大量流动性、为陷入困境机构的恢复进行干预、扩大担保以及美国近来通过立法动用公共资金购买银行的问题资产。但是，目前尚不能确定这些措施是否足以稳定市场和恢复信心，形势仍然十分不确定。

世界经济还面临其他冲击。近几个月，石油和其他初级商品的价格升至历史最高水平。在先进经济体，灵活的实际工资、得到良好控制的通货膨胀预期和经济活动将急剧下滑的预期有助于抑制核心通货膨胀的上升。但是，在新兴经济体和发展中经济体，影响要大得多，实际工资水平

大幅下跌。石油出口国则难以为过热的经济降温。

展望未来，有必要分析这些冲击可能会对世界经济产生什么影响。我们的预测基于三项主要假设。第一，商品和石油价格可能趋于稳定，通货膨胀压力将得到缓解，在必要情况下可为扩张性政策提供空间。第二，明年年底之前，美国房价和其他活动将触底，住宅投资将得以恢复。第三，信贷形势虽仍将紧张，但随着系统性解决方案的各项内容得到落实，金融中介不会进一步恶化。基于以上假设，我们预测世界经济将在 2009 年年底开始恢复，当然步伐将十分缓慢。然而，不确定性将高于正常水平，且下行风险也是显著的。

按惯例，本期《世界经济展望》还较深入地分析了一些重要的时事问题。第三章考察了近来商品价格高涨可能导致过去 20 年取得的反通货膨胀成就功亏一篑。当然，一些商品，尤其是石油价格自 7 月中旬开始回落起到了一定的缓解作用，但现在还未到放松的时候。以实际价格衡量，商品价格可能仍高于近几十年的水平，而且需在不对价格和工资形成产生第二轮影响的前提下吸收相对价格的这种变化。在先进经济体，扩大的产出缺口有助于抑制通货膨胀压力，因此这样做的难度不大。此外，与 20 世纪 70 年代相比，这些国家的商品密集程度大大降低，而且其劳动力市场更加灵活，较健全的货币政策框架在控制通货膨胀预期方面也比较成功。然而，就新兴经济体和发展中经济体而言，由于其资源密集程度较高、政策框架有待完善，而且增长率较高，这些经济体更易受通货膨胀波及的影响。这些经济体中，有许多第二轮影响日益明显，尽管全球经济减速、商品价格下降均有助于控制通货膨胀风险，通货膨胀持续加剧仍可能使来之不易的反通胀信誉付之一炬，将来须采取更大力度的措施来恢复信誉。

第四章分析了全球经济关注的焦点：目前的

金融危机将对经济活动产生什么影响?无疑,金融体系眼下面临的冲击是自大萧条以来最严重的,至少对美国是如此。那么,是否一定会发生20世纪30年代出现的产出暴跌呢?如第四章分析的,历史记录鱼龙混杂。金融危机之后并不一定发生衰退,甚至不一定发生经济减速。然而,分析还表明,如果金融危机对银行体系造成严重破坏(像此次危机一样),经济活动出现严重和长期下滑的可能性会有所增加。在过去几十年发生过恶性金融危机的许多经济体的经历就是很好的例证,例如,北欧各国和日本。此外,在金融危机面前,有着较多地基于正常交易关系或基于市场的金融体系的经济体尤其容易受到经济活动急剧收缩的影响。这是因为在这些经济体,杠杆更趋于顺周期性,信贷紧缩的风险更大一些。这是否意味着有着最卓越的、以市场为基础的金融体系的美国正在陷入严重的衰退呢?未必如此,因为正如本章所揭示的,其他因素也起作用。有两大因素对美国经济提供了支持,一是美联储作出迅速和强有力的反应,即降低政策利率;另一个因素是美国非金融公司部门状况良好。低负债和高盈利帮助美国企业驾驭了金融风暴。然而,金融危机持续时间越长,非金融公司支持强劲增长的可能性越小。

第五章从一个崭新的角度探讨了一个传统论题,即财政政策作为反周期工具的价值。在全球经济放慢以及人们对货币政策的有效性产生怀疑的背景下,财政政策被赋予新的重要性。对于主张积极干预财政的人士来说,分析结论并不十分理想:财政乘数,即相机抉择的财政刺激手段对产出的影响在一般情况下相当低,在有些情况下,甚至会起相反作用,尤其是在那些债务水平居高不下、采取扩张性财政政策可能导致对长期债务可持续性产生关注的情况下。这并不一定表明政

策制定者应放弃作为反周期工具的财政政策,分析强调的是,财政措施须有针对性,只有这样,才能取得最大化的短期效果,同时又不会影响长期内的财政状况。

此外,还有必要考虑,为了提高财政政策作为宏观经济稳定器的作用,是否需强化更广义的财政框架。有两个可供选择的方案:第一,提高正常税收和转移支付计划的周期性反应,有可能增强自动稳定器的作用。例如,如出现经济下滑,找工作的难度增加,失业保险体系的救济水平将自动提高。第二,可采取举措,强化财政政策的总体治理结构,确保经济下滑期间的财政放松与扩张期间的财政紧缩保持平衡,从而降低“债务偏向”。改善治理可以支持信誉,从而有助于提高财政刺激的有效性。这些方法虽各有优缺点,但我认为都值得考虑。

最后,第六章试图解决一个重要的难题:新兴经济体近几年的经常账户差额为何会大相径庭,为何一些新兴亚洲经济体存在大量顺差,而其他新兴经济体,尤其是欧洲新兴经济体却持续存在大量逆差?答案不止一个,本章认为,重要的原因是新兴欧洲经济体迅速放开金融部门和资本账户,尤其是那些迅速融入欧洲联盟的经济体。而就新兴亚洲而言,自1997-1998年亚洲金融危机之后,许多经济体积累了大量国际储备,以自我保险。由此提出这样一个问题:近来出现的这种格局是否会持续下去?动荡的全球环境无疑给那些拥有大量经常账户逆差,因此需要大量外部融资的经济体带来压力。

Olivier Blanchard  
经济顾问兼研究部主任

面对自 20 世纪 30 年代以来成熟金融市场所遭遇的最危险的金融冲击，世界经济正陷入重大衰退。2008 年全球增长预计会大幅放慢，直至 2009 年晚些时候才会出现适度复苏。在初级商品价格大幅上涨带动下，通胀处于高水平，但预计会放缓。目前情况非常不稳定，并存在显著的下行风险。眼下的政策挑战是稳定金融形势，同时引导经济度过经济活动放慢时期，并控制通货膨胀。

## 全球经济面临压力

在经历若干年强劲增长之后，世界经济正在迅速减速（第一章和第二章）。强烈的金融冲击、仍然高企的能源和其他初级商品价格对全球经济活动造成影响。许多先进经济体正接近或滑向衰退，同时新兴经济体增长也正在减弱。

于 2007 年 8 月首先在美国爆发的次级抵押贷款危机在过去 6 个月进一步加深，并在 9 月进入一个新的混乱阶段。全球金融体系都感受到了这一影响，对新兴市场的影响也更加广泛。对偿付能力的进一步担忧导致对美国和欧洲主要金融机构进行紧急救助，同时也严重动摇了信心。作为回应，美国和欧洲当局已经采取旨在稳定市场的非常规措施，包括大量的流动性注入、快速干预，来解决脆弱的机构问题和扩大存款保险；以及近期美国立法动用公共资金从银行购买陷入困境的资产。然而，在本报告发布之际，情况依然非常不确定。

同时，伴随自 2004 年以来粮食和燃料价格的大幅上涨以及紧张的产能制约，通胀上涨至十年来未见的水平。如第三章所分析，新兴经济体和发展中经济体的消费价格上涨异常强劲。这一加速反映了粮食在消费篮子中所占比重很高、依然相当快速的经济增长以及不是十分确定的通胀预期。

显然，那些采用通胀目标制的国家情况普遍好一些。在先进经济体，油价上涨已促使总体通胀水平上升，但基本通胀压力似乎得以控制。

近期全球经济表现恶化，之前，随着新兴经济体和发展中经济体日益融入全球经济，全球经济经历了持续扩张。然而，事后看来，宽松的宏观经济和监管政策可能促使全球经济“超速运行”，并可能促成金融、住房和初级商品市场不平衡的积累。同时，市场缺陷与政策缺陷一道，影响了平衡机制的有效运作，并积聚了市场压力。

## 尚看不到复苏，当复苏来临之际，可能会是逐步复苏

展望未来，金融状况可能依然十分困难，这就抑制了全球增长预期。基线预测假设美国和欧洲当局采取的行动将在稳定金融状况和避免发生进一步系统性事件方面取得成功。然而，即使美国计划得以成功实施并将陷入困境的资产从银行资产负债表中剔除，在未来一段时间，交易对手风险可能依然处于异常高位，从而放慢主要金融市场恢复至较具流动性的状况的步伐。而且，伴随全球经济减速，还可能出现额外的信贷损失。在这种情况下，金融机构筹集新资金的能力依然面临巨大挑战。同样，正如 2008 年 10 月期《全球金融稳定报告》讨论的，必要的去杠杆化过程将继续是一个长期的过程，这意味着信贷创造以及经济活动受到的限制至少在 2009 年仍会持续。

然而，预期若干因素会对 2009 年晚些时候出现的逐步复苏奠定基础：

- 预计初级商品价格会稳定，虽然仍位于 20 年来的高位。2008 年石油价格上涨达 50% 以上所造成的不利贸易条件影响应于 2009 年开始缓解，这将促进石油进口国的消费。

- 美国住房部门预期最终会在明年触底，结束自 2006 年以来对增长的严重拖累。房价的最终稳定应帮助限制金融部门与住房抵押贷款相关的损失，近期对房利美和房地美这两大政府资助企业的干预，也应有助于支持住房部门的信贷获取。虽然其他先进经济体住房周期和相关的调整可能会滞后，但它们将更深切地感受到金融危机的总体影响。
- 虽然近期新兴经济体增长势头有所消退，但预期它们仍会成为抵御力量的一个来源，这受益于强劲的生产率增长和改进的政策框架。当然，金融危机持续时间越长，它们受到的影响可能越大。

在这一背景下，相对于 2008 年 7 月期《世界经济展望》更新版，基线增长预测已被大幅度下调。以年均为基础，全球增长预期将从 2007 年的 5.0% 减缓至 2008 年的 3.9% 和 2009 年的 3.0%，为 2002 年以来的最慢增长步伐。先进经济体将于 2008 年下半年和 2009 年年初陷入或接近衰退，按照过去标准衡量，预计于 2009 年晚些时候出现的经济复苏将是一个循序渐进的过程。大多数新兴经济体和发展中经济体的增长率将放慢到趋势增长率以下。在通胀方面，生产能力闲置增加和正在稳定的初级商品价格预期会遏制物价上涨的步伐，使先进经济体 2009 年的通胀水平回到 2% 以下。在新兴经济体和发展中经济体，伴随近期初级商品价格上涨转嫁给消费者，预计通胀将逐渐回落。

这一增长基线预测存在显著的下行风险。主要风险围绕两个相关的金融担忧：金融压力可能仍会很大，与基线中设想的情况相比，去杠杆化所造成的信贷约束可能会进一步加深和延长。此外，美国房市恶化可能会比预期更严重，持续时间也更长；同时欧洲房市可能会更广泛地削弱。目前，伴随全球经济放慢，初级商品价格回落，通胀对增长的风险有所减弱。同时，资金流动的潜在中断和日益增加的贸易保护主义风险给经济复苏带来更大风险。

第四章探讨了金融压力与经济下滑之间的联系，并对以往和近期的经历进行了比较。分析表明，

植根于银行部门的金融压力，比股票市场或汇率对经济的负面影响更大，转向更多地基于正常交易关系的金融中介可能加大了这一影响。初始状况似乎会影响结果。因此，美国和西欧非金融公司在经济下滑开始阶段相对健康的资产负债表提供了抵御力量，但如果金融危机持续时间加长，这类公司将面临风险。

第六章对那些具有持续的巨额经常账户逆差的国家表示关注。由于全球的去杠杆化过程减少了新兴经济体能够获取的外部融资，这些担忧可能尤为重要。这一分析试图解释新兴市场经常账户表现中存在的巨大差异，将新兴欧洲的巨额逆差与资本账户放开、金融改革以及欧洲经济趋同所创造的机会相联系。然而，持续的巨额逆差会突然结束，刚性的汇率体制会提升这一风险。事实上，与拥有较少经常账户逆差或顺差国家相比，许多拥有巨额经常账户逆差的经济体受金融市场动荡的影响要大得多。

## 处于两难之中的政策制定者

今天，全球的政策制定者们都面临着稳定金融状况的艰巨任务，同时又要使其经济度过一个增长放慢的时期并控制通胀。在当前情况下，多边努力尤为重要，包括采取补救金融动荡的政策举措，缓解初级商品市场紧张，以及支持背负着高粮价进口负担的低收入经济体。

国家当局正积极寻求旨在稳定金融状况的政策。要实现这一艰巨任务要求作出全面回应来解决系统性问题，即解决不良资产、培养重建银行资本金以及恢复融资市场的流动性，同时要注意考虑纳税人利益和道德风险。国家层面所采取做法应在国际层面予以协调，以解决所面临的共同问题，并避免产生不利的跨境激励机制。

随着时间的推移，美国购买与房地产相关资产的举措，应减少问题资产给银行带来的压力，从而支持恢复稳定的融资来源和信心。然而，也可能需要动用公共资金来帮助银行重建其资本基础。在西欧，恢复信心需要对一致和协调的努力作出果断承诺，以便促进对问题资产及银行资本

重组的及时认可。一个主要的任务将是制订合作性协议，使其适用于广泛的环境，包括解决大的跨境机构面临的压力，确保在扩大存款保险方面的一致性。

先进经济体的宏观经济政策应旨在支持经济活动，以打破实体经济与金融形势之间的逆向反馈循环，同时又不忽视通胀风险。

- 迅速放慢的经济活动和增大的产出缺口应对控制通胀压力有所贡献。在某些情况下，通胀压力缓解以及经济前景恶化为放松银根提供了空间，特别是在欧元区 and 英国，这些地区的短期利率很高。
- 关于财政政策，自动稳定器在缓解冲击对经济活动的影响方面发挥了有益作用，应让自动稳定器自由运作，前提是调整路径与长期可持续性保持一致。在经济下行风险转变为现实的情况下，只要刺激计划及时、有针对性以及不破坏财政可持续性，相机抉择的财政刺激可为经济增长提供支持。在目前情况下，可获得的财政空间应重点用于支持金融和住房部门的稳定，而不是更广泛的刺激。在适当的时候，对财政政策的抵消性调整对于保证中期整顿目标来说是必要的。

新兴经济体和发展中经济体的政策优先顺序会存在相当大的不同，因为政策制定者必须平衡增长与通胀风险。

- 在越来越多的经济体，伴随外部状况恶化以及总体通胀开始缓和，风险平衡现在转向对经济活动放慢的担忧。这一转变将证明停止货币政策紧缩周期是正确的，特别是在那些初级商品价格第二轮效应较为有限的国家，而且，如果前景继续恶化，则需转而采取宽松政策。在面对急剧的资本流出的情况下，各国必须迅速作出回应，确保充足流动性，同时利用汇率来吸收部分压力。而且，它们应更加努力提高预防、管理和解决金融压力的能力，包括通过紧急计划。
- 然而，在其他一些国家，由于粮食价格急剧上涨、持续的强劲增长、紧张的供给制约以及工资上涨加快，特别是公共部门，通胀压

力仍在增加。虽然近期国际初级商品价格上涨缓和可能会缓解部分压力，但近年来在降低通胀方面的获益正在受到危害；一旦信心受到侵蚀，重新树立信心要付出很大的代价并将是一个漫长的过程。在这些国家，仍须进一步紧缩货币政策。

- 那些实行严格管理汇率体制的国家现正面临巨大挑战。更加灵活的汇率将有助于为银根调整提供更大的空间，从而有助于控制通货膨胀压力；在资本外流的形势下，还可提供更大的回旋余地。当然，在汇率体制选择方面，还要考虑其他因素，例如，金融发展的程度和出口基础的多元化程度。
- 财政政策可在宏观经济管理中起支持性作用。在一些面临经济过热担忧的国家中，更严格地控制财政支出有助于缓解通胀压力。这对于那些拥有经常账户逆差、实行钉住汇率的国家来说尤为重要。在那些货币钉住美元的石油出口国经济体中，支出可集中于缓解供给瓶颈问题。与过去相比，在面临经济前景恶化的情况下，虽然新兴经济体在运用逆周期财政政策方面有更大的空间，但第五章的分析告诫，除非人们对可持续性树立牢固信心，所采取的措施是及时的且有的放矢，否则可能不会有效。更广泛地，一般性粮食和燃料补贴的代价越来越大，且本质上是无效率的。那些帮助贫困家庭满足日益增加的生活开支的有针对性计划则是优先选择。

## 需要改革的政策框架

全球经济表现恶化引发了人们对宏观经济政策框架的选择，以及影响金融和初级商品市场的政策适当性的担忧。

## “逆风而行”操作

在当前的特殊形势下，人们对制订一些能够更好地避免资产价格波动，包括在经济繁荣时期

采取更强劲的政策回应的兴趣越来越浓。一种可取的方式是将宏观审慎因素纳入监管框架，以减少信贷创造固有的顺周期性。还可考虑将货币政策框架延伸至对资产价格的波动进行“逆风而行”操作，特别是当资产价格变动迅速或价格变动似乎要严重脱离基本面的时候，虽然这会带来复杂的问题。

而且，人们在如何使财政政策框架更加可信，从而使财政政策作为一种逆周期工具发挥更有效的作用方面的兴趣越来越浓。积极财政政策的致命弱点依然是那种滋生短期决定的政治经济环境。因此，许多国家未能在经济景气的时候构建一个能够在经济下滑时期提供有效的相机抉择激励计划的空间，或者正在为解决长期财政可持续性挑战而挣扎。第五章建议，转向更加以规则为基础的政策框架，即类似于有约束的相机抉择货币政策，以及我们所观察到的越来越多国家所采用的更强有力的财政治理机制，可以在应对经济下滑方面增强财政政策的有效性。

## 填补监管基础设施缺口

在解决眼下系统性威胁的同时，人们正在努力解决当前金融动荡暴露出的多方面弱点。如在2008年10月期《全球金融稳定报告》中确定的，中心目标是确保私人机构具备更有效、更具弹性的风险管理，包括通过制定更加稳健的监管资本要求，并坚持更强有力的流动性管理做法以及改进资产负债表内及表外风险披露。另一项重要任务是强化危机解决框架。

而且，金融动荡暴露出国家层面的金融稳定框架未能跟得上金融市场创新以及全球化的步伐，以有害的跨境溢效应作为代价。必须提高国家审慎当局之间的跨境协调与合作力度，特别是以防止、对付和解决市场和主要金融机构面临的金融压力为目的。

## 促进节能、增加石油和粮食供应

虽然近期初级商品价格下跌，但不应该因此

减少为缓解初级商品市场压力而付出的努力。鲜有具体实例证明，越来越多的投资者将兴趣转向初级商品，将其作为一种替代资产或直接投机，会对价格产生系统性和持久性影响。然而，市场情绪的异常波动加之更大的金融市场流动性，可能会在某些情况下影响短期价格变化。因此，应将重点放在鼓励长期供求平衡的政策上，避免可能会在短期内加剧市场紧张的措施。这可能包括将国际价格变动更多地传导至国内市场以及加强节能。降低先进经济体的生物燃料补贴也会缓解粮价面临的短期压力。总之，应将加强对价格上涨的供给回应作为当务之急。目前，对最贫困经济体给予更大的捐助支持是解决因粮价大幅上涨而带来的人道主义挑战的关键。

## 调整全球失衡

初级商品价格大幅上涨已经导致全球失衡进一步扩大，石油出口国的经常账户顺差扩大，而石油进口国的经常账户逆差增加。当然，石油出口国打算节约部分额外收入是明智之举：迄今为止，资金从顺差国向逆差国的回流情况良好。同时，美国非石油逆差已显著降低，部分反映了美元贬值并朝着与中期均衡大体一致的实际有效汇率变动。然而，美元贬值主要是对欧元以及其他一些灵活管理的货币。

由国际货币与金融委员会于2005年认可，在2006年就全球失衡问题开展多边磋商中详细阐述的多边战略仍很重要，但需灵活运用。美国财政整顿依然是一个主要的中期目标，但近期逆周期财政刺激和公共部门为稳定金融机构提供的支持是必要的。人民币进一步有效升值将有助于中国把经济增长来源转向内需以及提高货币政策有效性的更广泛策略。中东石油出口国支出增长放慢将有助于缓解这些经济体的经济过热，要将重点放在缓解瓶颈压力方面。同时，欧元区和日本的产品和劳动力市场改革将提升增长潜力。

最后，贸易和资本流动方面日益增长的贸易保护主义压力反映出人们对预期复苏风险的担忧。打破目前多哈回合僵局将有助于加强开放的多边贸

易体系，这是近年来全球强劲增长的一个重要基础。同时，作为顺差国的投资工具，主权财富基金 (SWFs) 继续发展。近期由主权财富基金同意的针对其治理、投资和风险管理制定的一套原则和做法 (圣地亚哥原则)，将有助于减少人们对这类

基金的担忧，担忧可能会造成对此类资金流入起相反作用的限制。而目前正在由经合组织制定的针对接受国的指南，将有助于确保主权财富基金公平、透明并开放地进入市场。

# 第一章 全球前景及政策

面对自 20 世纪 30 年代以来成熟金融市场遭遇的最危险的金融冲击，世界经济正陷入严重下滑。由于形势异常不确定，对 2009 年全球增长率的预测已下调到 3%，为 2002 年以来增速最慢的一年，而且前景存在显著下行的风险。主要先进经济体已经进入或接近衰退。预计 2009 年晚些时候才可能出现复苏，但是，受金融市场杠杆率持续下降的影响，回升步伐将极其缓慢。在此背景下，假设石油价格保持在现有水平或进一步下降，总体通货膨胀率应迅速回落。新兴经济体和发展中经济体的增长也在放慢，其中许多经济体的增长率已大大低于趋势增长率。尽管商品价格更趋稳定，但其中一些经济体仍面临严重的通胀压力。眼下的政策挑战是稳定全球金融市场，同时引导各经济体度过全球性经济下滑，并控制通货膨胀。在较长时期里，政策制定者们应为金融中介重新奠定坚实的基础、研究如何减少全球经济的顺周期趋势，以及加强商品市场上的供需反应。

**本**章首先回顾陷入困境的全球经济。然后，详细考察金融危机的蔓延、其对宏观经济的影响以及住房和商品市场存在的不平衡。这些分析为讨论前景和风险奠定了基础。本章的最后部分讨论政策挑战。第二章详细考察了世界各主要地区的发展和政策问题。

## 陷入困境的全球经济

在截至 2007 年夏的四年里，全球经济蓬勃发展。全球 GDP 平均年增长率在 5% 左右，为 20 世纪 70 年代初以来最高的持续增长率。此增长率的四分之三（按购买力平价计算）来自新兴经济体和发展中经济体基础广泛的快速增长（表 1.1 和图 1.1）。通货膨胀虽上扬，但基本得到控制。

在过去一年里，金融市场危机深化、一些先进经济体住房市场大幅度下跌和商品价格上涨对全球经济造成影响。的确，美国次贷市场崩溃后，2007 年 8 月爆发金融危机，2008 年 9 月，危机进入一个动荡的新阶段，并严重动摇了对全球金融机构和市场的信心。更严重的是，对清偿能力的关注加剧，因此导致发生一连串的破产、非自愿兼并以及美国和西欧进行公共干预，金融格局发生了巨大变化。此外，由于交易对手之间缺乏信任，银行间同业拆借市场几乎瘫痪。美国和欧洲当局迅速应对，它们宣布了一系列意义深远的措施，以支持主要机构、稳定市场和提高信心。但是，在此报告付梓之前，市场仍十分动荡不定。

在日益困难的形势下，全球经济急剧下滑。2007 年第四季度至 2008 年第二季度，作为整体的先进经济体的年增长率仅为 1%，而该增长率在 2007 年前三个季度为 2.5%。影响美国经济的最主要因素是起源于次贷市场的金融危机的直接影响，次贷危机导致信贷形势紧张，并导致 2006 年以来发生的房价下跌加剧。美联储大力放松银根、及时实施的一揽子财政刺激措施和美元疲软带来的强劲出口表现对这些冲击起到了缓冲作用，但自 2007 年第四季度以来，经济平均仅增长了 1.25%。受油价高企、信贷紧张、一些经济体房价下跌、美国经济减速和欧元升值的影响，西欧的经济活动也明显放慢。日本经济在开始阶段显示了较强的抵御能力，但近来却受到出口减速和贸易条件恶化影响内需的影响。

此外，第三季度的数据和前瞻性指标表明，先进经济体的下降趋势在继续加剧（图 1.2）。的确，美国和欧元区的企业和消费者信心指标均接近 2001–2002 年衰退时的低水平。

在此次下滑中，新兴经济体和发展中经济体也未能独善其身。由于国内需求（尤其是企业

表1.1. 《世界经济展望》预测概览

(除注明外, 均为百分比变化)

	年同比						第四季度同比		
			预测值		与2008年7月期《世界经济展望》预测值的偏差		估计值	预测值	
	2006	2007	2008	2009	2008	2009	2007	2008	2009
<b>全球总产出<sup>1</sup></b>	<b>5.1</b>	<b>5.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.0</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.9</b>	<b>4.8</b>	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>
先进经济体	3.0	2.6	1.5	0.5	-0.2	-0.9	2.6	0.7	1.0
美国	2.8	2.0	1.6	0.1	0.3	-0.7	2.3	0.8	0.4
欧元区	2.8	2.6	1.3	0.2	-0.4	-1.0	2.1	0.4	0.6
德国	3.0	2.5	1.8	—	-0.2	-1.0	1.7	0.7	0.6
法国	2.2	2.2	0.8	0.2	-0.8	-1.2	2.2	-0.1	0.8
意大利	1.8	1.5	-0.1	-0.2	-0.6	-0.7	0.1	-0.1	0.2
西班牙	3.9	3.7	1.4	-0.2	-0.4	-1.4	3.2	0.1	0.1
日本	2.4	2.1	0.7	0.5	-0.8	-1.0	1.4	0.2	0.9
英国	2.8	3.0	1.0	-0.1	-0.8	-1.8	2.9	-0.3	0.7
加拿大	3.1	2.7	0.7	1.2	-0.3	-0.7	2.8	0.3	1.7
其他先进经济体	4.5	4.7	3.1	2.5	-0.2	-0.8	5.0	2.0	3.7
亚洲新兴工业化经济体	5.6	5.6	4.0	3.2	-0.2	-1.1	6.1	2.6	5.4
新兴经济体和发展中经济体 <sup>2</sup>	7.9	8.0	6.9	6.1	—	-0.6	8.5	6.1	6.5
非洲	6.1	6.3	5.9	6.0	-0.5	-0.4	...	...	...
撒哈拉以南非洲	6.6	6.9	6.1	6.3	-0.5	-0.5	...	...	...
中欧和东欧	6.7	5.7	4.5	3.4	-0.1	-1.1	...	...	...
独联体国家	8.2	8.6	7.2	5.7	-0.6	-1.5	...	...	...
俄罗斯	7.4	8.1	7.0	5.5	-0.7	-1.8	9.5	5.9	5.8
俄罗斯以外的独联体国家	10.2	9.8	7.6	6.2	-0.2	-0.8	...	...	...
亚洲发展中国家	9.9	10.0	8.4	7.7	—	-0.7	...	...	...
中国	11.6	11.9	9.7	9.3	—	-0.5	11.3	9.2	9.4
印度	9.8	9.3	7.9	6.9	-0.1	-1.1	8.9	7.2	6.9
东盟五国	5.7	6.3	5.5	4.9	-0.1	-1.0	6.6	4.7	5.7
中东	5.7	5.9	6.4	5.9	0.2	-0.1	...	...	...
西半球	5.5	5.6	4.6	3.2	0.1	-0.4	...	...	...
巴西	3.8	5.4	5.2	3.5	0.3	-0.5	6.2	3.9	3.7
墨西哥	4.9	3.2	2.1	1.8	-0.3	-0.6	4.2	0.9	2.4
备忘项									
欧盟	3.3	3.1	1.7	0.6	-0.4	-1.1	...	...	...
基于市场汇率预测的全球经济增长	3.9	3.7	2.7	1.9	-0.2	-0.8	...	...	...
<b>全球贸易量 (商品和服务)</b>	<b>9.3</b>	<b>7.2</b>	<b>4.9</b>	<b>4.1</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.9</b>	...	...	...
进口									
先进经济体	7.5	4.5	1.9	1.1	-1.6	-2.3	...	...	...
新兴经济体和发展中经济体	14.7	14.2	11.7	10.5	-0.7	-1.1	...	...	...
出口									
先进经济体	8.4	5.9	4.3	2.5	-0.7	-1.8	...	...	...
新兴经济体和发展中经济体	11.0	9.5	6.3	7.4	-2.0	-1.7	...	...	...
<b>商品价格 (美元)</b>									
石油 <sup>3</sup>	20.5	10.7	50.8	-6.3	-13.0	-13.6	...	...	...
非燃料商品 (世界出口商品的加权平均)	23.2	14.1	13.3	-6.2	-1.3	-1.0	...	...	...
<b>消费价格</b>									
先进经济体	2.4	2.2	3.6	2.0	0.2	-0.3	3.0	3.3	1.7
新兴经济体和发展中经济体 <sup>2</sup>	5.4	6.4	9.4	7.8	0.3	0.4	6.7	7.9	6.2
<b>伦敦银行间同业拆借利率 (百分比)<sup>4</sup></b>									
美元存款利率	5.3	5.3	3.2	3.1	0.4	-0.5	...	...	...
欧元存款利率	3.1	4.3	4.8	4.2	-0.2	-1.1	...	...	...
日元存款利率	0.4	0.9	1.0	1.2	-0.1	-0.3	...	...	...

注: 假设实际有效汇率按照2008年8月18日至9月15日的水平保持不变。

1. 季度估算和预测涵盖世界购买力平价权重的90%。

2. 季度估算和预测涵盖新兴经济体和发展中经济体购买力平价权重的约76%。

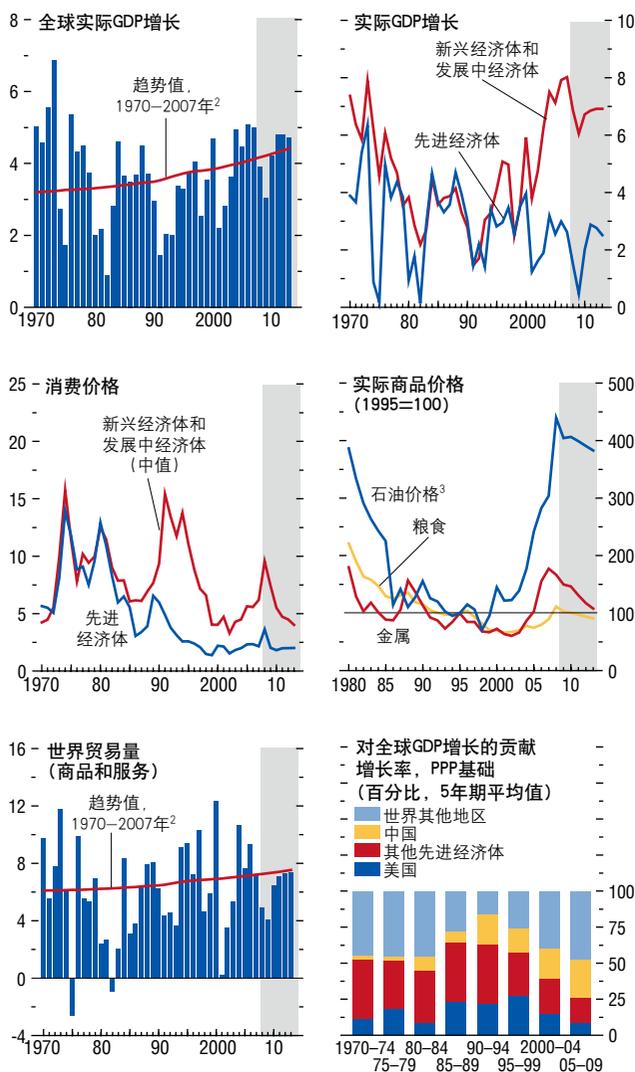
3. 英国布伦特、迪拜和西得克萨斯中质原油价格的简单平均。2007年每桶原油的平均价格是71.13美元。根据期货市场, 假设2008年和2009年原油价格分别为每桶107.25美元和100.50美元。

4. 美元和日元是6个月期利率; 欧元是3个月期利率。

图1.1. 全球指标<sup>1</sup>

(除注明外, 均为年度百分比变化)

经历4年强劲增长后, 主要受先进经济体的影响, 全球经济正陷入严重下滑。同时, 在商品价格上涨的推动下, 通货膨胀提高到十多年以来的最高水平。



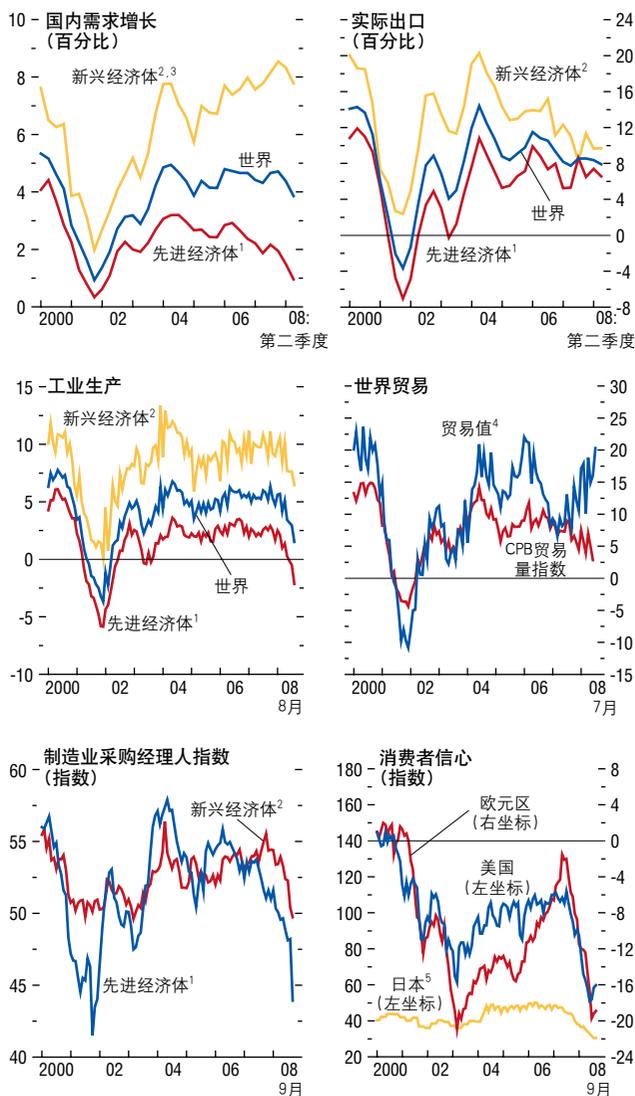
资料来源：基金组织工作人员的估计。

1. 阴影部分代表基金工作人员的预测。除注明外, 总数用购买力平价 (PPP) 加权计算。
2. 单个国家平均增长率, 加总时用 PPP 加权计算; 总量曲线随时间变动, 对于增长较快的经济体, 曲线有向上倾斜趋势。
3. 英国布伦特、迪拜和西得克萨斯中质原油现货价格的简单平均。

图1.2. 当前指标和前瞻性指标

(除注明外, 均为上年度的百分比变化)

先进经济体的国内需求增长显著下降, 而且商业和消费者信心指数表明经济减速还会加剧。新兴市场经济体也未能独善其身, 因为世界贸易减速已对这些国家的制造业活动产生影响。



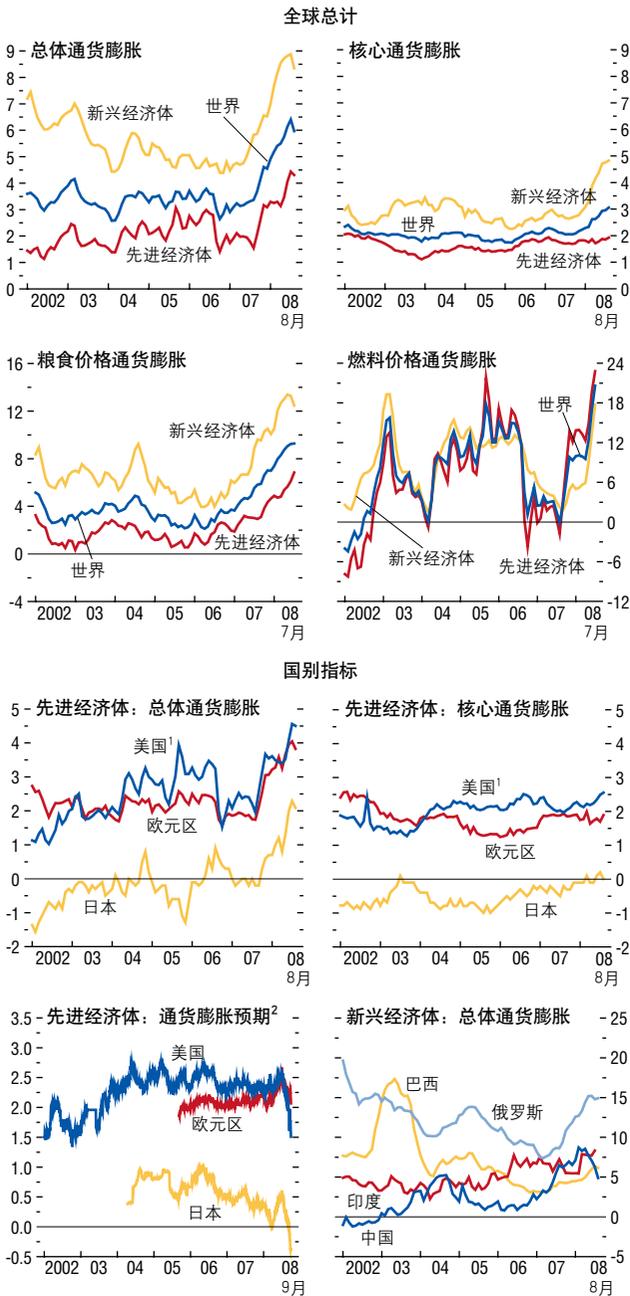
资料来源：CPB 贸易量指数来自负责经济政策分析的 CPB Netherlands Bureau; 所有其他数据均来自 NTC Economics 和 Haver Analytics。

1. 澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。
2. 阿根廷、巴西、保加利亚、智利、中国、哥伦比亚、捷克共和国、爱沙尼亚、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、韩国、拉脱维亚、立陶宛、马来西亚、墨西哥、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、新加坡、斯洛伐克共和国、南非、中国台湾、泰国、土耳其、乌克兰和委内瑞拉玻利瓦尔共和国。
3. 中国和巴基斯坦的数据是内插的。
4. 以特别提款权表示的相对前一年的百分比变化。
5. 日本的消费者信心指数是基于一个扩散指数, 数值大于 50 表示信心改善。

图1.3. 全球通货膨胀

(除注明外, 均为12个月消费价格指数的变化)

由于粮食和燃料价格飙升以及产能限制加剧, 总体通货膨胀大幅度提高, 尤其是在新兴经济体和发展中经济体。受国际油价上涨转嫁的影响, 先进经济体的总体通货膨胀也显著提高, 但基本通货膨胀只出现小幅度上升。



资料来源: Bloomberg Financial Markets, Haver Analytics 和基金组织工作人员的计算。

1. 个人消费支出平减指数。
2. 10 年期平准通胀率。

投资) 和净出口增长放缓, 这些国家的增长率从 2007 年前三季度的 8% 下降到之后第三季度的 7.5%。此外, 近来有关贸易和经济活动的指标显示, 经济在继续减速。得益于仍居高不下的商品价格, 商品出口国的增长最具活力。相反, 与美国和欧洲有着紧密贸易关系的国家减速明显, 同时, 外部融资急剧减少, 那些依靠与银行有关的流入或有价证券流入为经常账户融资的国家所受的打击最大。尽管如此, 与以前发生的金融动荡相比, 在此次动荡中, 迄今为止, 作为一个整体的新兴经济体仍能从市场获得融资, 反映出了这些国家政策框架的改善和公共部门资产负债表的强健。

尽管全球增长减速, 但受燃料和粮食价格急剧上涨的影响, 全球范围内的总体通货膨胀率上升到 20 世纪 90 年代末以来的最高水平。2008 年 8 月, 由于商品价格回落, 先进经济体 12 个月的总体通货膨胀率为 4.25%, 略低于 7 月的最高水平(图 1.3)。从各种衡量方法(不论是剔除粮食和燃料价格的物价指数、通货膨胀预期还是劳动力成本测算)来看, 基本通货膨胀总体上得到控制, 当然, 有些衡量指标反映了一定程度的上扬。由于对通货膨胀关注增加, 在连续六个月大幅度降息之后, 自 4 月以来, 美联储一直将联邦基金利率保持在 2% 的水平上, 欧洲中央银行在 7 月初将政策利率调高到 4.25%。

在新兴经济体和发展中经济体, 通货膨胀卷土重来的势头更汹涌, 8 月, 总体通货膨胀上升到 8.25%, 而且其中许多国家的通货膨胀率已达两位数。从某种程度看, 这种不同的格局反映了粮食在新兴经济体的消费篮子中占很大的比重, 大体在 30% ~ 45% (先进经济体为 10% ~ 15%)。然而, 剔除粮食和燃料之后的通货膨胀率也明显提高, 而且有迹象表明, 通货膨胀预期和工资也在上升, 当然, 这些国家此类数据的系统性不如先进经济体。报告第三章更详细地分析了商品价格与通货膨胀之间的关系, 分析发现, 新兴经济体更易受到第二轮效应的影响。原因在于粮食在这些经济体的价格指数中占较大的比重, 因此对实际工资产生更大的压力, 央行信誉不能很好地锚定通货膨胀预期以及快速增长导致多余产能减少。

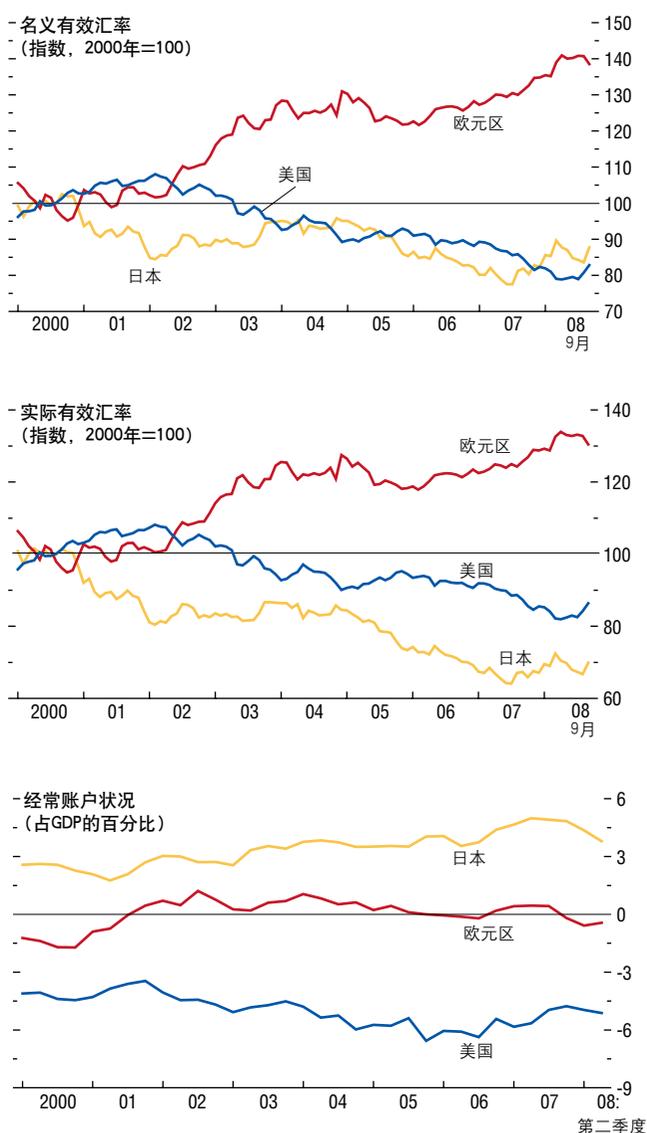
针对通货膨胀上升，新兴经济体和发展中经济体的政策制定者采取了不同对策。许多央行提高利率，而其他央行则更多地依赖提高法定存款准备金率和紧缩信贷，尤其是那些利率政策受到固定汇率管理约束的国家。然而，如下面将讨论的，由于金融动荡导致的流动性压力，近来不得不收回已采取的一些措施。为了控制总需求增长，一些国家还紧缩了财政政策。除宏观政策之外，许多国家还通过延迟或限制转嫁油价上升的影响（将造成沉重的财政负担）、降低粮食进口关税，而且在有些国家还禁止粮食出口或通过征收出口税来减少国际商品价格上涨对内需的影响。

由于美国贸易伙伴增长疲弱以及美元自2002年以来持续贬值，美国的经常账户逆差下降，从2005年年底占GDP的6.5%减少到2008年上半年的5%（图1.4）。如扣除石油净进口，下降的幅度会更大。尽管自2008年年初以来美元比较坚挺，但以实际有效汇率计算，仍为几十年以来的最低水平；目前的美元汇率与中期经济基本面基本一致。近几年美元汇率调整主要是针对其他先进经济体的货币，最主要是对欧元（从基本面看，目前欧元汇率被高估）和日元（相对基本面而言，日元的汇率仍被低估）和其他实行浮动汇率的货币。

在新兴经济体，中国货币的汇率继续稍有升值，由于通货膨胀上升，如以实际有效汇率衡量，升值速度会更快（图1.5）。然而，中国的经常账户顺差仍占GDP的10%以上，而且，尽管加强了管制，资本流入仍有增无减，导致储备继续增加。基金组织工作人员认为，相对中期基本面，人民币汇率仍被严重低估。中东的许多石油出口国的货币继续钉住美元。结果，这些国家的名义有效汇率也发生贬值，虽然由于通货膨胀上升，实际有效汇率升值。其他地区的情况迥然不同。在新兴欧洲和拉丁美洲，由于紧缩货币政策和商品出口国得益于贸易条件改善，这些国家的货币总体上有所升值。然而，由于近来商品价格回落和风险规避增加，一些国家的货币面临压力。在较长期间里，非洲以及南亚和东亚一些国家（如印度、韩国、巴基斯坦和南非）的货币贬值，部分原因是商品进口成本提高和经常账户逆差增加。

图1.4. 部分先进经济体的外部状况

由于美元实际有效汇率贬值及内需增长放慢，美国的经常账户逆差略有减少。由于汇率升值和油价上涨，过去一年里，欧元区和日本的经常账户状况恶化。

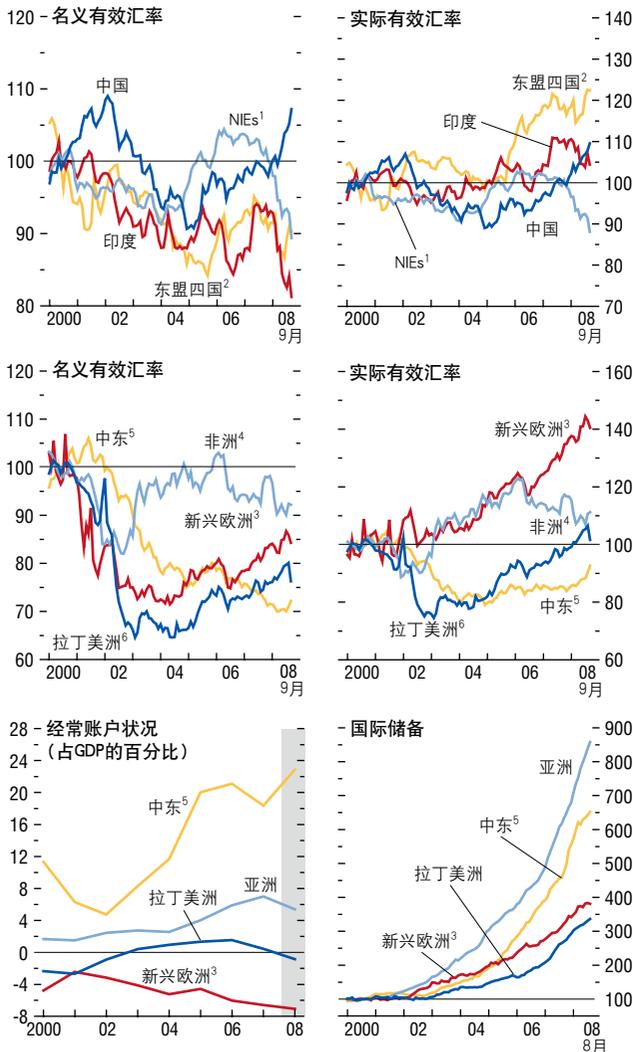


资料来源：Haver Analytics 和基金组织工作人员的计算。

图1.5. 新兴经济体和发展中经济体的外部状况

(除非另有说明, 指数, 2000年=100)

各新兴经济体和发展中经济体近来的汇率变化大相径庭。亚洲一些石油进口国, 尤其是那些与美国有着紧密贸易联系的国家货币贬值; 中国货币继续升值。拉丁美洲和新兴欧洲的货币总体上保持坚挺, 但近来也开始趋弱。



资料来源: 基金组织, 《国际金融统计》和基金组织工作人员的计算。

1. 亚洲新兴工业化经济体包括中国香港、韩国、新加坡和中国台湾。
2. 印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。
3. 保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克共和国和土耳其。
4. 博茨瓦纳、布基纳法索、喀麦隆、乍得、刚果共和国、科特迪瓦、吉布提、赤道几内亚、埃塞俄比亚、加蓬、加纳、几内亚、肯尼亚、马达加斯加、马里、毛里求斯、莫桑比克、纳米比亚、尼日尔、尼日利亚、卢旺达、塞内加尔、南非、苏丹、坦桑尼亚、乌干达和赞比亚。
5. 巴林、埃及、伊朗伊斯兰共和国、约旦、科威特、黎巴嫩、利比亚、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯、叙利亚阿拉伯共和国、阿拉伯联合酋长国和也门共和国。
6. 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉玻利瓦尔共和国。

## 危机中的金融体系<sup>1</sup>

在美联储完成出售美国一家主要投资银行 (Bear Stearns), 并增加对证券经纪公司提供紧急流动性援助后不久, 2008年4月期《世界经济展望》完稿。银行在确认与次贷有关的风险暴露造成的损失、恢复资本和降低杠杆率方面也取得一些进展。<sup>2</sup>

尽管作出以上努力, 资产负债表修复仍将是一个漫长的过程, 这已成定局。为此, 对清偿能力的关注重现, 夏季期间, 金融市场面临的压力再度加剧。银行间资金拆借尤其面临压力 (图1.6)。压力的来源之一是, 由于实体经济与金融体系之间的逆向反馈循环, 各方面日益担心的信贷损失将增加。同时, 银行调整受到以下因素的影响: 高昂的融资成本、收费证券化业务的收入减少、资产负债表表外实体资产的被迫积累以及过去的贷款承诺。由于股票价格下降, 筹集新资本的成本日益高涨, 甚至高到令人无法接受的地步, 同时, 市场和监管机构正在考虑将资本资产比率提高到大大高于危机之前的水平。

面临最大压力的仍是那些对继续疲软的美国住房市场有着大量风险暴露的机构。自8月起, 美国两家最大的政府资助企业 (GSEs), 房地美和房地美<sup>3</sup>面临巨大压力, 因为其损失不断增加, 各方面对其资本充足率表示关注。尽管政府一再保证这两家机构可以获得联邦资金, 以满足流动性和资本需求, 也无济于事。鉴于这些机构在美国住房市场和全球金融体系中所起的作用, 美国联邦住房金融局接管了这两家机构, 美国政府承诺

1. 2008年10月期《全球金融稳定报告》(基金组织, 2008年b)更详细地分析了金融部门的发展。

2. 截至2008年9月, 银行报告的与美国次贷和相关风险有关的损失达5,180亿美元, 美国 and 欧洲银行占其中的绝大部分。银行还筹集了3,640亿美元的新资本。美国贷款及相关证券的损失目前估计为1.4万亿美元, 其中6,400亿~7,350亿美元为银行的损失 (基金组织, 2008年b)。

3. 正式名称分别为联邦国民抵押贷款协会和联邦住房贷款抵押公司。政府资助企业持有或担保美国抵押贷款的50%左右, 并在近几个月里, 支持80%的新抵押贷款。此外, 其证券在全球金融体系中被广泛持有, 是弥补美国经常账户逆差的主要外部融资渠道。

在必要时将提供进一步的资助，以保持充足的资本和资金。

尽管作出这些努力，由于美国第二大投资银行（Lehman Brothers）倒闭，并给债权人和交易对手造成严重损失，9月中旬，全球金融市场风暴再起。在之后的几天里，市场压力导致另一家投资公司（Merrill Lynch & Co.）与一家大型商业银行合并。为避免发生无序倒闭，美联储实际上收购了世界最大的保险公司（美国国际集团，A.I.G.）。所有这些机构都发生大量的与抵押贷款有关的损失。由于交易对手的信心荡然无存，银行间同业拆借市场几乎干涸。主要中央银行协调注入大量流动性并达成前所未有规模的外汇互换协议也未能扭转局面。之后，又有几家美国和欧洲的银行面临倒闭、国有化或借助公共支持进行兼并。

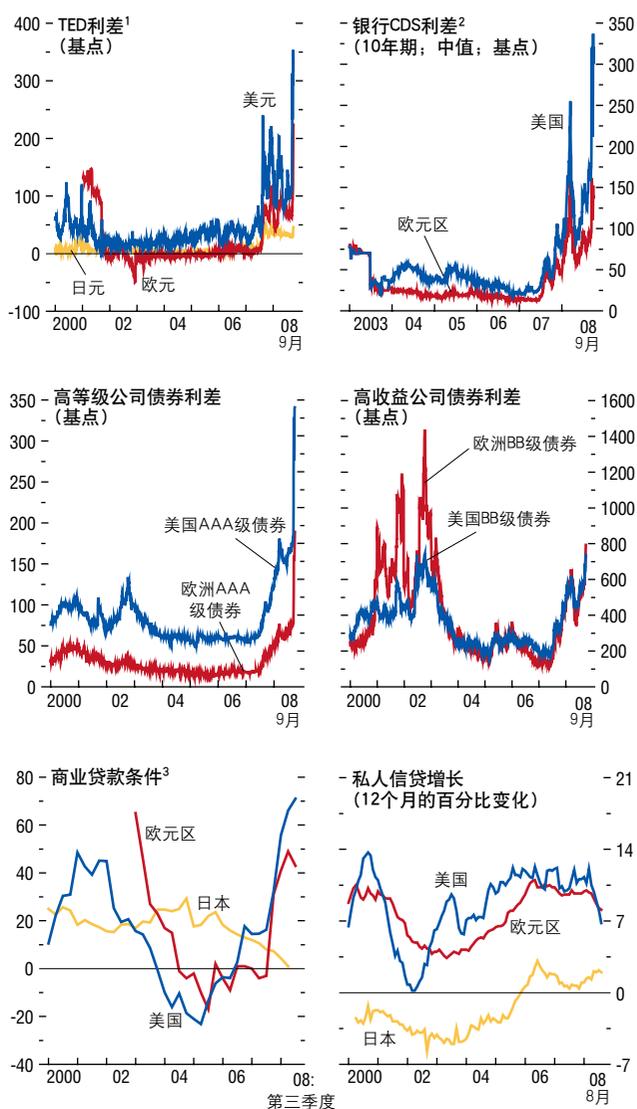
面对危机，美国和欧洲当局采取了一系列新举措。尤其是在10月初，美国通过立法，设立一笔7,000亿美元的资金，用以收购有问题的银行与抵押贷款有关的证券，以抑制发生更多损失的风险、鼓励就这些资产制订更透明的定价方法以及改善银行资产负债表的流动性。同时，美国和一些欧洲国家扩大了存款保险计划，包括在美国对货币市场资金提供临时担保，在爱尔兰对债权人和存款人提供担保。此外，为减轻投机性压力，还限制卖空金融机构的股票。

就在本期报告问世之际，金融形势继续面临重重压力。银行间同业拆借市场仍十分动荡、股票价格暴跌，市场继续剧烈波动（图1.7）。此外，受金融风暴影响一直不大的市场部门也面临严重压力，包括非金融公司部门和新兴市场（见专栏1.1）。在此次动荡中，政府证券被视为安全港；结果，美国国库券收益率接近零。

日益紧张的金融形势开始对经济活动产生越来越严重的影响。美国和欧洲银行提高贷款标准是宏观金融联系的主要传导渠道（见图1.6）。这是由于市场对资产负债表风险的承受力下降，银行不得不降低杠杆率、银行资本的成本日益提高以及批发性融资的获得减少。以前可以对资产负债表表外的风险暴露和以前的贷款承诺进行再中介，因此实际信贷增长得以持续，现在，不论是

图1.6. 成熟信贷市场的状况

9月，银行间同业拆借市场利差飙升，信贷市场压力再次加剧。各种金融资产的风险利差急剧扩大。同时，美国和欧元区大幅度提高银行贷款标准，信贷增长开始放缓。



资料来源：日本银行；Bloomberg Financial Markets；美联储理事会；欧洲中央银行；美林公司和基金组织工作人员的计算。

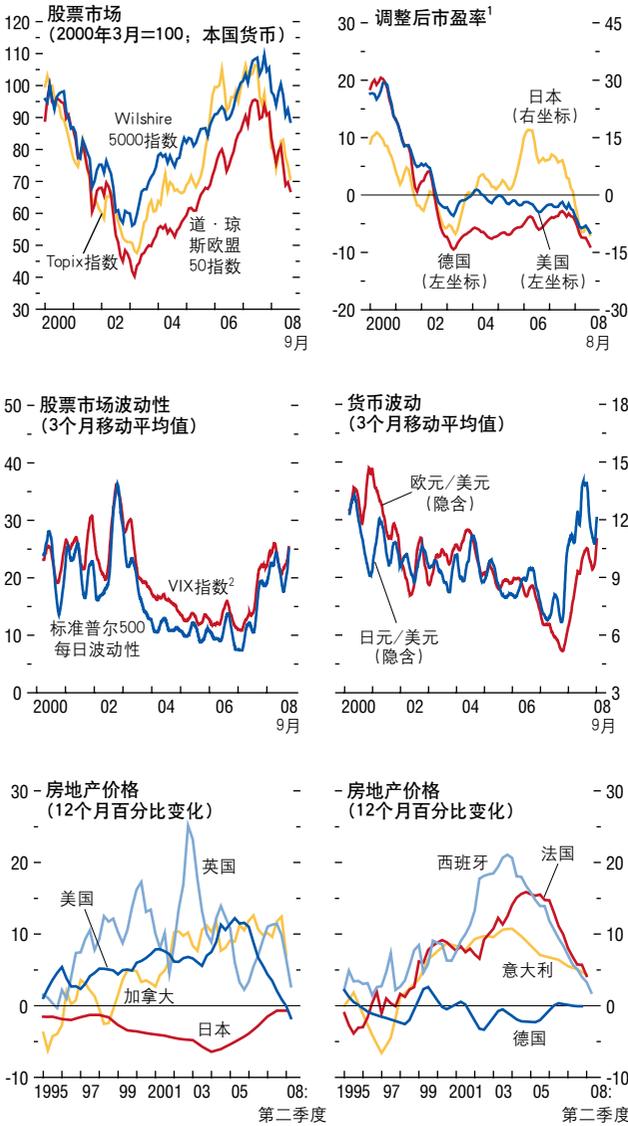
1. 3个月期伦敦同业拆借利率减3个月期国库券利率。

2. CDS=信用违约掉期。

3. 在过去3个月，被调查机构中认为信用标准“显著”或“有所”收紧的机构占比减去认为信用标准“显著”或“有所”放松的机构的占比。欧元区调查的是对企业贷款或授信的信用标准的变化；美国调查的是商业/工业和商业性房地产信用标准的平均变化；日本调查的是小型、中型和大型企业信用标准的平均变化。

图1.7. 成熟金融市场和住房市场指标

反映了金融压力表现为股票价格大幅下跌以及股票和货币市场持续剧烈波动。房地产价格继续下滑,尤其是在美国、法国、意大利、西班牙和英国。



资料来源: Bloomberg Financial Markets; Datastream; CEIC Data Company Limited; Haver Analytics; 基金组织,《国际金融统计》; OECD《经济展望》; 基金组织工作人员的计算。

1. 调整后市盈率是股票价格与前10年收益的移动平均的比率,并进行名义趋势变动的调整。所有调整后市盈率用3个月移动平均值相对1990—2008年(8月)平均值的偏差表示。

2. VIX是芝加哥期货交易所波动指数。该指数用标准普尔500的8个买入和卖出期权的平均隐含波动性表示。

对非金融公司部门,还是对住房部门的贷款增长都在明显减速,在银行资本大幅度提高之前,此趋势可能将持续下去。由于利差扩大和证券化大幅度下降,很明显,风险较高的借款人通过证券市场获得融资将继续受到严重限制。

由于投资者避险情绪提高,杠杆投资者(如对冲基金)获得的资金减少,以及新兴国家增长前景不比从前,金融危机对新兴市场的影响日益加剧。当地的货币市场尤其面临压力,促使若干国家的中央银行降低存款准备金要求,并采取其他措施缓解流动性压力。此外,股票价格暴跌,主权和公司票据的利差均大幅度扩大(图1.8)。如果资本流向发生逆转,那些需大量外部融资和将面临商品价格下跌的商品出口国尤其将受到影响。尽管如此,回顾过去一年的情形,流入新兴经济体的资本总体上一直相当富有弹性,与过去相比,更是如此。在此背景下,在许多新兴经济体中,私人信贷仍继续以较快的速度增长,而且由于通货膨胀涨幅高于政策利率提高的幅度,国内实际利率下降。

2008年4月期《世界经济展望》指出,信贷形势持续紧张将影响经济活动,此关注仍十分有意义。第四章的深入分析进一步证实了此类关注,分析表明,在以往发生的涉及银行冲击的金融危机过后,经济一般会出现比正常情况下更严重的周期性下降,恢复的时间也 longer。金融部门冲击导致经济活动下降的主要传导渠道似乎是通过减少对企业和住房部门的净贷款。第四章指出,在银行危机面前,证券市场和正常融资作用的日益加强事实上没有减少经济体的脆弱性,而且有证据表明,由于杠杆的顺周期波动,这种影响甚至更大。

第四章得出的一个重要教训是,对经济的损害程度在很大程度上取决于公司和住房部门财务状况的初始健康状况和房价变化。美国经济似乎尤其脆弱,因为住户的资产负债表紧张,房价正发生大幅修正。缓减因素包括美国公司部门相对健康的资产负债表以及迅速转向采取宽松的货币政策。住房部门健康的财务状况应该为西欧经济体提供一些保护,但是,如果金融危机持续下去,西欧也会面临严重风险。

## 房市修正加剧

金融因素与住房部门周期变化相互作用加剧了房价涨跌和杠杆的顺周期性波动。促使美国和许多西欧国家房价自 21 世纪初前几年开始上涨的最初原因是实际利率下降、增长强劲以及有些国家移民迅速增加。然而，尤其是在美国，房地产部门扩张的另一个原因是新融资技术的采用，如证券化以及贷款标准放松。<sup>4</sup> 截至 2006 年，美国新抵押贷款的 40% 以上为非传统贷款，其特点是贷款/价值比率非常高，收入背景调查极为宽松。在欧洲国家，虽然没有太多的证据表明贷款标准像美国那样被放松，但是，在有些国家，获得住房贷款融资靠的是批发性融资，一些这类融资存在严重的流动性不匹配问题。

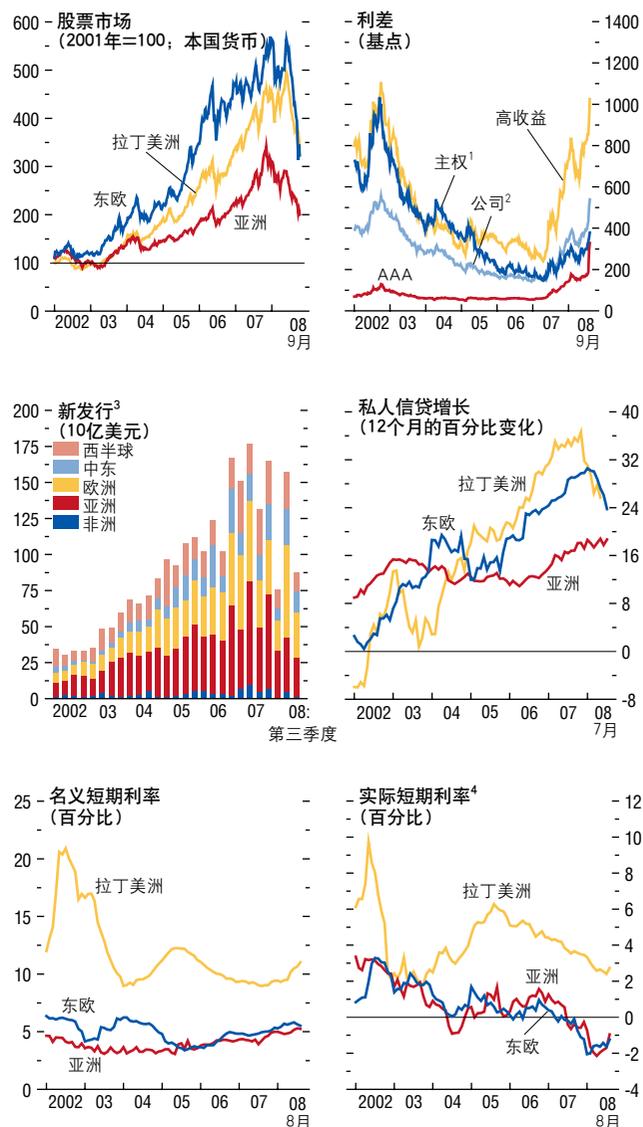
之后发生的美国房价下跌是战后以来最严重的，建房活动和房价均急剧下降。次贷市场几近消失、贷款标准普遍加严，尽管银根放松，传统贷款利率仍提高（因为政府资助企业财务状况不断恶化）以及银行收购急剧增加均加剧了房价下跌。在西欧，房市近来也进入下跌周期，在有些国家，原因包括贷款标准更加严格和信贷成本提高。房价严重下跌主要集中在一些国家，如爱尔兰、西班牙和英国，这些国家房价上涨最迅速，幅度也最大。总体房价也在下跌（见图 1.7 下半部分）。专栏 1.2 中基金组织工作人员关于房价估值的分析表明，考虑到基本要素的影响，先进经济体的房价总体上仍被高估，美国的房价目前正在接近与历史关系相符的水平。

如在专栏 1.2 中讨论的，房价下跌可通过一系列渠道对增长产生严重的负面影响。最直接的渠道是，在过去两年里，住房投资下降导致美国年增长率下降 0.75 个百分点，同幅度的住房投资下降对爱尔兰和西班牙经济增长率的影响更大。此外，与抵押贷款相关资产造成的严重和持续损失（包括因贷款拖欠造成的直接损失和因按市价计值抵押贷款支持资产造成的间接损失）是导致金融危机发生的最关键原因，另一个原因是与此相关

4. Dell'Ariccia, Igan 和 Laeven (2008 年) 介绍了贷款标准放松如何造成美国次贷部门信贷质量恶化。

## 图 1.8. 新兴市场状况

成熟市场的金融压力对新兴市场状况的影响日益增大。近几个月，股票价格急剧下跌，利差扩大，债券、股票和贷款发行从去年的高点下降。同时，为对付通货膨胀上升，国内利率提高，但实际利率下降。虽然私人信贷增长有所减缓，但仍维持在较高水平。



资料来源：Bloomberg Financial Markets；Capital Data；基金组织，《国际金融统计》；基金组织工作人员的计算。

1. JPMorgan EMBI Global Index 利差。
2. JPMorgan CEMBI Broad Index 利差。
3. 股票、银团贷款和国际债券发行总额。
4. 与总体通货膨胀相比。

### 专栏 1.1. 最近出现的金融困境：它是如何改变全球展望的？

自 2007 年年中爆发金融危机以来，《世界经济展望》基线预测就预计到金融压力将持续很长时间，并将对经济活动产生十分严重的影响。然而，先进经济体非金融公司部门较健康的资产负债表和新兴经济体的增长势头预计将缓冲危机对全球增长的影响。截至 2008 年 9 月中旬的数据与此评估基本一致。2008 年 9 月，金融危机进入一个新的和更严重的阶段，由此提出的问题是，全球经济行进路线是否已经改变。本专栏具体探讨了近来发生的金融事件是如何影响先进经济体和新兴经济体的非金融公司部门的，分析表明全球经济中这些部门面临的风险上升。

最近发生的金融危机始于 2008 年 9 月，美国一些具有系统重要性的金融机构突然倒闭。尤其是，Lehman Brothers 宣布破产的决定在全球金融市场引起轩然大波，特别是不断恶化的市场流动性严重紧缩和对交易对手风险的关注加剧。美元资金的拆借成本全面上升，其他货币市场也面临严重压力。由于投资者避险情况加剧，压力扩展到新兴市场，尤其是俄罗斯遭遇了一系列冲击。在全球金融风暴面前，公共部门采取了具有重大影响的对应举措。然而，金融市场仍面临压力，信心脆弱。在最近发生的危机期间，美国金融部门发生了重要的结构性变化，这些变化加剧并扩大了去杠杆化的过程，为金融部门进一步的缩减奠定了基础。<sup>1</sup>

最近的动荡令人担忧，因为有越来越多的迹象表明，市场紧张正在对非金融公司部门和新兴市场产生严重的影响。如果此趋势持续下去，金融危机对宏观经济的影响将比以前的预计更严重。

与危机的早期阶段相比，先进经济体的非

金融部门目前受到更广泛的影响。自危机爆发以来，高等级非金融公司债券的利差逐渐上升，在最近一轮动荡中又进一步提高（第一幅图）。目前几乎为 2002 年峰值的两倍，所反映的违约风险与新兴市场的主权债务相当。低等级公司债券的利差也大幅度上升，但仍低于 2002 年的历史最高水平。短期资金的获得更加困难，股票价格下跌（第二幅图，上半部分），尽管仍高于以前的最低点。

在金融危机过程中，非金融公司的风险特征逐步恶化，导致其借贷成本近来提高。以市场方法计算的美国和欧洲各种信贷工具的违约风险和杠杆比率<sup>2</sup>均全面提高，这不仅包括低等级债券（在经济下滑时期，<sup>3</sup>这在预料之中），而且还包括高等级债券（第二幅图的中间部分）。例如，就美国的高等级债券而言，自 2007 年 6 月以来，违约概率提高了一倍，尽管仍低于 2004 年的水平，<sup>4</sup>部分原因是公司的资产负债表较健康，尤其是内部资金充裕。

与 2000–2002 年高科技股票泡沫破裂之后发生的金融市场危机相比，为什么高等级非金融公司在此次金融危机中受到了更大的影响？一种笼统的解释与触发两次下滑的不同冲击有关。近来的下滑源于金融部门，其发起一配售的模式基本瘫痪。金融冲击正通过更严格的信贷条件以及近来流动性市场干涸传导到非金融部门。由于这种渠道无处不在，因此，信贷产品受到区别对待的余地有限。相反，始自非金融部门，尤其是高收益公司的高科技股票泡沫破裂，主要是通过偿付能力渠道传递的，其对低等级债券的影响远远大于高等级债券。

2. 计算各公司违约概率采取的是修订的 Black-Scholes-Merton 期权定价公式和市场数据，以及风险期限为一年、在对国家和地区加总之前的资产负债表数据。股票价格表示的市场价值代表一公司的资产价值。市场杠杆率定义为债务与按市场价格计值的股本比率。

3. 参见 2008 年 4 月期《世界经济展望》专栏 1.1。

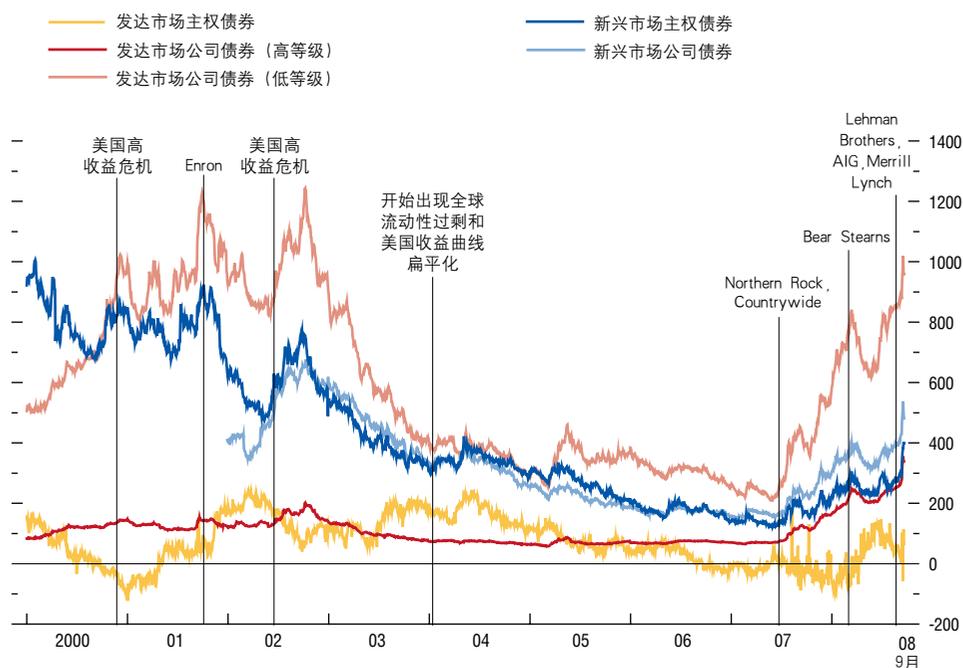
4. 之前的数据不可得。

注：本专栏的作者是 Andreas Jobst 和 Natalia Tamirisa。

1. 有关更多的细节，参见 2008 年 10 月期《全球金融稳定报告》第一章正文和专栏 1.1（基金组织，2008 年 b）。

## 发达市场和新兴市场：主权和公司债券利差，2000–2008年<sup>1</sup>

(基点)



资料来源：Bloomberg Financial Markets；Datastream；JP Morgan；Moody's KMV；Thomson Reuters和基金组织工作人员的计算。

1. 公司债券利差等于资产掉期利差与相应的伦敦银行间同业拆借利率之差。发达市场主权利差序列为5年期美国国库券利率与联邦基金有效利率之差以及德国5年期债券与EONIA利率（即欧洲央行有效政策利率）之差的合成。

高等级非金融公司压力增大的另一个更具体的原因是，市场对非金融公司在本次危机期间的展期风险表示担忧，因为再融资计划将导致大量债券在未来几年到期，银行融资也会收紧。此外，股票价格下跌也增加了筹资成本。

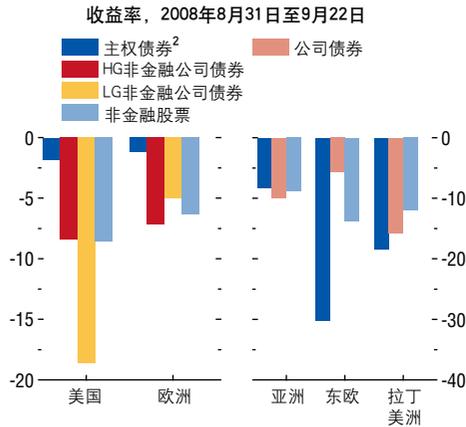
近几周里，新兴市场借款的成本也进一步上升，但仍低于2001–2002年及1997–1998年亚洲金融危机期间的高峰。由于投资者风险偏好降低，以及需出售资产以获得现金来补交保证金，新兴市场的资产出现急剧和广泛的收缩。特殊风险在上升。新兴欧洲和拉丁美洲经济体

的主权和公司债券收益跌幅最大，新兴亚洲资产受到的影响小得多（见第二幅图的上半部分）。信用市场对各国融资需要的区别对待程度提高，这表明，脆弱的新兴经济体面临资本流入突然停止和货币危机的风险上升（第三幅图）。

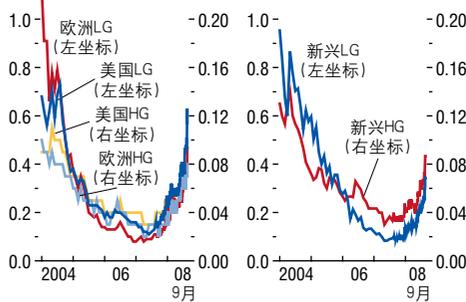
自危机开始以来，新兴经济体公司债券的利差已提高到高于主权利差的水平（见第一幅图），这表明，投资者认为新兴市场的非金融部门比公共部门更脆弱，这可能是与主权部门相比，该部门获得国内融资的渠道更有限、杠杆率较高以及展期风险更高。而公共部门被

专栏 1.1 (续)

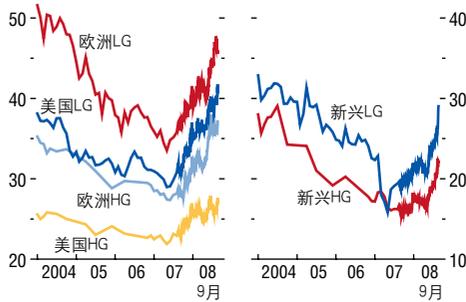
若干金融指标<sup>1</sup>  
(百分比)



非金融公司违约概率的市场中值, 2004-2008年



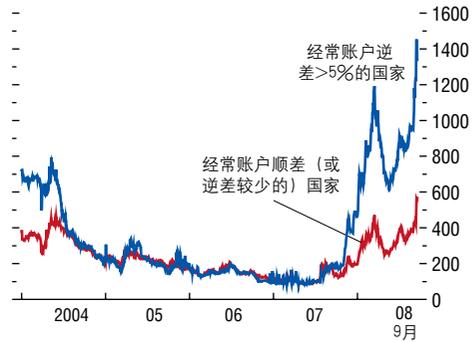
非金融公司市场杠杆率中值, 2004-2008年



资料来源: Bloomberg Financial Markets, Datastream; Moody's KMV; Thomson Reuters 和基金组织工作人员的计算。

1. LG=低等级; HG=高等级。
2. 美国和欧洲主权债券收益的变化分别基于联邦基金有效利率1个月期货的合同价格和德国债券的总收益指数。

新兴经济体: 信用违约掉期利差,  
2004-2008年<sup>1</sup>  
(基点)



资料来源: Bloomberg Financial Markets和基金组织工作人员的计算。

1. 5年期主权信用违约掉期合同平均加权的合成。

认为更安全, 因为有高额官方储备和改善的公共部门资产负债表作为后盾。

同先进经济体一样, 继非金融公司风险特征在前段时间恶化后, 新兴市场公司利差近来上升, 部分是由于增长减速(见第二幅图的下半部分)。自危机以来, 以市场方法计算, 高等级和低等级债券的违约概率均提高了近两倍, 但仍低于近期的峰值。目前, 新兴亚洲高等级非金融公司的违约概率最高, 这是因为各分组中, 该组国家基于市场方法的杠杆率最高。这部分是由于在过去两年里, 这些国家借货币升值之机增加了国外公司借款。在低等级债券中, 拉丁美洲国家公司债券的杠杆率最高。

尽管如此, 公司债券利差和新兴主权利差仍大大低于亚洲金融危机、阿根廷违约以及高科技股票泡沫破裂后的水平(见第一幅图)。原因之一是, 由于国际储备增加、商品收入提高以及国内需求更强劲, 新兴经济体抵御外部冲击的能力提高。另一个原因是, 新兴经济体面

临的冲击并不直接：与发起—配售的银行模式相比，高科技股票泡沫破裂的中心是各国广泛分享的技术创新，而亚洲金融危机则起源于新兴经济体。

总而言之，在金融危机的最近阶段，公司和新兴经济体的形势逐步恶化。目前来看，此趋势是否将持续还不明朗。市场仍将十分动荡，而且难以预计此动荡还会持续多长时间。动荡

持续时间越长，金融与实体经济部门之间的逆向反馈循环效应就会越严重，就会有越来越多的实体部门受到影响。同时，随着去杠杆化的加剧和扩展，恢复将推迟，全球衰退的风险将上升。因此，近期状况表明，由于近来发生的事件，全球增长的前景急剧恶化，基线预测的下行风险也增加。

的贷款条件更加严格。最后，房价下降还对以房屋作抵押进行借款的机会和财富效应产生负面影响。虽然部分由于减税的影响，美国的消费相当具有弹性，但目前也正在迅速放慢。

## 重重压力之下的商品市场

全球经济减速导致商品价格自7月中旬以来回落，但实际商品价格仍比过去二十年任何时期的水平高得多(见图1.1)。第三章列举了一些证据，表明推动商品价格持续上涨的因素是，在多年产能过剩之后，许多关键商品的供需平衡一直紧张，而且各方面认为在可预见的将来，市场还可能处于紧张。商品需求增长的主要推动因素是大量低收入劳动力，尤其是亚洲劳动力持续融入全球经济，这组人口的人均消费水平较低，但需求的收入弹性较高。此外，在相对价格上升的情况下，部分地由于存在实际的地缘和技术制约因素，尤其是在石油部门，供给反应迟钝；另一方面是因为人们担心油价可能再回到20世纪80年代后期和90年代的较低水平；还有一个原因是，政策失误抑制了对增加粮食和能源供应的投资。由于库存和多余产能有限以及短期内的供需价格弹性极低，商品价格对任何关于供给可能中断或周期前景看法改变的消息都极为敏感。因此，近来商品价格下降主要是因为各方面越来越认为全球经济在减速、需求对价格上涨正在作出反应(尤其是在美国)

以及供给方面出现一些积极进展。

一些观察人士认为，近来商品价格大幅度波动可能与投机或投资者把商品作为资产进行投资的兴趣提高有关，而不是因为影响供需关系的基本面发生了什么变化。基金组织工作人员的研究发现，美元贬值和美国利息下降起到一些作用，因为它们通过影响需求和供应对价格产生了影响。然而，从专栏3.1的讨论看，由于数据的局限性，难以作出权威性判断，但没有太多的具体证据表明投资者日益青睐商品投资，将其作为投资资产或投机因素对商品价格产生了系统性或持续影响，当然，在某些情况下，市场情绪波动可能对短期内的价格变化产生了一些影响。

商品价格高涨对宏观经济产生的最迅速和最直接的影响是通货膨胀。如已经提到的和将要在第三章更详细考察的，在新兴经济体，粮食价格上涨是通货膨胀激增的主要因素。相反，在先进经济体，导致通货膨胀上升的最主要因素是油价上涨。

这些直接因素在多大程度上会反馈到第二轮效应中？三个结构性趋势有助于减缓这些风险：(1) 实际工资灵活性日益提高，与20世纪70年代期间，尤其是西欧缺乏弹性的实际工资形成鲜明对照；(2) 警觉的中央银行能够更有效地引导通货膨胀预期；(3) 能源密集程度下降。<sup>5</sup> 此外，

5. Blanchard 和 Gali (2007 年) 详细分析了近来油价上升产生的宏观经济影响为何可能小于 20 世纪 70 年代。

### 专栏 1.2. 房价：修正及后果

今年，一些先进经济体的房价开始下跌，与 2007 年间几乎所有国家房价上涨（美国除外，自 2006 年以来，美国房地产就开始修正）的情形形成鲜明对比。以实际值（并经季节调整）计算，加拿大、丹麦、西班牙、新西兰和英国的房价在 2008 年上半年以每年 5% 至 12% 的幅度下降（第一幅图）。<sup>1</sup> 房价还会进一步下跌多少？房价下跌对宏观经济的影响是什么？

房价修正。作为评估房价可能下跌幅度的基础，第一步是解释过去十年中房价上涨的重要驱动因素。为此，制作模型时，将实际房价上涨作为下列变量的函数：人均可支配收入增长、就业年龄人口、信贷和股价以及短期和长期利率的水平。通过纳入滞后的实际房价上涨和负担能力比率（房价与可支配收入的滞后比率），可获得这些变量的动态效应。使用 1970–2007 年的季度数据，用模型对各国进行估算。<sup>2</sup>

这些基本因素不能解释的房价上涨部分称为房价缺口，此缺口被用来估算潜在的房价修正。当然，缺口估算可能部分反映了遗漏的基本因素，如房地产市场供给方因素的变化。<sup>3</sup> 然而，估算能指示，为实现均衡结果，应在多大

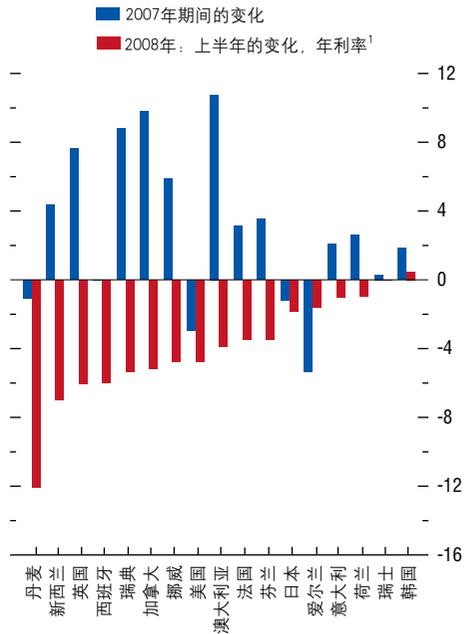
注：本专栏的主要作者是 Prakash Loungani。Ercument Tulun 和 Jair Rodriguez 提供了研究协助。本专栏对 2007 年 10 月期和 2008 年 4 月期《世界经济展望》中的分析和相关问题作了更新。

1. 这些数据由经合组织提供，是基于常用的国家来源，如这里所示：[www.oilis.oecd.org/oilis/2006doc.nsf/linkto/ECO-WKP\(2006\)3](http://www.oilis.oecd.org/oilis/2006doc.nsf/linkto/ECO-WKP(2006)3)（第 34 页）。如一国当局不提供经季节调整的数据（序列），经合组织对数据进行季节调整。在与房价的总体数据进行比较时，使用经季节调整数据会有一些困难，但它能更好地预示未来数月的房价变化。

2. 西班牙、韩国的数据分别从 1971 年和 1986 年开始。

3. 这里，模型的估算重点在于解释房价在短、中期的变化，而不是房价的长期水平。各国房价的长期水平相差很大，反映了一国在供应方面的限制和长期制度因素，如对住宅征税的程度（Poterba，1984 年）。关于欧洲房地产市场的研究，Hilbers 等人（2008 年）很好地阐述了这些因素在房价变动方面所起的作用。

实际房价变化  
(百分比)



的房价上涨的国家是：澳大利亚、爱尔兰和英国；<sup>4</sup> 2007年，这些国家的房价比基本因素所能解释的要高20%~30%。一组其他国家，包括法国、意大利、荷兰和西班牙，<sup>5</sup> 房价缺口在10%~20%。<sup>6</sup> 美国的缺口估算值约为7%，比大多数其他国家小，而且比之前的估算值小，这部分反映了美国房价在过去18个月里的下降。<sup>7</sup> 每个国家的估算范围平均约为3.5%，虽然荷兰、挪威和瑞典的估算范围要大得多。

为正确表述这些缺口估算值，将它们与先进经济体过去数十年的房价周期进行比较是有益的（经合组织，2006年）。在1970年和2005年间，房价周期平均约为10年，其中6年为扩张期，在此期间实际房价上涨约45%。在随后4年的收缩期，实际房价下降约25%。各国的下降幅度不等，美国约为10%，日本和一些欧洲国家则超过30%。

因此，如果即将发生的房价修正与第二幅图所示的缺口一致，它们将完全在以前的经验范围内。此外，过去的证据显示，修正通常发

4. 正如基金组织工作人员在2008年关于澳大利亚的报告中指出的，如果把各国的具体因素，尤其是把长期移民对住房需求的影响考虑在内，那么，结果中便无法找到房价被显著高估的证据。

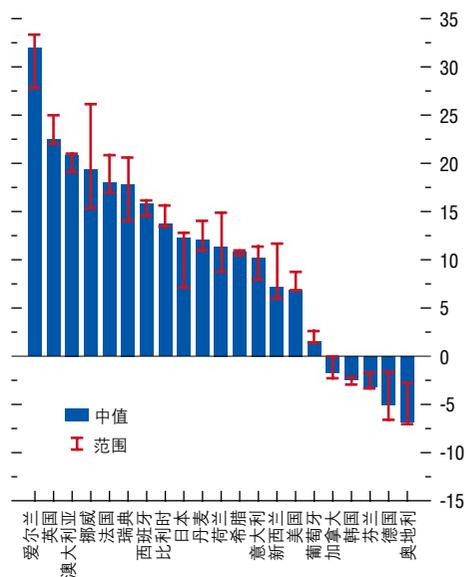
5. 基金组织工作人员关于2008年荷兰第四条磋商的报告指出，如果将单身住户增加（这在荷兰很重要，因为它是促进增加住房需求的一个因素）以及制度因素（如严格的区域规定和慷慨的抵押贷款利息扣减）考虑在内，这里估算的房价缺口范围（9%~15%）可能小得多。

6. Hilbers等人（2008年）根据近年来房价超出长期平均水平的程度，将欧洲国家分成“快”、“平均”或“缓慢移动”三个组别。这里提供的缺口估算与分类一致：三组的平均估算缺口分别为19%、11%和-3%。工作人员关于第四条款的最新报告指出，房地产市场降温，或应开始修正的国家包括加拿大、韩国、新西兰、挪威、西班牙和英国。关于德国，一些研究发现，低估的程度高于本报告5%的估计，这或许反映了德国统一后社会住房对供给方的影响。

7. Klyuev（2008年）估计，美国独家别墅的价格“在2008年第一季度仍有8%~20%的高估”。估计2007年美国房价缺口约为12%（见2008年4月期《世界经济展望》专栏3.1），2006年约为20%（见2007年10月期《世界经济展望》专栏2.1）。

房价缺口

(百分比)

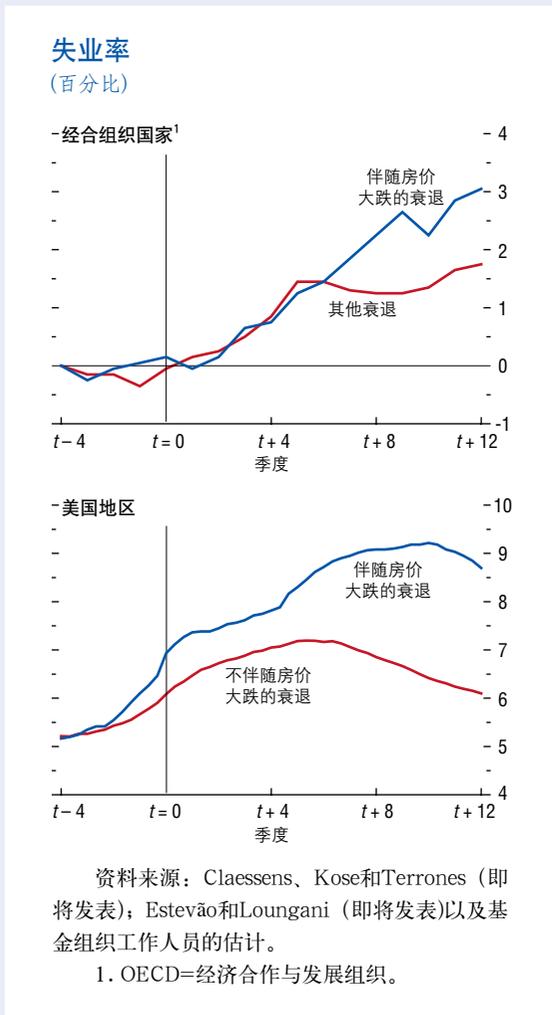


资料来源：基金组织工作人员的计算。

生在几年里。来自有地区（即比国家低一层次的区域）数据的国家的证据显示，对一些地区而言，价格水平修正可能更突出，且持续时间长于国别周期（Calomiris、Longhofer 和 Miles，2008年；Estevão 和 Loungani，即将发表）。

宏观经济影响。房地产市场周期的以往经验可作为这些价格修正所产生的宏观经济影响的一个指导（Claessens、Kose 和 Terrones，即将发表；2008年4月期和2004年4月期《世界经济展望》）。证据显示，如果调整发生在经济疲软和信贷条件紧缩的情况下，其后果更加不利，这不足为奇。而这正可能是许多国家目前所面临的情况。从1960年到现在，发达国家与房价泡沫破裂及信贷紧缩有关的衰退略长于和深于其他衰退。在房地产泡沫破裂的情况下，衰退的持续时间要长四分之一，衰退期间总产出损失稍高，失业率明显增加且失业率增加的

## 专栏 1.2 (续)



持续时间更长(第三幅图, 上半部分)。在衰退开始后的12个季度里, 失业率平均上升了1.5个百分点。但在与房价泡沫破裂有关的衰退中, 失业率上升了3个百分点。

一些证据显示, 本模型在国家一级和地区一级这两种情况下都成立。如第三幅图下半部分所示, 与所有地区衰退中失业率上升2个百分点的情况相比, 在美国与房地产泡沫破裂有关的地区衰退中, 失业率上升4个百分点(Estevão和Loungani, 即将发表)。

房价下跌对产出各组成部分的影响是什么? 关于住宅财富变化对消费的可能影响的文

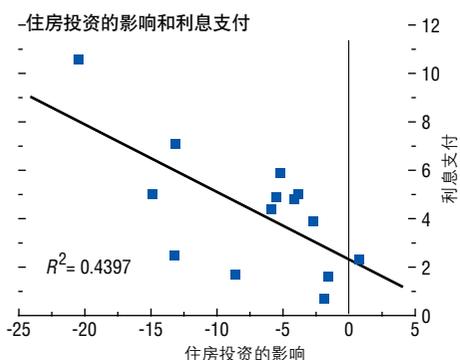
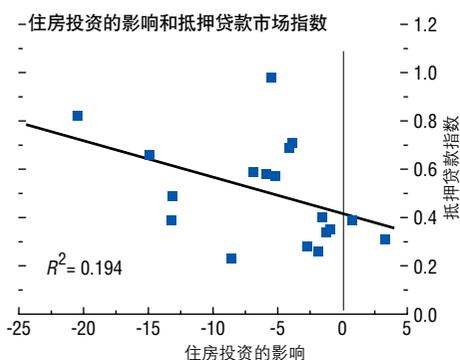
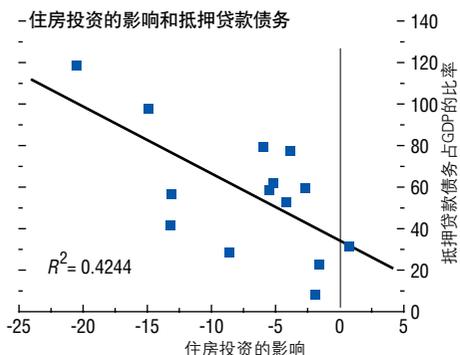
献越来越多。Buiter(2008年)论证指出, 房价变化是财富的再分配, 因此对总财富净值的影响不大; 但是, 通过放松对抵押品的限制, 它们可影响个人消费。与此观点一致的是, Muellbauer(2008年)发现, 经对信贷市场发展和放松管制(这增加了获得房屋抵押贷款的机会)的影响建立细致的模型, 房价变化对美国和英国的消费产生了中期流动性影响。

对投资的影响更明显。Claessens、Kose和Terrones(即将发表)发现, 投资, 特别是住宅投资, 在与房地产泡沫破裂及信贷紧缩有关的衰退中下降的程度往往比在其他衰退中更大。<sup>8</sup> 在住宅投资下降的程度上, 各国也存在着显著的差别, 原则上, 这可能取决于一国金融和法律制度等广泛特点。一个重要方面是居民获得抵押贷款的容易程度。这可由抵押贷款市场的深度或由一个总结抵押贷款市场体制特点的指数来衡量。抵押贷款市场指数包含以下特征: 抵押贷款与财产价值的典型比率, 抵押贷款的标准时间长度, 以积累的房屋净值为抵押获得贷款的能力, 以及抵押贷款二级市场的发展程度。如第四幅图前两部分所示, 在居民较容易获得抵押贷款的国家, 住房投资往往更高。<sup>9</sup>

8. 对英国使用住户一级的数据, Benito(2007年)发现, 更常见的情况是房屋抵押所取得的贷款更多地流向住房投资而非消费支出, 这表示 Buiter(2008年)和 Muellbauer(2008年)所强调的抵押品渠道对投资的影响比消费更大。

9. 关于抵押贷款市场深度(抵押贷款债务与收入的比率)的数据, 见 Warnock 和 Warnock(2007年)及经合组织(2006年)。2008年4月期《世界经济展望》第三章介绍了抵押贷款市场指数。对于20世纪90年代, 这里使用的债务标准是抵押贷款债务与居民可支配收入的比率(经合组织, 2006年); 但是, 对其他年份使用其他债务标准(抵押贷款债务与GDP的比率)时得出相似结果。考虑到房价修正幅度, 住房投资下降和抵押贷款债务与GDP的比率之间的相关性更强。通过使用信号限制法(sign restrictions)来发现住房需求冲击, 并跟踪这些冲击对房价、住房投资和产出的影响, Cardarelli等人(即将发表)使这一分析更深入一步。他们得出的结论是, 通过增强住房作为抵押品的作用, 住房融资创新放大了房地产对经济其他部门的外溢效应。

### 住房投资的影响



资料来源：Claessens、Kose和Terrones（即将发表）；经合组织（2006年）以及基金组织工作人员的计算。

在对房价修正之后的经济周期幅度进行解释时，其他因素可发挥作用。除已经讨论过的抵押贷款市场的特点外，与目前情况有关联的

一个重要特征是可变利率（与固定利率相反）抵押贷款的流行。欧洲在这一方面存在差别，芬兰、爱尔兰和西班牙主要是可变利率抵押贷款。在过去，更高的利息支付（相对于居民可支配收入）也与房地产泡沫破裂期间住房投资的大幅下降有关，参看第四幅图下面部分。<sup>10</sup> 各国在法律规定上也不同，如在住房抵押贷款发生违约的情况下，关于抵押贷款贷款人的追索权规定。<sup>11</sup> 本专栏研究所关注的多数国家，如法国、德国、爱尔兰、荷兰、西班牙和英国，债务人有责任付清全部抵押贷款债务，因此降低了取消抵押品赎回权的动机。在美国，抵押贷款取消抵押品赎回权的管理在州一级。在六个州，贷款人仅对被抵押的财产（可被收回并出售）有追索权。在其他州，债务人也有责任付清全部债务，但对于抵押贷款和被没收的抵押品出售价格之间的差额，贷款人可收回的程度是不同的。但是，在实践中，由于涉及的时间和成本，贷款人可能选择不寻求不足额判决。

解释房价下跌对经济周期影响程度的另一个因素是银行部门对房地产部门风险的暴露，这种风险暴露在各国之间以及一国不同的贷款机构之间是不同的。基于其承受房地产贷款资产组合恶化的能力，银行持有的抵押贷款价值是其总市场价值的倍数。这一指标在各国是不同的，在丹麦和德国约为4，西班牙在3以下，加拿大、日本和英国约1.5，美国则小于1。<sup>12</sup> 在住房周期期间，银行部门抵押贷款风险暴露高的国家，住房投资的跨国跌幅更大些，但效应

10. 参看 Tsatsaronis 和 Zhu (2004 年)。Warnock 和 Warnock (2007 年) 在主要是可变利率抵押贷款的欧洲国家名单中增加了希腊、葡萄牙、瑞典和英国；在欧洲以外，美国、加拿大和日本被列为主要是固定利率抵押贷款的国家。

11. 关于取消抵押品赎回权比率对房价的影响，请参看 Klyuev (2008 年) 和德意志银行 (2008 年)。

12. 除美国外，估计值来自 Ahearne 等人 (2005 年)，估计值是基于银行关于抵押贷款的数据及来自 Bloomberg L.P. 和 Worldscope 的市值；美国的估计值是基于银行部门房地产总贷款和银行部门总市值。

### 专栏 1.2 (续完)

不像之前抵押贷款债务与 GDP 的比率那样明显。然而，在目前的情况下，由于银行资产负债表处在新的压力下及银行股价低，银行系统对抵押贷款的风险暴露对实体经济产生的负面影响或许比过去大得多。

结论。近年来，许多先进经济体经历的房价上涨难以完全用基本驱动因素（如收入增长和利率）来解释。现在，这些经济体中的多数

似乎已开始了对房价的修正。如果过去是序幕，这些修正可能平均为 25% 并延续 2 至 4 年。过去的证据还表明，这些修正对宏观经济影响的跨国差别可能取决于其住房金融制度的特点，尤其是近年来住户获得抵押贷款的容易程度。这一特征可能与房价修正期间投资下降的程度有关，并可能产生减少消费的影响。

经济活动减速也减缓了通货膨胀风险，尤其是在先进经济体。然而，在一些新兴经济体，这仍令人关注，尤其是在那些产能限制日益严格、公共部门工资迅速上升以及不灵活的汇率体制可能束缚了货币政策应对的经济体。

商品价格上涨还可能对贸易条件、购买力和增长产生重要影响。在全球层面，关键因素是石油，因为粮食生产在全球范围的分布更均匀一些：平均而言，石油进口比粮食进口多 2.5 倍。

总的来说，油价上涨对全球需求造成净的收缩影响，因为石油出口国把相当高比例的额外石油收入储蓄起来，尤其是因为这些经济体已经达到吸收能力的极限。再分配效应的规模还取决于商品价格冲击的来源，如果纯粹来自供给冲击，而不是供需双重作用，影响的规模会更大一些，此次涨价似乎就属于此种情况。再分配效应的规模相当可观，但比 20 世纪 70 年代要小得多，就先进经济体而言，当时产出的石油密集程度是目前水平的两倍，在新兴经济体，比目前水平高 25%（见图 3.9）。从国家层面看，低收入国家尤其容易受到粮食和燃料进口成本上升的影响。在撒哈拉以南非洲的一些国家，由贸易条件恶化而导致的损失高达 GDP 的 5% 以上（基金组织，2008 年 a）。

### 宏观经济政策是否一直过于松弛？

在经历四年的强劲扩张之后，全球经济实绩近来开始恶化。扩张得益于新兴经济体和发展中经济体日益融入全球经济，并带动全球经济实现了自 20 世纪 70 年代初以来的最高增长率。然而，事后来看，一些关键市场，如金融、住房和商品市场上的失衡明显在不断积累，反映出这些市场的运作中存在严重缺陷，而且监管不力，因此，付出代价就不可避免。

一些观察人士指出，2003–2007 年过于松弛的宏观经济政策加剧了金融、住房和商品市场的失衡。尤其是，20 世纪 90 年代降低通货膨胀取得巨大成功，中国等其他劳动密集型经济体融入世界贸易体系带来全球生产率提高，先进经济体得以实行极为宽松的货币政策，并因此导致一系列市场泡沫。21 世纪初高科技互联网泡沫破灭之后，为缓解对通货紧缩的担忧，货币政策一直非常宽松。的确，在美国以及欧元区和日本（后两者程度较轻），政策利率一直大大低于泰勒规则建议的水平（图 1.9）。此外，虽然自 2003 年开始紧缩银根，但被证明未能做到“逆风而行”，因为信贷流入房地产部门，房价提高到与基本面严重脱节水平。

此外，由于汇率体制不灵活，一些主要新兴经济体实施独立货币政策的能力近来受到限制。

随着美元贬值和美联储大幅度降息，自2007年8月以来，这种限制变得日益明显。因此，在通货膨胀压力上升之际，这些国家实际上从美国引进了日益宽松的货币政策态势。<sup>6</sup>同时，新兴经济体强劲的增长、美元贬值、美国的低利率以及资金流入商品期货市场（基金组织以外一些观察人士的观点）均加剧了商品价格的持续涨势。正统的中央银行论点认为，只要基本通货膨胀与前瞻性目标一致，通货膨胀因相对价格冲击暂时上升是可以接受的。然而，连续发生同方向的冲击则会增加因相对价格持续变化产生第二轮效应的风险。

图1.9关于全球流动性的测算就这些关注提供了一些、但非结论性的支持。截至2005年，最大先进经济体的基础货币无疑迅速增加，虽然之后的增速有所放慢，但由于新兴经济体的国际储备继续迅速增加，意味着这些经济体的货币也迅速增长。然而，在先进经济体，货币总量与价格间的关系比较脆弱，对新兴市场国家这种关系的理解更是肤浅。关于利率，近十年的长期利率处于历史较低水平，这更多地取决于影响储蓄供需的基本力量（包括新兴经济体较高的储蓄率、先进经济体公共储蓄提高以及除中国以外国家投资率下降），而非货币政策的制定。

产出缺口测算为全球范围内存在的过度需求提供了更直接的证据。固然，如专栏1.3所强调的，这种测算并不精确，解释时需谨慎。专栏1.3介绍了《世界经济展望》分析潜在增长和产出缺口采用的这种方法。尽管如此，总体而言，数据表明，与20世纪90年代末相比，全球经济发展一直大大超过周期中性水平（图1.10）。<sup>7</sup>目前来看，先进经济体的发展速度似乎略低于周期中性水平，而且由于目前的增长率大大低于估算的潜在水平，因此产出缺口还会进一步加大。相反，直到最近，新兴经济体的增长似乎一直快于趋势，产能压力有增无减。就该组国家而言，估算的产出缺口很可能有误差，尽管如此，估算结果基本与观察到的近期通胀加速上升吻合。

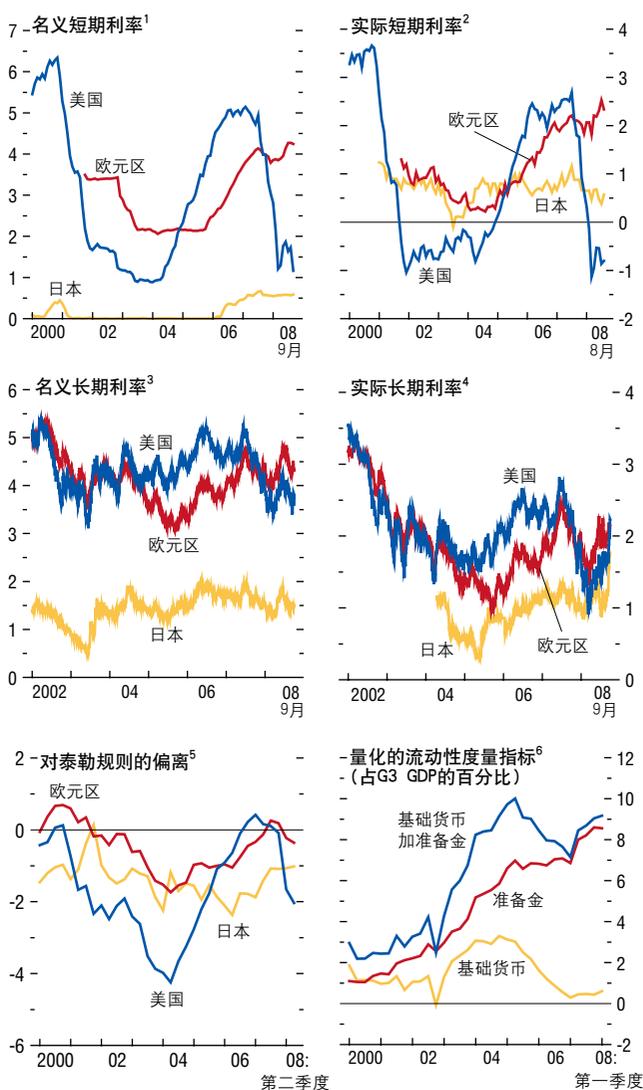
6. 专栏3.3中的模型模拟介绍了此类关注。

7. 然而，有必要指出的是，在周期性下降之后，对潜在产出的估算频繁被下调。

图1.9. 部分先进经济体货币政策和流动性度量

(除注明外，均为以百分比表示的利率)

继2001—2005年放松银根后，各先进经济体实行紧缩的货币政策。2007年8月爆发金融危机后，美联储加大放松政策态势的力度。相反，欧元区和日本则保持货币政策基本不变。



资料来源：Bloomberg Financial Markets；欧盟统计局；Haver Analytics；Merrill Lynch；经合组织《经济展望》和基金组织工作人员的计算。

1. 3个月期国库券。
2. 与核心通货膨胀相比。
3. 10年期政府债券。
4. 10年期保值政府债券。

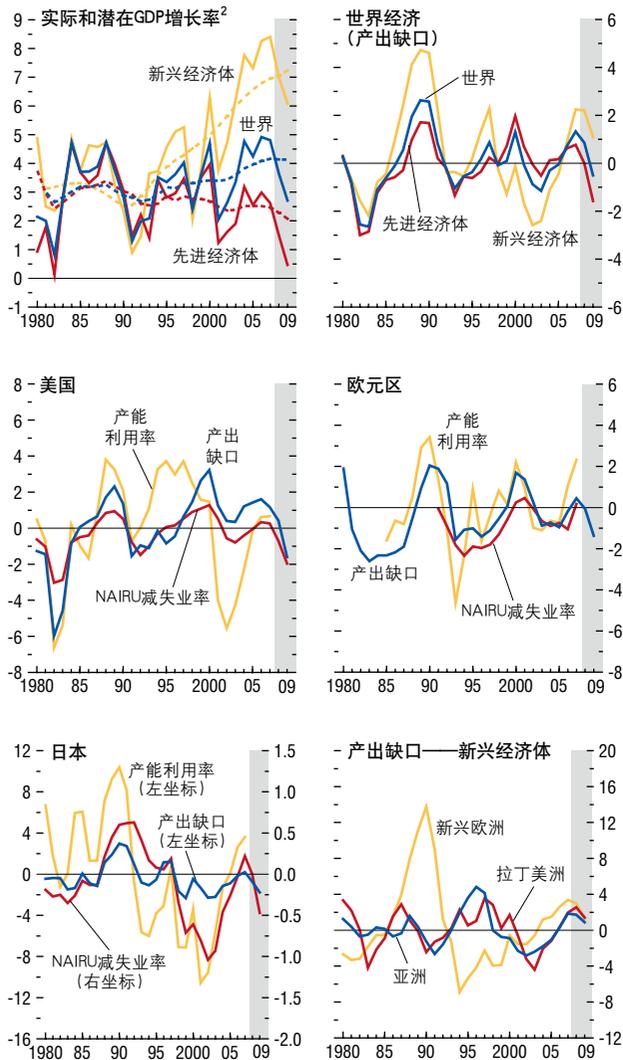
5. 泰勒利率水平取决于：(1) 中性实际利率，该利率是潜在产出增长率的函数；(2) 预期消费者价格通胀相对通货膨胀目标的偏差

(3) 产出缺口。预期的通货膨胀根据保值债券的保本率计算得出。

6. 欧元区、日本和美国(G3)过去三年的变化，以美元计值。

图1.10. 产出缺口和产能压力度量<sup>1</sup>

经过一段时期高于趋势的增长之后，全球经济活动目前已大大低于潜在增长率。在先进经济体，预计到2009年，产出缺口将扩大到GDP的1%~2%。在先进经济体，产出将略高于周期中性水平，但产能压力将略有减缓。专栏1.3介绍了估算潜在GDP增长率和产出缺口使用的方法。



资料来源：经合组织，《经济展望》和基金组织工作人员的估计。

1. 非加速通货膨胀的失业率 (NAIUR) 的估计来自经合组织。产出缺口 (用占潜在 GDP 的百分比表示) 的估计是基于基金组织工作人员的计算。产能利用率, 美国 (占总产能的百分比) 和日本 (制造业开工率指数) 用对 1980-2007 年平均值的偏差表示; 欧元区 (工业产能的百分比) 用相对 1985-2007 年平均值的偏差表示。

2. 先进经济体, 为实际增长率 (实线) 与潜在增长率 (虚线)。新兴经济体, 对潜在 GDP 增长率采用了 Hodrick-Prescott 过滤器。

因此, 虽然有一些证据表明全球范围内的货币政策可能太过宽松, 作为整体的全球经济总体上可能超速运行, 但是, 过度的需求压力似乎集中在新兴经济体, 而且与近来的其他周期相比, 从全球层面来看, 这种压力似乎并不是异常高。虽然宏观经济因素可能起了一些作用, 但却难以用这些宏观经济因素来解释近来金融、住房和商品市场紧张形势的加剧。

### 转机前景

本期报告出版之时, 全球经济前景仍十分动荡。基线预测的主要假设是, 美国和欧洲政府将采取综合举措, 并能成功地稳定金融市场形势和避免系统性事件的进一步发生。然而, 在整个 2008 年和 2009 年, 市场仍可能处于重重压力之下。即使计划能成功去除美国银行资产负债表上的问题资产, 恢复对资产估价的信心和减少交易对手的担忧也需要时日。此外, 由于需要更多的资本以及随着更广泛经济内的信贷损失增加, 银行将继续面临压力。2008 年 10 月期《全球金融稳定报告》(基金组织, 2008 年 b) 中的详细预测表明, 在 2009 年甚至之后的年份, 持续的去杠杆化将导致信贷增长下降到极低的水平, 风险较高类别资产的利差仍较大。新兴经济体和发展中经济体将继续面临困难的外部融资环境, 那些面临经常账户逆差或存在其他脆弱性的国家所处的压力最大。

在商品市场, 如果不发生进一步的供给冲击或增长前景严重恶化, 商品价格将继续保持目前的高水平, 与远期市场价格持平。因此, 2009 年, 平均油价每桶约为 100 美元。但是, 市场仍将波动, 并将根据供给和需求趋势看法的变化作出反应。

基于此背景, 基线预测表明, 全球经济正陷入严重下滑, 增长率下降到 2001-2002 年衰退以来的最低水平。预计在 2009 年晚些时候, 全球经济将逐渐恢复, 2010 年才能恢复趋势增长率。支持最终恢复的因素包括: 随着商品价格趋稳, 贸易条件的不利影响逐步消失, 美国住房市场好转以及人们对核心金融机构解决流动性和清偿问题的信心增加。以年增长率计, 全球增长率将从

2007年的5%略下降到2008年的3.9%和2009年的3.0%（见表1.1和图1.11）。近几个月以来，越来越多的证据显示，各项活动减速、金融危机加剧以及金融部门的去杠杆化对增长的制约可能进一步加大，因此，所有预测均大大低于2008年7月期《世界经济展望最新预测》的预测。

预计先进经济体在2008年余下的时间和2009年上半年尤其不景气。在美国，随着财政刺激措施作用的消退和出口势头减弱，以及严峻的金融形势造成更严重的影响，在此期间，经济增长率将为零或负数。住房部门最终好转和油价更稳定有助于为2009年下半年的恢复奠定基础。但是，恢复会比以前的经济周期更缓慢，因为紧张的信贷形势将继续严重影响国内需求。<sup>8</sup> 预计大多数其他先进经济体2008年和2009年上半年的增长也将异常疲软，甚至会出现收缩，2009年下半年可能略有回升。事实上，2008年和2009年期间，预计除加拿大以外所有七国集团国家第四季度同比增长率都将低于1%。

预计新兴经济体的增长也将继续减速，在2008年下半年和2009年年初，预计增长率将下降到低于趋势的水平，之后将有所回升。在此期间，预计总体增长率仍将大大高于2001-2002年全球下滑期间的水平。出口增长将继续减速，国内需求也将减缓，但是，近几年来实现的强劲生产率提高将继续支持国内需求。预计商品出口国，尤其是石油出口国将保持势头，但那些依赖粮食和燃料进口或外部融资国家的增长将大幅度减速。净外部资本流入总量预计将减半，一些国家的储备头寸可能会面临严重压力。

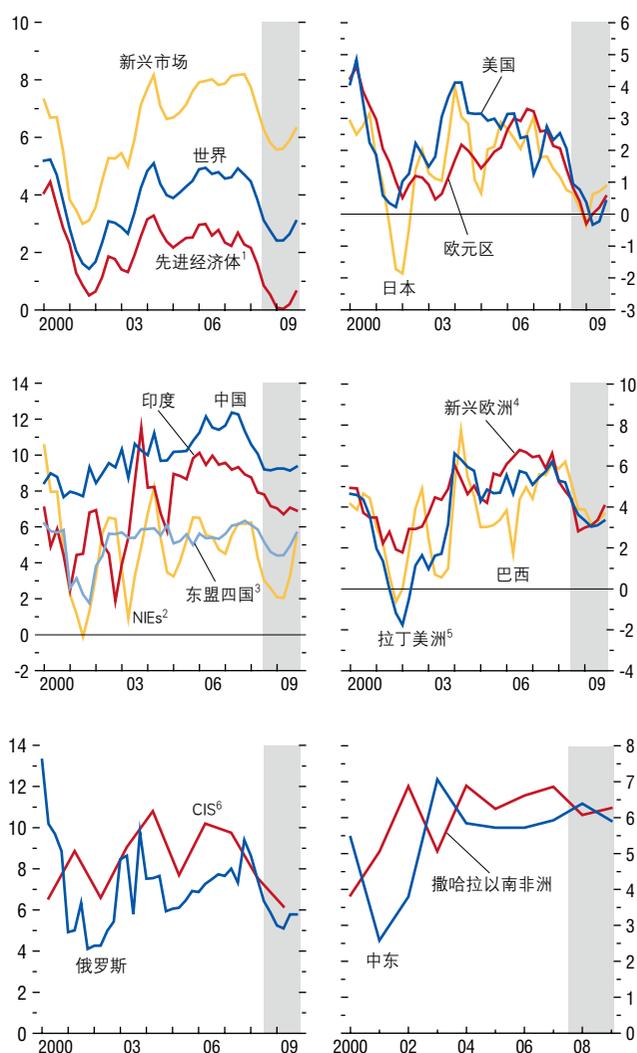
在通货膨胀领域，预计经济减速加剧和商品价格稳定将遏制先进经济体价格上涨步伐，到2009年年底，有望把通货膨胀拉到2%以下。在新兴经济体和发展中经济体，由于近来商品价格上涨继续反馈到消费领域，预计在2008年年底之前，通货膨胀将继续保持在约8%的水平。2009年，预计通货膨胀将略减缓到6.25%，但仍高于许多

8. 然而，就其本身而言，信贷增长放慢不一定会影响恢复。以往经济周期的证据表明，经济活动通常在信贷周期出现转机之前恢复（Claessens、Kose和Terrones，即将发表）。

图1.11. 全球展望

(实际GDP, 与一年前相比的百分比变化)

2008年下半年和2009年年初，预计全球经济将进一步减速，之后将逐步开始恢复。下滑对先进经济体的影响最大，它们将进入或接近衰退。新兴经济体的增长也将放缓，主要是有着密切贸易联系的亚洲、新兴欧洲以及拉丁美洲国家。

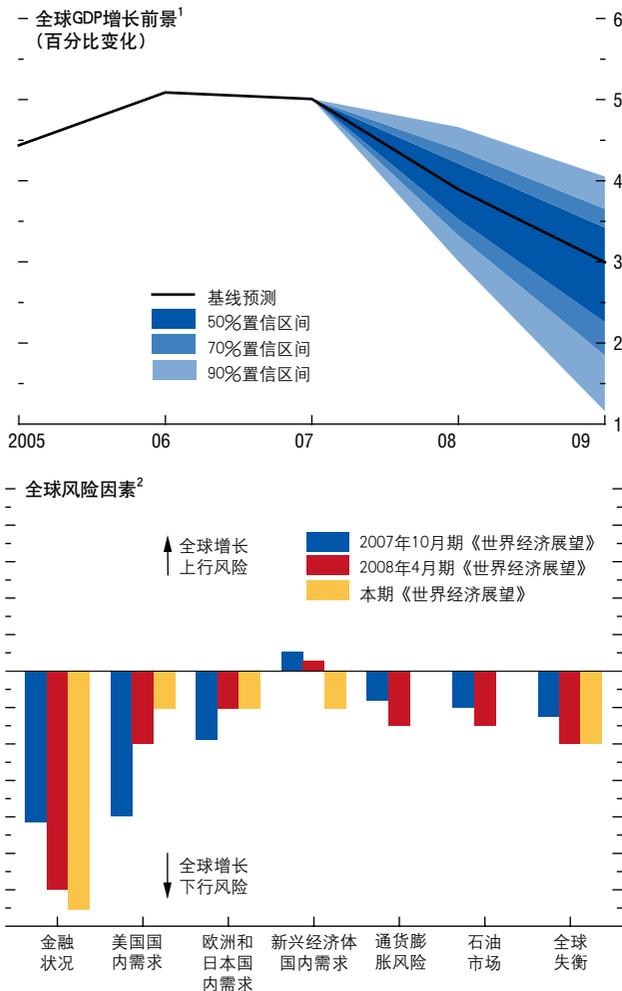


资料来源：Haver Analytics 和基金组织工作人员的估计。

1. 澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。
2. 亚洲新兴工业化经济体 (NIEs) 包括中国香港、韩国、新加坡和中国台湾。
3. 印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。
4. 捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛和波兰。
5. 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉玻利瓦尔共和国。
6. 独立国家联合体。

图1.12. 全球增长前景的风险

全球增长前景存在严重的下行风险。最主要的原因是金融危机比基线预测更严重，且更持久。此外，下行风险还与国内需求和全球失衡方面有关，而与通货膨胀和石油市场有关的风险目前看来比较均衡。



资料来源：基金组织工作人员的估计。

1. 该扇形图表示《世界经济展望》中心预测在50%、70%和90%的概率区间内的不确定性。如图所示，70%的置信区间包括了50%的置信区间，90%的置信区间包括了50%和70%的置信区间。详见2006年4月期《世界经济展望》专栏1.3。

2. 该图表示每一种风险因素对全球增长总体风险状况的贡献，用扇形图中全球GDP增长的概率密度的非对称程度来反映。如果结果的预期概率低于中心或多数预测（总体“向下概率”）超过50%，则风险状况偏向下行（2006年4月期《世界经济展望》专栏1.3）。每一个预测值的柱状图合计等于由结果分布（概率密度，如扇形图所示）表示的世界增长预期值与全球GDP增长中心预测的差额。这一差额和扇形图中概率密度的非对称程度也取决于过去预测误差的标准差。除其他因素外，过去预测误差随预测长度变化。为了使风险因素在所有预测中具有可比性，重新计算风险因素的贡献度，以修正标准差的差异。

国家中央银行确定的目标。

如全球增长的扇形图（图1.12）所示，基线预测存在严重的下行风险。<sup>9</sup> 最主要的下行风险围绕金融领域两个相关的关注：金融压力将继续保持较高的水平；去杠杆化造成的信贷紧张可能比基线预测更严重，且持续时间更长。此外，美国住房市场恶化的持续时间可能长于预期，欧洲住房市场可能出现更广泛的恶化。由于商品价格回落以及全球经济减速，通货膨胀目前对增长构成的风险较以前更加均衡。全球失衡仍是一个问题，但重心略有转移，从美国经常账户逆差融资问题转为需回流石油出口国的大量顺差以及因多哈回合谈判再次搁浅带来的贸易保护主义风险。

## 金融市场风险

金融市场仍将面临严峻的风险，比2008年4月期《世界经济展望》出版时更加严峻。金融当局为避免发生系统性事件采取了前所未有的措施，还采取新的重大举措来帮助银行解决不具流动性的资产，尽管如此，市场仍面临巨大压力，无序地去杠杆化仍对前景构成严重风险。

近几周事件发生之后，成熟市场金融机构的损失不断上升，融资条件困难且资本基础下降，人们对这些机构的清偿能力仍十分关注。成功实施政府购买问题资产的计划将逐渐减少这些风险，因为这会减少美国机构对美国房地产的风险暴露，但是，银行资本仍是一个严重问题，尤其是因为出售资产意味着确认更多的损失，另一方面还因为经济活动减速还可能导致美国和欧洲更广泛资产损失的增加。此外，在交易对手信心恢复之前，仍将存在巨大的融资压力。

一个相关的担忧是，去杠杆化过程和资产负债表修复有可能会比预期更严重，持续时间也更长，这意味着信贷对增长的制约可能大于基线预测。在目前阶段，还难以确定市场和监管者认为何种资本水平是充足的。的确，近来发生的事件

9. 附录1.1考察了其他评估和沟通风险的方法，包括用于制作增长扇形图和相关风险要素的方法，还讨论了目前正在从事的加强这类评估的工作。

### 专栏 1.3. 测算产出缺口

由于对通胀的担忧日益加剧，经济过热以及如何衡量一个经济体的生产能力问题备受关注。在其他条件不变的情况下，如一经济体超出其产能运作（实际和潜在产出之间存在正缺口），就可能出现日益加剧的通胀压力；如在产能内运作（产出缺口为负），则会面临通胀下降的趋势。对其他目的来说，衡量产能也很重要，如第五章对周期期间财政态势的评估。总体而言，了解经济目前的和未来的周期位置，对作出稳健的货币和财政政策决定至关重要。

但是，测算产出缺口是极不精确的科学，因为整个经济体的生产能力是不能被直接观察的（虽然工业等一些部门的能力是可衡量的）。因此，由于存在数据局限，采用了混合的方法，每一种方法的复杂程度有所不同。本专栏回顾了《世界经济展望》（WEO）预测中所用的估计产出缺口的方法，并讨论了正在开发的以模型为基础的新方法。

衡量产出缺口。对多数先进经济体而言，WEO 中所用的产出缺口估计值来自根据生产函数方法对潜在 GDP 的估计。在这一方法下，估计出一经济体的生产函数，将产出与测算的劳动力和资本投入相连。残值是一经济体全要素生产率（TFP）的估计值，它又与解释变量（如竞争、结构改革和进口渗透）相关联。<sup>1</sup> 在设计要素的精确衡量方面，文献给予了大量关注，例如，调整劳动力要素，以考虑教育和培训对劳动力质量的影响；引入对资本服务流量的量度，并试图解释 TFP 残值。

这一方法的优势为，一旦估计出基本关系，就可对影响潜在增长的变化要素的影响作出评价，例如，人口对劳动服务增长的影响，投资

注：本专栏的主要作者为 Charles Collyns、Douglas Laxton 和 Natalia Tamirisa。Gianni de Nicolò 提供了信息，Ercument Tulun 提供了协助。

1. 2006 年 9 月期《世界经济展望》专栏 3.1 提供了这一方法的实例。

率对资本服务的影响。

再看看新兴经济体，使用生产函数方法时，通常劳动力和资本要素的数据是不够的。此外，主要改革之后可能发生的快速变化降低了连续性，并使该方法更难以运用。因此，本期报告在估计这些经济体的产出缺口时依赖时间序列技巧，根据观察和预测到的 GDP 序列来估计趋势 GDP。具体是指使用标准 Hodrick-Prescott (HP) 过滤器得出的产出数据，HP 过滤器对年度数据使用  $\lambda$  系数（置分在 0~100 之间）将时间序列分成趋势组成部分和周期组成部分（Hodrick 和 Prescott，1997 年）。<sup>2</sup>

虽然简单且广为使用，HP 过滤器（及更广义上的时间序列技术）的一个难点是估计值对终点选择的敏感性。作为粗略近似，对 1980–2008 年的数据（对数形式）（主要是历史数据，因为 2008 年的数据多半是假设的）以及 1980–2013 年的数据和预测值使用 HP 过滤器。在使用后一种估计值时利用了基金组织国际经济学家对中期增长预测的最佳判断。潜在产出和产出缺口则是这两种估计值的平均值。

对 1980–2008 年的数据使用此技术时显示，新兴经济体在过去十多年间潜在增长明显加速（第一幅图的左栏）。若根据包括中期预测在内的数据，估计加速的程度更大。使用两者中任何一个序列，新兴经济体远在其产能之上运行，尤其是新兴欧洲和拉丁美洲。使用更保守的潜在增长估计值，2008 年这两个地区超出其产能的幅度接近 GDP 的 4%。<sup>3</sup>

2. 过滤结果严重依赖于平滑参数  $\lambda$  的数值。100 的数值很好地反映了美国经济周期的特征，但对其他国家用处不大。

3. Vamvakidis (2008 年) 比较了 HP 过滤器、生产函数方法和与 Barro 和 Sala-i-Martin (2004 年) 的设定相似的所使用的增长等式对新兴欧洲潜在增长的估计。在假设持续强劲的 TFP 增长下，生产函数方法提供了最大的潜在增长估计值。

## 专栏 1.3 (续)

量化油价冲击对潜在产出的影响。与当前相关的一个问题是，近来的油价上涨（如果持续的话）对潜在产出水平和增长率的影响会有多大。石油是许多货物和服务的主要生产投入要素，部分原因是石油用于运输。如果石油的相对价格上涨，将需要更多的其他生产要素（资本和劳动力），而这些要素的供应有限，而且在短期内被替代的可能性极低，这就意味着生产潜力下降。潜在增长率的影响将取决于产出与长期水平趋同的速度。<sup>4</sup>

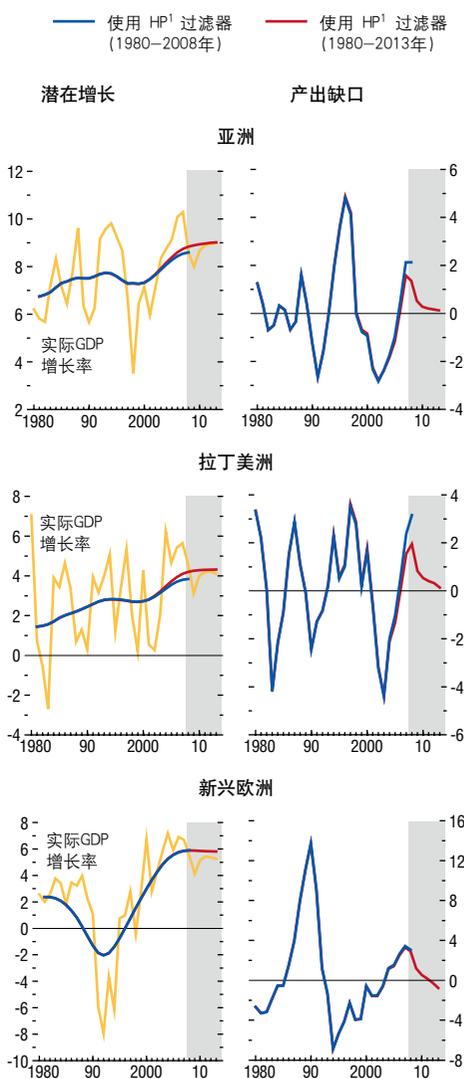
使用生产函数方法，经合组织的估计显示，若油价在美国和欧元区 20 年平均价的基础上分别上涨 240% 和 170%（达到每桶 120 美元），美国的潜在产出将减少 4%，欧元区将减少 2%（经合组织，2008 年）。对美国潜在产出的影响更大，这是因为石油在生产中的比重更大以及美元贬值。根据现有资本报废和更换的平均比率，在调整的第一年，估计美国的潜在增长一年下降 0.2 个百分点，欧元区潜在增长下降 0.1 个百分点。但是，在面临大的相对价格冲击时，调整可能发生得更快，因为更新率可能加快，当然，能源密集型资本的使用年限往往高于平均数。

基于模型的产出缺口估计。全球预测模型（GPM）的近期成果是，利用可观察变量（如 GDP、失业和通胀）的信息，形成了与模型一致的潜在产出（和产出缺口）的测量。像任何宏观经济模型一样，GPM 包括等式、大量可观察的主要变量以及一些不可观察但至关重要的变量，特别是潜在产出。对潜变量的估计可能基于预测力。根据这一标准，在潜在产出可能选取的所有经济上可行的路径中，程序选择了模型中最能预测可观察变量的那个路径。换言之，程序“倒推出了”模型结构和可观察变

4. 例如，压力报告认为，美国的汽车工业迅速行动，改组汽车制造厂来生产更小、更节能的汽车。

## 新兴经济体的潜在增长率和产出缺口

尽管在过去十年里新兴经济体的潜在增长率可能提高了，但时间序列技术表明，近来的增长一直高于潜在增长率，这意味着在过去一年里产出缺口大大扩大。估算的缺口规模对结束点的选择及基金组织工作人员估计的潜在增长率的上升幅度敏感。



资料来源：基金组织工作人员的估计。

1. HP=Hodrick- Prescott。

量行为所隐含的潜变量的值。

在这一方面，模型包含两个极为重要的等式。第一个等式将通胀和产出缺口联系起来。第二个是动态奥肯定律，它将失业缺口（实际水平减去均衡水平）与产出缺口过去的变动情况相联系。

与 HP 过滤器和其他单一过滤器相比，基于模型的方法不那么呆板，且有了更多的经济内涵。尽管要求比简单过滤器（如 HP 过滤器）更高级的模型，但它可提供巨大的改进，特别是在衡量目前的、实时潜在产出水平方面。

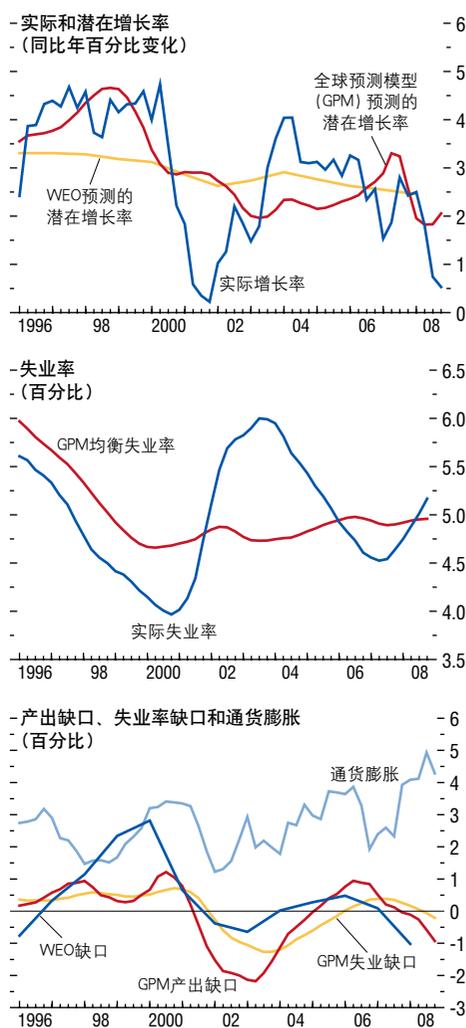
第二幅图提供了对美国一些说明性的 GPM 估计值，并将它们与基于生产函数方法的 WEO 估计值进行对比。<sup>5</sup> 上半部分比较了 GPM 和 WEO 对潜在增长的估计值。GPM 估计值显示了比 WEO 估计值更大的变动。这是预料之中的，因为前者随通胀和失业的结果而变化。

第二幅图显示，在 20 世纪 90 年代后五年（这一时期产出大大提高、失业下降，但通胀稳定），这两个估计值之间存在显著差异。模型说明，这些事实与这一时期潜在产出增长更显著的提高（产出趋势水平因此永久性地提高）以及均衡（或自然）失业率的下降（中间部分）相一致。到 90 年代末，根据产出缺口或均衡失业来衡量，通胀压力在两种估计值中都有呈现，但大大低于模型的估计值。同理，在 2001–2002 年衰退期间，负产出缺口的 GPM 估计值大大高于 WEO 估计值。

2008 年，差异扩大再次明显，GPM 的潜在增长从 3% 降至 2%，而 WEO 的估计值继续在较平滑的路径上。主要原因是能源价格的急

5. 在 GPM 目前的版本中，美国经济的可观察变量包括油价、总体消费价格指数（CPI）通胀、实际 GDP、失业、汇率、联邦基金利率以及银行贷款更严格的判断标准。最后一个变量从美联储理事会高级信贷官员银行贷款做法意见调查（Federal Reserve Board's Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices）中计算得出。

美国潜在增长率的其他测算方法



资料来源：基金组织工作人员的计算。

剧上涨，这造成 GPM 生产率增长下降，有一段时间低于其长期增长率。这意味着在 2008 年，与 WEO 相比，GPM 有更小的负产出缺口，因此对核心通胀率的下行压力也小。

将 GPM 方法用于五个拉美国家构成的国

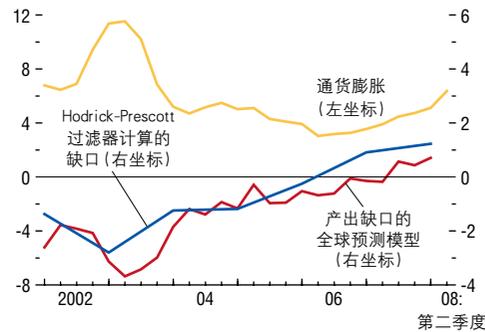
## 专栏 1.3 (续完)

家组，第三幅图提供了产出缺口的估计值。产出缺口序列所循的轨迹与从 HP 过滤器方法得到的估计值非常接近，这对 HP 过滤器在估计国家组产出缺口时是一种可信的方法提供了某些支持。

总的来说，不可能很快在方法上找到衡量潜在产出和产出缺口的“尚方宝剑”。同时，政策制定者应需要继续依靠折中方法，即利用各种经济衰退数据（产出缺口和失业缺口）以及基于调查的产能利用数据和高频率指标，同时继续用现实对可获得的数据加以测试。

部分拉丁美洲国家的产出缺口<sup>1</sup>

(百分比)



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 为巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁的加总。

可能增加了银行加快去杠杆化的压力，而且只要金融形势仍然高度不确定，它们在提供新贷款时都会十分小心。此外，筹集资本的前景十分不确定，尤其是因为在近来发生的破产清算中，股票持有者遭受大量损失，在估价方面也存在不确定性。在基线预测中，先进经济体的信贷将持续适度增长，与2008年10月期《全球金融稳定报告》（基金组织，2008年b）的预测一致，但在考虑加大去杠杆化幅度的“压力方案”中，信贷供给将收缩。

近来事件突出表明了新兴经济体对发达金融市场动荡的脆弱性。美国或欧洲银行去杠杆化的加剧或持续时间更长，以及投资者避险情绪提高将导致流向新兴经济体的资金进一步减少，使得那些脆弱的经济体，包括那些有巨额经常账户逆差的国家，如新兴欧洲国家，或那些高度依赖资本流入、国内信贷快速增长的国家，如俄罗斯和其他独联体国家。资金流动进一步减少会造成国内信贷形势进一步紧张，而且是发生在经济减速

之时，致使金融中介和借款人面临更大的压力。

基于全球一般均衡 (BoC-GEM) 模拟，图 1.13 显示了金融危机加剧造成的全球性影响。<sup>10</sup> 模型使用的冲击是，美国的信用利差将再扩大 100 个基点，其他地区的利差扩大规模略小、信心丧失以及因此导致股价进一步下跌 10%。结果，美国的内需增长将比基线预测更慢，并导致明年的实际 GDP 增长率进一步降低 1 个百分点，其负面影响还会在未来三年持续。这意味着美国将发生更严重的衰退，之后只会缓慢恢复，其他地区也是如此，只是程度略小一些。增速放慢会对商品价格产生抑制作用，并将扩大产出缺口，进而减缓通货膨胀压力，为进一步降低政策利率创造更大的空间。

10. BoC-GEM 是基金组织与加拿大银行联合开发的基金组织全球经济模型 (GEM) 的一种，包括对石油和其他商品部门建立明确的模型。

## 先进经济体内需面临的风险

先进经济体内需将继续面临明显的下行风险。与前面讨论的金融风险有关的另一个威胁是，房价发生比预测更大幅度、更持久的下降。通过确保提供住房融资以及在房市下降情况下大幅度减少房地产价格的风险，对政府资助企业的干预和购买问题资产的计划应在某种程度上减缓美国市场上的风险。此外，美国房屋估价正在接近基本面；住房投资接近40年以来的最低水平；积压的房屋数量下降。然而，在情绪低落的背景下，更大的可能是，美国房地产价格和活动不会如预计那样在2009年触底，而会进一步下跌。在西欧，房市前景不确定，其变化将受到金融部门去杠杆化的影响，因为这会影响抵押贷款的供给。因此，目前的下降会进一步加剧，而且会有更多的国家经历房价下跌、住房投资急剧下降以及住户资产负债表面临的更大压力。

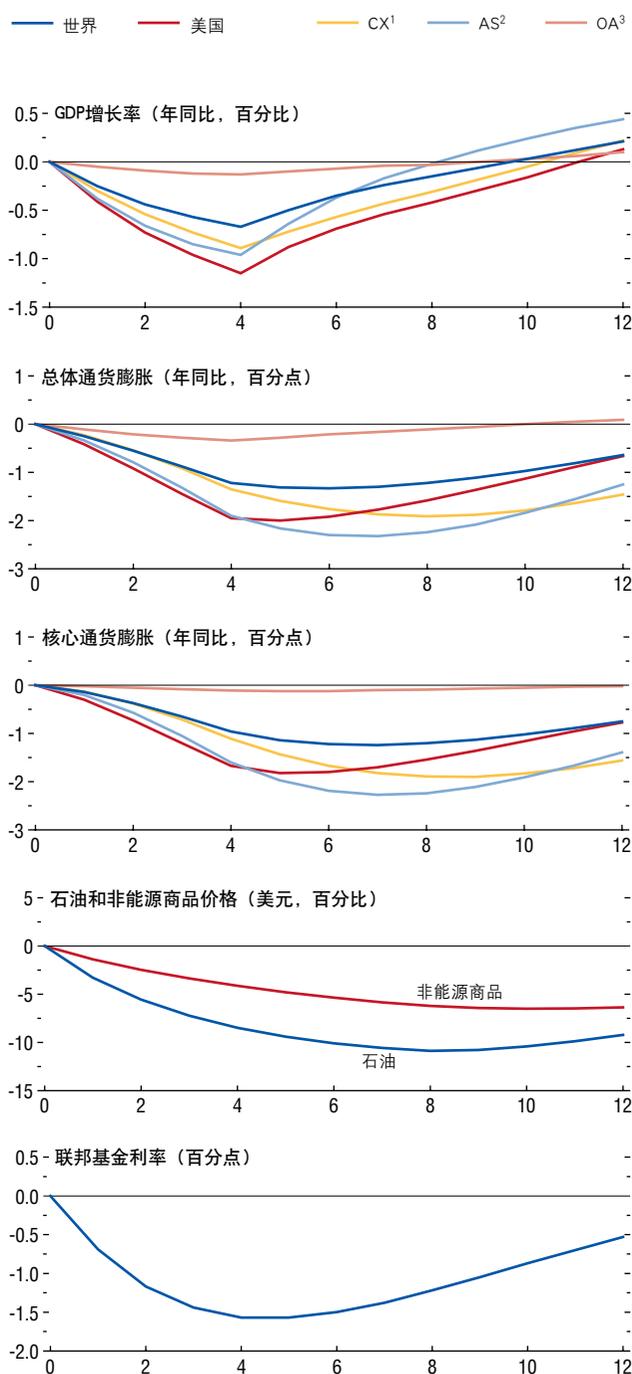
在信贷紧缩的形势下，国内需求比预计更加富有弹性的可能性为预测提供了上行风险。非金融公司的资产负债表总体是健康的（与21世纪初相比发生了很大改善），盈利水平较高，但是，近几周里，公司债券利差急剧扩大。在欧元区，随着油价稳定，尤其是失业率仍十分低，以及住户的资产负债表比美国更健康，消费可能比预期更强劲。

## 新兴经济体内需面临的风险

新兴经济体内需面临的风险明显呈下行。对这些经济体的主要担忧均源于外部原因，即全球贸易增长放缓、外部融资条件更加困难和不利贸易条件的冲击。但是，金融市场形势恶化和房价下跌也会对内需产生负面影响。那些依赖外部融资和充盈的商品出口收入来推动国内信贷速度增长，以及政府支出强劲增长的国家尤其存在资本流入“突然停止”的风险，因为这会对其国内金融形势产生不利影响，并严重抑制内需增长。相反，在内需方面仍可能发生正面的惊喜，如在中国，政府已迅速出台支持增长的措施。

图1.13. 金融冲击对全球经济的影响

(对控制的偏离, X轴为季度)



资料来源：基金组织工作人员的计算，基于 BoC-GEM 模拟。

1. CX= 商品出口国。
2. AS= 新兴亚洲。
3. OA= 其他先进经济体。

## 通货膨胀风险

由于商品价格回落，以及增长减速减缓了产能压力，与2008年4月期《世界经济展望》相比，通货膨胀风险减少。在先进经济体，总体通货膨胀率甚至会以快于预期的速度下降到央行的目标水平，从而为放松银根以应对经济减速提供更大的空间。然而，如果经济活动没有发生预期的减速，粮食和燃料价格上涨导致的购买力下降可能会导致工资加速提高，在西欧尤其如此，因为接近来的标准衡量，该地区的失业率仍较低。

在若干新兴经济体和发展中经济体，通货膨胀风险仍明显存在，有越来越多的迹象表明商品价格提高和当地紧张的供给形势对工资需求和通货膨胀预期产生了影响。7月以来商品价格增势减缓可能会产生一些缓解作用，但是由于许多国家的物价一直都大大低于国际水平，涨价的影响（尤其是石油）只是部分反馈到供给链，因此，涨价压力可能还会持续一段时间。令人关注的问题是，通货膨胀预期一旦不能控制，中央银行将被迫急剧紧缩银根以实现“硬着陆”（低于趋势增长的期间），以控制通货膨胀。如第三章讨论的，重新控制通货膨胀造成的产出代价可能非常高昂，在那些初始政策信誉不佳和货币政策反应不及时的经济体尤其如此（见图3.15和图3.16）。可以肯定的是，如专栏1.3强调的，对于因贸易和金融全球化而实现快速增长的新兴经济体而言，很难估算其经济增长的“速度限制”。虽然低技能劳动力大军继续存在意味着持续强劲增长仍有余地，但基础设施瓶颈和缺乏熟练劳动力可能开始产生制约。

## 油价带来的风险

鉴于油价可能继续波动，因此成为预测的重要双向风险来源。从期权市场数据来看，市场参与者操作的未来价格的不确定性空间非常大，2008年年底之前，处于90%置信区的结果在每桶60美元到165美元不等（见附录3.1）。就上行风险而言，油价继续下跌将为全球经济稳定带来一些好处，但是，这很可能与全球需求疲软有关，而不是正面的供给冲击所致，同时，相应的乘数

效应也较小（见2007年4月期《世界经济展望》专栏1.1的讨论）。基于此，由于继续存在产能制约，进一步的供给冲击可能再次导致油价上涨，对消费者（尤其是石油进口国）的购买力造成压力，并限制基线预测中油价稳定对总体通货膨胀的缓解作用。

## 全球失衡带来的风险

全球失衡风险仍是一个问题，虽然风险来源正在转移。在过去，中心问题是全球失衡可能无序解决，因为外国投资者不再愿意继续为美国巨额经常账户逆差提供融资，也不愿意在其财富组合中增加美元资产。随着美元贬值更接近中期基本面以及美国的经常账户逆差减少到更加可持续的水平，这方面的风险略有减缓（图1.14上半部分）。但是，油价上涨导致此调整过程放慢，因为美国的石油逆差猛增，而且美国的净对外负债占全球GDP的比重仍在上升（图1.14中部）。<sup>11</sup>此外，金融危机之后，人们对美国资产的流动性及其风险收益的信心下降，这意味着失衡无序解决的风险依然不能排除。政府资助企业（其证券一直大多由外国投资者购买，为解决美国近年来经常账户逆差提供很大比重的融资）近来发生的困难提醒人们该领域继续存在脆弱性。

同时，另外三种关注越来越突出。第一，美元汇率调整一直主要针对一些实行灵活管理汇率的国家，而其他一些主要货币要么继续受到严格管理，要么钉住美元。此情形可能导致出现新的不平衡，例如在欧元区，欧元目前已经有所高估。

第二，由于国际油价继续上涨，因此需确保平稳地回流出口国的巨额顺差。让经常账户顺差增加是石油出口国的一个合理反应，这反映了出口国储蓄部分额外收入的意愿。预计在2008–2009年，尽管内需将快速增长，但石油出口国的年顺差总额将提高到全球GDP的1.5%。同时，新兴亚洲的

11. 预测是基于汇率和资产价格不变的假设。事实上，近年来美元贬值和美国股票价格相对下降带来净计值收益上升，这抵消了新增负债流动的积累。见2008年4月期《世界经济展望》专栏1.2。

顺差规模将继续保持在全球 GDP 的 1% 左右。迄今为止，这些资金的回流一直较顺利。的确，在金融危机期间，主权财富基金 (SWFs) 为银行提供资金的投资活动起到了重要的稳定作用。然而，继续将大规模顺差进行投资可能会导致保护主义者对日益增长的外国所有权的抵制。一个相关的顾虑是大量投资涌入其他新兴经济体（与 20 世纪 70 年代发生的石油美元回流类似）可能导致流动性过度增长，并导致这些经济体的脆弱性提高。<sup>12</sup>

第三个顾虑是一些先进经济体持续发生大量贸易逆差，加上就业前景趋软，可能导致贸易保护主义抬头。近来多哈多边贸易谈判陷入僵局更是证实这种顾虑并非空穴来风。

## 全球经济面临的政策挑战

全球范围的政策制定者目前面临的迫切任务是稳定全球金融市场，同时引导本国经济度过全球衰退和信贷紧缩以稳定金融形势；同时确保扭转近来出现的通货膨胀涨势。在处理这些首要任务的同时，还需处理导致此次危机的市场和监管漏洞。金融市场和机构必须建立在更健康的基础之上，还需改善商品市场上的供需反应。继续承诺实现全球贸易和金融一体化是支撑长期增长前景的关键。

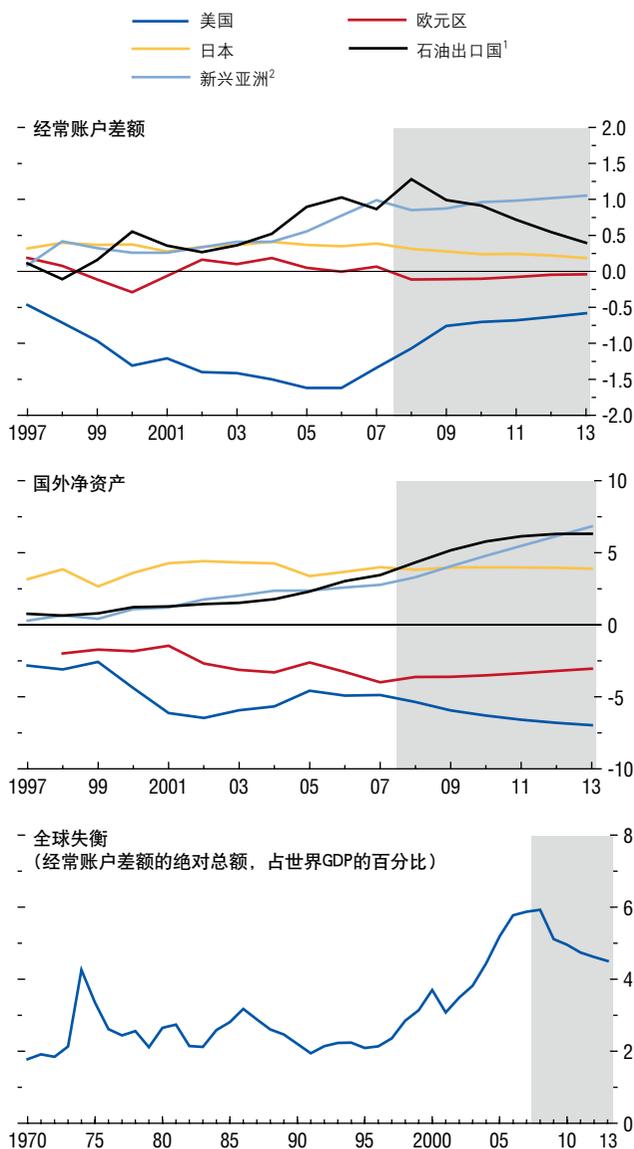
## 稳定全球金融市场

政策制定者的一项重要挑战是应对金融稳定眼下面临的威胁，同时为重建金融中介更加稳固的基础扫清障碍。完成此艰巨任务要求采取能解决系统性问题（普遍的流动性丧失、问题资产、资本短缺以及交易对手信心的荡然无存）的全面解决方案，同时迅速和有效地解决单个机构出现的问题。各国采取的行动须在国际范围内协调，以避免产生逆向跨境刺激。同时，虽承认急需恢复系统稳定，但是，同时需保护纳税人的利益，确保政府干预是临时的，并须尽最大可能避免加剧

12. 有关商品出口顺差回流和主权财富基金的作用，分别参见 2008 年 4 月期《世界经济展望》专栏 2.2 和本期报告专栏 6.1。

图 1.14. 经常账户差额和国外净资产  
(占全球 GDP 的百分比)

美国近年来的经常账户逆差下降，预计中期内还将继续减少，但外国净负债将继续增加。石油出口国的顺差因国际油价上涨增加，但预计将减少。石油出口国预计将积累不断增加的国外净资产。新兴亚洲将保持大量的经常账户顺差，并将继续增加国外资产的净持有。



资料来源：Lane 和 Milesi-Ferretti (2006 年)；基金组织工作人员的估计。

1. 阿尔及利亚、安哥拉、阿塞拜疆、巴林、刚果共和国、厄瓜多尔、赤道几内亚、加蓬、伊朗伊斯兰共和国、科威特、利比亚、尼日利亚、挪威、阿曼、卡塔尔、俄罗斯、沙特阿拉伯、叙利亚共和国、土库曼斯坦、阿拉伯联合酋长国、委内瑞拉玻利瓦尔共和国和也门共和国。

2. 中国、中国香港、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、中国台湾和泰国。

道德风险。

美国政府从银行购买问题资产的计划是一项大胆的举措，旨在让银行资产负债表恢复流动性、对问题资产实行更透明的定价以及缓解对清盘大减价可能导致进一步损失的恐惧。虽然在本报告出版之时，该计划的实施细节尚未确定，但主要挑战是平衡迅速和有效实施计划与控制总体财政成本的长期目标（包括建立一个在银行恢复健康后，确保银行与政府分享收益的机制）之间的关系。此外，确保迅速重建银行资本至关重要，尤其是因为考虑出售问题资产可能会导致更多的损失确认。可能还需要公共资金来帮助健康和可存续银行满足对资本的需求。

在西欧，全面的解决方案也很重要，因为那里的跨境问题更加突出。适当的政策行动将与美国采取的行动起到相互加强的作用。欧洲内部的合作方式应旨在通过及时的银行资本重组、处理问题资产和一致地保护存款人来重建信心。如近来事件所示，合作协议对于解决大型跨境机构至关重要，这要求修复跨境危机管理框架中的薄弱环节，如通过更多地分享监管数据。在临时扩大存款保险的覆盖范围时，需确保采取一致的方法。

除眼下这些迫切的任务外，还需采取有力措施解决此次金融动荡暴露的金融市场的诸多薄弱环节。如2008年10月期《全球金融稳定报告》（基金组织，2008年b）所述，中心目标是让每个机构确保进行更有效和灵活的风险管理，包括规定更严格的监管资本要求、采取更稳健的流动性管理和改善资产负债表表内和表外风险披露。另一项重要任务是加强危机处理方法，包括明确不同官方机构的作用、支持存款保险制度和确保具备充足的干预工具。

过去6个月中为处理倒闭的主要非银行金融中介机构（NBFIs）而采取的紧急行动突出表明，需对传统银行业以外的具有系统重要性的中介机构进行更有效的监管，确保其有更安全的资金保障。对于国家资助企业，需有一个明确和长期的解决方案，以解决长期存在的因其规模巨大、风险性质及混合的公共/私人治理结构造成的系统脆弱性。还需重新思考对在证券和衍生品市场有

系统性作用的其他非银行金融中介机构的监管结构和资本充足率。

新兴经济体应从最近的危机中吸取教训。虽然这些经济体对结构信贷泛滥产生的问题的直接暴露较少，金融危机后资本流动发生的变化仍对一些新兴经济体的金融体系造成严重扰乱。因此，一些基本教训，如严格风险管理、透明度、应急计划和有效危机管理的重要性，与这些国家都高度相关。

近期的事件表明，在许多这些领域，鉴于机构和市场的国际化程度日益提高，各国采取协调一致的措施至关重要。第一，各国在法律和监管框架上存在的差异为监管套利创造了空间。虽然有些差异可以促进健康的竞争和创新，但过犹不及。第二，监管不力，尤其是对主要金融中心，产生了巨大的跨境外溢效应。第三，由于金融机构和市场相互关联，因此，采取合作性方法解决金融部门困难会比采取单个措施更有效。总体而言，政策制定者认为，与金融体系的发展保持同步相当困难，因为金融体系一方面在日益全球化，另一方面却由不同国家的法律和监督框架管辖。尽管一些国际机构，如金融稳定论坛、国际清算银行和基金组织在缓解全球力量与国家力量之间的矛盾方面起着重要作用，但是，进一步推动合作还需更强的政治意愿。近来朝此方面采取的举措，包括为世界上最大金融机构成立监管人员协会的建议，令人欢迎。

## 引导经济度过全球经济下滑

在全球下滑和极端困难的金融形势下，宏观经济政策决策者在努力平衡支持经济活动与确保商品价格激增造成的相对价格持续变化不会推动通货膨胀上涨（如20世纪70年代曾出现的）。适当的政策态势因国而异。那些因金融危机、住房价格下跌和贸易条件恶化而面临衰退的经济体，应转向采取更宽松的政策态势。然而，那些仍在“超速运行”的经济体则应紧缩政策。

首先看看主要的先进经济体，只要金融市场仍处于高度压力之下，宏观经济政策本身的作用

将是有限的，在接近或已陷入衰退的国家，提供支持的各项举措应补充以稳定金融形势的努力，从而打破实体和金融部门间的逆向反馈循环。

- 在美国，货币政策已经极为宽松，在金融危机和房价持续下跌的形势下，这为经济提供了支持。随着经济萧条的加剧，价格压力应该得到控制，由于经济下滑可能加深，因此，这为进一步放松政策提供了空间。当然，如果金融形势继续紧张，其有效性可能有限。在财政领域，一揽子刺激为经济提供了及时的支持，为防止发生系统性危机，近来为稳定房地产市场和金融体系所采取的举措都是应该的。然而，考虑到这些措施的潜在成本以及需在中期内整顿财政，随着形势正常化，需对其他财政账户进行调整，以逐渐抵消额外支出。
- 在欧元区，货币态势相当紧，尤其是考虑到扩大的风险利差时。经济活动减速、产出缺口扩大以及近来商品价格回落均应有有助于在2009年年底之前将通货膨胀率降低到2%以下，为放松银根创造空间。通过自动稳定器以及一些国家采取的随意措施，财政政策为欧元区提供了支持。由于修订后的《稳定与增长公约》允许进一步放松财政的空间有限，公共资源应根据需要重点用于稳定金融形势。
- 在日本，货币政策依旧富有调节性，考虑到经济继续疲软，价格压力得到较好的控制，以及剔除粮食和燃料的通货膨胀仍接近零，这种态势需继续下去。财政政策的重中之重仍是中期整顿，这意味着目前一揽子财政计划的规模应是有限的。

各新兴经济体和发展中经济体首选的宏观经济政策大相径庭。在越来越多的这些国家中，风险的天平已转向对经济减速的关注，因为外部形势恶化，总体通货膨胀开始下降。由于此变化的发生，可能需停止紧缩货币周期，尤其是在那些商品价格对通货膨胀产生第二轮效应有限的国家，如果前景继续恶化，则需转而采取宽松的政策。此外，由于资本急剧外流，一些国家还需迅速确

保有充足的流动性，处理一些健康状况较差机构正出现的问题。应允许汇率吸收部分压力，大量储备积累为实施干预以避免出现无序的市场形势提供了空间。

然而，在一些其他国家，尤其是中东和独联体国家（但不仅限于这些国家），由于粮食价格急剧上涨、经济持续强劲增长和供应紧张，通货膨胀压力仍令人关注。虽然国际商品价格近来下降起到一定缓解作用，但过去一年在控制通货膨胀方面取得的进展仍受到损害，而且一旦信誉遭到破坏，重建这种信誉则需付出昂贵的代价，而且过程会很漫长。因此，一些国家的政策制定者可能需进一步紧缩政策。

在大多数情况下，货币政策应在宏观经济政策管理中起主导作用，但应辅之以审慎的财政政策，在有些情况下，还需实行灵活的汇率管理。通货膨胀目标制总体上起了良好作用，鼓励及早对通货膨胀压力上升作出反应，同时对付恶化的外部形势提供了空间。然而，实行严格管理汇率体制的国家在紧缩货币态势方面尤其困难。在通货膨胀面前，利差提高吸引了资本流入，从而影响了收紧银根的效果，并导致货币和信贷增长。许多这些国家，尤其是新兴亚洲和中东的国家，都面临着通货膨胀的大幅上升。在中国，当局采取行政和审慎手段来控制信贷增长，但是，提高汇率灵活性可以为执行更加独立的货币政策创造更大的空间，同时支持将增长源泉从外部转到国内。

财政政策应在宏观经济管理中起支持作用。近几年里，快速增长促进了收入增加，新兴经济体和发展中经济体的财政赤字总体上减少，但许多国家的政府支出也迅速增加，因此增加了需求压力。在通货膨胀形势下，加大控制支出增长的力度（包括公共部门的工资增长）可以配合进一步紧缩货币的政策，在汇率体制不灵活的经济体，尤其如此。在支出封套既定的情况下，进一步增加基础设施支出有助于缓减供给瓶颈，此问题在中东石油出口国尤其突出，这些国家无疑正在经历经济过热，但其钉住美元的汇率限制了紧缩货币政策的空间。一些汇率灵活性有限的国家也可能面临

资本流入急剧恶化，因此，可能需通过整顿财政来稳定形势。

在经济前景恶化的形势下，与过去相比，若干新兴经济体将财政政策作为反周期工具的空间已然增大，尤其是通过让自动稳定器发挥作用。然而，第五章的结果警告指出，除非牢固建立对中期可持续性的信心，各项措施是及时的而且是有的放矢，否则，一揽子财政刺激可能将难以奏效，甚至会起反作用。

### 加强宏观经济政策框架

除眼下这些周期性考虑之外，全球环境日益恶化还引发一些有关货币和财政政策框架的更广泛的问题。为改善其稳定特性，是否需对这些框架进行修改？

因需要应对一系列严重和单方面的商品价格冲击，通货膨胀目标方法遭到质疑。很明显，只是一门心思地专注于不包括粮食和燃料价格的通货膨胀指数是有风险的，因为这种做法可以容忍高总体通货膨胀存在多年，而且最终还会对预期和工资形成产生外溢影响。然而，与此同时，让总体通货膨胀略偏离通货膨胀目标似乎有助于顺应相对价格变动，同时又不导致严重的产出波动。当然，如第三章指出的，持续大幅度偏离则会影响政策信誉。上述情况表明需要良好的沟通和采取务实的方法，如通货膨胀预期能得到良好控制，应允许暂时偏离通货膨胀目标。

目前的货币政策制定方法本身是否有全球性通货膨胀偏向，因此需采取更加协调一致的货币政策制定方法？政策制定者一般认为国际商品价格是由外部因素确定的，因此不考虑本国需求对全球商品市场的影响，这加剧了全球供给约束。然而，即使对主要石油消费国而言，外部影响的规模似乎也不像想象的那么大。而且这种外部影响会如何有效地本国化也不甚明确。如下面讨论的，在实践中，货币政策制定者可行的做法是继续把国内通货膨胀和产出波动降低到最低限度，同时依赖更直接的措施来缓解商品市场压力。如果能成功做到这些，他们还会对降低全球市场，

包括商品市场的波动作出贡献。

第二个关注的问题是，那些将本国货币严格钉住另一国货币的国家发现，这样的结果是引入了另一国的货币条件，而这种条件不一定适合本国形势。如果面临的是相反方向的大规模冲击，则结果更加严重。美国是在那些钉住美元国家拥有大量经常账户顺差，而且经济接近或超过产能的情况下采取放松货币政策的。而紧缩货币条件和让汇率升值对这些国家是有益的。然而，由于没有正式的货币联盟安排，不可能期望拥有储备货币的中央银行为适应那些选择采用钉住储备货币的国家的货币形势来对本国的政策进行调整。而且，这类紧缩可能会导致美元升值，而这不利于实现理想的经常账户调整。虽然决定采用何种汇率体制的考虑有很多，但是，对于那些金融机构足够发达的国家而言，逐步采用灵活汇率体制对于稳定是有好处的，而且有利于更好地管理国内货币形势。专栏 3.3 进一步探讨了此问题。

住房和金融市场近来的发展再次提出一个发人深省的问题，即货币政策应在多大程度上针对资产价格变动作出反应。就采用通货膨胀目标的央行而言，如果资产价格变化影响了短期产出以及价格前景和风险，它们就可以考虑资产价格波动因素。然而，令人关注的是，这可能会导致应对措施不对称，因为资产价格急剧下跌可能很快导致政策放松，而如果近期前景仍较有利，对长期内的资产价格上涨就不会产生太多的阻力。因此，有人建议在资产价格上升速度太快，而且上升到与基本面严重不符的情况下，应“逆风而行”（即提高利率以遏制房价上涨）（参见 2008 年 4 月期《世界经济展望》第三章和国际清算银行，2008 年）。反对意见认为，这种政策较难把握，而且在抑制资产价格上涨中货币政策究竟能取得多大成功尚不明朗。然而，近来的研究强调，转向市场融资增加了杠杆的顺周期性，因此，短期利率的确定在货币传导机制中起的作用越来越大（Adrian 和 Shin，2008 年）。

一种补充方法是在监管框架中增加系统性因素，以制衡信贷创造所固有的顺周期性。这种“宏观审慎方法”要求增加重视金融创新和制约因

素在信贷周期内如何影响冒险行为 (Bernanke, 2008 年)。此外, 可以考虑在经济周期上升时期提高资本和准备金要求, 以便减少出现可能引起不稳定的信贷高涨的风险, 同时实施相应的改革措施, 提高机构内部的风险管理。如下面讨论的, 这些改革需在全面改革监管方法的广泛框架下进行。

财政政策框架越来越受到重视。如报告第五章讨论的, 如能提供及时的支持、不至影响中期稳定, 而且结构有助于产生最大的影响, 财政政策就可以起有益的反周期作用。自动稳定器提供的帮助一般至少能满足前两个条件, 而且还可以考虑改革措施, 例如对社会保障网进行改革, 从而提高反周期影响, 同时又不会扭曲政府税收或支出政策的基本目标。相机抉择的政策也可以起反周期作用, 但其及时性和可逆性会比较成问题。“赤字偏向”会损害信誉并影响效果。第五章的分析结果显示, 在“重债务国”, 财政刺激措施的影响是有限的。为纠正此现象, 可制定基于规则的反周期对策, 并辅之以更完善的财政治理机制, 从而确保与长期财政可持续的重点不冲突。此方法可以强化宏观经济政策总体稳定的特性, 并在一定程度上减少货币政策压力。

## 加强商品市场的供需反应

全球经济减速造成的商品价格近来回落不应影响缓解商品市场压力的政策努力。政策的重点是改善供需反应, 改善长期内的市场平衡, 同时避免采取可能在短期内加剧市场紧张的措施。应允许国际价格变动传递到国内市场, 同时建立针对低收入人口群体的安全保障机制, 这至关重要。应继续取消为保护国内市场抑制出口的政策。先进经济体总体上允许转嫁商品价格上涨因素, 但应采取鼓励节能 (例如通过能效标准和基于价格的措施) 和减少生物能源补贴, 从而减少能源和粮食消费 (人均消费量大大高于新兴经济体和发展中经济体)。

还应重视加强提高供应对价格上涨反应的政策。加强灌溉和交通等基础设施建设, 确保更有

效地转移新技术, 以促进新兴市场国家的农业生产, 使其产量逐步赶上先进经济体。在能源市场, 改善有关资源、库存和投资计划的信息提供, 建立明确和稳定的投资框架将为本部门积累长期所需的投资奠定更好的基础。最后, 成功结束多哈回合谈判, 以便让这些国家的农产品进入先进经济体市场, 从而为农业发展建立一个更强劲的长期框架。

## 管理全球失衡

如前面强调的, 全球失衡问题涉及许多方面。在减少美国巨额经常账户逆差方面已经取得进展, 更多的调整正在进行中, 但油价上涨导致这方面的进展放慢, 金融脆弱性也令人关注。2005 年国际货币与金融委员会通过的, 并在 2006–2007 年全球失衡多边磋商中进一步阐明的多边战略仍是适用的, 但是, 其实施应是灵活的 (2008 年 4 月期《世界经济展望》专栏 1.3 概述了多边磋商取得的进展)。美国的财政整顿仍是中期内的一個关键目标, 但是, 为了缓解目前的经济减速和稳定市场, 近来提供的反周期的财政刺激和公共部门对住房和金融部门提供的支持是必要的。作为中国将增长源转向内需和提高货币政策有效性这一更广泛战略的一部分, 人民币升值需继续取得进展。中东石油出口国需调整加大石油收入支出的计划, 以减轻经济过热, 包括降低过猛的支出增长和更加重视缓解供给瓶颈。欧元区和日本应推进商品和劳动力市场改革, 从而提高经济的发展潜力。

即使实施这样一个战略, 全球经常账户失衡仍将在相当长的时间里持续, 而且仍将保持较高的水平, 当考虑到油价上涨的影响以及石油出口国经常账户顺差面临的产能制约越来越大时, 更是如此。需确保这些失衡不会影响在过去几十年里为全球增长提供支持的持续开放贸易和资本流动的承诺。挑战之一是确保以安全的方式对这些资源进行投资, 防止导致资本进口国脆弱性增加。近来, 若干新兴经济体, 尤其是新兴欧洲, 当然还有其他地区, 发生大量的经常账户逆差, 而且持续时间较长, 两个方面都超出历史标准。如第六

章讨论的，在某种程度上，由于金融发展、资本账户放开和欧洲统一创造了机会，这一发展是可以理解的。然而，20世纪80年代，拉丁美洲在与石油相关的强劲资本流入后发生债务危机的经历提供了深刻的教训，即这种发展的结局可能是痛苦的。因此，获得资本流入的国家须保持谨慎，确保资金流入不会导致脆弱性增加或资产负债表错配，包括通过加强金融监管和国内金融机构，确保总体宏观经济环境有助于可持续增长。

最后，还需确保贸易流动方面的大量失衡不会导致经常账户和资本账户中保护主义措施升级。打破多哈谈判僵局有助于加强多边贸易体系的开放。就资本账户而言，主权财富基金作为一种投资工具的作用提高是一项重要发展。为管理这类基金于近来制定的一套原则和做法（圣地亚哥原则）为这类基金的治理、投资和风险管理提供了指导。这些原则和做法将有助于提高这类资金流动的透明度，减少对这类资金治理存在的关注，从而减少不利于投资流动的限制性措施（见专栏6.1）。<sup>13</sup> 此外，经济合作与发展组织目前为接受国制定的新指导原则将有助于确保主权财富基金以公平、透明和开放的方式进入市场。

## 附录 1.1. 评估和沟通全球展望风险

本附录的主要作者是 Kevin Clinton、Thomas Helbling、Douglas Laxton 和 Natalia Tamirisa。Juigang Chen、Ioan Carabenciov 和 Ondra Kamenik 提供了协助。

同所有预测一样，《世界经济展望》（WEO）中心或基线预测存在着相当大的不确定性。本附录讨论了 WEO 使用的评估和沟通 WEO 预测风险的方法，并介绍了在加强宏观经济风险分析方面正在从事的工作。

了解基金组织工作人员是如何准备全球预测是重要的。准备 WEO 预测的过程并非基于一个正式模型。它是由准备国别预测的专家的判断推

动，并（通过基于一套一致的基本假设的多阶段互动过程）结合来自负责全球经济和金融发展状况的小组的评估。一套国别、地区和多国的宏观经济模型为此过程提供支持。它还利用了双边监督中与国家当局的讨论以及与多边监督代表团中市场参与者和学术界人士的讨论。

### 扇形图

根据 Timmermann（2006 年）的建议，近年来，基金组织工作人员用扇形图（见图 1.12）表示 WEO 预测的风险。该图显示了围绕世界增长基线预测估计的置信区间，当预测时间延伸到未来时，置信区间扩大。制作扇形图的方法与英格兰银行最初所用的方法相似（见 Britton、Fisher 和 Whitley，1998 年）。假设世界增长的结果是遵循“二部分的正态”分布（“two-piece-normal” distribution）。中心预测表示为众数或最有可能的结果，且扇形的宽度由过去预测误差的分布决定。分布的偏度，或正态分布两部分的相对大小，代表了对中心预测的风险平衡。

扇形图的准备包括对风险最可能的来源以及风险影响宏观经济发展的方式的大量经验判断。风险因素图显示了每一个风险因素对整体风险平衡对全球增长的贡献，是对扇形图的补充。使用基金组织的宏观经济模型以及工作人员判断，可对单个风险因素的影响进行量化。

评估的风险通常不是对称的，即一方的权重比另一方大一些。风险因素之和提供了对风险平衡的估算，或围绕众数的概率分布的偏度，定义为平均值（平均结果）和模型（最有可能的结果）之间的差距。当风险对称时，全部概率的平均值是最有可能的结果。但是，当风险不平衡的时候，如风险为下行，分布的左尾更长些，平均预测低于众数，偏度为负。中位数（或将预测分布一分为二的、每一边的概率为 50% 的点）在众数和平均值之间。

偏斜分布反映了基金组织工作人员对预测风险的看法。由于一些原因，工作人员可能看到从一个方向偏离预测的风险要大于另一个方向。首先，

13. 《普遍接受的主权财富基金原则和做法》（即将发表，2008 年 10 月）。

不对称的风险评估可能是承认全球经济非线性的结果。例如，当经济以接近全部生产能力的水平运行时，货物和劳动力市场的能力约束将限制上行潜能的范围。名义利率的零边界、通过系统放大冲击的金融加速效应以及金融市场的羊群效应都可能产生复杂和不对称的反馈效应。

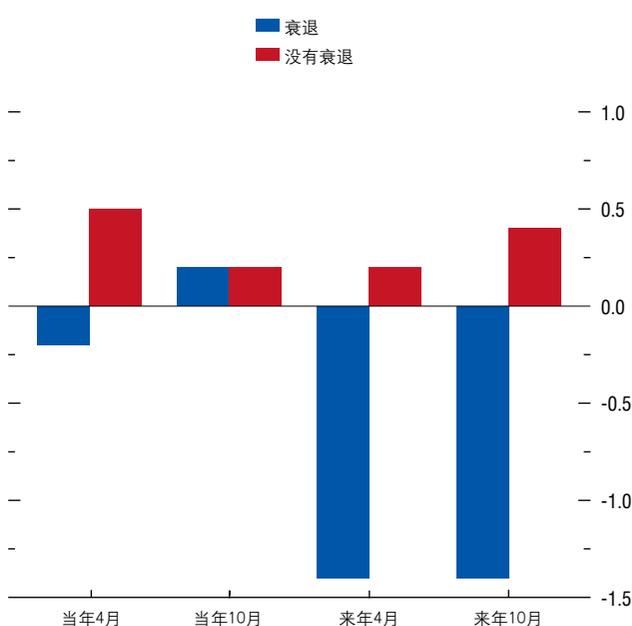
不对称的第二个原因反映了在预测“冻结”之后将发布的新信息。例如，油价的变动可能与假设的路径很不一致；或者可能存在迅速的金融变化情况，其影响难以估计，但显然有着重要的和不对称的影响，如去年的情况。

不对称的第三个原因源于WEO预测可能存在的内部不一致性。这些不是基于内部一致的宏观经济模型，并假设利率和油价大体与市场预期一致以及不变的实际汇率（这可能与工作人员对展望的评估不相称）。

第四个原因与WEO基线预测中的系统性行为偏差有关。对过去预测错误的分析显示，在1991–2007年，WEO对世界增长的预测总体是被低估的，而对全球衰退之前几年的世界增长预测过高。当世界年增长（基于购买力平价的权数）低于3%时，即为全球衰退（见图1.15和图1.16）。这可能反映了在预测“尾端事件”上众所周知的困难。“尾端事件”的定义为，发生概率最高为10%的不利结果。例如，系统性金融事件或硬着陆结果。

虽然扇形图在对WEO基准预测的风险沟通上提供了有用的说明，构图时的启发式方法足够灵活，可以包括各种复杂的考虑因素，但这一方法存在一些缺陷。不确定性的来源有些特殊，因为它们非来自经济的正式模型，不同结果可能性的实际分布可能不是正态的。此外，用做扇形图分布的标准差是固定的，不随情况而变化。最后，在分布中用来决定不对称程度的风险因素常常是特殊的，而且在现实中常常是联合而不是独立分布。因此，在油价飙升的情况下，通胀风险更大；而国内需求风险则取决于财政状况的变化情况。如上述所讨论的，基于“二部分的正态”分布的扇形图可能会低估“尾端事件”，如全球衰退的风险。

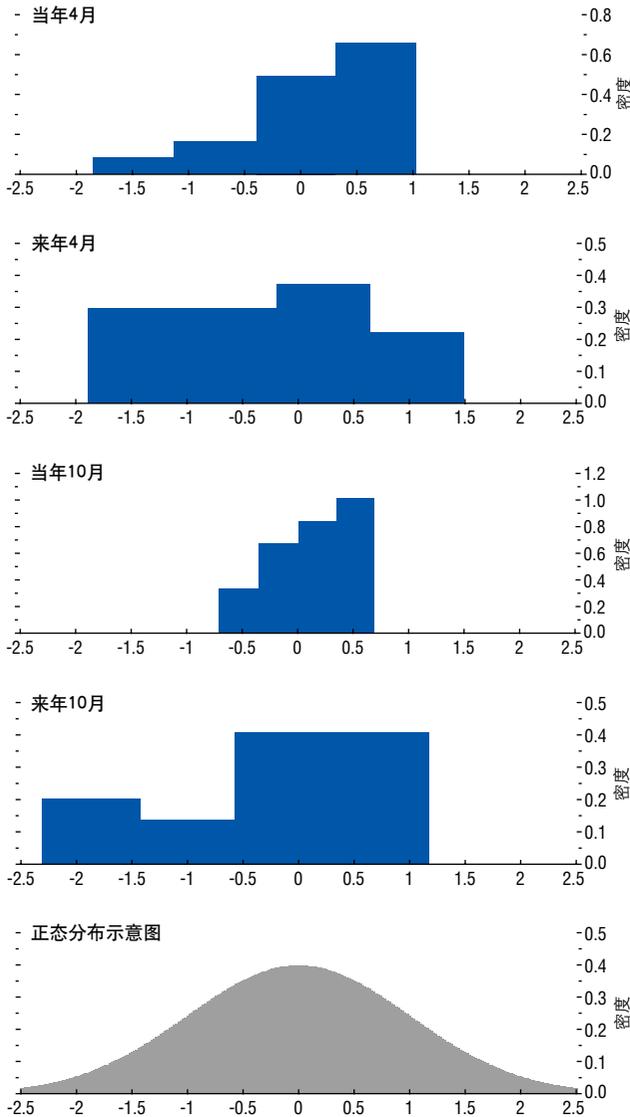
图1.15. 全球衰退和其他时期的预测误差中值，1991–2007年<sup>1</sup>



资料来源：世界经济展望数据库和基金组织工作人员的估计。

1. 预测误差定义为实际世界增长率与《世界经济展望》预测的世界经济增长率之差。计算了1991–2007年4月期和10月期《世界经济展望》当年和来年预测的误差。负的（正的）预测误差表示实际增长率低于（高于）预测，即预测存在向上（向下）偏误。

图1.16. 预测误差的柱状图，1991–2007年<sup>1</sup>



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 预测误差定义为实际世界增长率与《世界经济展望》预测的世界经济增长率之差。计算了1991–2007年4月期和10月期《世界经济展望》当年和来年预测的误差。负的（正的）预测误差表示实际增长率低于（高于）预测，即预测存在向上（向下）偏误。

## 领先指标法

补充扇形图法的一种方式是用领先指标法来估计全球衰退的风险。

领先指标是那些有助于提前三至九个月预测全球经济下滑（衰退）概率的变量。<sup>14</sup> 一个合适的指标存在一个转折点，它是先于全球活动以一种系统的和一致的方式运行的那个转折点。虽然找到可靠的指标仍然极为困难，但长期以来，在经济周期分析中一直使用领先指标（例如，Zarnowitz, 1992年）。<sup>15</sup>

基金组织工作人员的分析建议，结合美国金融和实际变量及周期性商品价格的指标具有领先指标的性能。金融变量包括利率期限结构的斜率（10年期和3个月期国库券的利差）和股票回报（标准普尔500指数）。其他变量是美国工业生产和基金组织的金属价格指数。根据2008年9月的数据，这一指标表明，在未来三个月内全球衰退的概率接近60%，去年年底时为50%左右。<sup>16</sup> 如图1.17所示，合在一起，这些变量已对1980–2007年的全球衰退作出了衰退概率大于50%的预测，且没有提供错误的信号。<sup>17</sup>

这一方法也应谨慎使用。在衰退过程中，信号的强度和不同，与领先指标的一般经验一致（如Stock和Watson, 1989年和2003年）。此外，领先指标法实质上是一种统计方法，不能对产生不利结果的过程或过程是如何随时间而变化，提供很多深刻的见解。因此，从全球层面来看，领先指标法虽简单直观，但不是对全球增长风险进行评估的万全之策。

## 方案分析

解决上述问题的另一种方法是对基于判断的

14. 对全球活动周期的时间测定是基于全球工业生产的月度数据序列。

15. 另一个困难是，对许多相关的高频率指标来说，缺乏足够长的时间序列。

16. 为比较起见，目前的扇形图表示，全球衰退的风险接近20%。

17. 错误的信号是指在全球经济扩张时，作出全球衰退概率大于50%的预测。

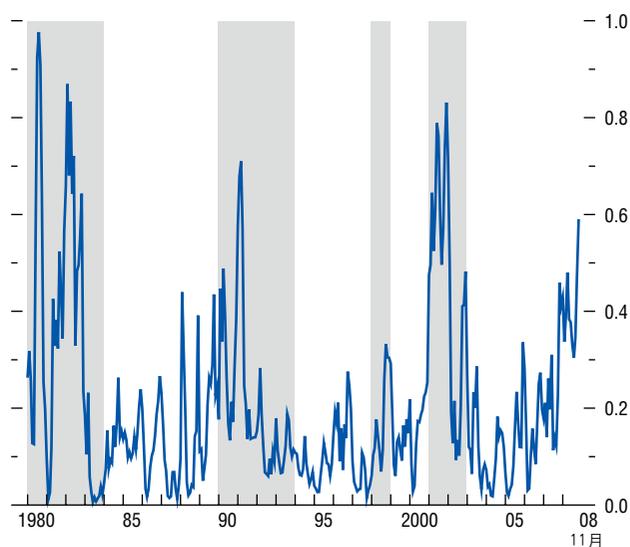
风险评估加以补充，如扇形图所体现的，用一种充分阐明的分析模型来评估对关键变量的冲击影响。因此，2008年4月期《世界经济展望》图1.15阐明了更深的金融部门冲击和石油供应冲击的影响，2007年4月期《世界经济展望》专栏1.1分析了分别因需求和供给因素产生的石油价格冲击。当一种冲击使经济远离其先前预期的路径时，模型模拟在跟踪此时发生的复杂动态互动方面尤其有用。但是，模拟方案本身不能对风险的分布提供指导。为此，必须在模型里包括概率框架，而概率框架又包含了对相对冲击分布的估算。

### 以宏观经济模型为基础的置信区间

基金组织目前正在进行多国模型的估算。多国模型可提供基线预测和扇形图，并对所有的数值假设，包括冲击分布作出详细说明。<sup>18</sup> 这一新的全球预测模型（GPM）建立在各中央银行在估算完备方程组（方程组将不同市场的需求和供给冲击与宏观经济变量相联系）方面已取得的重大进展的基础上。<sup>19</sup> 这样的模型不能像WEO预测那样得出带有一国全部细节的预测，但其优势为，在假设和结果之间存在着更大的一致性并且十分明晰。它也可被用来进行有条件的预测，来显示冲击对一个或多个变量的影响。

迄今为止，几乎所有的这类研究都是基于系统性冲击分布和线性模型，它们将导致对称的置信带，但基金组织工作人员正在引入三种不对称来源：(1) 零利率下限；(2) 非线性产出——通胀过程。在这一过程中，总需求的正面冲击在经济过热时期产生的通胀影响大于在经济萧条时期；和(3) 信贷紧缩对实际经济的影响，财务状况的缓和可能不会使贷款的增加远远超出某一阈

图1.17. 发生全球性衰退的概率<sup>1</sup>



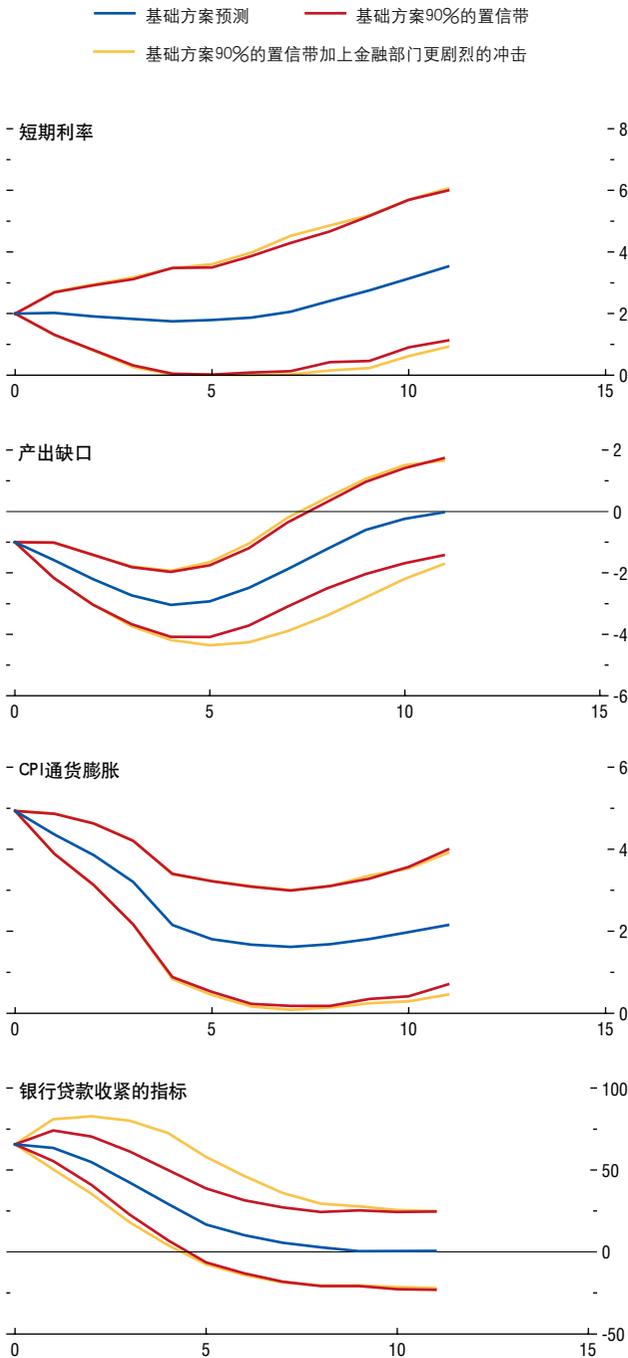
资料来源：基金组织工作人员的估计。

1. 阴影部分代表全球衰退时期。

18. 关于对全球预测模型（GPM）三个地区的初步版本（包括美国、欧元区和日本）的描述，请参看 Carabenciov 等人（即将发表）。在近期，将用 GPM 来运行方案并对基金组织国别经济学家的基线预测进行宏观一致性检查，如同美联储理事会用宏观模型来检查其判断预测的一致性。

19. 通过开发方便用户使用的贝叶斯估计程序，这方面已有可能。目前决策机构和学术界正广泛使用贝叶斯估计程序来估计宏观模型，参看 Laxton、Rose 和 Scott（即将发表）。

图 1.18. 基于GPM 90%置信区间的示意图<sup>1</sup>



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. GPM=全球预测模型。

值(一旦有足够的抵押品,让贷款人对其贷款的安全感到满足后,进一步增加抵押品的价值可能不会很大地影响他们的行为)。

图 1.18 根据 GPM 的扩展版提供了一些说明性置信区间。<sup>20</sup> 扇形图中的中央路径线代表对经济的预期路径模型的基线解决方案。不像有条件的预测,这一无条件预测假设所有冲击为零,且没有以判断为基础的输入信息,而这种输入信息在进行近期预测时通常被证明是非常有用的。<sup>21</sup> 扇形图的边界代表 90% 的置信区间,是从冲击的历史分布估计得出的。在 GPM 中加入一个假设(当信贷条件异常紧张时,对信贷条件的冲击变得更大),得到图的第四部分所示的较宽的置信区间。它们表示,增加的不确定性对产出缺口、通货膨胀和短期利率的影响皆为下行。

### 参考文献

Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008, "Financial Intermediary Leverage and Value at Risk," Staff Report No. 338 (New York: Federal Reserve Bank of New York).

Ahearne, Alan G., John Ammer, Brian M. Doyle, Linda S. Kole, and Robert F. Martin, 2005, "House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study," International Finance Discussion Paper No. 841 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).

Bank for International Settlements (BIS), 2008, *78<sup>th</sup> Annual Report* (Basel).

Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth*, second edition (New York: McGraw Hill).

Benito, Andrew, 2007, "Housing Equity as a Buffer: Evidence from UK Households," Working Paper No. 324 (London: Bank of England).

Bernanke, Ben S., 2008, "Reducing Systemic Risk," speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium on "Maintaining Stability in a Changing Financial System," Jackson Hole, Wyoming, August 21-23.

Blanchard, Olivier, and Jordi Galí, 2007, "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from

20. 关于制作 GPM 扇形图的模型和方法的描述, 参见 Chen、Kamenik 和 Laxton (即将发表)。

21. 决策机构所作的基于模型的有效预测通常非常依赖于前两个季度预测使用的判断。这种判断所基于的信息比从宏观模型产生的纯粹预测要多得多, 参看 Laxton、Rose 和 Scott (即将发表)。

- the 1970s?" NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Britton, E., P.G. Fisher, and J.D. Whitley, 1998, "The *Inflation Report* Projections: Understanding the Fan Chart," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 38 (February), pp. 30–37.
- Buiter, Willem H., 2008, "Lessons from the North Atlantic Financial Crisis," paper prepared for the Columbia Business School and Federal Reserve Bank of New York conference, "The Role of Money Markets," New York, May 29–30.
- Calomiris, Charles, Stanley D. Longhofer, and William Miles, 2008, "The Foreclosure-House Price Nexus: Lessons from the 2007–2008 Housing Turmoil," NBER Working Paper No. 14294 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korsunmov, and D. Laxton, forthcoming, "A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Cardarelli, Roberto, Tommaso Monacelli, Alessandro Rebucci, and Luca Sala, forthcoming, "Housing Finance, Housing Shocks, and the Business Cycle: Evidence from OECD Countries," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Chen, H., K. Clinton, Ondrej Kamenik, and Douglas Laxton, forthcoming, "Constructing Forecast Confidence Bands with GPM," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, forthcoming, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, and Luc Laeven, 2008, "Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market," IMF Working Paper 08/106 (Washington: International Monetary Fund).
- Deutsche Bank, 2008, "Housing Correction: U.S. Ahead of Europe," *Global Economic Perspectives*.
- Estevão, Marcello, and Natalia Barrera, forthcoming, "House Prices and Regional Cycles in the United States," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund). (A summary of this work is available as Chapter V in *United States: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/256 (Washington: International Monetary Fund). Available at [www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08256.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08256.pdf)).
- Estevão, Marcello, and Prakash Loungani, forthcoming, "Housing Markets and Labor Market Dynamics," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Hilbers, Paul, Alexander W. Hoffmaister, Angana Banerji, and Haiyan Shi, 2008, "House Price Developments in Europe: A Comparison," IMF Working Paper 08/211 (Washington: International Monetary Fund).
- Hodrick, Robert J., and Edward C. Prescott, 1997, "Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29 (February), pp. 1–16.
- International Monetary Fund (IMF), 2008a, "Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses" (Washington, June and September). Available at [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf) and [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf).
- , 2008b, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macrofinancial Implications and Policy* (Washington, October).
- Klyuev, Vladimir, 2008, "What Goes Up Must Come Down? House Price Dynamics in the United States," IMF Working Paper 08/187 (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).
- Laxton, Douglas, D. Rose, and Alasdair Scott, forthcoming, "Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Muellbauer, John, 2008, "Housing, Credit and Consumer Expenditure," CEPR Discussion Paper No. 6782 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 2006, "Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals," *OECD Economic Outlook*, No. 78 (December), pp. 123–54.
- , 2008, *OECD Economic Outlook*, No. 83 (June).
- Poterba, James, 1984, "Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 99 (November), pp. 729–52.
- Stock, James, and Mark Watson, 1989, "New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators," in *NBER Macroeconomic Annual: 1989* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 351–94.
- , 2003, "How Did Leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession?" *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 89 (Summer), pp. 71–90.
- Timmermann, Allan, 2006, "An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts," IMF Working Paper 06/59 (Washington: International Monetary Fund).

## 第一章 全球前景及政策

Tsatsaronis, Kostas, and Haibin Zhu, 2004, “What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence,” *BIS Quarterly Review* (March), pp. 65–78.

Vamvakidis, Athansios, 2008, “Convergence in Emerging Europe: Sustainability and Vulnerabilities,” IMF Working Paper 08/81 (Washington: International Monetary Fund).

Warnock, Veronica Cacdac, and Francis E. Warnock, 2007,

“Markets and Housing Finance,” NBER Working Paper No. 13081 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Zarnowitz, Victor, 1992, *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting* (Chicago: University of Chicago Press).

在第一章阐述全球展望的基础上，本章讨论构成世界经济的主要国家和地区如何应对强大的金融压力、高企的初级商品价格以及全球经济下滑。之后得出政策教训，以便在应对恶化的短期增长前景、控制通胀与促进长期增长潜力之间寻求适当平衡。<sup>1</sup>

### 美国和加拿大：预计下滑

美国处在第一章所讨论的不断加剧的全球金融风暴的中心，其经济正在迅速放慢。最新数据表明，由于净出口大幅增加和退税措施对消费的刺激超过了金融动荡、房市持续调整和初级商品价格高企造成的阻碍影响，第二季度 GDP 增长 2.8%（年率）。然而，将最近三个季度合起来考虑，增长步伐则平均为 1.25%，大大低于潜在增长率。更重要的是，现有第三季度数据表明经济增长将进一步放慢，消费者信心和商业信心等前瞻性指标，以及积累的近期金融市场动荡对信贷造成的负面影响证据表明美国经济可能会在本季度和 2009 年年初收缩。

自 2007 年夏季以来，住房投资下降成为产出的主要掣肘（使增长降低约 0.75 个百分点），同时库存压缩、消费放慢。相反，经济中存在的抗冲击能力来自以下两方面。第一，净出口继续繁荣，使本期经济增长率增加 1.5 个百分点，虽然油价大幅上涨使经常账户逆差保持在 GDP 的 5% 左右。第二，尽管经济增长放慢、信贷状况收紧，但美国公司依然保持健康，这受益于相对较低的杠杆率、较高的利润以及强劲的出口需求。这就是为什么直至近期公司才适度削减了商业支出和就业。

现在看来发生经济衰退的可能性越来越大，当前的关键问题是，美国经济下跌的深度如何？经

济何时复苏？复苏力度如何？短期前景的主要决定因素是，近期政府稳定金融市场状况举措的效力如何，以及在面临日益加大的压力下美国住户的行为；住房周期的深度以及通胀担忧对货币政策的制约程度。

面对迅速扩大和日益危险的金融危机，当局已经采取行动来应对眼下对系统性稳定造成的威胁，并通过了一项重大举措以便从银行购买流动性差的资产，虽然这些操作还需要一定的时间。一旦全部到位，这些措施应有助于稳定市场状况，但即使如此，修复银行资产负债表的过程仍将是漫长和艰巨的。损失全部得以认定、银行重新注资、降低杠杆率和恢复市场信心需要花很长的时间。银行贷款条件收紧正在对新的贷款增长造成明显影响，整个 2009 年信贷供给都可能依然较紧。鉴于住户的资产负债表恶化，其所受影响可能最大，但在目前混乱的金融市场状况下，公司也同样会受到不利影响，虽然公司的资产负债表较为稳健且盈利状况依然较好。

虽然近几个季度消费继续增长，但美国家庭面临日益增加的现金流和资产负债表压力。自 1 月以来，由于就业下降，收入增长放慢，平均工作周缩短，失业率上升整整 1 个百分点。同时工资增长停滞，汽油价格依然高企（图 2.1）。房价下跌、股市疲弱导致住户净财富相对于 GDP 下降了 10%。而且，信贷可得性明显收紧，尤其是住房抵押贷款，同时其他消费融资来源也收紧了。

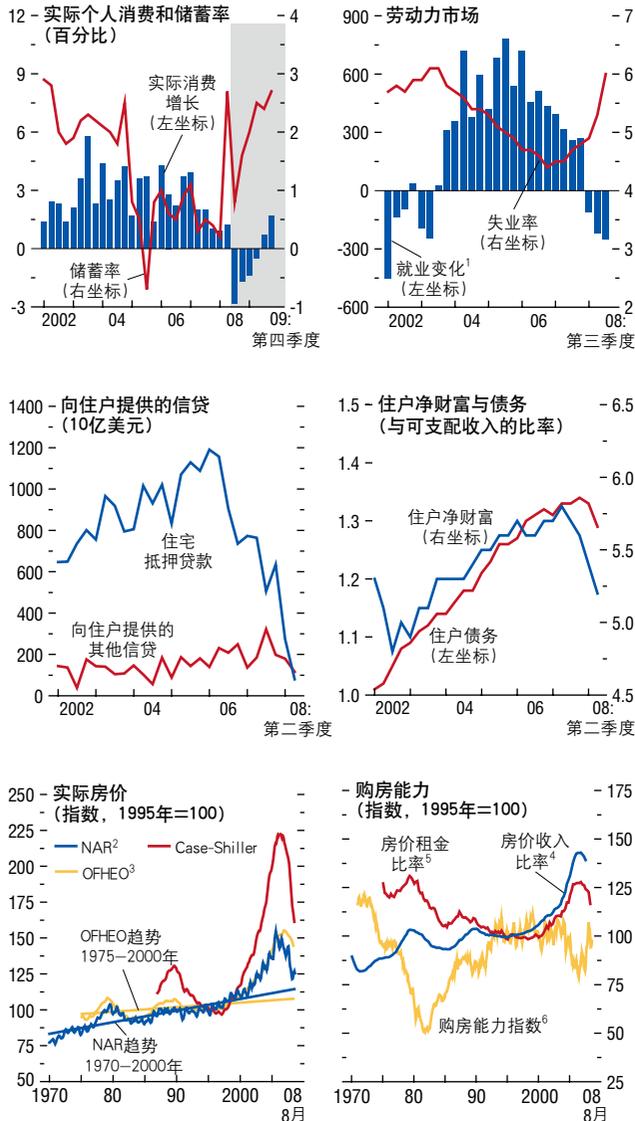
基线预测的一个主要因素是目前消费表现出更明显的疲弱迹象。根据预测，由于退税支票的刺激逐渐减退，2008 年下半年消费减少，2009 年年初也将减少，之后在 2009 年剩余时间内逐渐复苏。由于存在现金流压力，并且需要重新积累储蓄，消费的恢复受到制约。

住户受到的压力部分反映了住房市场的持续

1. 有关国家和地区发展的进一步分析见基金组织《地区经济展望》。

图2.1. 美国：对住户的压力

美国住户正处于越来越大的压力之下。迄今为止，他们仍维持了适度的支出增长，但当前影响支出增长的因素包括就业减少、信贷紧缩、净财富减少以及上涨的燃料和粮食价格。然而，住户购房能力提高，并有迹象显示房价正在接近历史趋势。



资料来源：Davis, Lehnert和Martin (2007年)；Haver Analytics；以及基金组织工作人员的估计。

1. 总的非农业就业职位的季度变化，千人。
2. 全国不动产商协会；12个月百分比变化的3个月移动平均。
3. 联邦住房企业监督办公室（OFHEO）。
4. OFHEO房价指数与人均个人可支配收入的比率。
5. 房主自用住宅总存量的租金房价比率的倒数。
6. 指数等于100；中位家庭收入有资格享受现有中位价格独家住宅的80%的住房抵押贷款，重新以1995年=100作为指数。

大幅下滑。房价下跌幅度(过去一年房价下跌的范围在5%~17%，取决于所使用的指数)是自大萧条以来前所未有的。结果，有超过1,000万住户的房屋欠款超过了房屋的市场价值。住房相关的活动也急剧减少，房地产抵押贷款申请比高峰期时期减少了60%。在经历一段时期的过剩之后，这种调整是必要的。目前有一些初步稳定迹象(例如体现在近期房屋销售数据上)，但当前房屋销售中有高达三分之一涉及丧失抵押品赎回权，这是一个疲弱而不是强劲的迹象。

基线预测，住房周期在经历四年的调整之后最终将于2009年见底。该预测基于房价将在年底之前再跌10%的假设，这符合市场预期(虽然这些远期市场交易量很小)，这将使价格更接近基本面。此外，住房投资占GDP的比重约为40年来最低点，新房开工下跌正在使未出售新屋的库存减少。最近通过的立法也将提供某些支持，该立法旨在利用联邦担保方式为那些陷入困境的住房抵押贷款融资提供便利，以及确保房地美和房地美这两家政府资助企业能够继续提供住房融资(最近几个季度这两家企业拖延了80%左右的新住房抵押贷款)。

通胀方面，依然高企的能源价格促使总体私人消费支出通胀在2008年8月升至4.6%(12个月比率)，同时核心私人消费支出通胀上升至2.6%。鉴于近期国际油价回落，总体通胀数据现在可能开始下降。同时，产出缺口扩大、工资适度增长以及劳动生产率提高都应有助于控制基础通胀。

综合考虑上述因素，经济活动将于2008年第四季度和2009年第一季度减弱，并于第二季度稳定下来，之后逐渐复苏。年同比增长率将从2007年的2.0%减慢至2008年的1.6%，2009年为0.1%(表2.1)。经济只有在2010年才能恢复至潜在增长水平。这一预测风险偏于下行。特别令人担忧的是，信贷紧缩可能在更大程度上制约经济活动，房价调整可能会延续到2010年，通胀压力可能更为持久，这将限制美联储的操作空间。主要上行潜力是，尽管面临金融压力，美国公司对支出模式的维持可能好于预期，这将为住户收入提供超出预期的支持。

表2.1. 先进经济体：实际GDP、消费价格和失业率

(年百分比变化和占劳动力的百分比)

	实际GDP				消费价格				失业率			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
<b>先进经济体</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>3.6</b>	<b>2.0</b>	<b>5.7</b>	<b>5.4</b>	<b>5.7</b>	<b>6.5</b>
美国	2.8	2.0	1.6	0.1	3.2	2.9	4.2	1.8	4.6	4.6	5.6	6.9
欧元区 <sup>1</sup>	2.8	2.6	1.3	0.2	2.2	2.1	3.5	1.9	8.7	7.4	7.6	8.3
德国	3.0	2.5	1.8	—	1.8	2.3	2.9	1.4	9.8	8.4	7.4	8.0
法国	2.2	2.2	0.8	0.2	1.9	1.6	3.4	1.6	9.2	8.3	7.7	8.3
意大利	1.8	1.5	-0.1	-0.2	2.2	2.0	3.4	1.9	6.8	6.2	6.7	6.6
西班牙	3.9	3.7	1.4	-0.2	3.6	2.8	4.5	2.6	8.5	8.3	11.2	14.7
荷兰	3.4	3.5	2.3	1.0	1.7	1.6	2.9	2.6	3.9	3.2	2.8	2.9
比利时	2.9	2.8	1.4	0.2	2.3	1.8	4.6	2.8	8.3	7.5	7.1	8.6
奥地利	3.4	3.1	2.0	0.8	1.7	2.2	3.5	2.3	4.8	4.4	4.2	4.4
芬兰	4.9	4.5	2.5	1.6	1.3	1.6	3.9	2.5	7.7	6.8	6.2	6.2
希腊	4.2	4.0	3.2	2.0	3.3	3.0	4.4	3.1	8.9	8.3	7.7	8.3
葡萄牙	1.4	1.9	0.6	0.1	3.0	2.4	3.2	2.0	7.7	8.0	7.6	7.8
爱尔兰	5.7	6.0	-1.8	-0.6	2.7	2.9	3.5	2.4	4.4	4.5	5.7	7.0
卢森堡	6.1	4.5	2.3	1.8	2.7	2.3	3.7	1.8	4.4	4.4	4.4	4.8
斯洛文尼亚	5.7	6.1	4.3	3.7	2.5	3.6	5.9	3.3	5.9	4.8	4.8	5.0
塞浦路斯	4.0	4.4	3.4	2.8	2.2	2.2	4.6	3.5	4.6	3.9	3.9	3.9
马耳他	3.1	3.7	2.8	2.3	2.6	0.7	3.7	2.2	7.3	6.4	6.5	7.0
日本	2.4	2.1	0.7	0.5	0.3	—	1.6	0.9	4.1	3.8	4.1	4.5
英国 <sup>1</sup>	2.8	3.0	1.0	-0.1	2.3	2.3	3.8	2.9	5.4	5.4	5.4	6.0
加拿大	3.1	2.7	0.7	1.2	2.0	2.1	2.5	2.1	6.3	6.0	6.2	6.3
韩国	5.1	5.0	4.1	3.5	2.2	2.5	4.8	4.0	3.5	3.3	3.1	3.0
澳大利亚	2.7	4.2	2.5	2.2	3.5	2.3	4.6	3.6	4.8	4.4	4.3	4.8
中国台湾	4.9	5.7	3.8	2.5	0.6	1.8	4.2	2.5	3.9	3.9	3.9	4.1
瑞典	4.1	2.7	1.2	1.4	1.5	1.7	3.4	2.8	7.0	6.1	6.6	7.1
瑞士	3.4	3.3	1.7	0.7	1.0	0.7	2.6	1.5	3.0	2.5	2.6	2.8
中国香港	7.0	6.4	4.1	3.5	2.0	2.0	4.8	4.3	4.8	4.1	3.5	3.6
丹麦	3.9	1.7	1.0	0.5	1.9	1.7	3.4	2.8	3.9	2.8	1.8	2.6
挪威	2.5	3.7	2.5	1.2	2.3	0.8	3.2	2.7	3.4	2.5	2.5	3.0
以色列	5.2	5.4	4.3	2.8	2.1	0.5	4.8	3.3	8.4	7.3	6.0	6.2
新加坡	8.2	7.7	3.6	3.5	1.0	2.1	6.5	3.3	2.7	2.1	2.1	2.2
新西兰 <sup>2</sup>	1.9	3.2	0.7	1.5	3.4	2.4	4.2	3.8	3.8	3.6	4.0	4.3
冰岛	4.4	4.9	0.3	-3.1	6.8	5.0	12.1	11.2	1.3	1.0	2.2	3.9
备忘项												
主要先进经济体	2.7	2.2	1.2	0.1	2.4	2.2	3.5	1.7	5.8	5.5	5.8	6.6
亚洲新兴工业化经济体	5.6	5.6	4.0	3.2	1.6	2.2	4.8	3.5	3.7	3.4	3.3	3.3

1. 根据欧洲统计局公布的消费价格调和指数。

2. 消费价格不包括利率元素。

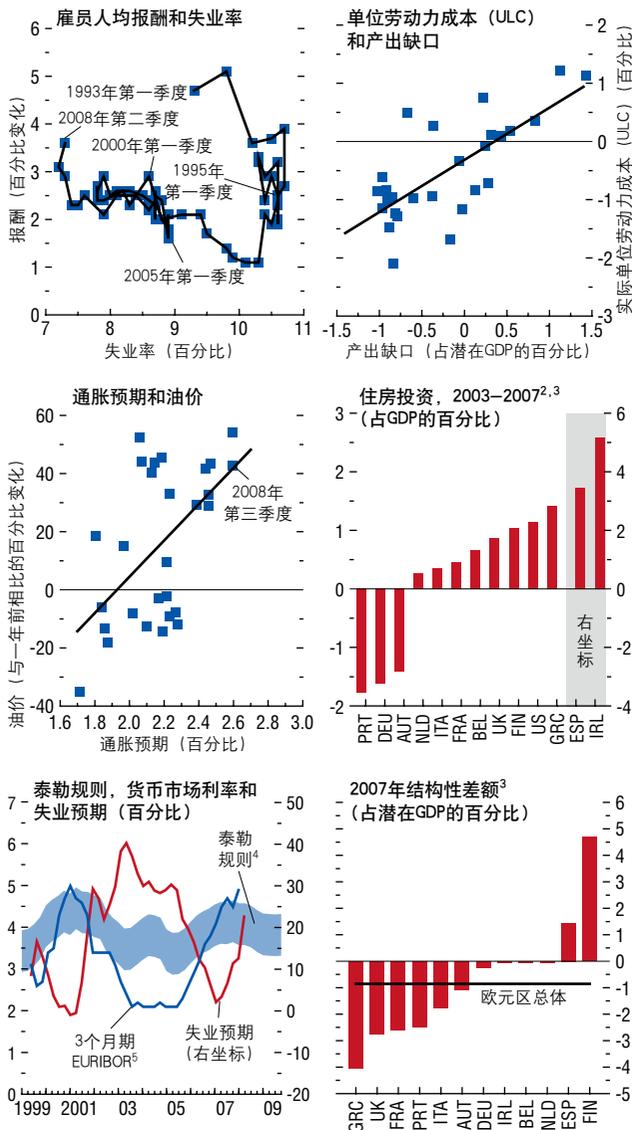
尽管迫在眉睫的任务是稳定金融状况，但政策制定者必须确保提供适当的支持性宏观经济政策环境，包括努力控制逆向的宏观金融反馈循环。如果经济下滑进一步加深，目前已高度宽松的货币政策态势还可进一步放松，即使持续的金融压力可能会限制其实施效力。美联储将继续关注通胀问题。最终，随着经济复苏加快、金融状况改善，货币政策需要转向较为中性的态势。在财政方面，一揽子刺激计划提供了非常及时的支持。但财政

赤字正在急剧增加。按照目前预测，2009年赤字将占GDP的4.5%，在七国集团中处于最高水平，其中未考虑近期所采取的旨在稳定金融和住房部门的措施造成的潜在大规模影响。面对中期支出压力和人口及医疗成本上涨构成的长期挑战，必须进行财政整顿，这也表明一旦情况稳定，为了抵消为金融体系提供支持的成本，必须在其他方面采取调整措施。

自2007年年中以来，加拿大经济活动急剧放

图2.2. 西欧：需求放慢，通胀高企<sup>1</sup>

虽然总体通胀高企，但工资上涨普遍有所减弱，经济活动放慢和失业增加的担忧抑制涨工资的需求。在欧元区，按照近期历史标准衡量，货币状况仍偏紧，各国几乎没有空间实行相机抉择的财政刺激计划，因为担心它们会突破《马斯特里赫特条约》中规定的赤字占GDP3%的上限。



资料来源：欧洲中央银行；欧洲委员会；欧洲统计局；Haver Analytics；Thomson 数据库；以及基金组织工作人员的估计。

1. 除注明外，数据均指欧元区。

2. 对1993—2002年平均值的偏离。

3. AUT:奥地利；BEL:比利时；FIN:芬兰；FRA:法国；DEU:德国；GRC:希腊；IRL:爱尔兰；ITA:意大利；NLD:荷兰；PRT:葡萄牙；ESP:西班牙；UK:英国；US:美国。

4. 该公式赋予平均通胀率对目标通胀率的偏离和产出缺口相同的权重 (0.5)；下限是以自然失业率等于3.5%为基础；上限以自然失业率等于4.5%为基础。

5. 欧元银行间同业拆借利率。

慢，预计增长将从2007年的2.7%降至2008年的0.7%，2009年将回升至1.2%。尽管资源密集部门受益于高企的初级商品价格，但加拿大元实际升值的滞后效应，加之美国经济放慢，给加拿大制造业造成严重打击。2007年12月至2008年4月，加拿大银行降息150个基点，之后一直维持利率水平不变。尽管通胀近期加速至3.5%，但通胀总体仍很好地锁定在目标之内，这部分是由于货币升值的缘故。迄今为止，加拿大的银行总体上抵御了金融压力，这反映了加拿大保守的银行监管以及对结构性产品的风险暴露程度较低。但是，鉴于加拿大与美国之间很强的经济与金融联系，风险依然存在。

## 西欧：与多重冲击作斗争

西欧经济正在遭受重大冲击，特别是异常金融压力的打击，冲击削弱了经济活动。在经历了第一季度的反弹之后，欧元区实际GDP增长停止。第一季度，包括英国和大多数北欧国家在内的其他地区增长也显著减弱。当前指标显示，许多国家正在接近或陷入衰退。同时，高企的石油和粮食价格仍使通胀保持在高水平。

经济增长放慢受若干因素影响，初期主要是油价上涨，但现在越来越受到金融状况趋紧的影响。<sup>2</sup> 与2007年相比，以欧元计价的石油价格上涨约40%，加上粮价暴涨，致使本已疲软的消费增长进一步受到打压。在其他条件保持不变的情况下，标准经验法则表明这一冲击对欧元区造成的产出损失大致占GDP的0.67%，对于英国或挪威等石油生产国来说损失则较小。1999—2008年，虽然油价上涨了七倍，但与20世纪70年代不同的是，工资增长却普遍较弱，这反映了结构性改革和改进的政策框架。伴随快速降温的经济活动和对失业增加的担忧，这些因素应有助于在未来几年控制工资上涨(图2.2)。因此，尽管许多国家的总体通胀率近期处于3%~4%的水平，但欧元区

2. 另见即将出版的《地区经济展望：欧洲》，该报告对初级商品价格冲击和当前金融动荡对欧洲造成的影响进行了详细讨论。

和英国的核心通胀率（剔除所有食品和能源）普遍低于2%。<sup>3</sup> 通胀预期已经普遍得到较好的锁定，虽然英国锁定程度低于欧元区。

在石油和粮食价格大幅上涨减少了实际可支配收入的同时，金融状况正在迅速收紧。欧洲银行正在与多重负面冲击影响作斗争。它们因持有美国住房抵押贷款相关资产而面临损失，而且自2007年以来，总体信贷质量恶化。最初，担忧主要集中在流动性方面，但目前也正在影响清偿能力。对银行部门的信心削弱。由于债权人对资产负债表风险的担忧日益增加，那些杠杆比率很高的银行正在努力维持其融资。需要提高股本资产比率，而这在很大程度上将不得不通过减少贷款来实现，因为银行的股价已下跌。去杠杆化的过程，包括某些机构退出市场，可能将是一个长期、艰巨的过程，银行已经将其贷款标准收紧至远高于金融动荡发生之前的水平。

投资房地产的住户和公司正在与日益增长的债务负担作斗争，特别是在那些普遍采用浮动利率住房抵押贷款与当前短期利率挂钩的国家中，例如爱尔兰、西班牙和英国。这些以及其他一些国家的实际住房价格正在下跌，而其他地区的放慢速度也很快（见专栏1.2）。虽然目前存在着直接与住房相关的信贷紧缩风险，但某些因素将缓解金融与实际部门之间有害的反馈循环（第四章）。虽然西欧居民房地产在经济活动中的比重总体高于美国，但除芬兰、希腊、爱尔兰、西班牙和英国外，近期住房投资扩张却并不显著。而且，这些国家也不大可能遭受美国所暴露出的金融脆弱性的打击：居民储蓄率总体较高，债务较低，非优质贷款并不普遍，贷款价值比率更加保守，资产增值抵押借款机会更有限。然而，即使没有直接的信贷紧缩，居民房地产市场下跌也会对某些国家（例如爱尔兰、西班牙和英国）产生一定的短期影响，而且除个别国家（例如奥地利、德国和瑞士）之外，

3. 欧元区消费价格指数（CPI）食品价格通胀从2007年年中的2%上涨至2008年8月的6.2%，对8月3.8%的总体CPI通胀率的贡献为0.8个百分点。能源贡献了1.1个百分点。粮价上涨主要导致收入在西欧内部的重新分配，因此与油价上涨相比，对经济增长的直接效应要小得多（见第三章）。

表2.2. 先进经济体：经常账户状况  
(占GDP的百分比)

	2006	2007	2008	2009
<b>先进经济体</b>	<b>-1.3</b>	<b>-0.9</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.6</b>
美国	-6.0	-5.3	-4.6	-3.3
欧元区 <sup>1</sup>	0.3	0.2	-0.5	-0.4
德国	6.1	7.6	7.3	6.8
法国	-0.7	-1.2	-2.8	-2.7
意大利	-2.6	-2.5	-2.8	-2.4
西班牙	-8.9	-10.1	-10.1	-7.7
荷兰	8.2	6.8	5.6	5.1
比利时	2.7	2.1	—	-1.1
奥地利	2.4	3.2	2.8	2.4
芬兰	4.6	4.6	3.4	2.9
希腊	-11.1	-14.1	-14.0	-14.1
葡萄牙	-10.1	-9.8	-12.0	-12.7
爱尔兰	-3.6	-5.4	-5.0	-4.4
卢森堡	10.5	9.9	8.6	8.2
斯洛文尼亚	-2.8	-4.9	-4.7	-4.7
塞浦路斯	-5.9	-9.7	-9.7	-7.8
马耳他	-8.2	-5.4	-7.7	-6.4
日本	3.9	4.8	4.0	3.7
英国	-3.4	-3.8	-3.6	-3.4
加拿大	1.4	0.9	0.9	—
韩国	0.6	0.6	-1.3	-0.7
澳大利亚	-5.3	-6.2	-4.9	-4.3
中国台湾	7.2	8.6	7.8	6.5
瑞典	8.5	8.5	6.4	5.8
瑞士	14.7	16.6	9.3	8.7
中国香港	12.1	13.5	11.7	10.3
丹麦	2.9	1.1	1.3	1.8
挪威	17.3	15.4	19.1	18.0
以色列	5.9	3.2	0.4	0.5
新加坡	21.8	24.3	19.2	17.0
新西兰	-8.7	-8.2	-9.3	-8.1
冰岛	-25.4	-14.6	-18.2	-13.7
备忘项				
主要先进经济体	-2.0	-1.5	-1.3	-0.9
欧元区 <sup>2</sup>	—	0.3	-0.5	-0.5
亚洲新兴工业化经济体	5.3	6.2	4.7	4.3

1. 计算的是欧元区各国差额的合计数。

2. 修正了因本地区内部交易而产生的报告差异。

还会造成明显的中期阻力。

对于非金融公司而言，与2001–2002年周期性下滑开始阶段相比，其资产负债表要稳固得多，这应限制金融部门压力对投资的影响。另外，金融压力持续越长，公司利润、资产负债表和投资遭受的打击越大。

2007年，欧元区经常账户接近平衡（表2.2）。然而，预计出口将伴随世界需求减弱而放慢，经常账户预期会恶化，这主要是因贸易条件恶化所致。此外，实际有效汇率处于中期基本面的强方，尽管最近有所减弱。相反，英国的经常账户处于明显逆差状况，自市场动荡发生以来，英镑实际有效汇率贬值超过10%。

面对这一具有挑战性的环境，中央银行已经试图缓解流动性压力，包括通过提供美元流动性，多个政府（例如比利时、法国、德国、卢森堡、荷兰和英国）已介入为若干主要金融机构（例如 Dexia 和 Fortis）提供清偿能力方面的支持，或通过提高存款担保限制和扩大对债权人的担保（例如爱尔兰），以及通过对存款人提供明确担保（例如德国和英国）。然而，即使解决这些日益增长担忧的全面措施迅速到位，对交易对手风险的看法回归至更正常的水平也需要一定的时间。同样，银行的去杠杆化在未来几个季度也会对经济增长产生明显影响。

因此，基线预测认为整个西欧的经济活动将显著放慢，2009 年下半年逐步开始缓慢复苏。预计欧元区经济增长将从 2007 年的 2.6% 分别放慢至 2008 年的 1.3% 和 2009 年的 0.2%，2010 年回升至 1.4%。英国实际 GDP 增长将从 2007 年的 3.0% 下降至 2008 年的 1.0%，2009 年经济活动将收缩 0.1%，之后于 2010 年加速至 2.2%。上述增长预测面临下行风险。这些风险包括由更广泛的资产价格通货紧缩和全球信贷紧缩而造成金融部门去杠杆化速度加快、全球失衡突然调整以及欧元急剧升值。上行风险包括依然有活力的就业以及因此而超出预期的消费，但这些影响较小。动荡的能源和粮食价格成为双向风险的来源。

西欧国家的财政状况存在很大差异。但是，自上次经济下滑以来，许多国家在财政整顿方面已经取得了相当大的进展。即使 2008 - 2009 年因周期性因素和政策支持原因赤字有所扩大，但欧元区各国的广义政府赤字平均仍将保持在 GDP 的 1.75% 左右，比 2003-2004 年低 1.25 个百分点。然而，一些国家（法国、希腊、爱尔兰、意大利和葡萄牙）的财政赤字仍与中期目标相差较远，某些国家近期可能超过《马斯特里赫特条约》所规定的财政赤字占 GDP 3% 的上限。预计英国 2008 年赤字占 GDP 的 3.5%，其财政状况显著弱于上次经济下滑之前。

《稳定与增长公约》修订稿中的规定为根据经济状况变化而调整财政目标提供了空间。金融市场丧失信心，使得相机抉择的松动政策的效力减

弱，因此，财政资源的相机使用应主要集中在必要的稳定金融部门的措施上。更普遍的，鉴于人口老龄化相关的挑战，财政政策应与实现中期目标保持一致。可以让自动稳定器根据经济活动减弱情况围绕调整路径自由发挥作用，除非这可能导致违反财政规则。同样，英国也需要将其政策与中期财政目标保持一致，2009-2010 年，应继续实施商定的中期财政计划，并允许自动稳定器围绕调整路径充分发挥作用。

过去六个月以来，政策利率变化有限，中央银行将精力主要集中在向面临压力的市场提供流动性上。欧洲中央银行在 2008 年 7 月将政策利率提高了 25 个基点至 4.25%，这是自 2007 年 6 月以来首次采取行动。英格兰银行自 2008 年 4 月以来一直将利率保持在 5% 的水平不变。预测认为，2009 年年底前，欧元区和英国的总体通胀率会降至 2% 以下。中央银行的首要任务是通过继续提供必要的流动性，使金融市场保持平静。然而，恶化的前景、缓解的通胀压力以及收紧的金融状况，为欧元区和英国放松货币政策提供了空间。

持续的金融动荡从多个方面提出了重要政策挑战，包括复杂的跨境金融联系和外溢效应。对于欧盟国家来说，鉴于其在金融服务方面寻求建立单一市场，后者尤其具有挑战性。一些国家为缓解金融压力而采取的行动正在给其他国家的金融机构造成不利影响，因此，特定挑战已经明显存在。为了解决外溢效应带来的担忧，各国必须遵守 2008 年 5 月欧洲经济财政部部长会议（ECOFIN）财长理事会的承诺，为实现金融稳定目标而朝着承担更多共同责任的方向前进，特别是在危机预防、管理和解决方面。<sup>4</sup> 现在，为恢复信心，需要对采取协调行动作出果断承诺，以缓解金融压力并避免欧洲金融一体化出现倒退的严重风险。

然而，在强调通过政策来限制金融动荡所造成危害的同时，不应忽视结构性政策挑战。欧元

4. 详见 2008 年 5 月 15 日“欧洲经济财政部部长会议（ECOFIN）财长理事会就欧盟金融监管和金融稳定通过决议”，见 [www.eu2008.si/en/News\\_and\\_Documents/Press\\_Releases/May/0514MF\\_Svet\\_ECOFIN.html](http://www.eu2008.si/en/News_and_Documents/Press_Releases/May/0514MF_Svet_ECOFIN.html)。

启动十年之后，欧元区成员国面临的主要中期政策挑战是让经济联盟像货币联盟一样获得成功（专栏 2.1）。在这方面，欧元区成员国劳动生产率增长落后于其他先进经济体，欧元区内部经常账户的持续大幅差异引发了对货币联盟调整机制的担忧。因此，需要继续保持结构性改革的势头，并以协调的方式重新对其进行调整，以便根据欧元区内部存在的不一致而改进调整。目前的改革成效正在显现，并为就业显著增长以及一些放开部门中劳动生产率提高作出贡献。然而，大部分服务行业仍未受到影响，从而失去了收入、抵御能力和通胀方面的重要好处。因此，《里斯本议程》下的特定改革建议（将欧元区作为一个整体）恰当地强调了加快服务市场改革和金融融合。为确保各国的改革计划更加符合这些欧元区的建议，必须加强政策协调。

### 先进亚洲：应对外部冲击

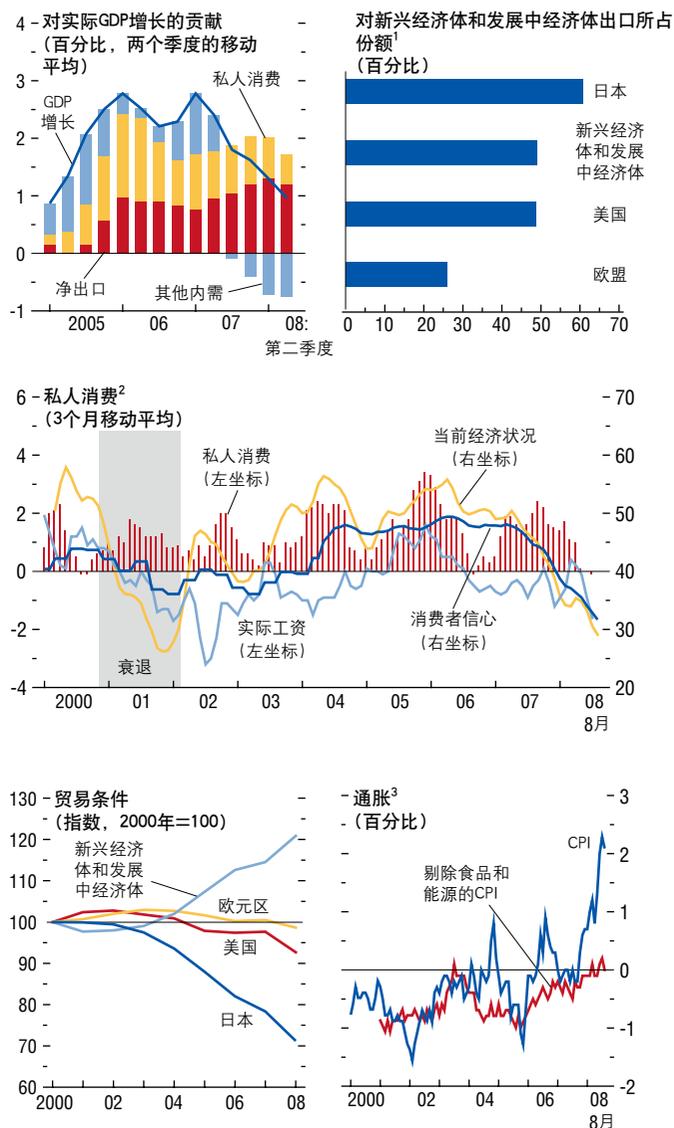
虽然整个第一季度日本经济一直保持了良好增长，但初级商品价格上涨和外部需求疲弱已经开始对经济活动造成影响。2008 年第二季度，日本经济收缩 3%（季度与季度相比的年率），前四个季度经济增长低于 1%。近期下滑是由私人消费和固定投资所致，同时净出口的贡献降低至零（图 2.3）。

近期指标表明经济会继续疲弱。来自美国和西欧的外部需求放慢、投入品成本上涨及利润预期下降正在对公司情绪和公司投资计划产生影响。同时，粮价和燃料价格上涨以及薪资期望减弱促使消费者信心降至低水平。虽然日本金融状况收紧的程度低于其他主要经济体（部分是由于日本的银行对证券化产品的风险暴露程度较低），但股票市场急剧下跌，这主要是由于担心经济增长前景减弱。由于担心全球金融压力以及经济前景减弱，银行信用违约掉期（CDS）利差扩大。<sup>5</sup> 继雷曼兄弟公司倒闭之后，人们对日本银行对该倒闭金融机

5. 虽然日本流动性压力没有三国集团的其他经济体那么严重，但日本银行大量提供流动性也对稳定货币市场作出了贡献。有关全球金融动荡对日本经济的影响，详见与 2008 年与日本第四条磋商报告配套的《部分问题》文件（见 [www.imf.org](http://www.imf.org)）（基金组织，2008 年 c）。

图 2.3. 日本：经济如何应对贸易条件冲击？

日本经济受到贸易条件恶化影响的风险尤其高。对新兴经济体和发展中经济体强劲的出口应为经济增长提供支持。但是，消费前景正在减弱。



资料来源：Haver Analytics；基金组织；《贸易流向统计》；以及基金组织工作人员的计算。

1. 占总出口的百分比，2006–2008 年平均。
2. 私人消费和实际收入的年度百分比变化；当前经济状况，经济观察调查扩散指数；消费者信心，所有住户扩散指数。
3. CPI=消费价格指数。

## 专栏 2.1. 十年来的欧洲经济与货币联盟

十年前，欧盟国家首脑通过了经济与货币联盟 (EMU) 的第三阶段，批准从 1999 年 1 月 1 日起在 11 个欧盟成员国中引入欧元。自此之后，又有 4 个成员国使用欧元，斯洛伐克则准备在 2009 年年初引入欧元。货币联盟是一个显著的成功，欧元区成为国际经济中的一个稳定区域。归功于欧洲央行的高可信度，欧元区的通胀在过去十年里下降，而且，现在欧元区的通胀预期比其他先进经济体波动幅度小 (Beechey, Johannsen 和 Levin, 2008 年)。<sup>1</sup> 目前，货币方面仍存在的挑战是让所有已承诺使用欧元的欧盟成员国 (其中不包括丹麦和英国) 融入欧元区。<sup>2</sup> 但是，即使在目前的欧元区成员国内，经济联盟依然是一个挑战。欧元区的经济增长表现以及欧元区经常账户的大幅差异引起了关注。

增长记录。观察人士的普遍看法是，经济与货币联盟提供了经济稳定而不是增长的说法是没有根据的。经济与货币联盟的就业记录很好，这有助于解释在经济与货币联盟期间，为什么按人均计算的欧元区实际 GDP 增长并不落后于美国 (第一个表)。欧元区的就业表现部分与经济货币联盟有关，经济与货币联盟可能促进了货币政策更高的可信度以及劳动力市场的改革 (包括在 1999 年引入单一货币之前的劳动力市场改革)。但欧元区就业率依然低于美国，人均收入也比美国低约 30%。但是，完全趋同不太可能：自第二次世界大战以来，相比美国而言，欧洲人较多地利用生产率的增长来增加休闲的时间 (Blanchard, 2004 年)，而且只要增加的休闲具有可持续性，那么，这一发展也不是不可取的。

1. 本专栏主要作者是 Jörg Decressin 和 Emil Stavrev, 本文基于 Decressin 和 Stavrev (即将发表) 的研究结果。

2. 使用欧元取决于一定的经济趋同标准。详见 [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/the\\_euro/joining\\_euro9413\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/the_euro/joining_euro9413_en.htm)。

## 欧元区和美国：主要宏观经济变量

(平均跟踪期限为 7 年，百分比)

		1992	1999	2007
人均实际 GDP 增长	欧元区	2.5	1.7	1.3
	美国	1.7	2.6	1.3
实际 GDP 增长	欧元区	2.9	2.0	1.8
	美国	2.8	3.7	2.4
就业增长	欧元区	0.5	0.7	0.9
	美国	1.8	1.8	1.4
就业/人口比率, 期末	欧元区	40.8	41.7	44.4
	美国	45.3	47.4	47.8
广义政府财政差额	欧元区	-5.0	-3.7	-2.1
	美国	-4.5	-1.7	-3.1
经常账户	欧元区	-0.7	0.3	0.3
	美国	-1.7	-2.0	-5.1
通货膨胀	欧元区	3.4	2.1	2.2
	美国	3.9	2.5	2.7
人均 GDP <sup>1</sup>	欧元区	75.1	70.8	70.9
备忘项	全要素生产率	1980-95		1995-2004
	欧元区	0.8		0.2
	美国	0.7		1.6

资料来源：欧洲统计局；基金组织《国际金融统计》以及基金组织工作人员的计算。

1. 相当于美国人均 GDP 的百分比 (按购买力平价)。

在经济与货币联盟下，欧元区生产率表现不佳已引起许多关注 (如 Pisani-Ferry 等人, 2008 年)。但是，同经济增长一样，生产率的现实情况可能会比简单的数字所暗示的更加复杂。例如，过去 15 年，劳动生产率年平均增长率在 1% 左右，比早些年低很多。在这十年，全要素生产率 (TFP) 增长几乎停止。但是，生产率增长低可能与就业繁荣有关，如 Dew-Becker 和 Gordon (2008 年) 所认为的。事实上，根据欧盟 12 个先进经济体和每个国家 6 个部门的 KLEMS 数据 (van Ark, O'Mahony 和 Ypma, 2007 年)，有明确证据表明全要素生产率增长与劳动力投入之间存在负相关关系 (见第一幅图)。可能有多种原因导致这种权衡关系。一个显而易见的原因是资本与劳动力的替代。改革增加了劳动力供应，也可能增加了对劳动

力的需求（通过削减薪资税），上述替代效应是应这种改革而产生的。相应地，随着劳动力市场根据改革和人口变化完成其调整，全要素生产率增长可能会回到 20 世纪 80 年代的较高水平。

然而，人们依然关注，即使考虑到劳动力投入的差异，欧元区全要素生产率平均增长仍低于美国，特别是服务部门。这表明，需要对更多受到保护的服务部门开放竞争，即让服务业成为可贸易部门。

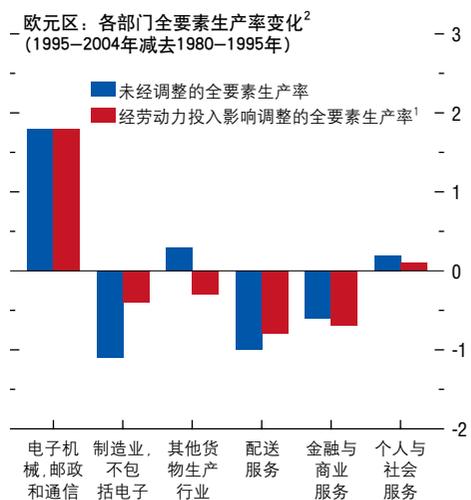
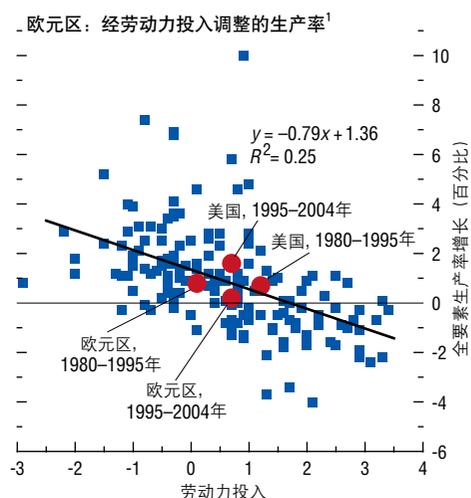
实际 GDP 增长率的差异也引起了关注；然而，随着共同冲击的重要性不断增加，经济与货币联盟成员国之间的商业周期实际上已变得更加同步。目前这些冲击可解释约 60% 的产出变化，而引入欧元之前仅能解释 30% (Stavrev, 2007 年)。此外，国别产出变化情况在相当大程度上反映了人均收入向更高水平趋同。总之，目前欧元区的增长差异与美国各州之间的增长差异相似，虽然欧元区的更持久。调整速度慢则意味着，在长时间的强劲增长后可能是长时间的经济活动低迷，正如葡萄牙近来所经历的那样 (Blanchard, 2007 年)。

经常账户记录。欧洲经济与货币联盟成立以来，欧元区外部状况整体来看仍处于平衡状态，因此未引起关注。尽管过去几年欧元实际有效汇率大幅升值，但外部平衡仍得以保持（见第一章）。此外，欧元已牢固确立了其世界第二国际货币的地位，欧元占国际储备的四分之一以上及贸易额的一半以上。

欧盟委员会和其他方面对欧元区内巨大的经常账户和竞争力失衡表示关注（例如，见欧盟委员会，2008 年）。欧元区成员国之间经常账户差异似乎很大，从逆差接近或超过 GDP 的 10%（如希腊、葡萄牙和西班牙）到顺差超过 GDP 的 5%（如德国、荷兰）不等（第二个表）。事实上，在过去的二十年里，这些差异（用各

### 生产率表现

(除注明外，均为百分点)



资料来源：欧盟Klems数据库和基金组织工作人员的计算。

1. 以全要素生产率 (TFP) 对劳动力投入进行回归的跨国、跨部门汇总数据为基础。

2. 为平均全要素生产率增长率。负数表示全要素生产率表现恶化。

## 专栏 2.1 (续)

## 经常账户差异及对国外净资产 (NFA) 头寸的影响

	经常账户差额 <sup>1</sup> (2007年, 占GDP的百分比)	估计的均衡经常账户 (占GDP的百分比)	国外净资产头寸	国外净资产状况: 当经常账户 差额达到估计的均衡时 <sup>2</sup>
奥地利	2.7	1.1	-22	-10
比利时	3.2	2.5	34	40
芬兰	4.6	-0.3	-28	10
法国	-1.3	0.6	5	-9
德国	5.6	2.5	28	52
希腊	-13.9	-4.4	-100	-174
爱尔兰	-4.5	1.1	-1	-45
意大利	-2.2	-0.1	-6	-22
荷兰	6.6	2.2	0	35
葡萄牙	-9.4	-5.8	-80	-107
西班牙	-10.1	-5.7	-74	-109

资料来源: 基金组织《国际金融统计》及基金组织工作人员的估计。

1. 数据基于2008年4月期《世界经济展望》的估计。最新数据请参看统计附录中的表A11。
2. 估算的趋同速度显示, 经常账户对稳定状态偏离的70%在大约10年时间里消失。

国每年的标准差来衡量) 已显著增加(第二幅图)。但是, 在当今的世界里, 这些差异大到不同寻常的地步吗? 如第六章所示, 经常账户差异加大是一个普遍现象。决定差异是否大到非同寻常程度的一个简单方法是, 用欧元区国家经常账户标准差, 除以一组由13个其他先进经济体组成的经常账户标准差。<sup>3</sup> 结果表明, 这一比率并没有出现系统性提高。原因是, 13个其他先进经济体之间的差异也在增大。

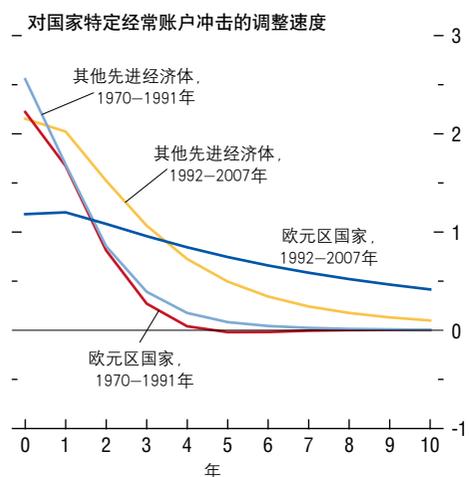
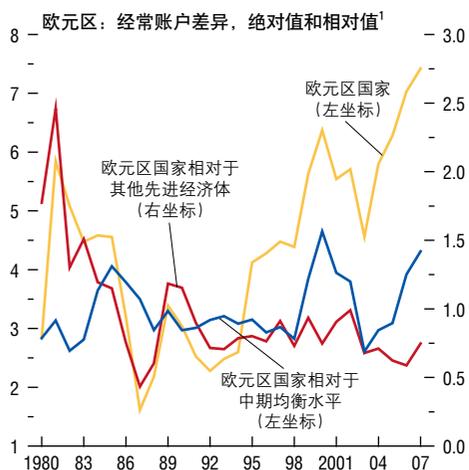
一个相关的问题是, 经常账户失衡是否是均衡或不均衡力量的一种反映, 以及这些力量如何随时间而变化。为回答这一问题, 用经常账户差额均衡模型——模型基于基金组织汇率问题协调小组(CGER)的方法(Lee等人, 2008年)来计算随时间偏离均衡的情况。具体来说, 欧元区各国的均衡经常账户是实际GDP

增长、相对人均收入、人口增长、国外净资产与GDP比率、财政差额占GDP的百分比、老年赡养比率以及石油余额占GDP的百分比的函数。下一步是计算每年各国均衡经常账户偏差的绝对值之和。这显示, 对均衡的偏离并没有随时间而增加。

虽然差异大小可能并不是一个主要担忧, 但向均衡经常账户差额的缓慢调整则可能是一个主要担忧。持续逆差增加一国外债, 与单一货币联盟(如美国)不同, 人们不可能期望得到来自联邦当局的帮助, 或轻而易举地搬到较富裕的地区来改善其偿还能力。此外, 在各国组成的货币联盟中, 部分国家不利的经济发展状况更可能影响到联盟作为一个整体的实力。可用经常账户差额对其自身滞后量进行合并一元回归, 其中考虑到各国“稳定状态的”经常账户差额(固定效应), 以此来衡量欧洲货币联盟经常账户失衡的持续情况。结果显示, 自1992年以来, 欧元区大约花了10年的时间来弥补实际与“稳定状态”的经常账户之间大约70%的差距(见第二幅图)。这种调整速度大大低于1992年之前阶段的调整速度(那时汇率更

3. 具体来说, 这两个样本包括11个经济与货币联盟成员国(奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、荷兰、葡萄牙和西班牙)和13个其他先进经济体(澳大利亚、加拿大、丹麦、冰岛、以色列、日本、韩国、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国)。数据来自2008年4月期《世界经济展望》。

### 经常账户差异



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 以经常账户差额占GDP的百分比为基础。差异分别根据欧洲经济与货币联盟成员国以及其他先进经济体各自的标准差来衡量。

灵活)，但在经济与货币联盟期间也没有明显放慢。此外，调整速度显著低于由13个其他先进经济体组成的组别。但是，在1992—2007年，欧元区特定国家发生的经常账户冲击通常仅是其他国家的一半，这是一个缓和因素。此外，它也仅是1970—1991年欧元区经常账户冲击的一半，这再次突出了经济与货币联盟成员国的日益一体化。

这一结果可被用来衡量欧元区国家目前经常账户差异对国外净资产头寸的影响（见第二个表）。显然，一些国家将支付相当高的外债还本付息账单，那将限制消费并放慢增长。在紧缩期间，经济与货币联盟的表现可能受到质疑，因此，政策制定者必须确保货物和要素市场足够灵活以便作出迅速调整：提高生产率是促进内部调整的一个方法，提高工资灵活性的措施也如此（Blanchard, 2007年）。同时，需要通过社会安全网向那些遭受调整带来混乱之苦的人提供慷慨但临时的帮助。此外，由于内部调整过程（通过对联盟的影响）涉及所有国家，因此，应对这一挑战关系到各国的共同利益。在设计和实施必要的结构性改革方面（方法是利用杠杆改革的外溢效应和互补性），欧盟的《里斯本议程》提供了正确的手段。

构风险暴露的担忧进一步增加，这造成一些机构的信用违约掉期利差急剧扩大以及股票价格的普遍下跌。预计金融体系压力将持续，即使其程度没有美国和西欧那么严重。

由于粮食和燃料价格上涨，总体通胀率上升至2%左右，大大高于2007年水平，但剔除食品

和燃料的核心通胀率仍为零左右。<sup>6</sup> 公司已经开始将成本上涨转嫁给消费者。不过，因为经济活动正在放慢，它们同时也缩小了工资涨幅，单位劳动力成本今年同比继续下跌。通胀预期衡量指标表明，

6. 当局定义的核心通胀率（只剔除新鲜食品）位于2%左右，这反映了近期燃料和其他初级商品价格的上涨。

短期通胀预期上升，而长期通胀预期仍处于控制之中。

虽然贸易顺差因进口初级商品价格上涨而恶化，但投资收入增加有助于经常账户差额保持在接近历史高位水平。直至2008年3月，日元对其他主要货币，特别是美元升值，反映了在动荡的外汇市场中，套利交易结束（见图2.3）。随后，由于经济增长减缓驱散了市场对货币政策紧缩的预期，日元再次趋弱。9月，日元恢复升值趋势，这是由初级商品价格下跌以及投资者进一步规避风险所致。预计日本在中期内将继续保持大额对外顺差，因此，相对于中期基本面，日元仍被认为是低估了。

如图2.3所示，与其他主要先进经济体相比，过去几年日本的贸易条件经历了更大幅度下降。但到目前为止，以下若干因素缓解了经济活动受到的影响。首先，对新兴经济体和发展中经济体出口强劲，这些经济体中有许多是初级商品出口国，这部分抵消了日本贸易条件恶化的影响。其次，虽然日本依赖进口石油满足几乎所有的本国需求，但经济中石油使用的效率远远高于美国。最后，伴随潜在物价压力的缓解，货币状况可能依然宽松。

预测2008—2009年日本经济增长将低于1%，显著低于潜在水平。虽然美国和西欧经济增长疲软会对日本经济活动产生明显影响，但预计新兴经济体的经济增长仍将保持抵御能力，从而应继续为日本的出口提供支持。由于工资增长长期期望减弱以及粮食和燃料价格高企，预期私人消费将继续放缓，同时，弱化的需求和利润前景将使私人投资减缓。

经济前景取决于外部环境中存在的相当大的不确定性，总体风险偏于下行。外部风险主要与新兴经济体和发展中经济体的经济增长放慢快于预期以及出现新一轮的全球金融不稳定相关。在国内层面，高企的初级商品价格会进一步影响公司利润和居民收入。

鉴于内需前景进一步减弱、通胀压力缓和，日本银行（BoJ）恰当地保持了融通性货币政策态势，并将利率维持在目前较低的水平，直至经济

前景的不确定性得以解决。近十年来，日本一直在与通货紧缩作斗争，虽然现在看来通货紧缩问题即将结束，但尚不能确保。虽然当局定义的核心通胀率接近日本银行货币政策委员会成员“理解”的2%的物价稳定上限，但工资增长正在放慢，通胀预期已经得到控制。几乎没有迹象显示资产市场存在过度承担风险的情况（日本银行货币政策框架的第二视角），或是金融市场或房地产市场中存在泡沫。<sup>7</sup>

如果经济放慢程度超出预期，可能有必要进一步降低政策利率，但鉴于目前利率已经处于50个基点的水平，降息空间有限。在这种情况下，日本银行正在转向提高透明度，即通过扩大政策委员会成员对前景以及前景所面临风险的讨论，以及在沟通中更加重视1%中位数这一“对物价稳定的理解”，从而应有助于指导通胀预期。

长期来看，日本经济继续面临人口迅速老龄化和公共债务增加的问题。在全球增长减慢的情况下，财政整顿步伐放慢是可以理解的。预计剔除社会保障的广义政府基础财政赤字将于2008年和2009年扩大，有关提高消费税税率的讨论将被推延。8月底，日本政府推出了经济刺激计划，旨在支持蹒跚不前的经济增长。然而，经济刺激计划的空间有限，由于人口压力，为增加支出而构建财政空间仍是中期首要任务。<sup>8</sup>为防止净公共债务出现上升趋势，当局必须进一步强化当前的计划，该计划的目标是在2011财年之前达到基本平衡。

在初级商品价格和住房价格上涨的带动下，澳大利亚和新西兰经济在经历了长期扩张之后，目前正在显著放慢。经济扩张拉伸了生产能力，推动通胀升至历史高位。当局以紧缩货币政策的方式进行了回应，国内需求压力得到缓解。澳大利亚实际GDP增长预计将降至潜在水平以下，2008年和2009年将从2007年的4.25%降至约2.5%。近期内需放缓和信贷状况紧缩已促使澳大利亚储

7. 日本银行货币政策框架包括两个视角：经济活动和物价的短期前景，以及对前景所面临风险（包括资产价格泡沫带来的风险）的较长期展望。

8. 政府计划包括约170亿美元（占GDP的0.4%）的支出；以及政府对商业贷款提供担保。政府还承诺在2008财年年底之前降低所得税。

备银行 (RBA) 谨慎地放松货币政策。新西兰储备银行也转向放松货币政策。在这两个国家，稳健的财政状况为自动稳定器充分发挥作用，以及在前景进一步恶化时明智地使用相机抉择的刺激计划提供了空间。

## 新兴亚洲：平衡经济增长与物价稳定的风险

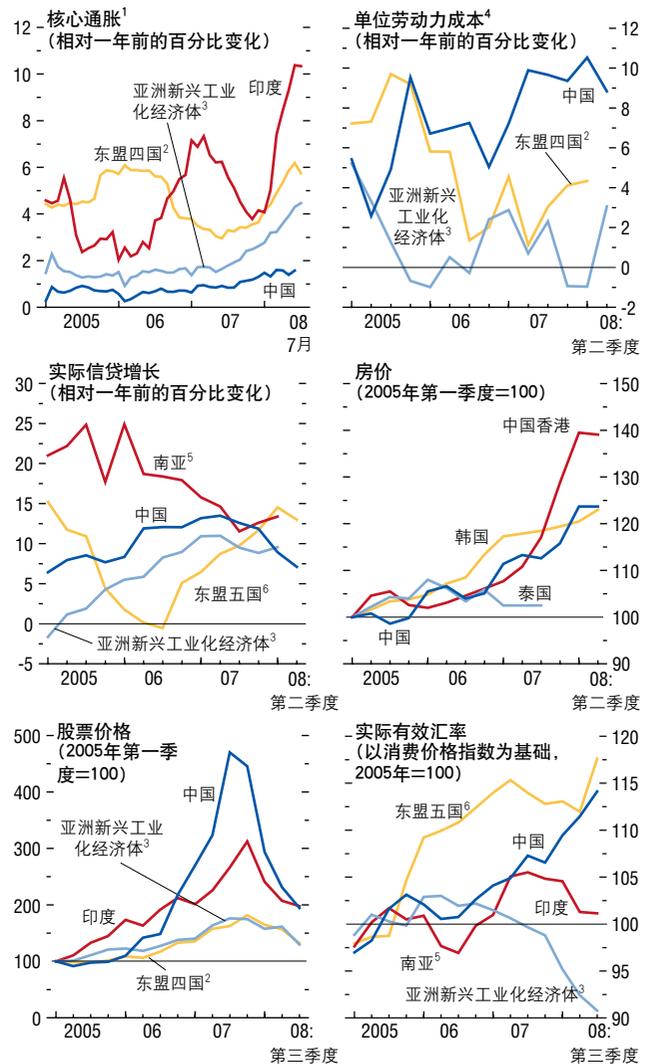
2008 年年初，新兴亚洲经济周期开始发生转变。由于来自先进经济体的需求放慢以及日益增长的地区金融市场压力，预期未来增长更加疲弱。中国经济增长从 2007 年的 12% 放慢到 2008 年上半年的 10.5% (年同比)，这部分由于出口放慢所致。中国经济活动继续受到投资稳步增长和消费加速的支持。由于投资减弱，印度第二季度经济增长降至 8% 左右，但私人消费和出口保持良好增长。在亚洲新兴工业化经济体 (NIEs) 和东盟 (ASEAN) 经济体，经济活动也在减速。由于粮食和燃料价格开始对消费造成影响，内需已经减弱，同时利润率下降以及需求减弱促使公司相应缩减其投资计划。由于巨额资本流入所引发的需求繁荣正在减退，越南正在经历急剧的调整。

近几个月，由于对全球前景日益担忧以及投资者风险偏好减弱 (特别是在 9 月市场动荡的情况下)，金融市场表现疲弱。近几年价格上涨幅度最大的股市 (2005–2007 年，中国的股价上涨了 3 倍多，印度上涨了 2 倍) 下跌幅度也最大 (图 2.4)。一些国家中，依赖批发性融资银行的借款利差显著上升。

经常账户普遍面临来自初级商品进口价格上涨和出口增长放慢的压力。同时，资本账户和汇率发展变化各不相同。资本依然强劲流向中国，正如外汇储备继续快速增长所见证的，而流向其他国家的资本则更加波动，特别是对于那些拥有大量逆差的国家来说。这些国家的货币面临压力，促使中央银行进行干预以提供支持 (印度、巴基斯坦和越南)。韩圆也同样走弱，部分是由于贸易条件恶化导致经常账户差额转向小幅逆差。不同的名义汇率变化反过来又驱使实际有效汇率出现

图 2.4. 新兴亚洲：依然存在的通胀担忧

最近几个季度，新兴亚洲各国的基础通胀压力上升。尽管生产率提高，但工资增长在某些情况下促使通胀上涨。部分是由于银行贷款迅速扩张的缘故，房价继续呈上涨趋势。相反，全球金融动荡触发了 2008 年年初股市的急剧调整，股价长时间上涨状况因此结束。汇率未能在很大程度上缓解通胀，因为货币要么升值幅度过小，要么走软。



资料来源：Haver Analytics；基金组织《国际金融统计》；以及基金组织工作人员的计算。

1. 各国核心通胀定义不同，但通常从总的消费价格指数 (CPI) 中剔除食品和能源价格。
2. 印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。
3. 亚洲新兴工业化经济体 (NIEs) 包括中国香港、韩国、新加坡和中国台湾。
4. 用总报酬除以 GDP 计算得出的，中国除外，中国使用工资而不是报酬，印度尼西亚和马来西亚的计算只包括制造业部门。应谨慎对待中国的数据，因为其数据只涵盖一部分，偏重于大型国有制造业企业。
5. 孟加拉国、印度、马尔代夫、尼泊尔、巴基斯坦和斯里兰卡。
6. 东盟四国和越南。

表2.3. 若干亚洲经济体：实际GDP、消费价格和经常账户差额

(除注明外，均为年度百分比变化)

	实际GDP				消费价格 <sup>1</sup>				经常账户差额 <sup>2</sup>			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
新兴亚洲 <sup>3</sup>	9.2	9.3	7.7	7.1	3.8	4.9	7.3	5.8	5.8	6.8	5.2	5.0
中国	11.6	11.9	9.7	9.3	1.5	4.8	6.4	4.3	9.4	11.3	9.5	9.2
南亚 <sup>4</sup>	9.2	8.7	7.6	6.4	6.5	6.9	8.8	8.8	-1.4	-1.7	-3.3	-3.3
印度	9.8	9.3	7.9	6.9	6.2	6.4	7.9	6.7	-1.1	-1.4	-2.8	-3.1
巴基斯坦	6.9	6.4	5.8	3.5	7.9	7.8	12.0	23.0	-3.9	-4.8	-8.7	-6.4
孟加拉国	6.5	6.3	7.0	5.6	7.1	9.1	10.1	10.0	1.2	1.1	1.0	0.9
东盟五国	5.7	6.3	5.5	4.9	8.1	4.4	9.6	7.2	4.8	5.1	2.7	2.1
印度尼西亚	5.5	6.3	6.1	5.5	13.1	6.2	9.8	8.8	3.0	2.5	0.1	-0.1
泰国	5.1	4.8	4.7	4.5	4.6	2.2	5.7	3.2	1.1	6.4	3.1	2.0
菲律宾	5.4	7.2	4.4	3.8	6.2	2.8	10.1	7.0	4.5	4.4	2.4	2.2
马来西亚	5.8	6.3	5.7	4.8	3.6	2.0	6.0	4.7	16.1	15.6	14.8	13.2
越南	8.2	8.5	6.3	5.5	7.5	8.3	24.0	15.0	-0.3	-9.9	-11.7	-10.4
亚洲新兴工业化经济体	5.6	5.6	4.0	3.2	1.6	2.2	4.8	3.5	5.3	6.2	4.7	4.3
韩国	5.1	5.0	4.1	3.5	2.2	2.5	4.8	4.0	0.6	0.6	-1.3	-0.7
中国台湾	4.9	5.7	3.8	2.5	0.6	1.8	4.2	2.5	7.2	8.6	7.8	6.5
中国香港	7.0	6.4	4.1	3.5	2.0	2.0	4.8	4.3	12.1	13.5	11.7	10.3
新加坡	8.2	7.7	3.6	3.5	1.0	2.1	6.5	3.3	21.8	24.3	19.1	17.0

1. 消费价格变动为年平均。12月比12月变化见统计附录中表A7。

2. 占GDP的百分比。

3. 包括发展中的亚洲、亚洲新兴工业化经济体和蒙古。

4. 包括马尔代夫、尼泊尔和斯里兰卡。

不同的发展趋势，人民币和东盟国家货币汇率继续升值，南亚国家和亚洲新兴工业化经济体货币则走弱（见图 2.4）。

该地区增长预计将从 2007 年的 9.25% 减慢到 2008 年的 7.75% 和 2009 年的 7%（表 2.3）。外部需求减弱可能会对出口造成影响，但是，在某些情况下，这一影响可能会因依然宽松的宏观经济政策和货币贬值而得以缓解。主要是由于出口前景恶化，投资也将减慢。由于燃料和食品价格依然高企，消费将减弱，虽然补贴（在该地区很常见）可能会舒缓涨价对购买力造成的影响。前景所面临的风险稳固下行。主要担忧是全球金融体系压力积聚以及担心全球经济增长放慢超出预期，可能会进一步对经济活动造成影响。上行方面，由于初级商品价格下跌使实际收入增加，内需可能具有更强的抵御能力。

由于上半年食品和管制燃料价格上涨，总体消费价格指数飙升。基础通胀压力指标上涨幅度

减弱，但一些国家仍面临进一步的第二轮效应风险。伴随粮食供应状况恢复正常，中国总体消费价格通胀从 4 月达到顶峰的 8.5% 水平上稳步下降。在印度，消费价格通胀在 8 月跃至 9%。由于较高的资源利用率和强劲的信贷增长为第二轮效应提供了沃土，基础通胀压力加大（见图 2.4）。政策紧缩的力度不够也是原因之一。

虽然粮食和燃料价格上涨可能会在未来数月平息下来，加之增长也将放慢，但预计近期通胀仍将保持在较高水平。该地区总体通胀预计会从 2007 年的 5% 上升至 2008 年的约 7.25%（年同比），2009 年将下降至近 6%。在资源利用紧张和依然宽松的宏观经济政策环境下，基础通胀压力可能也会继续保持在高水平。

对于通胀上涨，该地区各经济体采取了不同回应。一些经济体通过提高利率紧缩了货币政策（印度、印度尼西亚、韩国、菲律宾、泰国、中国台湾和越南），一些则提高了存款准备金率（柬埔寨

寨、印度和越南)，并为汇率在波幅内升值创造了更大的空间(新加坡)。最近，由于担心经济增长放慢，中国人民银行降低了基准贷款利率并降低了存款准备金率。印度和韩国还在外汇市场进行了干预以支持其货币。那些继续积累外汇储备的国家，通过发行债券和提高存款准备金率而部分对冲了外汇占款以控制流动性增加。然而，为抵消银根收紧效应，许多国家放松了财政政策态势，表现为燃料补贴大幅度增加。虽然若干国家提高了管制燃料价格(例如孟加拉国、中国、印度、马来西亚和越南)，但与世界燃料价格上涨相比涨幅较小(越南除外)。在某些情况下，所增加的资金已被用做增加其他开支，例如粮食补贴。该地区若干主要大米出口国(柬埔寨、中国、印度和越南)出台了出口限制、配额或税收政策，以增加国内粮食供给并降低国内粮价，这对国际价格构成压力。

基于这一背景，该地区面临的主要政策困境是如何在应对经济增长前景减弱、全球金融动荡的同时，又不使通胀失控。虽然各国国情存在相当大的差异，但是，近几个月新兴亚洲经济增长所面临的下行风险有所增加，同时由于粮食和石油价格从今年前几个月的高峰回落，通胀风险有所

缓解。因此，政策重点已经相应发生转变，虽然各国国情存在明显差异。

- 在大多数国家，内需快速减弱，政策已经有所紧缩。虽然当局仍需对通胀风险保持警惕，但如果经济增长下行风险显著，那么有理由放松政策。那些财政状况强劲的国家可以允许自动稳定器充分发挥作用。然而，必须谨慎使用相机抉择的财政政策，因为过去的经验表明，这些行动很难确定很好的时机，而且也不是很有效(见第五章)。但是，在那些基础财政状况强劲的国家，如果增长前景恶化，这一政策可能是合理的。
- 相反，在少数增长预期仍保持相对强劲、第二轮通胀效应风险较高、货币政策可信度尚未稳固建立的国家，宏观经济政策仍需偏于紧缩(例如印度尼西亚和越南)。紧缩货币政策应成为防范通胀上涨的第一道防线，但是，在某些情况下可能还需要辅之以更大的汇率灵活性或财政行动。财政约束可能有助于降低通胀压力，特别是在那些粮食和燃料补贴提高以及公共工资增长已经削弱了财政状况并造成物价压力的国家中。

**表2.4. 若干西半球经济体：实际GDP、消费价格和经常账户差额**  
(除注明外，均为年度百分比变化)

	实际GDP				消费价格 <sup>1</sup>				经常账户差额 <sup>2</sup>			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
西半球	5.5	5.6	4.6	3.2	5.3	5.4	7.9	7.3	1.5	0.4	-0.8	-1.6
南美和墨西哥 <sup>3</sup>	5.4	5.6	4.6	3.1	5.2	5.3	7.6	7.1	1.8	0.8	-0.5	-1.3
阿根廷	8.5	8.7	6.5	3.6	10.9	8.8	9.1	9.1	2.6	1.7	0.8	-0.6
巴西	3.8	5.4	5.2	3.5	4.2	3.6	5.7	5.1	1.3	0.1	-1.8	-2.0
智利	4.3	5.1	4.5	3.8	3.4	4.4	8.9	6.5	4.7	4.4	-1.1	-0.9
哥伦比亚	6.8	7.7	4.0	3.5	4.3	5.5	7.3	5.5	-1.8	-2.9	-2.2	-1.9
厄瓜多尔	3.9	2.5	3.0	3.0	3.3	2.3	8.5	5.1	3.9	2.3	5.6	1.5
墨西哥	4.9	3.2	2.1	1.8	3.6	4.0	4.9	4.2	-0.2	-0.6	-1.4	-2.2
秘鲁	7.7	8.9	9.2	7.0	2.0	1.8	5.6	4.4	3.0	1.4	-2.0	-1.8
乌拉圭	7.0	7.4	6.5	5.5	6.4	8.1	6.8	6.2	-2.4	-0.8	-2.6	-1.9
委内瑞拉玻利瓦尔共和国	10.3	8.4	6.0	2.0	13.7	18.7	27.2	33.5	14.7	8.8	8.5	3.4
中美洲 <sup>4</sup>	6.2	6.6	4.6	4.2	6.5	6.7	10.9	8.5	-4.8	-6.9	-9.1	-8.7
加勒比地区 <sup>4</sup>	7.8	5.6	3.7	2.9	7.8	6.7	12.1	10.1	-0.7	-1.7	-5.3	-4.4

1. 消费价格变动为年平均。12月比12月变化见统计附录中表A7。

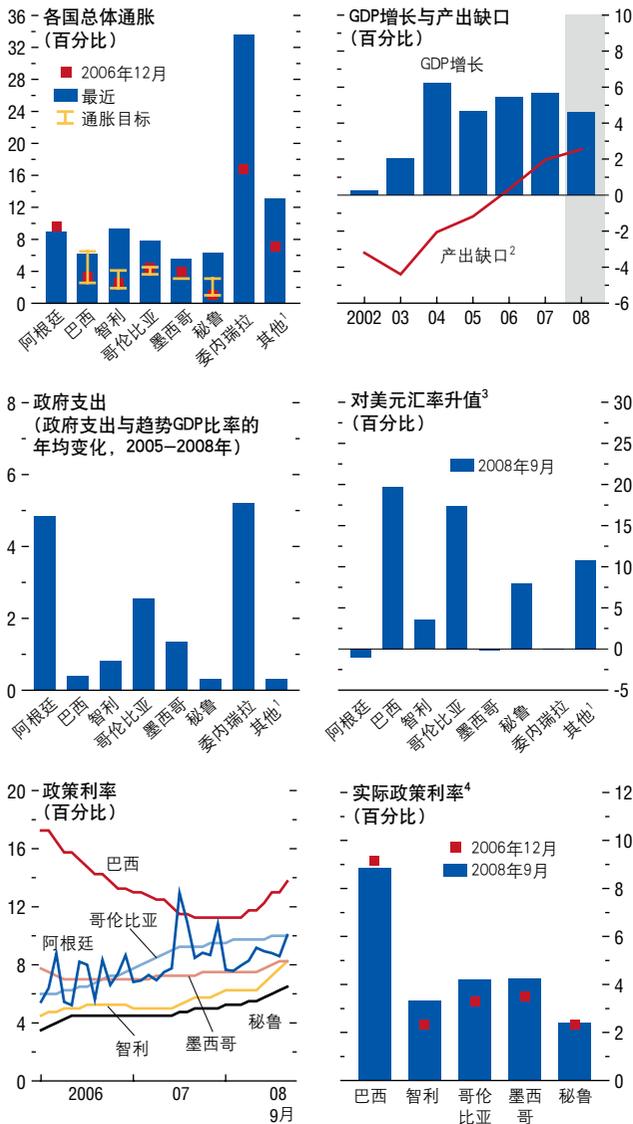
2. 占GDP的百分比。

3. 包括玻利维亚和巴拉圭。

4. 这些地区组别包含的国家在统计附录中的表F中列出。

图2.5. 拉丁美洲：通胀回归

在粮价上涨和产能制约紧张带动下，该地区通胀上升。在更灵活汇率管理的支持下，实行通胀目标制的中央银行在提高利率方面通常更为积极。



资料来源：Haver Analytics；泛美开发银行；以及基金组织工作人员的估计。

1. 玻利维亚、哥斯达黎加、危地马拉、洪都拉斯、巴拉圭和乌拉圭。

2. 产出缺口估计表示为对潜在GDP的比率，根据基金组织工作人员的计算得出。

3. 自2006年12月。

4. 相对1年期通胀预期。

## 拉丁美洲和加勒比地区：驾驭更加危险的环境

与世界其他地区一样，拉美经济体正面临着经济活动放慢、外部状况更加困难和通胀依然高企的尴尬局面。在经历了四年的强劲产出增长之后，该地区大部分经济体的增长步伐于2008年上半年减弱，主要是因出口增长放缓。迄今，国内需求依然相当强劲，这是由于受到初级商品出口国贸易条件改善的支持。但是，由于全球经济放慢，以及该地区为控制通胀而转向紧缩性货币政策，预期未来国内需求将减弱。最近几个月，该地区国家也正在面临越来越困难的外部状况。拉丁美洲已经日益受到成熟金融市场动荡的影响，股票价格急剧下跌，利差显著扩大，美元融资的可获得性明显收紧，汇率面临压力，特别是在那些面临出口价格下跌的初级商品出口国。

总体而言，GDP增长预计将从2007年的5.5%降至2008年的4.5%，并进一步降至2009年的3.25%（表2.4）。与2008年7月期《世界经济展望最新预测》相比，2009年经济增长减速幅度更大，这反映了全球前景减弱，初级商品价格走软，以及更加困难的外部金融状况。巴西经济增长将低于趋势水平。墨西哥的出口和汇款因美国经济放慢而受到打击，因此其经济活动依然疲弱。中美洲和加勒比地区经济增长预期也将放缓，这反映了美国经济增长放慢对汇款、贸易、旅游业的影响，以及高企的燃料成本。

8月，该地区总体通胀上升至8%，处于5年来的最高水平，虽然预期受国际初级商品价格走弱，货币政策紧缩以及需求增长放慢等因素影响，通胀将在2008年下半年和2009年减弱。然而，该地区若干国家，包括玻利维亚、巴拉圭、委内瑞拉玻利瓦尔共和国以及若干中美洲国家的通胀仍将保持在两位数水平。分析人士认为，阿根廷8月实际通胀显著高于官方公布的9.0%的通胀率（图2.5）。<sup>9</sup>虽然大多数国家的名义工资增长仍处

9. 若干省会城市2008年8月消费价格指数数据普遍高于这一通胀率，虽然应该注意省级数据并不能反映相同商品篮子的价格变化。

于控制之中，但在阿根廷和委内瑞拉玻利瓦尔共和国（它们具有较紧的产能约束），高通胀预期正在渗透至工资谈判中。在中央银行实行通胀目标制的国家，包括巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁，通胀也在上升，在某些情况下已高出目标范围，但相比该地区其他国家，通胀上涨总体上受到较好控制。一些国家已经出现通胀预期稳定甚至下降的迹象。

作为回应，中央银行提高了政策利率，在采取通胀目标制国家中最为积极，在这些国家中，汇率升值也有助于遏制通胀压力。巴西将2008年基本财政盈余与GDP比率的目标提高了0.5个百分点，以此支持紧缩性货币政策。然而，总体来看，该地区财政政策并没有受到限制，这部分是由于国际油价上涨的延迟传导所造成的预算影响，以及提高了显性补贴。虽然现在通胀逐渐减退，但那些实际利率显著为负、并感到货币政策可信度正在受到侵蚀的国家依然有必要收紧银根。实行通胀目标制的中央银行已经获得了有限的空间，以便容忍总体通胀暂时偏离目标，但是，取决于经济活动面临的不断变化的风险，一些国家可能仍需进一步提高利率。同时，进一步加强对政府支出增长的控制将有助于抑制内需增长并减少因市场情绪发生不利转变而受到的影响。

虽然全球经济动荡可能会侵蚀在过去几年打下的底子，但是，这些国家的外部状况普遍稳健。自2003年以来，该地区经常账户一直保持顺差，但预计2008年和2009年将转为逆差，但逆差仍将处于相对较低水平。而且，储备水平很高，灵活的汇率为一些国家提供了操作空间。总之，公共部门资产负债表脆弱因素已经减少，同时信用评级提高，巴西和秘鲁都在近几个月取得了“投资等级”评级。然而，过去几个月，若干国家的美元融资状况收紧，再加上初级商品价格持续下跌，这可能会使宏观经济政策框架承受过大的压力。

这一前景面临下行风险，主要与外部变化相关。全球经济下滑加剧，可能会引发初级商品价格急剧下跌，同时，拉美面临的外部融资状况可能会继续收紧。这一情形将使该地区增长进一步放慢，并且，虽然通胀可能会有显著下降，但外

部状况可能会面临严重压力。在这种情况下，政策制定者需要随时准备采取必要政策，维护宏观经济稳定和长期增长前景。少数财政状况非常强劲的国家可能具有一定的采取逆周期应对措施的空间。面对外汇流动的潜在波动，灵活的汇率管理将为其提供抵御能力。

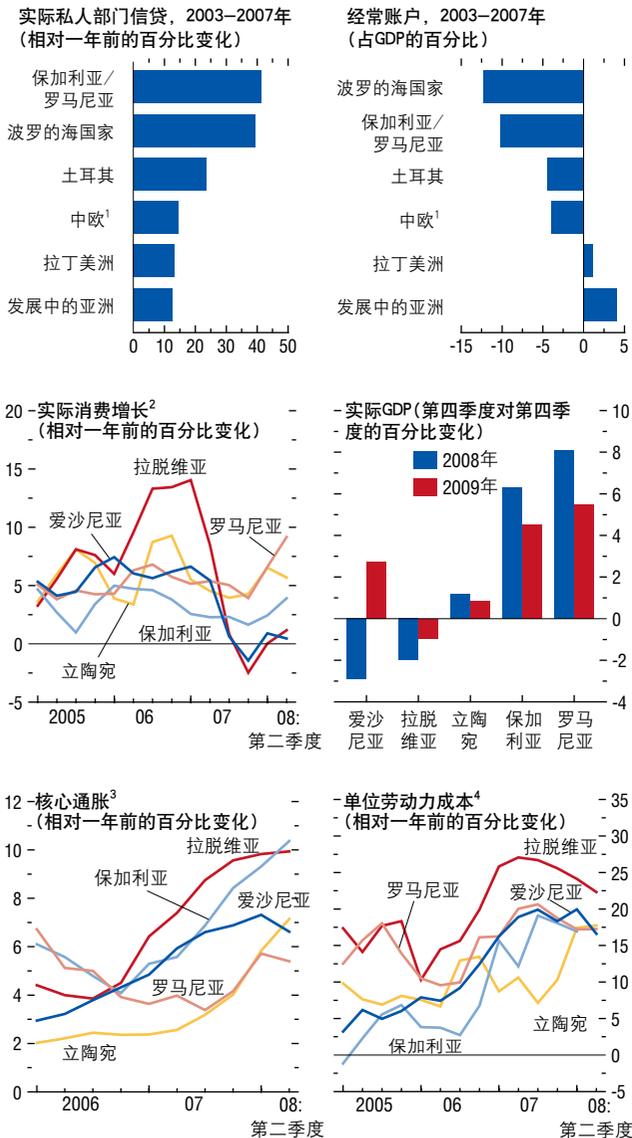
## 新兴欧洲：期待软着陆

在经历长期经济扩张之后，新兴欧洲经济活动开始减缓，近期将大幅度放慢。外部需求减弱（特别是由于西欧需求降低）以及外部融资状况收紧正在对投资和出口造成影响。同时，面对飙升的粮食和能源价格，私人消费放慢。然而，目前生产能力扩张以及大多数外资银行向私人部门提供的贷款增长迅速（特别是在保加利亚和罗马尼亚）继续支持了国内需求，虽然持续强劲资本流入的前景已经明显减弱。波罗的海地区，主要是爱沙尼亚和拉脱维亚已经开始经历急剧的调整，因为它们在经历了长期消费和投资繁荣之后，积累了巨大的内部与外部失衡，现在开始调整（图2.6）。实际收入被高额债务和通胀所侵蚀，并且，外资银行因越来越担心失衡加剧而减少贷款发放，因此，私人消费下降，投资也在一定程度上下降，经常账户逆差也已开始减少。

在国内需求依然旺盛、劳动力市场依然紧张的情况下，粮食和能源价格上涨进一步加剧了通胀。2008年6月，大多数国家的总体通胀都比一年前高出一倍，波罗的海地区（特别是拉脱维亚）以及保加利亚和土耳其的通胀已达到两位数。由于薪资上涨（例如波兰和斯洛伐克共和国）以及强大的需求压力（特别是在保加利亚、罗马尼亚和土耳其），基础通胀也在攀升。还有证据表明，粮食和能源价格飙升造成了第二轮效应，许多国家的通胀预期已升高。伴随通胀大幅度超过目标，中东欧（CEE）、罗马尼亚和土耳其这些实行浮动汇率制的经济体已经紧缩了货币政策。在中东欧经济体，货币升值和粮食丰收有助于抗击通胀压力。然而，在那些实行固定汇率制度的国家（波罗的海国家和保加利亚），采取紧缩性货币政策态势

图2.6. 新兴欧洲：信贷膨胀在降温吗？

相比该地区其他国家，波罗的海国家、保加利亚和罗马尼亚私人部门信贷的增长速度要快得多。与信贷膨胀相伴，外部失衡大量积聚。爱沙尼亚和拉脱维亚现正在经历急剧的调整，同时，保加利亚和罗马尼亚的消费和GDP继续快速增长，立陶宛在一定程度上也是如此。爱沙尼亚和拉脱维亚的核心通胀和单位劳动力成本已经开始稳定，而保加利亚、立陶宛和罗马尼亚的通胀压力依然强劲。



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

1. 包括捷克共和国、匈牙利、波兰和斯洛伐克共和国。
2. 两个季度的移动平均。
3. 总体消费价格指数，剔除能源、食品、酒和烟。
4. 由总报酬除以GDP得出，罗马尼亚除外，罗马尼亚的数据用工资来替代报酬。

的空间则较小；而在罗马尼亚和土耳其，尽管提高了利率，但汇率贬值却助长了通胀。然而，在爱沙尼亚、匈牙利和拉脱维亚，在经济调整过程中，通胀压力开始减退（见图 2.6）。

由于资本流入减少，金融制约收紧，经济增长预期将继续显著放慢。在中东欧经济体，增长预计将从 2007 年的约 6% 减缓至 2008 年的近 4.5% 和 2009 年的 3.5%（表 2.5）。来自西欧的需求减弱将放慢出口和投资，同时高通胀将对实际收入和消费造成打击。东南欧以及土耳其的经济增长也将减弱，因为外部前景恶化以及初级商品价格依然高企给消费和投资造成影响。波罗的海地区预期会继续进行调整，增长预计从 2007 年的平均接近 9% 的速度跌至 2008 年的 1.25% 以及 2009 年的 -0.25%。这些经济体预计将在 2009 年下半年逐渐复苏。随初级商品价格上涨趋缓和国内成本与需求压力减退，通胀压力预期将于 2009 年缓解。

此前景面临的风险偏于下行。这与外部融资状况恶化、外部需求减弱超出预期以及初级商品价格重新上涨有关。拥有巨额经常账户逆差并部分通过非外国直接投资形式的资本流入为逆差进行融资的国家，对资本流入急剧逆转尤为脆弱。在某些新兴欧洲国家，非居民大量持有本币债券，本国居民普遍用外币借款，一些金融机构依赖来自国外的批发性融资，这些因素使其更易受到市场情绪进一步变化的冲击。除上述风险外，波罗的海国家的调整步伐还存在相当大的不确定性。如果外部和国内信心下跌，不能排除经济增长放慢超出预期的可能性。如果劳动力市场（必须进行以恢复竞争力）的灵活性低于预期，那么经济下滑也可能会比预期持续更长时间。

成熟金融市场动荡发生以来，该地区金融风险明显上升。虽然在新兴欧洲开展业务的银行对美国次级抵押贷款市场直接风险暴露很少（如果有的话），但它们（及其外国母银行）却受到西欧动荡扩大的影响。全球风险意愿的降低使银行外部融资成本提高和期限缩短，从而增加了银行的流动性风险。信用风险也在上升：信贷膨胀伴随着期限的延长、贷款价值比率的提高以及对更高

表2.5. 若干新兴欧洲经济体：实际GDP、消费价格和经常账户差额

(除注明外，均为年度百分比变化)

	实际GDP				消费价格 <sup>1</sup>				经常账户差额 <sup>2</sup>			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
新兴欧洲	6.7	5.7	4.5	3.4	5.4	5.7	7.8	5.8	-6.0	-6.6	-7.1	-7.2
土耳其	6.9	4.6	3.5	3.0	9.6	8.8	10.5	8.4	-6.0	-5.7	-6.5	-6.7
土耳其除外	6.6	6.3	5.0	3.5	3.2	4.1	6.4	4.5	-6.0	-7.1	-7.4	-7.4
波罗的海国家	9.8	8.8	1.2	-0.3	4.8	7.3	12.5	7.3	-15.8	-18.1	-14.0	-8.6
爱沙尼亚	10.4	6.3	-1.5	0.5	4.4	6.6	10.2	5.1	-16.7	-18.1	-10.8	-8.7
拉脱维亚	12.2	10.3	-0.9	-2.2	6.5	10.1	15.9	10.6	-22.7	-22.9	-15.1	-8.3
立陶宛	7.9	8.9	3.9	0.7	3.8	5.8	11.3	6.2	-10.7	-14.6	-14.9	-8.7
中欧	6.2	6.1	4.6	3.6	2.1	3.4	4.9	3.5	-3.6	-3.7	-4.4	-5.0
捷克共和国	6.8	6.6	4.0	3.4	2.5	2.8	6.7	3.4	-2.6	-1.8	-2.2	-2.5
匈牙利	3.9	1.3	1.9	2.3	3.9	7.9	6.3	4.1	-6.1	-5.0	-5.5	-6.1
波兰	6.2	6.6	5.2	3.8	1.0	2.5	4.0	3.3	-2.7	-3.8	-4.7	-5.7
斯洛伐克共和国	8.5	10.4	7.4	5.6	4.3	1.9	3.9	3.6	-7.1	-5.4	-5.1	-4.7
南欧和东南欧	7.0	6.0	7.3	4.5	6.2	5.1	8.8	6.4	-10.7	-14.1	-14.8	-14.0
保加利亚	6.3	6.2	6.3	4.2	7.4	7.6	12.2	7.0	-15.6	-21.4	-24.4	-21.5
克罗地亚	4.8	5.6	3.8	3.7	3.2	2.9	7.0	4.9	-7.9	-8.6	-10.1	-10.2
罗马尼亚	7.9	6.0	8.6	4.8	6.6	4.8	8.2	6.6	-10.4	-14.0	-13.8	-13.3

1. 消费价格变动为年平均。12月比12月变化见统计附录中的表A7。

2. 占GDP的百分比。

风险产品暴露程度的增大(例如匈牙利的日元贷款以及波兰的瑞士法郎贷款，包括可变利率贷款)。房地产价格的上涨近期出现减速(至少在某些国家)，使银行对信用风险更加脆弱。外币贷款在实行固定汇率制度和浮动汇率制度的国家都很普遍(实行固定汇率制度的国家如波罗的海国家，其大部分贷款以欧元计值；实行浮动汇率制度的国家如匈牙利和罗马尼亚，其2007年外币贷款占居民总贷款的60%左右)。股价下跌和债券利差扩大已使融资成本提高。

该地区面临的政策挑战是如何操控经济实现软着陆，同时继续为与西欧生活水平的可持续趋同奠定基础。

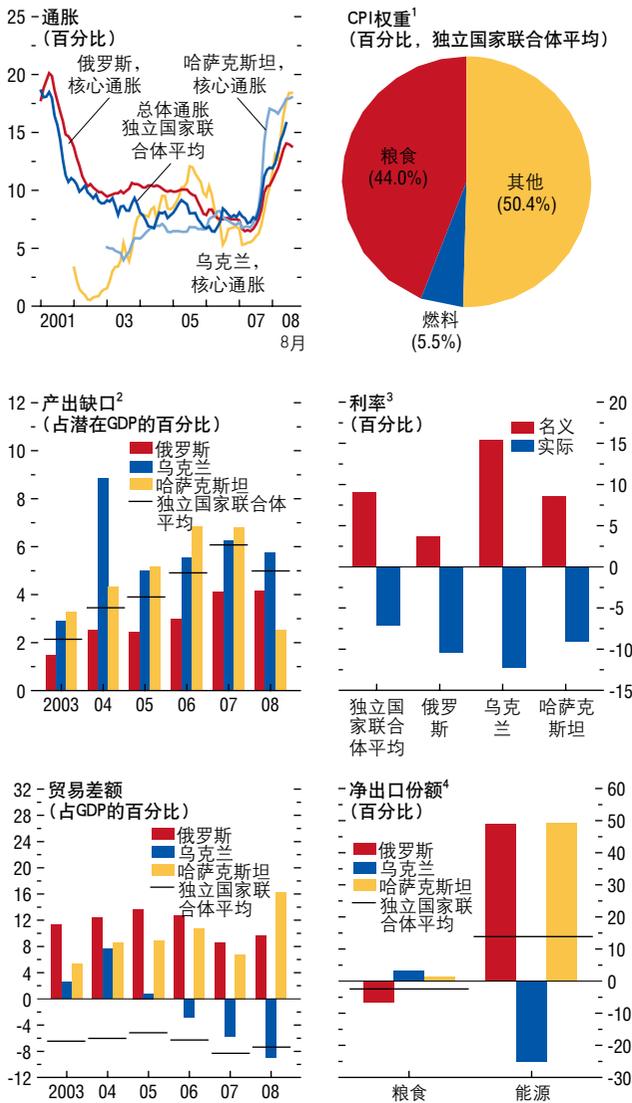
- 在中东欧经济体中，通胀与经济增长风险似乎较为平衡，这说明目前应保持货币政策不变，虽然风险的平衡取决于不可预期的资本流动和汇率变化。丰厚的财政收入和支出约束使近期财政状况加强。但是，自动稳定器充分发挥作用的空间很小。继续进行财政整顿将有助于扩大这一空间，为货币政策分忧。公共财政需要保持可持续长期路径，以应对

人口老龄化带来的挑战，以及支持与欧元区持续趋同，特别是在斯洛伐克共和国，它计划于2009年1月使用欧元。解决劳动力市场依然存在的僵化问题，将有助于长期财政调整，同时缓解劳动力市场制约和工资压力。

- 在波罗的海国家，宏观经济调整需要按常规进行。虽然国内需求压力已经开始减退，特别是在爱沙尼亚和拉脱维亚，但仍存在严重外部失衡，通胀处于两位数水平，信心正在减弱。必须抵制在经济下滑时期大幅度放松财政政策的诱惑，考虑到这些经济体的高开放度将限制其对需求的影响。减少近来那些不可持续的支出增加，并将目标设定为在中期实现结构性平衡十分重要。同时，还需提高监管警觉性，为金融机构制订应急计划，以应对经济下滑造成的潜在重大贷款损失。鉴于外资银行占很大比重，国内外审慎当局之间必须密切协作。
- 在东南欧经济体中，必须采取快速行动来控制外部与内部失衡的增加，当心更加波动的

图2.7. 独立国家联合体 (CIS)：管理初级商品价格大幅上涨

粮食和燃料价格急剧上涨正在使该地区外部状况产生差异，并促使通胀上升，而扩张性的政策则继续刺激需求。



资料来源：基金组织《国际金融统计》；以及基金组织工作人员的计算。

1. CPI=消费价格指数。
2. 用Hodrick-Prescott过滤的潜在GDP来估计产出缺口。有关方法及所涉及的估计问题，详见专栏1.3。
3. 存款利率。实际利率用总体通胀计算得出。
4. 在总出口中所占份额减去在总进口中所占份额。

外部融资状况。像若干年前的波罗的海国家一样，这些国家正在享受“大好时光”，财政和收入政策需避免对本来已经过热的私人部门增加顺周期刺激。特别是，需保持公共部门工资上涨与劳动生产率增长一致，并缩小政府的规模，以此控制公共支出增长，同时还需通过改革提高公共部门效率。鉴于私人部门信贷已达到两位数增长，因此，应保持高水平的审慎监管标准并严格加以实施，这对于防止信贷标准弱化十分关键。此外，密切跨境合作将十分重要，其理由与波罗的海国家一样。

### 独立国家联合体：管理初级商品价格大幅上涨

大多数独联体国家的实际GDP增长强劲，这主要是受旺盛的国内需求支持，而该地区大多数国家贸易条件的改善以及扩张性的宏观经济政策带动了国内需求。然而，该地区由于受全球金融动荡影响，特别是哈萨克斯坦以及近期的俄罗斯，它们面临丧失信心和资本流动急剧转变的影响，其增长前景恶化。来自贸易伙伴国家的需求减弱，这将加剧金融市场动荡对经济增长造成的影响。

世界粮食和燃料价格飙升是该地区通胀压力形成的重要因素。部分是因为食品在居民消费中所占权重很高，总体通胀在2008年上半年加速上升，到夏季已接近15%（图2.7）。而且，该地区核心通胀率上升，这反映了来自初级商品价格上涨和国内需求两方面的压力。由于产出持续高于潜在水平，劳动力市场依然紧张，因此，人们对经济过热的担忧加剧。该地区政策态势总体继续呈扩张态势；实际利率已变为负利率，同时政府支出继续快速扩张。国际初级商品价格高企继续扩大初级商品净出口国的贸易差额，而初级商品净进口国的外部状况已经明显削弱。阿塞拜疆、哈萨克斯坦、俄罗斯、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦从贸易条件改善中得到的好处最大，而亚美尼亚、摩尔多瓦和塔吉克斯坦的贸易条件恶化。对于粮食净进口国，粮食平衡显著恶化，一些国家的逆差达到不

表2.6. 独立国家联合体 (CIS)：实际GDP、消费价格和经常账户差额

(除注明外，均为年度百分比变化)

	实际GDP				消费价格 <sup>1</sup>				经常账户差额 <sup>2</sup>			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
<b>独立国家联合体</b>	<b>8.2</b>	<b>8.6</b>	<b>7.2</b>	<b>5.7</b>	<b>9.5</b>	<b>9.7</b>	<b>15.6</b>	<b>12.6</b>	<b>7.5</b>	<b>4.4</b>	<b>5.5</b>	<b>3.0</b>
俄罗斯	7.4	8.1	7.0	5.5	9.7	9.0	14.0	12.0	9.5	5.9	6.5	3.4
乌克兰	7.3	7.6	6.4	2.5	9.1	12.8	25.3	18.8	-1.5	-3.7	-7.2	-9.2
哈萨克斯坦	10.7	8.9	4.5	5.3	8.6	10.8	17.6	9.8	-2.4	-6.9	4.3	3.3
白俄罗斯	10.0	8.2	9.2	8.0	7.0	8.4	15.3	9.6	-3.9	-6.8	-5.9	-8.0
土库曼斯坦	11.4	11.6	10.8	10.3	8.2	6.3	13.0	12.0	15.7	15.4	26.5	33.0
<b>低收入独联体国家</b>	<b>14.7</b>	<b>14.5</b>	<b>10.5</b>	<b>10.5</b>	<b>10.1</b>	<b>12.7</b>	<b>16.3</b>	<b>13.7</b>	<b>7.7</b>	<b>11.2</b>	<b>15.7</b>	<b>16.2</b>
亚美尼亚	13.3	13.8	10.0	8.0	2.9	4.4	9.4	5.0	-1.8	-6.4	-9.7	-10.8
阿塞拜疆	30.5	23.4	16.0	16.4	8.4	16.6	22.4	20.0	17.7	28.9	38.3	38.6
格鲁吉亚	9.4	12.4	3.5	4.0	9.2	9.2	10.0	7.6	-15.9	-20.0	-20.8	-18.7
吉尔吉斯共和国	3.1	8.2	7.5	6.7	5.6	10.2	24.5	12.2	-3.1	-0.2	-4.2	-5.4
摩尔多瓦	4.8	4.0	6.5	6.5	12.7	12.4	13.7	9.7	-11.8	-17.0	-19.9	-19.1
塔吉克斯坦	7.0	7.8	6.0	7.0	10.0	13.2	21.6	15.5	-2.8	-11.2	-8.5	-8.1
乌兹别克斯坦	7.3	9.5	8.0	7.5	14.2	12.3	11.1	10.6	17.2	19.1	16.8	12.8
备忘项												
净能源出口国 <sup>3</sup>	8.2	8.7	7.2	6.0	9.7	9.4	14.5	12.1	9.1	5.9	7.5	4.8
净能源进口国 <sup>4</sup>	8.0	8.1	7.0	4.2	8.5	11.4	21.5	15.4	-3.0	-5.6	-7.9	-9.6

1. 消费价格变动为年平均。12月比12月变化见统计附录中的表A7。

2. 占GDP的百分比。

3. 包括阿塞拜疆、哈萨克斯坦、俄罗斯、土库曼斯坦和乌兹别克斯坦。

4. 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、塔吉克斯坦和乌克兰。

稳定水平。与粮食进口成本上涨相联系，吉尔吉斯共和国于5月得到来自基金组织增加的资金拨付，以帮助弥补超出预期的国际收支缺口。

鉴于放慢的外部需求和正在显现的金融市场压力，实际GDP增长预计将从今年的7.25%降至2009年的约5.75% (表2.6)。虽然近期油价下跌，能源净出口国的产出预期将保持稳步增长，其贸易条件改善将继续增加需求，而能源净进口国的增长势头可能明显削弱。在俄罗斯，2008年增长预测反映了今年早些时候经济表现强于预期、贸易条件改善以及高出预期的一揽子财政刺激计划。但是，增长将明显减弱，反映了放慢的世界需求和收紧的金融状况。在哈萨克斯坦，由于之前信贷膨胀形成的过剩正在调整之中，经济增长预期仍会相对疲软，尽管石油部门繁荣应继续部分抵消信贷紧缩效应。在乌克兰，2008年增长预测反映出今年上半年强劲的经济表现、贸易条件改善以及农业大丰收迹象。展望未来，经济增长预计会明显减速，反映了出口市场增长减弱、实际工资增长放慢、贸易条件改善减缓以及融资成本升高等因素。

这一前景面临的风险转向下行。金融市场的不稳定是担忧的一个来源，特别是对于诸如乌克兰等经常账户逆差正在迅速扩大的国家，以及其他一些已经严重依赖资本流入的国家。虽然预期2008年下半年会进一步收紧货币与财政政策，但它对经济活动和通胀的近期影响可能有限。相应地，对于初级商品净进口国和净出口国而言，通胀依然面临上行风险。

目前预期通胀高于2008年4月期《世界经济展望》中的预测水平，今年为15.5%，明年为12.5%，这反映了在持续高企的初级商品价格和几乎不存在剩余产能的情况下，物价压力加大。在此背景下，货币政策的有效性仍普遍受制于不灵活的汇率制度，虽然乌克兰汇率近期在扩大的交易波幅内升值。作为弥补，独联体国家政府运用多种财政和贸易手段来控制通胀压力，缓解粮价上涨的社会影响。这些措施包括降低或取消主要食品项目的进口税和关税，降低国内消费税或逐步增加对粮食和燃料的补贴，对于主要食品项目直接实行价格上限，并征收出口税以及实行配额制。一些国家出台了短期供给导向型措施，主要

图2.8. 撒哈拉以南非洲：初级商品价格高企喜忧参半

总体来看，预计非洲的增长对全球增长放慢将表现出一定的抵御能力，由于燃料和非燃料初级商品价格大幅上涨，许多国家都因贸易条件改善而获益，该地区净资本流入仍大致保持稳定。然而，石油进口国和出口国之间的经济表现存在着很大差异，石油进口国经常账户和财政状况正在经历显著恶化，通胀也急剧上升。



资料来源：Haver Analytics；基金组织《贸易流向统计》；以及基金组织工作人员的计算。

1. 消费价格指数通胀以相对一年前的百分比变化来衡量，左坐标；财政差额以占GDP的百分比来衡量，右坐标。

2. 经常账户差额以占GDP的百分比来衡量，右坐标；贸易条件以指数来衡量，2000年=100，左坐标。

是对农业的补贴和其他支持。然而，在一些经济体，这些措施的财政成本达到令人不安的比例，产生了对财政可持续性的担忧。

只要预期通胀压力不能从目前高水平上显著降低，该地区许多国家就必须采取更强有力的政策行动，确保长期通胀预期仍能稳固锁定。这需要采取一项包括紧缩银根和提高汇率灵活性在内的全面政策回应，同时配合审慎的财政政策态势。特别是，应采用临时、有针对性的措施来取代全面补贴，因为全面补贴会加大国内需求压力并增加公共资源负担，从而缓解粮价和能源价格飙升对弱势群体造成的社会效应。在这方面，阻碍必要供给调整的出口限制和其他政策干预可能会被证明起到相反作用。

长期来看，该地区在摆脱对主要初级商品的依赖而实现经济多元化，以降低对初级商品价格冲击的敏感度方面继续面临挑战。进一步努力改善商业环境，提高包括粮食和能源行业的竞争力，强化国内金融体系，以及继续更广泛地构建市场体系，这些措施将增强经济表现，并降低与贸易条件改变相关的脆弱性。

## 撒哈拉以南非洲：对政策框架的考验

面对金融动荡和高企的能源和粮食价格，撒哈拉以南非洲经济增长预期将放缓，虽然许多撒哈拉以南非洲国家因初级商品价格大幅上涨从贸易条件改善中获得好处。总体来看，经济增长预计会从2007年的近7%降至2008–2009年的略高于6%。然而，各国之间存在着重要的不同（图2.8和表2.7）。尽管外部条件减弱，石油出口国2008–2009年的经济扩张预期只会适度放缓，增长将从2007年的近8%降至7.5%左右，这归功于2008年其贸易条件改善程度接近75%。对于石油进口国，2008年贸易条件将大致保持稳定，油价升高被金属、咖啡、可可和棉花等出口价格上涨

表2.7. 若干非洲经济体：实际GDP、消费价格和经常账户差额

(除注明外，均为年度百分比变化)

	实际GDP				消费价格 <sup>1</sup>				经常账户差额 <sup>2</sup>			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
<b>非洲</b>	6.1	6.3	5.9	6.0	6.3	6.2	10.2	8.3	2.9	0.4	3.0	0.2
<b>马格里布</b>	4.3	4.3	5.5	4.9	3.1	3.0	4.3	4.0	13.9	12.1	15.5	10.3
阿尔及利亚	2.0	4.6	4.9	4.5	2.5	3.6	4.3	4.0	24.8	22.8	28.1	19.8
摩洛哥	7.8	2.7	6.5	5.5	3.3	2.0	3.9	3.5	2.2	-0.1	0.4	-0.3
突尼斯	5.5	6.3	5.5	5.0	4.5	3.1	5.1	4.5	-2.0	-2.6	-3.4	-3.5
<b>撒哈拉以南非洲</b>	6.6	6.9	6.1	6.3	7.3	7.1	11.9	9.5	-0.3	-3.0	-0.7	-2.4
<b>非洲之角<sup>3</sup></b>	11.3	10.6	8.4	7.2	9.1	11.0	19.5	20.9	-13.4	-10.4	-6.3	-6.5
埃塞俄比亚	11.6	11.4	8.4	6.5	12.3	15.8	25.3	40.8	-9.1	-4.5	-5.0	-5.2
苏丹	11.3	10.2	8.5	7.7	7.2	8.0	16.0	10.0	-15.2	-12.6	-6.3	-6.7
<b>大湖区国家<sup>3</sup></b>	7.1	7.0	6.5	7.6	10.4	9.2	15.7	7.9	-4.3	-4.5	-6.2	-7.8
刚果民主共和国	5.6	6.3	10.0	10.3	13.2	16.7	17.5	15.1	-2.4	-1.8	-1.9	-12.6
肯尼亚	6.4	7.0	3.3	6.4	14.5	9.8	25.0	6.5	-2.3	-3.1	-6.1	-4.5
坦桑尼亚	6.7	7.1	7.5	8.0	7.3	7.0	9.2	6.5	-7.7	-9.0	-9.8	-10.0
乌干达	10.8	7.9	9.8	8.1	6.6	6.8	7.3	7.8	-3.5	-2.8	-3.4	-5.8
<b>南部非洲<sup>3</sup></b>	11.0	12.9	10.6	9.4	11.5	10.0	11.3	9.4	12.8	6.7	9.6	8.3
安哥拉	18.6	21.1	16.0	12.8	13.3	12.2	12.1	9.3	23.3	11.3	18.0	15.9
津巴布韦 <sup>4</sup>	-5.4	-6.1	...	...	1,016.7	10,452.6	...	...	-7.0	-3.5	...	...
<b>西非和中非<sup>3</sup></b>	4.9	5.1	5.4	6.8	6.8	4.6	9.3	8.3	4.5	-0.8	3.1	-0.4
加纳	6.4	6.3	6.5	5.8	10.2	10.7	16.8	13.3	-9.0	-10.9	-13.1	-13.2
尼日利亚	6.2	5.9	6.2	8.1	8.3	5.5	11.0	11.1	9.5	2.1	6.2	0.6
<b>非洲法语区<sup>3</sup></b>	2.8	4.2	4.3	5.6	3.2	1.4	5.6	4.1	0.1	-2.4	2.5	0.7
喀麦隆	3.2	3.5	3.8	4.6	5.1	0.9	4.1	2.1	0.6	-1.9	1.3	-1.1
科特迪瓦	0.7	1.6	2.9	4.7	2.5	1.9	5.6	5.7	2.8	-0.7	3.8	-0.6
<b>南非</b>	5.4	5.1	3.8	3.3	4.7	7.1	11.8	8.0	-6.5	-7.3	-8.0	-8.1
<b>备忘项</b>												
石油进口国	5.9	5.3	5.0	5.0	6.3	6.6	10.9	8.5	-3.8	-4.9	-5.7	-6.3
石油出口国 <sup>5</sup>	6.5	7.9	7.4	7.6	6.4	5.5	9.2	8.0	13.1	7.9	13.5	8.1

1. 消费价格变动为年平均。12月比12月变化见统计附录中表A7。

2. 占GDP的百分比。

3. 这些地区组别包含的国家在统计附录中的表F中列出。

4. 未给出2008年及之后的预测。2007年的通胀数字为估计值。

5. 此表中包括乍得和毛里塔尼亚。

抵消。<sup>10</sup> 然而，遭受打击最严重的国家（贝宁、冈比亚、肯尼亚、马达加斯加、卢旺达和塞拉利昂）的贸易条件预计将恶化15%~20%。在南非，这个撒哈拉以南非洲最大的经济体，2008年年初出现了电力短缺，并且，自2006年年中以来，为控制通胀将政策利率提高了500个基点，预期这将

使经济增长从2007年的5%放慢至2008-2009年的3.5%。该地区经济增长前景面临的风险偏于下行，这主要与全球需求增长放慢超出预期以及资本流入放慢有关。

近期粮食和燃料价格急剧上涨给撒哈拉以南非洲地区的物价稳定构成严重挑战。预计通胀将从2007年的约7%上升至2008年的约12%，之后于2009年减慢到9.5%，虽然这一平均数掩盖了各国之间存在的显著差异。粮价上涨倾向于对撒哈拉以南非洲的通胀产生巨大影响，这反映出食品在消费篮子中所占比重很高（见第三章）。一些撒

10. 石油进口国将从金属价格上涨（博茨瓦纳、加纳、几内亚、肯尼亚、莫桑比克、塞内加尔、南非、多哥、乌干达和赞比亚）以及咖啡、可可和棉花价格上涨（布隆迪、科特迪瓦、埃塞俄比亚、肯尼亚、卢旺达、乌干达、赞比亚等国家）中获益。有关近期初级商品价格冲击的影响详见第三章以及基金组织（2008年a）。

表2.8. 若干中东经济体：实际GDP、消费价格和经常账户差额

(除注明外，均为年度百分比变化)

	实际GDP				消费价格 <sup>1</sup>				经常账户差额 <sup>2</sup>			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
中东	5.7	5.9	6.4	5.9	7.0	10.6	15.8	14.4	21.1	18.4	22.9	17.1
石油出口国 <sup>3</sup>	5.6	5.7	6.2	5.9	7.6	10.7	16.8	14.3	24.2	21.2	26.0	19.9
伊朗伊斯兰共和国	5.8	6.4	5.5	5.0	11.9	18.4	26.0	22.0	9.2	10.1	11.2	6.7
沙特阿拉伯	3.0	3.5	5.9	4.3	2.3	4.1	11.5	10.0	27.9	25.1	32.5	23.8
阿拉伯联合酋长国	9.4	7.4	7.0	6.0	9.3	11.1	12.9	10.8	22.6	20.5	22.6	18.8
科威特	6.3	4.6	5.9	5.8	3.1	5.5	9.0	7.5	52.2	43.1	44.6	39.3
马什拉格	5.9	6.3	6.6	5.8	5.4	9.2	11.3	13.5	-1.7	-2.2	-3.1	-3.6
埃及	6.8	7.1	7.2	6.0	4.2	11.0	11.7	16.1	0.8	1.5	0.6	-0.9
阿拉伯叙利亚共和国	4.4	3.9	4.2	5.2	10.4	4.7	8.0	7.0	-2.9	-1.4	-2.7	-2.9
约旦	6.3	6.0	5.5	5.3	6.3	5.4	15.8	7.6	-11.3	-17.5	-18.5	-16.3
黎巴嫩	—	4.0	6.0	5.0	5.6	4.1	11.0	6.2	-5.6	-12.7	-14.0	-13.7
备忘项												
以色列	5.2	5.4	4.3	2.8	2.1	0.5	4.8	3.3	5.9	3.2	0.4	0.5

1. 消费价格变动为年平均。12月比12月变化见统计附录中表A7。

2. 占GDP的百分比。

3. 包括巴林、伊朗伊斯兰共和国、科威特、利比亚、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿拉伯叙利亚共和国、阿拉伯联合酋长国和也门共和国。

哈拉以南非洲国家过去几年经济增长强劲，内需出现压力，这种压力可能对通胀造成第二轮效应，从而放大粮食和燃料价格冲击的初始影响。

在通胀上升的背景下，粮价上涨对贫困群体的影响成为一个主要担忧，因为这可能会影响到以往在这方面所取得的进展，使社会凝聚力处于危险之中。撒哈拉以南非洲国家对粮食和燃料进口的依赖度很高，并具有很高的贫困发生率，这使得这些国家最易遭受初级商品价格上涨冲击的影响。这些国家的人口抵御粮价上涨的选择很少，城市贫困人口遭受的打击可能最为严重。基金组织工作人员估计，进口粮食价格上涨对冈比亚、加纳、毛里塔尼亚、斯威士兰的贫困人口造成的影响最大，因为这些国家的进口依赖度很高但收入较低（基金组织，2008年a）。一些国家已经通过紧缩货币政策对通胀压力上涨作出回应，但许多国家还降低了进口关税和食品增值税，或征收出口税及施加其他限制。

由于进口粮食和燃料价格飙升，石油进口国的外部状况也面临压力。石油进口国的经常账户逆差预计平均从2007年占GDP的5%恶化到2008年的5.75%以及2009年的6.25%。在南非，经常账户逆差扩大，2008年第二季度达到占GDP的7.25%，这尤其令人担忧。南非的经常账户逆

差主要是通过波动性较高的证券资本流动来进行融资的，尽管其较低的外债和灵活的汇率应当能够在资本流动发生逆转时起到一定的抗冲击作用。相反，石油出口国经常账户差额呈现顺差，而且预计会从2007年的8%进一步升高至2008年的13.5%，2009年为8%。

该地区面临的主要挑战是如何应对巨大的初级商品价格冲击以及资本流入放慢的威胁。对于石油进口国，不利的贸易条件冲击已经削弱了这些国家的财政和外部状况，它们需要调整其货币、财政和收入政策。延缓调整不仅将使宏观经济稳定处于危险之中，而且近期在改进政策和体制框架方面所取得的成就也将受到威胁，而这些方面的改进是撒哈拉以南非洲近年取得令人印象深刻的经济增长表现的主要原因。

- 实行管理或固定汇率制度的国家需要通过提高利率或采取行政性措施来紧缩货币政策，以防止通胀预期变得根深蒂固，并加强国际收支与财政状况。减少公共部门借款以及提高汇率灵活性将支持银根紧缩并缓解国际收支压力。
- 同时，这些国家需要采取有针对性的财政措施（包括补贴），帮助保护贫困群体。同时，还需采取步骤维护长期财政预算状况，包

括伴随针对贫困群体的更有针对性措施的到位，逐步但充分地将国际油价转嫁到消费价格。对食品项目实行价格管制很可能没有效果，它会导致短缺和预算成本而不是降低通胀。

- 为缓解调整给那些贫困水平高、获得外国融资有限、储备缓冲低以及对外及公共债务水平高的脆弱国家带来的影响，必须给予额外的捐助。这些资金将使这些国家能够支付更高的进口账单，并在逐步实施必要调整的过程中对弱势人口提供有针对性的预算帮助。长期来看，捐赠援助可寻求促进国内农业和可持续社会安全网的发展。

石油出口国在如何更成功地管理初级商品价格高企带来的意外收益方面面临挑战，而过去类似的情况并没有带来生活水平的永久性改善。由于经常账户顺差和通胀压力增加，货币政策和财政政策之间必须密切协调。储蓄一部分石油收入将有助于缓解正在显现的通胀压力，同时为解决重要的基础设施、医疗和社会需要奠定坚实的资金基础。货币紧缩有助于稳定通胀并防止通胀发展为普遍的过程。允许名义汇率升值也将有助于控制通胀。

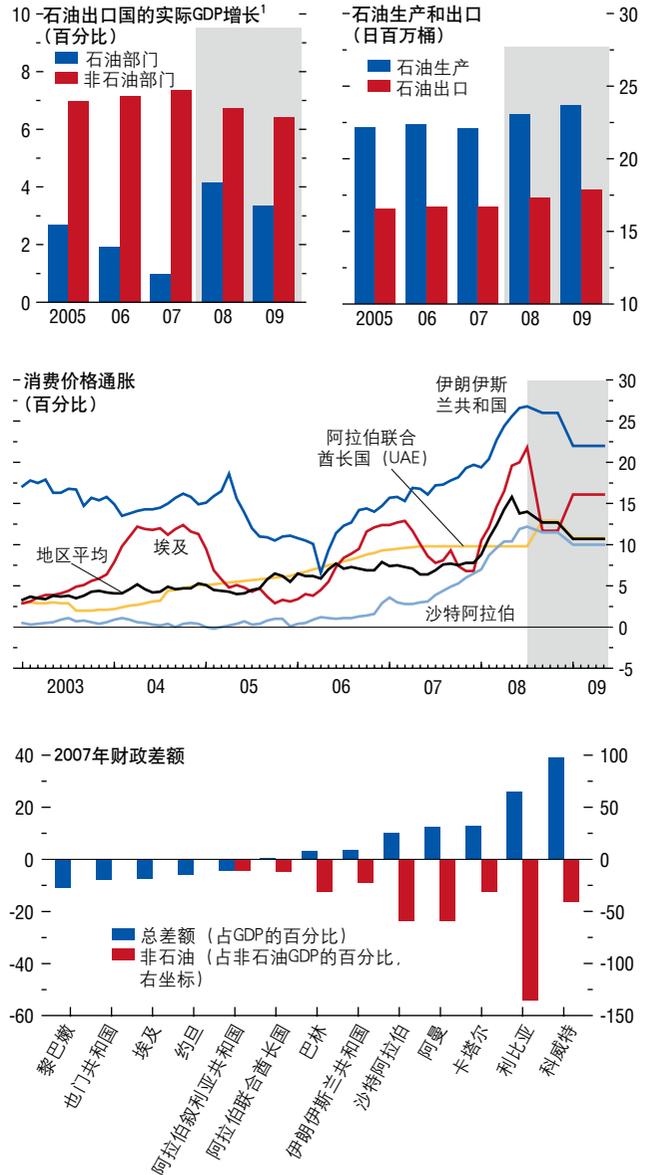
## 中东：经济过热仍是一个担忧

许多中东国家的经济活动继续保持强劲增长的步伐，但通胀压力要么处于高水平，要么上涨，特别是在一些石油出口国中。预计中东国家2008—2009年实际增长只是适度放缓，GDP增长从6.5%降至略低于6%，石油出口国和非石油出口经济体的增长速度相仿（表2.8）。预计强劲的国内需求和非石油部门活动将部分抵消先进伙伴经济体需求下降以及石油部门供给约束增加所造成的影响。石油和粮食价格上涨正在给许多非石油经济体带来重大预算挑战。相反，除迫使股票市场回落外，全球金融动荡迄今对该地区的影响相对很小。

鉴于产能制约正在使石油产出增长减慢，经济增长主要靠非石油部门支持（图2.9）。石油出口

图2.9. 中东：管理通胀压力

实际GDP增长预计依然保持强劲，这主要归因于非石油部门的经济活动。通胀压力在增加，需要通过紧缩财政政策来很好地锁定通胀预期，特别是在非石油经济体中，这些经济体的经常账户逆差也在扩大。



国经济增长的驱动力是私人建筑、零售贸易、交通以及金融服务。除了高石油收入带来的间接效应外，强劲的经济增长还反映出商业环境改善（从而促进了私人投资）以及通过实施公共项目来缓解人口快速增长造成的基础设施和住房的瓶颈。虽然油价达到创纪录的高水平，但最近石油部门活动明显不如非石油部门强劲。尽管进行了大量投资，但生产和配送能力提升缓慢，这是由于投资成本飙升，技术和地质方面的制约以及现有油田耗尽。然而，预计2008-2009年石油和天然气生产能力以及产出在一定程度上会适度扩张，新产能主要来自于卡塔尔和沙特阿拉伯。非石油经济体的实际GDP增长得益于过去为改善商业环境而付出的努力。大规模的外国直接投资流入促进了埃及和约旦的经济活动，同时，黎巴嫩继续从2006年冲突中恢复。

经济过热迹象正在增加。即使在某些传统上通胀率较低的国家，例如沙特阿拉伯，目前通胀率已经达到两位数。埃及和伊朗伊斯兰共和国的通胀率超过20%。尽管燃料价格高企的传导效应有限，粮价上涨对国内市场的影响更有限，但通胀却大幅度提高。<sup>11</sup>并不令人感到惊讶的是，尽管通胀仍主要由外国定价（包括美元对第三种货币贬值）所驱动，但通胀压力却日益扩散至国内定价的非贸易品。石油出口国尤其属于这种情况，其不断扩张和更加富裕的人口以及外国劳工的流入正在对服务业价格构成压力，特别是住房部门，并且，政府在批准工资大幅上涨。然而，其他国家也开始面临更广泛的压力。因此，尽管从技术上假设实际有效汇率不会进一步贬值，燃料和食品价格也基本保持不变，但预期2009年通胀只会适度减退。

同时，强劲的内需正在驱使该地区加速进口。石油出口国与非石油经济体经常账户发展变化存在很大差异。石油出口国呈现巨额增长的顺差，2008-2009年普遍预计会达到GDP的10%~45%。而在其他国家，进口成本上涨使逆差扩大，约旦和黎巴嫩的逆差扩大至两位数，但埃

及的逆差仍处于相对较低的水平。

该地区增长前景面临的风险大致均衡。外部风险主要偏于下行，这与先进经济体的需求减弱以及可能的油价降低相关。如果全球金融状况突然恶化，拥有逆差的国家的资本流入可能会遭受打击，主要非金融公司可能更加难以获得融资。上行风险与依然强劲的国内需求以及来自地区内部（主要是海湾合作理事会国家）和外部的外国投资者持续强劲的投资兴趣有关。然而，如果上行风险变为现实、通胀压力恶化，这将使宏观经济政策更加复杂。

在这一背景下，为防止通胀压力增加，必须解决日益增加的失衡问题。那些未将汇率钉住外国货币的国家（例如埃及和伊朗伊斯兰共和国），可以进一步紧缩货币政策，同时通过提高汇率灵活性强化其有效性。在那些实行钉住汇率制的国家，货币政策是从国外输入的，主要来自美国。在许多石油出口国，货币被低估（虽然程度有所不同），通胀升高造成实际有效汇率升值。低估的主要原因是其货币钉住美元，美元贬值，但贸易条件改善。一旦国内物价完全调整至与实际有效汇率升值相吻合的更高水平，那么通胀压力就应该减弱，只要钉住汇率和财政政策能有效地锁定通胀预期。

使货币升值可能也会实现向新的均衡的转变。但是，这将带来许多复杂的问题，特别是在海湾合作理事会国家，这些国家计划于2010年转为货币联盟。第一，在政策如何应对未来的外部冲击方面，升值将带来不确定性，从而影响钉住汇率作为名义锚的价值。第二，许多实行钉住汇率制度的国家仍需培养实施独立货币政策的能力，并发展金融市场基础设施。第三，在浮动汇率制度下，石油市场波动可能会导致汇率波动，这可能会阻碍某些国家在出口基础多元化方面所做的努力。可以解决部分问题的一个选择是，从钉住美元转向钉住一篮子货币，一篮子货币可以更好地反映与国外贸易与服务交易的构成。然而，即使最近实行了这种钉住汇率的制度，在过剩的需求压力方面并不会产生重大差别，科威特的经历已经证明了这一点。然而，长期来看，如果通胀持续下去，则值得考虑向钉住一篮子货币转轨的选择。总之，汇

11. 在消费篮子中，这些项目合起来的权重通常介于四分之一与三分之一之间，其中食品占很大比重。

率和管理需求压力方面发挥作用的程度取决于各国具体情况，包括财政政策调整的空间，以及海湾合作理事会国家在迈向货币联盟过程中对其货币钉住美元的承诺。

在中东经济体中，财政政策将成为遏制需求压力的关键。过去十年，许多非石油经济体已经大幅度降低了债务水平。然而，按照国际标准衡量，其国内债务水平依然很高，因此，从当前和中期来看，都需紧缩财政。在石油出口国，油价上涨为政府增加支出提供了财政空间，但同时也给国内资源添加了压力。例如，由于工资和补贴支出快速增长，各国在中期内保持预算平衡所需的油价水平在上升。尽管特定的财政政策要求有所不同，但各国普遍需要强调减少经常性支出，同时继续支持关键性基础设施项目，缓解内部供给瓶颈。而且，财政政策还有助于解决能源和食品价格高企带来的社会挑战。制订更有针对性的转移计划将有助于解决贫困问题，以及从石油出口国分享因油价上涨而获得的益处。伴随这方面的进展，必须逐步减少一般性石油和粮食补贴的高支出（例如在埃及和沙特阿拉伯，此项支出达到GDP的10%左右）。

中期来看，更强有力的宏观经济政策框架和持续的结构改革，是提高中东经济体抵御冲击能力的关键，以便供养年轻并迅速扩大的人口。应当从长期角度定位财政政策（例如利用中期预算框架），因为非石油经济体需要降低债务，某些石油出口国需要为石油收入减少作准备。需要提高实施独立货币政策和支持金融市场的能力。随着国内金融体系变得更加复杂，必须解决日益增加的监管挑战。而且，许多国家将从商业环境进一步改善中获得益处，办法包括增加教育投资以及增强社会安全网。

## 参考文献

- Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth*, second edition (New York: McGraw Hill).
- Beechey, Meredith J., Benjamin K. Johannsen, and Andrew T. Levin, 2008, "Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?" Finance and Economics Discussion Paper No. 23 (Washington: Federal Reserve Board).
- Blanchard, Olivier, 2004, "The Economic Future of Europe," NBER Working Paper No. 10310 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2007, "Adjustment within the Euro: The Difficult Case of Portugal," *Portuguese Economic Journal*, Vol. 6 (April), pp. 1–21.
- , and Justin Wolfers, 2000, "The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence," *Economic Journal*, Vol. 110 (March), pp. 1–33.
- Britton, E., P.G. Fisher, and J.D. Whitley, 1998, "The *Inflation Report* Projections: Understanding the Fan Chart," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 38 (February), pp. 30–37.
- Bruno, Michael, and Jeffrey Sachs, 1985, *Economics of Worldwide Stagflation* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).
- Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korsunmov, and D. Laxton, forthcoming, "A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Davis, Morris A., Andreas Lehnert, and Robert F. Martin, 2007, "The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housing" (unpublished, December). Available at [www.morris.marginalq.com](http://www.morris.marginalq.com).
- Decressin, Jörg, and Emil Stavrev, forthcoming, "Building Economic Union: Productivity and Current Accounts in 10 Years of EMU," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Dew-Becker, Ian, and Robert J. Gordon, 2008, "The Role of Labour Market Changes in the Slowdown of European Productivity Growth," CEPR Discussion Paper No. 6722 (London: Centre for Economic Policy Research).
- European Commission, 2008, *EMU@10: Successes and Challenges After 10 Years of Economic and Monetary Union* (Brussels).
- International Monetary Fund (IMF), 2008a, "Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses" (Washington, June and September). Available at [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf) and [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf).
- , 2008b, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macrofinancial Implications and Policy* (Washington, October).
- , 2008c, *Japan: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/254 (Washington).
- Laxton, Douglas, D. Rose, and Alasdair Scott, forthcoming, "Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan David Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange*

- Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: International Monetary Fund).
- Pisani-Ferry, Jean, Philippe Aghion, Marek Belka, Jürgen von Hagen, Lars Heikensten, André Sapir, and Alan Ahearne, 2008, *Coming of Age: Report on the Euro Area*, Bruegel Blueprint No. 4 (Brussels: Bruegel).
- Stavrev, Emil, 2007, "Growth and Inflation Dispersions in EMU: Reasons, the Role of Adjustment Channels, and Policy Implications," IMF Working Paper 07/167 (Washington: International Monetary Fund).
- Stock, James, and Mark Watson, 1989, "New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators," in *NBER Macroeconomic Annual: 1989* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 351–94.
- , 2003, "How Did Leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession?" *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 89 (Summer), pp. 71–90.
- Timmermann, Allan, 2006, "An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts," IMF Working Paper 06/59 (Washington: International Monetary Fund).
- van Ark, Bart, Mary O'Mahony, and Gerard Ypma, 2007, *The EU KLEMS Productivity Report* (Groningen, Netherlands: Groningen Growth and Development Centre).
- Zarnowitz, Victor, 1992, *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting* (Chicago: University of Chicago Press).

本章探讨当前的初级商品价格高涨，并评估相关价格调整可能推升通货膨胀的风险（如20世纪70年代的情况）。尽管初级商品价格近期有所下降，但导致价格高涨的许多因素依然存在，按历史标准衡量，价格可能仍将处于高水平。初级商品价格大幅上涨尚未在供应链上充分传导，从而产生持续的通货膨胀风险。最易受通胀上升风险影响的是那些很可能受到第二轮影响的经济体。在这些经济体中，初级商品在最终支出中占很大比例，货币政策的可信性有限，其他因素（如经济过热）带来价格压力，针对通胀上升采取的宏观经济政策也不适当。

**过**去一年半里初级商品价格的大幅上涨是否预示十年左右时间的价格稳定结束，并将回到20世纪70年代经历的那种高通货膨胀？这一问题继续受到广泛争论，尽管7月中旬以来初级商品价格已开始下降。在许多经济体，总体通胀率仍处在10~15年前的水平，核心通胀率仍在上升，特别是在新兴经济体和发展中经济体。

尽管人们普遍认为世界各地的通胀风险都在上升，但不同分析人士和政策制定者的关注点不同。一些人主要担心的是，初级商品价格上涨的范围如此之广，规模如此之大，速度如此之快，以至于对通胀上升的看法将导致对价格进一步上涨的预期和对更高工资的需求，从而导致基础通货膨胀率上升（第二轮效应）。另一些人则关注这样一个事实，即在一些新兴经济体和发展中经济体，除初级商品价格上涨带来的压力外，还存在经济过热压力。这两种压力合在一起，加剧了第

二轮效应的风险。这一问题对初级商品出口国尤为严重，在这些国家，初级商品价格上涨是扩张性的。

第三个担心的理由是，初级商品价格上涨实际上可能不完全是供给冲击，而可能是过度扩张的宏观经济政策导致全球需求过剩而引起的。如同20世纪70年代的情况，初级商品价格高涨可能是对一些国家生产能力高估的早期信号。政策制定者如果误认为价格上涨完全是由特定部门的约束造成的，则可能加剧通胀压力。

本章分析初级商品价格高涨及对通胀前景和风险的影响。具体而言，本章力图回答以下问题：

- 初级商品价格为何如此之高？是否会居高不下？
- 初级商品价格上涨在全球范围内对总体通胀和核心通胀产生了什么影响？哪些国家受的影响最大？显著的第二轮效应有什么风险，哪些因素影响了这些风险？
- 应当针对初级商品价格上涨采取哪些适当的货币政策？在什么情况下，个别国家不适当的货币政策将带来显著的全球影响？

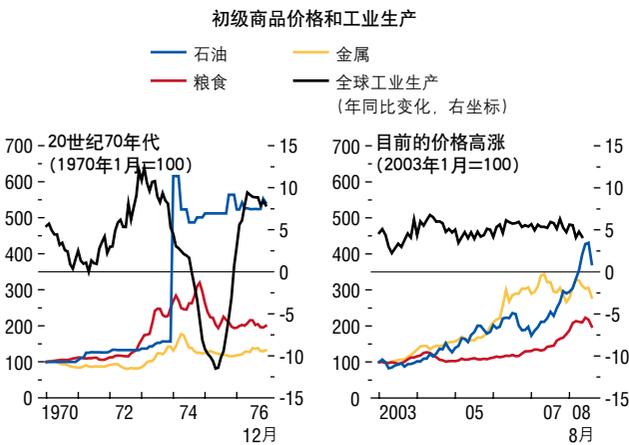
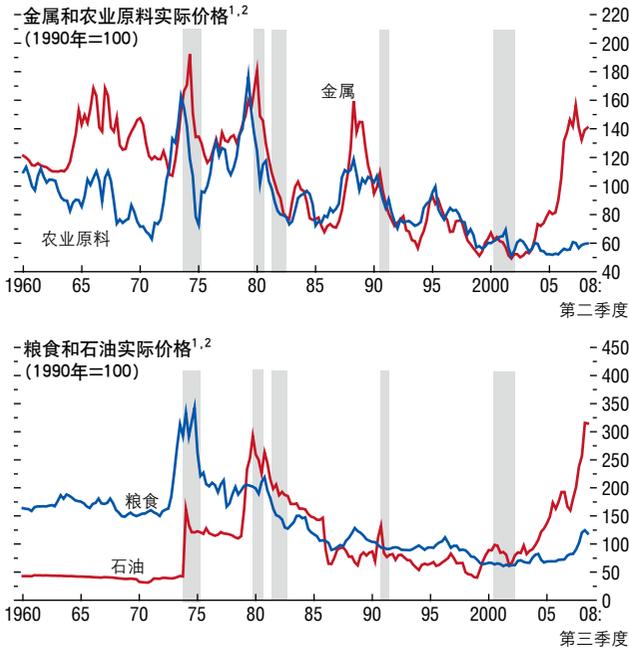
本章的结论是，总体而言，当前的初级商品价格高涨反映了以下因素的相互作用，即需求强劲、库存和剩余产能水平低、主要部门的供给扩张缓慢以及不利的供给冲击。2008-2009年的全球增长将放慢（在一定程度上是由初级商品价格高涨所致），主要粮食作物与天气有关的供给约束已消除，这在近期导致初级商品价格下降。然而，导致初级商品价格高涨的一些根本因素依然存在，特别是大规模新兴经济体增长强劲，库存水平低，以及主要部门存在供给约束。如果不出现严重的全球经济下滑，这些因素将限制价格从近期峰值上进一步下降的程度，并可能使价格继续波动。

与过去一年半相比，初级商品价格带来的直接通胀压力减少。即使如此，通胀风险在一段时

注：本章的主要作者是 Thomas Helbling、Douglas Laxton、Valerie Mercer-Blackman 和 Irina Tytell，Kevin Cheng 和 Kevin Clinton 为本章的撰写作出了贡献。To-Nhu Dao、Nese Erbil、Emory Oakes 和 Ercument Tulun 提供了研究协助。

图3.1. 从历史角度看初级商品价格

目前的初级商品价格高涨与20世纪70年代初经历的最近一次初级商品价格显著上涨有许多共同的特征，包括石油和粮食价格急剧上升，以及全球强劲增长的环境。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 经美国消费价格指数（CPI）缩减。

2. 阴影部分表示全球经济衰退期（以全球工业生产月度指数确定）。

间内可能仍将处于高水平，因为针对初级商品相对价格大幅上涨作出的调整仍未开始。一些经济体已出现第二轮效应，另一些经济体仍面临风险。新兴经济体和发展中经济体总体而言更易受到主要风险因素的影响，原因包括，初级商品在这些经济体的最终支出中占很大比例，以及它们的货币管理可信性不高。另外，在许多经济体，国际价格（特别是燃料价格）的上升尚未充分传导到国内价格。

虽然近期初级商品价格下降，但在初级商品价格上涨之前通胀压力已经很高、第二轮效应风险较大的经济体，采取果断的货币政策回应十分重要。推迟采取货币政策回应措施可能降低政策制定者的可信性，从而显著损害通胀与产出之间的平衡关系。应当采取其他支持性的宏观经济政策，特别是如果与汇率有关的约束限制了货币紧缩空间。

本章结构如下：下一节分析初级商品价格高企的起因和前景。接下来一节在国家层面上探讨初级商品价格冲击与通货膨胀之间的关系，分析粮食和能源价格持续上涨是否会扭转全球近期出现的通货膨胀“大缓和”局面。随后，重点分析初级商品价格冲击对货币政策的影响以及对全球通货膨胀形势的影响。概要与结论一节也得出某些政策含义。

### 初级商品价格上涨：起因和前景

初级商品价格在过去一年半里大幅上涨（图3.1，上图和中图）。石油价格从2006年12月至2008年7月中旬上涨了一倍多，尽管油价此后有所下降。粮食价格同期上涨了50%以上。这是继2003–2006年价格大幅上涨之后出现的又一次价格猛涨。总体来看，2003年以来初级商品价格的累计上涨在规模上与20世纪70年代初（1971–1974年）经历的价格上涨基本类似。更近期（80年代和90年代）的全球持续增长没有伴随广泛的涉及燃料和粮食的初级商品价格高涨。本节将当前的初级商品价格高涨与70年代初的价格高涨进行比较，随后探讨当前的石油和粮食价格走势和前景。<sup>1</sup>

1. 附录3.1更详细地阐述了初级商品市场的现状和前景。

## 当前初级商品价格高涨与 20 世纪 70 年代情况的比较

两次价格高涨看来有三个共同的因素。首先，起源可以追溯到强劲的全球增长（图 3.1 的下图）。<sup>2</sup> 许多初级商品的价格对全球增长或工业活动的变化反应强烈。这反映了初级商品在全球工业活动中的作用，特别是制造业的中间投入品（如金属和农业原料，以及石油），对于其他初级商品（如粮食），则反映了收入作为需求决定因素的作用。

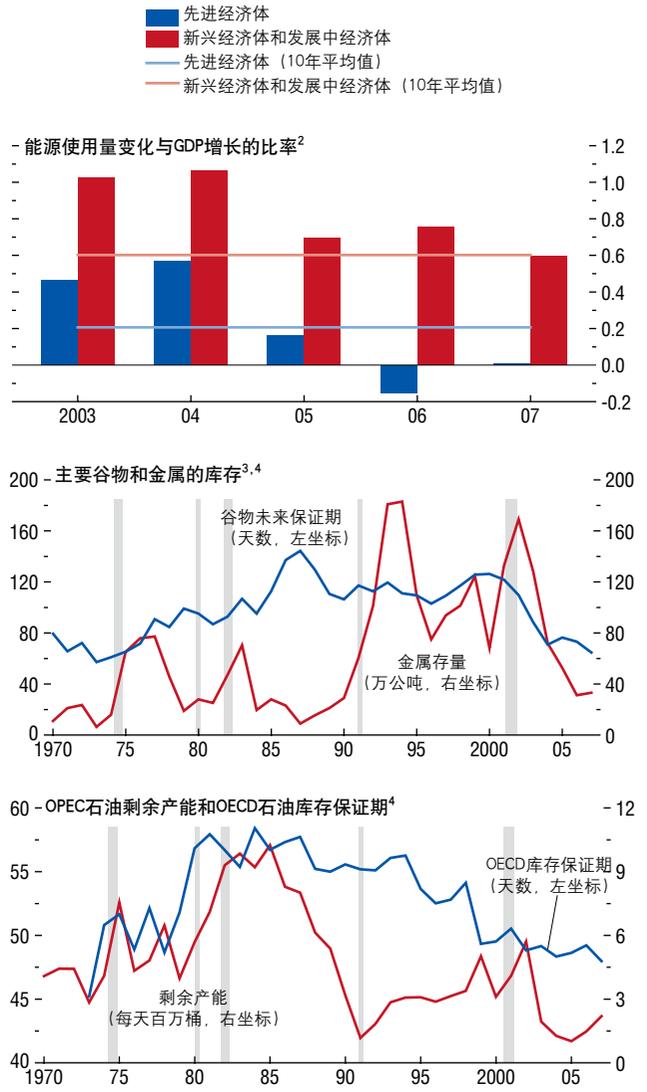
过去几年里，新兴经济体和发展中经济体的工业崛起，人均收入从较低水平上大幅增长，这可能改变了目前价格高涨期间全球经济活动与初级商品价格之间的关系。全球增长转向这些经济体，这促进了对初级商品的需求，因为这些经济体的增长相对更加依赖初级商品（图 3.2 的上图）。到目前为止，先进经济体增长减缓对初级商品价格的影响比过去小。不过，从历史上看，价格周期的拐点基本上与全球经济活动同步。<sup>3</sup>

20 世纪 70 年代价格高涨与当前价格高涨的另一个共同因素是，两次价格高涨都始于异常低的库存和剩余产能水平（图 3.2，中图和下图）。在两次高涨中，这种缓冲作用的缺乏都加剧了全球强劲增长导致对初级商品需求增加而带来的价格刺激。<sup>4</sup> 在这次价格高涨中，不同初级商品部门的低库存和剩余产能原因各异，但普遍原因是，90 年代末，在经历了二十年的初级商品低价格后，投资不足，供给增长缓慢。

两次价格高涨的第三个共同因素是，供给约束对价格造成向上的压力。1973 年石油价格急剧上涨，加上石油输出国组织（OPEC）禁运期间石油生产暂时下降，已成为初级商品供给冲击的典

图 3.2. 能源强度、初级商品库存和 OPEC 石油剩余产能的边际变化<sup>1</sup>

新兴经济体和发展中经济体的初级商品密集型的强劲增长是导致库存水平下降和 OPEC 石油剩余产能低的一个主要因素。



资料来源：英国石油公司《世界能源统计回顾》（2008年）；国际能源机构；美国农业部；美国能源部；以及基金组织工作人员的计算。

1. OPEC是石油输出国组织。
2. 相当于百万桶石油的一次性能源与GDP的比率（以10亿2005年美元表示）。
3. 谷物包括玉米、大米和小麦；金属包括铜、铅和锌。
4. 阴影部分表示全球经济衰退期（以全球工业生产月度指数确定）。

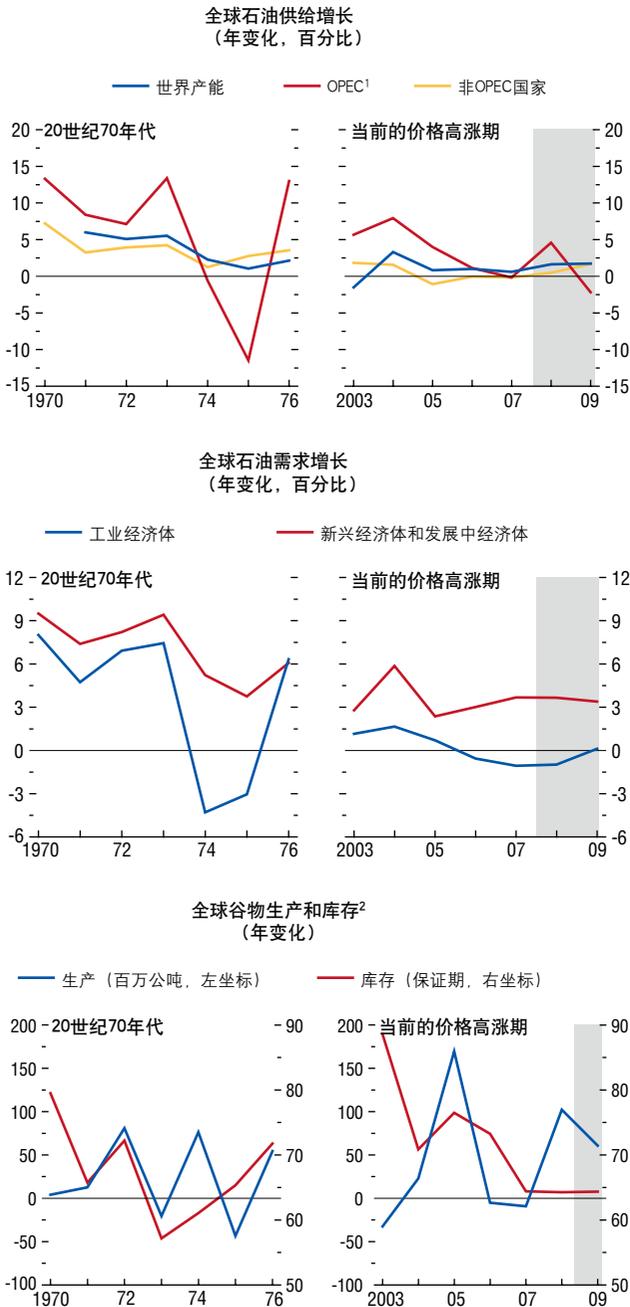
2. Radetski (2006 年) 等人指出，第二次世界大战后时期每一次显著、广泛的初级商品价格上涨（1950–1952 年，1972–1974 年，以及 2003 年至今）的起始时间都与经济增长和工业产出的加速相吻合。

3. 见 2008 年 4 月期《世界经济展望》专栏 5.2。

4. 强劲需求与初始缓冲低水平之间的这种相互作用可能是使周期价格上升转为价格猛涨的因素之一，因为各次经济扩张之间的全球增长差异太小，难以合理解释全球经济上扬期间观察到的初级商品价格的巨大差异。见 Deaton 和 Laroque (1992 年)、Radetski (2006 年) 等人关于初级商品价格周期的论述。

图3.3. 谷物和石油的需求、生产和库存的比较

主要部门需求旺盛和产能扩张缓慢，以及主要作物供给中断，是当前和20世纪70年代初级商品价格高涨的特征。



资料来源：英国石油公司《世界能源统计回顾》（2008年）；美国农业部；美国能源部；以及基金组织工作人员的估计。

1. 石油输出国组织。
2. 谷物包括玉米、大米和小麦。

型例子。在当前的价格高涨中，与天气有关的作物歉收（特别是小麦）推升了粮食价格。在先前的价格高涨期间，这种歉收也推升了粮食价格（图3.3）。

在当前的价格高涨中，除农业以外的初级商品部门的供给约束不是由急剧、暂时的供给下降造成的，而反映了供给对需求增加、价格上涨作出的拖延、无弹性的反应。如下面将讨论的，在石油市场（在一定程度上也包括金属市场），“建设时间”时滞在当前周期中似乎延长了。面对快速增长的需求，这种缓慢的产能扩张使库存和剩余产能持续处于低水平，从而使价格压力持续存在。当前价格高涨的这种特征产生了初级商品价格的“超周期”概念，即由于需要持续增加产能，初级商品价格出现长期趋势性上升。<sup>5</sup>

投机（以高价再出售为目的，而非用于商业用途而购买初级商品）被广泛认为是当前推升初级商品价格的一个因素。<sup>6</sup> 20世纪70年代，某些初级商品的投机性库存持有量增加，特别是金属（例如，见Cooper等人，1975年）。然而，在当前的价格高涨中，主要初级商品的库存持有量普遍保持在较低水平，甚至下降，表明价格并未因投机性持有实际资产而上升，如先前的价格高涨中的情况。尽管最近初级商品市场出现了金融创新（如指数化），使投资者能够在无须持有实物库存的情况下从初级商品价格上涨中获益，但几乎没有明显迹象表明有关金融头寸的积累系统性地推动了某种初级商品的价格或更一般意义上的价格形成（专栏3.1）。

不过，金融因素和市场情绪在初级商品价格形成中确实发挥了作用。金融变量（如利率）通过影响实物需求和供给而影响初级商品价格。事实上，美国政策利率的近期下调可能暂时刺激了对初级商品的需求，如下所述。许多初级商品价格

5. 见Guddington和Jerrett（2008年）最近的分析。更一般而言，供给（以及需求）对意料之外的价格变化的反应时滞可能产生价格周期（例如，见Krautkraemer，1998年），周期的长短和规模大小取决于长期和短期价格弹性之间的差异、时滞结构以及最初的意料之外变化的大小。

6. 关于投机的定义，见Harrison和Kreps（1978年）或Feiger（1976年）。

### 专栏 3.1. 金融投资是否影响初级商品价格行为？

近年来，初级商品成为非传统的资产类别。期货交易所的敞口头寸和对初级商品指数化资产的投资迅速增加。<sup>1</sup> 初级商品市场的金融化往往被认为对初级商品价格产生了影响，尽管分析人士对影响程度持不同观点。一种看法是，初级商品的金融化基本上是有利的，能够改善市场效率和价格发现。另一种看法则是，最近的初级商品价格高涨主要是由投机者以及投资者寻找非传统资产类别的从众行为驱动的。本专栏分析投资资金流动对初级商品价格行为的潜在影响。具体而言，本专栏探讨是否有证据表明对初级商品相关金融资产的投机导致了近期的初级商品价格高涨。为进一步说明问题，本专栏还分析了价格形成的其他方面（如价格波动和联动）如何受到金融流量增加的影响。

金融因素如何影响价格形成？金融市场可以通过两个渠道影响初级商品价格。首先，某些金融变量（如汇率和利率）可以直接影响初级商品的供给和需求。例如，美元趋弱和利率下降可增加对初级商品的需求，减少其生产，从而导致价格压力。<sup>2</sup> 其次，金融投资者（包括投机者）的交易可能影响价格行为。在这方面，一个有争议的重要问题是，投资者寻求投资组合多元化，因此对初级商品指数化资产的投资迅速增加，这是否导致了近期的初级商品价格高涨。

由于初级商品的公允价值难以确定，所以我们采取间接方法分析投资者的这种行为是否导致初级商品价格偏离基本面。一种方法是运用时间序列分析（“Gragner 因果检验”）考察初级商品金融头寸的变化是否导致初级商品价

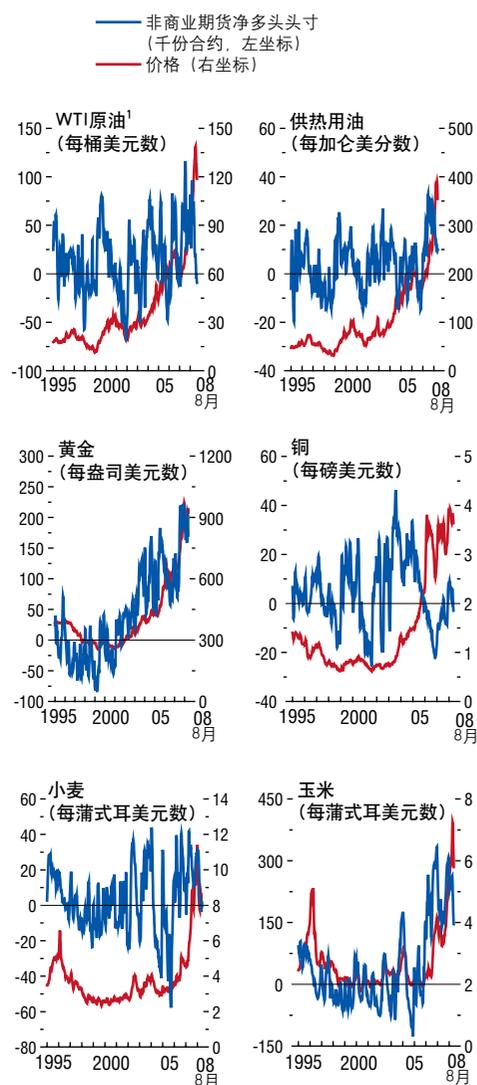
注：本专栏的主要作者是 Kevin Cheng。

1. 例如，2003–2008 年纽约商品交易所（NYMEX）交易的原油期货的敞口权益增加了 155%，黄金期货的相应增幅为 63%。对初级商品相关资产的投资从 1997 年的不到 100 亿美元增加到 2008 年第二季度的约 2,300 亿美元（Barclays Capital, 2008 年）。

2. 例如，见 2008 年 4 月期《世界经济展望》专栏 1.4。

#### 非商业期货净头寸和价格

(四周移动平均值)



资料来源：Bloomberg Financial Markets；美国商品期货交易委员会；以及基金组织工作人员的计算。

1. WTI是西得克萨斯中质原油。

格变化。这方面的许多研究，包括 2008 年 10 月期《全球金融稳定报告》（基金组织，2008

## 专栏 3.1（续）

年 d)，未发现头寸与价格之间任何方向的系统性因果关系。<sup>3</sup> 事实上，金融资金流动方向往往与价格变动方向不一致。例如，尽管 2008 年 5 月和 6 月原油价格急剧上涨，但净投机头寸却有所下降（第一幅图）。

第二种方法是考察近期库存行为是否符合这样一种假设，即近期价格趋势主要是由投机驱动的。基本的直觉如下：投机若要对初级商品价格产生持久影响，初级商品的实物储藏必须增加，以使现货市场处于平衡，因为在更高价格水平上消费将减少（见 Krugman，2008 年）。然而，现有数据表明，尽管近年来某些初级商品的库存有所增加，但价格显著上升的其他初级商品的库存下降或基本保持稳定（第二幅图，上图）。特别是，尽管 2007—2008 年原油价格几乎上涨了一倍，但 2008 年经合组织（OECD）成员国的原油库存保持不变。因此，总体而言，几乎没有证据显示初级商品库存系统性增加，但需要指出的一点是，不具备关于初级商品库存的完善的全球数据。

评估金融投资影响的第三种方法是分析在初级商品金融化之前和之后，价格形成与投资者行为之间的截面关系。为进一步说明问题，本专栏分析各市场金融化与价格水平之间的关系，并将分析延伸到价格形成的另外两个方面：

- **波动性：**投机者对价格波动性的影响长期以来是经济学家争论的问题。一些著名经济学家（包括 Adam Smith、John Stuart Mill 和 Milton Friedman）认为，投机者提供流动性，促进价格发现，并通过买低卖高改善跨期资源配置，从而稳定价格。另一些人则认为，市场参与者往往是“非理性的”，交易时凭感觉和尝试，并有从众心理，从而增加了市场波动性。

3. 另见 2006 年 9 月期《世界经济展望》专栏 5.1 或初级商品市场机构间工作组《原油中期报告》（初级商品市场机构间工作组，2008 年）。

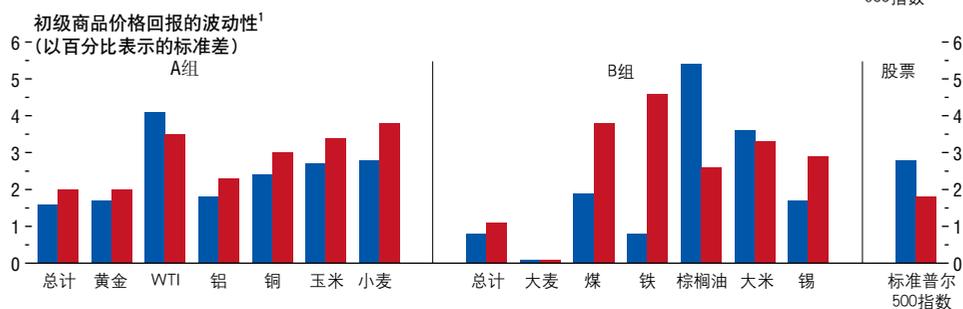
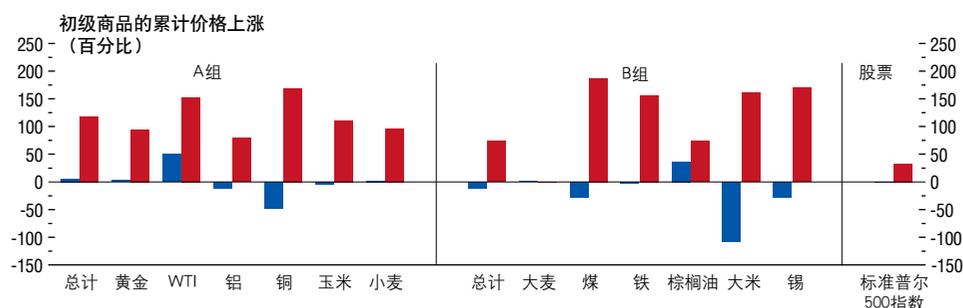
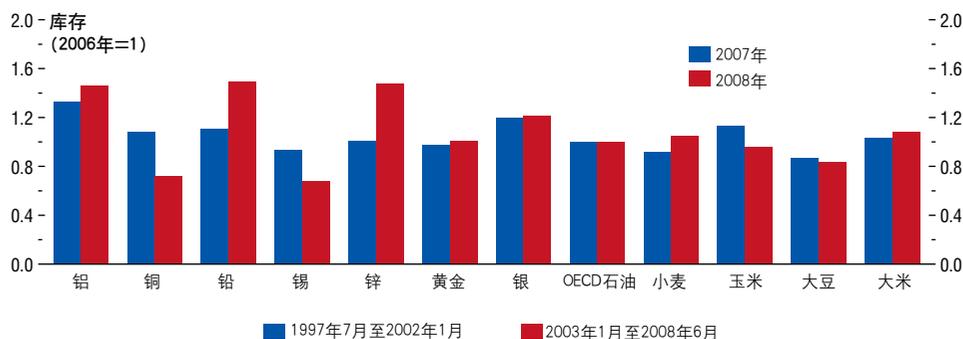
- **价格联动：**另一个假设是，初级商品金融化的加强能使初级商品价格在更大程度上一起变动。原因是，金融流量的增加能扩大初级商品对某些共同金融冲击（汇率和利率变动）的暴露程度。此外，投资者可能不熟悉单个初级商品，从而将资金配置到初级商品整体（固有偏好 / 范畴理论）。例如，投资者可以通过购买初级商品指数而投资于初级商品，即根据特定权重将资金分配到各初级商品，而不是投资于他们可能不了解的特定初级商品。另外，初级商品的金融化可纯粹因整体金融市场状况而提高初级商品价格与其他资产价格（如股票价格）之间的相关性，无论是正相关还是负相关。

为了分析价格影响的可能性，我们考察了在进行初级商品投资之前和之后，50 种初级商品的周价格回报特征（以对数表示的每周价格变化）。由于最近的初级商品价格和投资高涨大致始于 2003 年，我们关注的期间是 2003 年 1 月至 2008 年 6 月，控制期间是 1997 年 7 月至 2002 年 12 月。为了区分金融化的程度，初级商品分为两组：

- **A 组：**该组的初级商品在金融市场上大量交易。具体而言，如果一种初级商品被包含在四种主要初级商品指数中的一种之内，则属于 A 组。<sup>4</sup> 计算总体 A 组价格指数是基于四种初级商品指数的平均权重。另外，更细致地考察了该组中的六种初级商品，即黄金、西得克萨斯中质原油、铝、铜、玉米和小麦。

4. 所考察的四种初级商品指数是，S&P Goldman Sachs 商品指数，德意志银行商品指数，Dow Jones-AIG 商品指数，以及 UBS Bloomberg 固定期限商品指数。A 组中包括的初级商品是布伦特原油、天然气、西得克萨斯中质原油、柴油、无铅汽油、供热用油、铝、铜、黄金、铅、镍、银、锌、可可、咖啡、玉米、棉花、瘦猪肉、牛肉、橘汁、大豆油、大豆、大豆粉、糖和小麦。

### 库存、价格变化和波动性



资料来源：Bloomberg Financial Markets；国际能源机构；伦敦金属交易所；美国农业部；以及基金组织工作人员的计算。

1. 5%的显著水平上的F检验表明，两个期间的标准差有统计差别，但大米除外。

- B组：包括基金组织商品价格指数中未包括在A组中的所有初级商品。<sup>5</sup>除了根据基金组织商品权重计算的总体B组价格指数外，更细致地考察了六种初级商品，即大麦、煤、铁矿石、棕榈油、大米

和锡。

### 价格水平

A组初级商品的价格在1997-2002年上升了不到6%，但在2003-2008年上升了约120%。B组价格在第一个期间内下降了约12%，但在第二个期间内上升了近75%（第一幅图，中图）。事实上，许多初级商品（如铁矿石和大米）比

5. 包括香蕉、大麦、煤、鱼、鱼粉、落花生、硬木、锯割硬木、皮革、铁矿石、羊肉、橄榄油、棕榈油、禽肉、菜籽油、大米、橡胶、虾、软木、锯割软木、葵花籽油、茶叶、锡、铀和羊毛。

专栏 3.1 (续)

那些具有大规模期货市场的初级商品（如黄金和原油）价格上升幅度更大。另外，简单的截面回归显示，2003年，价格变化与投机性净多头头寸<sup>6</sup>之间存在近乎平直的、略微负向的关系（第三幅图，上图）。

价格波动性

为了判断金融投资增加是否通过增大价格波动性而使市场变得不稳定，我们计算了每组初级商品2003年之前和之后的价格波动性指标（标准差）。结果各不相同。首先，A组多数初级商品的价格波动性2003年以后增大，但重要的例外是原油，尽管大量交易，但波动性显著下降。其次，B组多数初级商品的波动性也增大，尽管其金融交易量不大。这表明，A组波动性的增大可能反映了除初级商品金融化以外的因素。另外，将2003—2008年的回报波动性对初级商品期货敞口权益<sup>7</sup>进行回归，估计出简单截面回归等式。结果显示，回报波动性与金融化程度之间存在正向但微弱的关系，表明价格波动性可能与其他变量（如市场紧张程度、库存水平或地缘政治风险）更相关<sup>8</sup>（第三幅图，下图）。

价格联动

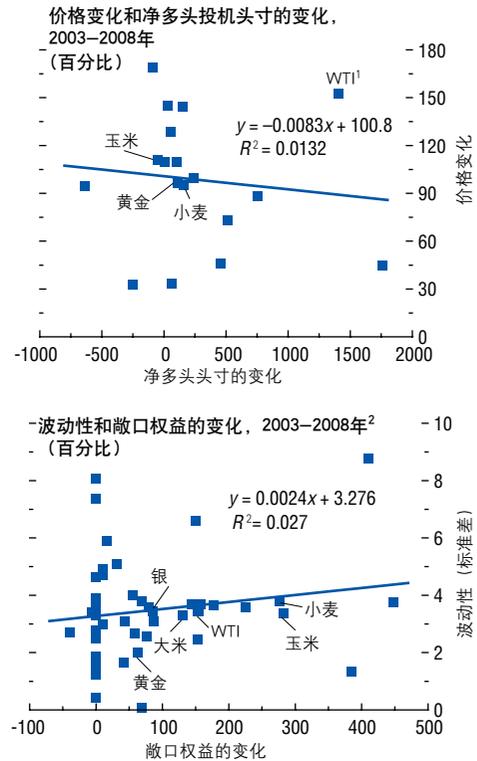
为了判断初级商品价格与股票价格的联动性是否增大，我们将部分初级商品的周回报对一个常数和一个“解释”变量进行回归，该变量包括同一组内另一种初级商品的回报、本组总指数回报（不包括被调查的那种初级商品）

6. 按照美国商品期货交易委员会（CFTC）根据交易商类型对期货头寸的分类，用非商业期货净头寸作为商品期货市场投机性头寸的衡量指标。这些头寸定义为非商业交易商的多头与空头头寸净值。

7. 敞口权益定义为在特定一天未结清或交割的期权和/或期货合约总数量，用于表示金融化程度。

8. Haigh、Hranaiova 和 Overdahl（2007年）也未能找到初级商品对冲基金交易的增加使价格波动性上升的证据。

金融化、价格变化和波动性



资料来源：Bloomberg Financial Markets, 美国商品期货交易委员会以及基金组织工作人员的计算。

1. 西得克萨斯中质原油。
2. 同初级商品的样本规模可能不同，因为不具备某些初级商品2003年以前的敞口权益数据。没有期货市场的初级商品的敞口权益变化表示为零。

或标准普尔500股票市场指数回报。联动程度用决定系数（ $R^2$ ）衡量。凭直觉，如果联动主要是由初级商品投资，特别是指数化的初级商品投资驱动的，那么A组的 $R^2$ 应高于B组，并且在2003年以后随金融化加速增大。<sup>9</sup>

9. 应指出的一点是，鉴于各种初级商品之间的相互联系（如生产—消费替代），金融化可能通过A组间接影响B组，即使B组的初级商品没有大量交易。例如，详见Adrangi和Chatrath（2006年）。

回报的联动（以百分比表示的 $R^2$ ）<sup>1</sup>

	A组														
	1997年7月4日至2002年12月27日							2003年1月3日至2008年6月27日 <sup>3</sup>							
	黄金	WTI	铝	铜	玉米	小麦	A组	黄金	WTI	铝	铜	玉米	小麦	A组	
WTI原油	0.9							6.6*							
铝	0.8	2.1						23.4*	4.8						
铜	2.9	1.6	43.4					19.5*	3.5	34.6					
玉米	1.1	0.1	0.2	0.0				3.4	0.1	1.6*	1.2				
小麦	0.5	0.5	0.3	0.5	40.6			4.7	0.5	1.0	1.9	23.1			
A组 <sup>2</sup>	2.3	7.2	0.5	40.1	2.5	36.5		21.0*	0.9*	2.5*	28.1*	0.0*	17.6		
标准普尔500	0.0	0.6	0.2	0.2	0.0	0.3	0.5	0.1	0.1	0.6	0.8	0.7	0.1	0.0	
平均	6.7							7.2							

	B组														
	1997年7月4日至2002年12月27日							2003年1月3日至2008年6月27日							
	大麦	煤	铁矿石	棕榈油	大米	锡	B组	大麦	煤	铁矿石	棕榈油	大米	锡	B组	
煤	0.0							0.0							
铁矿石	0.4	0.0						1.3	0.8						
棕榈油	2.0	0.2	0.1					0.2	0.0	0.2					
大米	0.0	0.1	0.0	0.0				0.0	0.2	0.1	0.4				
锡	0.1	0.2	0.1	0.1	0.4			0.5	0.4	0.3	0.0	0.2			
B组 <sup>2</sup>	0.4	56.3	0.0	17.4	0.1	0.4		0.6	73.1*	0.1	0.0*	1.1	0.2		
标准普尔500	0.9	1.0	0.3	0.1	0.4	0.0	1.4	0.7	2.7	0.0	0.4	0.1	0.8	2.3	
平均	2.9							3.1							

资料来源：Bloomberg Financial Markets；以及基金组织工作人员的计算。

1. 更高的 $R^2$ 表示更高的联动。在双变量回归中， $R^2$ 不因左边和右边变量的选择而变化。例如，黄金对WTI回归与WTI对黄金回归得出的 $R^2$ 相同。

2. 不包括被调查一栏的初级商品。

3. \*表示，根据5%显著水平的Chow检验，两个时期之间有结构性破裂。

结果确实表明，金融化程度更高的一些初级商品的价格联动性增大（表）。总体而言，2003年之前和之后，A组初级商品的联动性都高于B组。另外，平均而言，A组初级商品联动性的增加程度大于B组。最重要的是，黄金回报对A组其他回报的解释功效显著增大，从1997–2002年的约2%增加到2003–2008年的20%以上，表明黄金与A组其他初级商品的联动性增大。然而，原油对A组其他初级商品的解释功效自2003年以来显著下降。<sup>10</sup> 最后，

在两个时期，两组的初级商品回报似乎都与股票回报相关性不大。<sup>11</sup>

总之，尽管金融化可能导致某些初级商品之间的联动性增大，特别是黄金，但未发现价格波动性或价格变化有明显的系统性关系。这些结果与美国商品期货交易委员会和其他方面近期在这一领域所做的研究一致。因此，几乎没有证据表明2008上半年期货市场的交易推升了初级商品价格或导致初级商品市场不稳定。

10. 然而，使用月度数据，西得克萨斯原油对A组其他初级商品有较强的解释功效，在30%以上，这反映了在较长时间能源成本的传导效应。

11. Büyüksahin、Haigh和Robe（2008年）也发现，过去15年里，可投资初级商品与美国股票指数之间的关系没有发生显著变化。

**表3.1. 共同因素对初级商品价格波动的影响<sup>1</sup>**  
(百分比)

	1970–2008 (6月)	价格高涨		“大缓和时期” 1984–2008 (6月)	“无石油冲击时期” <sup>2</sup> 1992–2002 (6月)
		1972–1974	2003–2008 (6月)		
原油	1.6	1.9	3.6	2.6	3.2
金属	37.9	29.6	34.5	27.7	63.7
农业原料	23.9	1.3	21.8	13.0	12.5
粮食	16.7	1.2	23.9	24.7	15.2
肉类	8.3	0.5	26.7	9.7	6.8
谷物	18.9	1.7	11.9	22.8	12.4
菜油和蛋白粉	24.3	0.7	28.5	42.6	25.9
其他食品	7.8	3.0	24.5	6.9	5.2
饮料	11.2	2.2	28.0	7.5	2.4

资料来源：基金组织的主要初级商品数据库；以及基金组织工作人员的计算。

1. 影响程度是基于38种主要初级商品整体价格对数变化的第一个主要组成部分（经序列相关性调整并予以标准化处理）。

2. 见Kilian（2008年）。

传统上比工资或其他货物价格更灵活，从而往往对这种货币政策刺激作出更快的反应，有一定的短期价格过度反应空间。<sup>7</sup> 此外，由于多数初级商品是可储存的，它们是实际资产，从而它们的价格不仅受当前市场状况影响，而且受未来预期的影响。在短期内，这种预期可能受市场情绪和投资者行为的影响，这可能加剧短期价格波动，如同其他资产市场的情况一样。

当前的价格高涨是否将持续下去，这取决于当前局面（需求强劲、库存和剩余产能水平低以及供给约束）在多大程度上持续存在。有迹象表明这一局面的某些要素已经开始反向变化。2008–2009年全球增长将放慢，主要粮食作物与天气有关的供给约束已消除，石油供给增加，这些因素使得初级商品价格自7月中旬以来有所下降。然而，库存和剩余产能仍处于低水平，大型新兴经济体的增长势头依然强劲，一些供给约束依然存在，因此，在不出现更严重的全球经济下滑的情况下，这些因素可能会限制价格进一步下降的程度，并可能使价格继续波动。

在这一总体前景下，不同初级商品的前景各异。根本而言，不同初级商品前景的差异反映了其不同

的特点（如初级商品的可储存性或其各生产阶段中的相对位置）以及这样一个事实，即不同初级商品的供给问题和库存状况往往是不同的。即使在价格高涨时期，初级商品短期价格波动的共同因素的作用一般是有限的，体现在价格上涨的幅度和时间显著不同（表3.1）。在这一背景下，本章下面分析与全球通胀前景最相关的两种初级商品（石油和粮食）的发展状况和前景。

### 经济增长减缓是否将导致石油价格下降？

截至2008年7月中旬，石油价格上升到远远超过以前的高水平，实际价格比1979年12月的创纪录水平高出约30%，此后下降。2007年石油价格的上涨反映了低缓冲水平下（库存低，几乎没有剩余产能）市场状况的收紧。石油输出国组织的产量在2007年大部分时间里都低于2006年的水平，非石油输出国组织国家的产量在2007年下半年减少，而全球石油需求的扩张速度基本未变。当石油市场容量严重趋紧时，全球供给（或需求）相对较小的预料之外的变化都会产生很大的价格效应，因为一般而言，石油需求对价格的反应在

7. 见Bordo（1980年）关于初级商品价格对货币政策刺激的反应的论述，以及Frankel（1986年，2006年）和Akram（2008年）关于实际利率变化对初级商品价格影响的论述。

短期内极不灵敏。<sup>8</sup> 在过去一年半里，国际价格变化向新兴经济体和发展中经济体国内价格的传导程度下降，加强了全球需求变化对价格的影响，这又进一步降低了已经很低的全球石油需求短期价格弹性。<sup>9</sup> 其他影响因素包括，一些主要生产国供给中断的风险增大，以及地缘政治方面的担心。

过去一年里，对中期石油市场状况仍将紧张的预期增强，这可能是导致价格上涨的一个重要因素。近年来，产能扩张的速度较慢，一直低于预期，特别是非石油输出国组织国家（图 3.4，上图）。<sup>10</sup> 目前已就以下看法达成了广泛一致，即由于周期性、技术和地理以及政策方面的约束，为满足新兴经济体和发展中经济体强劲扩张所需的产能增长仍将较慢。<sup>11</sup> 实际上，前面所说的建设时滞延长了，但最终实现产能增加的空间依然存在，这体现在已探明石油储量与当前产量的比率（衡量石油长期稀缺性的指标）基本保持不变（图 3.4，中图）。即便如此，今后增加产能的成本将大大高于过去，因为边际油田的开采成本急剧上升，该上升具有相当大的永久性成分（图 3.4，下图）。

鉴于石油需求的价格弹性相对较低，因悲观情绪增强而对未来供给扩张的预期走势所作的相对较小幅度的下调也意味着预期未来价格的大幅

8. 一般认为，石油需求的短期价格弹性较低。美国能源部（Costello, 2006 年）估计弹性在 0.01 至 0.04（绝对值），而收入弹性要高得多。类似地，Hamilton（2008 年）估计弹性在 0.03 至 0.07（绝对值）。2005 年 9 月期《世界经济展望》估计在 0.03 至 0.08。其结果是，石油需求的收入效应超过价格效应。在一个简单需求模型中（供给是外生变量，忽略低库存带来的非线性及跨期因素），这种弹性意味着，石油日产量减少 50 万桶（约相当于非石油输出国组织国家在 2007 年下半年减少的供给）应导致价格上涨 10% ~ 60%（根据 2007 年产量数据计算）。如果长期价格弹性大于短期价格弹性，供给减少会使价格的上涨超过其长期升幅。

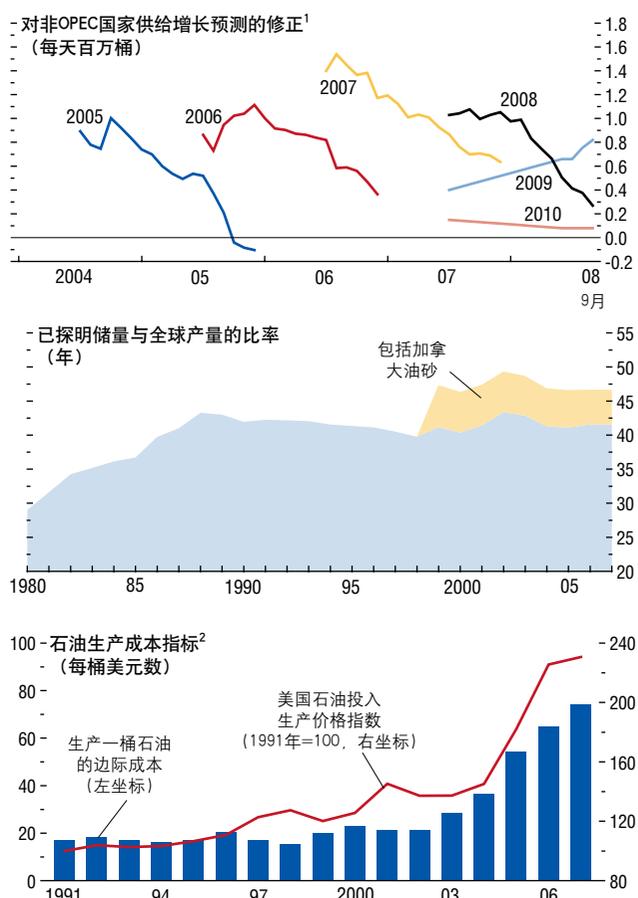
9. 许多国家的石油消费者越来越不受世界市场价格上升的影响。对由 43 个新兴经济体和发展中经济体构成的样本所做调查显示，2007 年，不到一半的经济体允许国际价格变化充分传导到国内价格，而 2006 年这一比例为四分之三。见基金组织（2008 年 b）。

10. 下游石油部门（特别是精炼部门）的产能约束也促进了油价上涨。然而，这里讨论的长期供给问题主要与上游投资有关，上游部门的长期产能约束最为严重。

11. 见 2008 年 4 月期《世界经济展望》专栏 1.5。

图 3.4. 石油供给的发展

过去四年里，在高生产成本下，石油产量一直未达到预期水平，这使人担心，尽管储量充足，但紧张的市场状况将在一段时期内持续存在。



资料来源：Bloomberg Financial Markets；英国石油公司《世界能源统计回顾》（2008年）；Goldman Sachs Global, Inc. Equity Group；国际能源机构；美国劳工统计局；美国能源部；以及基金组织工作人员的计算。

1. 预测是指石油输出国组织（OPEC）、国际能源机构和美国能源情报署在预测时的简单平均值。

2. 边际成本定义为，根据对上市石油公司的调查，最高成本（最下四分之一）生产者的平均值。石油投入的生产价格指数（PPI）是指打钻石油和燃气井、石油和燃气运作的辅助性活动以及油田机器设备的未加权平均值。

上升。<sup>12</sup> 对价格升高的这种预期势必体现在当前更高的现货价格上。否则，生产者将有动机不开采石油，而交易者则有动机积累库存，以期今后以更高价格出售。正是出于这个原因，一些观察人士将近期石油价格上涨称为“预期供给冲击”，即对中期市场状况趋紧作出的反应（例如，见 Clarida, 2007 年）。

金融因素起了什么作用？人们经常说，投机和初级商品金融投资是近期石油价格上涨的因素。然而，几乎没有明确证据表明这些因素对价格产生了任何系统性的影响。例如，流向能源和石油基金的投资以及非商业投资者的净期货市场头寸在 2007 年后期都达到峰值，随后下降。然而，市场情绪的变化很可能对短期价格走势产生了一定影响，特别是由于缺乏关于全球市场状况的及时信息。此外，最近的金融状况可能产生了一些向上的压力。美元贬值和实际政策利率下降都可能推升油价。这种影响基本上是短暂的，有过度反应的空间，但有可能通过对实物石油需求和供给的影响而产生更长期效应。<sup>13</sup>

石油价格最近有所下降，这是由以下因素造成的：(1) 石油输出国组织（主要是沙特阿拉伯）增加了产量；(2) 有关数据显示，美国石油需求将继续下降，这看来是由于需求对高价格的反应增强，而不仅是由于收入增长放慢；(3) 预期其他主要先进经济体的增长减缓；(4) 由于美元反弹，金融状况的有利性下降。展望未来，由于预期 2008 年下半年和 2009 年全球增长减缓，石油需求增长可能放慢。如果最近产量的增加能够持续下去，近期市场状况将不那么紧张，有利于价格从最近的峰值上回落，并有进一步向下调整的空间。然而，供给约束以及新兴经济体持续强劲

增长可能会使价格维持在大大高于高涨期前的水平并继续波动。

## 高粮食价格反映了永久性和暂时性因素的共同作用

2006 年年中开始的粮食价格高涨在 2008 年前四个月加剧，这主要是由六种主要粮食初级商品（玉米、小麦、大米、大豆和相关产品、菜籽油和棕榈油）的价格上涨推动的。2006 年年初以来，在基金组织粮食价格指数的上升中，这些初级商品合起来占 80% 以上，尽管其权重仅为 40%。

过去几年里，这些粮食初级商品的全球库存水平下降，这是导致价格猛涨的重要因素。在供给方面，20 世纪 80 年代中期以后，粮食产量增长率下降，部分原因是相对价格下降和投资率低（图 3.5，上图）。先进经济体的农业保护水平很高，发展中经济体的公共支出偏向于提供补贴（而不是投资于农业基础设施和研究），这促成了上述趋势。<sup>14</sup> 在需求方面，由于新兴经济体和发展中经济体的收入迅速增长，消费得以大幅增加（图 3.5，中图）。<sup>15</sup>

这里所作分析力图估计，在这六种粮食初级商品 2006–2008 年的价格上涨中，若干供给和需求因素所起的相对作用（图 3.5，下图）。需要指出的一点是，这项研究是基于简单局部均衡分析，未考虑低库存对价格上涨的影响。此外，由于市场间相互作用以及时间因素，所作分析有很大的不确定性。<sup>16</sup>

- 恶劣天气：2006 年和 2007 年经历了一系列与天气有关的供给冲击。这种冲击平均而言十年多才出现一次。冲击严重降低了小麦和菜籽油这两年的产量。这些冲击包括澳大利亚、东欧和北非干旱造成的破坏，特别是对

12. 中期供给反应更加缺乏弹性（因为有更长的建设时滞）也意味着，对全球需求预期走势的上调应当对当前现货价格产生更大影响。

13. 美元有效汇率贬值可通过若干渠道对初级商品价格产生向上的压力。2008 年 4 月期《世界经济展望》专栏 1.4 的实证分析表明，美元贬值 1 个百分点使石油价格（以美元表示）上升幅度超过 1 个百分点。短期实际利率下降能降低库存持有成本，可以促使资金从货币市场工具转向初级商品和其他收益更高的资产。见 Bordo (1980 年)、Frankel (1986 年、2006 年) 和 Akram (2008 年)。

14. 过去 20 年里，经合组织国家在减少对农业总体支持方面的进展缓慢，向农业生产者的平均转移占农场交货价的比例从 37% 下降到 2005 年的 30%。见世界银行 (2007 年)。

15. 需求的构成还转向高蛋白食物、饲料和油类，这与发展中经济体的消费趋势相一致。

16. 附录 3.2 更详细地介绍了分析方法。除非另有说明，指的是耕作年（2007 耕作年是从 2007 年年中至 2008 年年中）。

小麦作物的破坏。2006年以来，在小麦价格的上涨中，约20%是由于干旱造成的。<sup>17</sup>恶劣天气的影响一般是暂时的。事实上，在美国，由于价格高涨，2008耕作年麦田面积大幅扩大（Trostle，2008年）。

- 生物燃料的生产：生物燃料生产者对玉米和某些菜籽油的需求高涨，这是推升粮食价格的第二个因素。由于不断上涨的燃料价格主要先进经济体雄心勃勃的生物燃料计划以及政府补贴和关税保护，生物燃料的生产迅速扩张。特别是，在美国，玉米制乙醇大幅增加。2006-2007年，近30%的美国玉米作物被用于生物燃料的生产，预计2008年这一比例将上升到36%。尽管生产作出了强有力的反应，但估计在这一期间国际玉米价格的上涨中，额外需求压力的影响占到25%~45%（根据需求价格弹性的若干数值而计算）。展望未来，除非改变政策，否则来自乙醇的需求压力可能将继续推升粮食价格。

生物燃料生产对菜籽油（欧洲生物柴油的主要原料）价格的影响逐渐减小。欧盟在重新审议生物燃料政策后减少了补贴，加上菜籽油价格猛涨，这使许多生物柴油工厂变得无利可图。2007年，对用于生物柴油生产的菜籽油的需求下降。<sup>18</sup>此外，菜籽油在食用油市场中所占份额很小且在不断下降。

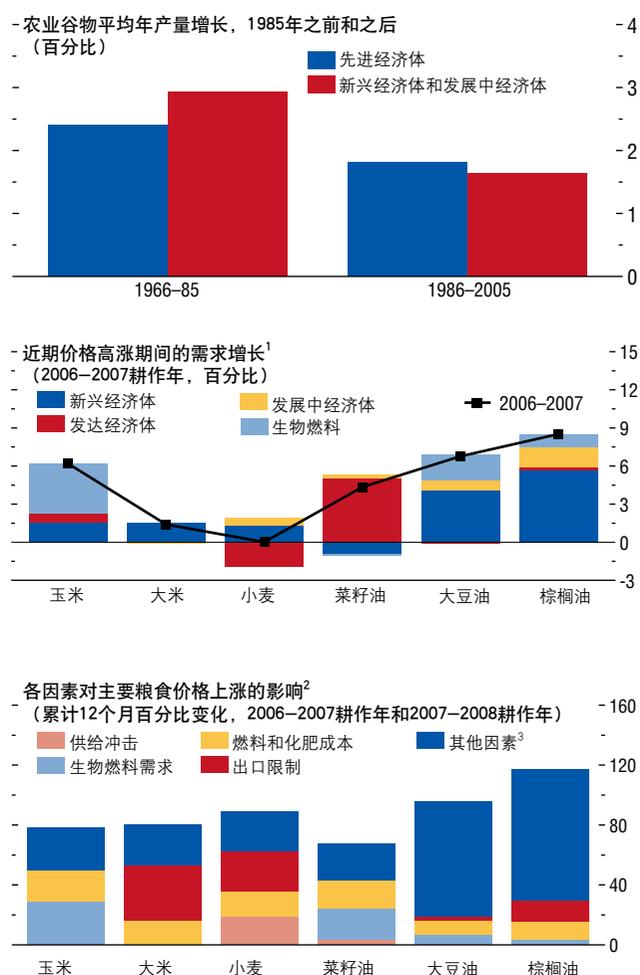
- 能源成本上升带来的传导效应：第三个因素是能源成本上升对粮食价格的直接传导，估计在六种初级商品价格的上涨中，其影响占到约20%。2006年年中以来，化肥农业生产成本上升了近两倍，燃料价格上涨了一倍，从而推动农业生产成本上升，尤其是那些能源密集型作物，如玉米、油菜籽和大米。
- 贸易政策：限制性更强的贸易政策是推升粮食价格的第四个因素。由于越来越担心粮食

17. 实际上，如果不是大豆、小麦和玉米等作物2005年的丰收，价格高涨很可能出现得更早。

18. 在全球菜籽油需求中，目前约20%是用于生物柴油的生产。生物柴油生产使用的大豆油和棕榈油在这一期间也增加，但在全球总用量中仍占很小的比重（估计2006年和2008年分别为9%和3%）。

图3.5. 主要粮食的价格趋势

农业投资疲软造成谷物减产，随后出现了近期的价格高涨。最近的需求增长（主要来自新兴经济体）转向大豆油和棕榈油。除了生物燃料增长外，价格高涨反映了各种因素的共同作用。



资料来源：粮农组织；美国农业部；世界银行（2007年）；以及基金组织工作人员的计算。

1. 各组国家的计算不包括生物燃料需求增长。

2. 计算细节见附录3.2。

3. 包括外溢效应和替代效应。

表3.2. 主要粮食初级商品价格的部分外溢效应指标

	玉米	大米	小麦	大豆油	菜籽油	棕榈油
生物燃料所用粮食的价格每上升1%带来的价格百分比变化估计值 <sup>1</sup>						
玉米	1.00	0.23	0.19	0.78	—	—
菜籽油	—	—	0.62	1.19	1.00	—
与以下粮食产品的周期性联动的c-统计值 <sup>2</sup>						
玉米（1957年1月至2008年5月）	100**	82**	61*	71**	74**	66**
菜籽油（1980年1月至2008年5月）	74**	76**	46	82**	100**	78**
备忘项（2007耕作年）						
全球产量出口占比	13	6	18	29	10	72
燃料和化肥在总生产成本中的占比 <sup>3</sup>	32	30	25	12	30	14

资料来源：美国农业部（2008年）；粮农组织的网上数据库，FAOSTAT；Fedpalma（2008年）；北卡罗来纳州太阳能中心（2006年）；以及基金组织工作人员的计算（详见附录3.2）。

1. 从替代弹性综合估计值中推出。

2. c-统计值衡量的是两种初级商品价格处于同一阶段的时间所占比例，在0到100之间。数值高意味着两种初级商品的周期更加同步，表明它们高度可替代（Cashin、McDermott和Scott，1999年）。\* = 在10%水平上具有显著性。\*\* = 在5%水平上具有显著性。

3. 大豆油和菜籽油的生产成本是指相应的作物种植成本。运输燃料部分不包括在内。

价格上涨的国内影响，一些主要粮食出口国从2007年年中开始实行出口限制。这种限制对大米价格的影响尤其大，根据基金组织工作人员的估计，在总体价格上涨中，其影响约占一半。这种限制还对小麦价格产生影响，同时也在较小程度上影响了棕榈油和大豆油的价格。据报道，这种政策还导致抢购和囤积，从而导致了一定程度的短期价格过度调整。<sup>19</sup> 许多限制措施后来被取消，一些国家释放了库存。随着大米和小麦的收成改善，更多的限制措施将被取消。

总体而言，2006年以来推升粮食价格的最重要的直接因素是能源价格上涨，其次是贸易限制措施。然而，这些因素的直接影响并不能完全解释有关作物价格的上涨。相互强化的间接效应（主要通过供给和需求替代渠道发挥作用）也产生了影响。表3.2运用需求和供给交叉价格弹性，说明了玉米和菜籽油（生物燃料的原料）价格上涨的外溢效应。结果显示，这种效应对于解释大豆和相关产品的价格上涨尤为重要：在其他条件不变的情况下，玉米价格上升1%使大豆价格上升约

0.75%，因为农民从种植大豆改为种植玉米，消费者从消费玉米转向消费大豆。<sup>20</sup> 如果假设玉米价格的上涨与其他主要粮食的价格上涨无关，那么在大豆价格的上涨中，玉米价格上涨的间接影响约占60%，在大米和小麦价格上涨中，玉米价格上涨的间接影响约占20%。

本耕作年与天气有关的供给中断问题已解决，加上出口限制措施被取消，这已经使得粮食价格有所下降。然而，石油价格高企和生物燃料生产进一步扩大带来的粮食价格压力可能将持续存在，限制价格下降的幅度，并且，库存水平低将继续导致价格波动。事实上，由于存在这些更为永久的因素，当前粮食价格高涨的持续时间已经比平均高涨持续时间长了12个月（图3.6）。

## 初级商品价格冲击和通货膨胀

在近期初级商品价格高涨带来大规模相对价格调整的同时，通货膨胀能否不出现大幅上升？主要的担心是，继初级商品价格高涨之后，总体通

19. 在国际市场处于分割状态，贸易量在总产量中的比例较小时，往往出现这种效应，正如大米一样，但在估计中未考虑此类效应。见粮农组织（2008年）。

20. 这里所指的消费者主要是肉类和禽类的生产者，他们用玉米粉和大豆粉作为动物饲料。

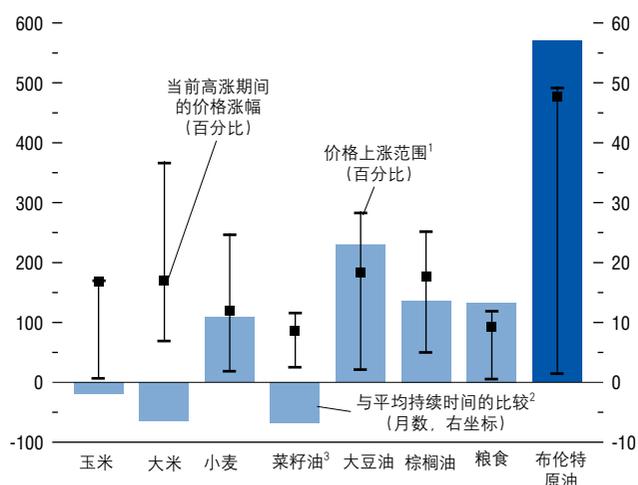
货膨胀的长期高企将扰乱通胀预期。<sup>21</sup> 这种担心的大背景是两段价格高涨期初级商品价格行为的差异。在“大缓和时期”（20世纪90年代到最近通货膨胀低且不断下降的较长一段时期），初级商品价格的变化是相对缓和、暂时的，而在20世纪70年代“大通胀时期”，这种冲击很大且持久，如同当前时期的情况。<sup>22</sup>

尽管最近国际市场初级商品价格有所下降，但第二轮效应依然令人担心，因为初级商品价格先前的上涨将继续产生传导效应，并且许多新兴经济体仍面临经济过热压力，因此，国内价格压力在一段时间内可能持续存在。本节针对不同时期及众多经济体，分析初级商品价格与通货膨胀之间的关系，并重点探讨通货膨胀前景面临的风险与货币政策的可信性（有效控制通胀预期的能力）、初级商品价格冲击的规模和持续性以及结构性因素的关系。

首先来看当前的情况。近几个月总体通货膨胀的急剧上升主要是由于过去一年半以来初级商品价格上涨，其中，粮食价格在新兴经济体和发展中经济体中起到尤其重要的作用（图3.7）。相比之下，能源价格的影响有所缓和，但对先进经济体的影响更大。实际上，粮食生产国国内粮食价格的加速上涨主要发生在新兴经济体和发展中经济体，而能源价格高涨主要发生在先进经济体（图

图3.6. 粮食和原油价格周期的持续时间和幅度

当前的价格高涨持续时间已经长于多数粮食和原油价格高涨的平均持续时间。然而，除了原油和玉米外，价格涨幅并不是异常大。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 1957年1月至2008年6月波谷到波峰阶段的价格上涨范围。
2. 周期内价格上涨的月数（相比过去周期的平均价格）。
3. 菜籽油价格序列从1980年1月开始。

21. 尽管相对价格变化一般不会导致总体价格水平的持续变化，但大规模、持续的暂时冲击（特别是基本初级商品受到的冲击）可能扰乱通胀预期，并影响到基础通货膨胀。关于对相对价格变化与总体通货膨胀之间关系的更正式的讨论，见 Ball 和 Mankiw（1995 年）和 Sims（2003 年）。

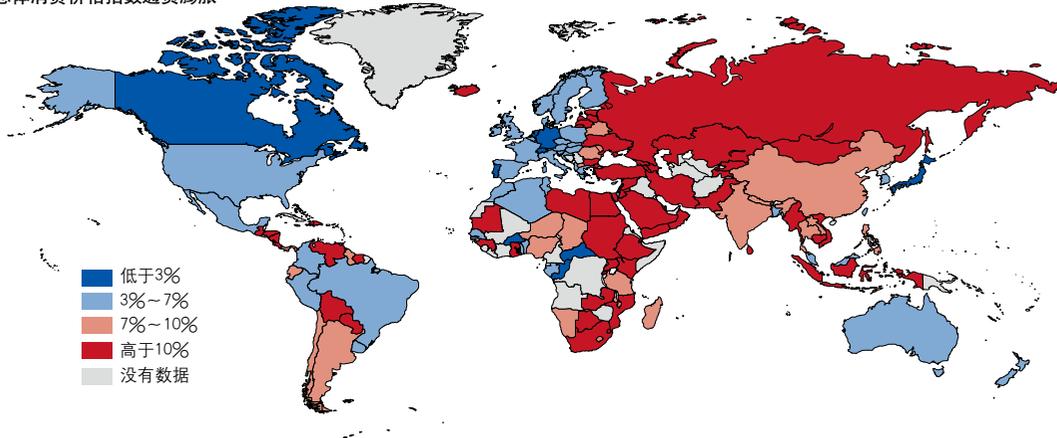
22. 有越来越多的文献研究“大缓和”的原因。例如，Gerlach 等人（即将发表）认为，“大缓和”主要是由于货币政策的改善。全球化的作用不太明确。新兴经济体和发展中经济体大规模未得到充分利用的劳动力的一体化使生产率迅速提高，导致制成品价格下降，这有助于使抗通胀过程的成本下降。然而，最近对初级商品需求的强劲增长加剧了价格压力。已观察到菲利普斯曲线趋向平缓（2006 年 4 月期《世界经济展望》第三章对此作了论述），这可能与全球竞争有关，但也可能反映了货币管理的改善。

### 图3.7. 世界各地的通货膨胀<sup>1</sup>

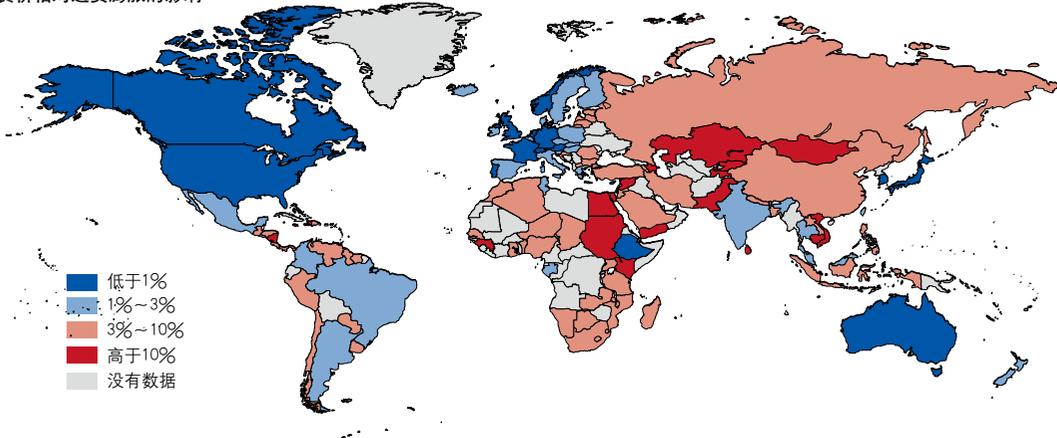
(2008年第二季度与2007年第二季度相比的百分比变化)

总体通货膨胀已上升，特别是在新兴经济体和发展中经济体，其中粮食价格起了尤为重要的作用。相比之下，能源价格的影响要小一些，其对先进经济体的影响更大。

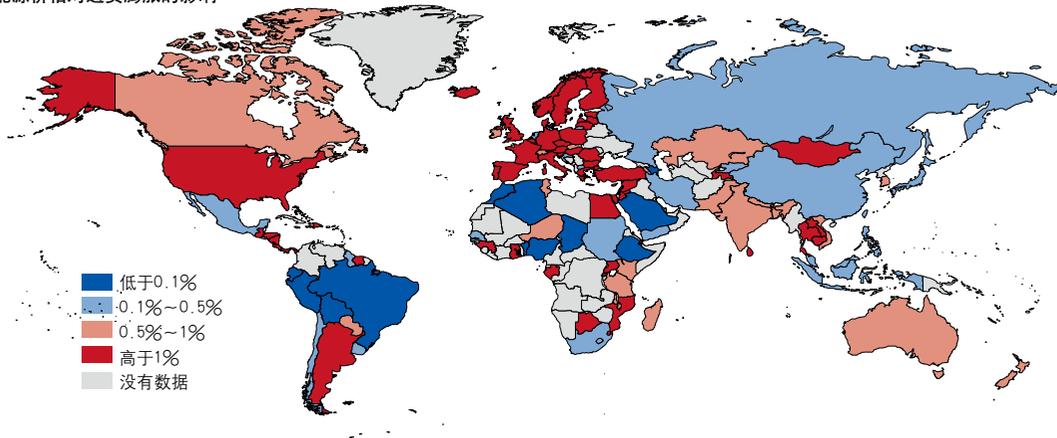
总体消费价格指数通货膨胀



粮食价格对通货膨胀的影响



能源价格对通货膨胀的影响



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 粮食和燃料价格影响的计算方法分别是用粮食和燃料通货膨胀率乘以在消费价格指数中的相应权重。

3.8)。<sup>23</sup> 然而，迄今为止，基础（核心）通货膨胀在先进经济体仍基本稳定，但在其他经济体则显著上升，如第一章所述（见图 1.3）。<sup>24</sup> 通胀预期也已上升，特别是在新兴经济体。在这些经济体，工资因劳动力市场总体紧张而处于上升趋势。

哪些因素可能影响国际市场初级商品价格向国内粮食和燃料价格的传导程度？第一，因为国内价格以本币计值，而世界价格通常以美元计值，汇率的变动能加剧或减轻世界价格变化对国内价格的影响。<sup>25</sup> 第二，许多经济体对某些初级商品（特别是燃料）征税或提供补贴，这也可能加剧或减轻传导效应（专栏 3.2）。<sup>26</sup> 第三，国内经济与国际初级商品市场融合的程度很重要，因为在更加封闭的市场上，国内供给状况可能比世界价格变化所起的作用大（例如，对于某些作物）。第四，在向零售价格传导的程度和时间方面，国内生产的成本结构起到非常重要的作用，因为劳动力、运输和零售成本在许多食品的最终价格中占相当大的比例，特别是在先进经济体，相比之下，

23. 不同国家（特别是新兴经济体和发展中经济体）的消费价格指数对粮食和燃料价格的处理方式有很大差异。用于衡量食品通胀的食品篮子在各国有很大不同。一些国家除食品外还包括饮料和烟草，而另一些国家使用更窄的定义，包括新鲜食品但不包括加工食品。对于燃料价格，衡量问题更加突出：消费价格指数的燃料组成部分的定义从汽油价格到家用燃料价格不等。

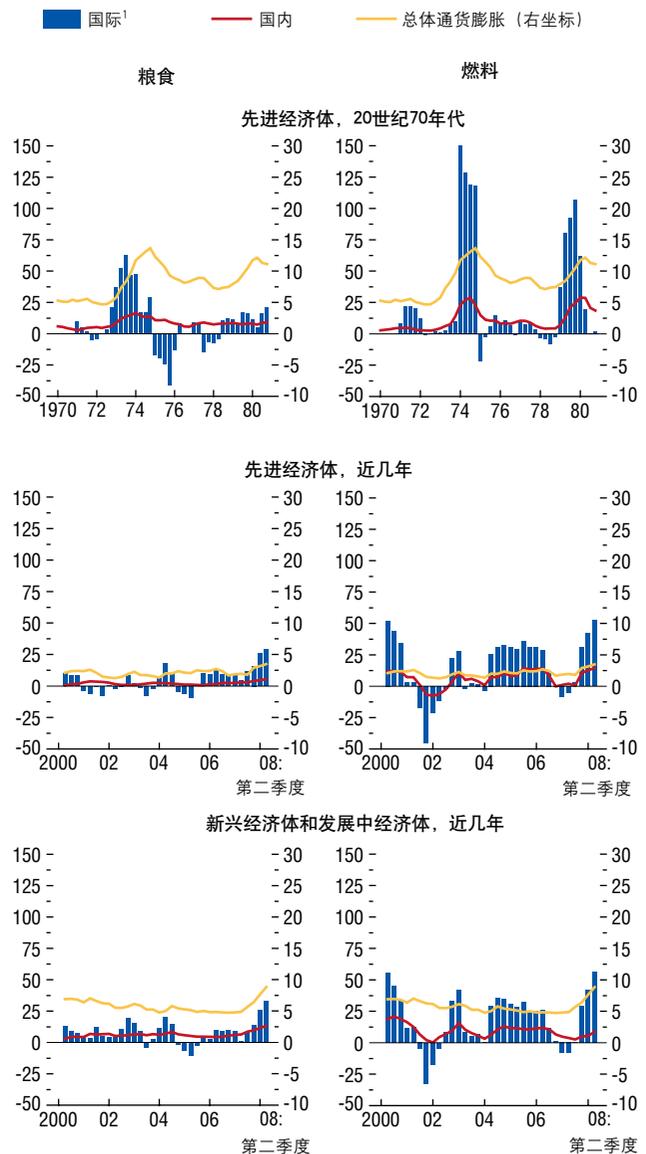
24. 衡量核心通货膨胀较困难。理论上，核心通货膨胀定义为通货膨胀中基础的、持久的、能够表示未来通货膨胀的部分，尽管准确的定义各不相同（例如，见 Eckstein, 1981 年；以及 Bryan 和 Cecchetti, 1994 年）。在实际中，核心通货膨胀通常用剔除食品和能源价格，或最为波动的组成部分的消费价格指数来衡量，但各国衡量方法不同。核心通货膨胀衡量方法的差异在新兴经济体和发展中经济体尤为显著，需要谨慎地对这些经济体的基础通货膨胀进行分析。

25. De Gregorio、Landerretche 和 Neilson (2007 年) 认为，过去的石油冲击往往伴随货币贬值，这可能加剧了对国内价格的传导，而过去几年里贬值不太普遍，事实上许多经济体还经历了升值，这可能减弱了传导效应。

26. 许多新兴经济体和发展中经济体依赖能源补贴来限制国际能源价格冲击的国内影响。然而，由此带来的财政风险可能很大，特别是当国际价格产生显著压力时（基金组织，2008 年 b）。实际上，财政成本的上升最近迫使一些国家减少某些补贴。此外，政府赤字带来的财政扩张和融资要求本身可能导致通货膨胀（Sargent 和 Wallace, 1985 年）。

图 3.8. 国际和国内初级商品价格的变化与总体通货膨胀  
(年同比变化，百分比)

20 世纪 70 年代初级商品价格大幅波动，先进经济体的通货膨胀盛行。相比之下，当前的价格波动程度较轻，但最近几个月新兴经济体和发展中经济体的国内粮食价格加速上涨，先进经济体的国内能源价格大幅上升，全球通货膨胀上扬。



资料来源：基金组织商品价格数据库；以及基金组织工作人员的计算。

1. 国际粮食和燃料价格折算成当地货币。由于数据不全，20 世纪 70 年代的粮食和燃料价格指数所包含的初级商品较少。

### 专栏 3.2. 对近期初级商品价格上涨的财政应对措施：评估

粮食和能源价格高涨促使各国采取各种财政应对措施，以减轻国内影响。本专栏概述这些应对措施，并讨论它们在减轻初级商品价格上涨对贫困人口影响方面的有效性及其更广泛的宏观经济影响。

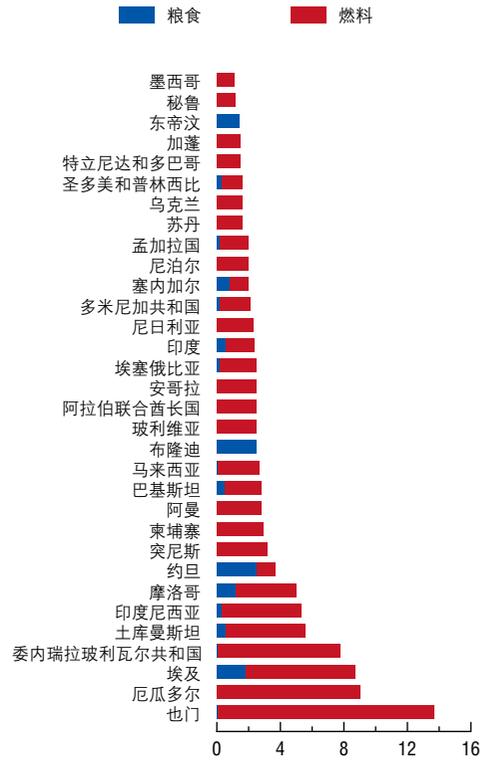
基金组织近期的一项调查收集了 161 个国家针对国际价格上涨采取的财政应对措施的有关信息（基金组织，2008 年 b）。调查结果包括以下几方面：

- 对于燃料，支出措施更为重要，而对于食品，收入措施更重要。在被调查国家中，四分之一以上的国家增加了燃料补贴，约五分之一的国家降低了燃料税。今年许多国家的燃料补贴达到很高水平，厄瓜多尔、埃及、土库曼斯坦、委内瑞拉玻利瓦尔共和国和也门共和国的燃料补贴占 GDP 的比重超过 5%。食品方面的情况刚好相反。一半以上的国家降低了食品税，不到五分之一的国家增加了食品补贴。
- 出口国运用税收和监管措施控制国内食品价格的上涨。这些措施包括提高出口税，实行出口配额，甚至直接禁止某些出口。值得注意的是，主要谷物的主要出口国（包括阿根廷、中国、印度、哈萨克斯坦、乌克兰和越南）实行了出口禁令和出口税。然而，最近一段时间，一些主要出口国已开始放松某些出口限制。越南和哈萨克斯坦最近分别允许大米和小麦的出口禁令到期终止，乌克兰提高了小麦出口配额。
- 约四分之一的被调查国家最近增加了对针对性更强的转移计划的融资，15 个国家提高了公共部门的工资和养老金，这在一定程度上是针对价格上涨采取的措施。这些措施的总财政成本相当大。2007–2008

注：本专栏的主要作者是 David Coady。

#### 一般性补贴，2008年<sup>1</sup>

(占 GDP 的百分比)



资料来源：基金组织《财政概览》。

1. 对于只列示食品或燃料补贴的国家，不具备另一类补贴的数据。

年被调查国家财政成本增加额与 GDP 的比率平均为 0.7%。约四分之一的国家的财政成本超过 GDP 的 1%，其中食品和燃料一般性补贴占财政成本增加额的大部分。到 2008 年，这些一般性补贴的总财政成本已成为许多国家的一项主要财政负担，特别是燃料补贴。例如，在 7 个国家，这些补贴目前至少相当于 GDP 的 5%，在另外 17 个国家，至少相当于 GDP 的 2%（图）。

采取这些措施的部分原因是食品和燃料价

格的上涨对贫困人口的损害尤其严重。总体而言，食品价格上涨的负担通常在很大程度上是高度递减的，但燃料价格上涨的负担取决于燃料类型。实际上，基金组织最近的研究<sup>1</sup>发现，大米价格上升一倍将导致最贫困的五分之一人口的实际收入减少12%，而最富裕的五分之一人口的实际收入仅下降5%。与此形成对照，尽管所有燃料价格上升一倍将导致所有收入组的收入下降约10%，但汽油价格上涨的影响大致是成比例的，而煤油价格上涨的影响在很大程度上是递减的。

在保护贫困居民福利方面，一般性价格补贴是一种财政成本很高的方法。这是因为，低食品和燃料价格带来的福利有很大一部分是使较高收入组获益，因为这些组在总消费中占更大比例。例如，基金组织的研究发现，一项大米补贴的约64%流向了按收入高低排序前五分之三的人口（基金组织，2008年b）；对于煤油和汽油补贴，这一比例分别为55%和92%

1. 基金组织（2008年a）分析了塞内加尔的案例。Coady等人（2006年）提供了玻利维亚、加纳、约旦、马里和斯里兰卡的情况。

（Coady等人，2006年）。采用针对性更强的缓解价格压力的措施能大幅降低相关成本，同时更有效地帮助受影响最大的人口。

此外，国际初级商品价格向国内价格的不完全传导会扭曲国内消费者和生产者的激励机制，最终加剧全球价格压力。具体而言，降低税收和增加补贴会减轻国际初级商品价格上涨对需求的影响，而征收出口税和实行出口配额会减少出口商从价格上涨中获得的收益，从而阻碍供给对价格上涨作出反应（而这种反应有助于促使价格逐步回落）。需要对补贴的高财政成本进行融资，这将最终导致取消补贴，或导致对其他货物与服务的税收提高，从而使其价格上升。如果由此带来的财政赤字货币化，或者如果导致政府债务过度积累，那么还会带来更普遍的通货膨胀压力。出于以上原因，许多国家目前实行的大范围财政干预并不能有效替代适当的货币政策应对措施。只有采取适当的货币政策应对措施，才能在面临初级商品价格波动的情况下维护宏观经济稳定。

与初级商品本身有关的成本可能较低。<sup>27</sup>

粮食和燃料价格的变化可能以直接或间接方式影响总体通货膨胀。对通货膨胀的直接（第一轮）影响由这些初级商品在消费篮子中的权重决定。尽管在许多经济体（特别是贫困经济体）这种影响很大，但一旦国际价格变化得以传导，影响最终会减小，除非基础（核心）通货膨胀受到影

27. 国内劳动力和运输成本的变动可能有不同情况，可能会抵消或增强初级商品价格变化带来的压力。例如，过去几十年里，由于越来越多地利用全球劳动力，先进经济体的劳动力成本呈下降趋势（见Jaumotte和Tytell，2007年）。这可能帮助抵消了近年较高的能源和原材料成本。

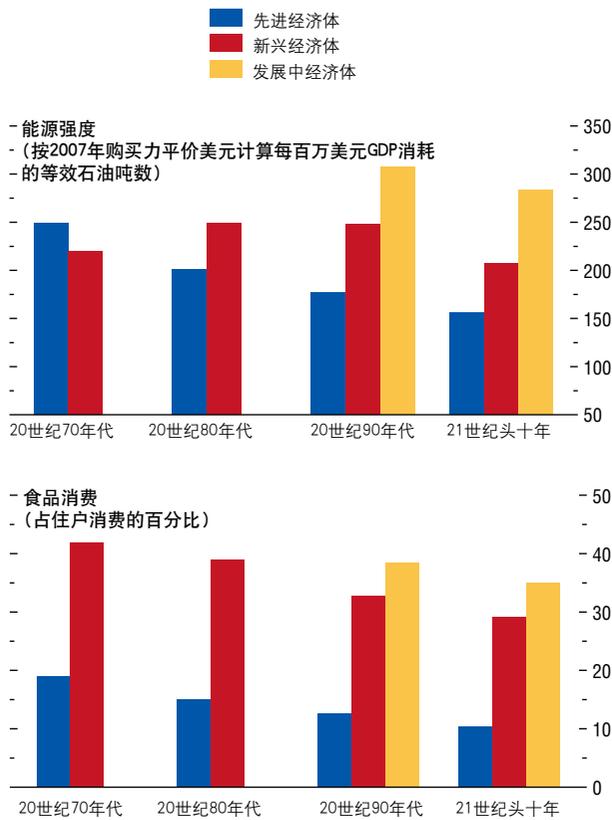
响。<sup>28</sup>对核心通货膨胀的这种间接（第二轮）影响取决于未来通货膨胀预期受到扰乱和工资需求开始上升的程度。<sup>29</sup>这与初级商品价格变化的需

28. 事实上，这种影响很少会立刻产生，因为初级商品价格冲击可能要花相当长的时间才会传导到最终零售价格。例如，Rigobon（2008年）估计，石油价格冲击的传导通常花9~12个月，粮食价格冲击可能花30个月。

29. 过去，在许多国家，工资指数化（工资与过去的通货膨胀挂钩）加剧了工资和物价的螺旋式上升，进一步增加了通货膨胀的持续性。然而，过去几十年来对指数化体系进行了重新设计，减弱了对通货膨胀的影响。不过，鉴于不同国家制定工资的方法不同，难以量化指数化的作用。在一些国家，特别是那些劳动力市场已经很紧张的国家，转移收入指数化能间接影响工资的谈判并增加通货膨胀风险。此外，一些国家针对粮食和能源价格的上涨而调整公共部门工资，这可能导致工资和物价螺旋式上升。

图3.9. 粮食和能源的相对重要性

尽管能源和粮食消费的相对经济重要性大体呈下降趋势，但相比先进经济体，新兴经济体和发展中经济体具有更高的能源强度，并且更加依赖粮食消费。



资料来源：英国石油公司《世界能源统计回顾》(2008年)；联合国国民账户；美国农业部；以及基金组织工作人员的计算。

求和供给效应的相对大小部分相关。一方面，粮食和能源价格的上涨使成本增加，并可能降低生产率。这是一种负向的供给效应，对通货膨胀造成向上的压力。另一方面，粮食和能源价格的上涨可能导致其他货物与服务的支出转换。这是一种负向的需求效应，能降低通货膨胀率。尽管供给效应往往起主导作用，但这两种效应之间的平衡关系存在一定的不确定性，特别是对于初级商品净进口国。在初级商品净出口国，初级商品价格高涨通常会扩大总需求并加剧通货膨胀压力，尽管汇率调整可能减轻这种影响。

经济体对与初级商品价格变化有关的通胀风险的脆弱性受到哪些因素的影响？这些因素大体可以分为结构性和政策性因素。一个主要的结构性因素是使用强度。实际上，20世纪70年代以来，先进经济体的能源强度（以每单位实际GDP的能源消耗来衡量）下降了约40%。相比之下，新兴经济体，特别是发展中经济体的能源强度要大得多（图3.9）。<sup>30</sup> 对于食品消费，这两组国家的差别更大。食品在新兴经济体和发展中经济体居民消费中占三分之一以上，这一比例低则略高于10%，高则在某些国家占到近80%。与此形成对照，在先进经济体，食品仅占居民消费的十分之一（为70年代水平的一半），且原材料成本在总成本中的比重低得多。

在影响经济体对初级商品价格冲击通胀影响的脆弱性的政策性因素中，货币政策的可信性最为重要。各国货币管理的质量（以中央银行独立性指数<sup>31</sup>近似表示）都得到改善，但相比先进经济体，新兴经济体，特别是发展中经济体的货币管理质量仍然较低（图3.10）。80%以上的新兴经济体和发展中经济体实行严格管理的汇率体制，而与此形成对照，目前绝大多数先进经济体的汇率是浮动的。<sup>32</sup> 尽管钉住汇率在过去帮助许多新兴经济

30. 如果按市场汇率计算GDP，新兴经济体和发展中经济体的能源强度更高。

31. 该指数衡量一国中央银行执行独立货币政策的能力，基于Arnone等人（2007年）的论述。

32. 这一比较是基于Reinhart和Rogoff（2004年）对汇率体制的更新后的分类。不灵活的汇率体制包括所有法律上和事实上的汇率钉住和波幅安排，不包括货币联盟。另见Ilzetki、Reinhart和Rogoff（即将发表）。

体和发展中经济体锚定通胀预期，但这种体制确实限制了货币政策回应，特别是当先进和非先进经济体面临迥然不同的周期性状况时。许多新兴经济体和发展中经济体目前活跃的经济活动水平与宽松的政策态势之间的不和谐十分突出，令人想起先进经济体在 20 世纪 70 年代高通货膨胀时期面临的状况。

为了评估粮食和燃料价格变化可能产生的第二轮效应，并将其与不同经济体的结构和政策特征联系起来，我们开展了两项相关的计量经济分析。第一项分析将核心通货膨胀与粮食和燃料价格的变化联系起来，其中排除产出缺口变化的影响（菲利普斯曲线）。<sup>33</sup> 分析基于对各国相对较长一段时期的估计。将当前发展情况与 20 世纪 70 年代高通胀时期的情况进行比较。第二项分析将预期通货膨胀的变化与实际总体通货膨胀的变化直接联系起来，将实际总体通货膨胀分解为核心通货膨胀和国内粮食与燃料通货膨胀率的变化。<sup>34</sup> 这项分析是基于若干先进经济体和新兴经济体，根据这些经济体近年来的结构和政策特征对其表现进行比较。

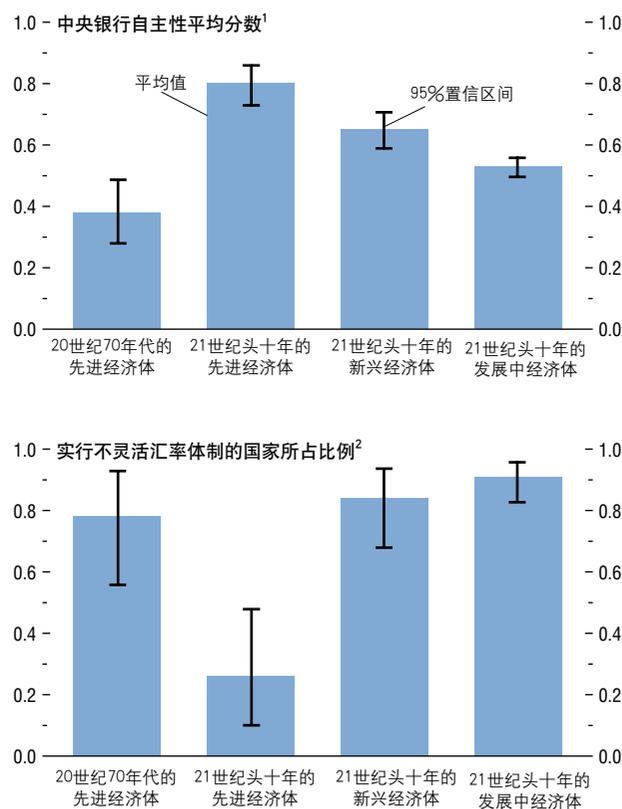
第一组估计显示，在国际粮食价格向国内粮食价格的传导以及国内粮食价格向核心通货膨胀的传导方面，新兴经济体目前的情况与先进经济体在 20 世纪 70 年代的情况是可比的，大大高于

33. 见 Blanchard 和 Galí (2007 年) 对工业化国家石油价格传导的分析。De Gregorio, Landerretche 和 Neilson (2007 年) 对部分工业化经济体及新兴经济体和发展中经济体进行了类似的研究。这两项研究都发现，石油价格变化向总体通货膨胀的传导程度在逐渐下降。

34. 通货膨胀预期通常用两种方法中的一种来衡量。第一种方法是基于对消费者或专业预测机构的调查，第二种是基于传统债券与通胀指数化债券之间的收益差（见 Soderlind 和 Svensson, 1997 年；Fung, Mitnick 和 Remolona, 1999 年；以及 Shen 和 Corning, 2001 年）。这两种方法都有缺陷。基于调查的衡量方法可能反映了对通货膨胀主观的、有时是无根据的看法，而基于债券的衡量方法可能反映了流动性和通胀波动性因素以及特定债券市场的体制特征。在本项研究中，预期通货膨胀用 (Consensus Economics) 公布的通货膨胀预测来衡量，因为不具备能够涵盖足够多国家的基于债券的衡量指标。见 Gorette 和 Laxton (2005 年) 以及 Levin, Natalucci 和 Piger (2004 年) 所做的类似分析。

图3.10. 货币政策和汇率政策

尽管各国的货币政策管理质量都已改善，但先进经济体在这一领域比新兴经济体和发展中经济体做得更好。大多数新兴经济体和发展中经济体仍实行不灵活的汇率体制。



资料来源：Arnone等人（2007年）、Reinhart和Rogoff（2004年，已更新），以及基金组织工作人员的计算。

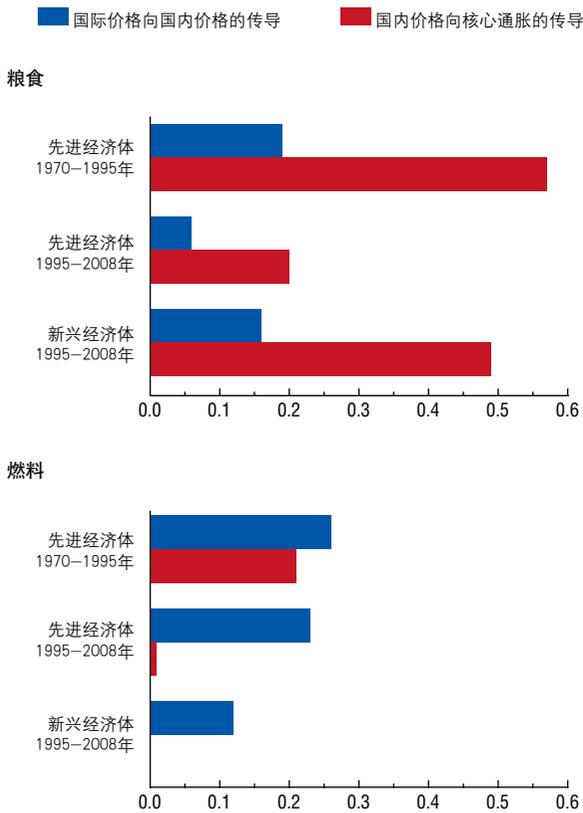
1. 计算20世纪70年代分数时使用的是Arnone等人（2007年）的方法，针对较窄的一组指标。

2. 不灵活的汇率体制包括所有法律上和事实上的汇率钉住和波幅安排，不包括货币联盟。

图3.11. 初级商品价格的传导<sup>1</sup>

(对初级商品价格通胀1个百分点变化的长期充分反应，百分点)

新兴经济体近期的粮食价格传导与先进经济体20世纪70年代的情况类似，而燃料价格传导效应则低得多。近期先进经济体粮食和燃料价格向核心通胀的传导程度都较低。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 使用季度数据对各国所作估计的加权平均值。估计国际价格向国内价格的传导时使用双变量回归。估计国内初级商品价格向核心通胀的传导时使用菲利普斯曲线公式，国内价格剔除国际价格及其自身时滞以外的其他影响。在两项估计中，计算长期充分传导的方法是，用自变量的当前值和四项时滞值的系数之和除以1减因变量四项时滞值的系数之和。

先进经济体近期的传导程度(图3.11)。<sup>35</sup> 在新兴经济体，国内粮食价格受到的冲击约有一半最终传导到核心通货膨胀，而在先进经济体，这一比例低于四分之一。这种结果符合以下情况，即在新兴经济体，食品在消费中所占比例较高，原材料成本在生产中的相对重要性较高。这突出表明这些经济体对粮食价格的变化很敏感。

再来看看燃料价格。新兴经济体国际价格向国内价格的传导效应大大低于先进经济体。国内价格向核心通货膨胀的传导程度近期显著低于20世纪70年代(当时20%以上的价格冲击影响到核心通货膨胀)。较低的传导系数可能反映了各种因素的共同作用，包括新兴经济体能源强度下降及广泛实行燃料补贴和管制，许多先进经济体征收较高的燃料税。<sup>36</sup>

对预期和实际通货膨胀的计量经济分析表明，各经济体的结构和政策脆弱性决定了通货膨胀预期(图3.12)。<sup>37</sup> 在先进经济体，预期看来被有效锚定：长期通货膨胀预测不对实际通货膨胀作出反应。在新兴经济体，预期未被很好地锚定，预期通货膨胀继续受到实际通货膨胀的影响，即使对于较长的预测期。因此，当总体通货膨胀上升1个百分点时，预期下一年的通货膨胀平均上升近0.2个百分点。即使对于未来六到十年，通货膨胀预期仍上升约0.05个百分点。在这些经济体，预期还对国内食品价格通货膨胀的变化作出强烈反

35. 样本包括25个新兴经济体和21个先进经济体(1970-1995年是9个)。为了限制内生因素对估计值的影响，在衡量国内初级商品价格向核心通货膨胀的传导时，仅使用因国际价格变化导致的国内价格变化以及国内价格变化的滞后效应。必须说明的一点是，各国特别是各新兴经济体的估计值有很大差别，这在一定程度上反映了数据质量、通货膨胀衡量方法以及样本期的差别。所估计的传导效应是长期充分传导效应，不反映通胀作出反应的任何时间路径差异。附录3.3详细介绍了这项研究。

36. 此外，粮食和能源价格的联动使得难以区分这两种影响。实际上，能源价格变化对粮食价格趋势的影响很大，如前一节指出的。另外，前面所说的国内粮食，特别是燃料价格衡量问题可能降低传导系数。

37. 所作估计是基于2003年开始的一组半年度观测值。样本包括14个先进经济体和21个新兴经济体。为了将核心通货膨胀的影响与初级商品价格变化的影响区分开来，分析只使用非因粮食和燃料价格变化而产生的核心通货膨胀变化。本分析的详细信息见附录3.3。

应，而能源价格通货膨胀似乎不产生显著影响，这可能反映了食品和能源在消费中的相对比例。在食品占居民消费很大比例的经济体，预期通货膨胀对实际总体通货膨胀和食品价格通货膨胀变化的反应尤其显著。

初级商品价格冲击向预期通货膨胀的传导似乎在很大程度上取决于货币政策实施方式。具体而言，通胀目标框架看来能很有效地锚定通胀预期：超过一年的预期很少受实际通胀变化的影响。与此形成对照，不实行通胀目标框架的国家（其中许多国家正式或非正式地以名义汇率为目标）在控制通胀方面似乎不那么成功。不过，通胀目标框架的显著好处可能在一定程度上反映了这些国家国内货币管理的总体质量以及其总体发展水平（即使如此，实现目标近来变得更加困难）。<sup>38</sup> 此外，其他各国特有的因素（如劳动力市场的灵活程度和财政政策的实施方式）可能也影响通胀预期对实际通胀的反应。

近期的粮食和能源价格高涨是否会导致全球通胀率持续上升？本分析的研究结果表明有理由对此持乐观态度，特别是对于先进经济体和实行通胀目标框架的新兴经济体。当前，经济下滑（特别是在先进经济体）也降低了通胀风险，尽管许多新兴经济体和发展中经济体依然存在经济过热压力。不过，根据过去数据得出的经验关系可能无法对未来提供可靠的指导，即使假设货币政策可信性将继续改善，全球化和竞争将继续加强。近期与初级商品市场有关的冲击比估计所使用的样本期的冲击强度更大，时间更持久。因此，未来的实际传导程度可能高于我们的预料水平，除非全球经济下滑加剧。<sup>39</sup> 如下面一节讨论的，未来实际传导程度高于预料水平的风险与对未来通胀的预期及货币政策有效锚定预期的能力密切

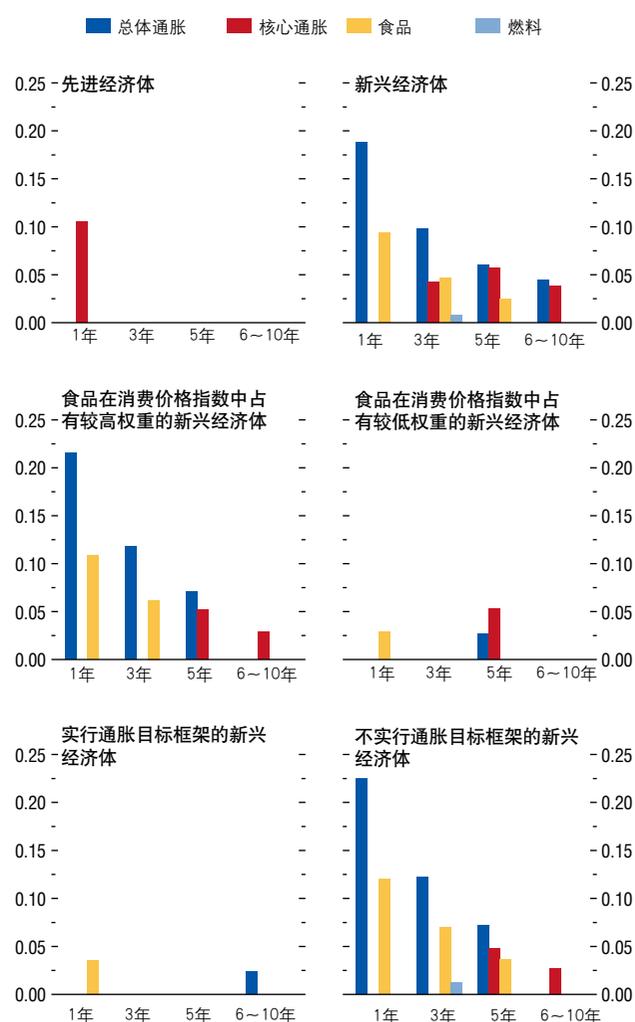
38. 2005年9月期《世界经济展望》第四章讨论了新兴经济体的通胀目标框架。在一项更近期的研究中，Mishkin和Schmidt-Hebbel（2007年）指出，通胀目标框架有助于各国降低通胀，加强货币政策，特别是降低石油价格冲击的通胀效应。

39. 此外，尽管国内劳动力市场的灵活性势必继续改善，但随着新兴市场和发展中国家的劳动力市场成熟起来，其工资赶上先进经济体的水平，全球劳动力市场的抗通胀作用最终可能会减弱。

图3.12. 预期通胀变化对实际通胀变化的反应<sup>1</sup>

（未来1年、3年、5年和6~10年的预期通胀；实际通胀变化1个百分点导致的预期通胀的百分点变化）

相对新兴经济体，特别是食品在消费价格指数中占很大比例的新兴经济体，先进经济体对通胀预期的锚定看来要好得多。近期，新兴经济体的通胀目标框架在锚定通胀预期方面似乎比其他货币政策框架更有效。



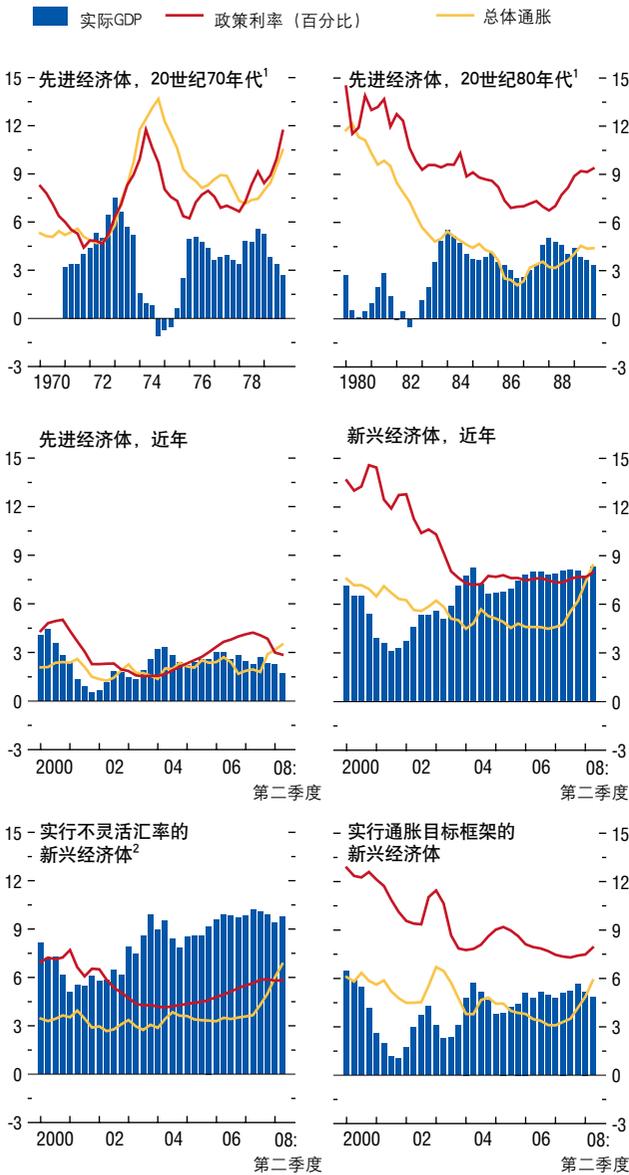
资料来源：Consensus Forecasts；以及基金组织工作人员的计算。

1. 基于从固定效果截面回归中得到的具有统计显著性的系数，使用2003年开始的半年度数据。核心通胀是剔除食品和燃料通胀后得到的。

图3.13. 经济活动、利率和通货膨胀

(与一年前相比的百分比变化，除非另有说明)

先进经济体20世纪70年代高通胀时期的一个特征是，实际利率水平较低或为负值，与随后80年代稳定时期的情况形成对照。最近，新兴经济体（特别是汇率不灵活的新兴经济体）的实际利率变为负值，同时经济活动的活跃程度大大高于先进经济体。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 由于不具备有关数据，一些国家的政策利率用货币市场利率代替。
2. 不灵活的汇率体制包括所有法律上和事实上的汇率钉住和波幅以及小于正负2%的爬行钉住或波幅。见Reinhart和Rogoff (2004年) 以及Ilzetzki、Reinhart和Rogoff (即将发表)。

相关。

## 对初级商品价格冲击的货币政策回应

在当前面临初级商品冲击的情况下，错误的货币政策可能带来严重后果，先进经济体 20 世纪 70 年代的高通胀就说明了这一点。鉴于已经上升的通货膨胀和宽松的货币状况，当时针对石油价格冲击（不利的供给冲击）采取的适当回应措施应是紧缩银根。相反，当时继续放松货币政策，加剧了通货膨胀，这进一步提高了通胀预期，损害了政策可信性。自从有了那次经历以后，中央银行非常清楚地意识到，不应针对不利供给冲击的第二轮效应采取通融性的货币政策。<sup>40</sup>

目前已十分明确，对供给冲击的适当货币政策回应取决于经济所处的周期性位置以及政策可信性。例如，在产能利用率较高、政策可信性较低的情况下，向核心通货膨胀的传导效应相对较强。这对于针对近期粮食和燃料价格高涨采取的适当政策回应有一定含义。如第一章所讨论的，许多新兴经济体呈现出经济过热的迹象，同时货币状况宽松。短期名义利率低于名义收入增长，部分是由于输入了美国的扩张性货币状况，加之汇率对货币政策的约束，如上所述（图 3.13）。同时，这些国家的货币政策可信性较差。为了控制通货膨胀并避免剧烈的周期性波动，有关国家必须紧缩银根。如专栏 3.3 所述，这还有助于在一定程度上降低对全球初级商品的需求和国际初级商品价格。

## 货币政策可信性和通胀态势

基于内生可信性和产能约束模型进行的模拟能够提供有用的指导，说明在不同程度的政策可信性、所处的经济周期不同阶段以及不同的初始

40. 许多经济学家指出，20 世纪 80 年代以来重要宏观经济变量的波动性显著下降，例如 Bernanke (2004 年) 和 King (2005 年)。Kumhof 和 Laxton (2007 年) 估计，70 年代和 80 年代初的产出波动性比 1995–2007 年高，其中一半可归因于无效的货币政策，另一半可归因于更严重的供给和需求冲击。

通胀水平情况下，为应对不利的供给冲击所应采取的货币政策。分析基于小型开放经济体的宏观经济模型，其中通胀行为和通胀预期取决于货币政策的可信性。可信性是内生决定的，取决于通货膨胀相对于长期目标的演变情况。<sup>41</sup> 这反过来又影响模型中供给冲击的第二轮效应的强度，因为通胀冲击向通胀预期的传导程度取决于当前和过去的通胀状况。在具有充分可信性的情况下，通胀预期完全是前瞻性的，这意味着，初级商品价格的永久上升对预期几乎没有影响。然而，如果可信性较低，预期基本上取决于当前和过去的通胀状况，会受到当前通胀冲击的影响。

模型根据中央银行的政策目标，通过短期利率的变化确定了最优的货币政策回应。这涉及与通胀目标的偏离程度、产出缺口以及利率的短期波动性。

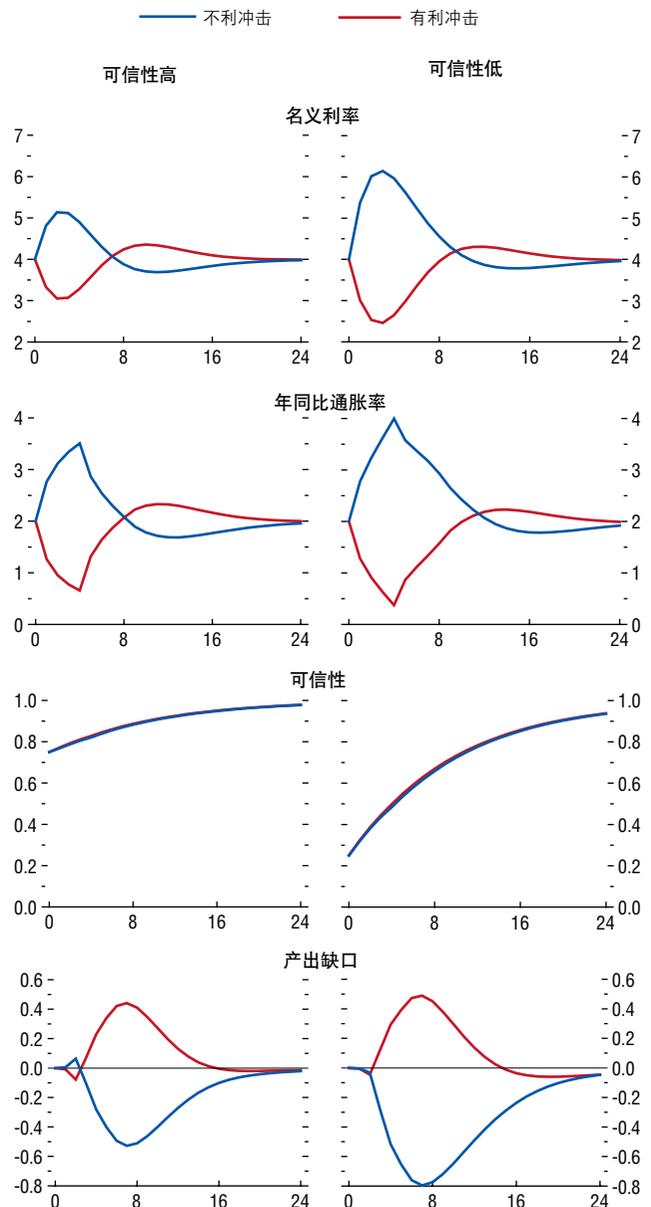
模型假设，中央银行制定利率以尽量降低所有上述三方面的波动性。在面临供给冲击的情况下，制定政策的难度增加，因为通胀和产出最初向相反方向变动，并且因为紧缩性货币政策在短期内会同时降低产出和通胀。中央银行的政策偏好决定了它如何在降低通胀与产出下降的成本之间作出权衡。

### 供给冲击和政策可信性

在第一项模拟中，当模型经济体遭受供给冲击时，通货膨胀率处在 2% 的目标水平上，产出缺口的初始水平是零。<sup>42</sup> 初始政策可信性较高（反映了先进经济体的普遍情况）。在发生通胀性供给冲击后，通胀上升到 3% 以上（图 3.14，左图）。最优政策回应措施在八个季度内将通胀率降到目标水平，这符合对货币政策传导时滞的传统估计。利率暂时上升到约 5% 的峰值，比模型假设的 4% 的中性利率约高出 1 个百分点。在政策可信性较低的情况下，总的状况大体相同，但通胀上升幅度更大，为将通胀降到目标水平所需的升息幅度相

图 3.14. 受到不利和有利供给冲击的程式化先进经济体  
(百分比，x轴的单位是季度)

如果政策可信性较高，不利和有利的供给冲击对通胀和产出以及货币政策的影响基本上是对称的。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

41. 有关模型及其特性的描述，见 Alichì 等人（即将发表）。

42. 试验是基于永久提高或降低初级商品价格的供给冲击。正的产出缺口表示过度需求，与通胀压力有关。

### 专栏 3.3. 货币政策体制与初级商品价格

各国的政策制定者最近对通胀压力上升表示关注。在一些国家，石油和粮食价格的急剧上涨已开始传导到总体通胀甚至核心通胀。问题是，许多国家将本币钉住美元（正式钉住或通过严格管理汇率而非正式钉住）的美元本位这种货币政策安排是否在一定程度上导致了这种状况。如果是，采取其他方法的影响是什么？

在现有的货币政策安排下，许多国家钉住美元或干预外汇市场，因此，美国将其货币政策态势输出到这些国家。但世界目前面临非常不对称的冲击。美国和欧元区的增长因金融压力和贸易条件恶化而减缓，而其他许多国家继续以历史高速度扩张。因此，适合美国的货币政策（即相对较低的名义利率和实际利率）对其他国家则相当不合适。

本专栏力图回答两个问题。第一，如果一些重要国家目前继续采用汇率钉住安排，美国考虑其货币政策对世界经济的影响是否符合其自身利益？第二，在当前情况下，如果钉住美元的国家实行更灵活的汇率体制，将对世界经济和各经济体产生什么影响？

#### 货币政策与核心通胀

为回答以上问题，我们开展说明性动态模拟，使用加拿大银行的“全球经济模型”（BoC-GEM）。<sup>1</sup> 这是一个五个地区动态随机一般均衡模型，分别将每个地区的货币政策体制确定为钉住美元的体制或通胀目标体制。<sup>2</sup> 后一种体制以利率反应函数为特征，当通胀加速时，

名义利率提高。确定货币政策特征并不是为了准确描述政策，而是作为一种有用的简化表示，能有助于说明有关问题。这项分析使用的加拿大银行全球经济模型的一个重要特点是，它假设制造业和服务业存在显著的名义刚性，但石油和初级商品部门不存在名义刚性。<sup>3</sup> 这意味着，如果货币政策只关注稳定国内价格和产出波动，则不应试图实现包括石油和初级商品通胀在内的严格的短期目标，而应将重点放在稳定其他部门的“核心通胀”，这就是我们的基线假设。最后，鉴于剩余产能减少或供给弹性低是导致近期石油和粮食价格波动的主要因素，模型引入了要素调整成本，限制这些部门的短期供给反应。结果是，在发生正向冲击导致全球需求增加后，首先是价格上涨，随后才是产出的显著调整。

图中的黑线是基线模拟。最初，由于消费和投资需求受到紧缩性冲击，对金融部门稳定性的担心增加，美国将利率降低 2.5 个百分点。这种货币干预缓解了需求冲击的影响。在发生冲击后的第二年，产出低于潜在产出最大幅度为 1.2%。

同时，新兴亚洲（EA）和一组石油出口国（GOEC）的需求继续迅速增长。<sup>4</sup> 由于实行钉住汇率的制度，这些地区无法以逆周期的方式提高利率，而是跟着美国降息。<sup>5</sup> 加上冲击的强通胀效应，这导致实际利率急剧下降，扩大而非减弱了冲击的产出效应。因此，这些地区的 GDP 迅速扩张，新兴亚洲和石油出口国的 GDP 增长率分别为 4.5% 和 2.8%，总体和核心通胀率分别上升了约 4.5 个和 2.0 个百分点。这些地区仅占世界 GDP 的约 20%，<sup>6</sup> 但由于其增长

注：本专栏的主要作者是 Michael Kumhof、Douglas Laxton 和 Dirk Muir。

1. 见 Lalonde 和 Muir（2007 年）。

2. 这些地区分别是美国（按购买力平价权重占世界 GDP 的 21.2%）、新兴亚洲（24.8%）、初级商品出口国（15.2%）、加拿大（1.8%）和其他国家（37%）。模拟未考虑从一种货币体制向另一种货币体制转轨的问题。另外，也未考虑除纯粹的利率变化时机以外的货币政策问题，例如储备资产的币种偏好问题或金融体系监管和信贷扩张控制问题。

3. 初级商品部门包括但不限于粮食生产。

4. 图仅显示了对新兴亚洲的模拟结果。对石油出口国的模拟结果非常类似。

5. 所观察到的小幅差异是由于外汇风险溢价，它增加了每个地区的净对外负债头寸。

6. 世界 GDP 增长了约 1.4%。

高度依赖初级商品，其需求的增加对国际石油和初级商品价格产生了强大的上涨压力，有关价格分别上涨了14%和5.3%。这又解释了美国总体通胀在初始期小幅上升0.4个百分点，尽管美国的经济在下滑。原因是，这些高度灵活的价格立即传导到总体通胀。核心通胀确实随需求而下降，但在约一年之后，随着石油和初级商品通胀传导过来，核心通胀也上升。

基线的通胀走势几乎完全是由需求冲击及货币政策产生的放大效应造成的，而不是因供给刚性导致石油和初级商品价格最初大幅上涨而造成的。<sup>7</sup> 当基础冲击是需求冲击时，灵活的初级商品价格可提供基本失衡和过热的先行指标，而其自身则非问题所在。当然，如果基础冲击是供给冲击，情况就会非常不同，这里未讨论这一问题。

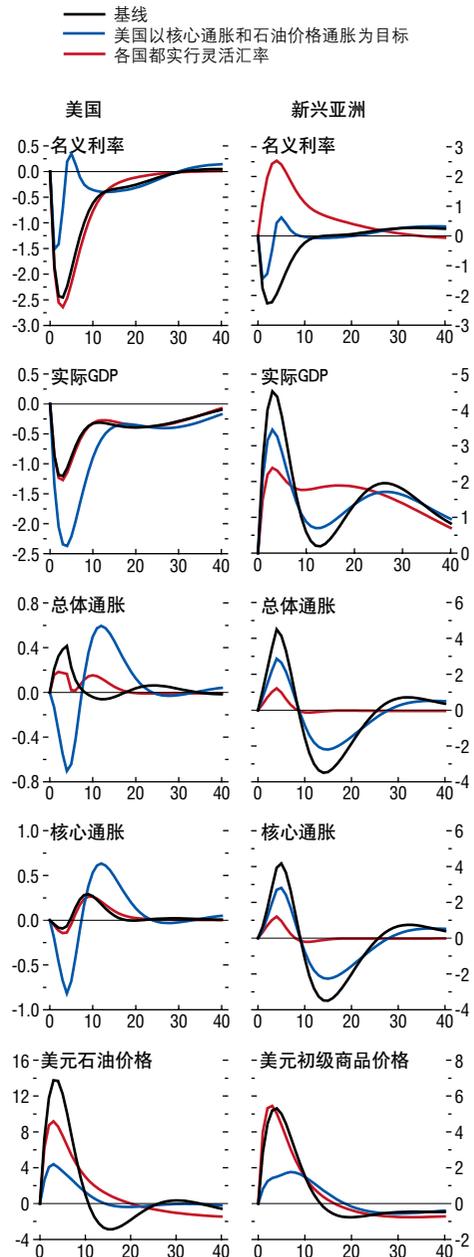
#### 美国是否应考虑其货币政策的全球影响？

原则上，美联储可考虑其货币政策对全球通胀的影响。但对于一个负责维护国内物价和产出稳定的机构，以全球整体通胀为目标不是一个现实的选择。因此，我们考虑这样一种情景，即美联储除了关注国内核心通胀外，还关注石油价格通胀。相应的模拟以图中的蓝线表示。现在，货币政策的通融性大大下降，名义利率最初下降约1.5个百分点而非2.5个百分点。随后，因石油价格面临的上涨压力，名义利率迅速上升到比中性利率高0.3个百分点。

相对于基线情景，在这一政策规则下，美国的产出缺口恶化1.2个百分点，产出损失的十年累计差异为3%。另一方面，美国采取的通融性较低的货币政策将显著减轻新兴亚洲和石油出口国的周期性波动，第一年的过剩需求减少

7. 这需要一项模拟（此处未显示），消除能源和初级商品的供给刚性。由此带来的唯一重要差异是，实际石油价格最大涨幅为3.5%而非14%，初级商品价格的最大涨幅为4%而非5.3%。

#### 调整情景<sup>1</sup>



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 各情景显示的是对控制值的偏离。名义利率和通胀率以百分点表示。实际GDP和价格以百分比表示。X轴的单位为季度。

### 专栏 3.3（续完）

1%。对世界石油价格的影响很大，最大涨幅从14%下降到4%。美国关注石油价格通胀在国内不仅起到紧缩效应，而且大大增加了通胀波动性。新兴亚洲和石油出口国再次从中受益，其通胀波动性下降约三分之一。因此，美国采取更具全球性的通胀指标虽然能给新兴亚洲和石油出口国带来很大好处，但对美国非常不可取。但这些地区能够采取一个有效得多的方法，在不需要其他国家作出牺牲的情况下自己帮助自己，那就是从固定汇率转向灵活的汇率。

#### 灵活汇率体制的好处是什么？

图中的红线表示这样一种情景，即新兴亚洲和石油出口国也实行通胀目标体制和灵活的

汇率，因此，在面临需求冲击的情况下，大幅提高名义利率。这将使这些地区的产出扩张大致减半，通胀率仅为基线水平的四分之一。因对美国出口需求减少而对美国产出的影响在第一年小于0.05%，随后几乎为零。对美国核心通胀的情况也一样。但美国总体通胀最初的上升幅度仅为钉住汇率情况下的一半，主要是因为其他国家需求下降使石油价格的上涨幅度大大降低，从14%降到9%。

这回答了我们的第二个问题：在当前情况下，对于钉住美元的国家，采用灵活的汇率确实能起到很大作用，有助于稳定产出和通胀，包括稳定石油和初级商品价格。

应更大(图 3.14, 右图)。

### 供给冲击和现有的通胀压力

在第二项模拟中，存在过剩需求压力、通胀率已经显著高于目标水平的经济体遭受同样的冲击。假设通胀率最初为8%，高于3%的长期目标，类似于一些新兴经济体目前面临的经济过热带来的通胀压力。在最初通胀率高于目标值、政策可信性较低的情况下，不利的供给冲击将对通胀产生较大的第二轮效应(图 3.15, 右图)。如我们所预料的，需要立即大幅提高利率，以便将通胀率降到目标水平。利率上升到14%，大大高于通胀的上升幅度。另外，需要在更长时间内将利率维持在较高水平，负产出缺口持续的时间也 longer。因此，即使采取适当的政策，通胀性供给冲击和政策可信性低将导致滞胀。相比之下，如果政策可信性高，则只需采取较小力度的利率措施即可将通胀降到目标水平，产出成本也较低(图 3.15, 左图)。与此形成对照，如果发生有利的消胀性供给冲击，则最好在较短时间内降低通胀，因为更快提高可

信性能够使降低通胀的产出成本下降。

### 拖延对供给冲击采取货币政策回应

在最后一项模拟中，假设货币政策滞后于曲线。具体而言，在面临通胀性供给冲击时，决定维持利率不变，两个月后才采取最优政策。在初始通胀符合目标水平、政策可信性高的情况下，情况与上面讨论的最优回应的情况没有实质性不同(图 3.16, 左图)。然而，这种拖延意味着，利率上升的幅度必须更大。与此形成对照，如果初始通胀过高、政策可信性低，在面临不利供给冲击时拖延提高利率将使通胀上升，并持续处于高于长期目标的水平。对政策可信性的损害意味着，为了将通胀降到目标水平，需要更大幅度地提高利率，负产出缺口的存在时间 longer。<sup>43</sup> 同时，稳定通胀的时间延长，这增加了未来发生不利供给冲击的风险。

43. 历史经验支持这一结果。例如，20世纪80年代初，在美联储和加拿大银行采取反通胀政策后，美国和加拿大的短期利率升至20%以上。

如果不利的供给冲击导致初级商品价格出现上升趋势，而不是价格的一次性永久上涨，那么，与政策可信性低和现有通胀压力有关的货币政策挑战将进一步增加。考虑初级商品价格更持久上涨的模拟（这里未介绍）显示，这种冲击将需要力度更大的货币政策回应，并且，拖延采取行动带来的成本更大。

总而言之，模拟结果突出显示，货币政策的可信性至关重要。如果可信性低，短期通胀与产出之间的取舍关系更糟，这意味着，为了应对带有第二轮效应的不利供给冲击，必须更大幅度地提高政策利率。不适当的行动或拖延会迅速损害政策可信性，使实现价格稳定变得更加困难。

### 总结和结论

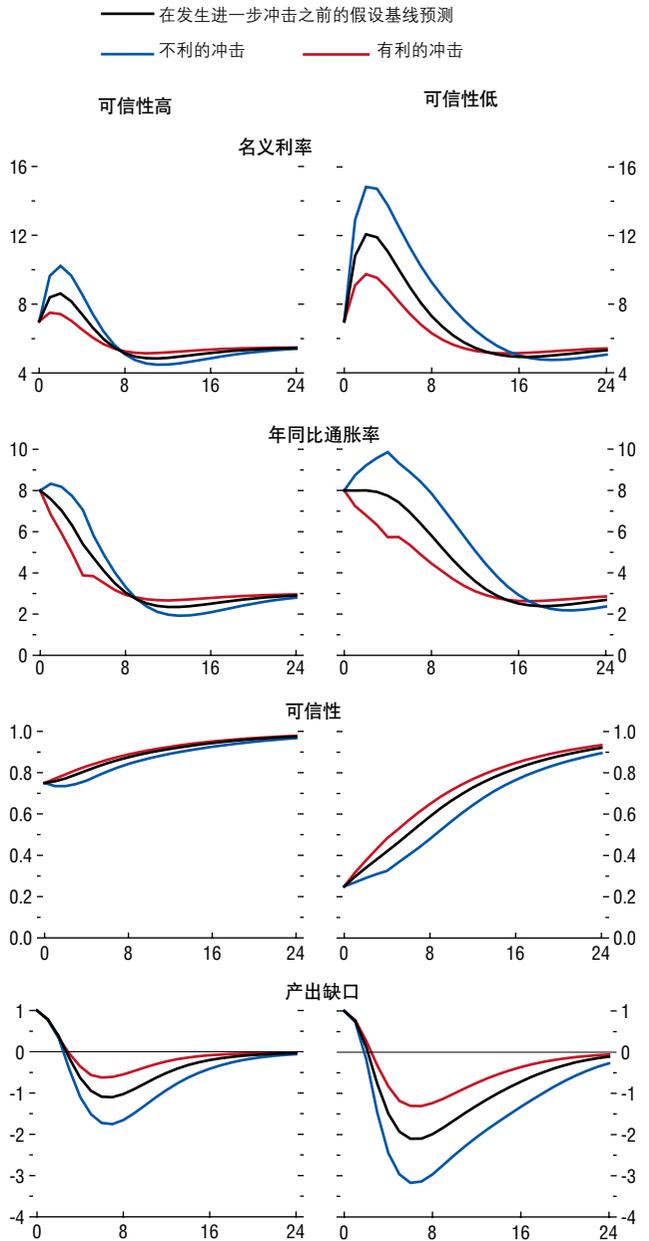
世界经济经历了 20 世纪 70 年代初以来最广泛、最持久的初级商品价格高涨。价格高涨主要受一系列因素相互作用的驱动，包括全球增长强劲，价格高涨开始时特定部门缺乏剩余产能、库存水平低，以及供给反应缓慢。此外，与特定初级商品有关的因素促进了粮食价格的近期上涨，包括与生物燃料生产有关的需求、主要作物的供给中断以及贸易限制。各初级商品之间的价格联系强化了价格走势，能源价格上涨对粮食价格产生了波及影响。与此形成对照，初级商品作为非传统金融资产不断增强的作用几乎未对价格产生任何明显系统性影响，尽管市场情绪的变化能影响短期价格走势，并且，金融变量（如利率）能通过其对实物需求和供给的影响而影响价格。

近期的发展情况表明，驱动当前价格高涨的一些因素似乎正在反向变化。2008–2009 年的全球增长将放慢（在一定程度上是由于初级商品价格高涨），主要粮食作物与天气有关的供给约束今年已消除，石油供给增加，这些因素已经导致初级商品价格有所下降。然而，供给约束和低库存可能还将存在一段时间，并且，大规模新兴经济体的需求仍然有强劲的增长趋势。价格进一步下降的程度将取决于供给因素与全球增长不断变化的平衡关系，价格仍然很有可能发生波动。

**图3.15. 受到不利和有利供给冲击的程式化脆弱新兴市场经济体**

(百分比，x轴的单位是季度)

如果货币政策可信性较低，初始通胀率已经高于目标水平，那么，不利和有利的供给冲击的对称性就消失了。在发生供给冲击后，为了将通胀率降到目标水平，需要立即采取更大力度的利率应对措施。

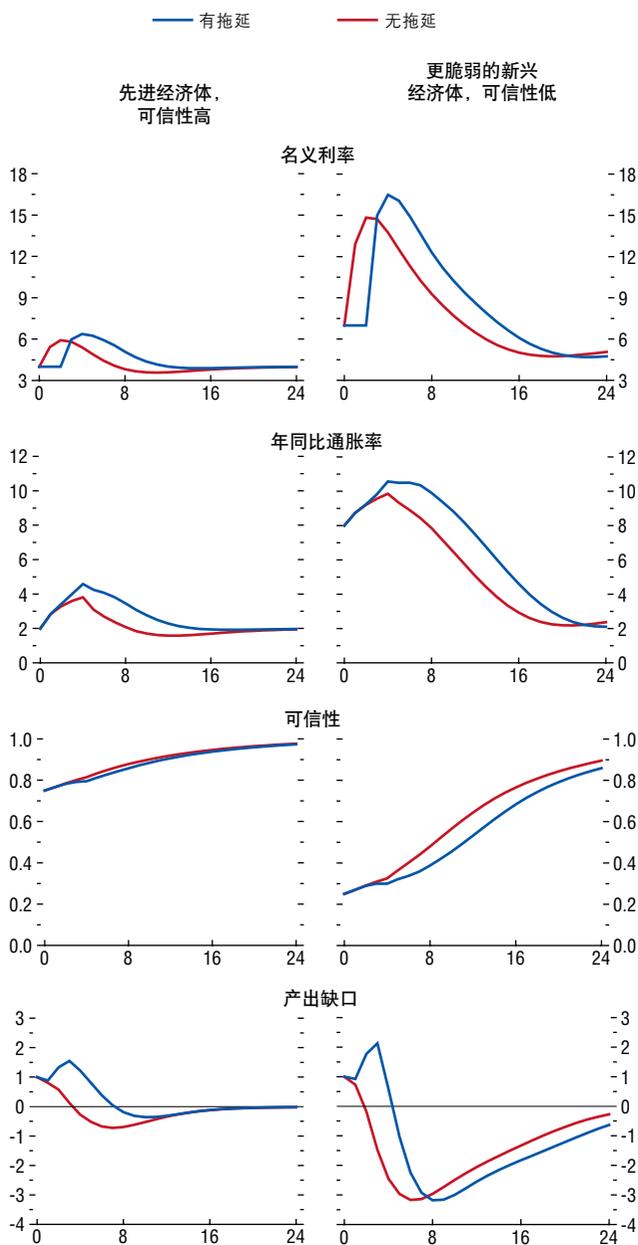


资料来源：基金组织工作人员的计算。

图3.16. 拖延提息的潜在成本

(百分比, x轴的单位是季度)

拖延对不利的供给冲击采取货币政策应对措施, 意味着利率最终必须上升更大幅度, 才能将通胀降到目标水平, 并可能对建立政策可信性造成破坏。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

如果不出现初级商品价格急剧下跌的情况, 通胀风险在一段时间内仍将处于高水平。许多经济体仍需对先前的初级商品价格高涨进行调整, 面临的挑战仍是在对相对价格变化作出调整的同时避免产生第二轮效应, 即避免效应外溢到基础通货膨胀。

本章在粮食和燃料价格向核心通胀和通胀预期的传导方面的实证发现表明, 第二轮效应的风险在很大程度上取决于货币政策的可信性及其锚定通胀预期的能力, 以及初级商品(特别是食品)在最终消费中所占的权重。新兴经济体和发展中经济体在这些方面的情况较差, 其中许多经济体因此面临更大风险, 尽管总体上更加灵活的劳动力市场起到一定抵消作用。最近, 一些新兴经济体和发展中经济体的核心通胀和总体通胀上升, 表明确实存在上述风险。由于金融动荡的通缩性影响, 先进经济体面临的通胀风险下降, 但并不意味着它们不受通胀风险的影响。相比本项分析所用期间发生的冲击, 近期的初级商品价格冲击强度更大、时间更持久, 因此, 实际的传导效应可能超出预料水平, 除非全球经济下滑加剧。

越来越多的迹象表明, 一些新兴经济体和发展中经济体尚未对通胀上升风险采取充分的货币政策应对措施。其中许多经济体虽然增长强劲, 核心通胀最近上升, 并且在近期初级商品价格上涨的第二轮效应方面面临相对较高的风险, 但它们的实际政策利率很低。在一些国家, 这在一定程度上反映了货币政策面临的与汇率有关的约束, 使它们引进了美国的扩张性货币政策。由于这些国家的货币政策不够紧缩, 不足以抑制强劲的国内需求, 这在近期可能又对国际初级商品价格造成了进一步压力。

如本章模拟结果突出显示的, 拖延对通胀上升采取行动可能损害货币政策的可信性, 特别是如果通胀预期未得到有效锚定(许多新兴经济体目前仍是这种情况)。结果是, 最终可能需要采取力度更大的货币政策应对措施, 才能将通货膨胀降到目标水平, 并且, 相比及时采取行动而言, 产出方面的成本更高。如果初始通胀水平较高, 或不断增大的产能约束造成通胀压力, 那么一般会

强化上述情况。同时，如果政策可信性低，即便及时采取行动，降低通胀所需的时间往往更长，使经济体更容易受到未来不利供给冲击的影响。这突出表明，必须采取适当的货币政策，应对近期初级商品价格高涨带来的通胀上升局面，特别是对于其他原因（主要是经济过热）已经导致通胀处于高水平（“高于”目标值）的经济体，以及政策可信性较低的经济体。

### 附录 3.1. 初级商品市场的近期发展

本附录的主要作者是 Valerie Mercer-Blackman, To-Nhu Dao 和 Nese Erbil 为撰写本附录作了贡献。

2008 年前六个月，在燃料价格高涨的带动下，初级商品价格上升了 33%，第三季度有所下降。石油价格在这一期间的大大部分时间里迅速上涨，按历史标准衡量目前仍处于高水平，尽管近期有所下降。在小麦和大米的带动下，粮食价格在 2008 年第一季度急剧上升，但随着这两种作物的价格开始下跌，粮食价格趋于稳定。农业原料和饮料的价格总体上略有上涨，贱金属价格基本稳定（图 3.17，上图）。

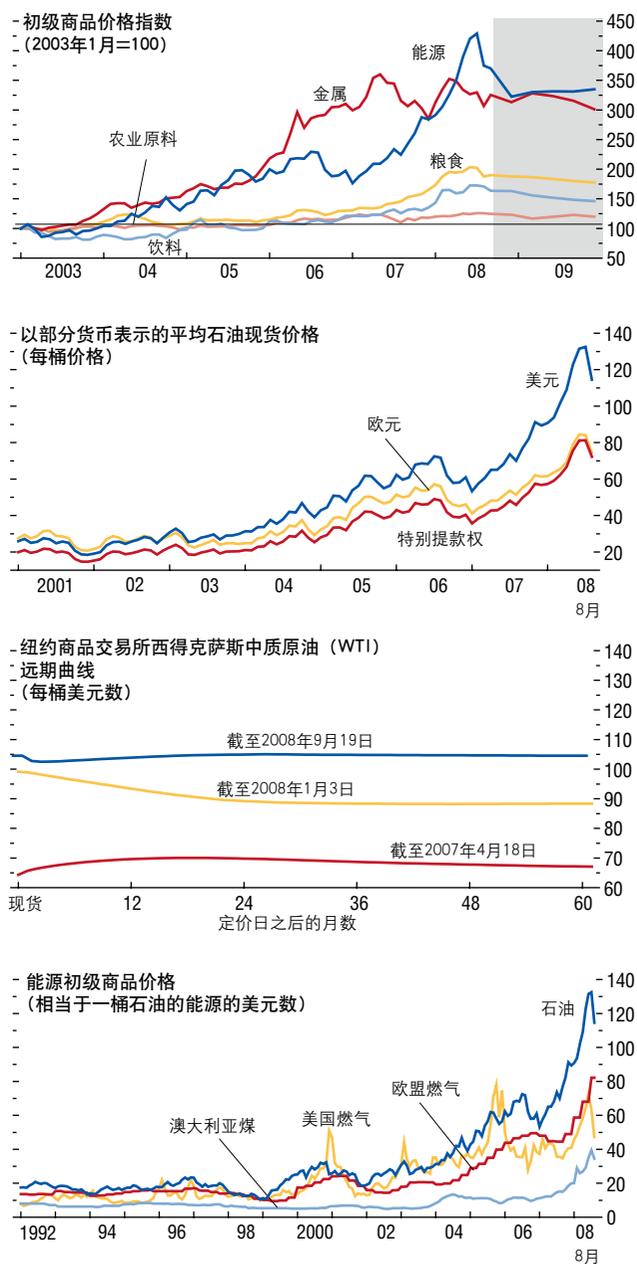
#### 燃料价格带动高涨

7 月 11 日，石油价格（包括名义价格和实际价格）创下历史纪录，达到每桶 143 美元，随后在 9 月中旬下落到每桶略高于 100 美元。<sup>44</sup> 以欧元表示的石油价格也达到创纪录水平，尽管 2008 年前六个月的上涨幅度比美元价格的上涨幅度低 24 个百分点（图 3.17，第二幅图）。

按未来保证期衡量，经合组织的石油库存从 2007 年年末的低水平上略有上升，但在 2008 年前六个月仍处于相对较低的水平。出于这个原因，加上近期总体市场状况有所放松（见下文），期货价格曲线从第一季度的远期贴水转为近几周极为平缓的远期升水，这会鼓励进一步的近期库存积累

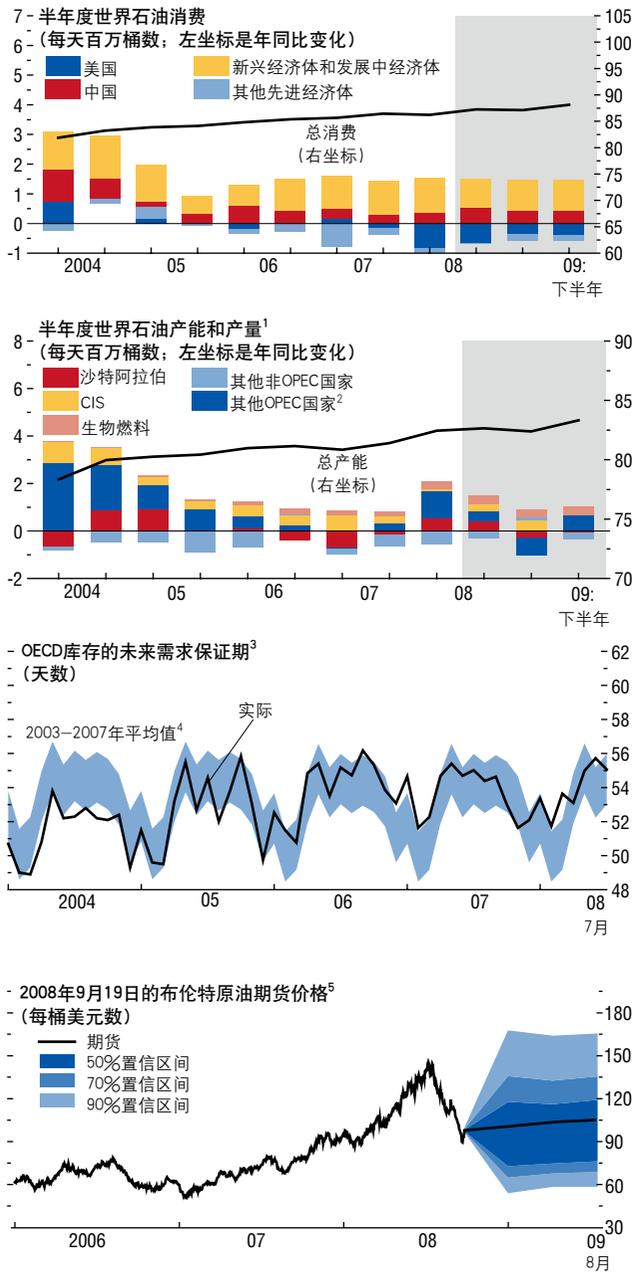
44. 除非另有说明，石油价格是指基金组织的平均石油现货价格，即西得克萨斯中质原油、已确定装船日期的布伦特原油和迪拜石油价格的简单平均值。

图3.17. 初级商品和石油价格



资料来源：Bloomberg Financial Markets；以及基金组织工作人员的估计。

图3.18. 世界石油市场供需差额和石油期货价格



资料来源：Bloomberg Financial Markets；国际能源机构，美国能源情报署；以及基金组织工作人员的估计。

1. CIS是独立国家联合体。OPEC是石油输出国组织。
2. 包括OPEC天然气液体。
3. OECD是经济合作与发展组织。
4. 波动幅度是基于2003—2007年每个日历月份的平均值以及此期间离差为基础的40%置信区间。
5. 从期货期权中得到。

(图 3.17, 第三幅图)。然而, 期货曲线的移动在重要性上超过了沿曲线的变动, 特别是在 9 月中旬, 当时总体金融市场的波动对石油市场产生了外溢效应。

柴油价格的上涨比汽油价格快得多, 反映了对柴油的需求增长强劲, 而全球柴油精炼能力有限。因此, 柴油的炼制利润一般大大高于汽油, 尽管由于与飓风有关的暂时炼油中断, 汽油的裂解价差在 9 月中旬暂时上升。其他燃料产品的价格跟随原油价格, 但有一定时滞 (图 3.17, 下图)。特别是, 煤价在 2008 年前六个月上涨了 70%, 在所有能源产品中涨幅最大。这反映了短期因素 (如今年早些时候的供给中断)、主要船运码头的瓶颈以及发电从更昂贵的燃油转向煤。

在石油价格连续七年上涨之后, 世界石油消费的增长略有减缓, 在 2008 年上半年每天增加约 70 万桶 (年同比), 而在 2005—2007 年每天增加 100 万桶。经合组织成员国的消费同期每天减少 100 万桶, 主要是美国消费减少, 而非经合组织国家每天增加 150 万桶, 主要是中国、中东和拉美消费增加 (表 3.3 和图 3.18 的上图)。在不同产品中, 运输燃料 (汽油和柴油) 消费的增幅最大, 原因是新兴经济体和发展中经济体继续提供燃料补贴并实行价格管制, 机动车拥有量增加。<sup>45</sup> 然而, 美国的汽油消费在 2008 年上半年减少了 1.7%, 是至少 15 年来的第一次下降, 并且, 根据初步数据, 到目前为止仍在下降, 原因是经济活动减弱使收入增长受限, 以及近期美国历史上最大幅度的汽油价格上涨促使需求作出调整。

2008 年上半年, 石油产量每天增加 160 万桶。石油输出国组织产量每天增加 170 万桶 (年同比), 部分是由于该组织 2007 年 9 月决定在当年 11 月提高产量。在石油输出国组织内部, 沙特阿拉伯产量增加 (从而超过 2007 年 9 月的产量限额), 伊朗出口增加, 伊拉克生产的恢复抵消了尼日利亚因生产设备连续遭破坏而损失的产量以及委内瑞拉生

45. 在限制燃料价格传导效应的许多经济体, 燃料补贴的财政成本在增加。实际上, 主要产品进口国 (如伊朗伊斯兰共和国、马来西亚和巴基斯坦) 因这种负担不断增加而将国内价格提高了约 20%。

表3.3. 全球按地区划分的石油需求和产量

(每天百万桶)

	年同比百分比变化												
	2006	2007	2008 预测	2007		2008 上半年	2006		2007	2008 预测	2007		2008 上半年
				上半年	下半年		2006	2007			上半年	下半年	
<b>需求</b>													
OECD	49.6	49.2	48.4	49.0	49.3	48.1	-0.5	-0.8	-1.3	-1.0	-0.6	-1.9	
北美	25.4	25.5	24.8	25.5	25.5	24.8	-0.6	0.5	-2.6	1.1	-0.2	-3.4	
其中:													
美国	21.0	21.0	20.3	21.1	22.0	20.2	-0.5	0.0	-3.5	0.8	0.8	3.9	
欧洲	15.7	15.3	15.2	15.1	15.5	15.0	0.1	-2.4	-0.4	-3.6	-1.2	-0.4	
太平洋	8.5	8.3	8.4	8.4	8.3	8.5	-1.4	-1.6	1.1	-2.4	-0.8	0.9	
非OECD	35.5	36.9	38.3	36.6	37.1	38.2	4.0	3.8	3.8	3.7	3.9	4.0	
其中:													
中国	7.2	7.5	8.0	7.5	7.6	7.9	7.8	4.6	5.6	4.8	4.3	4.9	
亚洲其他经济体	9.0	9.3	9.5	9.3	9.2	9.6	2.3	2.8	2.4	2.2	3.5	3.6	
前苏联	4.1	4.1	4.2	4.0	4.2	4.1	3.4	1.7	2.5	2.1	1.3	2.2	
中东	6.2	6.5	6.9	6.5	6.6	6.8	4.0	4.7	5.9	5.5	4.0	6.0	
非洲	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.2	0.9	3.9	1.7	3.0	4.7	2.2	
拉丁美洲	5.3	5.6	5.9	5.5	5.7	5.8	4.6	5.2	4.3	4.8	5.7	4.7	
世界总需求	85.1	86.1	86.8	85.7	86.5	86.2	1.3	1.1	0.8	1.0	1.3	0.7	
<b>产量</b>													
OPEC (当前构成) <sup>1</sup>	36.3	35.9		35.5	36.4	37.2	0.8	-0.9		-2.1	0.2	4.7	
其中:													
沙特阿拉伯	10.4	10.0		9.9	10.1	10.4	-1.5	-4.4		-7.0	-1.8	5.6	
尼日利亚	2.5	2.3		2.3	2.4	2.1	-5.2	-4.8		-4.4	-5.1	-8.2	
委内瑞拉	2.8	2.6		2.6	2.6	2.6	-5.8	-7.8		-9.6	-5.9	-0.7	
伊拉克	1.9	2.1		2.0	2.2	2.4	4.9	9.9		5.3	14.3	23.9	
非OPEC	49.2	49.6	49.9	49.8	49.4	49.7	1.1	0.9	0.6	1.6	0.1	-0.2	
其中:													
北美	14.3	14.2	14.1	14.1	14.1	14.2	0.6	0.4	-1.6	-0.3	-0.4	1.0	
北海	4.8	4.6	4.3	4.7	4.5	4.4	-7.6	-5.0	-6.6	-5.6	-4.4	-5.5	
俄罗斯	9.8	10.1	10.0	10.1	10.1	10.0	2.2	2.4	-0.5	3.2	1.6	-0.8	
其他前苏联国家	2.4	2.7	2.9	2.7	2.7	2.9	11.1	12.0	8.4	16.9	7.5	6.5	
其他非OPEC国家	17.9	17.9	18.6	18.3	18.0	18.3	2.3	0.4	3.5	2.3	-0.2	-0.4	
世界总产量	85.5	85.6		85.4	85.8	86.9	1.0	0.1		0.0	0.2	1.9	
净需求 <sup>2</sup>	-0.4	0.5		0.3	0.7	-0.7							

资料来源: 国际能源机构《石油市场报告》(2008年9月); 以及基金组织工作人员的计算。

1. 包括安哥拉(2007年1月起接受限额)和厄瓜多尔(从1992年12月至2007年10月中止OPEC成员国地位, 于2007年11月重新加入OPEC)。

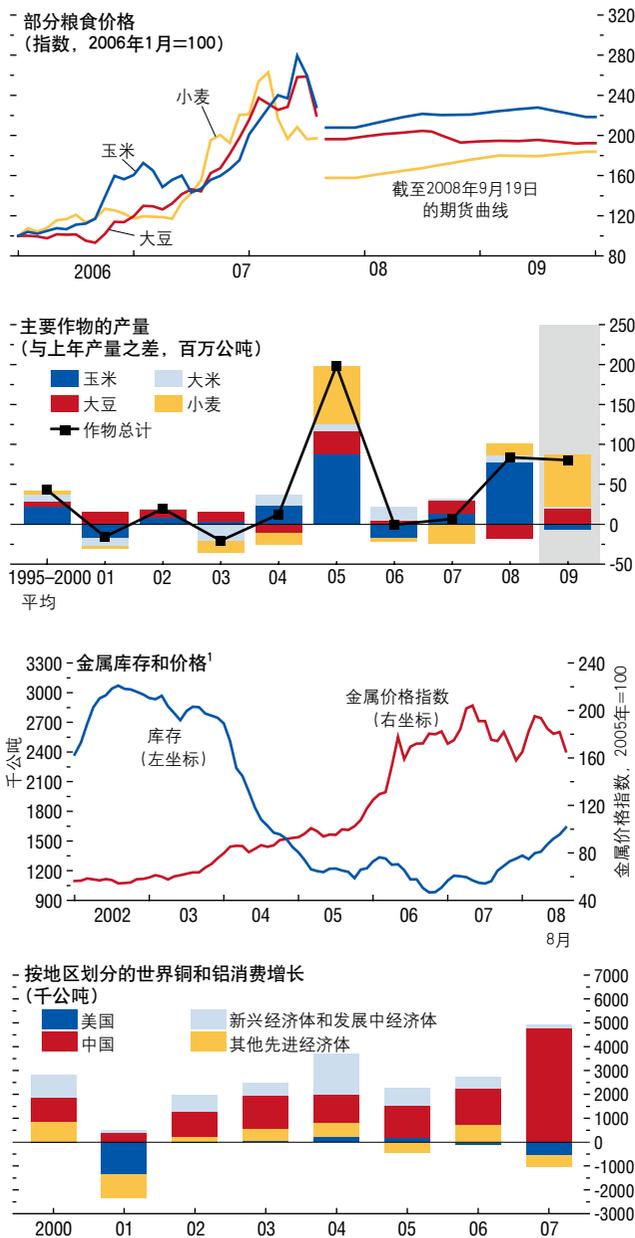
2. 净需求是需求与产量之差, 它包括统计差异。正值表示市场平衡收紧。

产疲软。与此形成对照, 非石油输出国组织的原油供给每天减少10万桶, 主要是因为俄罗斯出现意料之外的减产以及北海油田和墨西哥油田产量递减。此外, 液体燃料供给增加, 这得益于石油输出国组织天然气液体(不受限额管制)和生物燃料产量增加, 这在2008年上半年供给的净增加

量中占四分之一(图3.18, 第二幅图)。

从近期看, 石油市场状况可能进一步放松。国际能源机构在年度基础上预测全球需求将从2007年每天增加110万桶下降到2008年每天增加80万桶, 2009年每天增加70万桶。预计非石油输出国组织的供给在2008年下半年每天增加

图3.19. 粮食和金属市场的发展



资料来源: Bloomberg Financial Markets; 世界金属统计局, 以及基金组织工作人员的计算。

1. 库存是指伦敦金属交易所监测的铜、铝、锡、锌、镍和铅的全球存量。价格是指这些金属的综合指数。

120 万桶 (相比上年同期)。许多新项目的完工 (特别是在沙特阿拉伯) 应能暂时提高石油输出国组织的产能水平。但市场状况的缓解可能不会持久。国际能源机构在其最近一期《中期石油市场报告》中预测, 随着经合组织的需求逐渐恢复, 加之供给增长趋势依然有限 (部分是由于油田产量递减率上升), 石油输出国组织的剩余产能占全球消费的比例到 2012 年将下降到低于 2008 年的水平。

鉴于市场状况略有放松 (至少是到 2009 年年底), 但库存和剩余产能仍然较低, 预计价格仍将居高不下, 尽管低于最近的峰值。石油期货期权的价格表明, 相比近些年, 今后价格走势的不确定性大大增加。如扇形图显示的 (图 3.18, 下图), 在 90% 置信区间上, 2008 年年底每桶石油价格从 60 美元左右到 165 美元以上, 比通常看到的范围宽得多。

### 主要作物价格带动粮食价格上涨

在贸易限制和供给趋紧的作用下, 谷物和菜籽油价格在 2008 年上半年急剧上涨, 基金组织 2008 年上半年的粮食价格指数因此上升了 23%。继 2006 年和 2007 年干旱导致歉收后, 小麦名义价格在今年 3 月初创下最高纪录, 但随后下降, 因为有利的天气条件促成了今年的小麦丰收。随着发展中经济体的消费者从价格较高的小麦和玉米转向较便宜的大米, 大米价格在 2007 年年末开始上涨。2008 年年初, 随着主要出口国开始实行贸易禁令, 价格上涨加速 (图 3.19, 上图)。<sup>46</sup>

玉米和大豆价格自 2008 年年初到现在一直处于高水平, 6 月出现短暂的急剧上涨, 当时美国中西部 (世界最大产区) 的洪灾令人担心收成受影响。其他农业产品的价格也已上涨, 但幅度小得多, 在一定程度上是由于供给和库存迄今为止仍处在较高水平。因动物饲养成本上升, 肉类和禽类价格已上涨。鉴于需求压力持续存在, 特别是对玉米制乙醇的需求, 预计粮食价格仍将居高不

46. 大米主要在生产国国内消费, 全球贸易在消费中所占比例很小 (进口大量大米的国家所进口的大米仅来自一个或两个生产国)。

下。相对价格变动使少量耕田从种植玉米转向种植小麦和大豆，因此，预计2009年的玉米产量将比2008年略有下降（图3.19，第二幅图）。另外，今后几年高石油价格将对农业生产成本造成更广泛的影响，特别是通过提高化肥价格而产生影响。

### 金属价格趋于稳定

从2008年年初到现在，由于基本状况的变化趋势不同，贱金属市场的表现有很大差异。铁矿石<sup>47</sup>价格上涨了66%，铜和铝的价格分别回升了17%和21%，但锌和镍的价格急剧下跌。尽管对铜和铝（比其他金属更广泛地交易）的需求已减弱，但主要生产国（智利、中国和南非）的供给受到电力不足的不利影响。与此形成对照，因需求下降和产量增加，伦敦金属交易所的锌和镍的库存水平已恢复（图3.19，第三幅图）。

展望未来，随着全球工业生产放慢以及中国奥运会大规模建设结束，需求增长将减弱，因此，贱金属价格在2008年和2009年应下降（图3.19，下图）。然而，持续存在的供给问题可能使铜和铝市场的供需平衡在一段时间内趋紧。

### 附录3.2. 分析2006–2008年粮食价格上涨的原因

本附录的主要作者是 Valerie Mercer-Blackman, Stephen Tokarick 为撰写本附录作了贡献。

本节介绍对正文所讨论的各种需求和供给因素对六种主要初级商品价格的影响（如图3.5，第三幅图所示）进行估计所使用的方法。为便于处理，本分析以简单局部均衡方法为基础。

与天气有关的供给缺口  $qi^{sh}$  是由全球产量对趋势值的偏差决定的，基于1990年以来的年收成数据。<sup>48</sup> 供给缺口  $qi^{sh}$  导致的初级商品  $i$  的全球

47. 铁矿石价格由生产商和钢铁制造商的年度合同决定。2008年4月的上涨主要是由于上年开采成本猛增以及需求旺盛。

48. 缺口（负偏差）通常是由单位产量下降造成的，而不是由于种植面积减少，包括对于小麦和菜籽油，从而支持这一方法。

价格的百分比变化由以下公式计算：

$$p_i = \% \Delta P_i = \varepsilon_i^m * q_i^{sh} = \sum_c w_c [(\varepsilon_{i,c}^D * (C_{i,c} / M_{i,c}) - \varepsilon_{i,c}^S * (Q_{i,c} / M_{i,c}))] * q_i^{sh}, \quad (1)$$

其中，初级商品  $i$  的全球进口需求弹性  $\varepsilon_i^m$  是主要进口国进口需求弹性的加权平均值 ( $w_c$  是国家  $c$  的进口权重)。这分别取决于国家  $c$  的需求弹性 ( $\varepsilon_{i,c}^D$ ) 和供给弹性 ( $\varepsilon_{i,c}^S$ )。  $M_{i,c}$ 、 $C_{i,c}$  和  $Q_{i,c}$  分别是国家  $c$  对初级商品  $i$  的总进口、总消费和总产量。

计算能源价格上涨的价格影响时，利用燃料和化肥对每种粮食初级商品生产成本的贡献，这是根据美国农业部公布的数据。对于2007耕作年和2008耕作年，根据基金组织初级商品价格预测估计成本，假设其他成本按趋势增长。棕榈油和菜籽油的相应成本比例分别以 Fedepalma (2008年) 和北卡罗来纳太阳能中心 (2006年) 的估计为基础。计算时假设成本上升充分传导到价格，全球各地作物生产的成本结构类似。

如果粮食作物产量的1%以上用做生物燃料原材料，对于这些粮食作物，则计算生物燃料需求增加对价格产生的影响（不包括小麦）。<sup>49</sup> 生物燃料导致的需求扩张表示为对作物的总需求 ( $d_i$ ) 的增长与剔除生物燃料的需求增长（以  $d_i^b$  表示）之间的百分比差异。<sup>50</sup> 价格影响（百分比）由以下公式计算：

$$\% \Delta P_i = (d_i - d_i^b) * (1 / \varepsilon_i^D), \quad (2)$$

其中， $\varepsilon_i^D$  是作物自身的需求价格弹性。我们使用了各种来源的弹性估计值（表3.4）。另外，由于玉米制乙醇的一个副产品是可溶性干酒糟 (DDGS)，它用于动物饲料（约占生产中使用的每蒲式耳玉米的30%），因此从用于生物燃料的需求中剔除了这一额外供给。

49. 生物燃料原料比例根据美国农业部数据（调整每种作物用于工业用途的比例）和国际能源组织关于生物燃料生产的数据计算。

50. 这一定义考虑到相对立的两方面。一方面，对价格影响最大的是需求变化而非需求水平。另一方面，它避免衡量从如此之低的基础上发生的变化（鉴于生物燃料占总需求很小一部分），因为这会夸大生物燃料的需求增长对价格的影响。

表3.4. 价格计算使用的弹性估计值

	自身的价格-需求弹性	自身的价格-供给弹性	与小麦的交叉供给价格弹性	与大豆的交叉需求价格弹性 <sup>1</sup>
玉米	-0.21 to -0.43	0.50	-0.08 to -0.1	0.36 to 0.54
大米	-0.38	0.32	...	...
小麦	-0.3	0.48	...	...
大豆/大豆油	-0.31 to -0.48	0.23	-0.03	...
菜籽油	-1.2	0.58	-0.62 to -0.8	0.57
棕榈油	-0.47	0.21	...	...

1. 从供给和需求方面看，大豆是玉米的重要替代品。玉米和大豆的交叉供给估计值在-0.27和-0.3之间。

为了衡量贸易限制的影响，我们对 Tokarick (2003 年) 的贸易模型略作调整。供给和需求在模型中设为不变弹性函数，使用 Gardiner、Roninggen 和 Liu (1989 年) 的弹性值。初级商品贸易额数据取自联合国商品贸易统计数据库。产值数据是利用美国农业部 FAS 数据库的数量数据和基金组织的价格指数估计的。

这些直接影响（可被视为初始冲击）合起来能够解释这些粮食在所分析的期间（2006 耕作年和 2007 耕作年）一半左右的总价格上涨。不能完全解释冲击的间接影响。然而，有可能对供给和需求替代与联动产生的交叉影响的相对大小有个大致了解。考虑两个指标（见表 3.2）：

- 初级商品之间的替代效应：假设存在对称性并且无第二轮效应，初级商品  $j$  价格上涨  $\Delta P_j$  对初级商品  $i$  的价格变化  $\Delta P_i$  的影响由以下公式给出：

$$\frac{\Delta P_i}{P_i} = \frac{\varepsilon_{ij}}{\varepsilon_i} * \left( \frac{\Delta P_j}{P_j} \right), \quad (3)$$

其中， $\varepsilon_{ij}$  是初级商品  $i$  和  $j$  之间的交叉供给（需求）价格弹性， $\varepsilon_j$  是初级商品  $j$  自身的供给（需求）价格弹性，假设初级商品  $i$  和  $j$  在生产（消费）中是替代品。

- 不同时间的联动：这利用  $c$ -统计值确定。对所有初级商品价格两两组合的  $c$ -统计值进行估计，使用 1957 年 1 月至 2008 年 5 月的月度数据（菜籽油数据从 1980 年开始），并运用 McDermott 和 Scott (1999 年) 的方法。初级商品  $i$  和  $j$  之间的  $c$ -统计值定义为两种初级商品处于周期同一阶段的时间所占

比例，用以下公式表示：

$$C_{i,j} = T^{-1} \left\{ \sum_{t=1}^T (S_{i,t} * S_{j,t}) + \sum_{t=1}^T (1 - S_{i,t}) (1 - S_{j,t}) \right\}, \quad (4)$$

其中， $S_{i,t}$  是双态随机变量，当初级商品  $i$  的价格  $P_i$  处于高涨期时，值为 1，处于下跌期时，值为零。 $S_j$  适用同样的定义。 $T$  是样本规模， $C_{ij} \in \{0, 1\}$  衡量的是两个序列处于同一阶段的时间所占比例。

计算中使用的弹性估计值是从 Gardiner、Roninggen 和 Liu (1989 年) 得到的各国弹性值的全球加权值。大豆和欧洲菜籽油的弹性值范围取自 Westhoff 和 Young (2000 年) 以及 Arnade、Kelch 和 Leetmaa (2002 年) 的 FAPRI/GOLD 模型估计值。表 3.4 列出了估计值和范围。

### 附录 3.3. 估计初级商品价格冲击对通货膨胀的影响

本附录的主要作者是 Irina Tytell。

本节概述正文及图 3.11 和图 3.12 中的两项计量经济分析所使用的方法。

#### 初级商品价格传导

图 3.11 给出的传导系数是用 25 个新兴经济体和 21 个先进经济体 (1970-1995 年是 9 个) 的季度数据得到的。首先，用以下形式的国别二元回归估计粮食和燃料的国际价格向国内价格的传导：

$$\pi_t^{domestic} = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i}^{domestic} + \sum_{i=0}^4 \delta_i \pi_{t-i}^{world} + \varepsilon_t. \quad (1)$$

在这些等式中， $\pi$  代表粮食和燃料价格的年

化季度环比对数差（百分比）（等式还包括季节虚拟变量）。所列出的传导系数反映了国际价格向国内价格的长期充分传导：

$$\text{价格传导} = \frac{\sum_{i=0}^4 \delta_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i} \quad (2)$$

其次，用以下广义菲利普斯曲线公式估计各国的国内粮食和燃料价格向核心通胀的传导：<sup>51</sup>

$$\pi_t = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \gamma_i (y_{t-i} - y_{t-i}^*) + \sum_{i=0}^4 \phi_i \pi_{t-i}^{food} + \sum_{i=0}^4 \varphi_i \pi_{t-i}^{fuel} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\text{粮食价格传导} = \frac{\sum_{i=0}^4 \phi_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i}$$

$$\text{燃料价格传导} = \frac{\sum_{i=0}^4 \varphi_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i}$$

同上面一样， $\pi$  代表核心、粮食和燃料价格的年化季度环比对数差（百分比），而  $y$  和  $y^*$  分别表示实际和潜在 GDP 的年化季度环比对数差（百分比）（等式还包括季节虚拟变量）。<sup>52</sup> 为了限制内生因素对估计值的影响，用从第一阶段二元回归中得到的国内粮食和燃料价格预测值来估计国内初级商品价格向核心通胀的传导。在这种方法下，国内粮食和燃料价格只反映国际价格变化带来的差异以及国内价格变化的滞后效应，而不反映劳动力、运输和零售成本的变动（它们可能与总体通胀有共同的起因）。

由此得到的各国传导系数通过加权平均进行

51. 这一方法与 De Gregorio、Landerretche 和 Neilson (2007 年) 估计世界石油价格向国内通胀的传导时使用的方法类似。另见 Blanchard 和 Galí (2007 年)。

52. 核心通胀是基于剔除粮食和燃料价格的消费价格指数。对经合组织国家使用经合组织的潜在 GDP 数据，对非经合组织国家使用 Hodrick-Prescott 过滤趋势来估计潜在 GDP。

加总，权数与各国系数的标准误差成反比。<sup>53</sup> 鉴于各经济体，特别是新兴经济体之间存在相当大的差异（在一定程度上反映了数据质量、通货膨胀衡量方法以及样本期的不同），这一方法对估计更准确的传导系数给予更大权重。

## 预期和实际通货膨胀

图 3.12 显示的预期对实际通货膨胀的反应是基于 14 个先进经济体和 21 个新兴经济体 2003 年以来的半年度截面数据组。这项分析将预期通货膨胀的变化与实际总体通货膨胀的变化联系起来，将实际总体通货膨胀分解为核心通货膨胀和国内粮食与燃料通货膨胀率的变化：<sup>54</sup>

$$\begin{aligned} \Delta \pi_{i,t}^{expected} &= \lambda_i + \theta \Delta \pi_{i,t}^{headline} + \varepsilon_{i,t} \\ &= \mu_i + \alpha \Delta \pi_{i,t}^{core} + \beta \Delta \pi_{i,t}^{food} \\ &\quad + \gamma \Delta \pi_{i,t}^{fuel} + v_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

在这些等式中， $\Delta \pi$  代表以百分点表示的不同时间（未来 1 年、3 年、5 和 6~10 年）的预期通胀和实际通胀（总体通胀及其核心、粮食和燃料组成部分）的一阶差分。通胀预期数据来自“共识经济学”，它基于对专业预测机构的调查，调查每年公布两次，分别在 3 月/4 月和 9 月/10 月。对应于这种频率，实际通胀数据是指每年第一季度和第三季度的数据，是在年同比基础上衡量的。为了更好地将粮食和燃料的影响与核心通胀分解开来，用核心通胀对粮食和燃料通胀回归中的残差代替实际核心通胀。公式还包括年份和国家固定效应。所列出的结果仅包括在 10% 水平上具有统计显著性的系数。

新兴经济体样本进一步按食品在消费价格指数中的权重和货币政策体制的类型划分。<sup>55</sup> 如果食品在消费价格指数中的权重高于（低于）25%，则被划作具有高（低）食品权重的国家和地区。

53. 在动态模型中，加总各国估计值优于加总基础数据或运用合并截面回归，如 Pesaran 和 Smith (1995 年) 指出的。

54. 见 Goretti 和 Laxton (2005 年) 以及 Levin、Natalucci 和 Piger (2004 年) 的类似分析，但他们未将总体通胀分解为核心、粮食和燃料部分。

55. 值得注意的是，这两种分类有重叠：实行通胀目标体制的国家往往具有相对较低的食品权重。

按照这一定义，智利、中国、哥伦比亚、中国香港、印度、印度尼西亚、秘鲁、罗马尼亚、俄罗斯、中国台湾、土耳其和乌克兰的消费价格指数中食品权重较高，巴西、捷克共和国、匈牙利、韩国、墨西哥、波兰、新加坡、斯洛伐克共和国和泰国具有较低权重。关于货币政策体制，实行通胀目标体制的国家和地区是指在样本期开始之前采用这一体制的国家和地区，不包括最近采用这一体制的国家和地区。因此，巴西、智利、哥伦比亚、捷克共和国、匈牙利、韩国、墨西哥、秘鲁、波兰和泰国被划作实行通胀目标体制的国家，而中国、中国香港、印度、印度尼西亚、罗马尼亚、俄罗斯、新加坡、斯洛伐克共和国、中国台湾、土耳其和乌克兰被划作未实行通胀目标体制的国家和地区。

## 参考文献

- Adrangi, Bahram, and Arjun Chatrath, 2006, "Do Commodity Traders Herd," Working Paper No. 11 (Portland, Oregon: University of Portland).
- Akram, Q. Farooq, 2008, "Commodity Prices, Interest Rates and the Dollar," Working Paper 2008/12 (Oslo: Central Bank of Norway).
- Alichi, A., H. Chen, K. Clinton, C. Freedman, O. Kamenik, and D. Laxton, forthcoming, "Inflation-Forecast Targeting under Imperfect Policy Credibility," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Arnade, Carlos, David Kelch, and Susan Leetmaa, 2002, "Supply Response in France, Germany and the UK: Technology and Price," paper presented at the Agricultural and Applied Economics Association 2002 Summer Meetings, Long Beach, California, July 28–31.
- Arnone, Marco, Bernard J. Laurens, Jean-François Segalotto, and Martin Sommer, 2007, "Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends," IMF Working Paper 07/88 (Washington: International Monetary Fund).
- Ball, Laurence, and N. Gregory Mankiw, 1995, "Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110 (February), pp. 161–93.
- Barclays Capital, 2008, *The Commodity Refiner* (Spring).
- Bernanke, Ben S., 2004, "The Logic of Monetary Policy," Remarks before the National Economists Club, Washington, D.C. (December 2). Available at [www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2004/20041202/default.htm](http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2004/20041202/default.htm).
- Blanchard, Olivier, and Jordi Galí, 2007, "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?" NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bordo, Michael D., 1980, "The Effects of Monetary Change on Relative Commodity Prices and the Role of Long-Term Contracts," *Journal of Political Economy*, Vol. 88 (December), pp. 1088–109.
- Bradsher, Keith, and Andrew Martin, 2008, "The Food Chain: Hoarding Nations Drive Food Costs Even Higher," *New York Times*, June 30.
- Bryan, Michael F., and Stephen G. Cecchetti, 1994, "Measuring Core Inflation," in *Monetary Policy*, ed. by N. Gregory Mankiw (Chicago: University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research), pp. 195–215.
- Büyüksahin, Bahattin, Michael Haigh, and Michel Robe, 2008, "Commodities and Equities: A 'Market of One'," Working Paper (Social Science Research Network). Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Cashin, Paul C., John McDermott, and Alasdair Scott, 1999, "The Myth of Comoving Commodity Prices," IMF Working Paper 99/169 (Washington: International Monetary Fund).
- Clarida, Richard H., 2007, *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment* (Chicago: University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research).
- Coady, David, Moataz El-Said, Robert Gillingham, Kangni Kpodar, Paulo Medas, and David Newhouse, 2006, "The Magnitude and Distribution of Fuel Subsidies: Evidence from Bolivia, Ghana, Jordan, Mali, and Sri Lanka," IMF Working Paper 06/247 (Washington: International Monetary Fund).
- Cooper, Richard, Robert Lawrence, Barry Bosworth, and Hendrik Houthakker, 1975, "The 1972–75 Commodity Boom," *Brookings Papers on Economic Activity: 3*, Brookings Institution, pp. 671–723.
- Costello, Dave, 2006, "Reduced Form Energy Elasticities from EIA's Regional Short-Term Energy Model (RSTEM)" (unpublished: Washington: Energy Information Agency, May). Accessed at [www.eia.doe.gov/emeu/steo/pub/pdf/elasticities.pdf](http://www.eia.doe.gov/emeu/steo/pub/pdf/elasticities.pdf).
- Cuddington, John T., and Daniel Jerrett, 2008, "Super Cycles in Real Metals Prices?" *IMF Staff Papers*, forthcoming.
- Deaton, Angus, and Guy Laroque, 1992, "On the Behaviour of Commodity Prices," *The Review of Economic Studies*, Vol. 59 (January), pp. 1–23.
- De Gregorio, José, Oscar Landerretche, and Christopher Neilson, 2007, "Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation," Working Paper No. 417 (Santiago: Central Bank of Chile).
- Eckstein, Otto, 1981, *Core Inflation* (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall).
- Fedepalma, 2008, "Actualización de Costos de Producción de Aceite de Palma," study by Duarte, Guterman y Compania Ltda (Bogotá, July).
- Feiger, George, 1976, "What Is Speculation?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 (November), pp. 677–87.
- Food and Agriculture Organization (FAO), 2008, "Food Out-

- look: Global Market Analysis" (Rome, June).
- Frankel, Jeffrey A., 1986, "Expectations and Commodity Price Dynamics: The Overshooting Model," *American Journal of Agricultural Economics*, Vol. 68 (May), pp. 344–48.
- , 2006, "The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices," NBER Working Paper No. 12713 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Friedman, Milton, 1953, "The Case for Flexible Exchange Rates," in *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press).
- Fung, Ben Siu Cheong, Scott Mitnick, and Eli Remolona, 1999, "Uncovering Inflation Expectations and Risk Premiums from Internationally Integrated Financial Markets," Working Paper No. 99-6 (Ottawa: Bank of Canada).
- Gardiner, Walter H., Vernon Roningan, and Karen Liu, 1989, "Elasticities in the Trade Liberalization Database," Economic Research Service Staff Report No. 89-20 (Washington: U.S. Department of Agriculture, May).
- Gerlach, Stefan, Alberto Giovannini, Cedric Tille, and José Viñals, forthcoming, "Low Inflation: Testing Times for Central Banks," 10<sup>th</sup> Geneva Report on the World Economy (London: International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research).
- Goretti, Manuela, and Douglas Laxton, 2005, "Long-Term Inflation Expectations and Credibility," Box 4.2 in *World Economic Outlook: Building Institutions*, September (Washington: International Monetary Fund).
- Haigh, Michael, Jana Hranaiova, and Jim Overdahl, 2007, "Hedge Funds, Volatility, and Liquidity Provision in Energy Futures Markets," *Journal of Alternative Investments* (Spring), pp. 10–38.
- Hamilton, James D., 2008, "Understanding Crude Oil Prices," Energy Policy and Economics Working Paper No. 023 (San Diego: University of California Energy Institute).
- Harrison, J. Michael, and David M. Kreps, 1978, "Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectations," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 92 (May), pp. 323–36.
- Ilzetki, Ethan O., Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, forthcoming, "Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?"
- Interagency Task Force on Commodity Markets (ITC), 2008, *Interim Report on Crude Oil* (Washington, July). Available at [www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/itfinterimreportoncrudeoil0708.pdf](http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/itfinterimreportoncrudeoil0708.pdf).
- International Energy Agency, 2008, "IEA Medium-Term Oil Market Report" (Paris, July).
- International Monetary Fund (IMF), 2008a, *Senegal: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/221 (Washington).
- , 2008b, "Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses" (Washington, June and September). Available at [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf) and [www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf).
- , 2008c, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, (Washington, April).
- , 2008d, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, October).
- Jaumotte, Florence, and Irina Tytell, 2007, "How Has the Globalization of Labor Affected the Labor Income Share in Advanced Countries?" IMF Working Paper 07/298 (Washington: International Monetary Fund).
- Kilian, Lutz, 2008, "A Comparison of the Effects of Exogenous Oil Supply Shocks on Output and Inflation in the G7 Countries," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 6 (January), pp. 78–121.
- King, Mervyn, 2005, "Monetary Policy: Practice Ahead of Theory," Mais Lecture at the Cass Business School, City University, London (May 17). Available at [www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech245.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech245.pdf).
- Krautkraemer, Jeffrey, A., 1998, "Nonrenewable Resource Scarcity," *Journal of Economic Literature*, Vol. 36 (December), pp. 2065–107.
- Krugman, Paul, 2008, "The Oil Nonbubble," *New York Times*, May 12.
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits," IMF Working Paper 07/202 (Washington: International Monetary Fund).
- Lalonde, René, and Dirk Muir, 2007, "The Bank of Canada's Version of the Global Economy Model," Technical Report No. 98 (Ottawa: Bank of Canada).
- Levin, Andrew T., Fabio M. Natalucci, and Jeremy M. Piger, 2004, "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 86 (July/August), pp. 51–80.
- Mill, John Stuart, 1871, *Principles of Political Economy* (7<sup>th</sup> ed.).
- Mishkin, Frederic S., and Klaus Schmidt-Hebbel, 2007, "Does Inflation Targeting Make a Difference?" NBER Working Paper No. 12876 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- North Carolina Solar Center, 2006, "North Carolina Canola Production" (Raleigh, North Carolina: North Carolina Solar Center and the North Carolina State University, September).
- Pesaran, M. Hashem, and Ron Smith, 1995, "Estimating Long-Run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels," *Journal of Econometrics*, Vol. 68 (July), pp. 79–113.
- Radetski, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms," *Resources Policy*, Vol. 31 (March) pp. 56–64.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119 (February),

- pp. 1–48.
- Rigobon, Roberto, 2008, “Commodity Pass-Through,” presented at the international conference “The Global Rise in Food Prices and the U.S. Slowdown: Issues and Challenges in Monetary Policy” held in Lima, Peru, June 16–17, 2008, and jointly organized by the Central Reserve Bank of Peru and the Office of the Chief Economist for Latin America and the Caribbean Region of the World Bank.
- Sargent, Thomas J., and Neil Wallace, 1985, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic,” Federal Reserve Bank of Minneapolis *Quarterly Review*, Vol. 9 (Winter), pp. 15–31.
- Shen, Pu, and Jonathan Corning, 2001, “Can TIPS Help Identify Long-term Inflation Expectations?” Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review* (Fourth Quarter), pp. 61–87.
- Sims, Christopher A., 2003, “Implications of Rational Inattention,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50 (April), pp. 665–90.
- Smith, Adam, 1776, *The Wealth of Nations*.
- Soderlind, Paul, and Lars Svensson, 1997, “New Techniques to Extract Market Expectations from Financial Instruments,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 40 (October), pp. 383–429.
- Tokarick, Stephen, 2003, “Measuring the Impact of Distortions in Agricultural Trade in Partial and General Equilibrium,” IMF Working Paper 03/110 (Washington: International Monetary Fund).
- Trostle, Ronald, 2008, “Global Agriculture Supply and Demand: Factors Contributing to the Recent Increase in Food Commodity Prices,” Outlook Report No. WRS-0801 (Washington: U.S. Department of Agriculture, July).
- U.S. Department of Agriculture (USDA), 2008, “World Agricultural Supply and Demand Estimates,” WASDE-458 (May 9).
- Westhoff, Patrick, and Robert Young, 2002, “Modeling the European Union Agri-Food Sector: An Update on the FAPRI Approach,” FAPRI Paper (Colombia, Missouri: University of Missouri, Food and Agricultural Policy Research Institute).
- World Bank, 2007, *World Development Report 2008: Agriculture for Development* (Washington).

## 第四章 金融压力与经济下滑

本章分析，为什么某些金融压力事件会导致经济下滑，而另一些则对总体经济的影响有限。分析表明，相比主要集中于证券和外汇市场的压力事件而言，以银行部门困境为特征的金融动荡更可能伴随严重和持续的经济下滑。具有更偏于非关系型金融体系的国家在经济活动急剧收缩时似乎尤为脆弱，因为其银行体系的杠杆作用存在更强的顺周期性。本章分析对美国 and 欧元区经济前景的影响，并探讨政策应对措施如何能帮助限制当前和未来金融危机的影响。

**20**07年夏天开始的金融动荡已发展成全面的金融危机，波及几个先进经济体的证券市场 and 银行体系。宏观经济活动将受到什么影响，政策制定者能采取什么措施减轻危机的经济后果并防止今后再次出现这样的危机？尽管过去银行业、证券业和 / 或外汇市场出现的压力事件仅有一部分伴随经济下滑（图 4.1，上图），但这种经济下滑往往较为严重（图 4.1，下图）。

评估金融压力对经济活动的影响时，一个重要的概念是金融周期的作用。尽管金融体系在创新和监管变化中不断演进，但金融周期一直是经济环境的不变特征。金融体系具有内在的顺周期性，信贷、杠杆效应和资产价格往往会增强基础经济走势，有些情况下会导致金融失衡的积累，随后出现急剧调整（见 Borio，2007 年；Goodhart，1996 年；以及 Minsky，1992 年）。

金融周期对实体经济的影响在学术界和政策制定部门仍是一个引起争论的问题。一些研究强调，金融加速器能够影响担保品的价值，从而影响金融体系向经济提供信贷的意愿，因此能够增强金融周期对实体经济的影响（Bernanke 和 Gertler，1995 年；Bernanke、Gertler 和 Gilchrist，1999 年；Kiyotaki 和 Moore，1997

年）。根据这一观点，影响借款人信誉的冲击往往会扩大产出的波动。另一些研究侧重于借款人的资产负债表以及银行资本与总信贷之间的关系，即所谓的银行资本渠道（Bernanke、Lown 和 Friedman，1991 年；Kashyap 和 Stein，1995 年；Peek 和 Rosengren，1995 年；以及 Altunbas、Gambacorta 和 Marqués，2007 年）。当银行资本受到侵蚀时，银行变得更不愿意贷款，可能被迫去杠杆化，导致更急剧的经济下滑。另一个分析领域是，金融加速器的作用在多大程度上因金融体系类型的不同而不同（《世界经济展望》，2006 年 9 月；以及 Rajan 和 Zingales，2003 年）。更多依赖非关系型融资、更少依赖关系型贷款这一总体趋势可能使经济体能更好地吸收金融压力，因为住户和公司能从银行转向市场（从而能得益于所谓的金融体系双引擎）。

在这一背景下，本章探讨以下问题：为什么有些金融压力事件伴随经济减速甚至衰退，而另一些看来对实体经济几乎不产生任何影响？金融失衡的规模和位置及住户和公司资产负债状况起到什么作用？金融创新是否降低了银行在将冲击从金融体系传到实体经济过程中发挥的作用？

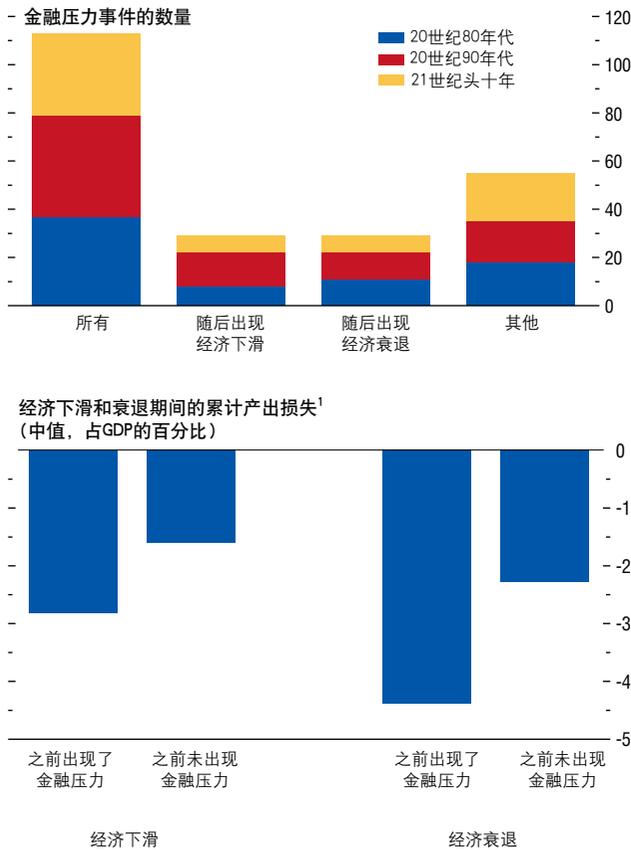
为了回答这些问题，本章分析过去三十年里 17 个先进经济体的金融压力事件和经济周期。<sup>1</sup> 本章根据以下标准区分这些事件并从中得出经验教训：金融压力事件开始时的状况，包括住户和公司资产负债表的状态以及压力事件发生前信贷和资产价格的走势；所出现的金融压力的类型（即

注：本章的主要作者是 Subir Lall、Roberto Cardarelli 和 Selim Elekdag。Angela Espiritu 和 Gavin Asdorian 提供了支持。Hyun Song Shin 提供了咨询。Jörg Decressin 和 Tim Lane 领导了本章的编写。

1. 本项研究包括的国家是，澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、意大利、日本、荷兰、挪威、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国。

图4.1. 金融压力和产出损失

在第四章探讨的过去三十年来先进经济体发生的金融压力事件中，只有约一半随后出现了经济下滑。金融压力事件后出现的经济下滑和衰退往往持续时间更长，程度更严重。



资料来源: Haver Analytics; 经合组织, Analytic数据库; 经合组织, 《经济展望》(2008年); 以及基金组织工作人员的计算。

1. 对于经济下滑, 衡量的是当产出低于Hodrick-Prescott趋势值时的累计产出损失, 对于经济衰退, 衡量的是直到经济复苏时的累计产出损失。

是否与银行、证券市场或外汇市场有关); 以及政策回应。这些因素合起来提供了关于金融压力影响经济周期的渠道和机制的总体情况。<sup>2</sup> 尽管确定金融压力与经济下滑之间的因果关系具有内在难度, 但本章通过直接分析宏观经济文献中研究的最常见的各类冲击的影响而力图解决这一问题。

本章的主要结论如下:

- 相比主要集中在证券或外汇市场的金融动荡, 以银行压力为特征的金融动荡往往更可能伴随严重和持续的经济下滑。
- 金融压力后发生经济下滑的可能性看来与金融压力出现之前房价和总信贷的增长程度有关。此外, 住户和非金融公司更多依赖外部融资也与金融压力后出现更严重经济下滑有关。
- 那些具有更偏于非关系型金融体系的国家看来在出现银行压力后容易遭受经济活动的较急剧收缩, 因为在金融创新更活跃的国家, 银行体系的杠杆程度似乎有更强的顺周期性。
- 核心金融中介在向实体经济传导金融冲击方面起到重要作用, 这表明, 能够在强有力的金融稳定框架内帮助恢复这些机构资本基础的政策有助于减轻经济下滑。
- 美国在当前金融压力事件中资产价格和总信贷的变化特征看来与过去带来经济衰退的金融压力事件中的特征类似。特别是, 住户净借款 (衡量对外部融资的依赖程度) 特征的变化非常类似于过去经济衰退时的轨迹。非金融公司在动荡之初处于相对较强的状况。加上核心银行机构遭受的大量损失, 这些因素表明, 美国继续面临相当大的衰退风险, 尽管按金融压力导致衰退的标准衡量, 实际利率较低。在欧元区, 住户相对强健的资产负债表能够在一定程度上防止出现急剧的经

2. 这一更广泛的方法对近期在以下方面开展的研究提供了补充: 经济周期中资产价格 (如股价和房价以及债券利差) 与产出走势之间的实证关系 (见 Cihák 和 Koeva Brooks, 即将发表; 以及 Claessens, Kose 和 Terrones, 2008 年), 或银行资本、贷款和产出之间的实证关系 (见 Bayoumi 和 Melander, 2008 年; 以及 Kashyap, Rajan 和 Stein, 2008 年, 针对美国的情况)。

济下滑，尽管在金融动荡发生之前资产价格和信贷比率大幅上升。

本章其余部分的结构如下：下一节详细阐述本章所使用的金融压力的概念，并运用这一概念识别过去三十年的金融压力事件。本章随后分析在发生这些金融压力事件后经济周期的表现。随后的一节讨论哪些因素使一些金融压力事件伴随经济下滑而另一些则未造成这种影响。在宏观层面的分析后，运用银行层面的数据，对非关系型金融体系与关系型金融体系中投资银行和商业银行的杠杆效应的顺周期性进行微观分析。本章随后侧重于六次最广为人知的与银行业有关的金融压力事件，并从历史角度分析当前的金融动荡。结论部分概述政策含义。

## 识别金融压力事件

金融体系（包括金融机构以及中介渠道）向来容易发生迅速扩张随后调整的情况。<sup>3</sup>为了更好地理解金融周期对经济的影响，有必要研究过去发生的与当前金融压力事件有共同特征的事件。

当前的事件始于2007年年初，当时是与美国次级抵押贷款相连的资产的有序重新定价。到夏天时，迅速发展成为美国和西欧银行体系的严重流动性紧缩，导致银行间融资市场的严重混乱。<sup>4</sup>危机最近进一步演变，重大信贷损失令人对许多银行的资本充足性产生怀疑。此外，压力在新兴经济体和先进经济体的各个市场部分之间扩散，这些市场上出现了流动性丧失、价值下跌、风险规避程度增加以及波动加剧的情况。由于对全球金融资产安全性和稳健性的担心增加，加之

3. 见 Kindleberger 和 Aliber (2005 年) 关于金融危机历史的介绍。对金融体系顺周期性特征的著名阐述是 Minsky 的金融不稳定假说 (Minsky, 1992 年)。该假说指出，金融市场鼓励企业和个人过度冒险，导致破坏性的周期性波动。

4. 关于对当前动荡中银行间融资市场的详细分析，见 2008 年 10 月期《全球金融稳定报告》第一章和第二章（基金组织，2008 年）。银行间市场的流动资金供给枯竭，因为许多银行需要这种资金，但有盈余资金的银行出于对交易对手信誉的担心而不愿贷款。这既影响到商业银行（主要依赖零售存款为贷款业务提供资金），也影响到投资银行和经纪人（更多依赖批发性融资市场）。同时具有商业银行和投资银行特征的全能银行也面临类似约束。

金融压力影响经济运行，外汇市场也受到影响。鉴于当前金融市场动荡的这些主要特征，确定过去金融压力事件的特征时应考虑到银行部门的状况、通过股票和债券进行的非银行中介活动的状态以及外汇市场行为。

关于金融危机的学术文献主要依赖对众所周知的系统性银行危机的历史性描述，在这些危机中，银行资本受到侵蚀，贷款陷入混乱，并往往需要大规模的公共干预（例如，见 Caprio 和 Klingebiel, 2003 年）。这种方法的一种延伸是用对货币危机的描述补充对银行危机的描述。在货币危机中，储备耗尽，以及 / 或者汇率体制发生显著变化（例如，见 Kaminsky 和 Reinhart, 1999 年；以及 Reinhart 和 Rogoff, 2008 年）。没有同样全面地分析纯粹的证券市场压力事件，特别是那些涉及多个国家的事件，尽管对单个国家的研究是有益的 (Shiller, 1999 年)。

虽然识别金融危机的这种描述性方法能够提供内容丰富的资料库，但不太适合本章的目的，原因有以下几点：首先，这些事件是那些人们明确知道的对产出造成很大影响及 / 或需要大规模公共干预的事件。但人们不那么关注“近失弹”，即对宏观经济产生很小影响的事件，这些事件可以作为有用的反事实条件。其次，所识别的事件往往持续时间相当长，涉及不同强度的压力，使得难以确定金融压力何时达到顶峰，以及金融压力与经济下滑之间是否存在任何有意义的因果关系。最后，即使是最全面的资料库也只是侧重于银行危机和货币危机，极少关注纯粹的证券市场压力或流动性紧缩，如 1987 年美国股市崩溃以及 1998 年美国对冲基金长期资本管理公司 (LTCM) 破产。由于银行体系的杠杆状况与证券化相连，看来必须同时分析中介活动的银行和证券渠道，以确定两者之间相互作用的程度。

为了克服这些局限性，本章识别金融压力事件时使用一项综合变量（“金融压力指数”，FSI）的极值，该指数是用基于市场的实时高频指标构建的。<sup>5</sup> 每个国家的金融压力指标是以下指标的

5. Illing 和 Liu (2006 年) 使用了类似的方法。

平均值：

- 三个与银行业有关的变量：银行部门股票的 beta 值；<sup>6</sup> 银行间同业利率与国库券收益率之差，即所谓的 TED 利差，它衡量的是银行之间相互收取的高于国库券利率的差幅；以及收益曲线的斜率。
- 三个与证券市场有关的变量：公司债券利差，股票市场回报，以及时变股票回报波动性；
- 一个外汇变量：时变有效汇率波动性。<sup>7</sup>

利用这种指数的好处是能够更准确地按季度确定金融压力事件的起始、顶峰和结尾，从而计算其持续时间。此外，这种指数有助于识别金融压力事件的四个根本特征：资产价格（股票和债券市场回报）大幅变动；风险 / 不确定性（股票和汇率波动性）急剧上升；流动性（TED 利差）急剧变化；以及银行体系的健康程度（银行部门股票的 beta 值以及收益曲线，收益曲线影响将短期负债转化为长期资产的盈利性）。分析这三个组成部分有助于确定哪些类型的金融压力事件造成了较大的产出后果：与银行业有关的事件，与证券市场有关的事件，与汇率有关的事件，或以上事件的结合。

本章使用金融市场（基于资产价格的）变量来识别金融部门处于压力、其开展中介活动的的能力可能受到损害的期间。相比使用基于数量的指数（公司财务文献可能建议使用的方法），这一方法有三个主要优点：首先，能够在可比基础上监测和计算多个国家基于资产价格的变量。其次，更广泛金融资产价格的变动对金融公司提供中介服务的能力具有更大的影响，而对非金融公司为新投资融资的能力的影响较小，因为后者在更大程

6. 银行业股票的 beta 值衡量的是银行部门股票指数与总体股票指数的总回报的相关性。大于 1 的 beta 值表示银行业股票的变动相对于总体股市的变动的比例高于 1，这意味着银行部门的风险相对较高。金融压力指数计算的 beta 值是每个国家银行部门分指数的滚动回报对该国的总体股市指数回报进行回归的系数。金融压力指数只考虑回报是负值期间的 beta 值，以侧重于对银行的不利冲击。因此，在压力很大的事件中，这一指标将反映银行业股票价格相对于总体市场价格有异常大幅的下跌。

7. 所有变量都用其方差倒数加权，以降低较波动变量对总体指数的影响。关于指数的构建，见附录 4.1。

表 4.1. 对金融压力事件的描述性统计

	事件数量 <sup>1</sup>					事件持续时间 (平均, 季度数)
	总计	20世纪 80年代	20世纪 90年代	21世纪 头十年	当前	
金融压力	113	37	42	34	16	2.4
其中：						
银行业	43	12	19	12	4	2.4
证券市场	50	19	12	19	11	2.4
外汇	20	6	11	3	1	2.4
备忘项：						
与银行业有关的	60	16	25	19	10	2.6
其中：						
高于平均非关 系型程度	31	9	13	9	4	2.4
低于平均非关 系型程度	27	7	11	9	5	2.9

资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 有关国家包括澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、意大利、日本、荷兰、挪威、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国。

度上与其特定部门的发展状况有关。最后，最初有必要使用资产价格考虑各种金融压力事件，随后使用基于数量的变量识别其中哪些事件伴随显著的经济下滑。基本的假设是，在基于资产价格的压力事件中，只有一部分反映了金融中介机构的资产负债表处于真正的根本困境，这种困境通过限制信贷供给而对总体经济活动产生影响，而其他事件仅反映了正常的市场调整。

使用上述七个变量，我们构建了 17 个样本国家每个国家的金融压力指数。金融压力事件是指一国指数超过其趋势值一个标准差的期间（用 Hodrick-Prescott 过滤器识别），它表示银行业、证券和 / 或外汇市场变量中的一个或多个出现了急剧变动。

本章总共识别出过去三十年 17 个国家发生的 113 次金融压力事件（表 4.1）。其中，43 次事件主要是由银行部门驱动的（即金融压力指数上升主要是由银行业变量引起的），50 次事件主要反映了证券市场的动荡，20 次事件主要反映了外汇市场的动荡。在某些情况下，金融体系某个部分的压力最终传到其他部分。例如，对于主要由证券或外汇市场压力引起的 70 次事件中的 17 次，金融

压力指数的上升中至少有三分之一是由银行业变量引起的。这意味着，样本中实际上有 60 次事件存在与银行业有关的金融压力，银行在这些事件中是最重要或第二重要的因素，在金融压力指数的上升中至少占三分之一。

总的来看，金融压力指数看来能准确地反映全球金融事件。<sup>8</sup> 当前的金融危机（开始于 2007 年）在全球影响广泛，几乎影响到样本中所有国家（图 4.2 和图 4.3）。过去发生的同时影响样本中多数国家的事件包括 1987 年的股市崩溃，20 世纪 80 年代末的 Nikkei/垃圾债券崩溃，1990 年的斯堪的纳维亚国家银行危机，1992 年的欧洲汇率机制危机，以及长期资本管理公司的倒闭。但当前事件的影响范围似乎最为广泛。

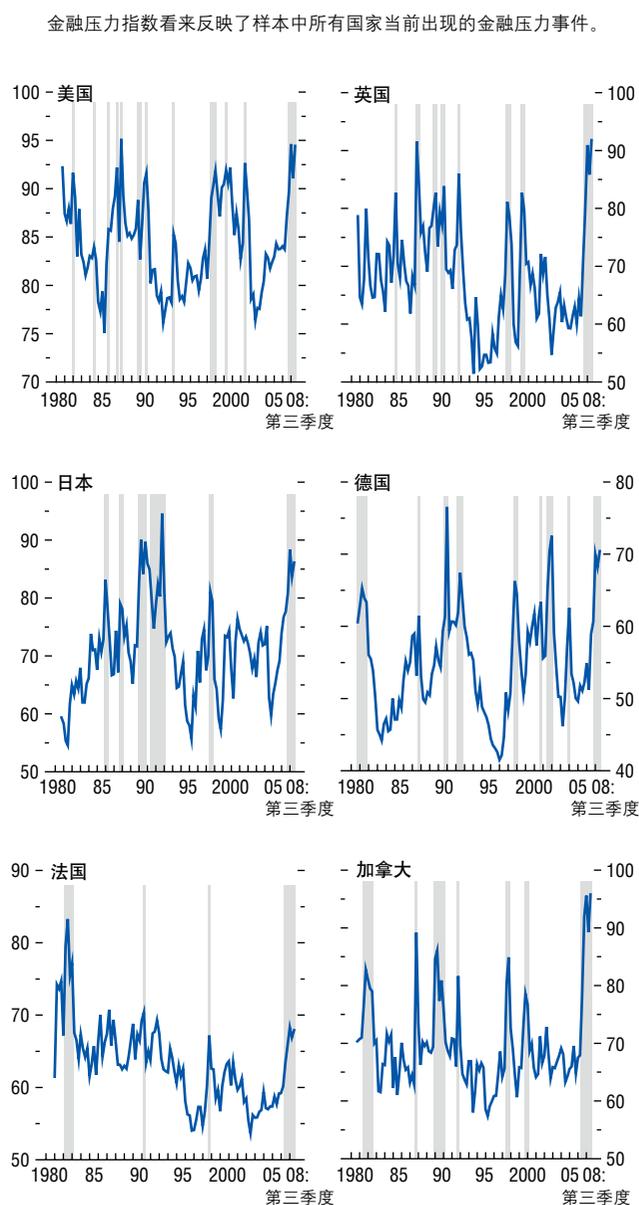
金融压力指数还准确地反映了这样一个事实，即虽然当前事件起源于银行部门，但危机到 2008 年年初已经显著扩大，影响到证券和外汇市场（图 4.4）。此外，该指数显示，过去所有与银行业有关的压力事件都有相当大的证券市场成分。

本章研究的 17 个国家各自的金融压力指数显示，金融压力指数的峰值（与金融压力期间相对应）一般与这些国家过去三十年发生的众所周知的金融压力事件准确重合（见图 4.2）。具体而言，金融压力指数捕捉到有关文献识别出的 90% 以上的银行业危机和 80% 以上的货币危机。<sup>9</sup>

鉴于金融压力指数的上升与股票/债券市场崩溃或银行业危机等众所周知的事件有关，该指数会不会只是反映了其他能直接影响经济周期的基本状况的变化？考虑四种这样的冲击，即石油价格、劳动生产率、财政政策和货币政策面临的冲击，有关证据表明，金融压力指数的上升与石油、劳动生产率或宏观经济政策并不相关（见图 4.3，下

图 4.2. 金融压力指数

(阴影部分表示金融压力事件)



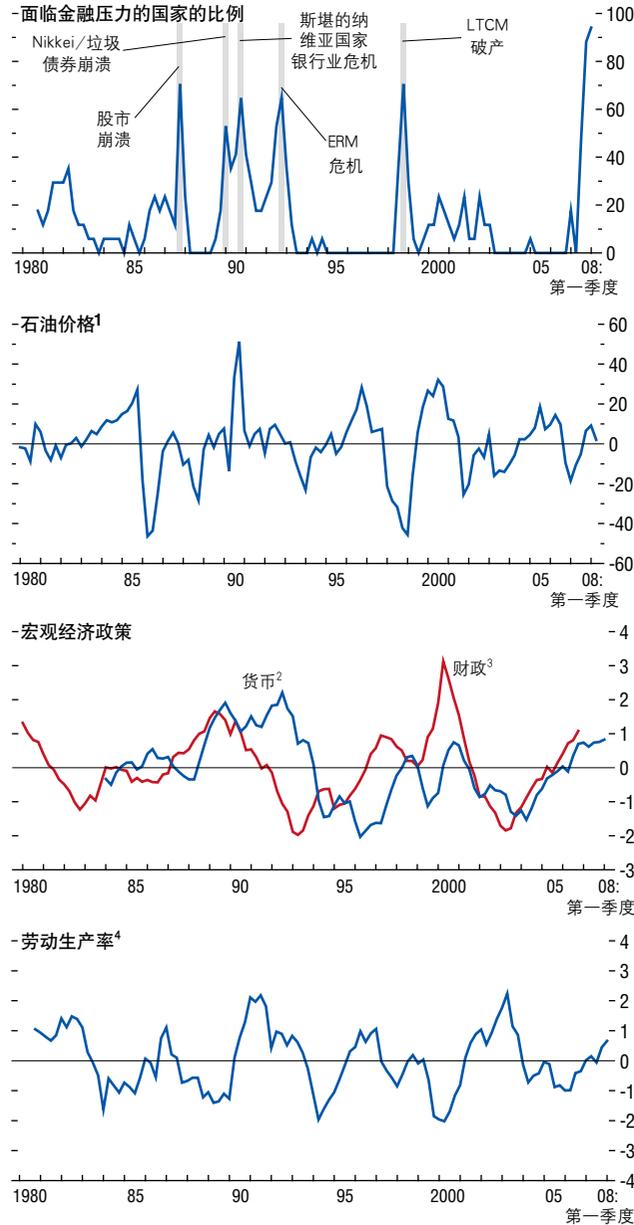
资料来源：基金组织工作人员的计算。

8. 总体而言，在样本识别的 113 次金融压力事件中，有 87 次同时影响到了两个或两个以上的国家。

9. 如果更宽地解释事件的持续时间，即如果将金融压力顶峰前后的时间延长几个季度，则金融压力指数能捕捉到有关文献所识别的事件的 100%。

图4.3. 金融压力和冲击

金融压力事件往往与系统性事件同步，这可以从其集中在一些峰值上看出来。金融压力事件一般对应于货币政策冲击，但与其他冲击相关性不大。



资料来源：Haver Analytics；基金组织商品价格系统数据库；经合组织，Analytic数据库；经合组织，《经济展望》（2008年）；以及基金组织工作人员的计算。

注：ERM=汇率机制；LTCM=长期资本管理公司。

1. 石油价格经美国通胀（CPI）调整，代表对Hodricks-Prescott趋势值的偏差。

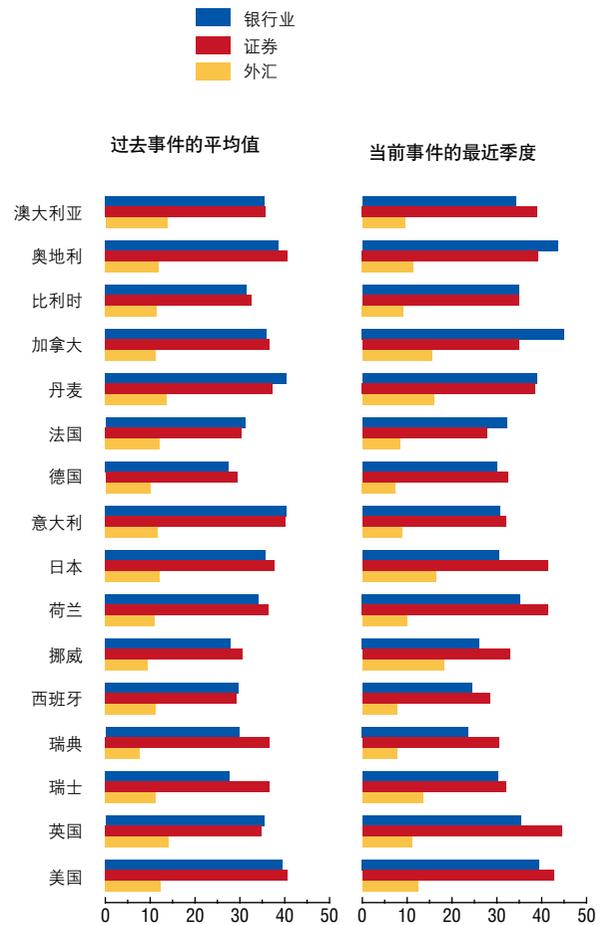
2. 货币政策用倒期限利差与对HP趋势值的偏差衡量。

3. 财政政策用政府净贷款与对HP趋势值的偏差衡量。

4. 总体经济的劳动生产率用实际GDP与对总就业的比率衡量，代表与对HP趋势值的偏差。不具备奥地利、比利时、丹麦、西班牙和瑞士的数据。

图4.4. 银行、证券和外汇对当前金融压力事件的作用<sup>1</sup>

始于2007年的金融压力事件已变得更加广泛，银行、证券和外汇市场都起了作用。银行和证券市场也对过去的事件起了很大作用。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 各组成部分之和等于给定期间内金融压力指数水平。详见附录4.1。

表4.2. 对金融压力、经济减速和经济衰退的描述性统计

	N	持续时间 (平均, 季度)		产出损失 (平均, 占GDP的百分比)		到经济下滑 的时滞 <sup>3</sup> (平均, 季度)
		金融压力	经济减速或经济衰退 <sup>1</sup>	累计 <sup>2</sup>	平均	
金融压力	113	2.4				
其中:						
随后发生经济减速	29	2.7	7.6	-7.6	-0.7	2.4
与银行业有关	18	3.2	8.4	-9.3	-0.8	1.8
随后发生经济减速	29	3.0	6.8	-13.8	-1.2	2.3
与银行业有关	17	4.0	7.6	-19.8	-1.5	2.0
其他	55	2.0				
之前未出现金融压力的经济减速 <sup>4</sup>	109		5.1*	-4.1*	-0.6	
之前未出现金融压力的经济衰退 <sup>4</sup>	31		3.1*	-5.4*	-0.9	

1. 经济减速持续时间: GDP低于趋势值的季度数; 经济衰退持续时间: GDP达到或超过峰值前的季度数。

2. 经济减速的产出损失: 低于趋势值的累计产出损失; 经济衰退持续时间: 经济复苏前的累计产出损失。

3. 从金融压力开始到经济减速或经济衰退之间的季度数。

4. \*表示在10%或更高显著性水平上与之前出现金融压力的经济下滑之间的差异。

面的三幅图)。<sup>10</sup> 金融压力指数似乎与货币政策存在较强的相关性, 但这是可以预计到的, 因为货币政策(以期限利差衡量)是金融压力指数的一个组成部分, 将其包括在内是因为金融压力似乎与货币政策态势(体现于期限利差)有关。

总体而言, 金融压力指数看来是一个能够识别样本国家金融压力事件的综合指标, 为分析这种压力的宏观经济后果提供了良好的基础。

## 金融压力、经济减速和经济衰退

在运用金融压力指数识别出的金融压力事件中, 有多少随后发生了经济减速或直接的经济衰退? 随后发生经济下滑的事件与未发生经济下滑的事件有怎样的区别?

- 如果金融压力出现后的六个季度内实际 GDP 水平降至低于趋势值(用 Hodrick-Prescott 过滤器确定), 则认为金融压力事件后发生了经济“减速”。

10. 这些冲击的定义与金融压力事件的定义类似: (1) 石油价格或劳动生产率冲击定义为这些指标的变化高于趋势值一个标准差的情况; (2) 财政政策冲击是指当政府净贷款/借款占 GDP 的比率高于趋势值一个标准差时的情况; (3) 货币政策冲击是指倒期限利差高于趋势值一个标准差时的情况。在所有情况下, 从趋势值的偏差用 Hodrick-Prescott 过滤器计算。图 4.3 显示了本章研究的一组国家的这些财政、货币和劳动生产率指标的第一主要组成部分。

- 如果用 Harding 和 Pagan (2002 年) 及 2003 年 4 月期《世界经济展望》所描述方法确定的“从波峰至波谷”商业周期在金融压力出现后的六个季度内开始, 则认为金融压力事件后发生了经济“衰退”。<sup>11</sup>

本章力图确定最终发生经济下滑的金融压力事件的主要特征, 而不是评估金融压力“导致”了经济下滑, 因为确定因果关系有相当大的分析和实证难度。<sup>12</sup> 然而, 分析力图在一定程度上考虑可能影响金融压力与经济周期之间关系的其他冲击, 即货币、财政、石油价格和劳动生产率冲击。

根据上述定义, 在这里所识别的 113 次金融压力事件中, 29 次随后发生了经济减速, 29 次随后发生了经济衰退。其余的 55 次随后未发生经济下滑(表 4.2)。

从金融压力开始出现到随后发生经济下滑之间的时滞平均为七个月。然而, 这一平均值掩盖了重大差异: 约一半的经济下滑是在金融压力开始出现后的一个季度内发生的, 但在四分之一的压力事件中, 经济下滑在一年多之后才发生(图 4.5)。

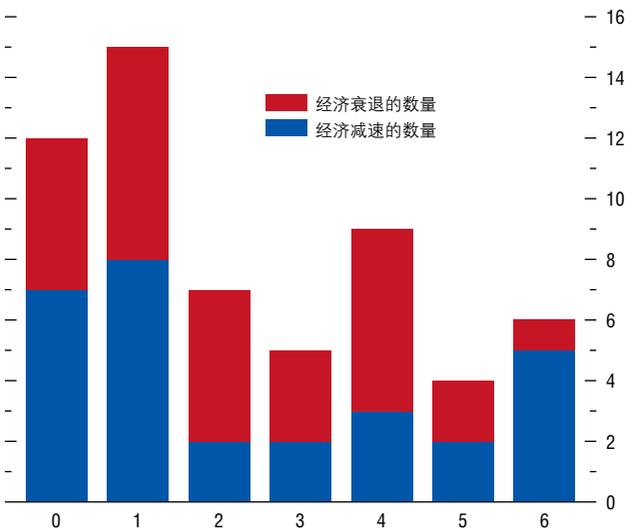
11. 例如, 在美国, 最近一次衰退是在 2001 年发生的, 而最近一次经济下滑是在 2007 年第四季度至 2008 年第一季度 GDP 低于趋势值时发生的。

12. 例如, 许多冲击同时对金融体系和整个经济产生影响, 并且, 尽管金融体系可能强化冲击, 但难以区分冲击的直接效应和强化效应。

**图4.5. 金融压力与经济下滑之间的时滞**

(金融压力事件在 $t=0$ 时开始; x轴单位是季度, y轴为在某一季度内开始的经济减速或衰退的数量)

多数情况下, 金融压力开始后不久 (一个季度内) 就发生经济下滑, 但也有更长的时滞。



资料来源: 基金组织工作人员的计算。

最重要的是, 之前出现金融压力的经济减速和经济衰退比之前未出现金融压力的经济减速和经济衰退的持续时间更长, 并在一定程度上因此而更严重。对于金融压力后发生的经济减速, 累计产出损失平均约为 GDP 的 3%。对于金融压力后发生的经济衰退, 累计产出损失平均约为 GDP 的 4.5%。这大大高于之前未出现金融压力的经济减速或衰退(分别约为 GDP 的 1.5% 和 2.25%) (见图 4.1)。

金融压力的出现往往会改变经济下滑的模式 (图 4.6), 这可以通过分析经济下滑开始时一些宏观经济变量的走势而明显看出。<sup>13</sup> 特别是, 之前出现金融压力的经济下滑的特点通常是, 消费增长趋于平缓, 投资呈现周期性升降波动, 经常账户差额发生明显转变, 通货膨胀率和实际利率下降。这种特征变化对于经济减速较为显著, 对于经济衰退不那么显著, 这也许表明, 后者在更大程度上是由金融压力与其他冲击的相互作用引起的。

### 为什么某些金融压力事件伴随经济下滑?

在用金融压力指数识别出的金融压力事件中, 只有约一半随后发生了经济减速或衰退。是什么决定了金融压力事件后会发生经济下滑? 最严重和持续的经济下滑之前的压力事件有什么特征? 为了回答这些问题, 我们从两方面对随后发生经济下滑的金融压力事件进行相互比较: (1) 金融压力事件本身的特点, 特别是金融冲击的性质 (是与银行体系、证券市场还是外汇市场有关); (2) 事件发生之初金融中介、住户和公司的财务状况。

### 与银行业有关的金融压力有什么不同吗?

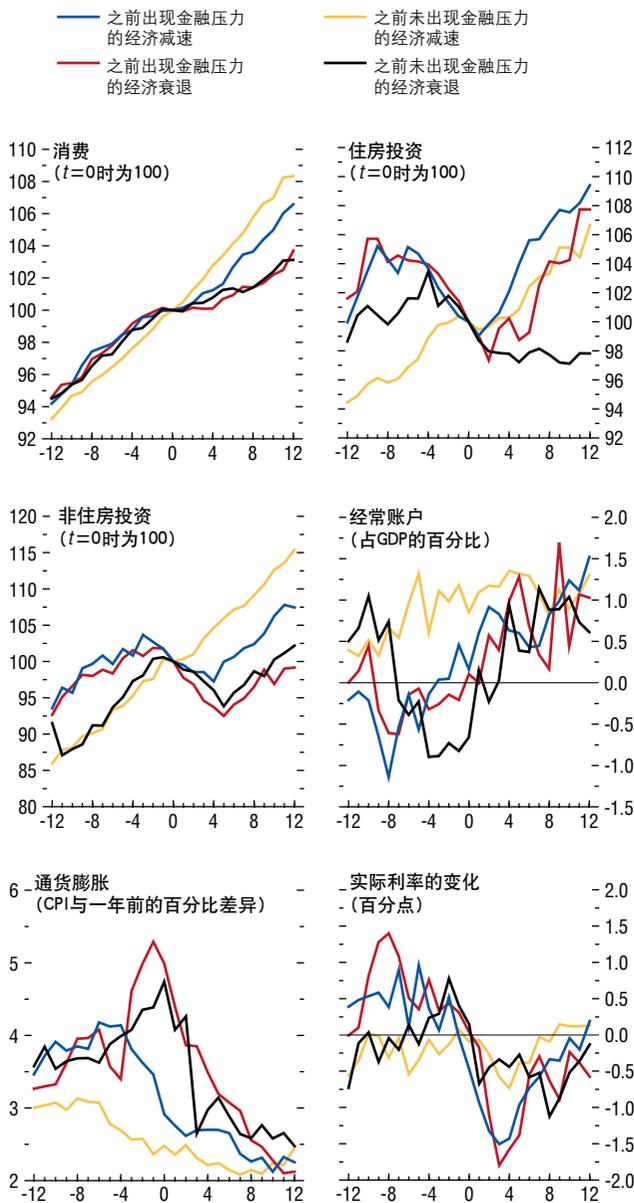
相比纯粹与证券或外汇市场有关的压力事件 (银行体系基本未受影响), 银行体系压力会对产出造成更大影响 (图 4.7)。在随后发生经济下滑的金融压力事件中, 约 60% 与银行业有关。此外,

13. 该图采用 12 个季度的窗户, 只显示“完整”事件 (从开始到结束的时间跨度至少为 12 个季度的事件)。因此, 只包括始于 1983 年第一季度至 2005 年第一季度的经济下滑。

图4.6. 经济下滑（存在和不存在金融压力）前后的部分宏观变量<sup>1</sup>

(中值；经济收缩在t=0时开始；x轴单位是季度)

金融压力的出现改变了经济下滑的特点。特别是，经济下滑的形态似乎受到影响。



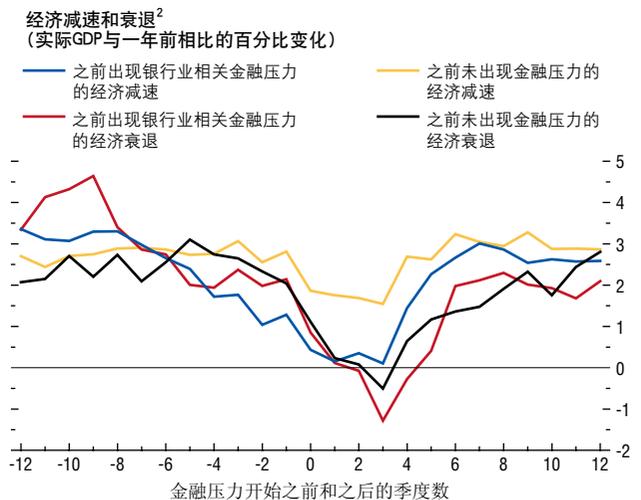
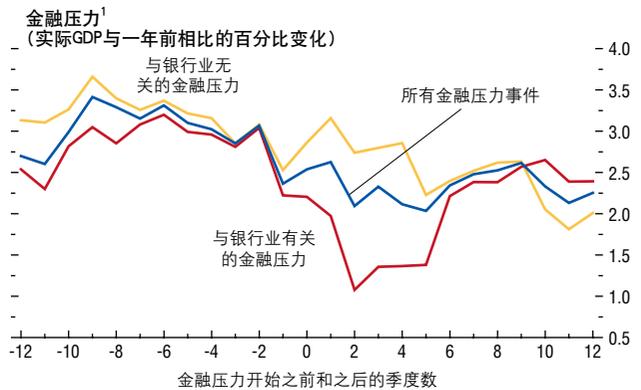
资料来源：Haver Analytics；基金组织国际金融统计数据库；经合组织，Analytic数据库；以及基金组织工作人员的计算。

1. 所有都以实际值表示。所有季度的样本不变。

图4.7. 与银行业有关的金融压力、经济减速和经济衰退

(中值；x轴单位是季度)

最为严重的经济下滑与银行业相关的金融压力有关。



资料来源：Haver Analytics；经合组织，Analytic数据库；经合组织，《经济展望》(2008年)；以及基金组织工作人员的计算。

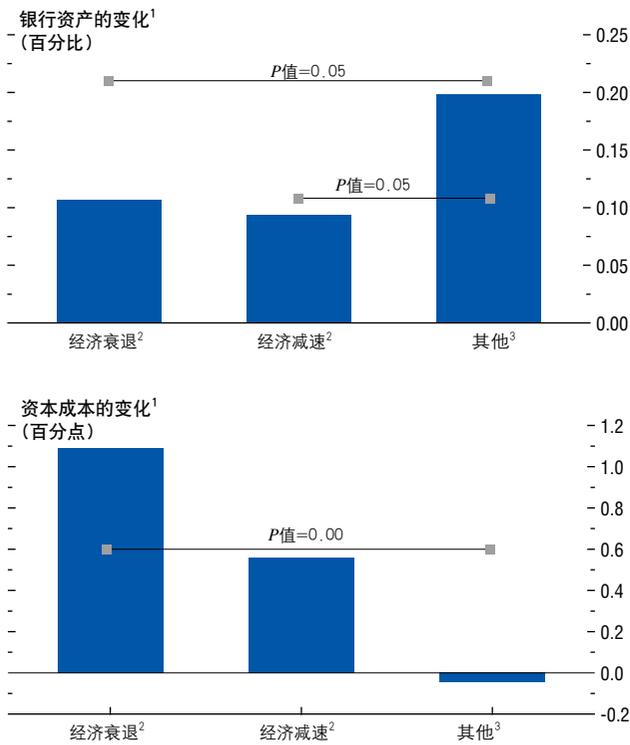
1. 0、1、2、3和4季度与银行业有关和无关事件之间差异的显著水平至少为10%。所有季度的样本不变。

2. t-6到t+6期间，之前出现与银行业有关金融压力的经济减速与之前未出现金融压力的经济减速之间差异的显著水平至少为10%。所有季度的样本不变。

**图4.8. 银行业金融压力事件前后的资本成本和银行资产增长**

(平均值；金融压力开始之前一年到之后一年的变化)

带来经济衰退的银行业金融压力事件的特点是，事件之后银行资产增长率较低，资本成本较高。



资料来源：经合组织，Analytic数据库；以及基金组织工作人员的计算。

1. 所列出的P值是指对两项平均值之差的双尾t检验。
2. 随后发生经济减速或衰退的与银行业有关的金融压力事件。
3. 随后未发生经济减速或衰退的金融压力事件。

之前存在银行业压力的经济减速和衰退比之前存在其他类型的金融压力或根本无金融压力的情况往往持续时间更长，平均GDP损失更大(见表4.2)。

如果与银行业有关的金融压力事件随后发生了经济衰退或减速，那么银行资产增长的减缓比随后未发生经济下滑的金融压力事件更显著(图4.8, 上图)。总的来说，经济出现下滑时信贷需求往往下降，但在与银行业有关的金融压力带来的经济减速或衰退中，资本成本要高得多(图4.8, 下图)。<sup>14</sup> 尽管难以从实证角度解决经济衰退与金融压力之间的反向因果关系问题，从而应以适当谨慎的方式理解这些结果，但这些结果与以下看法相一致，即信贷供给的减少(典型的信贷紧缩或收缩)是将与银行业有关的金融压力与经济下滑联系起来的关键因素。

### 初始状况重要吗？

在分析了冲击的性质后，我们现在评估，发生经济下滑的可能性是否取决于初始状况。有关证据表明，事件发生之前信贷和资产价格走势以及金融中介、住户和公司的财务状况对于决定金融冲击的经济影响非常重要。

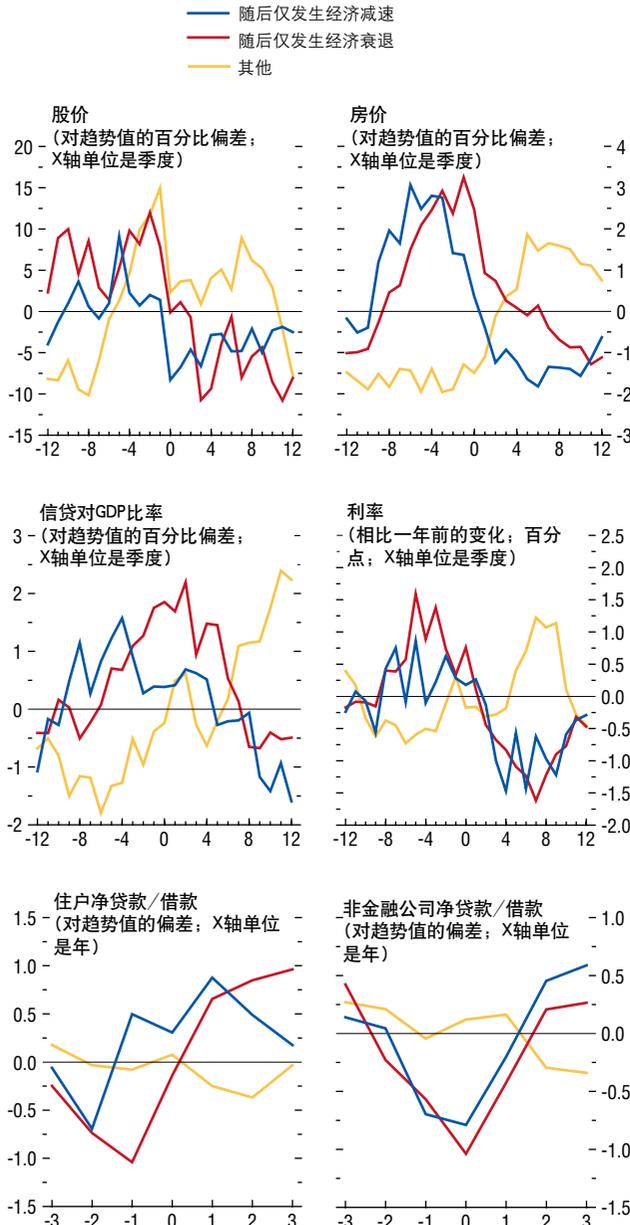
- 在随后发生经济减速或衰退的压力事件中，住房价格及信贷对GDP比率在金融周期上升阶段的上涨速度往往要快得多(图4.9)。统计检验证实，当金融动荡之前出现房价和信贷的急剧上升时，随后更容易发生经济减速或衰退(图4.10)。
- 在随后发生经济下滑的金融压力事件中，公司在事件酝酿期间往往更加严重依赖外部融资，即具有更高的净借款比率(见图4.9和图4.10)。如果公司最初更依赖外部融资，则它们在金融周期下降阶段更脆弱，并且，在金融压力事件之后，可能被迫更急剧地调整支出计划，从而对实际经济产生更大影响。
- 只有那些随后发生经济衰退(而非经济减速)

14. 资本成本这里定义为股本的实际成本、债务的实际成本和实际贷款利率的加权平均值，权重是股本、债券和贷款在非金融公司负债中的相对占比。详见附录4.1。

图4.9. 金融压力事件前后的部分宏观变量<sup>1</sup>

(中值；金融压力事件在t=0时开始；X轴单位是季度)

在随后发生经济减速或衰退的金融压力事件中，前期往往出现资产价格和信贷比率的迅速上升，且非金融公司最初的净借款较高（对于经济衰退，住户的净借款也较高）。



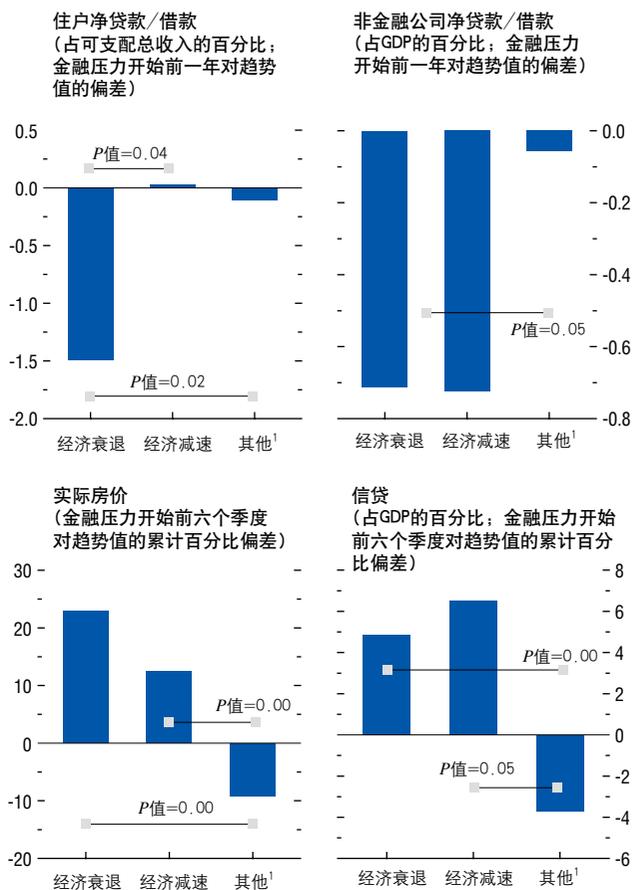
资料来源：基金组织国际金融统计数据库；经合组织，Analytic数据库；以及基金组织工作人员的计算。

1. 除住户和非金融公司的净贷款比率外，其他所有均以实际值表示。所有季度和年份的样本不变。

图4.10. 金融压力事件的初始状况

(平均)

信贷比率和房价上升较快，非金融公司的借款水平较高，这些是具有统计显著性的指标，表明金融压力事件后有可能发生经济减速或衰退的可能性。住户净借款仅与随后的经济衰退显著相关。



资料来源：Haver Analytics；基金组织国际金融统计数据库；经合组织，Analytic数据库；以及基金组织工作人员的计算。

注：所列出的P值是指对两项平均值之差的双尾t检验。

1. 随后未发生经济减速或衰退的金融压力事件。

表4.3. 截面回归

因变量：累计产出损失 <sup>1</sup>	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]
金融压力的持续时间	1.324 (0.10)	1.591 (0.10)	0.641 (0.43)	1.023 (0.33)	0.963 (0.30)	1.377 (0.09)	1.034 (0.20)	0.888 (0.07)	0.711 (0.30)
实际利率 <sup>2</sup>	0.89 (0.00)	0.808 (0.01)	0.47 (0.12)	0.835 (0.01)	0.877 (0.00)	0.87 (0.00)	0.841 (0.01)	0.887 (0.00)	0.869 (0.01)
非金融公司净借款比率 <sup>3</sup>	2.0 (0.01)					1.753 (0.02)	0.849 (0.35)	1.986 (0.00)	1.439 (0.07)
住户净借款比率 <sup>3</sup>		1.05 (0.10)				0.48 (0.44)	0.668 (0.33)	-1.086 (0.22)	-0.89 (0.32)
实际房价 <sup>4</sup>			14.304 (0.01)						
实际股价 <sup>4</sup>				-0.785 (0.72)					
信贷比率 <sup>4</sup>					-1.09 (0.90)				
住户净借款比率 × 持续时间								0.593 (0.04)	0.561 (0.04)
非金融公司净借款比率 × 持续时间							0.229 (0.43)		0.136 (0.48)
常数	-2.014 (0.45)	-0.803 (0.79)	2.076 (0.39)	0.809 (0.74)	0.482 (0.86)	-1.877 (0.50)	-0.727 (0.78)	-1.161 (0.64)	-0.519 (0.85)
N	42	40	52	52	52	40	40	40	40
经调整的R <sup>2</sup>	0.418	0.287	0.254	0.128	0.126	0.418	0.42	0.493	0.485

注：括号中是稳健p值。

1. 因变量是随后发生经济减速或衰退的金融压力事件中的累计产出损失。

2. 金融压力之前六个季度的平均实际利率。

3. 金融压力之前一年的净借款比率（对趋势值的偏差）。

4. 金融压力之前六个季度对趋势值的累计百分比偏差。

的金融压力事件看来才具有以下特点，即从对外部融资的依赖性而言，住房部门的“暴露程度较高”（见图4.9）。实际上，相比随后发生经济减速或未发生经济活动下降的金融压力事件，在随后发生经济衰退的金融压力事件中，住户在事件开始之初的平均净借款比率对趋势值的偏差要高得多（见图4.10）。

分析表明，当金融周期发生转折时（其信号是金融市场开始出现压力），最初的金融失衡越严重（公司和住户对信贷和资产价格下跌的暴露程度越高），越可能发生经济下滑。特别是，住户的风险暴露往往与经济活动更严重的收缩有关。

可以更正式地研究初始金融失衡以及住户和公司对外部融资的依赖程度能在多大程度上解释经济下滑的严重性。将金融压力事件后的累计产出损失对以下变量进行回归：（1）金融压力出现之

前信贷和资产价格的增长；（2）公司和住户在事件开始时的净借款比率；（3）代表金融冲击严重程度的指标，即压力事件的持续时间。

表4.3列出了主要回归结果：<sup>15</sup>

- 在几乎所有设定条件下，公司在金融压力事件开始时的净借款比率的作用都很显著，这证实了公司最初对外部融资的依赖性与经济活动下降的严重程度之间的联系很重要。
- 在单独考虑时，住户在金融压力事件开始时的净借款比率具有统计显著性，但如果加上公司的净借款头寸，则住户的净借款比率失去显著性。然而，如果考虑到金融压力事件的持续时间，则住户的净借款比率继续影响

15. 经济减速的严重程度是用产出低于趋势值期间的累计产出损失衡量的。详见表4.1。经济衰退的严重程度是用经济复苏前的损失衡量的。

产出损失的严重程度，这表明，当经济遭受持续的金融冲击时，住户的财务状况至关重要。

本章力图识别哪些因素决定金融压力事件后会不会发生经济下滑。因此，一个重要挑战是确定经济所遭受的冲击的起源，并确定金融部门与实体部门之间复杂的相互作用。金融部门压力之后发生经济下滑这一事实并不意味着金融压力驱动实体部门随后的发展变化：由于金融市场参与者是前瞻的，金融压力可能仅仅是表明他们预期实体部门将发生根本性的恶化。为了解决这一问题，本章考虑可被视做实体部门环境外生的根本性恶化的四类冲击：石油价格冲击、货币政策冲击、财政政策冲击和劳动生产率冲击。如图 4.11 显示的，当其中一种冲击与金融压力结合在一起时，所出现的经济下滑比仅有冲击的情况更严重。这表明，金融压力具有独立的、可识别的影响。

## 金融创新是否影响了金融压力与经济周期之间的相互作用？

在解释为什么某些金融压力事件伴随更严重的产出后果时，银行仍是一个重要因素（见图 4.7）。为什么在金融创新和出现非银行融资来源的情况下银行仍然至关重要？金融创新似乎能够降低银行的中枢作用，因为它为公司和住户提供了获得融资的其他渠道，这些渠道放松了借款人的担保约束，并减轻了金融压力对银行资本成本的影响。然而，虽然银行的作用随时间不断演变，其与证券市场的共生关系仍是许多金融体系的核心特征，特别是那些以非关系型融资为特点的金融体系（《世界经济展望》，2006 年 9 月期）。<sup>16</sup> 结果是，银行压力事件继续影响非银行融资。

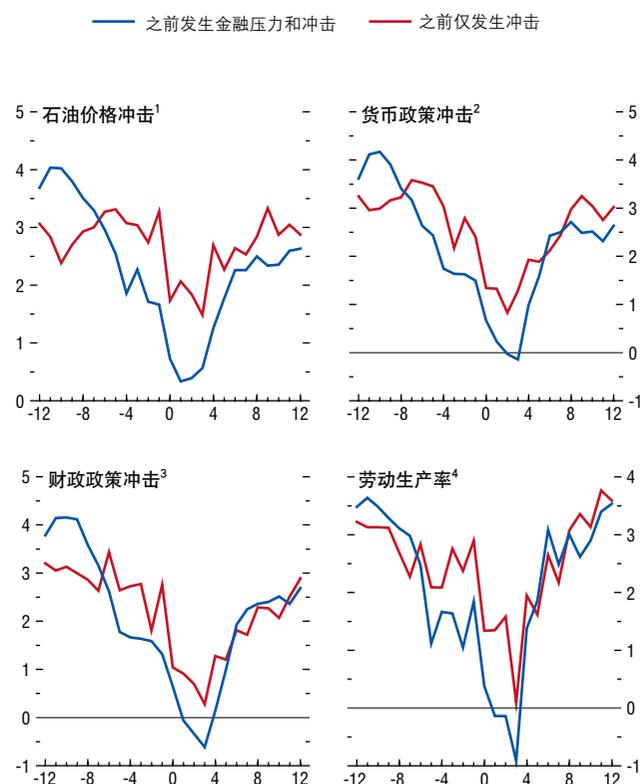
为了解释银行继续发挥的重要作用，研究银行杠杆作用在金融周期前后的顺周期行为能够说明问题。特别是，银行在周期上升和下降阶段管

16. 银行越来越依赖基于市场的融资来源为其资产提供资金（例如通过存款凭证或表外商业票据）。反过来，投资银行（并日益包括商业银行）仍处于证券化融资的发起—配售模式的核心，通过回购便利向对冲基金和其他杠杆中介提供信贷以投资于证券市场。

图 4.11. 金融压力和经济下滑：考虑四种主要冲击

（相比一年前 GDP 百分比变化的中值；经济收缩在 t=0 时开始；x 轴单位是季度）

如果之前发生金融压力事件，经济下滑往往更为严重。



资料来源：Haver Analytics；基金组织商品价格系统数据库；经合组织，Analytic数据库；经合组织，《经济展望》（2008年）；以及基金组织工作人员的计算。

1. 石油价格经美国通胀（CPI）调整。如果石油价格高于Hodrick-Prescott（HP）趋势值一个标准差，则认为发生了石油价格冲击。

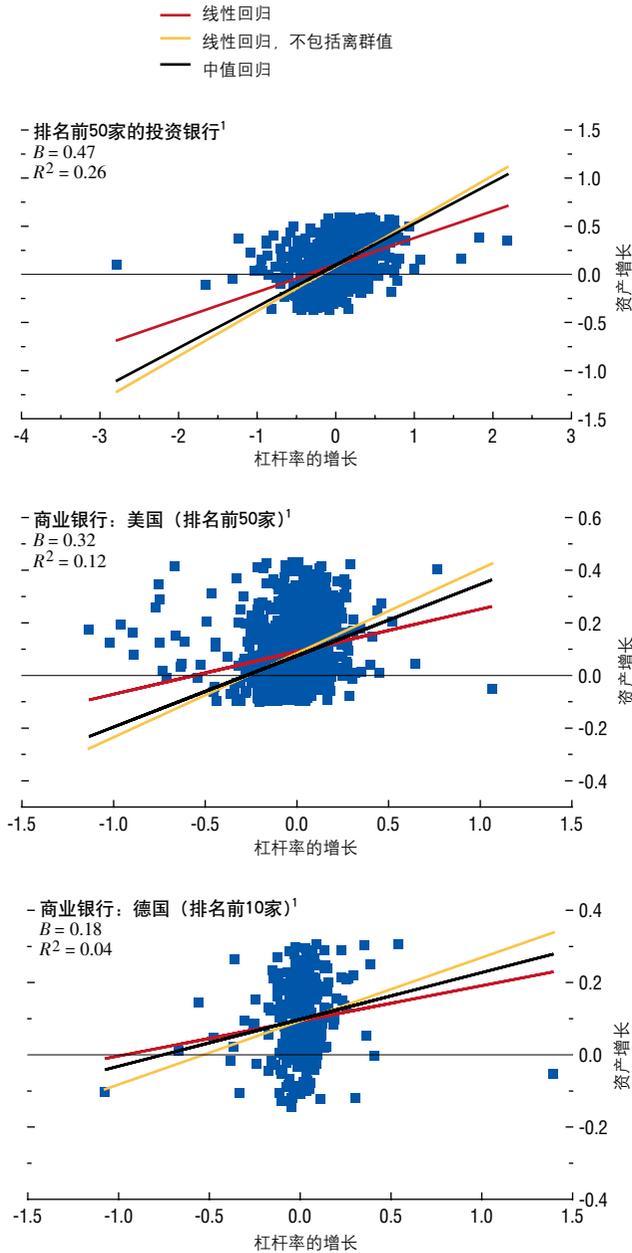
2. 货币政策用倒期限利差衡量。如果倒期限利差高于HP趋势值一个标准差，则认为发生了货币政策冲击。

3. 财政政策用政府净贷款衡量。如果政府净贷款高于HP趋势值一个标准差，则认为发生了财政政策冲击。

4. 总体经济的劳动生产率用实际GDP对总就业的比率衡量。如果劳动生产率低于HP趋势值一个标准差，则认为发生了生产率冲击。不具备奥地利、比利时、丹麦、西班牙和瑞士的数据。

图4.12. 投资银行和商业银行杠杆作用的顺周期性  
(年度变化, 百分比)

投资银行的杠杆率(资产/股本)是顺周期的, 商业银行的情况各国不一。



资料来源: Bankscope; 以及基金组织工作人员的计算。

1.  $B$ 和 $R^2$ 是指将资产增长对杠杆率增长作线性回归, 不包括离群值。

理其杠杆作用的方式看来能够从根本上解释为什么银行压力会导致信贷供给减少、资本成本上升以及经济活动疲软。当银行在高涨期因资产价值上升和预期风险下降而过度扩张资产负债表时, 金融失衡在积累, 经济活动迅速扩张, 这进一步促使资产价值上升和预期风险下降, 从而促进新一轮贷款和经济扩张。<sup>17</sup> 在这种情况下, 增加风险或降低资产回报的金融冲击会导致一轮急剧的去杠杆化过程, 随着银行资本下降, 银行大幅减少贷款(或降低贷款增长率)导致经济减速, 这又造成信贷供给进一步减少。

当银行对资产市场价值波动的暴露程度较大时(例如通过持有证券和回购便利), 杠杆作用的这种顺周期性更加明显。<sup>18</sup> 由于非存款性金融中介, 特别是投资银行往往是这种情况, 应当有证据表明它们的顺周期性杠杆作用(Shin, 2008年)。另一方面, 在资产价格或流动性的周期性波动中, 商业银行不太会对其资产负债表进行周期性调整, 因为它们对批发性融资的依赖性较低, 而更加依赖零售存款, 另外, 也是由于它们不太容易受到资产价值按市价调整的影响。

有关证据表明, 投资银行的杠杆作用往往是顺周期性的: 它们在扩张资产时扩大杠杆作用(图4.12, 上图)。<sup>19</sup> 在商业银行的顺周期性方面, 证据则不那么一致。商业银行更多依赖零售存款, 其主要业务是发放长期、流动性不高的贷款(图4.12, 下面两幅图)。然而, 确有证据表明, 在更偏于非关系型金融体系中, 商业银行往往具有更强的顺周期性, 因为中介活动的较大一部分是通过金融市场进行的, 而不是通过传统的关系型(银行主导的)活动(图4.13)。因此, 在更偏于非关系型金融体系中, 银行的行为总体上具有更强的顺周期性, 从而更容易受到银行业压力的影响。<sup>20</sup> 值

17. 这符合 Minsky 的金融不稳定假说 (Minsky, 1992 年)。

18. 在系统性危机中, 所有银行难以同时调整杠杆率, 因为其他银行很少购买这些资产; 唯一可能的买者是不依赖银行杠杆作用为其头寸提供融资的富有现金的投资者。

19. 另见 Adrian 和 Shin (2008 年 a 和 2008 年 b)。

20. 这与基金组织(2008年)研究结果第三章的结论相一致, 该章指出, 公允价值会计方法往往导致金融中介资产负债表更强的顺周期波动。

得注意的是，在更偏于非关系型金融体系中发生的与银行业有关的金融压力事件的比例大致与在更偏于关系型体系中发生的比例相等（见表 4.1）。

实际上，在具有更偏于非关系型金融体系的经济体，经济减速和衰退的程度往往更深，尽管这种经济下滑的持续时间在两种类型的体系中基本类似（图 4.14），表明去杠杆化过程很重要，其影响取决于银行体系顺周期性的程度。<sup>21</sup> 这意味着，更偏于非关系型体系在遭受银行业压力后容易出现经济活动的更急剧收缩。与该渠道相一致，更偏于非关系型金融体系中的银行的杠杆率往往比其他类型金融体系中的银行下降得更快。这对以下假定提出质疑，即由于存在金融中介的双引擎（银行和市场），非关系型体系能够更好地缓解金融压力导致的经济下滑。

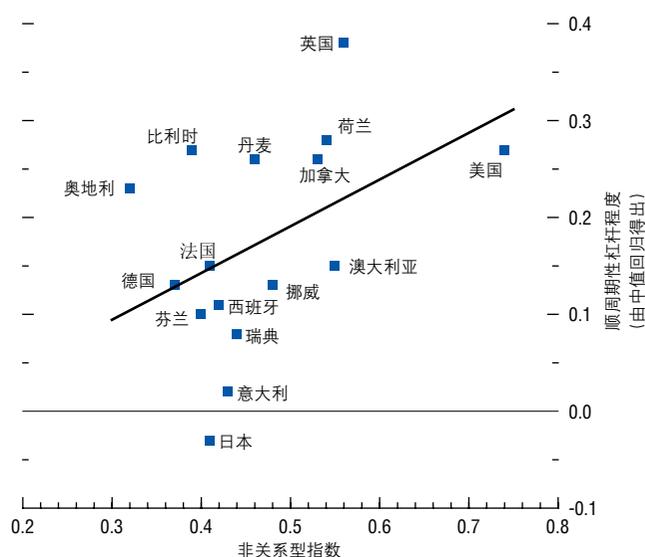
在根据不断变化的经济机会重新配置资源方面，非关系型金融体系确实比关系型金融体系具有几个优点（见 2006 年 10 月期《世界经济展望》）。然而，如当前危机突出显示的，在更偏于非关系型金融体系中，证券化趋势的加强虽然有助于资产多元化，从而抵消传统的关系型体系所特有的内在风险的监控成本，但银行和市场仍需独立评估其暴露风险。实际上，缺乏关于许多证券化产品的价值和风险以及与这些产品有关的损失的信息似乎在强化当前危机方面起了重要作用。

## 从历史角度分析当前的金融危机

本节将当前的金融压力事件与 20 世纪 90 年代先进经济体发生的六次众所周知的与银行业有关的金融压力事件进行比较。芬兰、挪威、瑞典、英国和美国在 20 世纪 90 年代初受有关事件的影响，日本在整个 90 年代受到影响。鉴于银行业压力在当前金融动荡中的重要性，这些事件可以作为有用的基准，用来分析当前形势并评估其潜在宏

图 4.13. 顺周期性杠杆作用和非关系型金融体系

有更多证据表明，在非关系型金融体系中，商业银行的杠杆作用具有顺周期性。

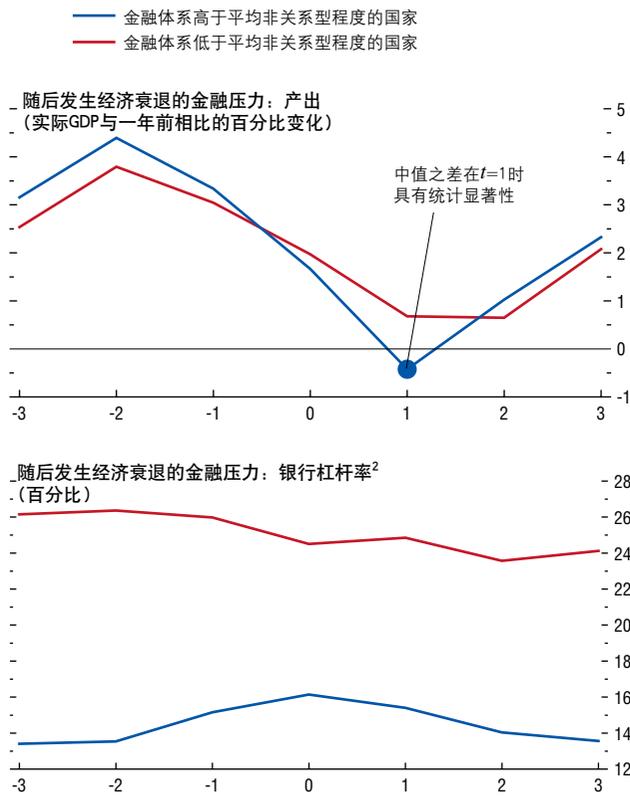


资料来源：基金组织工作人员的计算。

21. 以非关系型金融体系为特征的经济体与以关系型金融体系为特征的经济体在经济周期上的不同经历可能还反映了其他方面的不同，特别是劳动力和产品市场的灵活性以及社会保障体系的类型（见 2006 年 10 月期《世界经济展望》）。

**图4.14. 非关系型金融体系、GDP增长和银行杠杆作用**  
(中值; 金融压力事件在 $t=0$ 时开始;  $x$ 轴单位是年)<sup>1</sup>

有证据表明, 在非关系型金融体系中, 存在周期性更强的杠杆作用, 这也许能够解释金融危机对实际经济产生外溢效应的不同。



资料来源: Haver Analytics; 基金组织国际金融统计数据; 经合组织, Analytic数据库; 经合组织, 《经济展望》(2008年); 以及基金组织工作人员的计算。

1. 所有年份的样本不变。

2. 所有 $t$ 值的中值之差都具有统计显著性。银行杠杆率定义为资产除以股本。

观经济影响。<sup>22</sup>

考察这六次事件开始之前的初始状况, 能够证实事件分析的主要结论, 即在信贷和房价迅速上升、公司和住户对信贷的依赖程度较高的背景下发生的金融压力事件, 随后最有可能出现严重的经济下滑。总的来说, 20世纪90年代初在北欧发生的金融压力事件中, 资产价格和信贷高涨最为严重, 当时信贷比率、资产价格和银行资产处于异常高的水平(见表4.4, 上半部分)。同时, 芬兰和挪威的住户和公司的借款最初大大高于其他国家。日本公司大量依赖外部融资, 但住户的储蓄模式至少在一定程度上起到了平衡作用。相反, 在英语国家发生危机之前, 资产价格失衡不严重, 资产负债表没有面临巨大压力。

金融压力事件开始时金融失衡较严重、资产负债表较脆弱的国家经历了较严重的产出收缩(见表4.4, 下半部分)。资产价格、银行资产增长和信贷的最急剧崩溃发生在金融失衡最严重的国家。这些国家还遭受了程度最深、持续时间最长的经济衰退。

另外, 这些国家的住户和公司还普遍经历了更剧烈的去杠杆化过程。去杠杆化, 通过提高储蓄并随后降低消费和投资来减少债务存量, 这对经济增长走势产生了直接影响。特别是, 公司去杠杆化的程度与经济衰退的持续时间和深度显著相关, 北欧与英语国家组之间的对照突出表明了这一点。

这些历史经历彰显了对金融压力采取政策回应的关键作用。专栏4.1围绕四项主要原则, 探讨了为恢复稳健的金融中介活动所应采取的政策。首先, 必须具备健全的体系确保金融稳定, 这包括干预框架以及解决困境的适当的法律、机构和程序机制。其次, 政策回应必须迅速, 尽早确认损失, 迅速评估问题程度, 并及时采取措施确保金融机构资本充足。再次, 可能需要直接控制金融压力对实体经济的不利影响, 以维护或恢复住户和公司资产负债表的健康。最后, 必须具备充分的保障措施, 限制提供支持所产生的财政成本,

22. 这一方法与其他研究相一致, 包括 Reinhart 和 Rogoff (2008年)。另见 J.P.Morgan Research (2008年)。

表4.4. 六次重大金融压力和经济收缩

	初始状况							
	资产价格的上升 <sup>1</sup>			银行资产 <sup>2</sup>	净贷款比率 <sup>3</sup>			
	股价	房价	信贷/GDP		住户	公司		
芬兰, 20世纪90年代初	80.0	36.1	16.6	21.0	-6.5	-5.1		
瑞典, 20世纪90年代初	68.5	17.5	19.1	27.2	...	...		
挪威, 20世纪90年代初	73.9	26.5	18.8	27.6	-6.9	-3.6		
日本, 20世纪90年代	54.4	12.2	7.4	22.4	5.3	-5.1		
英国, 20世纪90年代初	19.9	22.9	2.5	16.1	-2.3	-3.4		
美国, 20世纪90年代初	14.5	4.9	3.1	9.5	-0.4	-0.3		
平均	51.9	20.0	11.3	20.6	-2.1	-3.5		
<b>当前事件</b>								
美国	27.7	5.9	3.0	9.9	1.4	-0.7		
欧元区	44.0	2.9	4.5	9.7	-0.5	-0.4		
日本 <sup>4</sup>	25.1	5.4	6.4	-0.8	0.1	-2.9		
英国	29.4	3.2	5.1	11.2	-0.8	-0.8		
	结果							
	资产价格的下降				宏观经济去杠杆化 <sup>7</sup>		产出损失 <sup>8</sup>	经济在多少季度后复苏
	股价	房价	信贷/GDP	银行资产 <sup>6</sup>	住户	公司		
芬兰, 20世纪90年代初	-85.9	-39.8	-16.8	-5.1	16.2	17.0	-13.6	27
瑞典, 20世纪90年代初	-69.5	-20.1	-21.3	-4.9	...	...	-5.8	19
挪威, 20世纪90年代初	-76.9	-24.6	-2.7	-12.5	16.5	8.5	-3.9	12
日本, 20世纪90年代	-58.5	-11.1	-6.8	-8.5	0.5	15.4	-5.1	19
英国, 20世纪90年代初	-21.4	-23.3	-5.6	-6.5	9.6	4.4	-2.6	13
美国, 20世纪90年代初	-21.0	-4.8	-3.8	-5.4	0.8	0.6	-1.3	5
平均	-55.5	-20.6	-9.5	-7.2	8.7	9.2	-5.4	15.8

1. 危机开始前各变量的趋势Hodrick-Prescott过滤器水平的波谷至波峰变化。
2. 危机开始前银行资产对趋势（HP过滤器）水平的最大百分比偏差。
3. 危机开始前一年对HP趋势值的偏差。
4. 净贷款比率数据是指2006年。
5. 危机开始后各变量的趋势Hodrick-Prescott过滤器水平的波谷至波峰变化。
6. 危机开始后银行资产对趋势（HP过滤器）水平的最小百分比偏差。
7. 净贷款比率的趋势（HP过滤器）水平的波谷至波峰变化。
8. 产出损失是指产出从波峰到波谷的损失对波峰水平的百分比。

并防止在长期造成不当激励机制，导致对公共资金救助的过度依赖。

### 美国和欧元区当前危机的含义

图 4.15 将美国和欧元区当前危机的数据与上述六次重大金融压力事件开始时部分宏观经济变量的中值以及随后发生经济衰退的所有金融压力事件中这些变量的平均值进行比较。相比这六次事件，除美国居民房地产投资和美国经常账户外，

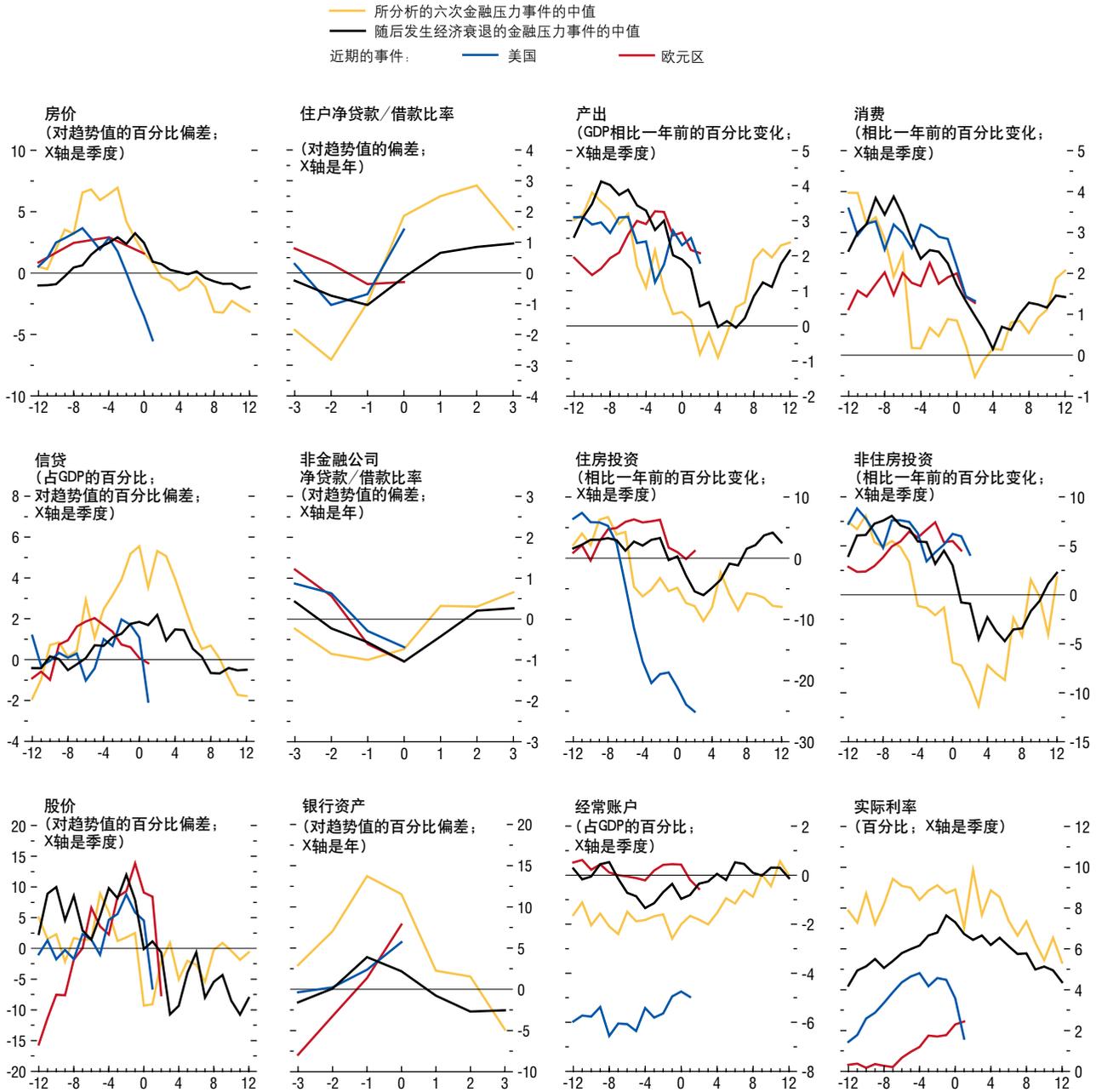
当前的失衡和调整总体看来规模要小得多。<sup>23</sup> 当前危机发生之前美国信贷和资产价格的变化特征非常类似于典型的金融压力驱动的经济衰退的情况。美国住房部门的去杠杆化过程比典型衰退中的情况进展得更快，尽管公司去杠杆化过程较为缓慢，并且始自较强的初始状况。最后，尽管银行资产在 2007 年下半年依然强健（在一定程度上反映了表外承诺的再中介过程），但信贷对 GDP 比率在 2008 年第一季度显著下降，表明去杠杆化

23. 然而，住宅房地产投资大幅下降是美国几乎所有经济衰退的显著特征（见 Leamer, 2007 年）。

图4.15. 从历史角度看美国和欧元区当前的金融压力事件<sup>1</sup>

(金融压力事件在t=0时开始；x轴单位见各图说明)

信贷比率和资产价格反映了过去压力事件中的情况，但美国和欧元区的银行资产增长都依然具有弹性。相比过去的压力事件，公司的初始财务状况较强，但正在恶化。美国住户的财务状况正在进行调整。在美国，消费和投资增长的减缓反映了过去压力事件中的情况，但在欧元区仅刚刚开始。



资料来源：欧洲中央银行；Haver Analytics；基金组织国际金融统计数据库；经合组织，Analytic数据库；经合组织，《经济展望》(2008年)；以及基金组织工作人员的计算。

1.除了住户和非金融公司净贷款比率和银行资产外，其他指标均以实际值表示。

## 专栏 4.1. 消除金融体系压力和恢复稳健金融中介活动的政策

政策制定者在对金融压力（包括当前的全球金融动荡）采取回应措施时，如何能够确保金融体系恢复健康，同时限制对经济的影响并避免长期道德风险？针对金融机构和借款人适时采取干预措施有助于恢复资产负债表和激励机制，减轻面临压力的金融体系对经济产生的负面影响，并帮助重新启动生产性投资。但政府在进行这种干预时面临重要挑战，在恢复金融中介活动的同时，需降低纳税人负担的成本，避免资本的不当配置，并维持适当的激励机制。

### 干预的一般原则

从过去金融体系压力事件中得到的经验表明，政策回应的有效性和成本取决于四个关键要素：<sup>1</sup>

- 具有能够确保金融部门稳定的健全框架有助于防范和控制金融压力。这一框架的关键要素包括：(1) 在危机发生前，对具有系统性风险的资本金不足的金融机构实行制裁；(2) 具有法律和机构方面的机制（如专门针对银行的破产体制），以迅速处理薄弱的金融机构；(3) 在银行的关闭和迅速恢复营业方面，具有明确界定的工具和程序；(4) 具备有效的存款保险体系。
- 快速行动是尽可能降低对实体经济影响的关键。经常发生的情况是，监管者以宽容克制和流动性支持来帮助资不抵债的金融机构恢复，结果证明，拖延采取果断干预行动增加了对金融体系和整个经济的压力。为了避免这种情况，政策制定者应强制要求尽早确认损失，并采取步骤确保金融机构具有充足的资本金。
- 可能需要采取措施为公司和住户直接提供

支持（例如，针对受困借款人的有针对性的债务减免计划和公司重组计划），从而减轻金融体系困境对实际经济的不利影响。

- 应采取步骤限制这些政策回应措施的成本和道德风险。股东首先必须通过减记股权来吸收损失。如果发生重大损失，债权人还需通过减少和重组债权而作出贡献。借款人必须吸收其中一部分成本，特别是如果他们此前不够谨慎。将政府支持（如购买优先股）与私人募集资本联系起来的机制也有助于识别那些确实值得救助的银行并限制道德风险今后带来的扭曲。

### 特定的政策回应措施

政策制定者可以采取各种特定的应急措施（旨在控制危机）和重组工具（旨在恢复信贷体系的正常运作并重建银行和借款人的资产负债表）。

应急措施包括：(1) 监管机构在资本金要求方面采取宽容态度；(2) 紧急流动性支持；(3) 政府存款担保；(4) 中止存款的提兑。<sup>2</sup> 其中每项措施可能对信贷供给，从而对经济活动产生非常不同的影响。适当的政策措施取决于危机的触发因素是存款人丧失信心、（监管机构）对现有资不抵债情况的确认，还是资产价格波动（包括汇率或房价压力）的连带效应。然而，即使是在应急阶段，也必须考虑长期影响。风险在于，在危机最严重时采取措施恢复稳定，可能导致中央银行向某些几乎肯定会破产的金融机构发放贷款。

特定的解决危机的政策包括：(1) 向金融机构注资；(2) 通过资产管理公司（AMCs）解

注：本专栏的主要作者是 Luc Laeven。本专栏大量参考了 Calomiris、Klingebiel 和 Laeven（2005 年）。

1. 关于化解危机政策现有文献的概述，见 Hoelscher 和 Quintyn（2003 年）以及 Honohan 和 Laeven（2005 年）。

2. 在考察了 40 次银行业危机事件后，Laeven 和 Valencia（即将发表）指出，应急措施通常包括紧急流动性支持和政府存款担保。监管机构在资本金要求方面采取的宽容态度（暂停执行审慎性监管规定，允许在技术上资不抵债的银行继续营业）也是比较常用的应对措施。相反，极少通过冻结存款和银行假日等措施来避免银行挤兑。

## 专栏 4.1 (续完)

决问题贷款；(3) 债务免除；(4) 提供激励机制促使金融机构注销贷款损失。<sup>3</sup> 各国通常运用解决战略的组合，一些国家在更大程度上针对金融机构，另一些则在更大程度上针对借款人。在此过程中，政府往往承担相当大的财政成本。<sup>4</sup> 以下介绍在这些类型的解决危机政策方面的一些经验。

注资：旨在迅速改善金融机构资本基础的措施不会直接增强债务人能力，但能够使银行更容易确认损失，从而便于公司重组。然而，政府协助的注资可能为股东带来道德风险，特别是如果政府干预的规模相对于接受注资机构的负净值较小。分析一下美国（始于1933年）和日本（1998年和1999年）采取的注资计划，有助于说明一些关键问题。<sup>5</sup> 在美国，有关计划主要涉及购买优先股以增强银行资本，并对参与者采取适当的筛选措施和激励机制，从而保证只有那些值得救助、较谨慎地管理风险和资本结构的银行获得纳税人的资金。另外，对获得援助的银行进行监控，以确保它们适当使用公共资金。在日本，第一项计划（于1998年启动）数额较小，主要用于购买次级债和贷款，并且广泛用于整个银行体系。1999年启动的注资计划更为成功，购买优先股的数额大得多，采纳更严格的基准，并且其参与更有针对性。<sup>6</sup>

资产管理公司（AMCs）：国有资产管理公司的主要目的是通过从银行接管不良资产而加速

金融重组。成功资产管理公司的两个例子是瑞典1992年成立的Securum和Retrieva，成立这两家资产管理公司的目的是管理瑞典两家主要银行Nordbanken和Gota Bank的问题贷款。两家公司通过出售其资产回收了大部分初始投资。促使其成功的因素包括：具有高效的司法体系，使它们能够迫使资不抵债的债务人破产；其资产性质与房地产有关，从而易于重组；公司具有强有力的治理机制和高技能的管理层。然而，其他国家实现这些好处却较为困难，部分是由于法律、监管和政治体制薄弱——银行的资产往往以高于市场价格的价格转给资产管理公司，导致银行“借壳”注资并产生道德风险。

债务免除：这一方法的主要优点是简单和迅速。债务免除一次性确认贷款损失，从而立即解除了借款人的负担。但债务免除同时带来了激励机制问题，因为借款人和银行股东不承担损失。它还会损害对货币机构的信任和法治，因为它可能违背货币标准并干预私人合同行为。该方法是否有效取决于其使用频率和金融困境的具体情况。<sup>7</sup> 然而，由于存在道德风险，仅应将债务免除作为最后手段。

贷款损失注销计划：贷款损失注销计划的目的是为借款人提供支持。尽管可以迅速实施这种计划，但贷款损失的注销可能不利于谨慎行为，因为银行或其借款人不承担损失。

总体而言，政策回应的搭配最终取决于危机的具体情况，并且必须反映各种因素，包括金融危机的性质和深度以及各国具体国情。这里所述四项干预原则已被证明具有普遍适用性，在每次危机中都应遵循，包括当前的危机。

3. Laeven 和 Valencia（即将发表）指出，在他们所分析的危机中，有四分之三采取了银行注资，平均财政成本为 GDP 的 6%。对于他们数据库中分析的事件，有略高于一半的情况成立了资产管理公司。

4. 在 Laeven 和 Valencia（即将发表）分析的案例中，政府干预的平均财政成本约为 GDP 的 16%。

5. 日本的两项计划合起来涉及公共购买 10 万亿日元（占 GDP 2%）的银行资本。

6. 银行注资的具体形式往往取决于一国的金融机构破产体制。目前在许多国家的金融机构破产体制下，无法迅速解决危机，而会延长危机持续时间。从成功的银行注资中吸取的另一个经验教训是，必须严格执行银行资本管理规定，这种规定可能涉及对股息分配实行限制。

7. 美国在 20 世纪 30 年代的经历（当时废除了债务合同的黄金支付条款）表明，债务免除有助于解决债务重新谈判过程中的协调问题。尽管几乎没有单个债权人愿意自愿取消这些条款，但当他们被迫集体采取这种行动时，经济总体环境的改善使债权人和债务人都受益。

的步伐可能已加快（另见第一章）。

对美国而言，当前的危机与过去的事件在几个重要方面有所不同。当前危机开始时，公司资产负债表和对外部融资的依赖处在较为稳健的基础上，应有一定抗冲击能力。然而，美国住房抵押贷款市场（危机的中心）的巨大规模以及住房投资的作用表明，相比过去而言，住户储蓄和消费行为在当前经济下滑中可能起到了更大作用。值得指出的是，美国采取了积极的政策，大幅下调政策利率并采取支持商业银行和投资银行的流动性。另外，银行筹集了大量资本，尽管按市价计值的资产价值持续下降表明还需筹措更多资本，才能使金融体系在相当程度上恢复自由贷款。

在欧元区，房价和信贷的调整迄今为止比美国缓和，但有证据表明调整势头正在增强。欧元区公司的净借款模式类似于美国：相比金融压力驱动的经济衰退的典型情况，公司的净借款状况始于较强的基础，但正在减弱。然而，欧元区住户的状况要强得多，这是随后不发生经济衰退的金融压力事件的显著特征。相比美国，欧元区许多国家金融体系的非关系型特征不那么强，这也可能使欧元区的脆弱性有所下降。

欧元区内各国存在重要差异。爱尔兰和西班牙的信贷增长下降趋势比其他国家更显著。一些国家经历了房价和住房投资的异常增长（见专栏 1.2 和第二章），该部门的活动正在显著减缓。最后，尽管德国具有大额对外顺差，但一些国家（包括希腊、葡萄牙和西班牙，也包括爱尔兰，但程度较轻）的经常账户仍有大量逆差（见专栏 2.1）。

总体而言，这些结果显示，金融压力的经济影响在美国比在欧元区更大。美国经济下滑很可能变得更严重，发展成为经济衰退。欧元区的状况更符合经济减速而非经济衰退的特征，并且，形势的变化似乎也有一定时滞。

## 结论

本章运用金融压力指数分析过去 30 年里 17 个先进经济体的银行业、证券和外汇市场的压力事件。重点是力图确定金融压力在多大程度上影

响经济活动。

分析发现，金融压力往往但不总是经济减速或衰退的前兆。信贷迅速扩张，房价大幅上涨，住户和公司大量借款，这些因素都增加了金融体系压力导致更严重经济下滑的可能性。特别是，银行业压力往往对经济活动产生更大影响，尽管在许多国家金融创新增强了证券市场的作用。杠杆作用的顺周期性（特别是对于投资银行，但在许多国家也包括商业银行）能够解释上述现象。实际上，相比传统的关系型中介活动，具有更偏于非关系型金融体系的经济体往往呈现更强的顺周期性杠杆效应，表明金融机构在传播冲击上的强化作用更为显著。结果是，当冲击影响核心金融机构时，更偏于非关系型的金融体系往往出现更严重的经济下滑。即使如此，非关系型体系并不总是更容易遭受这种冲击，并且，这种体系能更好地根据不断变化的经济机会在经济各部门之间重新配置资源。

在对当前金融压力事件与过去事件进行比较的基础上，我们认为美国仍然非常有可能发生急剧经济下滑，因为资产价格、信贷比率和住户财务状况的当前走势类似于过去发生的伴有经济衰退的金融压力事件。起到缓解作用的因素包括迅速的货币政策回应和相对较低的实际利率。与此形成对照，在欧元区，住户相对较强的状况能在一定程度上防止出现急剧经济下滑，尽管当前金融动荡发生之前资产价格和信贷比率出现了明显上升。另外，由于欧元区许多国家金融体系的非关系型特征不那么强（最显著地体现在发起—配售抵押贷款银行业务模式的作用要小得多），欧元区对严重经济下滑的脆弱性可能也有所降低。

有助于预测金融压力事件是否会导致经济下滑的一个因素是资产负债表脆弱性的积累（与不断上升的资产价格和信贷有关）。因此，在金融周期上升阶段，政策制定者需要时刻注意这些指标。应采取审慎性措施和货币政策应付脆弱性的积累。在发生严重冲击的情况下，这种脆弱性的积累可能使经济体容易遭受更大的产出损失。

如果显著金融压力对银行体系的核心产生影响，应尽早确认损失，并采取措施为迅速恢复资

本提供支持，这有助于减轻对产出的影响。同时，政策制定者必须努力避免任何金融稳定恢复战略在更长时期内造成的道德风险。

## 附录 4.1. 数据和方法

本附录的主要作者是 Angela Espiritu 和 Gavin Asdorian。

表4.5. 数据

变量	来源	频率
GDP	Harver Analytics, 经合组织 (OECD) Analytical数据库	每季度
平均石油现货价格	世界经济展望数据库	每季度
CPI通货膨胀	Harver Analytics, 经合组织Analytical数据库	每季度
实际私人消费	经合组织Analytical数据库	每季度
货币供应量	经合组织Analytical数据库	每季度
利率	Harver Analytics, 国际金融统计 (IFS) 数据库	每季度
银行部门股票指数	Thomson Datastream, Haver Analytics	每月
股市指数	经合组织	每月
3个月期伦敦银行同业拆放利率 (LIBOR) 或商业票据利率	Haver Analytics	每月
政府短期利率	Haver Analytics	每月
政府债券收益率	Haver Analytics, Thomson Datastream	每月
公司债券收益率	Thomson Datastream, Haver Analytics	每月
实际有效汇率	基金组织	每月
住房投资	经合组织Analytical数据库	每季度
非住房投资	经合组织Analytical数据库	每季度
经常账户	经合组织Analytical数据库	每季度
实际房价	经合组织	每季度
信贷	国际金融统计数据库	每季度
住户净贷款	经合组织	每年
政府净贷款	经合组织	每年
非金融公司净贷款	经合组织	每年
银行资产	经合组织	每年
银行股本	经合组织	每年

## 金融压力指数

本附录的这一节描述金融压力指数 (FSI) 的组成部分和编制方法。金融压力指数是七个变量 (分为三类) 的等方差加权平均值。

### 银行部门

- 银行部门  $\beta$ ：一国银行部门股票指数与总体股市指数的年同比百分比变化的滚动 12 个月协方差除以总体股市指数的年同比百分比变化的滚动 12 个月方差。来源：Thomson Datastream 和 Haver Analytics 以及经合组织。
- TED 利差：三个月期伦敦银行同业拆放利率或商业票据利率减去政府短期利率。来源：Haver Analytics。
- 倒期限利差：政府短期利率减去政府长期利率。来源：Thomson Datastream 和 Haver Analytics。

### 证券市场

- 公司利差：公司债券收益率减去长期政府债券收益率。来源：Thomson Datastream 和 Haver Analytics。
- 股票下跌： $t-1$  时的股票指数减去  $t$  时的股票指数，再除以  $t-1$  时股票指数。来源：经合组织。
- 时变股票波动性：总体股市指数月度回报的 GARCH(1,1) 波动性。来源：经合组织。

### 外汇

- 时变实际有效汇率波动性：实际有效汇率月度百分比变化的 GARCH(1,1) 波动性。来源：基金组织。

所有组成部分的最初数据频率是月度。构建指数的方法是，在经样本平均数调整并用样本标准差进行标准化处理后，取各组成部分的平均值。然后调整指数基期，使其处于 0 到 100 之间。最后，

通过取月度数据平均值而转换成季度数据。具备17个先进经济体自1980年起的金融压力指数。<sup>24</sup>

当金融压力指数高于趋势值一个标准差时，就认为发生了金融压力事件。仅相距两个季度的事件被认为是一个事件。在区分金融压力事件的起因时（即与银行业有关、与证券有关，或与外汇有关），我们分析金融压力指数从事件开始之前一个季度到事件期间指数最高值的变化。如果指数上升的大部分来自银行部门，则被划为“银行业”。如果变化主要产生于证券市场或外汇市场，运用同样的原则。此外，如果在金融压力指数的变化中，银行业至少起到三分之一的作用，则该事件也被视为“与银行业有关”。

## 资本成本

“资本成本”在本章中定义为银行贷款实际成本、债务实际成本和股本实际成本的加权平均值，权数是股本、债券和贷款在非金融公司负债中的相对份额。资本成本是基于欧洲中央银行2005年3月期《月度公告》第37页专栏4介绍的计算方法。银行贷款实际成本、债务实际成本和股本实际成本是通过以下方法得到的：

- 银行贷款实际成本：银行贷款利率减去未来一年“共识”通胀预测。来源：《国际金融统计》、欧洲中央银行和 Consensus Economics。
- 债务实际成本：公司债券收益率减去未来一年“共识”通胀预测。来源：Thomson Datastream、Haver Analytics 和 Consensus Economics。
- 股本实际成本：用欧洲中央银行2004年11月期《月度公告》第76页专栏2给出的模型得到。使用其他变量的现有数据，可通过以下等式计算股本实际成本  $h_t$ ：

$$P_t = \frac{D_t[(1+g) + 8(g_t^{IBES} - g)]}{h_t - g}$$

24. 不具备希腊、爱尔兰、新西兰和葡萄牙的长期公司债券收益率数据，因此将其从样本中剔除。

其中：

$P_t$  = 实际股票价格，

$D_t$  = 实际股息的现有水平，

$g_t^{IBES}$  = I/B/E/S 长期每股盈利增长预测减去“共识”长期通胀预测，

$g$  = 实际公司盈利的长期增长预测，假设保持在2.5%的水平不变。

资本总成本的计算方法是取这三个组成部分的加权平均值，权数分别是贷款、债务和股本在非金融公司负债中所占份额，份额数据来自经合组织国民账户数据。

## 全球银行业信息库（Bankscope）数据

使用从 Bankscope 数据库获得的银行层面的数据构建两组数据。<sup>25</sup> 第一组数据仅包括 Bankscope 数据库划分的投资银行（“投资银行/证券公司”）。第二组数据（本章称为“商业银行”）包括 Bankscope 数据库划分的以下几类银行：商业银行、储蓄银行、合作银行、房地产/抵押贷款银行以及中长期信贷银行。

## 银行样本

### 投资银行

银行样本包括1988年至2007年的一年或多年里按总资产排名全球前50家投资银行中的银行。

### 商业银行

银行样本包括1988年至2007年的一年或多年里按总资产排名各国前10家银行<sup>26</sup>中的银行。另外，还包括前10家银行收购或兼并的任何银行（见下述对兼并与收购的会计处理方法的解释）。

确定样本中每个国家商业银行的数目时，原则是这一数目能够提供关于每个国家银行业活动

25. 欧洲金融信息服务商 Bureau van Dijk Electronic Publishing (BvDEP) 公布的 Bankscope 数据库：www.bvdep.com。

26. 英国和日本是前30家，美国是前50家。

表4.6. 样本银行资产占银行总资产的平均年度份额

国家	样本中有一年是 大银行的银行的数目	占该国银行 总资产的百分比
澳大利亚	10	78
奥地利	10	71
比利时	10	94
加拿大	10	88
丹麦	10	92
芬兰	10	79
法国	10	73
德国	10	65
意大利	10	40
日本	30	74
荷兰	10	90
挪威	10	78
西班牙	10	78
瑞典	10	94
瑞士	10	64
英国	30	67
美国	50	60

的具有代表性的样本。表 4.6 列出了样本银行资产占银行总资产的平均年度份额（经合组织公布的数据）。

## 合并的与未合并的资产负债表

### 投资银行

对投资银行使用合并报表数据。如果不具备合并数据，则使用未合并的报表数据。

### 商业银行

为了尽可能地将商业银行的国内业务活动分离出来，对样本中的商业银行使用未合并的银行数据。如果不具备未合并的报表，则使用合并数据。

对于同一家银行的多个报表数据，如果报表类型相同（合并的或未合并的），则将其合起来形成单一的一组银行层面的数据。此外，对数据进行清洗处理（商业银行按国家处理），即如果总资产的增长率高于第 95 百分位数或低于第 5 百分位数，则将其剔除。

## 兼并与收购

从一致性目的出发，原始样本中的银行所收购或兼并的银行也包括在数据组中。对于兼并或收购之前的年份，有关银行被视做单独的银行；对于兼并或收购之后的年份，兼并或收购形成的银行在数据组中自然成为一家银行。为了计算银行在兼并或收购当年的水平变化或增长率，通过加总兼并或收购所涉及的银行的数据值，建立兼并或收购前一年的数据点。

## 参考文献

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008a, “Financial Intermediary Leverage and Value at Risk,” Staff Report No. 338 (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- , 2008b, “Liquidity and Leverage,” Staff Report No. 328 (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- Altunbas, Yener, Leonardo Gambacorta, and David Marqués, 2007, “Securitisation and the Bank Lending Channel,” ECB Working Paper No. 838 (Frankfurt am Main: European Central Bank).
- Bayoumi, Tamim, and Ola Melander, 2008, “Credit Matters: Empirical Evidence on U.S. Macro-Financial Linkages,” IMF Working Paper 08/169 (Washington: International Monetary Fund).
- Bernanke, Ben, and Mark Gertler, 1995, “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 (Autumn), pp. 27–48.
- , and Simon Gilchrist, 1999, “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework,” *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1C (Amsterdam: North-Holland), pp. 1341–93.
- Bernanke, Ben, Cara Lown, and Benjamin Friedman, 1991, “The Credit Crunch,” *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, Brookings Institution, pp. 205–47.
- Borio, Claudio, 2007, “Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy,” BIS Working Paper No. 237 (Basel: Bank for International Settlements, October).
- Calomiris, Charles W., Daniela Klingebiel, and Luc Laeven, 2005, “Financial Crisis Policies and Resolution Mechanisms: A Taxonomy from Cross-Country Experience,” in *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, ed. by Patrick Honohan and Luc Laeven (Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press), pp. 25–75.
- Caprio, Gerard, and Daniela Klingebiel, 2003, “Episodes of Systematic and Borderline Financial Crises,” Dataset 1 (Washington: World Bank).

- Cihak, Martin, and Petya Koeva Brooks, forthcoming, "From Subprime Loans to Subprime Growth? Evidence for the Euro Area," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches and Busts?" (unpublished; Washington: International Monetary Fund, August 5).
- Goodhart, Charles, 1996, "An Incentive Structure for Financial Regulation," LSE Financial Markets Group Special Paper No. 88 (London: London School of Economics and Political Science, July).
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49 (March), pp. 365–81.
- Hoelscher, David S., and Marc Quintyn, 2003, *Managing Systemic Banking Crises* (Washington: International Monetary Fund).
- Honohan, Patrick, and Luc Laeven, eds., 2005, *Financial Crises: Containment and Resolution* (Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press).
- Illing, Mark, and Ying Liu, 2006, "Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada," *Journal of Financial Stability*, Vol. 2 (October), pp. 243–65.
- International Monetary Fund (IMF), 2008, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, October).
- J.P. Morgan Research, 2008, "Credit and Growth: The Case of the Euro Area" (June 19).
- Kaminsky, Graciela, and Carmen Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89 (June), pp. 473–500.
- Kashyap, Anil, Raghuram Rajan, and Jeremy Stein, 2008, "Rethinking Capital Regulation," paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, "Maintaining Stability in a Changing Financial System," Jackson Hole, Wyoming, August 21–23.
- Kashyap, Anil, and Jeremy Stein, 1995, "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 42 (June), pp. 151–95.
- Kindleberger, Charles, and Robert Aliber, 2005, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 5th ed.).
- Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (April), pp. 211–48.
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, forthcoming, "Systemic Banking Crises: A New Database" Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Leamer, Edward, 2007, "Housing Is the Business Cycle," presented at the Jackson Hole Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, August 30–September 1, 2007.
- Minsky, Hyman, 1992, "The Financial Instability Hypothesis," Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74 (Annandale-on-Hudson, New York: Bard College, May).
- Peek, Joe, and Eric Rosengren, 1995, "The Capital Crunch: Neither a Borrower Nor a Lender Be," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No. 3, pp. 625–38.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, 2003, "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance," CEPR Discussion Paper No. 3865 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No. 1 (February), pp. 1–48.
- , 2008, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," NBER Working Paper No. 13761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Shiller, Robert J., 1999, "Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence," NBER Working Paper No. 7008 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Shin, Hyun Song, 2008, "Reflections on Modern Bank Runs: A Case Study of Northern Rock," Working Paper (unpublished; Princeton, New Jersey: Princeton University).



## 第五章 作为反周期工具的财政政策

本章探讨了财政政策是否应该被用于应对经济周期的波动，尤其是在经济下滑时期。相机抉择的财政政策能成功地刺激产出吗？抑或是弊大于利呢？在此提出的来自新兴经济体和先进经济体的新证据表明，尽管财政刺激措施的影响不大，但却是积极的。对于如何执行配套的刺激措施，政策制定者必须极其小心谨慎，以确保配套的刺激措施是及时的，而且不会变得长期化，也不会引发人们对债务可持续性的关注。本章最后讨论了如何让自动稳定器更加有效以及治理改善措施如何减少与相机抉择行动有关的“债务偏误”问题。

**最**近几个月，各经济体受到了资产价格下降、原材料成本和信用成本增加以及信誉下降的冲击，形势不断要求各国政府采取积极的财政政策，以支持中央银行为防止活动骤减所做的努力。人们再次对财政政策在管理经济周期方面所扮演的适当角色，尤其是在经济下滑时期展开了激烈的辩论：相机抉择的财政行动是否有用，抑或是有时弊大于利？相机抉择的配套措施何时最为有效？何时仅让自动稳定器发挥作用更好？

关于财政政策在管理经济周期中所扮演的适当角色的争论已经持续了许多年。一个学派提出，可以审慎地使用税收、转移和支出来抑制经济活动的波动，尤其是在经济波动的主要原因是市场失去平衡，而不是对生产力等基本要素的变化作出反应的情况下。其他学派则主张，财政政策行动通常要么无效，要么会让情况更加糟糕，因为这种行动不是不合时宜，就是引起破坏性扭曲。

注：本章的主要撰稿人有 Alasdair Scott (小组负责人)、Steven Barnett、Mark De Broeck、Anna Ivanova、Daehaeng Kim、Michael Kumhof、Douglas Laxton、Daniel Leigh、Sven Jari Stehn 和 Steven Symansky。Elaine Hensle、Annette Kyobe、Susanna Mursula 和 Ben Sutton 提供了协助。

在过去的二十年中，后一种观点在争论中占了上风；因此，财政政策一直都屈居于货币政策之后。但是，人们也一直承认，货币政策有时也需要财政刺激措施的支持，例如在名义利率接近于零或货币政策的传播渠道受到某种阻碍时。

在这种背景下，本章以全新的视角探讨经济下滑时期财政政策所扮演的角色。探讨的主要目的是，(1) 分析财政政策在经济下滑时期通常是怎样作出回应的；(2) 研究在经济下滑时期财政刺激措施对经济活动的影响；(3) 找出影响财政政策干预措施的结果的主要因素；以及(4) 根据实证证据和理论工作中得到的启发，就以下方面提出政策建议：(a) 是否及何时采用相机抉择的财政政策，(b) 使用各种财政政策工具的意义，以及(c) 在自动稳定器与相机抉择行动之间寻求适当的平衡。

本章力求以三种方式对有关作为反周期工具的财政政策的大量文献提供补充。首先，它具体评价了相机抉择的财政政策对经济下滑所做的回应是否及时、是否是暂时的。其次，尽管以前的大多数研究把重点放在政策在先进经济体中的作用上，但本章还研究了新兴经济体的证据。最后，本章以模拟分析补充了实证分析，旨在评估财政乘数如何依赖于财政工具的选择和经济体的特征。

政策记录显示，相机抉择的财政政策比某些批评家的建议更加及时。但是，配套财政刺激措施是否是暂时的以及政府公债方式的意义何在，人们对此确实有些关切。实证证据表明，相机抉择的财政刺激措施对于先进经济体的产出增长有着适度的积极作用。但是，这种作用在新兴经济体中似乎有限。这可能是由于信誉问题，尤其是债务问题。模拟试验表明，财政乘数可能大不相同，它们取决于使用的工具、货币政策的适应程度和经济类型。与实证证据一致的是，债务问题

导致的利率风险溢价升高可能会带来负的财政乘数，说明相机抉择的财政刺激措施可能弊大于利。

这是否意味着反周期财政政策不起作用？实际上，自动稳定器的作用大小与政府的规模有关，但规模较大的政府通常与增长率较低联系在一起。鉴于存在这种两分法，所以有必要进一步调查反周期财政规则和财政政策框架能否在制定时以提高财政政策消除经济周期过程中的产出和收入波动的能力为目标，而不是用于扩大政府规模或将债务稳定置于危险之中。

本章结构安排如下：下一节简要回顾有关财政政策在稳定产出方面所扮演的角色的实证文献和理论文献。接下来的两节先阐述新的实证研究工作的成果，此项工作描述了先进经济体和新兴经济体是如何利用财政政策的以及对其作用的分析。再后面一节采用正规的模拟分析，以便研究执行政策时各种刺激选择的效力如何及各种宏观经济因素的作用如何。最后一节提供了一些政策建议。

## 了解财政政策方面的辩论

财政政策能够以两种普遍方式来稳定经济周期，一种是通过财政系统各部分产生的自动稳定器，自动稳定器自然地随着经济活动的变化而变化，例如，产出减少时，税收也减少，失业救济金增加。<sup>1</sup> 另一方面，相机抉择的财政政策会带来影响政府支出、税收和转移政策的积极变化，人们往往为了稳定以外的原因采取这些政策。

就其本性而言，自动稳定器在经济下滑时期起了直接作用。但是，它们通常是其他财政政策目标的副产品。因此，自动稳定器的数量往往与政府的规模有关联（例如，见 Fatás 和 Mihov, 2001 年），这表明扩大政府规模有助于抑制产出的不稳定性（见 Galí, 1994 年）。但是，许多人指出，政府如果规模较大，在较长时期里会阻碍增长。因此，增长的稳定性与增长的经济效率之间

存在着潜在的冲突。此外，自动稳定器的效力如何，更多的是正确设计的问题，而不是规模问题。

由于自动稳定器的范围通常有限——专栏 5.1 审查了各种经济体自动稳定器的数目——积极采用相机抉择的财政措施，通常作为一种反周期工具来推广。但是，怀疑论者质疑政府提出合乎时宜的措施的能力以及相机抉择的财政措施的宏观经济作用和财政可持续性的长期意义。

这些怀疑论者指出，立法部门无法快速执行相机抉择的财政措施，与中央银行改变其政策利率的速度相比，尤其如此。因此，财政刺激措施有可能在经济体刚刚走出下滑时期时生效。此外，批评家们还指出，财政刺激措施不可能目标明确，反而有可能导致不经济的、扭曲的相机抉择的公共开支和收入措施，这些措施对利益集团的压力更加敏感，而不是对经济需求更加敏感。另外，这些措施也不可能迅速取消，以便保持财政的可持续性。例如，有许多证据表明，新兴经济体和欠发达经济体的财政政策是顺周期的，而不是反周期的，其部分原因是这些经济体在政治上鼓励在经济繁荣时期能够得到资金时增加赤字规模（Talvi 和 Végh, 2000 年）。

即使能够迅速落实财政刺激措施，那样做能够证明采用相机抉择的财政政策是合理的吗？人们仍在激烈地辩论，却很少在理论上达成共识。教科书中凯恩斯理论的观点是，私人消费和投资是受经常收入所驱动的，这表明产出会充分体现财政政策的变化。但是，在一个开放的经济体中，财政政策的效力可能要低得多，这取决于资本流动程度和汇率制度，因为财政刺激措施可能会“外溢”。除了标准的挤出观点以外，许多新古典主义理论家强调未来收入和税收的预期值所起的作用，他们指出，财政乘数可能很小，因为有远见的住户会发现，暂时的财政刺激措施对其终生收入影响不大；如果政府支出增加最终抵消了私人消费

1. 因此，自动稳定器的作用大小取决于转移支付的规模（例如失业保险范围）、税收制度的累进性以及税收和转移支付对劳动参与率以及对工人和资本需求的影响。

### 专栏 5.1. 自动稳定器的程度差异及其与相机抉择财政政策的关系

自动稳定器有多重要? 本专栏研究了它们对财政余额的定量影响, 尤其是与相机抉择的财政政策进行了比较。首先, 在各个国家, 自动稳定器对基本余额的影响各不相同。基本余额不稳定与其说是自动稳定器的结果, 不如说是相机抉择政策变化的结果。但是, 对于许多国家来说, 相机抉择政策的变化没有与经济周期完全同步, 这表明自动稳定器通常是采取系统的反周期政策行动的一个更加重要的根源。

自动稳定器采用周期余额变化来计量, 周期余额在本章正文部分的事件分析中得到估算。<sup>1</sup> 在各个国家, 自动稳定器对财政结果的影响各不相同, 而且与政府规模和产出不稳定性存在正比关系。政府规模很好地代表了自动稳定器的规模, 它提供了第一幅图中的横轴。<sup>2</sup> 周期余额中已实现的不稳定性——作为周期余额变化的标准差计量——约等于政府规模乘以产出缺口的不稳定系数。第一幅图显示, 虽然新兴经济体的政府规模较小, 但与先进经济体相比, 它们遇到的周期余额不稳定性往往较大。这在很大程度上是因为新兴经济体的产出缺口更加不稳定。但是, 分别研究新兴经济体和先进经济体(为了控制新兴经济体中较高的产出不稳定性)后发现, 政府规模和周期余额的不稳定性之间存在着正比关系——即国家的自动稳定器规模越大, 其周期余额的变化也越多。<sup>3</sup>

但是, 与自动稳定器相比, 相机抉择的财政政策变化导致基本余额的不稳定性增大。总

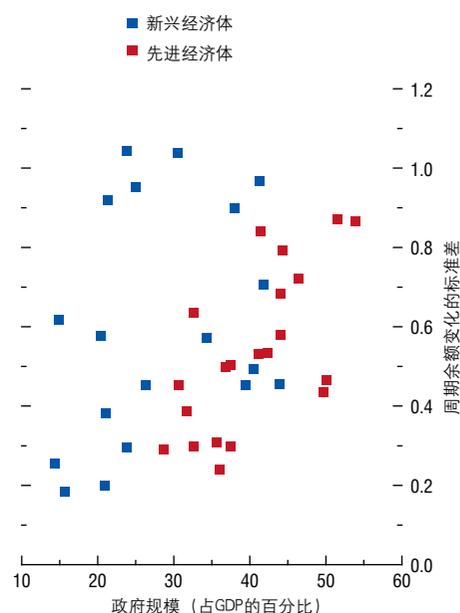
注: 本专栏的主要撰稿人是 Steven Barnett。

1. 本专栏中的分析采用了基于弹性的方法。取样期间为 1992 - 2007 年。

2. Balassone 和 Kumar (2007 年), 专栏 4.2, 解释了为什么这一点能保持不变。这种普遍的研究结果对于收入弹性假设具有积极意义。

3. 但是, 人们常常发现政府规模与产出的不稳定性成反比关系(例如, Andrés、Doménech 和 Fatás, 2008 年), 这会阻碍政府规模与周期性余额不稳定性之间固有的习惯性正比关系。

#### 周期余额的不稳定性



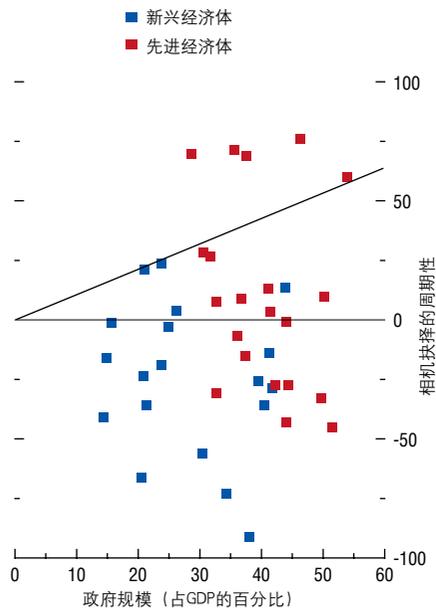
资料来源: 基金组织工作人员的计算。

的来看, 周期性调整余额的不稳定性大约比周期余额的不稳定性大三倍。先进经济体和新兴经济体都是如此。但是, 这些政策变化所起到的反周期作用的大小, 取决于它们与经济周期的同步程度如何。为了根据实证来分析这一点, 我们将财政政策相机抉择的周期性计量与自动稳定器的数量作了比较。<sup>4</sup> 第二幅图显示, 在先进经济体中, 相机抉择的财政政策往往具有更大的反周期性(相机抉择的反周期性大于零时), 但在新兴经济体中, 相机抉择财政政策通常是顺周期的(小于零)。两条轴线上的单位是类似的, 而且说明了产出缺口每增加一个百分

4. 财政政策的周期性是通过插入一阶差分的回归计量的: 将周期性调整的基本余额作为因变量、将产出缺口作为说明变数。系数为正说明政策具有更大的反周期性。但是, 这种回归可能存在问题, 因为它忽视了财政政策与产出缺口之间的关系(内生性)。

## 专栏 5.1 (续完)

结构性余额的周期性



资料来源：基金组织工作人员的计算。

点后相应余额的百分点变化(除以100以后)。如果一个国家在45度线以上,则说明与自动稳定器相比,相机抉择政策使得总体财政政策具有更大的反周期性。正如我们能够看到的,这只在少数情况下发生,包括一些政府规模较小的英语国家以及一些政府规模较大的北欧国家。但是,只有很少的系统证据证明,政府规模较小的国家采用更多的相机抉择措施来弥补

较弱的自动稳定器。

同时,研究结果表明,(1)与相机抉择财政政策相比,自动稳定器所扮演的反周期角色一般更加连贯,(2)相机抉择的财政政策的变化要么不合时宜,要么与除了产出稳定之外的因素有关。但是,为了防止误解需要说明的是,财政政策的相机抉择是通过周期性调整余额计量的,正如正文部分所讨论的,财政政策的相机抉择是一种有缺陷的代表,因为它可能包含与相机抉择变化无关的因素,特别是资产价格的波动。

资产价格的变动直接影响金融交易和资本利得税,但是它们也具有更加广泛的、间接的收入意义,特别是通过对消费的财富效应。在这些变动不完全遵循经济周期的情况下(例如,与产出缺口有关的波动增强),收入效应不会被传统的税收弹性所获取,并且会成为收入的周期性调整内容的一部分。在一项未公布的研究中,基金组织的工作人员编制了七国集团各国的周期性调整税收对住房和股票价格波动的短期敏感度的计量经济估计。周期性调整的收入数据是采用传统的调整方法计算的,以便确保结果的连贯一致。这项估计表明,住房和股票价格降低1%都可能使得总税收收入减少近1%,其中房价的降低对总税收收入的下降影响最大。这项估计还表明,加拿大、日本、英国和美国比七国集团中的欧洲大陆成员国对住房和股票价格的波动更加敏感。

和投资的减少,乘数甚至可能是负数。<sup>2</sup>相反,最近采用所谓的新凯恩斯理论模型的工作指出,如

2. 例如,Barro(1974年)引用的著名的李嘉图等价定理指出,住户和公司认为,就净现值而言,赤字以及未来税收的提高不会使其情况变好,因此他们会把临时性(一次性)减税额存起来,而不是把它们花掉。新古典主义理论模型通常会展示消极财富效应,这种消极财富效应是在政府开支增加足以减少私人消费和投资之后出现的。

果存在名义上的和实际上的刚性以及对流动的抑制(例如,见Galí,2006年),政府消费增加仍然可能具有积极的消费和实际工资效应。这些模型还表明,并非所有暂时的财政措施都是无效的:影响改变人们消费时间的激励措施的政策——如消费税的变化——可能在以下情况下是最有效的,当人们认为这些政策是暂时的,而不是永久的。

最近几年，有四个因素可能越来越有关联性：

- **市场刚性程度**：由于微观经济改革，商品市场和劳动力市场的刚性会在一段时间后降低，而且获得信贷的渠道可能更加广泛，从而降低了财政乘数。
- **货币政策框架**：如果货币政策与财政政策一致，财政政策的影响可能增大，因而减轻了挤出效应。
- **全球化和开放性**：在各个经济体更加一体化的情况下——即不断增加的国内需求份额由进口商品来满足——如今的相机抉择财政政策没有先前那么有效。
- **金融创新**：对金融市场解除管制和全球资本的使用增加可能缓解了对住户和公司的信用制约，这意味着消费和投资受经常收入的制约较小，对相机抉择的财政政策措施的反应较少。但是，跨境金融一体化也会降低利率对政府借贷的敏感程度，并且缓解挤出效应。

不幸的是，基于实证的工作尚未平息理论上的争论。财政乘数的估算涵盖范围广泛，从积极到无意义直到消极。<sup>3</sup> 其中一个原因是，将所有适当的调节因素考虑在内可能非常困难。另外一个原因是方法上的。简单地说，要想区分相机抉择的财政政策的变化与自动稳定器并评估它们的效应是非常困难的——尤其是，财政政策与经济活动的变化互为因果的时候。正如专栏 5.2 所讨论的，这个“内生性问题”给估计财政政策的效应提出了重大挑战。

## 相机抉择财政政策通常是如何反应的？

上一节探讨了对财政政策的两种评论意见：由于政治制约原因是否可以有效执行相机抉择财政政策的怀疑论和由于经济原因财政政策是否有

3. 支出乘数的典型范围为 0.5（例如，Mountford 和 Uhlig，2002 年）至大约 1（例如，Blanchard 和 Perotti，2002 年）。但是，Perotti（2007 年）的异常值高达 4，Krogstrup（2002 年）则低至 -2。

效的质疑。这些评论意见在本节中构成了根据实证作出的分析，这种分析审查了财政政策通常是如何对经济下滑作出回应的。

界定经济下滑和计量财政刺激措施不可避免地在某种程度上成为主观的做法。在接下来的分析中，经济下滑被定义为增长率为负数或产出缺口异乎寻常地为负值的时期，准确的阈值取决于是否使用季度或年度数据。该定义可能比仅根据负增长定义经济下滑更切合实际，因为那样会忽略产出大大低于潜在值但仍在增长的时期。

本章使用的财政刺激措施都是从基本财政余额、政府基本收入总额与扣除合并政府一般债务的利息付款后的支出的差额开始的。基本余额变化可能在收入和支出随着经济活动的增减被动发生，也可能在政府选择税收、转移和开支政策时主动发生。因此，我们需要的是周期性调整的基本余额方法，直观来说，周期性调整基本余额的变化应该反映出政策变化。本节第一部分研究了财政政策对经济活动变化的反应，发现自动稳定器对基本余额中的周期性部分变化的反应以及相机抉择的财政政策对周期性调整的基本余额变化的反应。<sup>4</sup> 设计这种方法需要两种略有不同的途径，选用哪种则取决于被分析的经济体的可用信息。

## 财政政策灵敏性的证据

实证调查是从先进经济体的分析开始的，对于它们来说，跨度较大的财政数据可以是每季度的数据。<sup>5</sup> 相机抉择的财政行动是指那些改变周期性调整的预算余额的行动，即利用产出缺口估计数以及收支的收入弹性估计数从预算中提取周期性部分。<sup>6</sup> 图 5.1 总结了七国集团各经济体在过

4. 正如专栏 5.1 和事件分析中所定义的，周期性调整的余额是剩余数值，包含周期性调整没有消除的基本余额中的所有变化。这包括许多不一定与产出稳定有关的因素，例如结构性改革、一次性项目和其他经济事件的影响（包括非周期性的资产价格变化，因此可以被确定为财政余额中的“自动”变化，见 Jaeger 和 Schuknecht，2007 年）。

5. 欲知以下分析的进一步详情，见 Leigh 和 Stehn（即将发表）。

6. 这些弹性引自经合组织《经济展望》；详情见附录 5.1。

## 专栏 5.2. 为什么确定财政刺激措施的影响这么艰难?

或许令人惊讶的是，有关财政政策效应的实证性文献没有给相机抉择的财政政策能否在经济下滑时期成功地刺激经济这一简单问题提供一个明确的答案。有关财政政策对许多关键的宏观经济变量的影响的估计可能不仅仅在程度上各不相同，在方向上也会不相同。本专栏旨在说明为什么在实际中举出一个具有说服力的例子来说明相机抉择的财政政策会带来什么后果极其艰难。

在这个问题上，任何以实证为根据的工作都会面临以下问题：(1) 每次对政策变化的影响力进行评估，都必须考虑到执行政策时所处的经济环境。(2) 财政刺激措施可以通过税收、转移和开支的多种不同组合来实现，每种组合都会产生不同的效应。(3) 有时，计量财政政策变化的日期与住户和公司普遍知道这项财政政策的日期之间可能存在差异。(4) 政策方法和经济活动都是内生的——它们同时还相互依赖——因此，仅仅研究简单的相互关系无法立即明确确定什么决定什么。最后这个问题大概是最难解决的。研究人员必须以某种方式把被动出现的（例如自动稳定器带来的）税收、转移和开支变化部分与代表真实的政策举措部分区别开来，并且采用具有财政动力的方法来确定对经济活动的效应。

为了举例说明，假设总体的财政政策  $g$  依照以下方程式演变：

$$g = (\alpha + \beta)y + \eta, \quad (1)$$

其中， $y$  是产出缺口。为了简明起见，我们可以认为  $g$  只代表政府支出，这样刺激措施就会在  $g$  为正数时发生。财政政策对经济状况有两种反应： $\alpha$  代表的自动部分和  $\beta$  代表的系统相机抉择部分。意外的相机抉择财政政策则用  $\eta$  表示。

现在假设产出过程如下：

$$y = \delta g + \varepsilon, \quad (2)$$

其中， $\delta$  是财政乘数， $\varepsilon$  代表与政策无关的冲击。这个系统提出两个重要问题。首先，我们有一个典型的同步问题——试图通过估计 (1) 来评估财政政策对产出的影响将导致有偏估计量。第二个问题是计量问题——难以把系统的相机抉择政策变化与自动稳定器区别开来。基于弹性的财政推动方法可以被认为是采用了经合组织对  $\alpha$  的估计，并且创制了

$$\tilde{f} = f - \alpha y$$

估计这种方法的周期性等同于估计参数  $\beta$ 。<sup>1, 2</sup>

在回归框架中审查财政政策的实效时，如果财政推动方法错误地包含了自动稳定器所产生的周期变化，这种方法将导致有关相机抉择财政政策的影响的推论无效。因此，第二种财政推动方法把重点全部放在  $\eta$ ，即意外的财政政策冲击的影响上。<sup>3</sup>

文献中采用的其他方法试图解决相同的问题。结构性向量自回归法采用统计标准来估计对财政政策的冲击，并且衡量这些冲击对于不是由其他经济冲击引发的产出变化负有多大责任。三个问题可能是相互关联的。与简化回归一样，需要作出统计学假设来识别财政冲击。其次，大多数向量自回归法忽视了债务动态学在调节反应中的重要性（无论债务的暂时增加是否会导致住户和公司预期未来较高的税收是凯恩斯理论和古典理论关于相机抉择财政政策的实效的观点的主要差异）。<sup>4</sup> 最后，与简化回归一样，向量自回归法可能无法可靠地解决时

注：本专栏的主要撰稿人是 Alasdair Scott。

1. 另见 Galí 和 Perotti (2003 年)，他们采用了相同的方法。

2. 在研究新兴经济体的财政政策反应时，有必要假设支出和收入的收入弹性为“零至一”，这是计量  $\alpha$  的一种比较粗略的方法，但是在概念上是相同的。

3. 欲知如何设计财政推动方法的详细内容，见附录 5.1。

4. 见 Chung 和 Leeper (2007 年)。Favero 和 Giavazzi (2007 年) 确实包含债务冲击。

## 实证方法对相机抉择的财政政策刺激措施的影响评估

	产出	私人消费	私人的耐用品投资	私人资本投资
结构性向量自回归研究	中性值到正数值	中性值到正数值	负数值到正数值	负数值到正数值
叙述性研究	正数值	负数值	负数值	...
案例研究	正数值	正数值	...	...

注：归属于向量自回归法类别的研究包括Fatás和Mihov（2001年）；Mountford和Uhlig（2002年）；Blanchard和Perotti（2002年）；以及Galí、López-Salido和Vallés（2007年）。归属于叙述性类别的研究包括Ramey和Shapiro（1998年）以及Edelberg、Eichenbaum和Fisher（1999年）。案例研究包括Johnson、Parker和Souleles（2006年）。

间选择问题。

相反，“叙述性”方法通过直接研究立法和公开声明的历史记录来估计财政刺激措施中受政策驱动变化。这种方法的优点是，能够通过仔细研究何时制订和宣布政策决定来认真对待选择冲击的时间。但是，这种研究非常耗费资源，因而使得它们的跨国应用几乎是不可能的。此外，它们是主观的，与向量自回归法和简化分析法一样依赖于确定假设。实际上，分析围绕的是军事集结的少数异常情景，而且存在着一些问题，如从此等情景中能够了解多少有关经济下滑时期的相机抉择财政政策的信息。

最后一种方法审查了特定的“自然实验”，例如减税效应。这种方法的优点在于，它可以对准特定的情景，对于这些特定情景来说，确定政策变化及其意图比较容易。相应的缺点是，难以通过审查特定的案例来吸取更加广泛的政策教训。

这种基于实证的工作涉及的政府开支刺激私人需求的能力是多种多样的。<sup>5</sup>（基于收入方法的证据较少。）此外，在使用的方法与获得的定性结果之间似乎存在一种模式。该表汇总了文献中选定的重要论文中的成果，并按关键变数对政府开支中的相机抉择增长的反应迹象来

5. 案例研究结果通常会发现正面效应，但是这些效应通常没有向量自回归法研究产生的效应那么强。1975年的减税研究得出以下基本结论：效应是正面的，但作用不大（也就是说，短期乘数大约为0.2~0.5）；见Modigliani和Steindel（1977年）以及Blinder（1981年）。2001年的减税研究产生了类似结果；见Shapiro和Slemrod（2002年）。

编列。

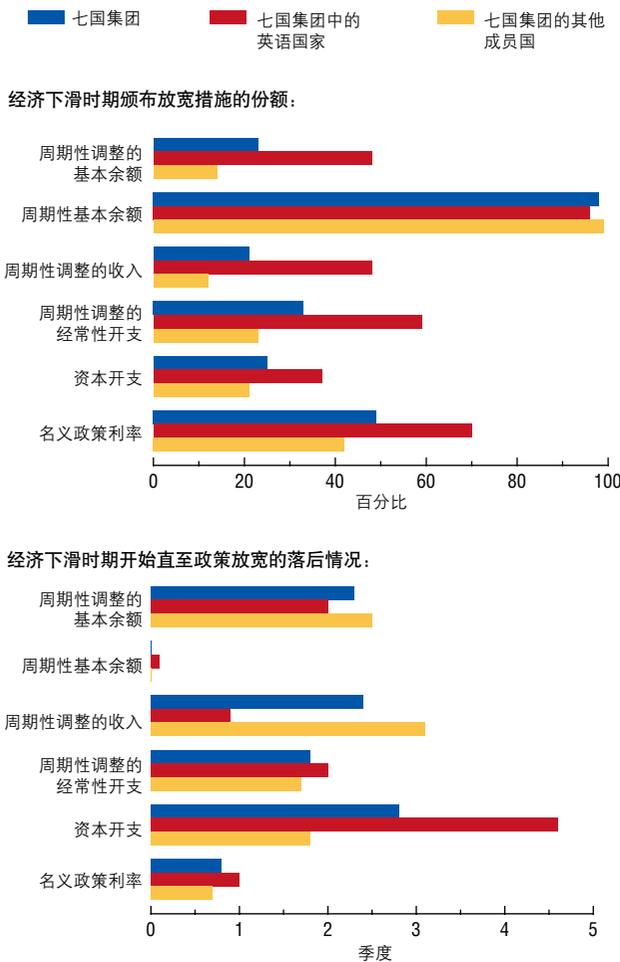
尤其是，结构性向量自回归法研究往往会发现较强的正面效应，这种研究通过假设政府开支是在季度内预先决定的来确定财政干预措施（见Blanchard和Perotti，2002年），而依赖于对异常开支情景的反应的叙述性研究所发现的财政刺激情景与消费之间的关系往往要脆弱得多，甚至发现这种关系是负面的。<sup>6</sup> Ramey（2008年）表示，这种差异与向量自回归法处理时间选择的方式相似——如果相机抉择的财政政策措施是预先宣布的，而且住户立即减少其开支（正如新古典理论所预言的），那么在财政余额或构成的实际变化的基础上计量效应的向量自回归法可能会发现那一天的消费增长率有所增加。这会支持凯恩斯理论关于财政政策的观点，但是实际上这种消费增长是由从先前的下跌中恢复所驱动的。另一方面，叙述性方法考虑了相机抉择措施的宣布时间。<sup>7</sup> 与这些研究相比，本章中采用的简化方法在概念上接近Blanchard和Perotti（2002年）的结构性向量自回归方法；如果时间选择批评意见适用于本文和类似的文件，它也适用于我们的方法。但是，在这项研究中全部41个经济体的叙述性对比研究超出了本章的范围。

6. 但是，注意有关税收变化效应的叙述性研究会发现乘数非常大——Romer和Romer（2007年）。

7. 另见Perotti（2007年）中的反驳意见。

图5.1. 七国集团各经济体使用财政刺激措施的频率和速度如何?<sup>1</sup>

在经济下滑时期，相机抉择财政政策的使用频率比货币政策和自动稳定器都低，而且需要较长时间才能出台。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 七国集团包括加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国。

去四十年里的政策反应。图中的数字表明，在经济下滑时期执行了相机抉择的财政刺激措施，但是这种措施的使用频率比自动稳定器和货币政策低得多。相机抉择的财政刺激措施用于大约 23% 的全部经济下滑季度——频率不到利率放宽的二分之一——而自动稳定器在经济下滑时期则占 95% 以上 (图 5.1 上图)。<sup>7</sup> 相机抉择的政策也是后来出台的，一般在经济下滑开始后的大约两个半季度，利率放宽后的约一个半季度时 (图 5.1 下图)。资本支出特别缓慢，落后几乎四个季度。相反，在几乎所有衰退时期，周期性基本余额下降所代表的自动财政放宽政策都在经济下滑自身所在的季度里发生。

相机抉择的财政放宽措施数目一般也远远小于自动稳定器数目。图 5.2 显示了七国集团各经济体的相机抉择财政措施、自动稳定器和利率的平均推动反应，它们是通过使用向量自回归法估计涵盖 1980 年第一季度至 1991 年第四季度的“早期”取样和涵盖 1992 年第一季度至 2007 年第四季度的“晚期”取样的两个样本后取得的。<sup>8</sup> 在这两个样本中，相机抉择的财政放宽措施比自动稳定器小得多，与利率和自动稳定器的变化相比，出台速度也较慢。但是，对这两个图进行比较也表明，相机抉择财政政策的反周期反应自 20 世纪 90 年代初以来得到增强。<sup>9</sup> 早期样本中的开支和收入部分的反应反映出顺周期收入适度增加、反周期经常性开支小幅增加以及顺周期资本开支大幅削减三种情况同时出现。20 世纪 90 年代初以来出现的财政政策的反周期程度较高，是因为收入削减、经常性开支大幅增加以及资本开支顺周期小幅削

7. 注意自动稳定器在经济下滑时期起到缓解作用，因为适用的经济下滑定义不排除增长加速或产出缺口的增加（只要产出缺口异乎寻常地为负数）。

8. 欲知详情见附录 5.1。注意与多数向量自回归文献不同的是，本文中的分析过程没有评估增长对财政政策冲击的反应。相反，重点在于财政政策变量对增长变化的反应。

9. 在早期样本中，相机抉择的财政政策的影响是顺周期的，使得四个季度的累积顺周期紧缩达到潜在 GDP 的约 0.1 个百分点。在后一个样本中，即使相机抉择的政策仍然没有产生具有影响力的刺激措施，它也会导致在四个季度中 0.2 个百分点的累积刺激措施。这项研究结果与 Galí 和 Perotti (2003 年) 实例以及《世界经济展望》(2003 年 9 月期) 中的观点一致。

减。在第二个样本中,自动稳定器的反应保持不变,而货币政策的反应有所增强。图 5.3 显示,各先进经济体之间存在着显著的国家差异。与七国集团中的其他国家相比,美国、加拿大和英国(七国集团中的三个英语国家)的相机抉择财政政策和货币政策更加及时且具有更大的反周期性。与美国、加拿大和英国相比,经济合作与发展组织(经合组织)的其他成员国在货币和相机抉择财政政策方面表现出更弱的反周期性。

### 数据的不确定性和债务偏差风险

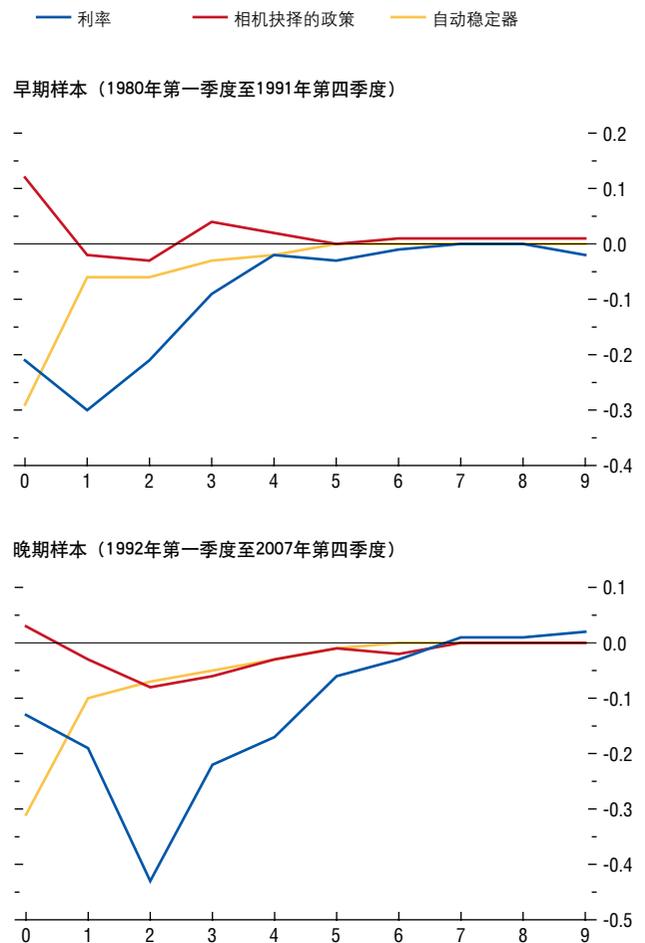
人们常常会对反周期性的财政激进主义感到关切,这就是政策制定者的反应可能不对称,在经济下滑时放宽,但是在经济上升时没有充分收紧,这意味着公债与 GDP 的比率永久地提高,可能给长期增长带来不利后果。要想调查七国集团各国的财政政策是否呈现出此等不对称趋势,则要调整向量自回归框架实施以来对经济上升和经济下滑作出的不对称反应(见附录 5.1)。结果表明,财政政策和货币政策都受放宽偏误的影响;即经济下滑时期的放宽程度甚于经济上升时期的紧缩程度(图 5.4)。相反,自动稳定器的反应是对称的,经济下滑时期的放宽几乎完全被经济上升时期的紧缩所抵消。

因此,尽管各国一直在积极采用相机抉择的财政政策,但是人们对债务偏差的关切是有根据的。例如,专栏 5.3 中提供了美国基于税收的刺激立法的案例研究。此项研究发现,尽管相当及时,但周期性刺激的减税有 38% 成为永久性的。

反周期性财政激进主义的分析提出另一个问题,即政策制定者面临着周期情况非常不确定,要冒破坏经济稳定性的风险,因为他们可能对认识有误的经济下滑时期作出了反应。根据有关国家当局作出的 GDP 初步估计的可靠性评估来看,这似乎是一个严重问题。<sup>10</sup> 初步增长估计与后来的修改之间存在严重的反比关系。40% 的初步估计表明,季度环比增长为负数,后来都修订为正

**图5.2. 七国集团各经济体的财政政策反应有多强烈?**  
(百分点偏差: X轴是季度;在零时期发生冲击)

在增长意外降低1个百分点低于潜在增长后,利率和财政余额的自动部分缓解了影响:相机抉择的财政刺激措施需要更长时间出台。近年来,相机抉择的财政政策更加反周期性了。

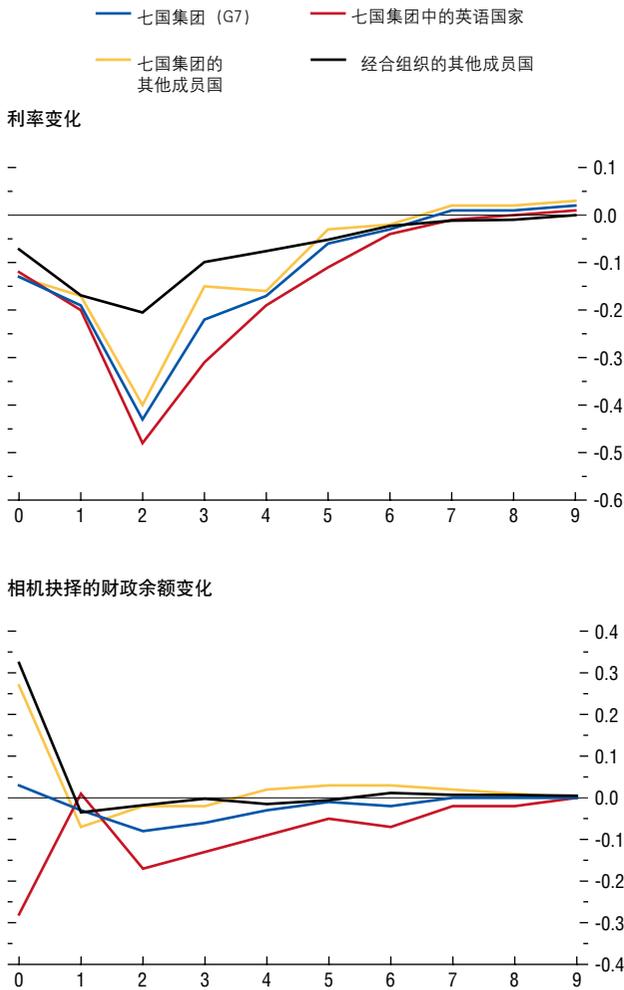


资料来源:基金组织工作人员的计算。

10. 见附录 5.1。有关使用实时数据的财政政策的进一步分析,另见 Cimadomo (2008 年)。

**图5.3. 各先进经济体财政政策的反应程度有何不同?**  
(百分点偏差: X轴是季度; 零时期发生冲击)

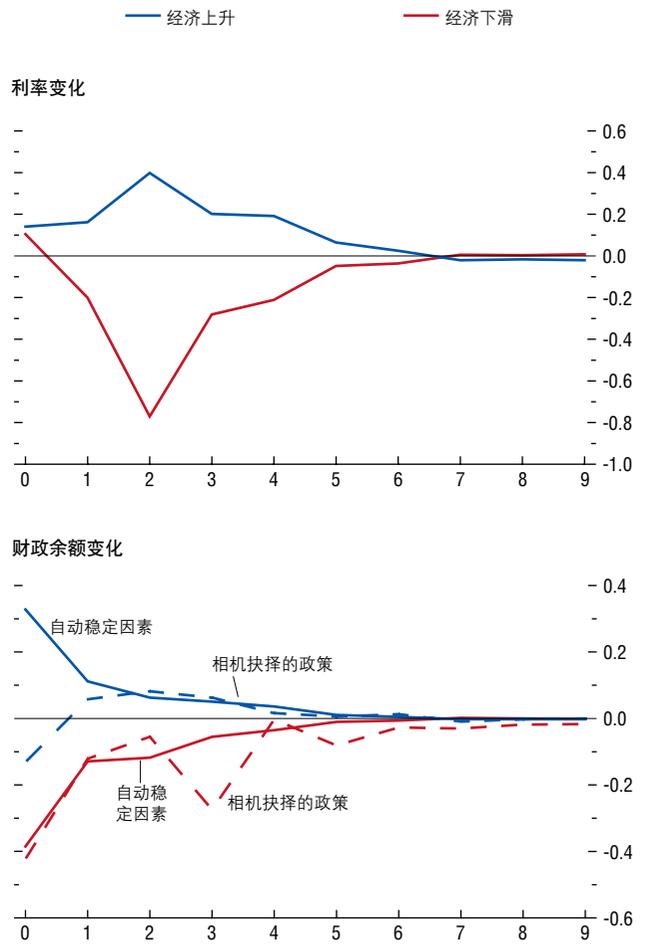
在增长意外降低1个百分点低于潜在增长率后, 英语国家出台了货币和财政刺激措施; 经济合作与发展组织(经合组织)的其他成员国所作的货币反应和出台的顺周期相机抉择财政紧缩政策较弱。本图显示了后一个样本的政策反应(1992年第一季度至2007年第四季度)。



资料来源: 基金组织工作人员的计算。

**图5.4. 七国集团各经济体在经济下滑时期是否有放宽政策的倾向?**  
(百分点偏差: X轴是季度; 零时期发生冲击)

在增长率遭受1个百分点的冲击后, 相机抉择的财政政策和货币政策都受到放宽倾向的影响, 经济下滑时期的刺激措施多于经济上升时期的紧缩措施。相反, 自动稳定器对经济上升和下滑时期分别作出对称反应。本图显示后一个样本中的政策反应(1992年第一季度至2007年第四季度)。



资料来源: 基金组织工作人员的计算。

数。<sup>11</sup> 预测效率测试发现，有确凿的证据证明，初步增长估计存在着悲观主义偏误。<sup>12</sup>

为了调查七国集团各国的财政政策如何受到增长估计误差的影响，在向量自回归框架中增加了增长估计误差（见附录 5.1）。图 5.5 报告的结果证实，财政和利率政策都受到初步增长估计误差的影响，假定的增长率比最终修订的增长率低 1 个百分点，后者得益于利率和相机抉择的财政余额与潜在 GDP 的比率降低了约 0.2 个百分点。这项研究结果表明，人们对政策误差的关注是有充分根据的，尤其是在财政政策决定似乎比货币政策决定更难以逆转，而且财政政策误差可能会造成长期的债务后果的时候。

## 新兴经济体和先进经济体财政政策的反应是否有所不同？

关于使用相机抉择的财政政策的某些保留意见甚至可能更适用于欠发达经济体。不幸的是，尽管上一节中的数据是按季度公布的，但是一组更加广泛的经济体的连续数据只按年度公布。

接下来的分析使用了 21 个先进经济体和 20 个新兴经济体的样本，涵盖 1970—2007 年。<sup>13</sup> 由于使用了年度数据，“经济下滑”定义在概念上与先前使用季度数据时的定义相同，但是“异乎寻常的负数”目前被定义为在产出缺口的标准偏差 -0.5 以下。<sup>14</sup> 在先进经济体中，经合组织有关收支的收入弹性的估计用于计算周期余额。但是，新兴经济体没有此等估计，因此则假设收入随着经济周期在一对一地变动，但是开支却不这样变动，即收入的收入弹性为 1，开支的收入弹性为零（详见附录 5.1）。因此，财政扩张被定义为周期性调整的基本余额的负面变化在 0.25 个百分点以上，

11. 同时，根据最终数据，实际上 30% 的季度为负增长，但在初步估计中显示为正增长。

12. 虽然这种偏误在统计上仍然影响重大，但近年来这种偏误似乎有所下降，这可能反映出增长环境更加稳定且更可预测。

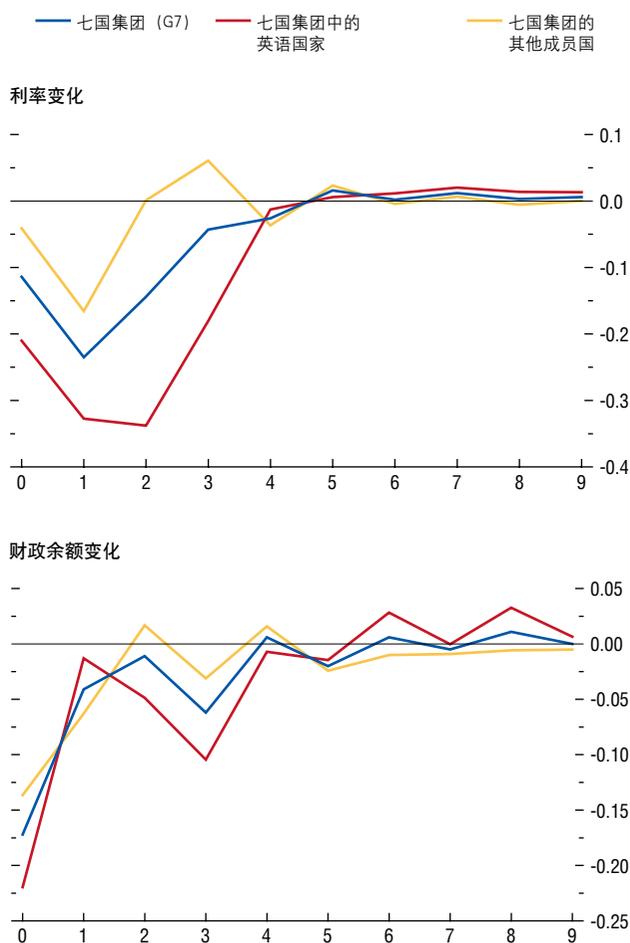
13. 有关经济体和经济下滑情景列表，见附录 5.1。

14. 经济上升时期相应地被定义为产出缺口比标准差高出 0.5 的时期。潜在产出采用 Hodrick-Prescott 过滤器计量，其中  $\lambda$  设为 6.25，是 Ravn 和 Uhlig（2002 年）建议的数值。

图 5.5. 七国集团各经济体是否对认识有误的经济下滑作出反应？

（百分点偏差；X轴是季度；零时期发生冲击）

在错误地认为增长降低 1 个百分点后，相机抉择的财政政策和货币政策都有所放宽，尤其是在英语国家。本图显示后一个样本（1992 年第一季度至 2007 年第四季度）中的政策反应。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

## 专栏 5.3. 美国的减税措施是否具有及时性、暂时性和目标明确性?

本专栏更加仔细地研究了美国的财政干预措施是否具有及时性、暂时性和目标明确性。Romer 和 Romer (2007 年) 编制了一套自 1945 年以来列入法律的所有重大税收变化的最新数据组, 我们因此能够详细地分析这个问题。Romer 和 Romer 经过查阅官方文件, 把显然由周期性因素引发的税收变化与其他因素所引发的税收变化区别开来, 后者包括长期增长扶持、减债和资助额外开支。在已确定的所有 50 个重大联邦税务行动中, 有 7 个被评估为周期性行动, 其中有 5 个是旨在刺激短期增长的减税措施。

本专栏重点放在 1970—2002 年实施的五项减税以及 2008 年 2 月颁布为法律的《经济刺激法案》上。本专栏评估了经济下滑开始后制定和实施减税法的速度如何、其暂时程度如何以及其目标有多明确。在评估减税措施的出台时间距经济下滑开始有多久时, 这项分析在正文

部分界定了经济下滑的定义。评估了 2008 年的增长数据: 第二季度的刺激措施尚未提供。

主要结果如下:

- 及时性: 周期性引发的五项减税措施中有四项是在经济下滑的一个季度内出台的(见下表)。以 2002 年为例, 刺激措施在经济下滑三个季度后出台。执行减税措施的平均滞后时间; 即立法颁布法律与其对收入的影响之间的时间间隔为一个季度。
- 暂时性: 尽管周期性引发的六项减税措施中只有一项是永久的, 但是其余的减税措施包含一项永久性内容(见下表)。尤其是, 约 79% 的减税措施是暂时的, 计划持续时间平均为两个季度。有些减税措施后来得到延期, 因此该比例实际上更小: 最终为 62% 的减税措施是暂时的, 38% 则变为永久的。
- 目标明确性: 每套减税措施的目标命中效率采用美国国会预算办公室 (CBO, 2008 年) 的成本效益分类计划来评估, 这说明它可能对一系列潜在的财政刺激工具的累积总

注: 本专栏的主要撰稿人是 Daniel Leigh 和 Sven Jari Stehn。

## 减税措施的及时性、暂时性和目标明确性如何?

刺激措施的 出台日期	法律规定的减税措施 法案名称	刺激措施的规模 (占GDP的 百分比)	及时性		暂时性 <sup>1</sup>				目标明确性 成本有效性得分 <sup>4</sup>
			最近一次的 经济下滑日期 <sup>2</sup>	内在时滞 (季度) <sup>3</sup>	暂时部分		暂时部分的期限 (季度)		
					计划	实际	计划	实际	
1970年第一 季度	《税务改革法案》	1.2	1970年第一季度	1	0	0	永久		1.0
1975年第二 季度	《减税法案》	3.6	1975年第一季度	1	97	78	2.3	1.0	2.5
1977年第三 季度	《减税和简化法案》	1.0	1977年第四季度	1	77	67	1.3	1.0	1.9
2001年第三 季度	《经济增长和减税平衡法案》	1.7	2001年第三季度	1	100	100	1.3	1.3	2.4
2002年第二 季度	《创造就业机会和工人救助法案》	1.7	2001年第三季度	1	100	67	3.7	4.0	1.3
2008年第二 季度	《经济刺激法案》	1.1	...	1	100	...	1.6	...	2.7
平均值		1.6	...	1	79	62	2.0	1.8	2.0

1. 暂时的刺激措施被定义为会终止的刺激措施。由于有法律规定可以延期, 实际期限可能超过计划期限。
2. 经济下滑时期被定义为增长为负数或低于长期趋势且产出缺口超过零以下的标准差的某一季度。
3. 内在时滞是指刺激措施颁布为法律的日期与其执行日期之间相差的时期 (应纳税额实际发生改变的季度)。
4. 根据美国国会预算办公室 (2008 年) 的分类, 成本效益分数 (3=高、2=中、1=低) 表明成本效益的高低。

需求产生成本效益最高的影响。根据该分类计划，六项周期性引发的减税措施中有三项被列为成本效益高的。在这三套税收政策中，一半以上的内容包括个人直接转移和个人一次性退税——两个财政工具被美国国会预算办公室评估为成本效益最高。最近，即 2008 年的刺激措施因此而

得分最高，紧随其后的是 1975 年和 2001 年。成本效益最低的刺激措施是 1970 年和 2002 年的减税措施，其大部分内容是企业一次性退税以及个人和企业的税率降低。

因此，美国的大部分财政干预措施是及时的，但并非总是暂时的或者是目标明确的。

而财政紧缩则被定义正面变化在 0.25 个百分点以上。周期性调整的基本余额变化低于 0.25 个百分点时（无论是正的还是负的），财政政策被视为中性。因此，财政状况有三种状态：刺激（397 个情景）；中性（155 个情景）和紧缩（437 个情景）。

除了在选择数据组和定义时必须提出假设以外，许多防止误解的说明也适用于采用这种方法的分析。尤其是，使用年度数据限制了精确描绘在一年内开始和结束的财政干预措施的能力。其次，与此相关的是政策制定者对实时经济状况的理解，实时经济状况可能在很大程度上不同于使用修改后的数据所得出的推论，但是在缺乏连续的实时数据生成的情况下，难以对这种差异作出调整。

牢记这些防止误解的说明，分析发现了以下程式化的事实：

- 新兴经济体在经济下滑时期通过采取财政刺激措施作出反应的频率只有先进经济体的一半：22% 对 41%（图 5.6，上图）。以周期性调整的基本余额占潜在 GDP 百分比的变化来计量（图 5.6，中图，第一栏和第三栏），新兴经济体如果确实执行了财政刺激措施，反应会略高。但是，这是因为经济下滑较大（图 5.6，中图，第二栏和第四栏）。
- 在经济下滑过程刚过三分之一时，财政刺激措施涉及收入和支出变化两个方面。在主要依赖一种刺激措施的经济下滑时期里，支出措施在先进经济体和新兴经济体都占主导地

位（图 5.6，下图）。

- 在新兴经济体中，整体基本余额的变化通常是顺周期的，尽管有自动稳定器产生了反周期效应（图 5.7，上图）。<sup>15</sup> 当先进经济体也同时遭受经济下滑时，它们在经济下滑时期中更具顺周期性，这与外部融资溢价增加是一致的（图 5.7，下图）。在先进经济体中，基本财政余额的变化总的来说是反周期的，主要是因为自动稳定器是由周期余额变化所计量的。

## 相机抉择财政政策的宏观经济作用

本节在定义了经济下滑和财政刺激情景之后，接下来要探讨核心问题：相机抉择的财政政策有什么宏观经济影响，尤其是在经济下滑时期有什么影响？事件分析采用与上一节相同的基于弹性的财政推动方法，确定了某些基本模式，然后回归分析法对原因和效应作了更加系统的评估。

### 经济下滑和财政刺激情景的事件分析

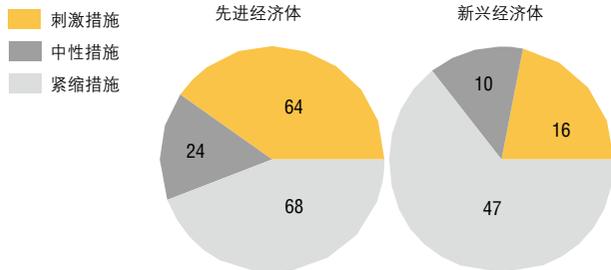
事件分析显示了在经济下滑时期前后的主要宏观经济变量的动态——实际 GDP 的增长、债务对 GDP 的比率、通货膨胀率、汇率、经常账户和货币增长。表 5.1 和图 5.8 显示，宏观经济变量在

15. 研究结果与 Kaminsky、Reinhart 和 Végh（2004 年）以及许多其他研究是一致的。它对经济下滑时期的固定和浮动利率机制都有效。

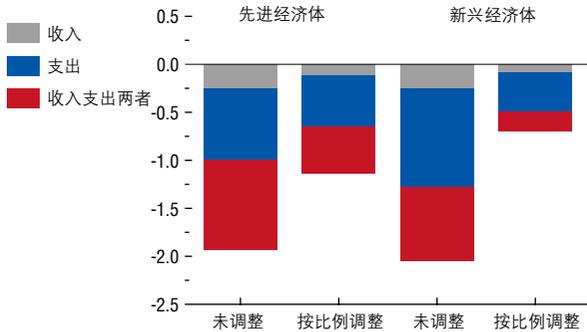
图5.6. 先进经济体和新兴经济体在经济下滑时期的财政刺激措施的构成

最上面的圆形分析图显示了先进经济体和新兴经济体在经济下滑时期的各类财政政策反应——刺激措施、中性措施或紧缩措施。条形图说明财政刺激措施的平均规模。各部分显示从只有收入变化、支出变化到两者皆有的全部取样刺激措施的平均比例。最下面的圆形分析图说明先进经济体和新兴经济体只采用收入的频率、支出变化或两者皆有的情况。

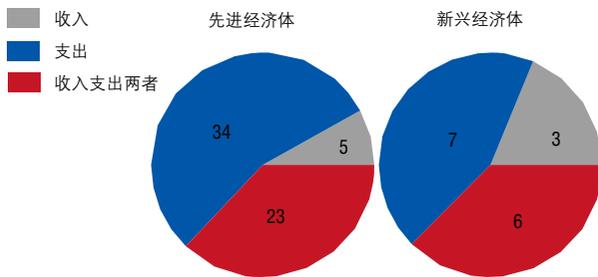
经济下滑时期的财政反应总数



经济下滑时期周期性调整的基本余额的平均变化<sup>1,2</sup>



由以下因素所驱动采取刺激措施从而作出反应的经济体总数



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 周期性调整的基本余额的平均变化与经济下滑时期通过财政刺激措施作出反应的各个国家使用某种特定类型的财政刺激案例所占份额加权后的各种财政刺激措施有关。

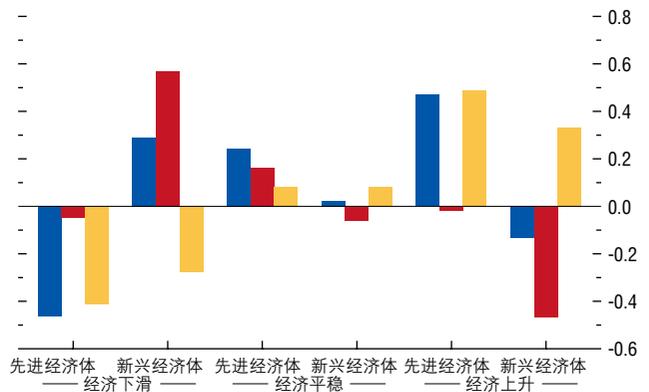
2. 对于每组经济体来说，左栏是周期性调整的基本余额占GDP百分比的变化。右栏是周期性调整基本余额占GDP百分比的变化，后者是用产出缺口变化的标准差估计的。

图5.7. 经济下滑和上升时期的财政政策反应 (平均变化、占GDP的百分比)

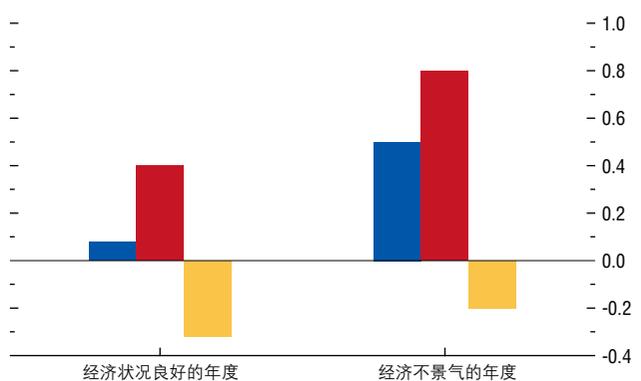
上面的条形图显示了先进经济体和新兴经济体（从左到右）在GDP下滑、经济平稳和经济上升时期的总体财政政策反应。负值是指财政刺激措施。相机抉择的财政政策与周期性调整的基本余额有关。下面的条形图显示先进经济体处于经济上升和经济下滑时期时，新兴经济体的总体财政政策反应。在这两张图中，余额的平均变化是通过产出缺口变化的标准差估计的。



先进经济体和新兴经济体的反应，取决于在周期中的情况



新兴经济体在经济下滑时期的反应，取决于先进经济体在周期中的情况<sup>1</sup>



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 按产出缺口变化的标准差分级的余额总体变化。经济状况良好的年份被定义为先进经济体的GDP加权平均差距低于先进经济体所有年份的GDP加权平均差中值的年份。

表5.1. 在有和没有财政推动措施的情况下，经济下滑前后的宏观经济指标：所有经济体<sup>1</sup>

中值	经济下滑时期 的观察数量	经济下滑前 三年的平均值	经济下滑前一年	经济下滑当年	经济下滑后一年	经济下滑后 四年的平均值
实际GDP增长						
财政刺激	51	3.1	2.2	-0.1	3.6	3.2
财政紧缩	83	2.5	2.8	0.7	4.2	3.6
债务—GDP比率的变化						
财政刺激	43	-1.4	-0.5	2.2	1.1	0.8
财政紧缩	61	1.4	1.5	1.2	-0.9	-1.2
周期性调整的基本余额变化						
财政刺激	51	0.0	-0.2	-1.1	0.0	0.2
财政紧缩	83	0.0	0.1	1.6	-0.2	0.2
通货膨胀						
财政刺激	48	5.6	5.5	4.7	3.0	2.7
财政紧缩	78	7.1	6.2	5.2	5.0	5.1
名义汇率变化 <sup>2</sup>						
财政刺激	41	-0.6	0.0	2.9	-0.5	0.1
财政紧缩	72	4.6	3.3	7.9	3.5	2.3
经常账户顺差						
财政刺激	51	-2.4	-2.9	-0.8	-0.9	-1.2
财政紧缩	81	-0.9	-0.8	0.0	0.2	-0.1
实际货币增长						
财政刺激	32	5.0	2.6	1.7	4.2	4.8
财政紧缩	54	4.6	4.3	3.3	4.9	5.0

注：有关各个变量，中值是针对经济下滑第一年间的三种财政状况来记录的：财政刺激、中性政策和财政紧缩。在每种情况下，价值都是针对经济下滑前三年的中值平均值、经济下滑前一年、经济下滑第一年、整个经济下滑时期结束后一年以及经济下滑时期结束后四年的平均值来记录的。注意，有时经济下滑持续一年多。在持续多年的经济下滑中，经济下滑结束后的那一年就是最近经济下滑年度后的第一年。

1. 经济下滑第一年间的财政推动措施被定为周期性调整的基本余额占GDP的比率降低到GDP的0.25个百分点以下。

2. 汇率用当地货币对美元汇率来表示（“+”号表示贬值）。

经济下滑之前、期间和之后是如何随着财政刺激措施一起变动的。正如所预料的，债务占GDP的比率在财政刺激措施出台后升高，在紧缩措施出台时有所改善，而经常账户余额在出台了紧缩措施的经济下滑年度中有所改善，但在出台了刺激措施时却出现恶化。但是对于其他变量来说，结果通常是模糊不清的。尤其是，在经济下滑时期没有出台财政刺激措施的情况下增长率较高，但在出台了财政刺激措施的情况下，从经济下滑的当年到经济下滑后的第一年，增长率变化要大一些。在先进经济体和新兴经济体中，都观察到同样的结果。

表5.2列示了在经济下滑时期所有经济体的实际GDP增长的中值和从理论上建议可能产生重要影响的许多变量的财政刺激措施：公债、经

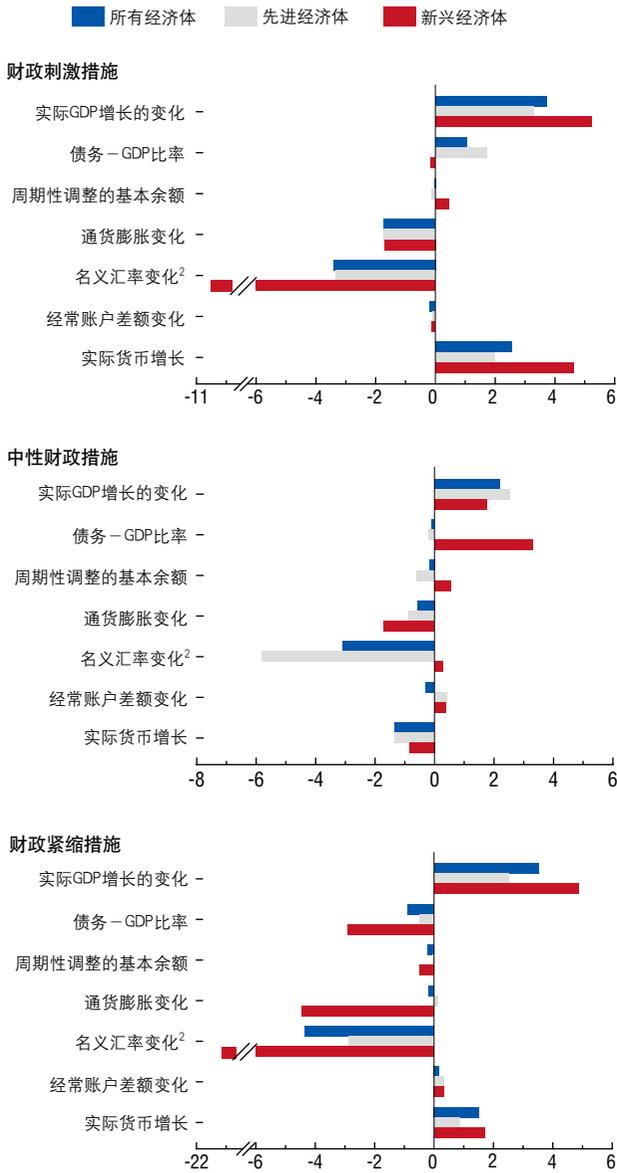
常账户差额、贸易开放和汇率机制。<sup>16</sup>图5.9列示了经济下滑当年与第二年之间的增长率差异。研究这些调节因素之后发现，从经常账户差额变化、贸易开放和汇率机制变化方面来看，财政政策的影响几乎没有什么明显的差异，尽管在理论上这种差异是存在的。但是，公债水平似乎与增长结果的一贯差异是相关联的——执行财政刺激措施且有很多公债的经济体在经济下滑时，其增长率在经济下滑之前前后通常会较低，在执行财政刺激措施的第二年其增长率恢复较慢，而执行财政紧缩措施的重债经济体的增长率则会提高。

有关执行财政政策的方式，与那些仅仅依赖

16. 有关这些变量中的前三项，根据经济下滑前三年的变量平均值计算，结果分为“高”、“低”两类。高低阈值是整体样本的中值，但债务除外。有关债务，先进经济体的“重债”阈值为75%，新兴经济体为25%。汇率制度是根据在经济下滑第一年汇率是固定汇率还是浮动汇率来分类的。

图5.8. 经济下滑后出台和没有出台财政刺激措施情况下的宏观经济指标<sup>1</sup>

条形图表明了从经济下滑当年至经济下滑后第一年的宏观经济指标变化。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 经济下滑第一年间财政推动措施被界定为周期性调整的基本余额占GDP的比率降低到GDP的0.25个百分点以下。

2. 汇率用当地货币对美元汇率来表示（“+”号表示贬值）。出台财政刺激措施的新兴经济体的数值为-10.5；出台财政紧缩措施的为-21.2。

于收入措施或支出措施的经济体相比，采用收入和支出刺激措施相结合方式的经济体遭受的经济下滑较小，尽管基于收入的政策能使恢复更加迅速且使随后几年的增长率更高（表 5.3）。<sup>17</sup> 相反，基于支出的财政紧缩措施只能在经济下滑后若干年内使增长率更高。

总之，事件分析说明，考虑到债务和财政刺激措施的构成对于理解财政政策的影响是至关重要的。相反，对于理论上认为可能重要的其他变量却难以发现有什么明显模式。

### 回归分析

事件分析只记录了财政状况和有关宏观经济变量的动态变化之间的关联，但是不能说明各个变量之间的因果关系。<sup>18</sup> 此外，根据简单类别来描述变量并且把它们分开逐个考虑，可能会隐藏有关各个变量的大小及其相互作用方面的重要信息。回归框架就是用来解决这个问题的。

回归法的概念框架是审查相机抉择的财政政策对实际GDP增长的影响，同时控制货币政策和其他需求刺激措施来源的潜在影响，并且考虑到可能影响财政刺激措施传导的因素。

利息的主要回归量为财政推动措施。<sup>19</sup> 财政推动措施最好能够囊括财政状况中的所有相机抉择变化，无论是从系统反应到经济状况，还是非系统（即意外的）的相机抉择活动。然而，财政推动措施的系统组成部分是内生的，这就导致了统计推论方面的问题。此外，正如专栏 5.2 中所讨论的，要想把财政政策中的系统变化与自动稳定器区别开来是非常困难的。原则上，上一节中使用的基于弹性的财政推动措施可以做到这一点，但是除非每个时期的弹性是完全精确的——并且正确地计量出潜在的产出，否则这种财政推动措

17. 但是，由于采用收入刺激措施的情景的样本规模较小，因此在解释这些结果时需谨慎。

18. 增长的关联性是一个基本实例：如果在经济下滑期间财政政策虽然非常积极但增长率却较低，那么，财政政策无效或者由于经济下滑非常严重因此财政政策的力度须加大这一结论是否适当？

19. 注意所有的变量现在都是连续的，而且不再使用各类事件分析。

表5.2. 在各种初始条件下的实际GDP增长和财政推动措施：所有经济体<sup>1,2</sup>

调节性变量 <sup>3</sup>	经济下滑时期的 观察数量	经济下滑前三年 的平均值	经济下滑前一年	经济下滑当年的 实际GDP增长	经济下滑后一年	经济下滑后四年 的平均值
公债						
高	13	2.1	1.5	-0.1	2.7	2.0
低	30	3.1	2.4	-0.3	3.6	3.2
经常账户差额 <sup>4</sup>						
高	22	2.7	2.4	0.3	2.6	2.4
低	27	3.2	2.0	-0.7	3.9	3.4
贸易开放程度						
高	24	3.0	2.6	-0.1	2.7	3.1
低	25	3.4	1.6	-0.3	3.9	3.4
汇率						
固定	20	2.8	2.0	-0.3	3.1	3.0
浮动	26	3.1	1.9	0.2	3.7	3.3

1. 经济下滑第一年间的财政推动措施被定为周期性调整的基本余额对GDP的比率降低到GDP的0.25个百分点以下。
2. 变量的初始条件被定义为经济下滑当年之前的三年平均值。
3. 先进经济体的债务阈值为75%，新兴经济体为25%。所有其他变量的阈值为整个样本中的变量中值。
4. 经常账户差额的正值表示顺差；负值表示逆差。

表5.3. 按构成分列的实际GDP增长和财政推动措施：所有经济体<sup>1,2</sup>

调节性变量	经济下滑时期 的观察数量	经济下滑前 三年的平均值	经济下滑 前一年	经济下滑当年 的实际GDP增长	经济下滑 后一年	经济下滑后四 年的平均值
财政刺激						
基于收入的推动措施	5	4.4	2.8	-0.7	3.6	4.1
基于支出的推动措施	31	3.1	2.0	-0.4	2.9	3.0
支出和收入推动措施	15	3.0	1.6	0.6	4.1	3.5
财政紧缩						
基于收入的推动措施	31	2.4	2.3	-0.2	3.3	3.1
基于支出的推动措施	17	2.8	3.2	1.2	5.0	4.3
支出和收入推动措施	35	2.7	3.3	1.1	4.3	4.2

1. 经济下滑第一年间的财政推动措施被定为周期性调整的基本余额与GDP的比率降低到GDP的0.25个百分点以下。
2. 变量的初始条件被定义为经济下滑当年之前的三年平均值。

施可能受到与计量失误有关的其他内生性损害，从而破坏了回归的有效性。

为了减少这些内生性问题并检查其稳健性，我们采用了第二种财政推动措施，把重点完全放在相机抉择财政政策的非系统组成部分上（使用结构性向量自回归法和“叙述”分析法的财政文献中也属于这种情况；见专栏 5.2）。这项措施旨在发现财政状况中的意外变化，每个国家都以各自的产出增长收支回归和时间趋势为基础——详见附录 5.1（在下文中，这项措施将被称为基于回归的财政推动措施，以便将其与基于弹性的措施区别开来）。

其他回归量包括实际 GDP 增长的两次滞后，

以便控制经济中的内生惯性；作为货币政策措施的实际货币增长（同期和两次滞后）；国外需求变化（同期和两次滞后）；及政府规模。我们发现其重要程度为 10%，下文有关回归的所有说明保留了这些内容。

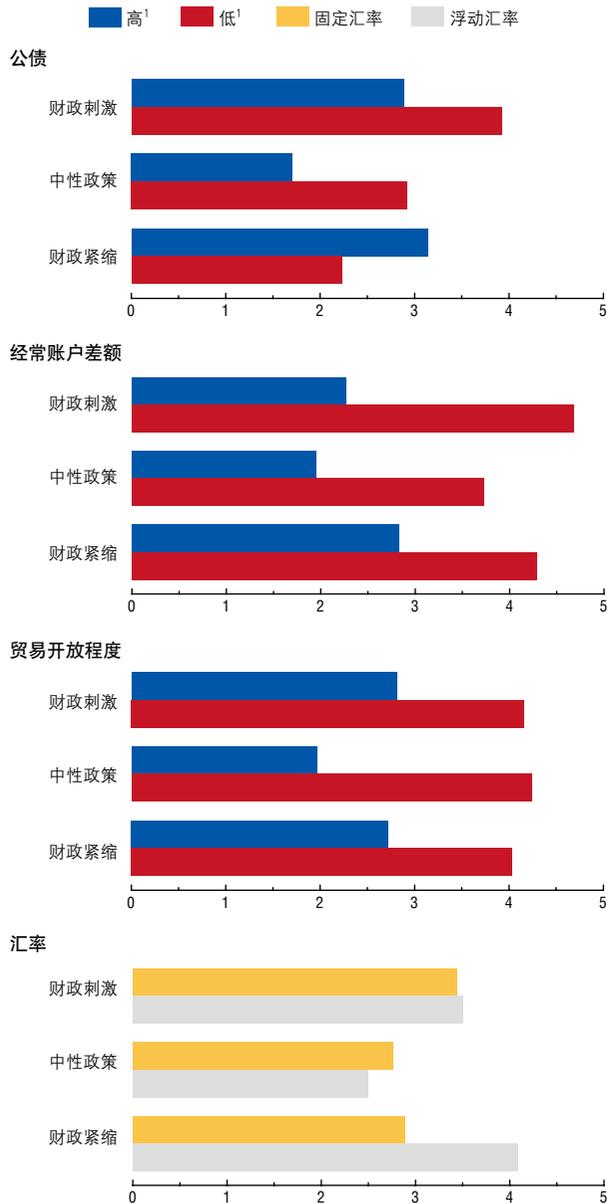
表 5.4 列出了采用基于弹性和基于回归的财政推动措施的实际 GDP 对 1 个百分点财政推动政策的主要结果。<sup>20</sup> 其数值表明财政干预当年和之后三年的产出效应，其中正数表明积极的财政刺激措施使得产出提高。<sup>21</sup> 第一行列出了基线规

20. 有关系数估计和回归诊断表，见附录 5.1。

21. 但是，注意前九行中强调的回归法没有把财政刺激和财政紧缩区分开来——因此，假设财政紧缩对产出的负面影响与财政刺激对产出的正面影响是一致的。

图5.9. 在各种初始条件下实际GDP增长和财政政策的变化

条形图表明了从经济下滑当年到经济下滑后第一年的实际GDP增长的变化情况，区分为经济下滑前三年的宏观经济状况（债务、经常账户、贸易开放程度和货币增长）和经济下滑当年的汇率制度和财政推动措施构成。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 先进经济体的重债阈值为75%，新兴经济体为25%。经常账户差额和贸易开放程度的阈值是整个样本变量的中值。

格的结果。有关两项财政推动措施，基线规格中的财政刺激措施对产出增长的估计影响不大——接近于零，而不是凯恩斯理论的1或1以上的假设——并且在三年后变为负数。然而，从表的第二行和第三行中可见，其中隐藏着重要的国别差异。在先进经济体中，乘数在统计方面是至关重要的，并且具有一定的积极性——1个百分点的财政刺激会使实际GDP的增长提高约0.1%，并且比三年后的零年水平高出近0.5%。这与从先前的结构性向量自回归法研究和案例研究中发现的效应大致相同。相反，尽管新兴经济体的影响效应与先进经济体相似，但是对中期产出的影响在两种财政推动措施中一直都是负面的——对于这些经济体而言，相机抉择的财政政策确实显得弊大于利。

表5.4下面六行所列的产出反应表明，总的说来，基于收入的刺激措施似乎比基于支出的措施更有助于刺激实际GDP的增长，尤其在中期和先进经济体中。三年后，新兴经济体的基于支出推动措施始终在产生负面效应，这可能反映出一个问题：一旦执行基于支出的刺激措施，增加的支出便难以消除。

关键在于，在经济下滑时期相机抉择的财政政策能否成功地刺激经济。该表最后四行中阐述了这一点。在对经济下滑进行控制时，财政干预措施的基本效应似乎是正面的，并且如果有效应的话，还显得比基线规格的效应略微强一些。然而，这些乘数的结果有可能是受财政紧缩政策的强劲负面效应所驱动的，因而没有有效反映出财政刺激措施的正效应。在具体控制财政刺激措施的效应时，这两种财政推动措施的效应实际上始终是负面的（尽管在随后几年中产出增长有所改善，因此产出水平比初始水平的负值小一些）。

是什么能促成此等不同的结果？一个问题是财政刺激措施没有充分处理好内生性问题，尤其是基于弹性的措施，这可能导致有偏误的结

表5.4. 实际GDP对相机抉择的财政政策变化的反应

对下列项目的影响：	实际GDP反应			
	基于弹性的财政推动措施		基于回归的财政推动措施	
	零年	第三年	零年	第三年
基线规格	0.15	(按GDP的1个百分点计算的积极财政推动措施) -0.16	0.08	-0.02
国家差异				
仅先进经济体	0.12	0.13	0.11	0.51
仅新兴经济体	0.21	-0.03	0.10	-0.09
构成				
基于收入的政策变化	0.21	0.12	0.10	0.14
基于支出的政策变化	0.13	-0.21	0.06	-0.06
构成：仅先进经济体				
基于收入的政策变化	0.35	0.59	0.01	0.40
基于支出的政策变化	-0.09	-0.26	0.15	0.52
构成：仅新兴经济体				
基于收入的政策变化	0.23	0.23	0.13	0.17
基于支出的政策变化	0.20	-0.18	0.08	-0.23
经济下滑	0.29	0.00	0.10	0.04
仅财政刺激	-1.30	-0.88	-0.87	-0.29
仅财政刺激，初始债务重	-1.75	-2.05	-1.05	-0.80
仅财政刺激，初始债务轻	-0.96	-0.36	-0.65	0.13

果。<sup>22</sup> 如果不是计量问题，则效应可能取决于私人部门对财政刺激措施的债务意义的期望。最后两行显示，干预时的效应是如何依赖于公债水平的。在轻债经济体中，财政刺激措施的初始效应是负面的，但是在随后几年中，就会出现正面的增长效应，这样，如果采用基于弹性的措施，三年后的净效应就是比较负面的，如果采用基于回归的措施，三年后的净效应就是正面的。相反，在重债经济体中，这种效应始终很大，而且永远都是负面的。这说明人们对财政可持续性的关切可能主导着支出决定，即使当前的财政政策在传统上被认为是具有刺激性。<sup>23</sup>

分析过程还采取了其他回归法，包括财政推动措施与虚拟措施交互使用，以说明：(1) 贸易开放程度的高低；(2) 作为流动性抑制测量的金融发展程度的高低；(3) 固定汇率与浮动汇率制度；和(4) 作为外部可持续性测量的经常账户顺差的

高低程度。贸易开放性和金融发展程度越高，产生的乘数则越大，而且在浮动汇率制度下乘数也越高。这些结果与经济理论背道而驰，说明债务问题可能主导着财政政策的实效。事实上，高于平均值的经常账户差额（一般为顺差）往往使得乘数更大。<sup>24</sup> 最后，采用两个不同时间的次级样本来运行基线回归，会产生这样一个忠告：近年来，乘数显然已经变小。<sup>25</sup>

这项分析得出的证据表明，相机抉择的财政政策可以成功地刺激产出增长，尤其在基于收入的情况下。但是，在经济下滑时期，谨慎使用配套刺激措施是有道理的，有证据表明，只有在基本财务状况健全的情况下，措施才会奏效。这表明在经济上升时期，政府需要增加余额，并且作出可信的承诺，即配套刺激措施不会威胁到债务的可持续性。

## 从模拟角度透视财政刺激

上一节为中度正数乘数提供了一些证据，但

22. 例如，在经济下滑期间，财政收入和产出都有所下降。鉴于回归法不会纠正自动稳定器的反应，可能会选择自动反应作为财政刺激措施，意料之中的是，这种财政刺激措施在回归法中被定为“无效”。基于弹性的方法更有可能这样做——例如，新兴经济体的单位收入弹性假设值或许过低。这会导致偏误结果，短期尤其如此。

23. 在对严重的经济下滑进行控制时，财政刺激和财政紧缩的效应都很差。详见附录 5.1。

24. 在中期，当采用基于回归的财政刺激措施时，乘数是正数，但当采用基于弹性的财政刺激措施时，乘数仍是负数。

25. 先进经济体尤其如此。与后来提出的经验证据和模拟相一致的一个潜在解释是，在先进经济体中货币政策的通融性降低。

是同时对经济类型、财政推动措施的构成和债务水平提出重要忠告。显然，在设计相机抉择的财政政策活动时，决策者需要考虑大量的潜在重要因素。本节的目的是，在受到控制的环境下，审查财政刺激的效应是如何取决于有关经济结构的。

使用的模型是全球一体化货币和财政模型(GIMF)的年度版本。该模型是一个多国动态随机综合平衡模型，包括许多与现有的货币经济周期模型有关的有用特征(如近视的和受流动性约束的消费者以及政府投资可能对生产率产生的长期益处)和影响住户和企业跨期选择的各种财政工具(政府投资、劳动税、消费税和对住户的划拨)。<sup>26</sup>

第一种做法针对美国这种大型经济体，采用了各种财政政策工具，比较了主要宏观经济变量的结果。图 5.10 列示了结果。这次冲击是临时性的财政扩张，旨在提供一个高于第一年基线 1% 和高于第二年基线 0.5% 的基本逆差。此后，财政反应功能确保通过提高一次付清的税款使债务回到其初始水平。第一年完全没有预料到会有这种财政刺激，但是它的时间表，包括第二年的进一步刺激和税收的长期影响一旦实施，就能够得到完全理解。图 5.10 的每一行从左到右列示了 GDP (以基线百分比偏差表示)、通货膨胀和名义利率(以基线百分比偏差表示)以及实际利率(以基线百分比偏差表示)的反应。继续往下看该图，后面几行列示了各种财政工具的影响：政府投资、消费税、劳动所得税和对住户的转移。每个图表明了两种反应：一种反应是假设名义利率对通货膨胀预期偏离目标所作的反应，另一种是最初两年名义利率保持不变，因而调节了财政刺激。

在每种情况下，潜在产出都没有长期变化；最终每个变量都将回归到零。<sup>27</sup> 因此，实验着重于政策措施短期影响的差异。结果表明如下：

- 如果赤字等量增加，各工具的短期乘数大小

26. 国家集团是指美国、欧元区、日本、新兴亚洲及其他经济体。欲知有关模型的更详细描述，见 Kumhof 和 Laxton (2008 年)。

27. 政府投资也是如此，但是在这种情况下对产出的影响持续更久，因为政府基础设施资本产生的生产性效益在一段时间里贬值较慢。

则存在巨大的差异。假设它可以立即有效地实施，与其他措施相比，政府投资就会产生更大的效应。<sup>28</sup> 这是因为它对总需求具有直接影响，而税款和转移的影响取决于消费倾向。投资对通货膨胀和实际利率也产生最大的影响。

- 货币政策制度在财政刺激的实效中起到关键作用——由于具有通融性，其产出乘数达到原来的两倍，并且效应更加持久。<sup>29</sup> 同时，通货膨胀率更高。差异最小的是劳动税，因为降低劳动税既刺激工作又刺激消费。结果，供给反应减弱了通货膨胀的影响。另外也表明了在没有货币通融的情况下，价格弹性越大，乘数就越小。<sup>30</sup> 这是因为执行刺激措施后，通货膨胀的增长就更加强劲，因此必须大幅提高利率来减小产出效应。由于货币的通融性，更大的价格弹性就会带来反面效应，因为通货膨胀率越高，意味着实际利率的下降幅度越大。
- 削减消费税和临时提高住户转移对于产出产生了明显的“倾斜”效应(上面是产出，下面则是基线)，因为它们提供了拉动消费和投资的动机。<sup>31</sup> 另一方面，削减劳动所得税能够产生更加连贯的正面供给反应。

如果政策措施成为永久的并且通过增加债务来获得融资，长期供给和债务效应就变得重要得多。对于所有的金融工具来说，较高的债务往往会挤出私人产出，因为它会带来更高的实际利率。<sup>32</sup> 尽管有短期的货币通融，但如果转移永久

28. 这与实证分析结果正好相反，它表明基于收入的刺激会带来更大的正面效应。在这些模拟分析中，私人代表认为，债务将保持在初始水平。实际上，基于支出的成套措施更可能具有永久性，因此人们对债务的可持续性提出了关切。

29. 这与以下观点相吻合：当货币政策效应最小，例如当名义利率接近于零或货币协调机制受到损害时，财政政策的效应最大。

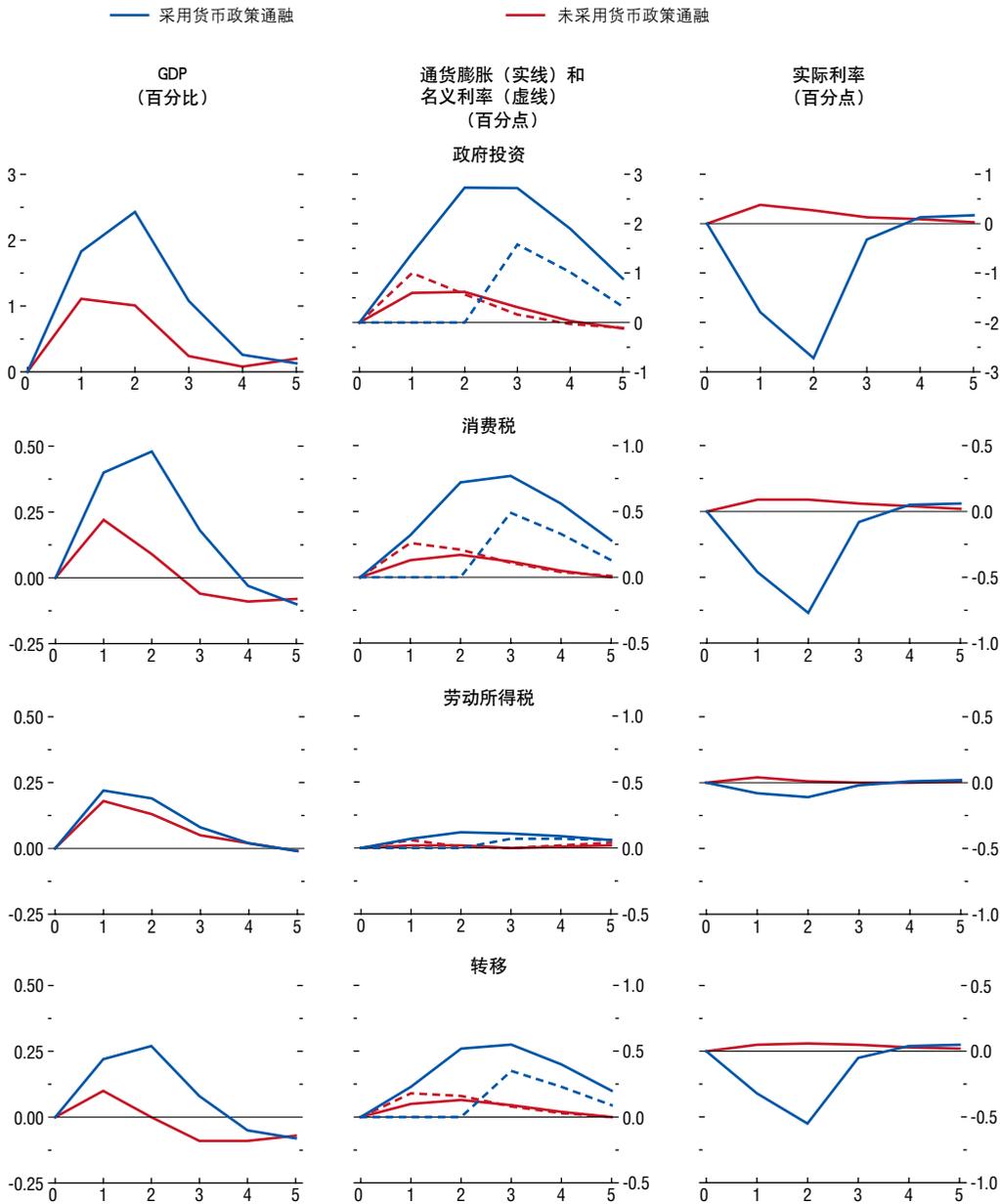
30. 图 5.7 没有列出不同程度的价格弹性的模拟分析。

31. 这是一个预测具有前瞻性因此临时财政政策变化产生了效力的实例，说明临时政策措施的“永久收益”批评意见并非总是有效的。

32. 在小国中——即小到利率是外生的——这仍然可能发生。程度取决于利率风险溢价的变化。

**图5.10. 大型经济体的财政扩张效应**  
(基线偏差; x轴是年份; 零年发生冲击)

第一年逆差增加1%和第二年逆差增加0.5%的推动反应。



资料来源: 基金组织工作人员的计算。

增加，实际利率也将长期增长，这将降低产出或者至多使其保持不变。另一方面，降低税率减少了供给扭曲现象，并因此使产出永久增长，与消费税降低时相比，劳动税降低时更是如此。永久降低税率能够增强短期影响，这取决于正面供给效应与负面利率效应之间的平衡。永久性增加政府投资的效应取决于开支能否带来更高的收益率，而不是私人投资者能否获得资源。

乘数如何随着经济特点的不同而有所变化？其他模拟分析表明：

- 对于任何特定规模的财政刺激来说，经济体规模越小、开放程度越高，乘数就越小——见图 5.11——尽管劳动所得税的乘数降低幅度较小。<sup>33</sup>
- 正如大多数新兴经济体所预期的，受流动性制约的消费者比例较高，乘数就会大得多。
- 同时，在重债新兴经济体，如果市场参与者要求更高的利率风险溢价，财政刺激可能导致实际利率的上升。如图 5.12 所示，这将降低产出乘数，采取基于收入的措施时尤其如此。如果利率风险溢价的增加足够大，乘数就为负数。表 5.4 中根据实证的工作显示，这可能就是驱动财政刺激负面结果的机制。

这些结果表明财政刺激的效应可能大不相同，取决于刺激措施是如何执行的，也取决于经济类型。这些结果印证了一个观点，即货币政策的通融程度是至关重要的，它可能在最近几年在降低财政乘数估计方面起了作用。这并不是说财政政策不能奏效；相反，它在货币政策受到限制且无效时可能是最有效的（另见 Blinder, 2006 年）。这些结果也阐明了一个潜在的重要机制，通过该机制有关公债可持续性的关切会使财政乘数降低，达到相机抉择的财政政策弊大于利的程度。

## 结论和政策考量

本章解决了一个简单问题：在经济下滑时期

33. 上一节中的实证分析得出了相反的结果：经济体越小、开放程度越高，乘数便越小。这说明回归法使用的开放程度措施正在产生模拟分析中未能描述的其他效应。

财政政策的效应是什么？分析表明答案是复杂的，并且高度依赖于经济体的特征。

相机抉择的财政政策的一个明显要求是，政府有可能对支出能力产生快速的影响，而货币政策的效应受到长期的、有时是不确定的时滞影响。实际上，先进经济体的政策记录表明，相机抉择的财政政策得到了积极的采用；尽管没有自动稳定器或者货币政策使用的那么多。但是，相机抉择措施通常执行得比自动稳定器和货币状况变化较晚；它们更多地是对经济下滑而不是上升作出反应，这样做有时是不必要的；刺激措施常常是永久的，这对财政的可持续性具有不利影响。

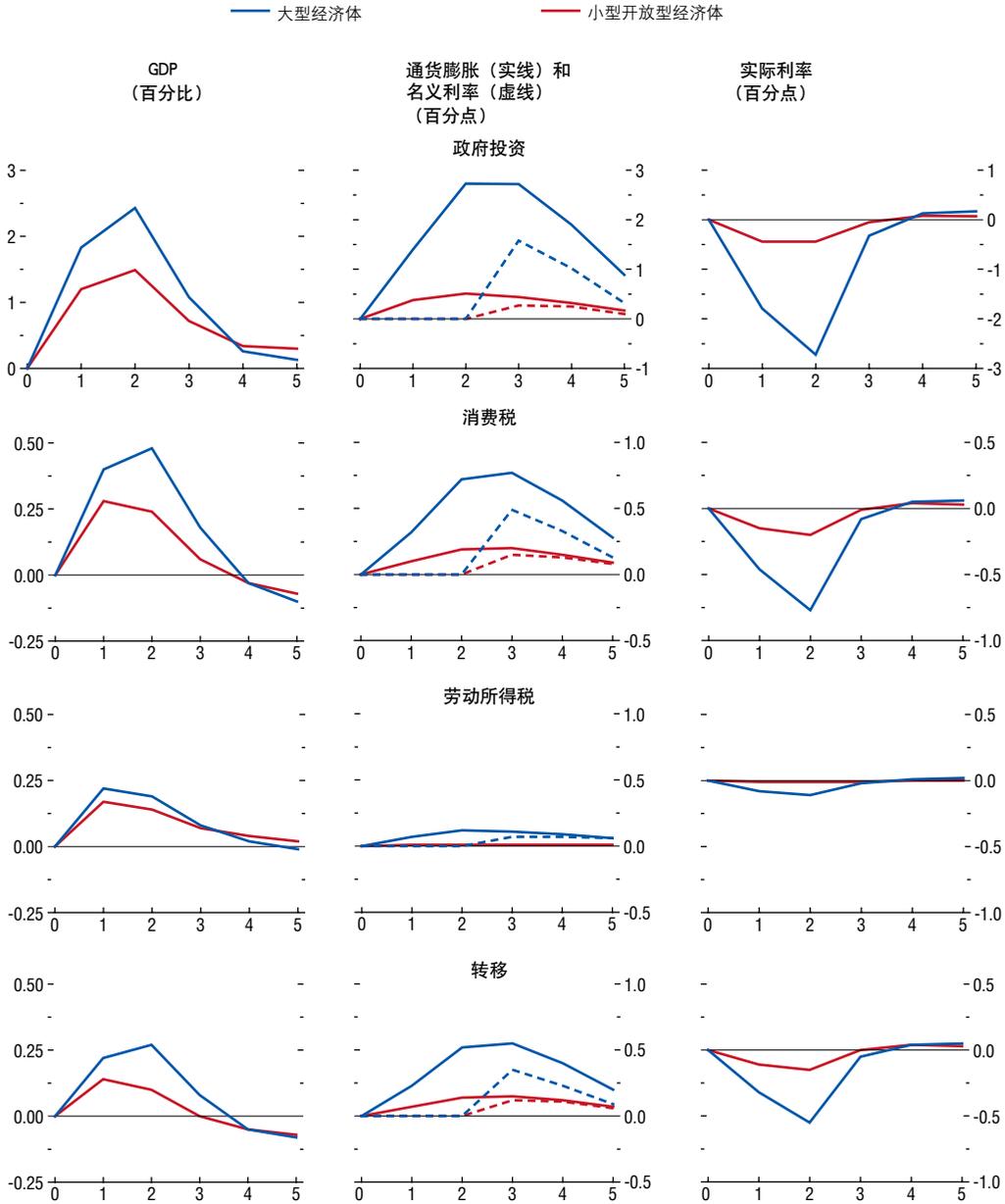
审查先进经济体和新兴经济体的组合样本中的相机抉择财政政策的一般影响，并未对反周期的活动效应提供确凿证据。然而，更进一步的分析表明，先进经济体的反周期效应较为平缓。相比之下，只有极少证据证明新兴经济体的反周期效应，而且还只是在一开始才有，在随后几年出现效应转化为负面的迹象。基于收入的刺激措施对于刺激产出来说似乎比基于支出的措施更为有效，特别是在新兴经济体，这可能反映出人们所关切的一个问题：一旦执行，增长后的支出很难再消除。

实证研究与多时期一般均衡模型的模拟分析大体是一致的。这些模拟分析显示出财政乘数是如何因使用的工具和经济类型不同而从凯恩斯理论（1 或 1 以上）演变为负数的。特别是，在货币反应不能包容财政刺激措施且在采用财政刺激措施后风险溢价有强劲增长时（例如，对偿债义务非常关切时），乘数降低。如果能迅速执行，政府支出增长可能成为增加产出的最直接方法。另一方面，它是最容易导致通货膨胀的。提供较高的劳动报酬或者鼓励拉动消费的税收变化几乎与支持经济活动一样有效，而通货膨胀风险则小一些。

鉴于财政政策作为反周期工具有益，而且有证据证明相机抉择的财政激励措施可能带来负面影响，政府是否应当更多地依赖自动稳定器？或者说能否设计出替代的反周期财政政策机制以对经

**图5.11. 大型经济体的财政扩张与小型开放型经济体的货币政策通融比较**  
(基线偏差; x轴是年; 零年发生冲击)

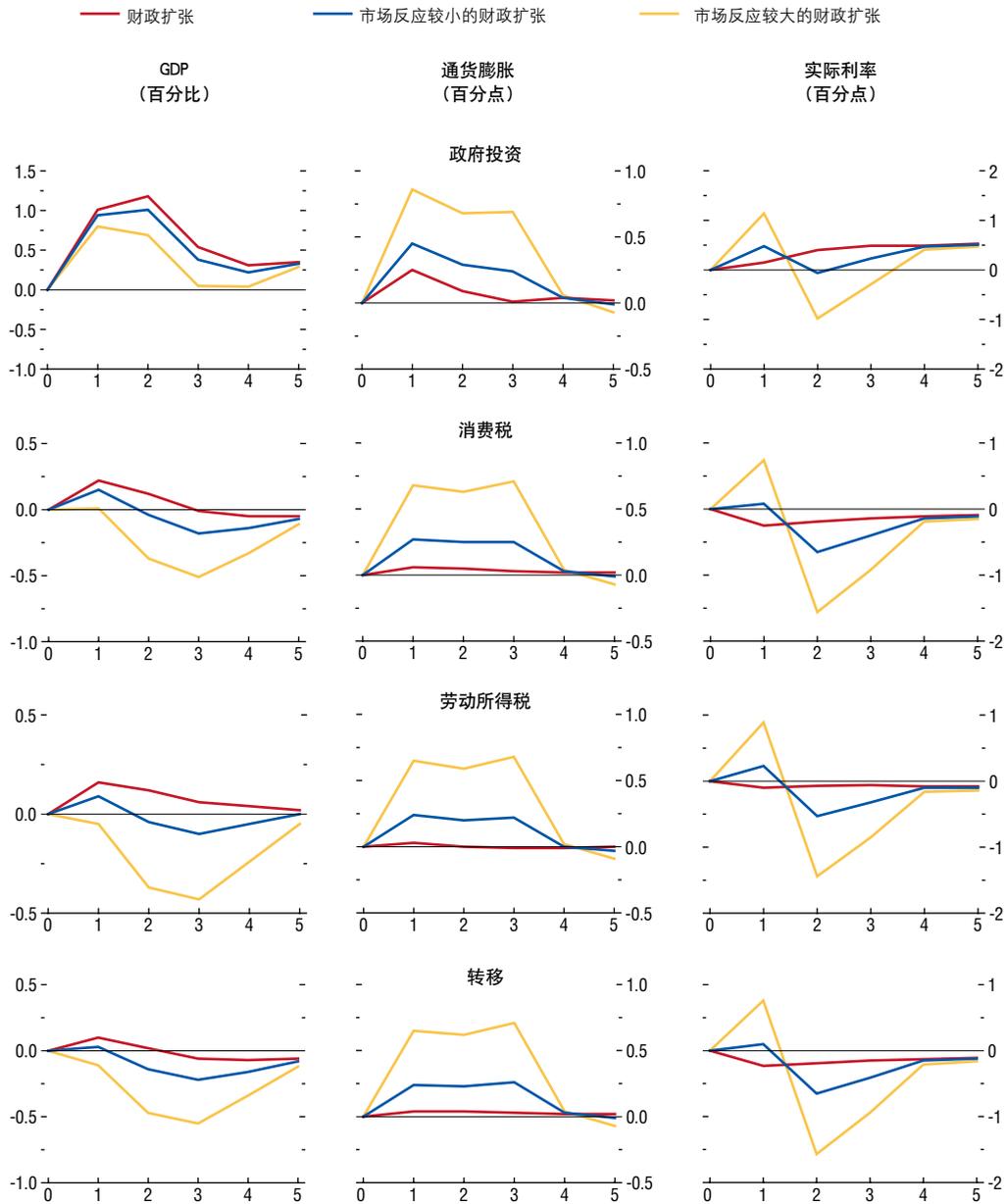
第一年逆差增加1%和第二年逆差增加0.5%时的推动反应。



资料来源: 基金组织工作人员的计算。

图5.12. 具有市场风险溢价反应的小型经济体的财政扩张影响  
(偏离基线; X轴是年份; 零年发生冲击)

第一年逆差增加1%和第二年逆差增加0.5%时的推动反应。



资料来源: 基金组织工作人员的计算。

济状况的改变作出对称且更快的反应呢?<sup>34</sup>

显然存在着两种机会，每种都既有优势也有劣势。

**增强自动稳定器的敏感性：**被动的自动稳定器范围可以扩大，例如通过加强收入系统的累进性。这类机制将自动发挥作用，没有必要扩大政府规模。相关的方法是修改某些税收、转移或支出方案，遵照简单的规则引入经济状况链接，与泰勒的设定利率规则相似。这可以通过执行事先批准的临时支出方案或者一旦失业率达到某一阈值提高失业保险金来实现。这种方法的优点就是其透明度。

然而，这类计划也可能产生意外结果，需要根据可能带来的稳定优势进行权衡。如果可能减税，系统改变临时消费税能使当前的消费自动降低。要求自动触发以对循环发展事态作出回应的建议也存在问题，因为对于经济状况并没有完全可靠的实时计量。基于前一时期的成果，如自动退税所作的回应，可能会更加准确且较少失真，但可能不如基于当前收入的方法那么目标明确。预先制订目标明确且充分利用公款的国家应急支出方案可能也很困难 (Solow, 2005 年)。此外，所有上述方案都可能导致失真：增加税收的累进性或将失业保险的多少与经济状况挂钩的方案有可能改变劳动激励措施，或者从政治上证明在经济上升时期该政策有多困难。因此，必须为这些方案配备一些措施来改善经济下滑时期支持措施的针对性。然而，更好地确定目标可能会提出行政挑战，应付起来可能代价高昂。

**财政政策治理的变化：**大范围的改革可能促进相机抉择政策措施的可信度，特别是其降低债务偏误风险的可信度。这可能要求建立一种独立的、无党派的政府机构，如在许多国家已经存在的一种“财政监管机构”，承担辨别经济周期状态中的变化、评价财政政策与中期目标相符程度和就各

34. 这种思想至少应追溯到 Musgrave (1959 年, 第 512 页), 他创造了“公式灵活性”一词来描述税收和 / 或支出变化将事先立法然后再对收入变化作出反应的体系。最近, Seidman (2003 年) 开始推广多个版本。

类政策措施提出建议的任务。<sup>35</sup> 这会将经济信息评估中的党派判断降至最低程度，并避免经济状况仅仅依赖统计计量的情形，后者可能并不精确。此外，这种安排可能增强财政刺激措施的及时性和临时性，还可以授权这类机构就改变哪些税收和支出参数提出建议，许多国家已经在这样做了。<sup>36</sup>

很显然，在采用任何这类分析法之前，都必须对这类系统的可能成本和风险进行详细审查。除了选择财政工具和变更税率或支出计划的行政复杂性之外，该系统还必须与货币政策目标相协调 (见 Taylor, 2000 年)。然而，由于当前执行的自动稳定器的局限性和相机抉择财政政策的相关风险，这种观点还需要进一步审查。

## 附录 5.1. 数据和基于实证的方法

### 财政政策灵敏性的证据

产出缺口和实际 GDP 增长的季度数据引自经合组织《经济展望》，并按照季度调整。经济下滑时期被界定为增长为负数或者低于预期水平同时产出缺口的标准差超过 -1 的季度。货币政策变化表现为引自基金组织《国际金融统计》数据库的短期名义利率的季度变化。所有的变化都是季度变化，并非年度变化。分析侧重于相机抉择的财政变量的“重大”变化，界定为每季度超过 GDP 0.25% 的变化。与此相似，名义短期利率的相机抉择变化被定义为每季度超过 GDP 0.25% 的变化。

对每个国家都采用季度数据进行向量自回归法估计。向量自回归法所包含的变量及其排序如

35. 例如，瑞典财政政策委员会的目标是对瑞典政府的财政政策进行独立评估，包括评估财政政策是否与行业周期的经济状况相符。

36. 有些国家甚至还建议政府向这些无党派机构转移一定的财政职责，专门用于稳定宏观经济 (见 Ball, 1997 年和 Calmfors, 2003 年)。根据现有的建议，这类机构可能会在立法部门阐述的某些限制内并在严格的问责制要求所补充的狭隘的稳定任务基础上，改变某些税收或支出参数。这类建议的一个缺点是，它们对政府的角色提出挑战，并使机构与政府难以在反周期财政政策方面划清界线 (详细调研，见 Debrun、Hauner 和 Kumar, 2008 年)。

下：真正的实际 GDP 增长减去可能的实际 GDP 增长、通货膨胀（基于 GDP 平减指数）、名义利率变化、主要周期性调整的财政收支差额以及自动（周期）财政收支差额变化。这一排序暗示，尽管一个季度内的政策变量会随着增长和通货膨胀推动而作出回应，但政策变量相对于增长和通货膨胀的传递滞后至少为一个季度。各变量的两次滞后纳入了向量自回归法。

### 数据的不确定性和债务偏误风险

为了检验不对称反应，向量自回归法目前包含以下变量：经济下滑和增长为零时的增长；经济上升和增长为零时的增长；以及先前纳入的变量，即通货膨胀、名义利率变化和财政余额变化。与前面一样，经济下滑时期被定义为增长为负数或者低于预期水平且产出缺口超过标准差 -1 的季度。这一结果有助于向量自回归法增长两极（经济下滑和好转）的排列转变为财政和货币政策变量的交替排列以及在各方程式中列入时间趋势。因为在一阶差分中具体规定了向量自回归法，因此在取样期内的任何财政余额趋势都会影响财政收支差额等式中的常项。

为了检验 GDP 初步估计的可靠性，该分析更新了 Faust、Rogers 和 Wright 的估计（2005 年），该估计采用了截至 1997 年的数据。修订版的定义是经合组织《每月经济指标》最新版本（2008 年 6 月）中的数据与《每月经济指标》中首次发布时使用的数据之差。美国、英国和加拿大提供了自 1965 年第一季度开始以来的初级数据。日本的开始日期是 1970 年第一季度；意大利和德国是 1979 年第四季度，法国是 1987 年第四季度。

为了评估增长预算误差的影响，向量自回归法现在不仅包含先前列入的变量，还包含初步估计误差。在向量自回归法中，估计误差排列在增长和通货膨胀之后，但排在政策变量之前。结果更有利于误差和政策变量的交替排列。

### 新兴经济体和先进经济体的政策回应

分析采用了基金组织世界经济展望数据库中

的 21 个先进经济体和 20 个新兴经济体样本，时间跨度为 1970 年至 2007 年。<sup>37</sup> 该样本包含广义政府收入和支出（减利息付款）的年度数据。其他宏观经济数据（例如，外部余额和通货膨胀数据）的资料来源是世界银行世界发展指标数据库、世界经济展望数据库和其他公共资料来源。经济体和经济下滑情形列入表 5.5（执行财政刺激政策的年度以粗体标出）。

除了世界经济展望数据之外，还利用基金组织《政府财政统计手册》中的数据进行了审查。该数据组的一个优点是，它分得较细——收入细分为个人、企业、消费和贸易。税收和支出细分为住户、非营利机构和企业转移（补贴）；利息；政府雇员工资以及其他支出和资本支出。分类较细的数据可能有利于在税收收入弹性与支出收入弹性之间作出更细致的区分，因而更精确地计量收入和支出方面的自动调整和周期调整。在选择相同国家的情况下，对《世界经济展望》中的数据和《政府财政统计手册》中的数据作了广泛的对比。出现了两个主要问题：第一，要创建足够长的时间序列，需要将各类政府财政统计手册年份连到一起，很显然，正是因为重新分类，造成这样一种情形，即上文所列的构成在移接点上上涨。这会导致财政推动的虚假计量，抹杀采用这些数据的理论优势。第二，只能向中央政府提供长时间序列的《政府财政统计手册》数据。这可能呈现出财政政策发生变化的假象。例如，发现所有国家中央政府一级的财政推动措施的估计都是反周期的（产出周期）。这一研究结果需要进一步调查，但超出了本次研究范围。

### 财政推动计量

用于典型事实、事件分析和回归法的以弹性为基础的财政推动计量是一种周期性调整的基本余额，计算方法为

$$capb_t = r_t - e_t^p \frac{Y_t^{real}}{Y_t^{tr-real}}$$

37. 由于数据限制，印度已从回归法所采用的样本中排除。

表5.5. 国家和经济下滑时期列表

国家	经济下滑年份
阿根廷	1975, 1976, 1978, 1981, 1982, 1985, 1988, 1989, 1990, 1995, 1999, 2000, 2001, 2002
澳大利亚	1972, 1978, 1982, 1983, 1991, 1992
奥地利	1975, 1978, 1981, 1988, 1997
比利时	1975, 1977, 1987, 1993, 2003
巴西	1970, 1981, 1983, 1990, 1992
加拿大	1975, 1982, 1991, 1992
智利	1972, 1973, 1975, 1982, 1983, 1999
中国	1976, 1990, 1991
哥伦比亚	1976, 1977, 1983, 1985, 1991, 1992, 1999
捷克共和国	1990, 1991, 1992, 1997, 1998
丹麦	1974, 1975, 1980, 1981, 1983, 1988, 1993, 2003
埃及	1973, 1974, 1981
芬兰	1977, 1978, 1991, 1992, 1993
法国	1975, 1986, 1987, 1993, 1997
德国	1975, 1982, 1989, 1990, 1993, 2003
希腊	1974, 1981, 1982, 1983, 1987, 1993
匈牙利	1985, 1988, 1990, 1991
冰岛	1975, 1976, 1983, 1985, 1988, 1991, 1992, 2003
印度	1972, 1974, 1979, 1980, 1987, 2002
印度尼西亚	1998
爱尔兰	1975, 1976, 1983, 1993, 1994
意大利	1972, 1975, 1980, 1983, 1993, 2003
日本	1974, 1975, 1987, 1994, 1998, 1999
马来西亚	1971, 1975, 1985, 1986, 1987, 1998
墨西哥	1977, 1982, 1983, 1986, 1988, 1995, 2001
荷兰	1975, 1980, 1981, 1982, 1993, 2003, 2005
新西兰	1972, 1976, 1977, 1979, 1983, 1991, 1992, 1998
巴基斯坦	1970, 1972, 2002, 2003
波兰	1980, 1981, 1982, 1984, 1990, 1991
葡萄牙	1975, 1984, 1985, 1986, 1993, 2003
罗马尼亚	1975, 1985, 1988, 1989, 1990, 1991, 1992, 1997, 1998, 1999
斯洛伐克共和国	1990, 1991, 1992, 1993
斯洛文尼亚	1976, 1983, 1987, 1988, 1990, 1991, 1992
南非	1977, 1978, 1982, 1983, 1985, 1986, 1990, 1991, 1992
西班牙	1971, 1981, 1985, 1986, 1993
瑞典	1977, 1981, 1983, 1991, 1992, 1993, 2003
瑞士	1975, 1976, 1978, 1982, 1983, 1991, 1993, 2003
土耳其	1973, 1979, 1980, 1989, 1994, 1999, 2001
乌克兰	1987, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1996, 1997, 1998, 1999
英国	1971, 1974, 1975, 1980, 1981, 1991, 1992
美国	1970, 1974, 1975, 1980, 1982, 1991

注：粗体标示的年份是指采用了财政刺激措施的经济下滑时期，财政刺激措施被定义为周期性调整的基本财政收支相对于GDP降低到GDP 0.25个百分点以下。

其中,  $r_t$  是在期间  $t$  内收入—GDP 比率,  $e_t^p$  是期间  $t$  内的基本支出和 GDP 的比率, 而  $Y_t^{real}/Y_t^{tr-real}$  是期间  $t$  的实际产出除以可能 (趋势) 产出。对于许多新兴国家来说, 估计周期性调整余额, 取决于利用时序过滤器得出的产出缺口估计数, 当供应推动频繁且过大时, 该时序过滤器可能无法正常运转。对各经济体 (假设对新兴经济体) 采用相同的弹性, 如果一方的税收 / 产出弹性较低, 另一方的弹性税收 / 产出较高, 产生的结果则预示前者会比后者更积极地采用了相机抉择的财政政策。然而事实上其起因是自动稳定器较为强劲。

回归法所使用的基于回归的财政推动计量, 就是算出假设经济环境没有变化的期间  $t$  假定的基本逆差与期间  $t-1$  内的实际基本逆差之差。第一步, 注意期间  $t$  内的实际基本逆差可以表述为相机抉择政策的作用  $P_t$  和该期间的盛行经济环境  $E_t$ :

$$B_t = B(P_t, E_t).$$

那么, 前一年的基本余额变化可以分解如下:

$$\begin{aligned} \Delta B_t &= B(P_t, E_t) - B(P_{t-1}, E_{t-1}) \\ &= [B(P_t, E_t) - B(P_t, E_{t-1})] + [B(P_t, E_{t-1}) \\ &\quad - B(P_{t-1}, E_{t-1})] \\ &= \Delta B_t^E + \Delta B_t^P. \end{aligned}$$

期限  $B(P_t, E_{t-1})$  包括假定经济环境与期间  $t-1$  相同时, 在期间  $t$  政策下的基本余额。那么, 可能将余额变化分为两个元素。第一个元素,  $\Delta B_t^E$  表示  $E_{t-1}$  从到  $E_t$  的经济环境变化产生的财政效应, 第二个元素,  $\Delta B_t^P$ , 包括相机抉择政策变化导致的余额变化。

实际上, 计算基于回归的财政推动测量的第一步, 是假定实际 GDP 增长充分代表了经济环境, 对以下等式进行估算:

$$\begin{aligned} R_t &= \alpha_R + \beta_R \cdot growth_t + \gamma_R \cdot trend_t + u_t \\ G_t &= \alpha_E + \beta_E \cdot growth_t + \gamma_E \cdot trend_t + e_t \end{aligned}$$

其中,  $R$  是以 GDP 百分比表示的广义政府收入,  $G$  是以 GDP 百分比表示的广义政府基本支出,

表5.6. 相机抉择的财政政策和增长：利用基于弹性的财政推动计量法的Arellano-Bond动态平行估计量的回归结果<sup>1</sup>

右手侧变量	基线规格	国家差别， 先进经济体	国家差别， 新兴经济体	经济 下滑时期	构成	构成， 先进经济体	构成， 新兴经济体
实际GDP增长							
滞后1	0.36 (4.18)	0.53 (8.11)	0.33 (3.11)	0.42 (7.21)	0.37 (4.08)	0.53 (8.52)	0.31 (2.87)
滞后2	-0.01 (-0.15)	-0.04 (-0.85)	0.06 (1.11)	0.11 (2.83)	0.02 (0.49)	-0.04 (-0.67)	0.08 (1.47)
周期性调整的基本余额变化 (dCAPB)	-0.15 (-1.93)	-0.12 (-1.89)	-0.21 (-2.51)	...	...	...	...
滞后1	0.14 (3.03)	0.01 (0.28)	0.13 (2.01)	...	...	...	...
滞后2	0.13 (3.78)	0.05 (0.90)	0.12 (3.44)	...	...	...	...
周期性调整的基本支出变化	...	...	...	...	0.13 (1.34)	-0.09 (-0.83)	0.20 (1.59)
滞后1	...	...	...	...	-0.16 (-2.66)	0.00 (0.13)	-0.21 (-2.39)
收入变化	...	...	...	...	-0.21 (-3.42)	-0.35 (-3.97)	-0.23 (-3.35)
滞后1	...	...	...	...	0.05 (1.10)	0.02 (0.29)	0.03 (0.49)
滞后2	...	...	...	...	0.10 (2.23)	0.02 (0.32)	0.06 (1.31)
中性哑元×正财政推动 ×dCAPB	...	...	...	-0.35 (-2.84)	...	...	...
滞后1	...	...	...	-0.15 (-1.45)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.10 (1.13)	...	...	...
中性哑元×负财政推动 ×dCAPB	...	...	...	-0.06 (-0.71)	...	...	...
滞后1	...	...	...	0.19 (1.82)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.13 (1.74)	...	...	...
经济下滑时期哑元×正财政推 动×重债哑元×dCAPB	...	...	...	1.75 (2.36)	...	...	...
滞后1	...	...	...	-0.30 (-0.54)	...	...	...
滞后2	...	...	...	-0.51 (-0.98)	...	...	...
经济下滑时期哑元×正财政推 动×轻债哑元×dCAPB	...	...	...	0.96 (3.59)	...	...	...
滞后1	...	...	...	-0.50 (-3.60)	...	...	...
滞后2	...	...	...	-0.42 (-2.19)	...	...	...
经济下滑时期哑元×负财政推 动×重债哑元×dCAPB	...	...	...	-0.44 (-2.05)	...	...	...
滞后1	...	...	...	0.44 (1.98)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.15 (1.59)	...	...	...

表5.6 (续完)

右手侧变量	基线规格	国家差别, 先进经济体	国家差别, 新兴经济体	经济 下滑时期	构成	构成, 先进经济体	构成, 新兴经济体
经济下滑时期哑元×负财政推 动×轻债哑元×dCAPB	...	...	...	-0.52	...	...	...
滞后1	...	...	...	(-3.75)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.50	...	...	...
	...	...	...	(2.39)	...	...	...
	...	...	...	0.21	...	...	...
	...	...	...	(1.65)	...	...	...
经济严重下滑时期哑元×正财 政推动×dCAPB	...	...	...	0.00	...	...	...
滞后1	...	...	...	(0.00)	...	...	...
滞后2	...	...	...	-0.80	...	...	...
	...	...	...	(-4.76)	...	...	...
	...	...	...	0.84	...	...	...
	...	...	...	(4.00)	...	...	...
经济严重下滑时期哑元×负财 政推动×dCAPB	...	...	...	0.28	...	...	...
滞后1	...	...	...	(1.53)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.00	...	...	...
	...	...	...	(0.00)	...	...	...
	...	...	...	0.57	...	...	...
	...	...	...	(3.63)	...	...	...
经济上升时期哑元×正财政推 动×dCAPB	...	...	...	-0.80	...	...	...
滞后1	...	...	...	(-4.76)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.84	...	...	...
	...	...	...	(4.00)	...	...	...
	...	...	...	0.28	...	...	...
	...	...	...	(1.53)	...	...	...
经济上升时期哑元×负财政推 动×dCAPB	...	...	...	0.57	...	...	...
滞后1	...	...	...	(3.63)	...	...	...
滞后2	...	...	...	-0.86	...	...	...
	...	...	...	(-3.95)	...	...	...
	...	...	...	-0.57	...	...	...
	...	...	...	(-3.10)	...	...	...
实际货币增长	0.04	0.02	0.07	0.05	0.05	0.02	0.07
滞后1	(1.67)	(0.95)	(2.16)	(1.94)	(1.96)	(1.13)	(2.16)
滞后2	0.02	0.01	0.03	-0.01	0.02	0.01	0.03
	(0.91)	(0.46)	(1.02)	(-0.46)	(0.90)	(1.35)	(1.17)
	-0.02	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	0.00	-0.02
	(-1.30)	(0.22)	(-1.05)	(-1.02)	(-1.17)	(-0.23)	(-1.18)
政府规模	-0.03	-0.01	-0.04	-0.02	-0.03	-0.02	-0.04
	(-1.97)	(-0.99)	(-1.56)	(-2.16)	(-1.88)	(-1.55)	(-1.45)
贸易合作伙伴的贸易加权增长	0.35	0.10	0.42	0.17	0.33	-0.01	0.44
	(2.06)	(0.71)	(1.81)	(1.37)	(1.96)	(-0.06)	(1.77)
EMU哑元 <sup>2</sup>	-0.80	-0.13	...	-0.67	-0.78	-0.12	...
	(-2.35)	(-0.50)	...	(-2.50)	(-2.58)	(-0.47)	...
观察数量	796	487	309	650	796	487	309
国家数量	40	21	19	40	40	21	19
过度辨识限制的Sargan检验 法p值	0.000	0.000	0.003	0.000	0.000	0.011	0.002
过度辨识限制的Hansen检验 法p值	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
非二阶序列关联检验法p值	0.811	0.270	0.868	0.010	0.606	0.242	0.845

1. 因变量为实际GDP增长。所有的回归还包括一套时间哑元。

2. EMU=欧洲货币联盟。

表5.7. 相机抉择财政政策和增长：使用基于回归的财政推动计量法的Arellano-Bond动态平行估计量的回归结果<sup>1</sup>

右手侧变量	基线规格	国家差别, 先进经济体	国家差别, 新兴经济体	经济 下滑时期	构成	构成, 先进经济体	构成, 新兴经济体
实际GDP增长							
滞后1	0.37 (3.86)	0.54 (8.09)	0.30 (2.67)	0.43 (7.10)	0.38 (3.73)	0.56 (7.58)	0.29 (2.51)
滞后2	-0.03 (-0.71)	-0.01 (-0.18)	0.04 (0.83)	0.12 (3.04)	-0.03 (-0.68)	-0.01 (-0.25)	0.05 (0.86)
周期性调整的基本余额变化 (dCAPB)							
滞后1	-0.08 (-1.18)	-0.11 (-1.81)	-0.10 (-1.50)	...	...	...	...
滞后2	0.04 (0.79)	-0.14 (-3.18)	0.08 (1.25)	...	...	...	...
滞后2	0.06 (1.89)	-0.02 (-0.33)	0.10 (2.00)	...	...	...	...
周期性调整的基本支出变化							
滞后1	...	...	...	...	0.06 (0.84)	0.15 (2.27)	0.08 (0.87)
滞后2	...	...	...	...	-0.05 (-1.13)	0.13 (2.89)	-0.14 (-1.78)
滞后2	...	...	...	...	-0.06 (-1.62)	-0.01 (-0.20)	-0.12 (-1.77)
收入变化							
滞后1	...	...	...	...	-0.10 (-1.87)	-0.01 (-0.17)	-0.13 (-1.90)
滞后2	...	...	...	...	-0.02 (-0.36)	-0.13 (-1.85)	-0.01 (-0.18)
滞后2	...	...	...	...	0.03 (0.97)	-0.08 (-1.29)	0.03 (0.53)
中性哑元 × 正财政推动 × dCAPB							
滞后1	...	...	...	-0.39 (-3.15)	...	...	...
滞后2	...	...	...	-0.17 (-2.43)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.08 (0.79)	...	...	...
中性哑元 × 负财政推动 × dCAPB							
滞后1	...	...	...	0.07 (0.51)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.03 (0.31)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.19 (2.28)	...	...	...
经济下滑时期哑元 × 正财政推 动 × 重债哑元 × dCAPB							
滞后1	...	...	...	1.05 (2.58)	...	...	...
滞后2	...	...	...	-0.37 (-1.12)	...	...	...
滞后2	...	...	...	-0.38 (-1.54)	...	...	...
经济下滑时期哑元 × 正财政推 动 × 轻债哑元 × dCAPB							
滞后1	...	...	...	0.65 (4.87)	...	...	...
滞后2	...	...	...	-0.53 (-5.50)	...	...	...
滞后2	...	...	...	-0.33 (-2.52)	...	...	...

表5.7 (续完)

右手侧变量	基线规格	国家差别, 先进经济体	国家差别, 新兴经济体	经济 下滑时期	构成	构成, 先进经济体	构成, 新兴经济体
经济下滑时期哑元×负财政推 动×重债哑元×dCAPB	...	...	...	-0.40	...	...	...
滞后1	...	...	...	(-1.93)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.34	...	...	...
	...	...	...	(1.87)	...	...	...
	...	...	...	0.14	...	...	...
	...	...	...	(1.29)	...	...	...
经济下滑时期哑元×负财政推 动×轻债哑元×dCAPB	...	...	...	-0.46	...	...	...
滞后1	...	...	...	(-3.24)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.30	...	...	...
	...	...	...	(1.29)	...	...	...
	...	...	...	0.21	...	...	...
	...	...	...	(1.69)	...	...	...
经济上升时期哑元×正财政 推动×dCAPB	...	...	...	-0.91	...	...	...
滞后1	...	...	...	(-4.59)	...	...	...
滞后2	...	...	...	0.86	...	...	...
	...	...	...	(3.67)	...	...	...
	...	...	...	0.19	...	...	...
	...	...	...	(0.84)	...	...	...
经济上升时期哑元×负财政 推动×dCAPB	...	...	...	0.57	...	...	...
滞后1	...	...	...	(4.27)	...	...	...
滞后2	...	...	...	-0.91	...	...	...
	...	...	...	(-5.62)	...	...	...
	...	...	...	-0.37	...	...	...
	...	...	...	(-2.04)	...	...	...
实际货币增长	0.05	0.02	0.07	0.05	0.06	0.02	0.08
滞后1	(1.92)	(1.06)	(2.41)	(1.92)	(2.19)	(1.11)	(2.65)
滞后2	0.01	0.01	0.03	-0.01	0.01	0.01	0.03
	(0.83)	(0.50)	(1.03)	(-0.43)	(0.85)	(0.50)	(0.99)
	-0.02	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	0.00	-0.02
	(-1.37)	(0.15)	(-0.97)	(-1.03)	(-1.34)	(0.27)	(-0.94)
政府规模	-0.04	-0.01	-0.04	-0.02	-0.04	-0.01	-0.04
	(-2.44)	(-1.00)	(-1.62)	(-2.26)	(-2.17)	(-0.97)	(-1.36)
贸易合作伙伴的贸易加权增长	0.34	0.08	0.40	0.16	0.35	0.08	0.43
	(1.93)	(0.60)	(1.77)	(1.29)	(1.93)	(0.54)	(1.69)
欧洲货币联盟哑元	-0.79	-0.19		-0.71	-0.82	-0.19	...
	(-2.28)	(-0.80)		(-2.61)	(-2.50)	(-0.83)	...
观察数量	796	487	309	650	796	487	309
国家数量	40	21	19	40	40	21	19
过度辨识限制的Sargan检验 法p值	0.000	0.000	0.001	0.000	0	0.004	0.003
过度辨识限制的Hansen检验 法p值	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
非二阶序列关联检验法p值	0.790	0.254	0.758	0.019	0.739	0.428	0.641

1. 因变量为实际GDP增长。所有的回归都包括一套时间哑元。

*growth* 是指实际的 GDP 增长, *trend* 是指时间趋势,  $u$  和  $e$  是残值。根据增长调整的收入是指增长率与前一期间保持不变时的收入情况, 根据增长调整的基本支出以相同方法计算, 即如果期间  $t$  的普遍增长率与期间  $t-1$  的相同, 计量期间  $t$  的普遍基本余额可以这样计算:  $R_t(\text{growth}_{t-1}) - E_t(\text{growth}_{t-1})$ 。前一期间  $B(P_{t-1}, E_{t-1})$  的实际基本余额就是  $R_{t-1} - G_{t-1}$ 。得出财政推动计量的最后一步就是算出期间  $t$  根据增长调整的基本余额的计量与前一期间的基本余额之差:

$$\begin{aligned} \text{Fiscal impulse}_t &= [R_t(\text{growth}_{t-1}) - G_t(\text{growth}_{t-1})] \\ &\quad - [R_{t-1} - G_{t-1}] \\ &= (\hat{Y}_R - \hat{Y}_E) + (\hat{u}_t - \hat{u}_{t-1}) \\ &\quad - (\hat{e}_t - \hat{e}_{t-1}). \end{aligned}$$

注意, 尽管估计  $\hat{u}_t$  和  $\hat{e}_t$  与  $y_t$  无关, 而  $\hat{e}_{t-1}$  和  $\hat{u}_{t-1}$  却与  $y_t$  相关。

## 回归分析

采用动态平行回归法时使用了 Arellano-Bond 估计量。<sup>38</sup>

表 5.4 中所列的乘数衍生于表 5.6 (采用基于弹性的财政推动测量) 和表 5.7 (采用基于回归的财政推动计量) 中所示的回归结果。注意, 由于这些结果基于基本余额, 基于回归的计量的负面变化表示财政刺激, 因而, 负系数是指财政刺激通常对实际 GDP 增长产生积极影响。仅支出财政推动的正系数或者仅收入财政推动的负系数表示对增长产生积极影响。

## 参考文献

- Andrés, Javier, Rafael Doménech, and Antonio Fatás, 2008, "The Stabilizing Role of Government Size," *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 32 (February), pp. 571–93.
- Balassone, Fabrizio, and Manmohan S. Kumar, 2007, "Cyclical-ity of Fiscal Policy," in *Promoting Fiscal Discipline*, ed. by Manmohan S. Kumar and Teresa Ter-Minassian (Washington: International Monetary Fund).
- Ball, Laurence, 1997, "A Proposal for the Next Macroeconomic Reform," *Victoria Economic Commentaries*, Vol. 14 (March), pp. 1–7.
- Barro, Robert J., 1974, "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy*, Vol. 82 (November–December), pp. 1095–1117.
- Blanchard, Olivier, and Roberto Perotti, 2002, "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Deficit and Taxes on Output," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (November), pp. 1329–68.
- Blinder, Alan S., 1981, "Temporary Income Taxes and Consumer Spending," *Journal of Political Economy*, Vol. 89 (February), pp. 26–53.
- , 2006, "The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy," in *The Macroeconomics of Fiscal Policy*, ed. by Richard W. Kopcke, Geoffrey M.B. Tootell, and Robert K. Triest (Cambridge, Massachusetts: The MIT Press).
- Calmfors, Lars, 2003, "Fiscal Policy to Stabilise the Domestic Economy in the EMU: What Can We Learn from Monetary Policy?" *CESifo Economic Studies*, Vol. 49, No. 3, pp. 319–53.
- Chung, Hess, and Eric M. Leeper, 2007, "What Has Financed Government Debt?" NBER Working Paper No. 13425 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Cimadomo, Jacopo, 2008, "Fiscal Policy in Real Time," ECB Working Paper No. 919 (Frankfurt am Main: European Central Bank).
- Congressional Budget Office (CBO), 2008, "Options for Responding to Short-Term Economic Weakness," Congressional Budget Office Paper (Washington).
- Debrun, Xavier, David Hauner, and Manmohan S. Kumar, 2008, "The Role for Fiscal Agencies," in *The Quality of Public Finances: Findings of the Economic Policy Committee-Working Group (2004–2007)*, ed. by Servaas Deroose and Christian Kastrop, Occasional Paper 37 (Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission).
- Edelberg, Wendy, Martin Eichenbaum, and Jonas D.M. Fisher, 1999, "Understanding the Effects of a Shock to Government Purchases," *Review of Economic Dynamics*, Vol. 2 (January), pp. 166–206.
- Fatás, Antonio, and Ilian Mihov, 2001, "The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence," CEPR Discussion Paper No. 2760 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Faust, Jon, John H. Rogers, and Jonathan Wright, 2005, "News and Noise in G-7 GDP Announcements," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 37 (June), pp. 403–19.
- Favero, Carlo, and Francesco Giavazzi, 2007, "Debt and the Effects of Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 12822 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic

38. 所做的实验也是采用了个别经济体的一元回归法。在大多数情况下, 结果意义不大, 说明短期样本中的变化不充足, 不足以区分财政刺激政策对产出增长的影响。

- Research).
- Galí, Jordi, 1994, "Government Size and Macroeconomic Stability," *European Economic Review*, Vol. 38 (January), pp. 117–32.
- , 2006, "Fluctuating Macro Policies and the Fiscal Theory of the Price Level: Comment," in *NBER Macroeconomic Annual 2006* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 299–305.
- , J. David López-Salido, and Javier Vallés, 2007, "Understanding the Effects of Government Spending on Consumption," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5 (March) pp. 227–70.
- Galí, Jordi, and Roberto Perotti, 2003, "Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe," *Economic Policy*, Vol. 37 (October), pp. 533–72.
- Jaeger, Albert, and Ludger Schuknecht, 2007, "Boom-Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behavior," *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 43 (November), pp. 45–66.
- Johnson, David S., Jonathan A. Parker, and Nicholas S. Souleles, 2006, "Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001," *American Economic Review*, Vol. 96 (December), pp. 1589–610.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, and Carlos A. Végh, 2004, "When It Rains, It Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies," NBER Working Paper No. 10780 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Krogstrup, Signe, 2002, "Should We Pay Attention to Indicators of Fiscal Impact on Demand?" HEI Working Paper No. 01/2002 (Geneva: Graduate Institute of International Studies).
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2008, "The Global Integrated Monetary Fiscal Model" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Leigh, Daniel, and Sven Jari Stehn, forthcoming, "Fiscal and Monetary Policy during Downturns: Evidence from the G7," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Modigliani, Franco, and Charles Steindel, 1977, "Is a Tax Rebate an Effective Tool for Stabilization Policy?" *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, pp. 175–209.
- Mountford, Andrew, and Harald Uhlig, 2002, "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?" CEPR Discussion Paper No. 3338 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Musgrave, Richard A., 1959, *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy* (New York: McGraw-Hill).
- Organization for Economic Cooperation and Development, *Monthly Economic Indicators* (Paris, various issues).
- Perotti, Roberto, 2007, "In Search of the Transmission Mechanism of Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 13143 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ramey, Valerie A., 2008, "Identifying Government Spending Shocks: It's All in the Timing" (unpublished).
- , and Matthew D. Shapiro, 1998, "Costly Capital Reallocation and the Effects of Government Spending," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 48 (June), pp. 145–94.
- Ravn, Morten O., and Harald Uhlig, 2002, "On Adjusting the Hodrick-Prescott Filter for the Frequency of Observations," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 84 (May), pp. 371–76.
- Romer, Christina D., and David H. Romer, 2007, "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks," NBER Working Paper No. 13264 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Seidman, Laurence S., 2003, *Automatic Fiscal Policies to Combat Recessions* (Armonk, New York: M.E. Sharpe).
- Shapiro, Matthew D., and Joel B. Slemrod, 2002, "Did the 2001 Tax Rebate Stimulate Spending? Evidence from Taxpayer Surveys," NBER Working Paper No. 9308 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Solow, Robert M., 2005, "Rethinking Fiscal Policy," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21 (Winter), pp. 509–14.
- Talvi, Ernesto, and Carlos A. Végh, 2000, "Tax Base Variability and Pro-cyclical Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 7499 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Taylor, John B., 2000, "Reassessing Discretionary Fiscal Policy," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14 (Summer), pp. 21–36.



本章寻求解释新兴亚洲与新兴欧洲之间在经常账户表现方面的趋异。本章指出，金融自由化和欧盟一体化的进程是新兴欧洲出现巨额和持续逆差的主要推动因素，但也使人担心流动突然结束的风险。相比之下，不那么开放的资本账户和金融部门助长了新兴亚洲的顺差。然而，这些顺差在很大程度上仍未得到解释，因此引起的问题涉及汇率的作用和某些国家在亚洲金融危机之后积累高水平储备的愿望。

近年来，各新兴经济体之间的经常账户差额格局的差异性远远超过 20 世纪 90 年代初期，在新兴亚洲与新兴欧洲<sup>1</sup>之间尤其如此。大多数新兴亚洲经济体（特别是在 1997–1998 年危机之后）、中东和独立国家联合体的某些成员国都报告了巨额经常账户顺差，而巨额经常账户逆差主要出现在新兴欧洲和像约旦、巴基斯坦、南非、土耳其、越南这样的国家以及一些中美洲和加勒比国家。拉丁美洲和非洲的经常账户逆差平均而言仍保持在适度的水平。值得注意的是，几乎所有这些新兴经济体都在过去十年出现高速增长，无论经常账户状况如何。

新兴亚洲与新兴欧洲之间经常账户格局的趋异再度引起关于经济发展与资本流动之间联系，即

卢卡斯悖论 (Lucas, 1990 年) 的长期辩论。理论预测，经济增长应会导致经常账户逆差，其原因有两个：一方面，由于高速增长和随之而来的有利可图的投资机会，有关国家会对外国资本产生吸引力。另一方面，如果个人希望修匀自己随着时间推移的消费，持续高速增长的前景会导致目前的更高消费，这是因为，收入和消费可以预计将在今后进一步增加。传统观点认为，大量资本会顺势流入高速增长的国家，这个观点看来在新兴欧洲得到印证，但是在 1997–1998 年之后的新兴亚洲，情况看来却与此截然相反。

这两种格局还可能对宏观经济稳定产生不同的影响。亚洲国家的发展道路使迅速的经济增长与经常账户顺差结合在一起，因此，这些国家看来较为安全，至少从对外部脆弱性的角度来看是如此。<sup>2</sup> 然而，靠出口拉动的增长的可持续性也许是有限的，如果这种增长伴随着低汇率，情况尤其如此，因为这可能造成资本分配不当、经济过热和通货膨胀率上升。相形之下，虽然持续的经常账户逆差会助长过度消费，并易于受到资金流动“戛然而止”的损害，但如果像理论所预测的那样（例如，见 Ghosh 和 Ostry, 1995 年；Ostry, 1997 年），这种流动反映了经济高速增长期间的消费修匀或对生产性投资的融资，则不一定会突然停止。

在这种背景下，本章较密切地注意导致新兴经济体的经常账户差额在最近趋异的基本因素，并试图评估这些因素的可持续性。<sup>3</sup> 本章的分析特别集中于解释新兴亚洲与新兴欧洲之间的趋异，并试图回答以下问题：

注：本章主要作者是 Stephan Danninger 和 Florence Jaumotte。Joshua Aizenman 和 Christopher Meissner 提供了咨询支持，Stephanie Denis 和 Patrick Hettlinger 提供了研究协助。Jonathan Ostry 监督了本章的撰写工作。

1. 新兴亚洲包括亚洲新兴工业化经济体（韩国、中国香港特别行政区、新加坡和中国台湾省）、亚洲小龙（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国）、中国和其他亚洲国家（印度、巴基斯坦、斯里兰卡和越南）。新兴欧洲包括中欧（捷克共和国、匈牙利、波兰、斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚）、东南欧（阿尔巴尼亚、保加利亚、克罗地亚、前南斯拉夫马其顿共和国和罗马尼亚）和波罗的海地区（爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛）。

2. 然而，巨额经常账户顺差会导致增长和 / 或福利代价，但这个问题不在本章的讨论范围内。

3. 对全球失衡的补充分析见各期《世界经济展望》（2005 年 4 月期、2005 年 9 月期、2006 年 4 月期、2007 年 4 月期和 2007 年 10 月期）。

- 经常账户和金融账户中的哪些组成部分促成了各新兴市场地区的最近趋势? 储蓄和投资发生了何种演变? 这一经验与以前的高速增长时期, 包括与当前的先进经济体以前曾为新兴经济体时出现的高速增长时期相比有何不同?
- 可以用什么理由来解释各新兴经济体之间不同的经济增长—经常账户搭配格局? 这些格局究竟是反映了暂时的经济冲击, 还是反映了宏观经济政策或结构性因素? 例如, 金融放开、获得外国资本的壁垒和汇率发挥了何种作用?
- 当前庞大的失衡与以前经常账户出现巨额顺差和逆差的时期相比, 是否异常持久? 这种失衡会持续多久? 是否有具体的因素或政策(例如出口增长或汇率制度)来促使失衡平稳或突然消除?

本章发现, 地区之间的差异在很大程度上可以归因于结构性因素。但本章也为这一传统观点提供了一些支持: 高速增长前景吸引外国资本并降低经常账户差额。在新兴欧洲, 金融部门放开和加入欧盟的进程是促成巨额经常账户逆差的主要因素。在新兴亚洲, 结构性因素也在起作用。该地区的净资本流入量很低, 与此有关的因素包括资本账户和金融部门的开放程度较为有限、人口因素(人口较为年轻)和政治结构的不同。然而, 上述因素只能部分解释这些经济体的顺差。其余的经常账户顺差与低汇率和大量的储备积累有很大关系。然而, 难以确定这些变量究竟是反映了有意的政策行动, 还是反映了其他自1997—1998年亚洲金融危机以来既增加了经常账户差额, 又降低了汇率的尚未查明的基本因素。

新兴欧洲的逆差与历史时期相比看来特别庞大和持久, 而新兴亚洲长期持续的顺差, 特别是中国和马来西亚的顺差, 在新兴经济体中同样异乎寻常。根据过去的经验, 新兴欧洲非常漫长的逆差时期可以部分归因于高速增长的前景、高度开放的资本账户、金融放开和很高的初始净外国资产水平。然而, 普遍情况是, 这些时期的持续时间已达到预期值的高端, 从而使其可持续性成

为疑问。本章发现, 可能导致这些逆差突然结束的因素包括该地区的固定汇率制度和开放的资本账户。

本章的结构如下: 下一节将通过检查经常账户、金融账户和储蓄—投资平衡的各种变化来探讨新兴经济体的经常账户格局。其后一节将使用经验证据来确定促成这些经常账户失衡的主要经济因素, 重点同样是新兴欧洲和新兴亚洲。再下面一节将从历史角度来分析当前失衡状况的持续时间, 并考察失衡持续时间的决定因素。最后一节提出一些政策建议。

## 新兴经济体最近的经常账户格局

20世纪90年代中期, 各主要新兴地区都有数额不大的经常账户逆差, 但现在各新兴地区之间的经常账户差额日益趋异(图6.1)。特别值得注意的是, 新兴亚洲正在积累庞大和不断增加的经常账户顺差, 2007年的顺差相当于GDP的5%, 而新兴欧洲则正在出现庞大和不断增加的经常账户逆差, 2007年的逆差平均达到GDP的10%。大多数其他国家组别(拉丁美洲和一个包括其他新兴经济体在内的组别)正在出现数额不大的经常账户逆差或少量的顺差。各石油出口国也出现庞大的经常账户顺差, 但促成顺差的因素是这些依赖于一种可耗竭资源的国家的特殊情况, 专栏6.1将对其单独进行分析。石油输出国的经常账户状况对经济决定因素作出的反应不同, 而且其储蓄和投资行为是基于不同的考虑因素(例如储备的规模), 因此, 下文的实证分析没有将这些国家包括在内。

在新兴亚洲内部, 情况也各不相同, 一些经济体持续出现巨额顺差, 另有几个经济体则有很大逆差。该地区的总顺差在不同时期是由不同的经济体促成。亚洲金融危机之后, 各危机国家(韩国和亚洲小龙)由于丧失了获得国际资本流动的机会, 并为了重新建立储备, 积累了巨额顺差。最近(从2002—2003年左右开始), 一些危机国家的经常账户顺差已经下降(一个引人注目的例外是马来西亚), 而中国则开始积累庞大的经常账户顺

差。中国和马来西亚是唯一两个持续出现巨额顺差的例子(见下文)。相形之下,大部分低收入国家,例如印度、巴基斯坦、斯里兰卡和越南,一直出现逆差,以符合理论的方式进口资本。三个小的新兴工业化经济体(中国香港特别行政区、新加坡和中国台湾省)一直有非常庞大的经常账户顺差,数额远远超过 GDP 的 10%,但这些经济体是非常特殊的例子:所有这三个经济体的收入水平都很高,而且新加坡和中国香港特别行政区是金融中心,显示其国际资本流动的决定因素有所不同。本章其余部分基本上把这三个经济体排除在外。

与亚洲经验形成对照的是,新兴欧洲的经常账户状况较为统一,包括很多庞大和持久的失衡。波罗的海和东南欧地区的逆差非常庞大并且不断增加,平均而言,在 2007 年分别相当于 GDP 的 18% 和 11%。中欧的逆差已经稳定在较有节制的水平上,平均而言大约相当于 GDP 的 5%。

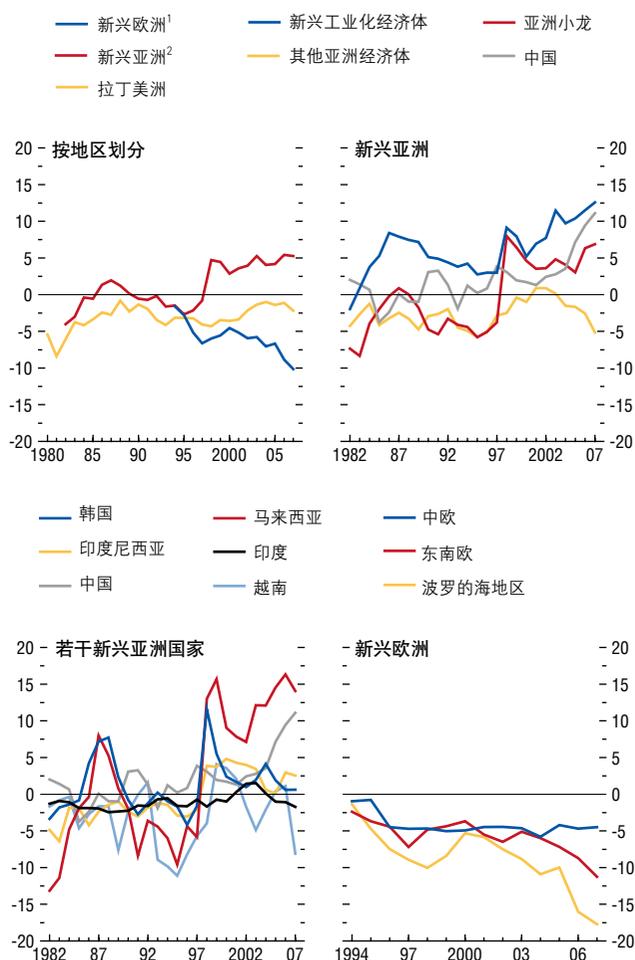
经常账户内的大部分变化是贸易差额促成的(图 6.2)。在新兴亚洲,贸易顺差是经常账户顺差上升的主要原因,尽管自 1997 年以来,净私人资金转移的增加为经常账户差额增加了又一个百分点(主要在菲律宾、越南和巴基斯坦)。同样,在新兴欧洲,贸易逆差是促使经常账户逆差增加的主要原因,而净投资收入在最近的下降则使逆差增加了另外 1.5 个百分点。然而,近年来,捷克共和国和匈牙利一直在出现贸易顺差,这两个国家的经常账户逆差主要来自负收入差额。

在金融流动方面,新兴亚洲的巨额顺差一直伴随着非外国直接投资资金的大量外流和储备的空前积累。储备现已经达到 GDP 的 39%,相当于 9.2 个月的进口。新兴亚洲和产油国储备大量积累带来一个副产品,这就是建立庞大的主权财富基金(SWFs),这些基金有可能对全球资本流动和资产价格产生重要影响(专栏 6.2)。新兴亚洲仍然是外国直接投资的净流入地区,但是,净外国直接投资流入与其他地区新兴经济体的流入相比很小(用 GDP 的百分比衡量),而且自 20 世纪 90 年代初期以来没有发生很大变化。在新兴欧洲,经常账户逆差的不断增加在很大程度上是通过净外国直接投资得到融资,后者是一个相对稳定的

图 6.1. 经常账户差额的趋异格局

(占 GDP 的百分比;简单平均)

新兴经济体经常账户失衡状况之所以日益趋异,原因是新兴欧洲经济体一律转向持续时间较长的逆差,而亚洲经济体则在亚洲金融危机之后程度较为不一地转向顺差,初期的大幅度改善发生在亚洲小龙和韩国,最近则在马来西亚和中国出现巨额顺差。



资料来源:基金组织《国际收支统计》;基金组织工作人员的计算。

1. 新兴欧洲包括中欧(捷克共和国、匈牙利、波兰、斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚)、东南欧(阿尔巴尼亚、保加利亚、克罗地亚、前南斯拉夫马其顿共和国和罗马尼亚)和波罗的海地区(爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛)。

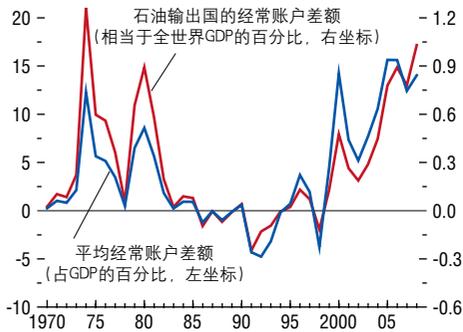
2. 新兴亚洲包括亚洲的新兴工业化经济体(中国香港特别行政区、韩国、新加坡和中国台湾省)、亚洲小龙(印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国)、中国和其他亚洲经济体(印度、巴基斯坦、斯里兰卡和越南)。

专栏 6.1. 石油输出国的经常账户决定因素

过去几年来,随着石油价格飞涨,石油输出国的经常账户顺差大幅增加。2002–2007年,石油输出国的平均经常账户差额从相当于GDP的不到4%增加到超过13%(第一幅图)。同期,这些国家的经常账户差额总和从不到900亿美元(全世界GDP的0.3%)增加到几乎5,000亿美元(全世界GDP的0.9%)。根据预测,由于石油价格急剧上涨,这些国家的顺差将在2008年进一步增加。<sup>1</sup>

本专栏探讨了石油输出国经常账户差额的中期决定因素以及它们与其他国家的决定因素之间的差异和相同点。本专栏借鉴了所谓的宏观经济差额法,这个方法是以经常账户差额与一套基本要素(酌情作为与贸易伙伴的平均数之间的差异来衡量)之间的均衡关系为基础。

石油输出国的经常账户变化



资料来源: 基金组织《国际收支统计》; 基金组织工作人员的计算。

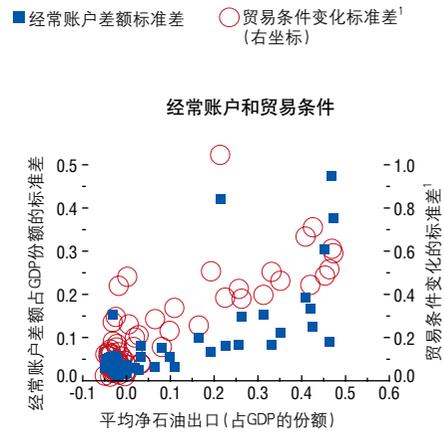
注: 本专栏的主要作者是 Rudolfs Bems 和 Irineu de Carvalho Filho。

1. 石油输出国包括阿尔及利亚、安哥拉、阿塞拜疆、巴林、刚果共和国、厄瓜多尔、赤道几内亚、加蓬、伊朗伊斯兰共和国、哈萨克斯坦、科威特、利比亚、尼日利亚、挪威、阿曼、卡塔尔、俄罗斯、沙特阿拉伯、阿拉伯叙利亚共和国、土库曼斯坦、阿拉伯联合酋长国、委内瑞拉玻利瓦尔共和国和也门共和国。

这些基本要素包括诸如财政差额、人口构成、石油差额和经济增长率这样的变量,所有这些变量都是可靠的经常账户差额决定因素(Lee 等人, 2008年)。在讨论这一回归分析之前,有必要着重指出石油输出国在宏观经济的三个层面与世界其他国家之间的很大不同:

- 根据定义,石油输出国的出口产品相对而言不够多样化,而且石油价格波动剧烈,因此这些国家暴露于对外账户差额大幅度起伏。直接反映出这种波动的是,这些国家的贸易条件和经常账户差额相当于GDP的百分比的波动较高(第二幅图)。

石油依赖程度和波动性, 1970–2006年



资料来源: 基金组织工作人员的计算。

1. 货物和服务的贸易条件。

- 石油输出国的财政差额通常为石油财政收入波动所支配,<sup>2</sup>因此与经常账户有着很强的相关性,而且波动性超过非石油输

2. 在其他收入来源当中,与石油有关的收入包括:石油勘探特许费、出口税、石油公司的公司所得税和国营石油公司的股息。

出国的财政差额。

- 由于石油收入来自出售一种可耗竭资源，从一代人到另一代人的财富转移在保证代际公平方面发挥着重要作用。<sup>3</sup> 为了避免在石油出口下降时出现收入急剧减少，各国试图积累外国资产，使用这些资产产生的收入来抵消石油收入的下降。对于那些可耗竭资源财富预计将在几十年内用完的国家来说，这样的收入转移更为重要。

为了更为正式地评估可耗竭资源出口国的经常账户决定因素，根据 Lee 等人（2008 年）的分析，采用宏观经济差额法类型的回归公式进行了估计。为了把石油输出国纳入这个分析框架，采用了以下处理办法：(1) 把非石油财政差额作为一个有关的财政变量，以便区分石油收入和非石油财政差额对经常账户的影响；(2) 列入一个专门适用于石油输出国以及那些储备较为有限的出口国的石油差额系数，以反映代际转移因素以及消费和投资对石油收入变化的滞后反应；(3) 列入一个专门适用于石油输出国的滞后经常账户系数，以反映持续程度的不同。这项分析还包括对其他系数中的差异进行测试。

由此得出的分析结果有两个重要的值得注意之处：第一，一些石油输出国的历史数据质量成问题，特别是由于对“石油部门”的定义可能因国而异，对非石油财政差额的计量充满困难。第二，石油输出国的非石油部门可能包括与石油有关的活动（例如石化产品和化肥）。这可能意味着经常账户与石油价格之间的联系比纯粹石油销售所显示的更强，因此，经常账户回归分析中应该有一个更大的关于石油差别的正系数。

数据表列出经过扩展的宏观经济差额框架

#### 石油输出国经常账户差额的决定因素

	宏观经济 差额法样 本1970- 2004年	所有国 家1970- 2004年	所有国 家1970- 2006年
老龄赡养率	-0.15***	-0.14*	-0.15
人口增长	-1.10**	-0.98	-1.29**
产出增长	-0.20**	-0.19**	-0.15**
金融中心哑元	0.03***	0.03***	0.03***
非石油财政差额/GDP	0.20***	0.20***	0.21***
非石油财政差额/ GDP(石油输出国)		0.45**	0.50***
相对收入	0.02*	0.03**	0.02
相对收入，石油输出国		0.08***	0.08***
贸易条件波动性	0.01	0.07*	0.08*
石油差额/GDP	0.20***	0.28**	0.33***
石油差额/GDP(石油 输出国)		0.49***	0.61***
石油差额/GDP(储备有 限的石油输出国)		0.59***	0.68***
滞后石油差额/GDP		-0.11	-0.16
滞后经常账户	0.37***	0.38***	0.42***
滞后经常账户(石油输 出国)		0.56***	0.59***
观察值	359	430	483
R平方值	0.62	0.78	0.79

资料来源：基金组织工作人员的估计。

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平。

得出的回归分析结果。<sup>4</sup> 第一栏列出一个发达国家和新兴市场国家子集的系数，这个子集除了挪威之外不包括其他石油输出国，基础是一个覆盖 1970-2004 年的样本，每个观察值都相应于一个四年平均数。第二栏和第三栏列出关于全部样本国家的分析结果（第三栏增列了 2005-2006 年观察值）。估计得出的系数总的来说具有统计和经济上的显著性，正负值符合预期，量值看来可信。此外，这一回归分析的拟合性非常好，鉴于其中不包括固定国家作用，情况尤其如此。

我们首先集中注意那些对两组国家的经常账户差额产生相似影响的变量，估计结果意味着，赡养率（65 岁以上人口与 30~64 岁人口之间的比率）、人口增长率和人均 GDP 增长率的

3. 见 Bems 和 de Carvalho Filho（即将发表）和 Thomas、Kim 和 Aslam（2008 年）。

4. 回归样本不包括安哥拉、刚果共和国、赤道几内亚、加蓬和尼日利亚，以样本期间的平均规模和人均 GDP 为基础。

## 专栏 6.1 (续完)

影响在石油输出国与进口国之间没有统计和经济上的显著区别。较高的赡养率会降低经常账户差额；人口增长率每超过贸易伙伴1个百分点，使经常账户差额降低的幅度将大约相当于GDP的0.7%~1.0%；人均GDP的增长率每超过贸易伙伴1个百分点，使经常账户差额降低的幅度将大约相当于GDP的0.2%。

关于其他变量对经常账户的影响，石油输出国与其他国家之间的差异具有统计和经济上的显著性：

- (非石油) 财政差额每增加1个百分点，使经常账户差额相当于GDP的百分比增加的幅度在石油输出国为0.4~0.5个百分点，而在其他国家则大约为0.15个百分点。这一分析结果符合这一证据：在金融不那么发达的国家，财政差额与经常账户差额之间的关系较强。
- 石油输出国的经常账户差额对石油差额的反应比石油进口国强。这一分析结果符合这一观点：由于石油是一项可耗竭资源，节省油价上涨所带来收入的倾向性较强。此外，石油在石油输出国通常发挥着比在石油进口国更为核心的经济作用，因此，同样的石油价格冲击在石油输出国导致的收入变化幅度比较大。如果把消费和投资的调整代价考虑在内，石油输出国的经常

账户对石油价格冲击的反应很可能比其他国家大，至少在短期内是如此。

- 在石油输出国当中，经常账户对石油差额的反应在石油和天然气储量较低的国家(例如阿尔及利亚和挪威)比较强，这符合这一事实：这些国家的石油收入与其他输出国相比暂时性较强。
- 在石油输出国，相对收入的增加提高经常账户差额的幅度大大超过其他国家。平均而言，在一个收入相当于美国水平一半的石油输出国，经常账户差额相当于GDP的百分比要比收入与美国水平相等的国家低3~4个百分点(其他国家的差异为0.5~1个百分点)。一个可能的解释是，在那些相对收入和可耗竭资源波动剧烈的国家，例如石油输出国，由于对收入的冲击很可能是暂时的，在“繁荣时期”储蓄起来(在“困难时期”拿出来使用)的收入比例比较高。最后，这一初步证据大致符合理论上的预测。石油输出国出现巨额对外顺差的可能性很大，在产量达到高峰和价格高涨的时期尤其如此。鉴于石油的可耗竭资源性质，这个证据符合在长期内和在几代人之间修匀消费的必要性，这也符合石油收入繁荣期的部分短暂性质以及消费和投资的调整代价。

资金来源，尽管在过去几年，逆差比净外国直接投资增加得更快。新兴欧洲还是大量非外国直接投资资金的流入地区，这类资金既包括与债券有关的流入，也包括股票流入。总储备每年的积累速度相当于GDP的2%~3%。

为了理解经常账户差额的变化，另一个办法是分析储蓄和投资的变化(图6.3和图6.4)。<sup>4</sup>在

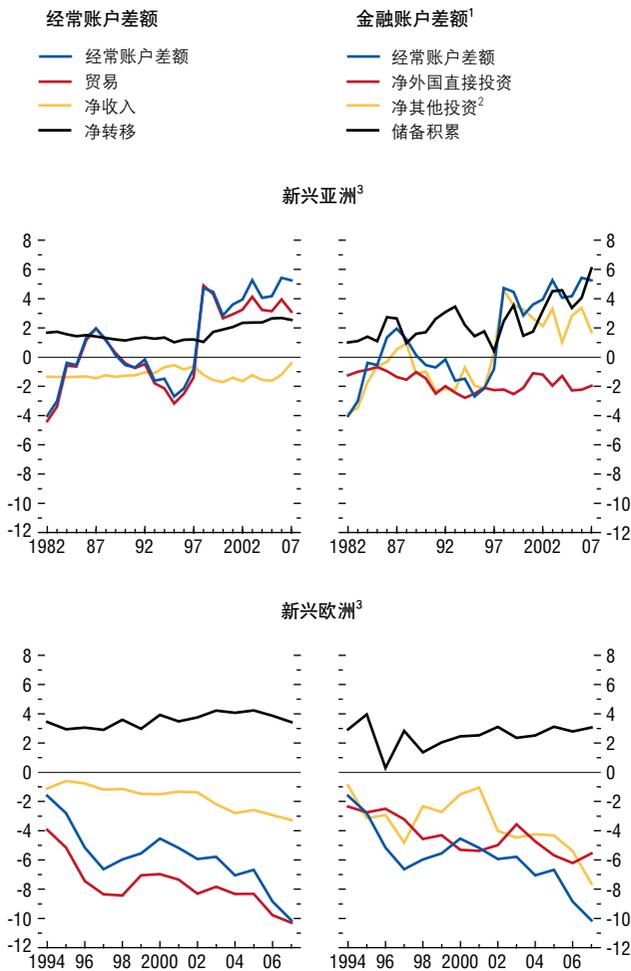
新兴亚洲，1997—1998年的金融危机在韩国和亚洲小龙(主要是)导致私人投资的急剧下降。储蓄也有所下降，公共储蓄尤其如此，但是下降幅度小得多。相形之下，在随后的期间(2003—2006年)，导致中国顺差不断增加的原因是私人(主要是公司)

4. 经常账户差额是国民储蓄与总投资之间的差异。

图6.2. 按构成部分显示的对外差额

(占GDP的百分比；简单平均)

经常账户中的变化主要是贸易差额促成的。在新兴亚洲，经常性转移差额也在1997年之后有所改观，而在新兴欧洲，逆差的不断增加与净收入差额的恶化有关。



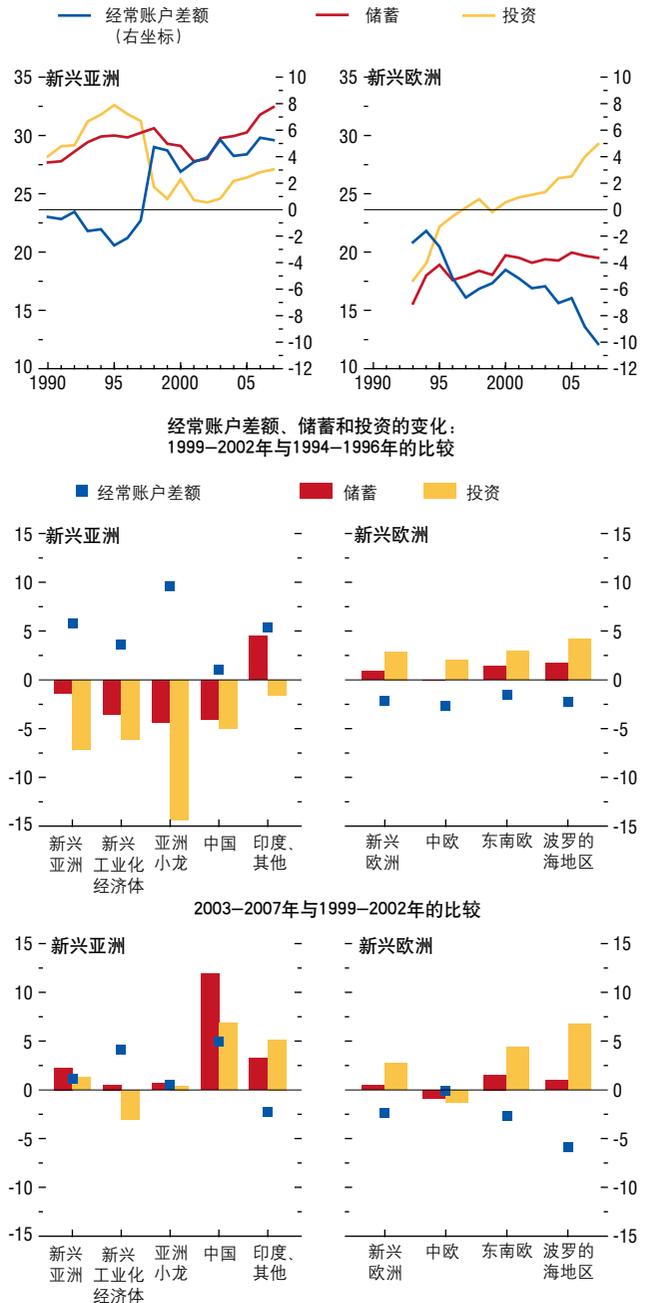
资料来源：基金组织《国际收支统计》；基金组织工作人员的计算。

1. 金融账户交易已经乘以-1。
2. 包括净证券投资 and 净其他投资。
3. 地区的构成见图6.1的脚注1和脚注2。

图6.3. 经常账户差额、储蓄和投资<sup>1</sup>

(占GDP的百分比；简单平均)

在亚洲，储蓄和投资在1997年之后下降，各亚洲小龙的投资更是突然下降。虽然投资仍然低于危机前的水平，但中国、印度和其他经济体增加的投资在最近促使亚洲储蓄和投资上升。相形之下，新兴欧洲的投资迅速增长，在收入较低的国家尤其如此，而且伴有储蓄的适度增长。



资料来源：CEIC数据有限公司；联合国《国民账户统计》；基金组织工作人员的计算。

1. 地区的构成见图6.1的脚注1和脚注2。

## 专栏 6.2. 主权财富基金：对全球金融市场的影响

本专栏讨论了一些经济体（多数是新兴经济体）的庞大和持续的经常账户顺差是通过何种方式导致主权财富基金 (SWFs) 在全球金融市场中扮演主要角色（第一幅图）。本专栏还探讨了主权财富基金日益增加的作用可能对全球资本流动、主要资产价格，乃至金融市场产生的更为广泛的影响。<sup>1</sup>

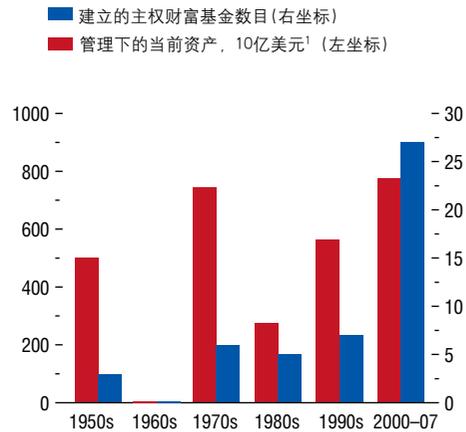
虽然很多主权财富基金已经存在了多年，甚至几十年，但 2000 年以来，这些基金的数目以及估计在其管理之下的资产都急剧增加。主权财富基金的日益壮大归因于一些亚洲经济体和石油输出国的持续和庞大的经常账户顺差。这些顺差反映了高昂的初级商品价格和有利的贸易差额，致使中央银行的外汇储备迅速积累。储备达到的水平使得很多国家认为，它们提供了足够的缓冲来防范金融冲击或经济冲击。很多这样的国家虽然仍有巨大的发展需求，但是吸收能力有限。因此，迅速花费石油或出口带来的收入可能不适当或不可行。此外，人们日益感到，把“地下资源”转变为金融资产是实现代际财富转移的一个重要渠道。

因此，很多国家正在寻求增加这些汇集起来的巨额资金的收益。这些国家不是继续通过不断积累储备来保守地投资，而是将这些资产转给主权财富基金，给予这些基金更广泛和更积极进取的投资授权。市场参与者们估计，主权财富基金管理的资产数额在 2 万亿美元至 3 万亿美元，超过对冲基金管理的资产（1 万 9 千亿美元），相当于主权国家所持外国资产的大约四分之一至三分之一。主权财富基金的资产与全球总金融资产（大约 190 万亿美元）相比仍然很少，但如果与成熟市场股票资本化以及新兴经济体的债务和资本市场规模相比却很庞大。尽管如此，主权财富基金投资组合的一部

注：本专栏的主要作者为 Julie Kozack、Douglas Laxton 和 Krishna Srinivasan。

1. 见 Kozack、Laxton 和 Srinivasan（即将发表）。

## 主权财富基金 (SWFs) 的数目急剧增加



资料来源：新闻报道和分析报告；基金组织工作人员的估计。

1. 每个期间成立的主权财富基金当前管理的资产估计。

分常常是投资于非金融资产，例如不动产。根据预测，主权财富基金的资产将在并不遥远的未来超过全球外汇储备的存量，于 2013 年达到 7 万亿美元至 11 万亿美元。因此，很明显，主权财富基金将在全球金融当中发挥日益引人注目的作用。

在这个背景下，人们关注的一个关键问题是主权财富基金的不断壮大对全球资本流动格局、资产价格，乃至金融稳定产生的影响。主权财富基金通常追求中期至长期的投资目标，这意味着它们对投资组合进行能够影响市场稳定的突然调整的可能性比较小。不仅如此，在当前的金融市场动荡期间，主权财富基金对那些具有系统重要性的金融机构注入了大量资本，显示这些基金可以在全球金融市场中发挥稳定作用。然而，主权国家即使是逐渐地使储备资产的投资组合更为多样化，包括通过主权财富基金来这样做，仍可能对国家之间的资金流动、

资产价格的绝对价格和相对价格以及全球失衡的演变产生影响。<sup>2</sup>

由于缺乏关于一些巨额主权财富基金的可靠信息，特别是关于其资产配置的信息，如果要分析通过主权财富基金实行主权储备资产多样化的潜在影响，工作将很艰巨。为了探讨主权财富基金日益壮大可能产生的影响，针对那些正在减少所持储备，以便通过主权财富基金来使资产多样化的国家编制了起说明作用的资产配置假设情景。<sup>3,4</sup> 我们调试出了两个程式化的多样化投资组合，其中一个模拟挪威的政府养老基金 (GPF-Global)，另一个则代表各根基稳固的主权财富基金，并把它们与一个程式化的外汇储备资产组合进行了比较，以评估全球资本流动格局可能发生的变化和对资产价格的影响 (第二幅图)。<sup>5</sup> 为了补充这个假设情景分析，我们还估计了十个最大的新兴经济体

2. 据估计，外国官方投资者把 10 年期美国国库券的名义收益率压低了 100 个基点 (Warnock 和 Warnock, 2006 年)。

3. 该分析假设，那些最近建立或宣布打算建立主权财富基金的国家将把预期流入本国的一部分外汇放到各自的主权财富基金当中。最近建立或正在建立主权财富基金或类似投资基金的国家包括巴西、中国、韩国、俄罗斯和沙特阿拉伯；正在考虑建立主权财富基金的国家 (根据市场报告) 包括印度、日本和泰国。

4. 新的流动计算为每个国家的经常账户差额和净私人资本流动的总和，依据的是《世界经济展望》关于 2008—2013 年的预测。这个分析设定了一个下限，假设那些最近建立了主权财富基金的国家将把新流入的外汇的 50% 放到这些基金当中；并设定了一个上限，假设除上述国家之外，那些正在考虑建立主权财富基金的国家 (根据市场报告) 将把新流入的外汇的 50% 放到这些基金当中。上限还假设，十个最大的新兴经济体储备持有者将于 2008—2013 年把现有储备存量的 10% 从储备转到主权财富基金。根据假设，所有新流入主权财富基金的资金都将投资于国外。

5. 有代表性的多样化主权财富基金的程式化投资组合是以关于资产配置和货币构成的市场报告为依据。“官方外汇储备货币构成” (COFER) 是基金组织的一个数据库，记录关于官方外汇储备货币构成的期末季度数据。在分析中使用了 COFER 汇总数据来编制一个程式化储备组合，其中假设仅按照 COFER 中的货币构成把资产专门配置给政府债券。

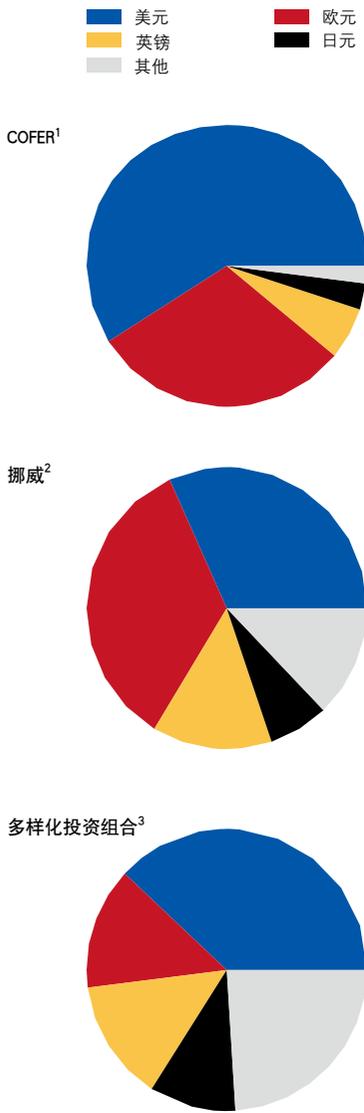
储备持有者如果在其当前储备存量中适度放弃美元资产而将产生的影响。此处有一个地方值得注意。与很多模型分析一样，这些分析结果对基本假设非常敏感。例如，这个分析假设那些历史悠久的主权财富基金不会调整投资组合，因此仅部分反映了可能实行的资产多样化战略会给资本流动和资产价格带来多大的影响。此外，其他主权国家 (而不仅仅是这个分析所假设的十个最大的新兴市场储备持有者) 可能选择使其现有的储备资产存量多样化。最后，尽管这两个程式化的组合旨在反映可能的资产配置战略，但必须认识到，在实践中，主权财富基金之间的差别很大，有着不同的授权、透明度和治理结构。即使如此，这个有限的分析仍大致显示了可能对市场所产生影响的方向和规模。

该分析显示，全球资本流动的格局将发生重大变化，先进经济体会面临较低的资本流入，新兴经济体所吸引的资本流入将大大增加 (第三幅图)。储备资产主要以美元计价，通常的持有形式是美国国库券或机构债券，与这些资产相比，程式化的主权财富基金投资组合在资产类别和货币风险暴露方面都更为多样化。这意味着流入政府债券市场的资金将有所减少，从而对利率产生影响。如果各国为了多样化而减持美元资产，把资金转出储备资产的情况给美国国内市场带来的影响将最大。

- 估计显示，流入美国的资金会有所下降，每年平均下降幅度相当于美国 GDP 的 0.5%~1%，取决于样本中的国家数目，并取决于对十个最大的新兴经济体储备持有者的储备货币构成的假设。分析结果还取决于预期的主权财富基金用来编制投资模型的资产配置战略。
- 那些新兴经济体所占比重较大的投资组合，例如程式化的多样化组合，将导致流入欧元和美元资产的资金减少，而流入新

专栏 6.2 (续)

程式化投资组合的货币构成



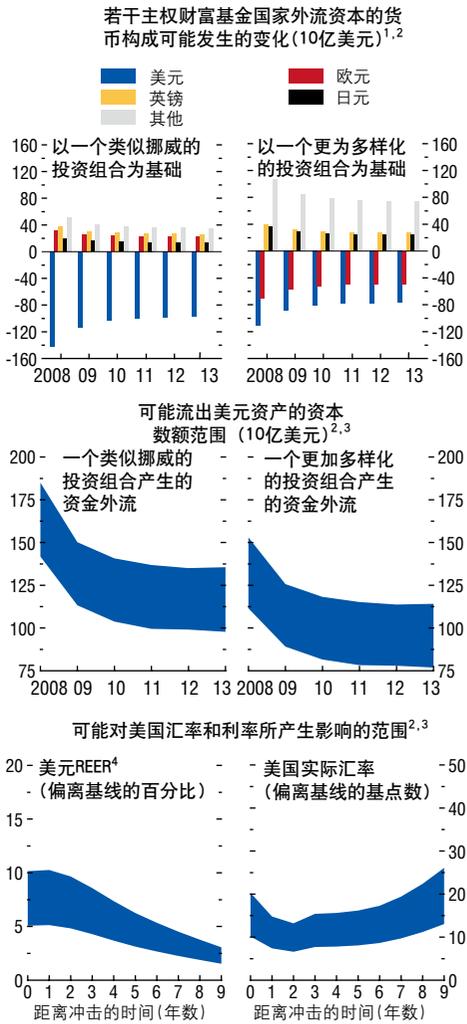
资料来源：COFER数据库；挪威中央银行；基金组织工作人员的估计。

1. 汇总数据。COFER是基金组织的一个关于官方外汇储备货币构成的数据库。

2. 当前，挪威投资组合的47%投资于股票，53%投资于债券。

3. 有代表性的多样化主权财富基金的程式化投资组合是以关于资产配置和货币构成的市场报告为基础的。

模拟结果



资料来源：基金组织工作人员的估计。

1. 所依据的假设是，在流入脚注2所列国家的可动用外币中，50%被拨给主权财富基金，用来投资于外国资产。

2. 包括巴西、中国、韩国、俄罗斯（仅是国家财富基金）和沙特阿拉伯。

3. 这个范围的下限所依据的假设见脚注1。上限的假设是，那些将要建立主权财富基金的国家（根据市场报告）也把可动用外汇的50%放到这些基金当中。上限还假设，十个最大的新兴经济体储备持有者将于2008—2013年把现有储备存量的10%从储备转到主权财富基金。

4. REER=实际有效汇率。

兴经济体的资金一般会大大增加。相形之下，挪威主权财富基金非常偏重在欧洲的投资，如果实行一个与该基金类似的投资组合，将意味着对美元资产的投资有所减少，对新兴市场的资金流入量也会减少，但仍然是正值。

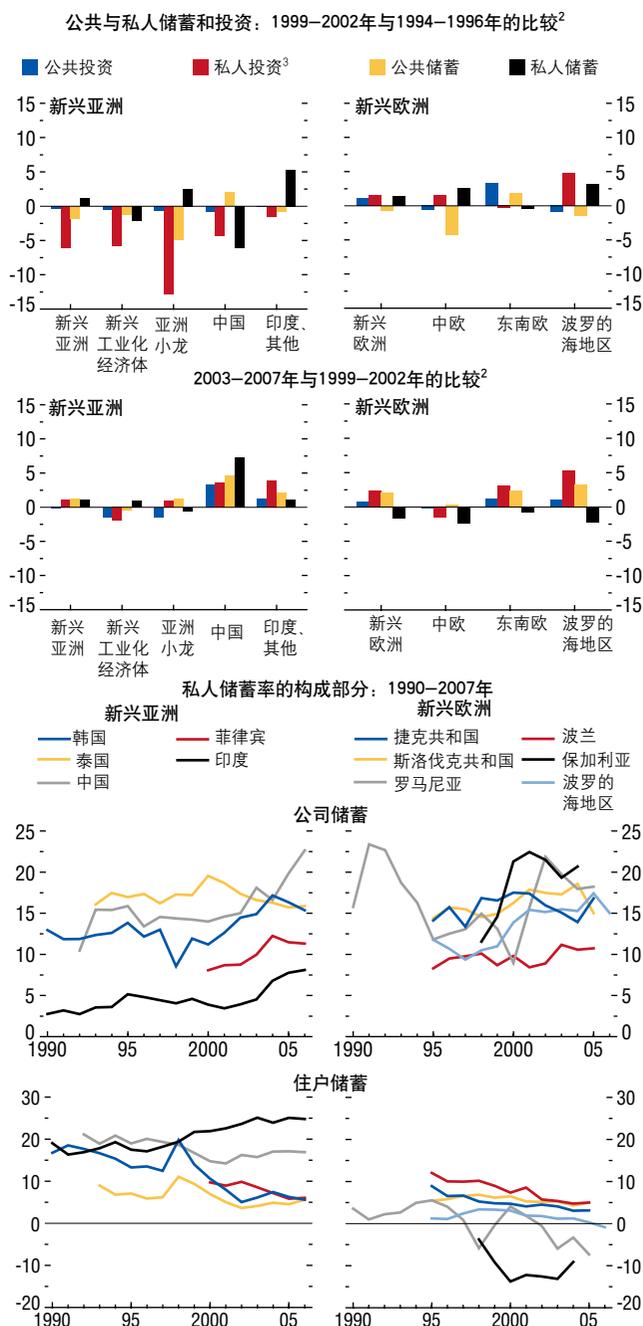
- 为了量化资本流动格局的潜在变化对相对于基准的利率和汇率可能产生的影响，我们使用基金组织的GIMF5模型进行了模拟分析。<sup>6</sup> 分析结果集中于对美国的影响，其中显示，在长期内，美国的实际利率将上升10~25个基点，而美元则将贬值2%~4%。该模型确实预测，美元将在短期内大幅度贬值，幅度大约为6%~10%。美国的经常账户逆差将有所缩小，幅度为美国GDP的0.5~1个百分点，这是由于对美元资产需求的降低而促成的较高的国家风险溢价。在世界其他地区，较高的资产流入量将导致实际利率降低（因此扩大与美国的利率差）和货币进一步升值（以实际汇率计算），并将刺激国内需求。

这个模型得出的估计结果显示，不会出现美元的无序贬值，也不会出现全球失衡的无序解除。事实上，估计结果显示，投资组合逐渐变化带来的影响在长期内不大。然而，这个模型的估计结果没有考虑可能发生的第二轮效应，即其他投资者对主权财富基金的行为变化作出的反应。总的来说，分析结果显示，对美元资产的需求如果降低，将有助于降低美国的经常账户逆差，并降低美元的币值。

6. 模拟是用全球综合货币和财政模型（GIMF5）的五个地区版本进行。GIMF5是Kumhof和Laxton模型的一个经过扩展的版本，包括分别针对美国、欧元区、日本、新兴亚洲和“其他国家”的模型。见Kumhof和Laxton（2007年）。

图6.4. 按构成部分显示的储蓄和投资<sup>1</sup>  
(占GDP的百分比；简单平均)

中国近年来出现巨额经常账户顺差的原因是公司储蓄的急剧增加。过去10年来，两个地区的住户储蓄都有所下降，其中新兴欧洲的住户储蓄特别低。



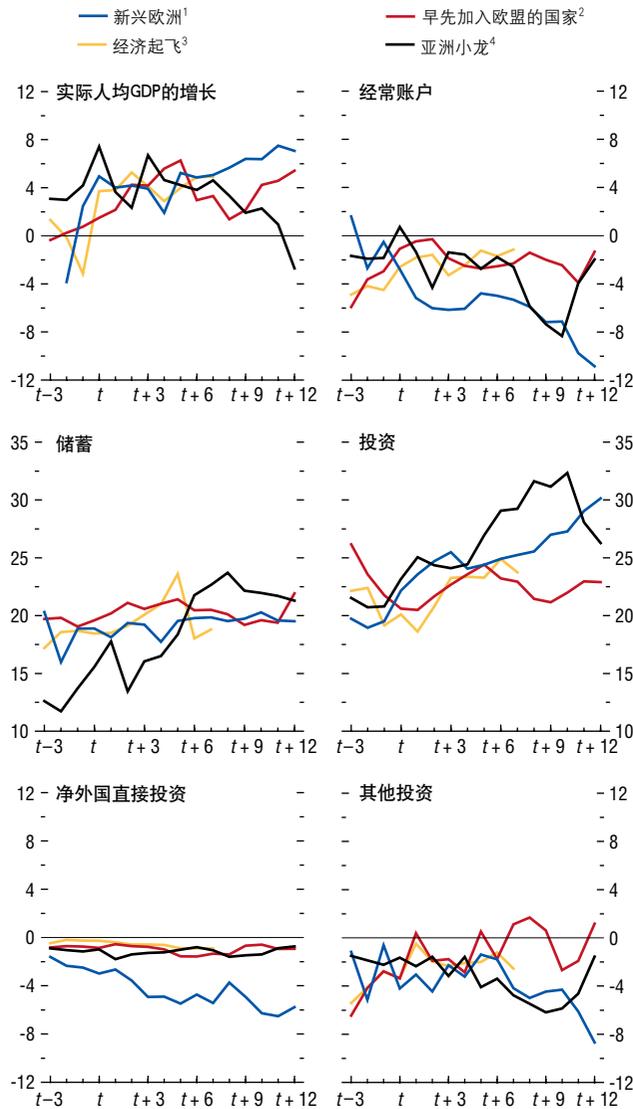
资料来源：CEIC数据有限公司；基金组织《国际收支统计》；联合国《国民账户统计》；基金组织工作人员的计算。

1. 地区的构成见图6.1的脚注1和脚注2。
2. 由于缺乏数据，编组平均数不包括印度尼西亚、波兰和斯洛文尼亚。因此，图6.4中的数据相加起来低于图6.3中的数额。
3. 私人投资包括库存的变化。

图6.5. 经济起飞

(占GDP的百分比；简单平均；X轴是危机之前和之后的年数)

新兴欧洲自1995年以来经济起飞的同时，出现了巨额经常账户逆差，而且净外国直接投资大大高于其他国家在类似起飞期间的水平。



资料来源：基金组织《国际收支统计》；基金组织工作人员的计算。

1. 新兴欧洲的经济起飞年份据信是1995年。

2. 早先加入欧盟的国家的经济起飞年份如下：希腊（1996年）、爱尔兰（1985年）、葡萄牙（1985年）和西班牙（1984年）。

3. 经济起飞的定义是：经济增长开始加速，其特点是实际人均经济增长率至少提高2%，平均增长率至少达到3.5%，而且保持八年（根据Hausmann、Pritchett和Rodrik，2005年）。本图显示了所有增长加速当中每个变量的中间值（不包括新兴欧洲）。

4. 亚洲小龙包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国，其经济起飞年份是1973年。

储蓄大幅度反弹和公共储蓄不断增加。<sup>5</sup> 私人和公共投资也有所增加，但增加数额较小。在新兴欧洲，经常账户逆差反映出私人投资的激增（与外国直接投资的上升相呼应），并在较低程度上反映了公共投资的增加，在波罗的海地区和东南欧尤其如此。这些国家的公共储蓄也适度增加（中欧除外），但私人投资相对而言没有变化。与新兴亚洲一样，住户储蓄的减少被公司储蓄的增加所抵消，尽管近年来的净私人储蓄也有所减少。

与经济起飞的其他时期相比，新兴欧洲最近的经常账户逆差相当大（图6.5）。<sup>6</sup> 那些在过去35年的某个时间出现经济起飞的经济体都出现经常账户逆差，起飞头八年的逆差平均相当于GDP的3%。与此相比，新兴欧洲在同等时期内的逆差平均相当于GDP的6%~7%。在新兴亚洲，若干国家在经济起飞期间也出现了类似情况，但是差异较小，其中一个例外是中国。<sup>7</sup> 经济起飞时出现的普遍情况是，经常账户逆差加大，与此同时投资激增，而储蓄则少量增加，起了一定的抵消作用。与此相比，新兴欧洲的经济起飞所导致的投资加速幅度较大，只有亚洲小龙在20世纪70年代初的经济起飞可与之比拟。而新兴欧洲与典型的经济起飞之间的不同之处是，净外国直接投资流入较大和逆差时期持续时间较长。

有意思的是，此处所确定的经济起飞也包括若干先前加入欧盟的西欧国家。这些国家也出现了巨额经常账户逆差和外国直接投资的净流入，但是规模远远小于新兴欧洲。这种情况的部分原因可能是这些国家的资本账户在20世纪90年代初才全部开放，而且大多是在经济起飞之后开放。

1997—1998年亚洲金融危机期间，新兴亚洲的经常账户逆转也与其他危机时期的情况有所不

5. 为解释中国的顺差所提出的一个论点是住户储蓄率很高，这反映出缺乏社会安全网或消费习惯。然而，中国经常账户差额在最近的上升与公司储蓄率的上升有关，与住户储蓄率无关。Aziz和Cui（2007年）提出，消费在中国GDP中所占份额之所以下降，主要原因是劳动收入所占份额的下降，而不是住户储蓄率的提高。

6. 附录6.1较为详细地介绍了用来确定经济起飞的标准以及发生起飞的国家和年份。

7. 另见2004年4月期《世界经济展望》第二章。

同。与1980年以来的货币和银行危机相比，新兴亚洲经济体平均而言在开始时的逆差较大，其经常账户和投资水平的调整幅度大得多，也更为突然（图6.6）。<sup>8</sup> 这些大幅度逆转有一部分随后被抵消。然而，在危机过去五年之后，顺差仍然高于其他危机时期结束以后的情况。

新兴亚洲和新兴欧洲经济体的一个共同特点是高增长率。图6.7显示，在高增长国家（即人均GDP增长率每年超过2%的国家）当中，那些增长率较高的国家一般经常账户差额较低，这种情况与理论相符。这个负相关关系对于所有经济体都成立，而且在每个新兴地区内部也成立（中国再次是一个明显的例外）。<sup>9</sup> 关于先进经济体在19世纪末和20世纪初作为新兴经济体时的经常账户变化，现有的证据显示，资本流入了高速增长国家（专栏6.3）。

## 哪些因素促成了最近的经常账户格局？

新兴经济体的经常账户差额受多种因素的影响。<sup>10</sup> 本节仔细分析了把经常账户差额水平与一套广泛的变量联系起来的跨国数据，这些变量在决定新兴欧洲和新兴亚洲的经常账户差额方面可能发挥了重要作用。我们的实证分析首先试图仅根据标准因素来解释经常账户的变化。这些标准因素都在文献中得到强调，被视为经常账户差额

8. 货币和银行危机的开始日期来自 Laeven 和 Valencia (即将发表)。

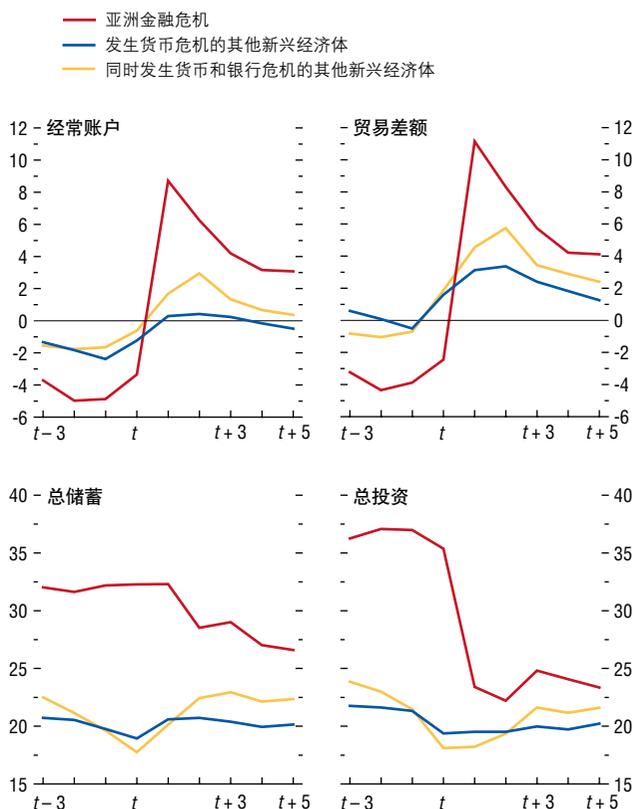
9. 如果把所有新兴经济体都包括在内，而不是仅包括高速增长新兴经济体，这一理论同样成立。资本正在流入作为一个整体的新兴经济体（唯有中国不包括在内）。这个证据与最近的文献有所不同，后者发现，经济增长与经常账户之间存在正相关关系（例如，见 Prasad、Rajan 和 Subramanian，2007 年；和 Gourinchas 和 Jeanne，2007 年）。一个可能的解释是，很多这样的研究都没有纳入新兴欧洲国家，但是纳入了很多非洲国家，而後者的多数资本流入是官方援助流入，不是由市场考虑因素驱动的私人资本流入。最近的研究显示，援助流入将提高汇率和遏制可贸易部门的增长前景，因此可能对增长产生不明确的影响，甚至是负面影响（例如，见 Rajan 和 Subramanian，2005 年）。

10. 例如，见 Aristovnik(2006 年)，Chinn 和 Ito(2006 年)、Gruber 和 Kamin(2007 年,2008 年)和 Herrmann 和 Jochem(2005 年)。

图6.6. 危机前后的经常账户逆转<sup>1</sup>

(占GDP的百分比；简单平均；X轴是危机之前和之后的年数)

亚洲金融危机期间，经常账户的调整比其他危机时期更为突然。危机过后5年，亚洲的顺差仍然大大超过其他地区。



资料来源：基金组织《国际收支统计》；基金组织工作人员的计算。

1. 亚洲发生金融危机的国家包括印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾和泰国。发生危机的其他新兴经济体包括阿根廷、巴西、墨西哥、俄罗斯和土耳其，根据Laeven和Valencia（即将发表），查明这些经济体在1980–2007年共发生15次危机。

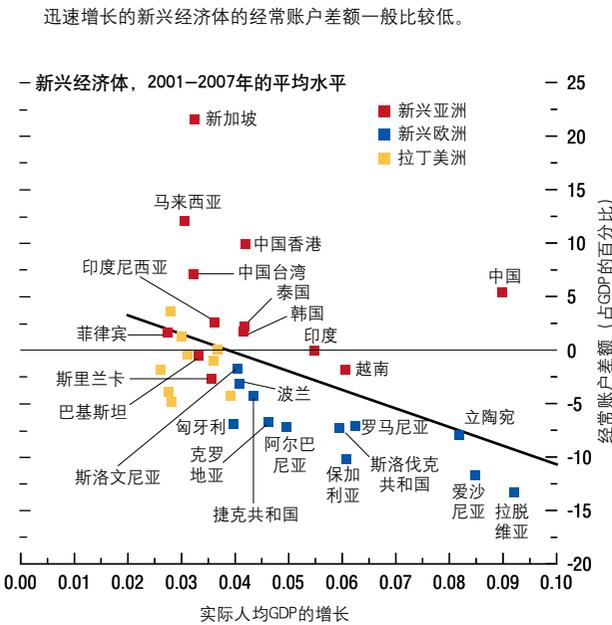
的重要决定因素，其中包括：政府差额、青年与老年人之间的赡养率、净外国资产头寸和增长机会（以期初收入水平和滞后增长为替代变量）。<sup>11</sup>

这些变量解释了世界各地经常账户格局当中的很大一部分，但仍无法解释新兴亚洲的巨额顺差和新兴欧洲的巨额逆差。我们的实证分析然后增加了一套变量来充实这些标准因素，增加的变量描述了近年来可能在促成经常账户格局方面发挥关键作用的金融部门事态发展的特点。

过去十年来，新兴欧洲各经济体迅速使其国内金融体系放开和开放资本账户（图 6.8）。<sup>12</sup> 这两点结合在一起，使得这些国家的外国银行数目激增。<sup>13</sup> 新兴亚洲虽然也在国内金融放开方面取得了一些进展，但这些经济体的金融体系的放开程度仍然小得多，其中的例外是各新兴工业化经济体。在亚洲金融危机期间，亚洲小龙和新兴工业化经济体还对资本账户交易实行了限制。十几年之后，这些经济体的资本账户总的来说仍然非常封闭，其中的例外是各新兴工业化经济体。

理论并没有提供明确的指导来说明金融部门放开和资本账户开放对经常账户的净影响。较为开放的经常账户和较为发达的金融体系很可能改善获得外国资本以使用来为国内投资融资的机会，

图6.7. 经常账户差额与实际人均GDP的增长<sup>1</sup>



资料来源：基金组织《国际收支统计》；基金组织工作人员的计算。

1. 实际人均GDP增长率不到2%的国家没有包括在内。

11. 见 Lee 等人（2008 年）。增长机会预计会通过增加投资和降低储蓄来降低经常账户差额。同样，高赡养率会通过降低储蓄率来降低经常账户差额。相形之下，政府盈余如果没有被私人储蓄的减少和 / 或私人投资的增加所全部抵消，会提高经常账户差额。最后，较高的净外国资产预计会通过增加净投资收入来提高经常账户差额。我们的分析还纳入了关于金融中心（因为这些中心通常输出资本）、石油差额和时间效应的哑元，以考虑到在某段时期对所有国家产生相似影响的事态发展。

12. 本章使用了一个综合了以下信息的国内金融放开指数：利率控制、信贷控制、竞争限制、国有程度、银行监督和管理的质量、鼓励发展债券和股票市场的政策以及允许外国人进入本国股票市场的政策 (Abiad, Detragiache 和 Tresselt, 即将发表)。资本账户开放程度指数来自 Chinn 和 Ito (2006 年)。这两个指数高度相关，其部分原因是，国内金融放开包括一定程度的外国投资者的进入壁垒。因此，回归分析将这些变量放在一起测试。

13. 促使外资拥有的银行数目增加的另一个原因是，相对而言，银行母公司的增长机会将有所改善，因为这些母公司在本国市场面临较为收紧的收入条件。Ayden (即将发表) 发现，如果银行母公司在本国市场面对收紧的利差（即贷款利率和存款利率之间的差别），它们在中欧和东欧的子公司的贷款将有所增加。

从而降低经常账户差额。<sup>14</sup> 然而，如果有放开程度较高的国内金融体系，而且有更多的中介机会，也会鼓励国内储蓄，从而对经常账户产生相反的影响。另一方面，国内金融放开还可能意味着有更好的机会来获得信贷和新金融产品，这一般会减少国内储蓄和经常账户差额。因此，金融部门放开和资本账户开放对经常账户产生的净影响不确定，仍然是一个实证问题。

另一个可能影响经常账户的金融因素是经济的金融深度，其衡量尺度是提供给私人部门的信贷和股票市场资本化在 GDP 中所占的份额。<sup>15</sup> 较深的金融深度可能是金融体系较发达的一个迹象，这种体系如果促进国内储蓄，会增加经常账户差额，但如果吸引更多的外国储蓄，从而推动国内投资，则可能降低经常账户差额。新兴亚洲的金融深度看来远远超过新兴欧洲，尽管这两个地区的深度都一直在增加（其中的例外是亚洲小龙）。

在亚洲的经常账户顺差方面备受关注的因素，是汇率政策和积累储备的倾向。然而，由于汇率和储备同时取决于经常账户差额，难于找到一个关于这些政策的外生衡量尺度。因此，本文不把这些因素作为其正式分析的一部分，但提供了某些证据，来说明它们在决定新兴亚洲顺差的规模方面可能发挥的作用。最后，汇率制度本身（固定汇率还是灵活汇率）也可能影响经常账户差额，其中固定汇率制度在对经济冲击作出反应时有可能导致（暂时的）更大的失衡。然而，作用的方向不明确，取决于经常账户差额受到的初次冲击的性质。

## 实证分析

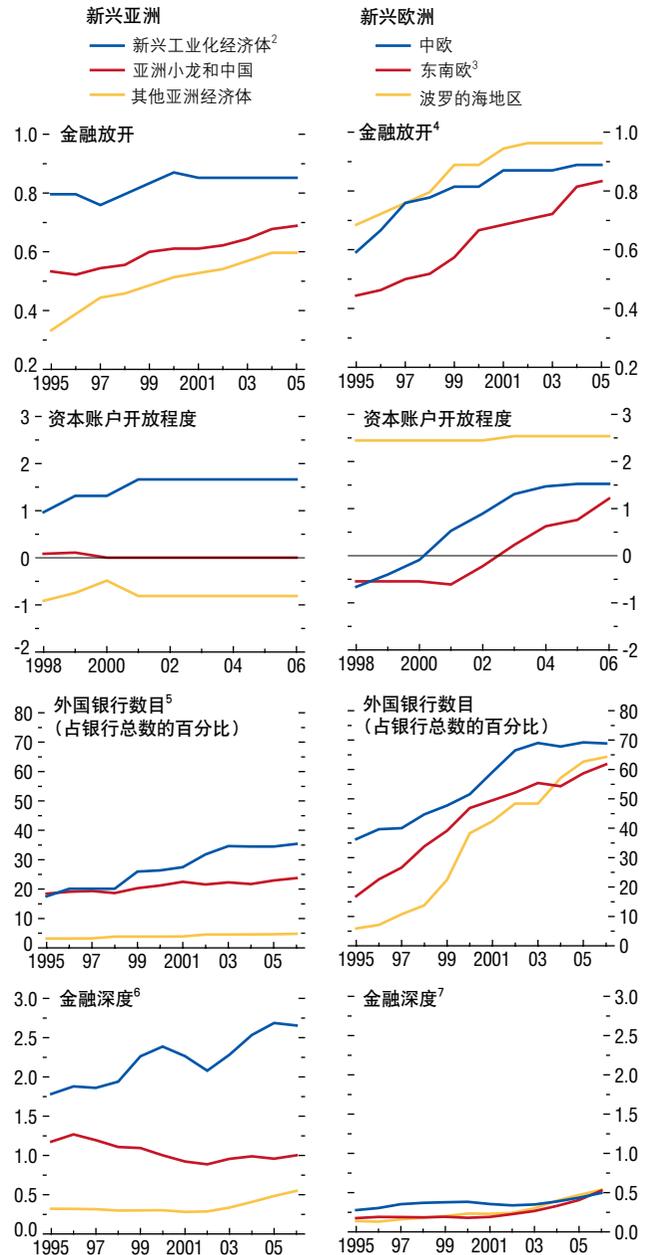
实证分析集中于中期经常账户差额（四年期间的平均数据）的决定因素，覆盖的样本组为 1983–2006 年的 58 个（非石油输出）先进经济体和新兴经济体，包括 1995–2006 年期间的

14. 如果发生危机，或有关国家管理不善，较为开放的资本账户也会引发更多的资本外流。

15. 关于采用了这个衡量尺度（和资本账户开放程度）的分析，见 Chinn 和 Prasad（2003 年）、Gruber 和 Kamin（2007 年，2008 年）和 Chinn 和 Ito（2006 年）。

图6.8. 金融发展格局<sup>1</sup>

在新兴欧洲，国内金融市场放开的速度超过新兴亚洲（已经处于较发达阶段的亚洲新兴工业化经济体除外）。资本账户开放的同时，外国银行迅速涌入。



资料来源：Abiad, Detragiache和Tressel（即将发表）；Beck, Demirgüç-Kunt和Levine（2000年，更新）；Chinn和Ito（2006年，更新）；Claessens等人（2008年）；基金组织工作人员的计算。

1. 变量的定义见附录6.1。地区的构成见图6.1的脚注1和脚注2。
2. 不包括中国台湾。
3. 不包括前南斯拉夫马其顿共和国。
4. 不包括克罗地亚、斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚。
5. 不包括巴基斯坦和斯里兰卡。
6. 不包括越南。
7. 不包括阿尔巴尼亚。

## 专栏 6.3. 从历史角度看增长和经常账户

## 经常账户和资本流动：来源、规模和持续性

从 19 世纪中叶直到第一次世界大战，全球经济经历了一段一体化的黄金时代。很多因素为这些变化奠定了基础：电报和铁路的普及改善了通信和交通，航运成本大幅度下降，出现了史无前例的大规模移民，金本位得到推广，英帝国更为巩固，伦敦金融市场日益发达。英帝国是最大的资金供应国，在顺差国家流出的全部资本中远远超过 50%。<sup>1</sup> 其他资本输出国是法国、德国和荷兰。

当时尚未建立对资本流入的控制。投资者在决定把资本投到哪里时基本上不受干涉，虽然在某些情况下，顺差国的政治目标决定了资本流动的方向。本专栏的图显示了 1870–1913 年顺差国的经常账户（或总资本外流情况）和以下主要资本输入国的经常账户：阿根廷、澳大利亚、加拿大和美国（见 Stone, 1999 年）。

资本流入往往非常持久。很多重要的资本输入国保持经常账户逆差达十年之久或更长。其他一些金融基础较为薄弱的国家的逆差时期则较为短暂。Meissner 和 Taylor (2006 年) 估计，大量输入资本的国家，例如阿根廷、澳大利亚、加拿大和美国，保持逆差的时期很长，经常账户逆差的半衰期大约为三年，相比之下，接受资本较少的国家（例如智利、芬兰、日本和乌拉圭）的逆差半衰期大约为九个月。

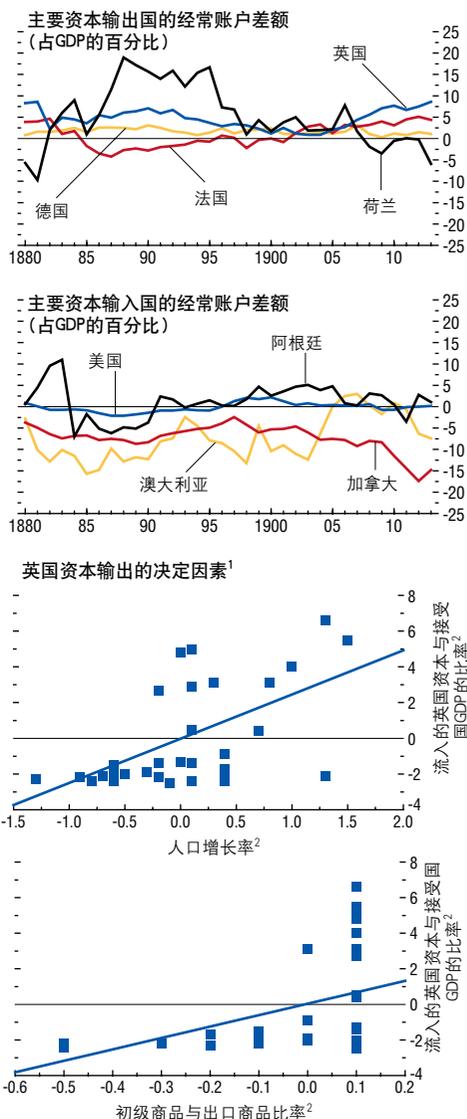
## 资本流动的决定因素

阿根廷、澳大利亚、加拿大和美国是英国资本流动的主要接受国。来自法国和德国的资本主要流入俄罗斯、土耳其和其他欧洲国家。

注：本专栏的主要作者是 Christopher M. Meissner。

1. Obstfeld 和 Taylor (2004 年) 概述了资本市场的长期情况；O'Rourke 和 Williamson (1999 年) 从历史角度探讨了第一个全球化时期；López Córdova 和 Meissner (2003 年) 讨论了金本位与贸易问题；Mitchener 和 Weidenmier (即将发表) 讨论了英帝国和贸易问题。

## 资本流动和资本输出的动机，1865–1913年



资料来源：Clemens和Williamson (2004 年)；Bordo、Cavallo和 Meissner (2007年)。

1. 包括阿根廷、澳大利亚、奥地利、巴西、加拿大、智利、丹麦、埃及、芬兰、希腊、意大利、印度、日本、荷兰、新西兰、挪威、葡萄牙、俄国、南非、西班牙、瑞典、美国和乌拉圭。  
2. 与平均值的差。

Clemens 和 Williamson (2004 年) 最近关于英国资本外流动机的研究发现，对投资者来说，

最重要的是长期增长前景。资本最有可能流入以下这样的地区：人口增长率高和净移民率高；侧重于出口以重要自然资源财富为基础的初级商品；人口教育程度较高（见下面的分图）。在观察到的资本流入当中有一小部分归因于其他因素，包括宗主国关系、债务违约记录和货币稳定。类似的经济动机也对其他资本输出国，例如德国，发挥了主导作用（Esteves, 2008 年）。<sup>2</sup>

在加拿大、阿根廷和澳大利亚这样的主要资本接受国，资本流入补充了国内的低储蓄。投资主要流入关键的基础设施项目（铁路、港口、市政服务），帮助提高了生产能力。资本流入量较少的国家一般把外国资本用于消费，并用于补充或修匀政府的低收入。<sup>3</sup> 很多这样的国家还为各种并未事先规定的目的发行大量专门债券。

### 资本流动的可持续性和金融危机

一些这样的巨额资本流入突然停止，同时发生了致使经济增长率暂时低于长期趋势率的金融危机（Catão, 2007 年）。Bordo、Cavallo 和 Meissner（2007 年）揭示，资本流动的突然停止或逆转与此前出现的巨额资本流入和高度外汇风险暴露有关。相形之下，雄厚的储备、高出口增长以及同贷款国密切的政治纽带会降低资本流入在任何一年突然停止的可能性。特别值得注意的是，即使在国际流动性很低的时候，那些金融稳定或与英帝国之间有着纽带的

2. 这一研究结果对一个长期信念提出了质疑，这个信念是，法国和德国的资本流动在很大程度上由巴黎或柏林的政治动机来决定。

3. 第一次全球化浪潮中的投资者们使用很多公共来源来了解其投资的质量。Fenn on the Funds 投资者手册提供了伦敦市场当中每一个主权债务人过去发表的债券发行计划书的简短摘录。这些摘录来自那些通过举债填补收入缺口或筹集高昂的战争费用的国家，例如俄国（发行了一笔债券来加强特别储备基金）、日本（支付动用的养老金）、埃及（为偿还现有债务借取帕夏贷款）和奥地利（于 1851 年发行了一笔债券来提高佛罗林纸币的价值）。

较大的借款国（例如加拿大）也都能够保持资本流入。

金融危机之后的情况彼此之间有很大差别，但在开放程度较低的经济体和金融部门欠发达的国家较为严重。阿根廷和澳大利亚在 19 世纪 90 年代初期的经验表明了这一点。阿根廷于 1890 年发生了一场重大的银行、货币和债务危机，称为霸菱危机。<sup>4</sup> 违约债务的解决过了好几年才结束，接下来的十年里，薄弱的金融体系和在国际投资者面前低下的信誉抑制了外国投资。大约在同一时期，澳大利亚也爆发了一场持续了若干年的重大银行危机。<sup>5</sup> 尽管如此，联邦内的各殖民地从来没有发生外债违约，它们作为债务人的信誉帮助其避免了一场货币危机。<sup>6</sup> 尽管澳大利亚的经济恢复得很慢，但国内储蓄的增加使其得以偿还以前的债务和刺激投资。

### 结论

国际资本流动在 1870–1913 年达到史无前例的水平。这些流动往往持续时间很长，为许多有信誉的借款大国的主要基础设施项目提供了资金。促成这些资本流动的主要动力是工业化国家的投资者希望投资于增长迅速和增长前景良好的国家，其间没有出现任何资本上坡流动的情况。在资本流动突然停止之后，特别是在金融发展薄弱和有关国家贸易开放程度不那么高的情况下，出现了若干灾难性的金融危机事件。

4. 引发这场危机的原因是伦敦的霸菱兄弟银行进行了过于乐观的投资，但早先还发生了一个小型和管理不善的国内银行部门所制造的信贷扩张。这次信贷扩张最后导致一场重大的银行危机、货币急剧贬值和债务违约。

5. 引发澳大利亚危机的原因是一场旱灾以及早先的信贷扩张。

6. 澳大利亚当时没有发行自己的货币，但在危机期间允许私人银行券成为法定货币。

表6.1. 经常账户差额的决定因素<sup>1</sup>

(占GDP的百分比)

	标准模型		标准模型加金融因素		
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)
<b>标准变量</b>					
净外国资产 (占GDP的百分比, 滞后)	0.040 (5.29)***	0.035 (4.37)***	0.036 (4.47)***	0.035 (4.32)***	0.035 (4.45)***
广义政府差额 (占GDP的百分比)	0.055 (0.87)	0.07 (1.08)	0.108 (1.59)	0.115 (1.66)*	0.118 (1.77)*
石油差额	0.247 (3.17)***	0.226 (3.07)***	0.229 (3.11)***	0.232 (3.13)***	0.231 (3.16)***
老龄人口赡养率	-0.234 (-3.04)***	-0.178 (-2.27)**	-0.143 (-1.80)*	-0.136 (-1.69)*	-0.134 (-1.68)*
人口增长率	-0.755 (-1.77)*	-0.755 (-1.88)*	-0.727 (-1.80)*	-0.682 (-1.65)	-0.681 (-1.69)*
增长机会:					
相对人均收入 (滞后)	5.162 (3.33)***	6.693 (3.69)***	5.679 (3.06)***	5.622 (3.00)***	5.582 (3.03)***
人均GDP的增长 (滞后)	-0.135 (-1.89)*	-0.181 (-2.64)**	-0.173 (-2.58)**	-0.162 (-2.25)**	-0.167 (-2.59)**
<b>金融因素和政治结构</b>					
金融深度 (占GDP的百分比, 滞后)		0.839 (1.66)*	0.795 (1.58)	0.804 (1.59)	0.820 (1.64)
金融放开		-3.034 (-1.85)*	-2.699 (-1.64)	-2.719 (-1.65)	-2.743 (-1.68)*
资本账户开放程度		-0.278 (-1.49)	-0.239 (-1.24)	-0.233 (-1.20)	-0.229 (-1.25)
各种金融变量的联合显著性 (p值)		0.01**	0.04**	0.04**	0.03**
政治结构		-0.140 (-3.45)***	-0.145 (-3.55)***	-0.145 (-3.50)***	-0.146 (-3.54)***
<b>新兴欧洲因素</b>					
广义政府差额与新兴欧洲哑元的互动结果			-0.642 (-4.58)***	-0.108 (-0.28)	
金融放开与新兴欧洲哑元的互动结果			-4.739 (-0.82) <sup>2</sup>	-3.883 (-1.54)	-4.484 (-4.47)**
广义政府差额与加入欧盟进程的互动结果				-1.123 (-1.62)	-1.319 (-5.32)***
金融放开与加入欧盟进程的互动结果				-0.077 (-0.01)	
加入欧盟的进程				-1.182 (-0.09)	
<b>地区因素 (不明作用)</b>					
新兴欧洲哑元	-4.096 (-4.45)***	-3.515 (-3.94)***	0.074 (0.01) <sup>2</sup>		
亚洲金融危机变化	2.921 (3.66)***	2.352 (2.79)***	2.430 (2.90)***	2.479 (2.89)***	2.518 (3.03)***
观察值	215	215	215	215	215
调整后的R平方值	0.54	0.57	0.58	0.58	0.59

资料来源: 基金组织工作人员的计算。

1. 强健的t统计值列于括号之中; \*, \*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%水平上的显著性。所有回归均包括一个常量、一个金融中心哑元和固定时间的作用。回归以普通的最小二乘法进行估计。

2. 在1%水平上的联合显著性。

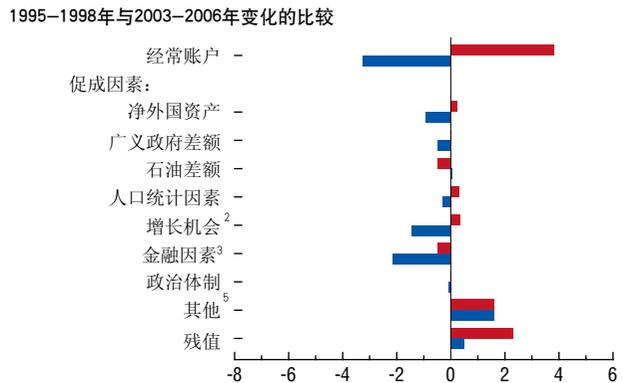
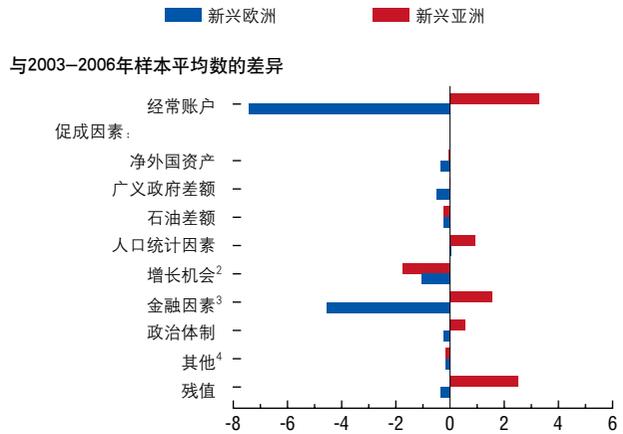
兴欧洲（出于数据质量原因；更多的细节见附录6.2）。<sup>16</sup> 这一分析首先采用一个标准的经常账户模型进行估计，然后用一组金融变量和一个政治结构衡量尺度来充实该模型。<sup>17</sup> 最后，分析纳入了影响新兴欧洲的特殊因素，以反映这些经济体的具体情况。<sup>18</sup>

这一标准模型总的来说与数据很匹配，但只能解释新兴亚洲和新兴欧洲经常账户差额形态的一小部分（表6.1“a”栏）。<sup>19</sup> 对于2003–2006年子期间的新兴亚洲，该模型预测，经常账户差额将低于样本平均值，幅度为GDP的1.4个百分点，而实际的经常账户差额比样本平均值高3.3个百分点。<sup>20</sup> 同样，在新兴欧洲，该模型预测经常账户差额仅略低于样本平均值，幅度为GDP的1.8个百分点，但2003–2006年子期间的实际经常账户差额低于样本平均值的幅度为GDP的7.4个百分点。

首选的模型纳入了金融因素和对新兴欧洲产生的具体作用，更加适合实际情况，对新兴欧洲尤其如此。<sup>21</sup> 根据首选模型（见表6.1“e”栏），促使新兴欧洲出现巨额逆差的主要因素是金融变量，在7.4个百分点的逆差（偏离样本平均值的幅度）当中占4.6个百分点（大约60%）（图6.9）。在这些变量中，国内金融放开的影响比其他因素

图6.9. 新兴亚洲和新兴欧洲经常账户差额的成因<sup>1</sup>  
(占GDP的百分比)

新兴欧洲经常账户逆差主要是金融因素促成的，而亚洲的顺差有很大一部分仍然无法用标准因素来解释。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

1. 上（下）图中每个变量的作用程度计算为所涉变量与样本平均数（变量为1995–1998年与2003–2006年的变化）的离差乘以表6.1“e”栏该变量的回归系数。关于地区构成部分中的国家，见附录6.2。

2. 增长机会的作用程度是相对人均收入和人均GDP增长率所起作用之和。

3. 金融因素的作用程度是金融放开、资本账户开放程度和金融深度所起作用之和。

4. “其他”是一个代表金融中心的哑元所起的作用。

5. “其他”是固定时间效应所起的作用。

16. 由于并非总是能够得到所有国家在所有子期间的变量，这个样本组是不平衡的。

17. 政治结构指数是取自 Polity IV 项目的“Polity2”变量（Marshall、Jagers 和 Gurr，2004 年）。该变量覆盖若干方面的因素，包括是否存在机构和程序，来使公民能够表达关于改变政策和领导人的切实愿望，以及是否存在体制化的措施来限制行政部门对权力的行使。

18. 首先，自从经济互助委员会（COMECON）解体以来，其大多数成员国开始了加入欧盟的进程，包括增强宏观经济稳定和改进政策。因此，朝加入欧盟方向取得的进展会使这些国家享有获得外国资本的特权渠道。其次，由于经互会的解体导致资本存量的大幅度贬值，而同时又有受过良好教育的劳动力，新兴欧洲的投资需求可能特别庞大。

19. 危机后新兴亚洲和新兴欧洲的哑元仍然很庞大，且具有高度显著性。

20. 这个计算是以表 6.1 “e” 栏中的最后模型为基础，汇总了各个标准结构性因素所起的作用。

21. 1997–1998 年危机之后的新兴亚洲仍有一个庞大和具有统计显著性的哑元。

大得多。<sup>22</sup> 增长机会(定义为通过初期的低人均收入水平和近期的高增长表现来实现趋同的范围)为逆差增添了另一个百分点。其他次要因素包括低水平的净外国资产、财政差额和负石油差额。在把欧洲的特殊效应(见下文)考虑在内之后,整个地区未得到解释的残值不到半个百分点。

在新兴亚洲,分析发现结构性因素有助于提高经常账户差额,但是其影响被其他因素(特别是高增长机会)所抵消。因此,仍有75%的经常账户顺差得不到解释。有助于出现经常账户顺差的结构性因素包括缺乏金融放开、人口较年轻和政治结构指数的低数值,这三个因素的作用分别为1.6个、0.9个和0.6个点。这些因素的影响为以下因素所部分抵消:高增长机会,使经常账户差额降低1.8个点;负石油差额(以及一系列其他次要因素)。

对经常账户的逐渐变化进行的分解显示出类似的情况:金融放开和增长机会是新兴欧洲经常账户逆差不断增加的主要原因,但是,新兴亚洲经常账户顺差的增加仍然基本上得不到解释。对这两个地区而言,世界其他地区的事态发展都有助于提高经常账户差额。

### 新兴欧洲的特殊因素

在新兴欧洲发挥作用的是哪些特殊因素?为了探讨这个问题,首选模型允许针对新兴欧洲使用不同的回归系数,从而把新兴欧洲哑元减少到零(见表6.1“c”栏)。主要的与众不同的影响来自财政差额和金融放开。首先,我们发现,在新兴欧洲,金融放开对经常账户差额产生的影响要比在样本的其他地区明显得多。因此,金融放开在助长新兴欧洲经常账户逆差方面发挥的巨大作用既反映出金融放开的程度较高,也反映出特定程度的金融放开对经常账户产生的影响较为显著。其次,政府盈余虽然提高了整个样本的经常账户差额

22. 国内金融放开的效应还反映了取消对外资的进入壁垒的影响。资本账户的高度开放还降低了经常账户差额,新兴欧洲较低的金融发展水平也起到这一作用(假定,通过遏制储蓄)。然而,这另外两个效应的量值很小。

(虽然从统计意义上讲作用并不大),但是降低了新兴欧洲的经常账户差额。

之所以出现这些与众不同的影响,一个可能的解释是加入欧盟的进程,新兴欧洲的大多数国家都在本国与前苏联的贸易纽带断裂之后开始了这个进程。<sup>23</sup> 西欧在该地区拥有的银行众多而且仍在不断增加,反映出加入欧盟是促成金融放开的主要因素之一。在加入欧盟方面取得的进展还包括更为严格的财政纪律,这是马斯特里赫特标准之一,通过显示更强的宏观经济稳定性和更好的政策,使得这些国家能够通过优惠渠道获得外国资本。为了检验这个假设,我们制定了一个尺度来衡量加入欧盟的程度,办法是为正式加入欧盟的进程的不同阶段设定分数,这些阶段包括:申请加入欧盟、开始加入欧盟的谈判、加入欧盟、加入第二阶段汇率机制(ERM II)和采用欧元。

通过使政府差额变量与衡量在加入欧盟方面所取得进展的尺度进行互动,得出的结果支持这一解释:有关国家越接近加入欧盟(这使得与新兴欧洲简单哑元之间的互动失去显著性),财政盈余对经常账户的负影响就越强(见表6.1“d”栏)。较小的政府赤字使外国投资者对加入欧盟方面的进展感到有信心,并随着加入欧盟进程的推进而降低了风险溢价。<sup>24</sup> 波罗的海地区和东南欧的经济体改善了财政状况,而中欧的财政状况则有所恶化,前者与后者之间不同的财政表现是促使新兴欧洲内部出现不同经常账户状况的一个主要原因(图6.10)。<sup>25</sup>

与此形成对照的是,金融放开对新兴欧洲经常账户差额产生的不同影响与关于加入欧洲的体制衡量尺度没有直接关系。然而,有一些证据显示,外国银行的大举进入(这是这些国家内金融放开

23. Herrmann 和 Winkler (2008年)讨论了欧洲经济一体化对新兴欧洲经常账户逆差发挥的作用。该文作者与本文的分析一样,指出了导致他们所谓的“趋同俱乐部”现象的地区特有影响。

24. 另一个可能的解释是,财政差额对外国资本流入所助长的经济繁荣作出顺周期反应,这种反应在新兴欧洲可能特别大。

25. 然而,由于在新兴欧洲的各个次地区出现彼此相对立的财政发展,这个因素不是促成新兴欧洲总逆差状况的一个主要因素。

进程的一个特点) 可能对经常账户产生了较为显著的影响, 原因是外国银行可能带来更多的外国资本, 而且更广泛地讲, 可能有助于改善获得外国资本的机会 (见附录 6.2)。<sup>26</sup>

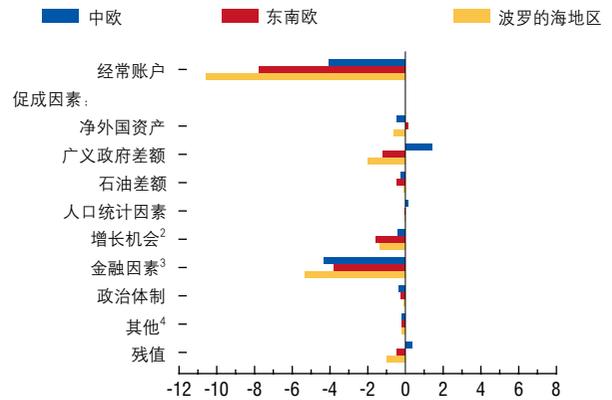
### 新兴亚洲经常账户顺差中残值的成因

这个模型在采用结构性因素, 特别是采用国内金融放开来解释新兴欧洲的经常账户逆差方面取得了某些成功, 但是, 即使在用金融变量充实了标准结构性因素之后, 新兴亚洲在危机后的顺差仍然基本上得不到解释。<sup>27</sup> 在新兴亚洲内部, 大多数结构性因素, 包括增长机会、金融放开、政治体制和人口构成, 对各个次地区的经常账户差额产生的影响是相似的, 尽管对中国经常账户差额的影响大一些 (见图 6.10)。然而, 亚洲小龙 (包括韩国) 的很大一部分经常账户顺差无法用结构性因素来解释, 中国的顺差在较小的程度上也是如此。人们在解释新兴亚洲的巨额顺差时经常提到的一个因素是汇率的定值。一个关于实际有效汇率与预测水平之间的离差的衡量尺度显示, 自亚洲金融危机以来, 亚洲小龙和中国的汇率尽管在 2003 年之后经过了某些修正, 但与预测水平

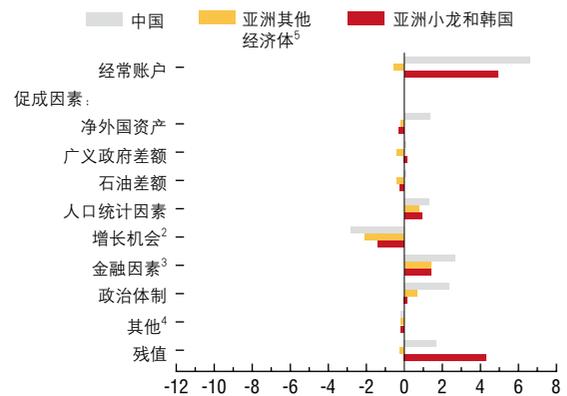
**图6.10. 经常账户差额的成因：按次地区划分的结果<sup>1</sup>**  
(占GDP的百分比, 与2003–2006年样本平均数的差异)

在新兴欧洲内部, 地区差别主要是财政表现的趋异促成的, 在新兴亚洲, 地区差别基本上无法用结构性因素来解释。

#### 新兴欧洲



#### 新兴亚洲



资料来源：基金组织工作人员的计算。

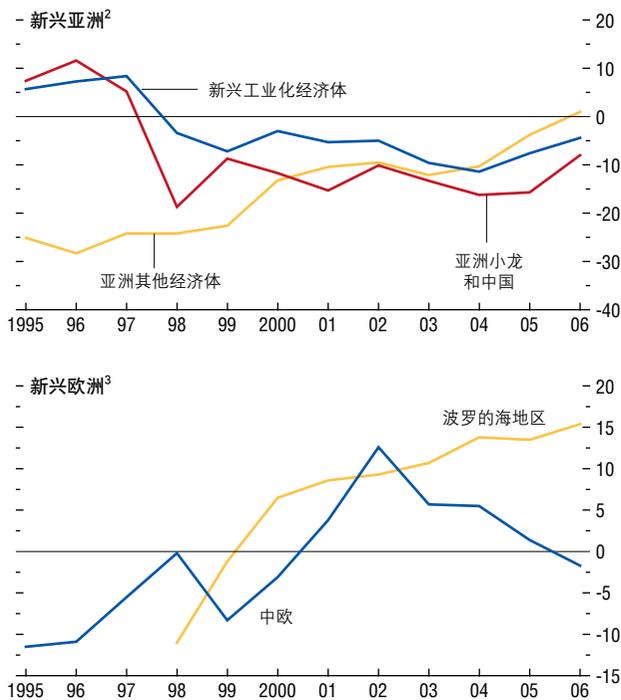
1. 每个变量的作用程度计算为所涉变量与样本平均数的离差乘以表6.1 “e” 栏中该变量的回归系数。关于地区构成部分中的国家, 见附录6.2。
2. 增长机会的作用程度是相对人均收入和人均GDP增长率所起作用的和。
3. 金融因素的作用程度是金融放开、资本账户开放程度和金融深度所起作用的和。
4. “其他” 是一个代表金融中心的哑元变量所起的作用。
5. 由于数据不可得, 不包括越南。

26. Abiad、Leigh 和 Mody (2007 年) 发现, 金融一体化在解释新兴欧洲的经常账户逆差方面发挥了重要作用。Herrmann 和 Winkler (2008 年) 还发现, 在解释新兴亚洲与新兴欧洲的经常账户差额之间的差别方面, 外国银行的存在是一个重要因素。Mihaljek (2007 年) 发现, 外国银行通过引进新产品、提高金融部门效率和加强风险管理, 在中欧和东欧经济体的信贷增长中发挥了重要作用。

27. 对更多的变量进行了检验, 但它们都不具备统计上的显著性。这些变量包括: 农业就业所占份额和农业生产率与其他经济部门之间的差异 (已考虑到新兴亚洲庞大的就业不足的劳动大军)、补贴和社会转移支付在 GDP 中所占的份额 (作为社会安全网的替代变量)、一个贸易条件指数和这个指数的标准差 (作为审慎储蓄的动机)、一个贸易开放程度衡量尺度、汇率机制和一个表明银行危机开始的变量。

图6.11. 与预测实际有效汇率的离差<sup>1</sup>  
(百分比)

与预测水平相比,近年来,新兴亚洲的汇率被低估,而新兴欧洲的汇率却被高估。最近,中欧的汇率水平又重新达到平衡,而波罗的海地区汇率对预测水平的偏离却有所增加。



资料来源:基金组织工作人员的计算。

1. 采用在基金组织汇率问题协调小组评估活动中制定的均衡实际汇率法(Lee等人,2008年)。

2. 新兴工业化经济体包括中国香港、韩国和新加坡。亚洲小龙包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。亚洲其他经济体包括印度和巴基斯坦。

3. 中欧包括捷克共和国、匈牙利、波兰和斯洛伐克共和国。得不到东南欧的可比数据。

相比仍然不断下降或者很低(图6.11)。<sup>28</sup> 另一方面,在同一期间的大部分时间,低收入亚洲国家的汇率很低,但是不断升值。人们提出了各种原因来解释低汇率和/或不断下降的汇率,例如出于审慎动机而积累庞大储备的愿望,亚洲金融危机之后,危机国家可能在一段时间内有这种愿望;人们提出的另一个原因是以出口为基础的增长模式(Aizenman,2006年,2007年;Becker等人,2007年;Cheung和Qian,2007年;Jeanne,2007年)。<sup>29</sup>

经常账户差额在考虑到结构性因素之后仍未得到解释的组成部分与汇率偏离预测水平的离差之间有着明显的负相关关系,显示低汇率与较高的经常账户差额有关(图6.12)。<sup>30</sup> 储备存量(积累储备的愿望的替代变量)与经常账户差额之间也有正相关关系,但这种关系较弱。一个简单的回归分析(本文未显示)确认,税率与预测水平之间的离差以及(在较低程度上)高储备存量使未得到解释的新兴亚洲经常账户顺差减少了一半,使其降至大约相当于GDP的1个百分点。

然而,这样的简单回归分析就因果关系所得出的结果并不可靠,原因是汇率偏离预测值的离差并不是真正外生的,而是与经常账户一道被测

28. 实际有效汇率离差是以均衡实际汇率法为基础,这个方法为基金组织汇率问题协调小组在其评估工作中制订的。这个离差是对以消费者价格指数为基础的实际有效汇率进行的回归分析所计算得出的残值。该回归分析采用了以下变量:可贸易品和不可贸易品之间的生产率差别(已考虑到Balassa-Samuelson效应)、其他影响相对价格的因素(政府消费、贸易限制指数、价格控制措施和初级商品的贸易条件)和净外国资产(见Lee等人,2008年)。使用均衡实际汇率法得出的残值的好处是,这个方法不同于以数量为基础来衡量与均衡值之间的离差的尺度,不使用关于经常账户规模的信息。

29. Cheung和Qian(2007年)发现,新兴亚洲为了竞争而积累储备,目的是防止汇率升值,从而失去竞争力。该作者通过控制常规变量而得出的估计结果是,一个国家的国际储备每增加1美元,该国所在地区其他国家的国际储备将增加大约0.6美元。Zhang(即将发表)提出,中国经常账户差额的增加,特别是公司储蓄的增加,部分反映了由于期待人民币升值而出现的虚假的资本流入(通过多开出口发票)。

30. 经常账户与GDP比率的半弹性同有关国家的贸易开放程度成比例(Lee等人,2008年)。因此,在研究中分析了汇率离差衡量结果同进出口之和(根据中间货物贸易进行调整)与GDP的比率之间的互动。

定。因此，难以辨别新兴亚洲的低汇率或不断下降的汇率倒底是有意的政策行动造成，还是不明基本要素所产生的外生结果，这些不明要素没有被纳入经常账户模型，但是对经常账户和汇率都产生影响。难以获得关于汇率政策的外生衡量尺度。

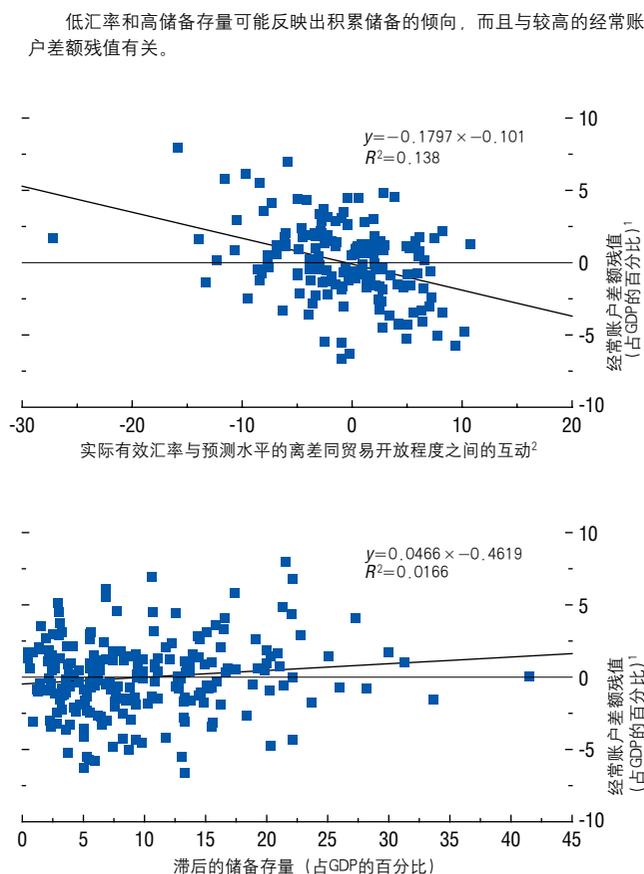
## 经常账户失衡的可持续性

新兴欧洲和新兴亚洲庞大和持久的经常账户失衡引起以下两个问题：这些失衡能够持续多长时间？它们可能突然结束还是可能平稳地结束？新兴欧洲的经常账户逆差可以基本上用结构性变量和金融变量来解释，但这并不意味着逆差可以无限期地持续下去。新兴欧洲金融部门的迅速开放不仅加快了获得资本的速度，而且助长了信贷繁荣，伴随而来的风险是资金被输送到生产率较低的用途（Duenwald、Gueorguiev 和 Schaechter，2005 年；Rioja 和 Valev，2004 年）。本章指明和分析了一系列出现巨额持续顺差和逆差的历史时期，以便从中吸取经验教训，来了解新兴欧洲和新兴亚洲当前的失衡持续下去的可能性。<sup>31</sup>

巨额持续的经常账户失衡的定义是，经常账户逆差或顺差至少三年超过 GDP 的 3%，条件是在此期间不出现任何大规模的逆转。<sup>32</sup> 根据这个标准，在 1960–2007 年出现了 69 个逆差时期和 15 个顺差时期，其中 1990–2005 年的发生频率较高（图 6.13；附录 6.2 列出所有失衡时期）。有意思的是，尽管新兴欧洲的绝大多数经常账户逆差都符合巨额和持续失衡的条件，但是在亚洲金融危机之后，只有马来西亚和中国符合巨额持续顺

图6.12. 经常账户差额残值、实际有效汇率与预测水平的离差和储备存量

(占GDP的百分比，除非另有注明)



资料来源：基金组织《国际收支统计》；基金组织《国际金融统计》；Lee等人（2008年）；基金组织工作人员的计算。

1. 经常账户差额残值指的是在考虑到结构性因素之后无法解释的经常账户差额，以表6.1“e”栏中的回归为依据。

2. 贸易开放程度是用出口和进口之和（进行了调整，已考虑到中间产品贸易）与GDP的比率来衡量。

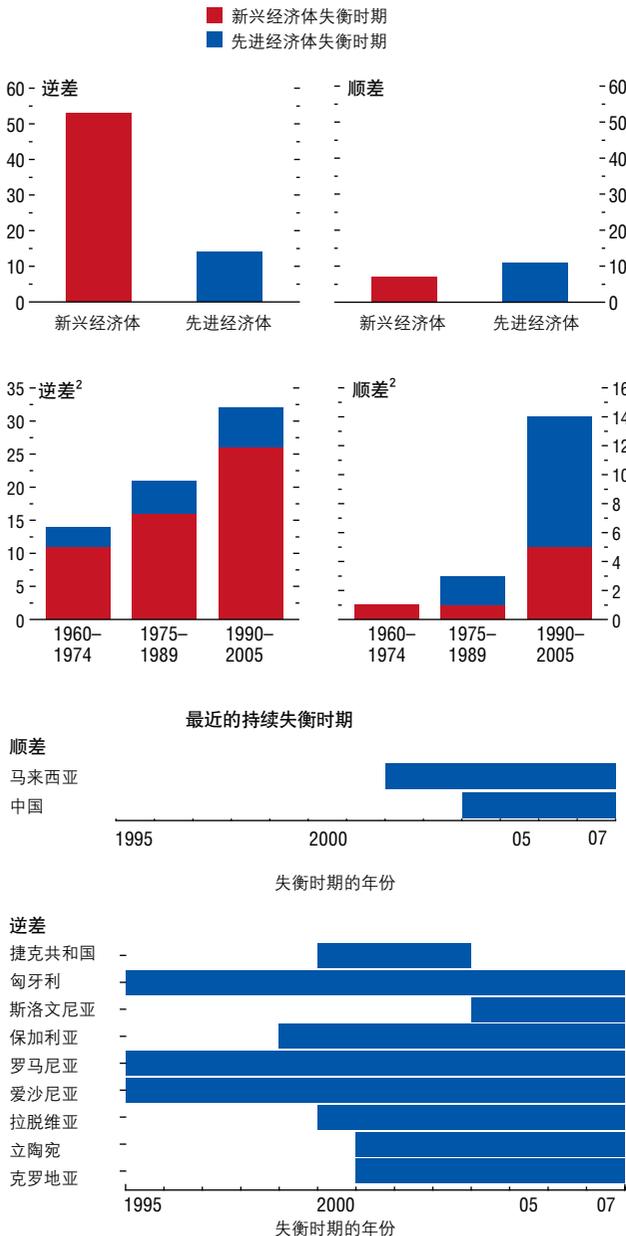
31. 关于新兴经济体经常账户失衡的持续时间的实证研究很少。Edwards（2007年）报告说，巨额经常账户顺差显示出很低的持续性。Aizenman 和 Sun（2008年）发现，经常账户逆差的持续时间与逆差的相对规模成反比。

32. 附录 6.2 详细介绍了这个方法，其中采用了 2007 年 4 月期《世界经济展望》第三章制定的计算方法。这个标准类似于在文献中用来界定大规模逆转的标准（例如，见 Freund 和 Warnock，2005 年）。

图6.13. 持续的巨额经常账户逆差和顺差时期, 1960—2007年<sup>1</sup>

(时期数目, 除非另有注明)

新兴经济体的失衡时期大多数是逆差时期, 它们自20世纪90年代以来变得更加常见。



资料来源: 基金组织《国际收支统计》; 基金组织工作人员的估计。

1. 持续的巨额逆差和顺差时期的定义是, 经常账户差额至少连续三年超过GDP的3%, 在所涉时期内没有出现2007年4月期《世界经济展望》第三章所定义的任何重大调整 (无论是改善还是恶化)。

2. 失衡时期的开始年份。

差的标准。<sup>33</sup> 对逆差时期又作了进一步区分, 标准是它们是否突然消除, 从而突然结束, 其特点是, 经常账户在失衡时期结束之后一年内的改善幅度达到GDP的4个百分点。<sup>34</sup> 在完整的逆差时期中, 大约三分之一是突然结束。

中国和马来西亚的顺差时期与历史上的典型情况不一致。庞大和持续的经常账户顺差时期很少, 仅占有持续失衡时期的四分之一, 而且主要发生在发达经济体。早先的研究还发现, 顺差时期很少发生突然调整(Edwards, 2007年)。<sup>35</sup> 因此, 本节的区域部分将集中讨论逆差时期, 因为它们是最常见的庞大和持续的失衡时期, 数量远远超过其他时期, 在新兴经济体尤其如此。<sup>36</sup>

新兴欧洲正在经历的逆差时期由于其持续时间和规模而与众不同(图6.14)。平均而言, 新兴欧洲的经常账户逆差持续时间为九年半, 比其他新兴经济体的长大约三年, 而且这些逆差时期大多仍在持续。有意思的是, 历史证据显示, 持续较长的逆差不一定比较短的逆差缺乏深度(新兴欧洲各国目前的逆差时期明显符合这种格局); 这些逆差时期突然结束的可能性也不比其他类型的时期大。<sup>37</sup> 这可能反映出这一事实: 持续的逆差也可能是经济实力的表现, 反映出大量的投资机会或生产率的提高, 这些情况吸引更多外国资本流入, 最终将导致失衡状态平稳的消除。<sup>38</sup>

持续时间分析的生存函数明确显示了失衡时期持续时间的地区差别(图6.15), 该函数采用

33. 在某些新兴工业化经济体也发现了巨额持续的顺差。然而, 这些经济体不再被视为新兴经济体。新加坡和中国香港特别行政区由于是金融中心, 所以有所不同。

34. 相似的定义见Edwards (2007年)。

35. 2007年4月期《世界经济展望》第三章发现, 先进经济体和新兴经济体出现的顺差逆转情况与GDP的加速增长和实际汇率的升值有关。

36. 这个格局符合关于资本大量顺势流入增长机会较大的国家的观点, 也符合文献中最近的研究结果(见2007年4月期《世界经济展望》和Edwards, 2007年)。

37. 这个分析结果可经受各种调整规模的检验, 无论使用GDP的2%还是3%作为阈值来确定突然的调整。

38. 另一个可能导致失衡时期的持续时间与深度之间存在正相关关系的原因是, 对外举债的时期如果比较长, 一般会削弱净外国资产头寸, 进而对经常账户的净收入部分产生负影响。见Lane和Milesi-Feretti (2007年)。

Kaplan-Meier 生存曲线估计法对观察结果进行统计分析，估计出巨额逆差在特定时间内持续的可能性。新兴欧洲的曲线较为平缓（左上图），显示巨额逆差持续下去的可能性较大，从而意味着其持续时间将超过其他地区。<sup>39</sup> 如果比较不同分组和不同特点的生存曲线，显示如果一个经济体的期初净外国资产头寸很高、资本账户较为开放、人均收入较低和 GDP 增长率较高，其逆差的持续时间也比较长。显示汇率制度类型对逆差持续时间产生影响的直接证据看来很少。

对失衡持续时间进行的较为正式的分析显示，增长机会、资本账户开放、金融体系放开和期初的高水平净外国资产是解释新兴欧洲逆差持续时间的重要因素（表 6.2；详见附录 6.2）。<sup>40</sup> 导致这些经济体的逆差规模较大的基本上是一样的因素（见图 6.9 和图 6.10）。较高的增长机会的衡量尺度是期初的低人均收入水平和在逆差时期观察到的高增长率。这种情况提供了生产率较高的投资机会，从而倾向于延长有关经济体获得外国资本的机会。资本账户的开放使得外国资本更容易获得，而金融放开则可能改善资金中介，从而使得逆差更可持续。<sup>41</sup> 实证分析还显示，净出口如果对实际 GDP 增长率所起的作用很弱，一般会缩短失衡

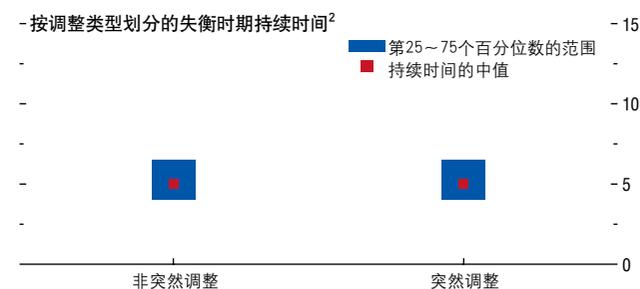
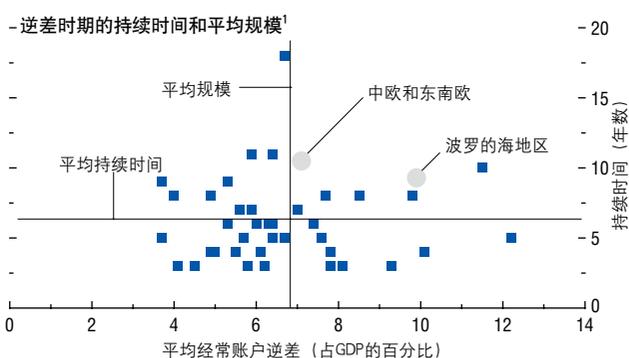
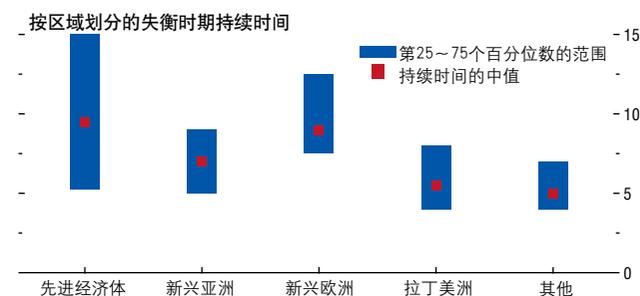
39. Berg、Ostry 和 Zettelmeyer（2008 年）使用了一个类似的实证方法，但目的是分析高速增长时期的持续时间和生存率。

40. 这个模型很准确地预测，新兴欧洲的失衡时期将持续较长时间，平均比其他新兴经济体长二至三年，这符合当前的观察结果。此外，一旦考虑到结构性因素，地区因素便不再重要（见表 6.2 “a” 栏和 “e” 栏）。回归分析确认，有关期间的经常账户逆差深度并不影响其持续时间。其他增加逆差持续时间的因素包括：先进经济体的经济活动速度慢，从而释放出更多的资本流入新兴经济体；政治体制指数的评分较高。

41. 有三个值得注意的因素与巨额逆差的持续时间没有实证的相关关系：（1）经常账户逆差在失衡时期内的深度，尽管较低的外债偿还义务（用平均净收入差额衡量）会加强继续借取外债的能力；（2）资本流入的类型，特别是外国直接投资流入的平均规模；（3）汇率制度的类型（固定汇率还是灵活汇率），尽管后者有助于解释失衡时期的解除方式（下文将进一步讨论）。附录 6.2 详细说明了与国内金融放开有关的结果。

图 6.14. 巨额、持续的经常账户逆差的持续时间，1960—2007 年（年数）

新兴欧洲的失衡时期比其他新兴经济体的持续时间长。如果用平均经常账户逆差来衡量，较长时期的深度不逊于其他时期，其结束也并不更加突然。



资料来源：基金组织《国际收支统计》；基金组织工作人员的估计。

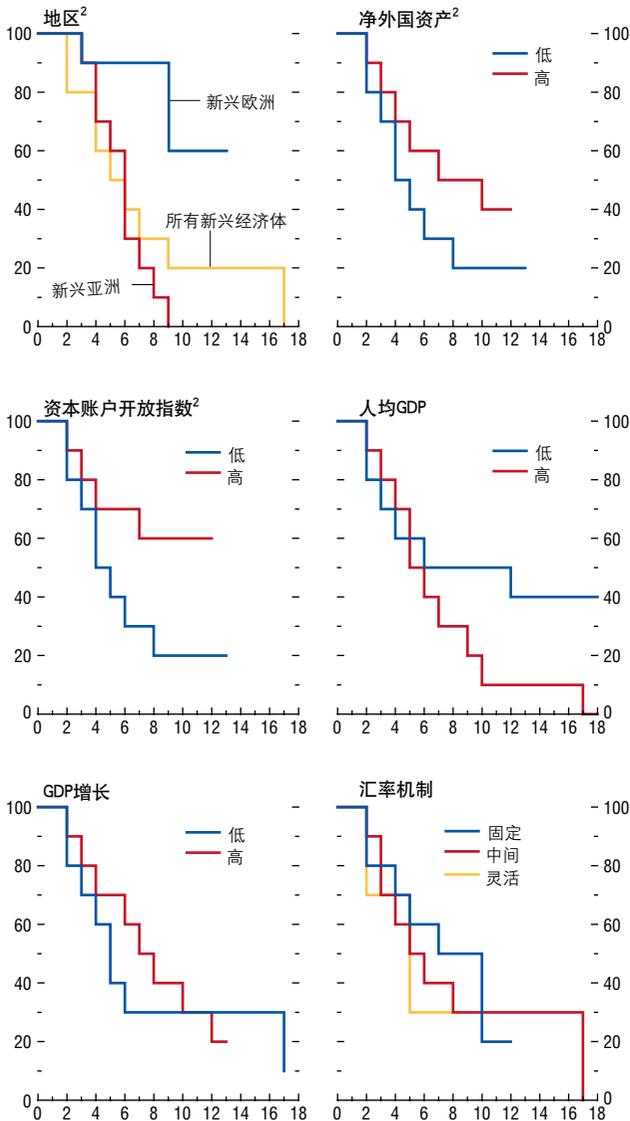
1. 样本仅包括新兴经济体内部完整的失衡时期。还列入了新兴欧洲的不完整时期以供比较。没有把逆差的持续时间和规模联系起来。

2. 突然调整的定义是，经常账户差额在失衡时期结束后一年内的改善幅度超过GDP的4%。

图6.15. 逆差时期的生存函数<sup>1</sup>

(X轴是年数, Y轴是百分比)

与长期对外举债(即高生存率)有关的主要因素包括高期初净外国资产头寸、资本账户开放和有利的增长机会。



资料来源: 基金组织工作人员的估计。

1. Kaplan-Meier生存函数估计。高水平 and 低水平是根据中值水平确定。
2. 生存函数中的差异的统计显著性水平为10%或以下(时序检验)。

的持续时间。<sup>42</sup>

可以使用估计出的模型和观察到的基本要素来预测新兴欧洲逆差时期的持续时间。预测显示, 这些逆差的持续时间大多数超过预期(图6.16)。<sup>43</sup> 由于新兴欧洲的大多数逆差时期仍在持续, 用来预测持续时间的规范所依据的参数不包括这些国家(见表6.2, “f” 栏); 这也保证使这些国家的具体特点不对分析结果起决定作用。根据预测, 爱沙尼亚、罗马尼亚和斯洛伐克共和国的失衡时期最长, 平均持续时间为8.9年。其余两个波罗的海国家(拉脱维亚和立陶宛)的逆差根据预测将持续7.8年, 但是保加利亚和匈牙利预测的持续时间却短很多(4.2年)。<sup>44</sup>

新兴欧洲经济体得以在持续的期间内吸引外国资本, 部分归功于初期条件有利(例如净外国资产水平与其他持续逆差时期相比很高)和大多数国家迅速开放资本账户。然而, 平均而言, 净出口对增长作出的贡献与其他新兴经济体的持续借债时期相比很低。这很可能与其中若干国家的强劲汇率有关, 也有可能反映出可贸易部门的生产率增长速度很慢, 因为有很大一部分投资进入非贸易部门(见图6.11)。<sup>45</sup> 在波罗的海地区和保加利亚出现了一些值得警觉的迹象, 预示生产率的增长速度已经放慢(尽管是从高水平放慢), 而且自2003年以来, 工业生产率的增长速度特别低(图6.17)。

通过扩展用来检查以前失衡时期是如何消除的实证模型, 显示波罗的海地区和保加利亚由于资本账户开放程度很高和实行固定汇率制度, 逆

42. 由于数据限制, 难以建立一个足够大的样本来直接检验实际汇率与预测值之间的离差所产生的影响。使用较小的样本取得的分析结果显示, 汇率如果定值过高, 一般会缩短逆差时期, 但是有关系数不具有统计上的显著性。

43. 金融全球化通过对外部资金的供应产生正面影响, 也可能促使逆差时期的持续时间超过预期。

44. 如果预测是在“样本内”进行, 即以包括新兴欧洲数据的估计模型为基础, 预期的逆差持续时间将大大增加, 波罗的海各国的逆差持续时间将翻一番。

45. 尽管交通、金融服务和公用事业部门的改善确实会提高生产率, 但有很多投资正进入不动产和零售业, 在这些行业中提高生产率的效益不那么清楚(Rahman, 2008年)。另见Bems和Schellekens(2007年)。

表6.2. 持续的巨额经常账户逆差的持续时间回归分析<sup>1</sup>

	仅考虑地区 因素 (a)	地区和标准 因素 (b)	地区、标准 和其他因素 (c)	地区、标准 和其他因素 (d)	包括标准和其他 因素的基线模型 (e)	包括标准和其他因 素，但不包括新兴 欧洲的基线模型 (f)
<b>标准变量</b>						
期初净外国资产（占GDP的百分比）		1.00 (-0.16)	0.98 (-1.02)	0.98 (-1.37)	0.98* (-1.79)	0.96** (-2.21)
期初人均GDP的对数		1.08 (0.16)	1.96 (1.13)	8.33*** (2.86)	3.13*** (2.74)	4.84*** (3.24)
平均经常账户差额		0.97 (-0.25)	1.03 (0.29)	1.09 (0.70)	1.17 (1.23)	1.02 (0.13)
平均净收入账户差额		0.67* (-1.89)	0.68* (-1.68)	0.74 (-1.60)	0.83 (-1.22)	0.83 (-1.01)
平均产出缺口（先进经济体）		1.01** (2.33)	1.01*** (3.18)	1.01*** (3.16)	1.02*** (4.07)	1.01*** (3.42)
<b>金融因素和政治体制<sup>2</sup></b>						
平均资本账户开放程度			0.62*** (-2.68)	0.52*** (-3.58)	0.58*** (-3.14)	0.47*** (-3.91)
平均政治体制			0.92** (-1.99)	0.93 (-1.61)	0.89*** (-2.90)	0.92** (-2.13)
<b>增长业绩因素</b>						
平均人均实际GDP增长				0.84 (-1.15)	0.77** (-2.11)	1.01 (0.11)
平均净出口增长所起的作用 <sup>3</sup>				0.58** (-2.99)	0.75* (-1.94)	0.67** (-2.51)
<b>地区因素</b>						
新兴欧洲 <sup>4</sup>	0.13* (-1.87)	0.07** (-2.26)	0.04** (-2.48)	0.13 (-1.41)		
新兴亚洲 <sup>4</sup>	2.72* (1.70)	2.34 (0.89)	0.9 (-0.09)	11.2 (1.58)		
拉丁美洲	2.35* (1.66)	1.28 (0.29)	0.57 (-0.53)	3.49 (0.96)		
其他新兴市场	5.49** (1.98)	6.13** (2.04)	2.03 (0.74)	4.52 (1.50)		
失衡时期数	48	48	48	48	48	49
失效次数	31	31	31	31	31	30
均方误差 <sup>5</sup>	22.3	12.7	14.4	6.8	7.3	3.3

资料来源：基金组织工作人员的计算。

1.注：t统计值列于括号之中；\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%水平上的显著性。平均值计算为整个逆差时期的平均值。Weibull回归法。各系数报告的是几率，其数值如果小于（大于）1，表示一个逆差时期的结束风险较低（较高），意味着持续逆差的时间会比较长（比较短）。

2.附录6.2探讨了国内金融部门放开的作用。

3.净出口增长所起作用的定义是，有关失衡时期内可归因于净出口差额变化的实际GDP的年增长率。

4.各地区所包括的国家见附录6.2的表6.4。

5.全部失衡时期当中的时期持续时间均方预测误差。

差突然结束的风险较高。<sup>46</sup> 这些国家强劲的汇率增加了它们的脆弱性，在波罗的海地区尤其如此。总的来讲，较为开放的资本账户与倾向于突然结

束的长期持续的逆差时期有关。固定汇率制度也与失衡时期的突然结束有关，但这样的时期一般比较短（详见附录6.2）。<sup>47</sup> 那些资本账户非常开放，逆差时期突然结束的国家包括马来西亚（1995

46.2007年4月期《世界经济展望》第三章讨论了经常账户逆转的决定因素和影响。这项分析发现，在发生经常账户逆转之前会出现正产出缺口，而且这些逆转对产出的增长带来各种不同的影响：收缩性逆转与贸易开放程度低和巨额期初逆差有关。相形之下，扩张性逆转会带来超过平均水平的总实际汇率贬值和储蓄率的增加（主要是公共储蓄率），从而使得投资率得以保持。

47.这一结果补充了最近关于不同汇率制度下经常账户失衡状态长期持续情况的实证分析结果。Chinn和Wei（2008年）发现，汇率制度与经常账户失衡持续时间之间没有任何直接联系。Ghosh、Terrones和Zettelmeyer（2008年）对这一分析结果提出了限定条件，报告说，庞大的逆转看来与固定汇率制度有相关关系。

年)，而泰国则在固定汇率制度下发生失衡时期的突然结束（1982年）。另一方面，政治体制指数的高数值与持续较长和结束较为平稳的失衡时期有关。

### 结论和所涉政策问题

各新兴经济体在经常账户失衡方面日益趋异导致了很多人讨论，涉及基本原因以及对增长和可持续性带来的影响。有人提出，新兴亚洲的巨额顺差可能意味着可以在不需要筹借巨额外国资本，因而无须面对与此相关的对外稳定脆弱性的情况下实现收入的趋同。相形之下，新兴欧洲长期借取外国资本的能力表明，资本顺势流动的标准增长模型仍在起作用。本章探讨了这些趋异趋势的原因，并评估了不断增加的经常账户失衡的可持续性。

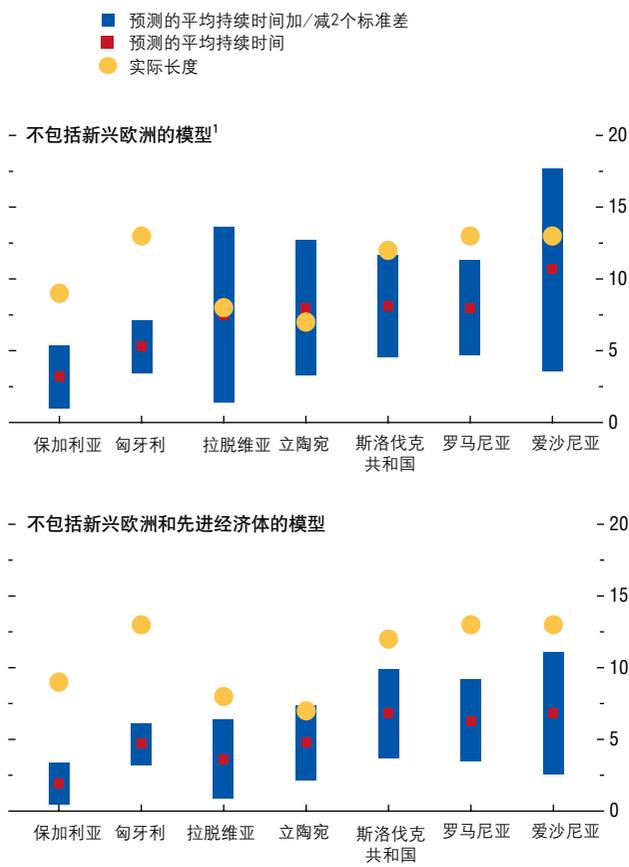
实证分析显示，结构性变化是促使各地区之间出现不同趋势的主要因素之一。在新兴欧洲，巨额经常账户逆差与国内金融市场的迅速放开和开放的资本账户有关，这些情况吸引了大量资本流入，促使外国银行拥有的资产迅速增加。加入欧盟的进程改善了经济和政策稳定的前景，从而也加强了外国资本的流动。

新兴亚洲各经济体的资本账户开放程度一般比较低，国内金融市场的放开也落后于其他地区。新兴亚洲的一些国家还有不同的政治体制和较为年轻的人口。这些因素，特别是缺乏金融放开，是促使该地区出现经常账户顺差的一个重要原因。这些国家的金融放开程度随着在今后提高，会有助于通过增加消费和增加对投资的外国融资来降低顺差。然而，在这些经济体的长期经常账户顺差中，仍有很大一部分得不到解释。一个可能的解释是，这些经济体的汇率定值过低。然而，难以清楚地确定，低汇率水平到底是反映了有意的政策行动，例如某些国家在亚洲金融危机之后试图积累高额国际储备，还是反映了在1997-1998年之后促使经常账户明确进入顺差时期的未查明的其他因素。

随着经常账户失衡增加，失衡时期的持续时

图6.16. 当前逆差时期的预测持续时间和实际长度 (年数)

根据一个以基本要素为基础的模型作出的预测，新兴欧洲当前的失衡时期看来很长，与其他新兴经济体的数据相比尤其如此。



资料来源：基金组织工作人员的估计。

1. 以表6.2的“f”栏为依据。

间也有所加长，引起了对失衡的可持续性的关注。不仅如此，庞大和持续的经常账户逆差时期的数目自20世纪90年代以来迅速增加，其中很多发生在新兴欧洲。促使逆差长期持续的主要经济因素包括有利的期初净外国资产水平、增长机会和开放的资本账户。相形之下，长期的顺差在新兴经济体中很少出现。

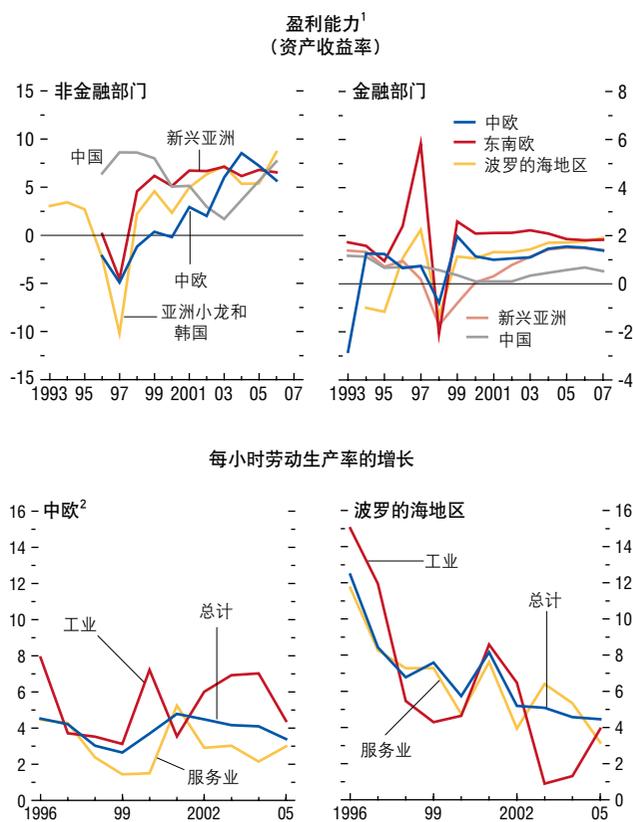
根据对历史格局的分析，新兴欧洲当前逆差的持续时间预计将超过其他地区，尽管其中的大多数逆差已经处于或超过了预期持续时间的上限。新兴欧洲经济体的长期逆差归因于这些经济体的基本特点，但这并不保证不会出现硬着陆。在实证分析中查明了导致逆差突然结束的风险因素，其中包括固定汇率制度和开放的资本账户，而很多上述经济体都有这样的特点。这些国家之所以选择实行固定汇率制度，动机可能包括很多因素，特别是加入欧元区的愿望，但是，它们在作出这样的选择之后，需要保护自己免于受外部脆弱性的侵害，为此保证具备灵活的产品和劳动力市场，建立强有力的金融管理和监督框架，并实行与国内和对外差额相一致的宏观经济政策（见基金组织，2007年）。

从外部脆弱性的角度看，新兴亚洲的巨额顺差可能较为安全。然而，考虑到储蓄和投资选择是在需要更加注重市场力量的金融体系和公司治理体系内作出，顺差也会导致消费在近期内低于所希望的水平，并降低资本分配的效率。<sup>48</sup> 如果逐渐恢复均衡汇率水平，将有助于消除这些担心，并帮助防止出现其他经济长期迅速增长而且投资率高的国家在生产率和增长方面受到的那种不利影响。与此同时，正如基金组织牵头的全球失衡问题多边磋商所强调的那样，如果制定出一套更为广泛的政策，将有助于修匀调整过程，包括恢复总需求的各个组成部分的平衡，并实现进一步的金融放开，从而既增进获得信贷的机会，又提高金融中介的质量。

48. 见2006年9月期《世界经济展望》专栏3.2和2007年4月期《世界经济展望》专栏2.3。

图6.17. 公司盈利能力和生产率增长  
(百分比)

新兴亚洲和新兴欧洲的公司盈利能力很强。然而，波罗的海地区的盈利能力增长速度显示出放慢的迹象。



资料来源：Brooks和Ueda（2005年，2008年7月更新）；格罗尼根增长和发展中心在2006年9月编制的60个行业数据库。

1. 中欧包括捷克共和国、匈牙利、波兰和斯洛伐克共和国。东南欧包括阿尔巴尼亚、保加利亚、克罗地亚、前南斯拉夫马其顿共和国和罗马尼亚。波罗的海地区包括爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛。新兴亚洲包括中国、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、巴基斯坦、菲律宾和泰国。亚洲小龙包括马来西亚、印度尼西亚、菲律宾和泰国。

2. 中欧包括捷克共和国、匈牙利、波兰、斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚。

## 附录 6.1. 变量的定义和数据来源

本附录的主要作者是 Stephan Danninger 和 Florence Jaumotte。

本附录更详细地说明了第六章使用的各种变量的编制方法和数据来源。附录中的分析是以 1980 年以来直到最近的年度数据为基础。所覆盖的国家在 2006 年的实际人均 GDP 水平均超过了 2,000 美元，人口至少为 200 万人，而且不包括石油输出国（以基金组织《世界经济展望》的定义为依据）。

### 国际收支数据

国际收支数据的主要来源是基金组织的《国际收支统计》，并用基金组织世界经济展望数据库以及 Lane 和 Milesi-Ferretti (2006 年) 建立的 External Wealth of Nations Mark II 数据库(使用其中的外国资产和负债存量数据) 中的数据予以补充。

### 储蓄和投资

储蓄和投资数据来自基金组织的世界经济展望数据库。按公共和私人构成部分细分的储蓄和投资来自联合国的国民账户统计数据库和基金组织的世界经济展望数据库。私人储蓄又进一步细分为公司和住户储蓄率，使用的数据来自联合国的国民账户统计数据库，并在必要时使用了 CEIC 亚洲数据库的数据。关于 2003 年之后中国公司和住户储蓄率的数据是以基金组织工作人员得出的估计数为依据。

### 标准决定因素

广义政府差额、石油差额（定义为石油出口与进口之间的差额）和实际人均 GDP 增长率来自基金组织的世界经济展望数据库，按不变购买力平价计算的人均产出则来自世界银行的世界发展指数。后者除以美国的人均产出水平，得出相对人

均收入数据。最后，人口增长率和老龄赡养率来自世界银行的世界发展指数。

## 其他因素

### 金融因素

金融深度的衡量尺度是存款货币银行和其他金融机构提供给私人部门的信贷与股票市场资本化总量之和除以 GDP。数据来源是 Beck、Demirgüç-Kunt 和 Levine (2000 年) 编制的金融结构数据库的 2007 年增订版。中国的数据是以基金组织工作人员得出的计算结果为依据。资本账户开放程度指数来自 Chinn 和 Ito (2006 年) 的增订版，依据是从基金组织《汇兑安排与汇兑限制年报》细分开列的资本账户和经常账户限制措施中摘取的主要内容。金融放开是一个把以下方面的信息综合在一起的指数：利率控制、信贷控制、竞争限制、国家所有权、银行监督和管理质量、鼓励债券和股票市场发展的政策、允许外国人进入本国股票市场的政策。这个指数来自 Abiad、Detragiache 和 Tressel (即将发表)。最后，有关外国银行的那部分数据来自 Claessens 等人 (2008 年)。一家银行如果至少有 50% 的股份在特定年度为外国人所持有（仅考虑直接所有），即被视为外国拥有的银行。

### 汇率

实际有效汇率与预测值之间的离差是以均衡实际汇率法为基础，这个方法是基金组织汇率问题协调小组在其评估工作中制订的。这个离差是对以消费者价格指数为基础的实际有效汇率进行的回归分析所计算得出的残值。该回归分析采用了以下变量：可贸易品和不可贸易品之间的生产率差别（所谓的 Balassa-Samuelson 效应）、其他影响相对价格的因素（政府消费、贸易限制指数、价格控制措施和初级商品的贸易条件）和净外国资产（见 Lee 等人，2008 年）。无法通过基金组织汇率问题协调小组的评估获得波罗的海各国的汇率离差衡量结果，因此，这些结果是工作人员采用类

似的方法得出的估计数。把汇率制度分为固定汇率、中间汇率和灵活汇率制度的办法成为“事实上的”基金组织汇率制度指数，这个办法由基金组织工作人员 Harald Anderson 提供。

### 政治因素

政治结构指数是取自 Polity IV 项目的“Polity2”变量 (Marshall、Jagers 和 Gurr, 2004 年)。该变量覆盖若干方面的因素，包括是否存在机构和程序，来使公民能够表达关于改变政策和领导人的切实愿望，以及是否存在体制化的措施来限制行政部门对权力的行使。

关于加入欧盟的衡量尺度反映出新兴欧洲各国 (和土耳其) 在加入进程的各个阶段，即申请加入欧盟、开始加入欧盟的谈判、加入欧盟、第二阶段汇率机制 (ERM II) 和采用欧元的进展情况。每个阶段的评分是 0.2 分；因此，最高分是 1 分。

### 脆弱性指标

非金融部门的盈利能力计算为按消费价格指数调整的净收益加利息支出与去年资产的比率。金融部门的盈利能力是扣除非常项目和纳税之前的收益相当于总资产的百分比。数据来自 Brooks 和 Ueda (2005 年) 的 2008 年 7 月增订版，其依据是 Worldscope 和 Datastream 数据库中的数据。

关于波罗的海和中欧国家的工业、服务业和总体经济每小时劳动生产率增长速度的数据来自格罗尼根增长和发展中心在 2006 年 9 月编制的 60 个行业数据库。

### 事件研究：增长加速和经常账户的变化

为了在新兴欧洲的经常账户变化与过去增长加速时期的情况之间进行比较，根据 Hausmann、Pritchett 和 Rodrik (2005 年) 中提出的增长加速定义进行了一次事件研究分析。对事件的定义是增长开始加速，开始日期根据以下两个标准确定：

- 增长速度很快：每年  $g_{t,t+n} \geq 3.5\%$ ，其中  $g_{t,t+8} = \ln(y_{t+8}) - \ln(y_t)$  是时间  $t$  的八年期间内实

际人均 GDP 增长率；

- 增长加速： $\Delta(g_t) = (g_{t,t+8}) - (g_{t-8,t}) \geq 2.0\%$ ，其中  $\Delta(g_t)$  是增长率在时间  $t$  的变化。

增长一旦开始加速，将根据以下两个标准来确定加速何时结束：平均增长率下降到 2% 以下；在事件结束后的一年中，增长率下降到 3% 以下。

我们把这些标准适用于本章所用样本中的非石油输出新兴经济体和先进经济体，适用时期为 1960–2007 年。<sup>49</sup> 在所确定的总共 63 个时期中，我们排除了新兴欧洲的 10 个时期，原因是这些时期与比较国家的时期相重叠。另外 38 个时期由于数据限制而被排除，其中 29 个时期的开始日期是在 1970 年以前。因此，最后的编组由 15 个增长加速时期组成，所包括的下列国家是：喀麦隆、中国、智利、多米尼加共和国、埃及、芬兰、希腊、印度、印度尼西亚、爱尔兰、老挝人民民主共和国和葡萄牙。在所确定的加速开始之前，这些国家的平均增长率是 -1.1%。

## 附录 6.2. 计量经济学方法

本附录的主要作者是 Stephan Danninger 和 Florence Jaumotte。

本附录更加详细地介绍了在对经常账户差额的决定因素进行计量经济学分析时所依据的模型和使用该模型进行的估计。本附录还提出了一些更多的分析结果来说明各地区系数之间的异质性。最后，本附录提供了关于持续时间分析的技术细节。

### 经常账户差额的决定因素

实证分析所使用的模型把经常账户差额 (表示为 GDP 的百分比) 与一些标准决定因素和一系列新的因素联系起来。该分析使用了以下公式作为其规范：

49. 用于确定增长加速的算法由 Jeromin Zettelmeyer 和 Jean Salvati 慷慨提供。

$$\begin{aligned}
\frac{CA}{Y} = & \alpha_1 + \alpha_2 \left( \frac{NFA}{Y} \right) + \alpha_3 \left( \frac{GGB}{Y} \right) + \alpha_4 \left( \frac{NX_{oil}}{Y} \right) \\
& + \alpha_5 \left( \frac{Pop_{old}}{Pop_{wa}} \right) + \alpha_6 g_{pop} + \alpha_7 \left( \frac{y}{y_{US}} \right) + \alpha_8 (g_y) \\
& + \sum_k \beta_k X_k + \gamma_1 EE + \gamma_2 APC + \gamma_3 FC \\
& + \sum_t \delta_t + \varepsilon, \tag{1}
\end{aligned}$$

其中,  $CA$  是经常账户差额;  $Y$  是名义 GDP;  $NFA$  是净外国资产;  $GGB$  是广义政府差额;  $NX_{oil}$  是石油差额;  $Pop_{old}$  是 65 岁及以上人口;  $Pop_{wa}$  是工作年龄人口;  $g_{pop}$  是人口增长率;  $y$  是按不变购买力平价表示的人均 GDP;  $g_y$  是实际人均收入增长率;  $EE$  是一个把新兴欧洲的值定为 1, 把其他地区定为 0 的哑元;  $APC$  是一个从 1999 年 (亚洲金融危机以后的年份) 代表新兴亚洲的哑元, 数值定为 1;  $FC$  是一个代表金融中心的哑元, 数值定为 1;  $t$  表示固定时间的作用;  $X$  表示在若干阶段增加到标准模型中的一系列新因素 (见正文)。这些因素包括结构性变量 (金融深度、国内金融放开、资本账户开放程度) 和一个政治体制衡量尺度。

根据一些文献 (例如 Lee 等人, 2008 年) 中提到的做法, 在分析中把一些变量计算为与世界其他地区平均数之间的离差。这些变量是, 广义政府余额与 GDP 的比率、各种人口统计变量、人均 GDP 增长率和政治体制衡量尺度。对数据取四年的平均值, 以集中分析经常账户中期变化的决定因素。为了尽量减少内生性问题, 对净外国资产、人均相对收入和金融深度是在所考虑的四年期间的前一年衡量; 对实际人均 GDP 增长率是在当前四年期间的前一个四年期间衡量。各公式不包括固定国家的作用, 并保留了横截面数据, 以便使用这些数据来解释国家之间的差异。在公式中纳入了固定时间的作用, 以反映在特定年度内对所有国家产生相似影响的变化 (例如储蓄和投资总差额)。在模型的估计中使用了普通最小平方和不受异方差性干扰的标准误差。<sup>50</sup>

50. 在分析中纳入了资本账户与 GDP 比率, 以之作为一个解释性变量来控制资本转移分类当中随着时间的推移发生的变化, 而分析结果仍然可靠。

可适用回归分析中采用的所有变量的国家样本包括 58 个先进经济体和新兴经济体, 其中 21 个是先进经济体, 37 个新兴经济体。根据可以得到的数据, 纳入了下列国家:

- 先进经济体: 澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、日本、荷兰、新西兰、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国。
- 新兴经济体: 阿根廷、玻利维亚、巴西、保加利亚、智利、中国、哥伦比亚、哥斯达黎加、捷克共和国、埃及、萨尔瓦多、爱沙尼亚、格鲁吉亚、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、牙买加、约旦、韩国、拉脱维亚、立陶宛、马来西亚、墨西哥、摩洛哥、巴基斯坦、巴拉圭、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、南非、斯里兰卡、泰国、突尼斯、土耳其和乌拉圭。估计结果见正文。

### 更多结果: 地区间的异质性

这个实证分析为了反映新兴欧洲的特殊情况, 允许对这组国家采用与样本中其他国家不同的系数, 并对这些系数进行了检验。分析扩大了公式 (1), 已把其中每个变量与一个为新兴欧洲国家设置的哑元之间的互动项包括在内。关于新兴欧洲哑元与所有互动项都是零 (即各个变量对新兴欧洲和对样本中其他国家产生相似的作用) 的假设无法被否定, 但涉及广义政府差额和国内金融放开的互动项除外。<sup>51</sup>

虽然正文显示, 可以把财政差额的不同作用直接归因于加入欧盟的进程, 但本节将提供更多的证据来说明金融放开产生不同作用的原因。金融放开对新兴欧洲经常账户的消极影响要比对样本中其他国家的消极影响强得多。这很可能反映出外国银行在新兴欧洲的存在要强大得多。使用 Claessens 等人 (2008 年) 所列现有的关于外国银行所占份额的数据 (样本规模缩小到 77 个观察结果), 可以找到支持这个假设的更多证据。如果把国内金融放开 (与新兴欧洲哑元互动) 与外国银

51. 这个检验的  $p$  值是 11%。

表6.3. 关于在新兴欧洲内出现不同作用的解释

	整个样本	有限样本	加上外国银行的存在	
	(a)	(b)	(c)	(d)
<b>金融因素和政治体制</b>				
金融深度 (占GDP的百分比, 滞后)	0.82 (1.64)	0.217 (0.27)	0.207 (0.25)	0.186 (0.21)
金融放开	-2.743 (-1.68)*	-3.757 (-0.64)	-3.823 (-0.64)	-6.186 (-1.17)
资本账户开放程度	-0.229 (-1.25)	-0.435 (-1.07)	-0.444 (-1.11)	-0.423 (-1.05)
各种金融变量的联合显著性 ( $p$ 值)	0.03**	0.23	0.22	0.1
政治体制	-0.146 (-3.54)***	-0.033 (-0.36)	-0.03 (-0.32)	-0.038 (-0.39)
<b>新兴欧洲因素</b>				
广义政府差额与新兴欧洲哑元的互动结果	-1.319 (-5.32)***	-1.348 (-3.43)***	-1.371 (-3.33)***	-1.443 (-3.35)***
金融放开与新兴欧洲哑元的互动结果	-4.484 (-4.47)***	-3.533 (-1.85)*	-3.287 (-1.35)	
外国银行所占份额			-0.476 (-0.26)	-3.128 (-2.27)**
<b>地区因素 (不明作用)</b>				
亚洲金融危机变化	2.518 (3.03)***	4.2 (3.21)***	4.192 (3.19)***	4.509 (3.76)***
观察值	215	77	77	77
调整后的 $R$ 平方值	0.59	0.66	0.65	0.64

资料来源：基金组织工作人员的计算。

注：强健的 $t$ 统计值列于括号之中；\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%水平上的显著性。所有回归均对以下变量进行了控制：净外国资产、广义政府差额、石油差额、老龄人口赡养率、人口增长、相对人均收入、人均GDP增长、一个金融中心哑元、一个常量和固定时间效应。回归用普通的最小二乘法估计。地区的细分见图6.1的脚注1和脚注2。

行所占份额结合起来输入分析公式，前者支配后者，但是，如果单独输入外国银行所占份额，其系数的量值和显著性与国内金融放开（与新兴欧洲哑元互动）的相似（表6.3“c”栏和“d”栏）。这提供的证据在一定程度上支持这一观点：外国银行在新兴欧洲的较强大存在可能促进了国内金融放开对经常账户的较大影响。

### 持续时间分析和经常账户失衡

本节较详细地说明了确定庞大和持续经常账户失衡的办法，并介绍了计量经济学方法以及正文所述持续时间分析取得的更多结果。

确定庞大和持续经常账户失衡的方法是以2007年4月期《世界经济展望》第三章制订的方法为基础。在本章，巨额经常账户失衡时期的阈值是相当于GDP的3%或更高的逆差或顺差，持

续时间至少3年，而且在此期间不发生任何经常账户逆转。<sup>52</sup> 后一条标准保证了在开始任何大幅度调整时把该日期定为失衡时期的结束日期，无论当时的失衡是否达到阈值，即GDP的3%。表6.4列出所有符合这些标准的庞大和持续的经常账户失衡时期。

### 持续时间分析

进行了一次持续时间分析，以便把不同的基本决定因素与经常账户失衡的持续时间联系起来。由于持续顺差时期很少，这次分析仅限于逆差。

通过实证方法编制了一个失衡时期持续时间的风险率模型，危险率等于根据一个假设的决定因素集，该时期在下一个期间结束的条件概率，给

<sup>52</sup> 2007年4月期《世界经济展望》附录3.1介绍了用来确定经常账户逆转和持续失衡的方法。

表6.4. 持续的巨额经常账户失衡时期清单

国家	开始年度	结束年度	持续年数	平均经常账户差额 (占GDP的百分比)	国家	开始年度	结束年度	持续年数	平均经常账户差额 (占GDP的百分比)
逆差时期					新兴经济体(续)				
<b>先进经济体</b>					逆差时期(续)				
美国	1999	2007	9	-4.8	以色列	1978	1982	5	-5.7
丹麦	1979	1986	8	-3.7	埃及	1970	1975	6	-5.3
挪威	1974	1977	4	-8.8	斯里兰卡	1986	1994	9	-5.3
加拿大	1989	1993	5	-3.7	印度尼西亚	1967	1971	5	-3.7
希腊	1979	1985	7	-4.6	韩国	1965	1974	10	-11.5
希腊	1996	2007	12	-6.8	马来西亚	1991	1995	5	-6.4
爱尔兰	1969	1981	13	-6.2	巴基斯坦	1988	1996	9	-3.7
葡萄牙	1996	2007	12	-8.0	菲律宾	1976	1982	7	-5.6
西班牙	1974	1976	3	-3.8	新加坡	1977	1980	4	-7.8
西班牙	1990	1992	3	-3.5	泰国	1977	1981	5	-6.4
西班牙	2000	2007	8	-5.8	泰国	1990	1996	7	-7.0
澳大利亚	1981	2007	27	-4.6	突尼斯	1980	1984	5	-6.7
新西兰	1979	1984	6	-6.4	阿尔巴尼亚	1999	2007	9	-6.6
新西兰	1992	2007	16	-5.4	保加利亚	1999	2007	9	-9.1
<b>新兴经济体</b>					捷克共和国	2000	2003	4	-5.5
玻利维亚	1983	1987	5	-7.6	斯洛伐克共和国	1996	2007	12	-7.3
玻利维亚	1990	1992	3	-6.2	爱沙尼亚	1995	2007	13	-9.6
玻利维亚	1995	1998	4	-6.1	拉脱维亚	2000	2007	8	-12.2
巴西	1971	1974	4	-4.9	匈牙利	1995	2007	13	-6.5
巴西	1977	1982	6	-6.4	立陶宛	2001	2007	7	-7.9
巴西	1999	2001	3	-4.1	克罗地亚	2001	2007	7	-6.7
智利	1981	1984	4	-10.1	前南斯拉夫马其顿 共和国	1994	2004	11	-5.9
智利	1996	1998	3	-4.5	罗马尼亚	1995	2007	13	-6.3
哥斯达黎加	1967	1974	8	-8.5	顺差时期				
哥斯达黎加	1977	1981	5	-12.2	<b>先进经济体</b>				
哥斯达黎加	1987	1989	3	-5.8	比利时	2001	2007	7	3.5
哥斯达黎加	1997	2007	11	-4.5	丹麦	2001	2007	7	2.8
多米尼加共和国	1967	1973	7	-5.9	荷兰	1988	1997	10	4.1
多米尼加共和国	1978	1980	3	-7.8	荷兰	2001	2007	7	5.7
萨尔瓦多	2003	2007	5	-4.8	挪威	1991	1997	7	4.3
危地马拉	1987	1990	4	-5.0	挪威	2001	2007	7	14.7
危地马拉	1996	2007	12	-5.3	瑞典	1999	2007	9	5.4
洪都拉斯	1975	1980	6	-7.4	瑞士	1984	2007	24	8.3
洪都拉斯	1991	1996	6	-6.3	日本	1991	2007	17	2.9
洪都拉斯	1999	2007	9	-3.9	芬兰	2005	2007	3	4.3
墨西哥	1974	1981	8	-4.0	<b>新兴经济体</b>				
巴拿马	1997	1999	3	-8.1	阿根廷	2004	2007	4	2.8
巴拿马	2003	2007	5	-5.6	埃及	2004	2007	4	3.2
巴拉圭	1967	1974	8	-9.8	中国香港	1967	1975	9	11.9
巴拉圭	1977	1987	11	-6.4	中国香港	1985	1989	5	7.4
秘鲁	1990	1995	6	-6.0	马来西亚	2002	2007	6	12.7
牙买加	1967	1984	18	-6.7	新加坡	1998	2007	10	20.2
牙买加	2002	2007	6	-11.0	纳米比亚	1993	2007	15	5.7
以色列	1962	1964	3	-9.3	中国	2002	2007	6	6.1
以色列	1968	1975	8	-7.7					

资料来源：基金组织工作人员的计算。

注：根据2007年4月期《世界经济展望》附录3.1所述方法，庞大和持续失衡的定义是，经常账户失衡至少连续三年超过GDP的3%。

表6.5. 持续时间分析与国内金融部门放开

	标准因素和其 他因素 (a)	标准因素和其 其他因素 (b)	标准因素和其 其他因素 (c)
<b>标准因素</b>			
净金融资产期初水平 (占GDP的百分比)	0.97* (-1.80)	0.97* (-1.92)	0.97* (-1.90)
期初人均GDP的对数	2.44** (2.12)	3.47*** (2.65)	3.19** (2.36)
平均经常账户差额	1.16 (1.47)	1.22 (1.53)	1.11 (0.76)
平均净收入账户差额	0.96 (-0.26)	0.9 (-0.62)	0.8 (-1.19)
平均产出缺口(先进经 济体)	1.01*** (2.92)	1.01*** (3.66)	1.01*** (3.47)
<b>金融因素和政治体制</b>			
平均国内金融部门放开 程度	0.03*** (-3.35)	0.26 (-1.02)	2.61 (0.59)
国内金融部门放开的变 化			0.02*** (-2.59)
平均资本账户开放程度		0.63** (-2.18)	0.48** (-2.85)
平均政治体制		0.92** (-2.16)	0.92** (-1.98)
<b>增长业绩因素</b>			
平均实际人均GDP增长	0.9 (-0.90)	0.83 (-1.39)	1.00 (0.01)
平均实际出口增长	0.81 (-1.34)	0.78 (-1.58)	0.76* (-1.69)
观察值	43	43	43

资料来源：基金组织工作人员的计算。

注：Z统计值列于括号之中；\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%水平上的显著性。平均值计算为整个逆差时期的平均值。变化计算为有关时期开始和结束时的变量数值之间的平均差异。各系数报告的是几率，其数值如果小于（大于）1，表示一个时期的结束风险较低（较高），意味着失衡的时间会比较短（比较长）。

定了一组决定因素  $x$ ：

$$\lambda(t, x(t)) = \lim_{h \rightarrow 0} F(t \leq T < t+h | x) / h = f(t|x) / (1 - F(t|x(t))).$$

危险率的正式定义是，持续时间  $T$  的密度函数  $f(t|x)$  与生存函数  $1-F(t,x)$  的比率，在后者当中， $F(t,x)$  是函数  $T$  的累计分布。<sup>53</sup> 关于危险率的实证估计是以一个比例危险率模型为基础：

$$\lambda(t, x(t)) = \exp(\beta x(t)) \lambda_0(t),$$

其中包括一个基线风险率的 Weibull 规范

53. 关于持续时间分析概念的详细说明见 Kiefer (1988 年) 和 Wooldridge (2002 年)。

表6.6. 持续时间分析与突然和非突然结束的风险

	标准模型 (a)	竞争风险模型	
		(b)	(c)
<b>共同风险因素</b>			
净金融资产期初水平(占GDP 的百分比)	0.98 (-1.38)	0.97** (-2.03)	0.98 (-1.10)
期初人均GDP的对数	2.16** (2.27)	2.48** (2.28)	2.14* (1.72)
平均净收入账户差额	0.85 (-1.19)	0.94 (-0.36)	0.81 (-1.12)
平均产出缺口(先进经济体)	1.01*** (4.22)	1.01*** (3.37)	1.01*** (3.11)
平均资本账户开放程度	0.66*** (-3.00)	0.80 (-1.42)	0.78 (-1.58)
平均政治体制	0.92** (-2.55)	0.88*** (-3.22)	0.89*** (-3.02)
平均实际人均GDP增长	0.84 (-1.62)	0.77*** (-2.85)	0.79** (-2.23)
平均实际出口增长	0.86 (-1.57)	0.93 (-0.51)	0.8 (-1.25)
平均汇率机制灵活性			3.50*** (2.70)
<b>突然结束的风险因素</b>			
净金融资产期初水平(占GDP 的百分比)		1.05** (2.19)	1.04 (1.54)
期初人均GDP的对数		0.37 (-1.04)	0.41 (-0.93)
平均净收入账户差额		0.64 (-1.21)	0.74 (-0.84)
平均产出缺口(先进经济体)		0.99 (-1.20)	0.99 (-1.41)
平均资本账户开放程度		0.39* (-1.79)	0.38* (-1.74)
平均政治体制		1.15* (1.65)	1.17 (1.52)
平均实际人均GDP增长率		1.58 (1.12)	1.54 (1.05)
平均实际出口增长率		0.84 (-0.71)	1.17 (0.41)
平均汇率机制灵活性			0.077* (-1.71)
观察值	96	96	96
逆差时期数目	48	48	48

资料来源：基金组织工作人员的计算。

注：Z统计值列于括号之中；\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%水平上的显著性。平均值计算为经常账户逆差时期的平均值。各系数报告的是几率，其数值如果小于（大于）1，表示一个时期的结束风险较低（较高）。

$\lambda_0 = pt^{p-1}$ 。参数  $p$  和  $\beta$  是通过最大似然法估计得出，决定着基线风险率函数  $\lambda_0$  的形状以及与决定因素  $x(t)$  相关的基线风险率的变化幅度。由于担心基本因素在失衡时期持续时间方面的内生性，

这个模型使用了不随时间改变的控制变量  $x$ 。<sup>54</sup>

这一实证分析是以 48 次庞大和持续的经常账户逆差为基础，其中既包括先进经济体（35%），也包括新兴经济体（65%）的逆差时期。主要的分析结果见正文。在分析中还探索了其他解释性变量和规范，例如在较高的人均收入水平上，资本账户开放程度将起更大作用，但模型的拟合性并没有因此得到提高。表 6.5 中列出的更多结果涉及国内金融放开对失衡时期的持续时间产生的影响，由于国家覆盖面缩小，这些影响没有包括在正文当中。分析显示，国内金融部门放开增加了一个时期的长度（“a” 栏），但是，一旦纳入关于政治体制和资本账户开放程度的衡量尺度，这个作用便消失了（“b” 栏）。然而，有证据显示，放开的速度增加了时期的长度（“c” 栏），但资本账户放开和政治体制变化的速度（表中没有显示）则并非如此。这一发现符合正文当中对面板回归结果的解释，其中强调了过去十年来国内金融部门放开对资本流入的巨大影响。

### 逆差时期和失衡的消除

为了探究持续逆差的持续时间与逆差消除之间的联系，使用表 6.2 的同一组决定因素对一个竞争风险模型进行了估计。实证规范采用了 Lunn 和 McNeil（1995 年）当中提出的一个方法，研究了不同的消除类型（突然结束和非突然结束）的风险率。这个模型假设，在每个时期都可以把消除风险分成两个辅助可分离风险，即突然消除和非突然消除风险。这个方法在基本决定因素与一个消除类型变量之间增加了一个互动项，从而能够按消除类型来估计风险率的差异。这个模型是通过一个半参数 Cox 比例风险模型来运行。

表 6.6 列出根据一个基线模型和两个竞争风险模型规范得出的估计结果。标准决定因素（“a” 栏）的系数与本章正文使用一个 Weibull 规范提出的系数（见表 6.2）相似。然而，应该注意，观察值的数目相当于原始的持续时间模型规范的两

倍，原因是把每个观测值输入了两次，以反映不同的（竞争的）风险效应。（b）栏和（c）栏列出的结果报告了一个常见基线风险率的风险率模型（表的上半部分）和突然结束风险的差异（表的下半部分）。互动作用规范意味着，突然结束的总风险率取决于直接作用和互动作用的总和。

大多数解释性变量没有显著的辅助风险因素（表的下半部分），因此不显示按消除类型划分的不同危机率。然而，确实发现净外国资产、资本账户开放程度和政治体制之间有显著的互动作用。<sup>55</sup> 如果把直接作用和互动作用结合在一起，分析结果显示，较为开放的资本账户引起的较长失衡时期突然结束的风险较大（表 6.6 “b” 栏）。关于净外国资产和政治体制的结果则与此不同，原因是直接作用和互动作用的符号相反。这意味着，这两个指标的较高值增加了非突然结束的失衡时期的长度，但是对突然结束的失衡时期没有任何影响。

在表 6.6 的“c” 栏列入了一个反映汇率制度灵活性的变量。这个变量对非突然结束的时期的直接作用呈负值，互动作用则呈正值，而且在抵消直接作用后仍绰绰有余。这意味着比较灵活的汇率制度会缩短非突然结束的失衡时期的长度，从而支持了认为灵活性缩短持续时间的观点，并意味着固定汇率制度有助于缩短结束较为突然的失衡时期。

### 参考文献

- Abiad, Abdul, Enrica Detragiache, and Thierry Tresselt, forthcoming, “A New Database of Financial Reforms,” Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Abiad, Abdul, Daniel Leigh, and Ashoka Mody, 2007, “International Finance and Income Convergence: Europe Is Different,” IMF Working Paper 07/64 (Washington: International Monetary Fund).
- Aizenman, Joshua, 2006, “International Reserves Management and the Current Account,” NBER Working Paper No. 12734 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2007, “Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture,” NBER Work-

54. 通过一个使用时变控制变量的规范进行了估计，产生的结果与本章正文所述结果相似。

55. 对净外国资产进行的一次直接作用和互动作用联合显著性检验没有通过。

- ing Paper No. 13277 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , and Yi Sun, 2008, “Globalization and the Sustainability of Large Current Account Imbalances: Size Matters,” NBER Working Paper No. 13734 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Aristovnik, Aleksander, 2006, “The Determinants and Excessiveness of Current Account Deficits in Eastern Europe and the Former Soviet Union,” William Davidson Institute Working Paper No. 827 (Ann Arbor, Michigan: University of Michigan).
- Ayden, B., forthcoming, “Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries,” Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Aziz, Jahangir, and Li Cui, 2007, “Explaining China’s Low Consumption: The Neglected Role of Household Income,” IMF Working Paper 07/181 (Washington: International Monetary Fund).
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, 2000, “A New Database on Financial Development and Structure,” *World Bank Economic Review*, Vol. 14, No. 3, pp. 597–605.
- Becker, Törbjörn, Olivier Jeanne, Paolo Mauro, Jonathan D. Ostry, and Romain Rancière, 2007, *Country Insurance: The Role of Domestic Policies*, IMF Occasional Paper No. 254 (Washington: International Monetary Fund).
- Bems, R., and I. de Carvalho Filho, forthcoming, “Savings and the Precautionary Motive for Exporters of Exhaustible Resources,” Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Bems, Rudolfs, and Philip Schellekens, 2007, “Finance and Convergence: What’s Ahead for Emerging Europe?” IMF Working Paper 07/244 (Washington: International Monetary Fund).
- Berg, Andrew, Jonathan D. Ostry, and Jeromin Zettelmeyer, 2008, “What Makes Growth Sustained?” IMF Working Paper 08/59 (Washington: International Monetary Fund).
- Bordo, Michael, Alberto Cavallo, and Christopher M. Meissner, 2007, “Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization, 1880–1913,” NBER Working Paper No. 13489 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Brooks, Robin, and Kenichi Ueda, 2005, “User Manual for the Corporate Vulnerability Utility” (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Catão, L.A.V., 2007, “Sudden Stops and Currency Drops: A Historical Look,” in *The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises*, National Bureau of Economic Research Conference Report, ed. by S. Edwards, G. Esquivel, and G. Márquez (Chicago: University of Chicago Press), pp. 243–89.
- Cheung, Y.-W., and X.W. Qian, 2007, “Hoarding of International Reserves: Mrs. Machlup’s Wardrobe and the Joneses,” CESifo Working Paper No. 2065 (Munich: Center for Economic Studies and Ifo Institute for Economic Research).
- Chinn, Menzie, and Hiro Ito, 2006, “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions,” *Journal of Development Economics*, Vol. 81 (October), pp. 163–92. Available from: [www.web.pdx.edu/~ito](http://www.web.pdx.edu/~ito).
- Chinn, Menzie D., and Eswar S. Prasad, 2003, “Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration,” *Journal of International Economics*, Vol. 59 (January), pp. 47–76.
- Chinn, Menzie, and Shang-Jin Wei, 2008, “A Faith-Based Initiative: Do We Really Know That a Flexible Exchange Rate Regime Facilitates Current Account Adjustment?” (unpublished; Madison, Wisconsin: University of Wisconsin). See [www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn\\_wei\\_ca.pdf](http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn_wei_ca.pdf).
- Claessens, Stijn, Neeltje Van Horen, Tugba Gurcanlar, and Joaquin Mercado Sapiain, 2008, “Foreign Bank Presence in Developing Countries 1995–2006: Data and Trends” (unpublished; Washington: World Bank, March).
- Clemens, Michael A., and Jeffrey G. Williamson, 2004, “Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870–1913,” *Economic Journal*, Vol. 114, No. 495, pp. 304–37.
- Duenwald, Christoph K., Nikolay Gueorguiev, and Andrea Schaechter, 2005, “Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine,” IMF Working Paper 05/128 (Washington: International Monetary Fund).
- Edwards, Sebastian, 2007, “On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances,” NBER Working Paper No. 12904 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Esteves, Rui Pedro, 2008, “Between Imperialism and Capitalism. European Capital Exports Before 1914” (unpublished; Oxford, United Kingdom: Oxford University).
- Freund, Caroline, and Frank Warnock, 2005, “Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, the Harder They Fall?” NBER Working Paper No. 11823 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ghosh, Atish R., and Jonathan D. Ostry, 1995, “The Current Account in Developing Countries: A Perspective from the Consumption-Smoothing Approach,” *World Bank Economic Review*, Vol. 9, No. 2, pp. 305–33.
- Ghosh, Atish R., Marco Terrones, and Jeromin Zettelmeyer, 2008, “Exchange Rate Regimes and External Adjustment: New Answers to an Old Debate” (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2007, “Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle,” CEPR Discussion Paper No. 6561 (London: Centre for Economic Policy Research, November).
- Gruber, Joseph W., and Steven B. Kamin, 2007, “Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26 (June), pp. 500–22.
- , 2008, “Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?” International Finance Discussion Paper No. 923 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, March).
- Hausmann, Ricardo, Lant Pritchett, and Dani Rodrik, 2005,

- “Growth Accelerations,” *Journal of Economic Growth*, Vol. 10 (December), pp. 303–29.
- Herrmann, Sabine, and Axel Jochem, 2005, “Determinants of Current Account Developments in Central and East European EU Member States—Consequences for the Enlargement of the Euro Area,” Economic Studies Discussion Paper No. 32 (Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank).
- Herrmann, Sabine, and Adalbert Winkler, 2008, “Real Convergence, Financial Markets, and the Current Account—Emerging Europe versus Emerging Asia,” ECB Occasional Paper No. 88 (Frankfurt am Main: European Central Bank, June).
- International Monetary Fund (IMF), 2007, *Euro Area: 2007, Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report No. 07/260 (Washington, July).
- Jeanne, Olivier, 2007, “International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?” *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, pp. 1–79.
- Kiefer, Nicholas M., 1988, “Economic Duration Data and Hazard Functions,” *Journal of Economic Literature*, Vol. 26 (June), pp. 646–79.
- Kozack, Julie, Douglas Laxton, and Krishna Srinivasan, forthcoming, “Macroeconomic Implications of Sovereign Wealth Funds,” Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, “A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits,” IMF Working Paper 07/202 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, forthcoming, “Systemic Banking Crises: A New Database,” Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004,” IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2007, “Europe and Global Imbalances,” IMF Working Paper 07/144 (Washington: International Monetary Fund).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: International Monetary Fund).
- López-Córdova, J. Ernesto, and Christopher M. Meissner, 2003, “Exchange Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era,” *American Economic Review*, Vol. 93 (March), pp. 344–53.
- Lucas, Robert, 1990, “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries?” *American Economic Review: Papers and Proceedings*, Vol. 80 (May), pp. 92–96.
- Lunn, Mary, and Don McNeil, 1995, “Applying Cox Regression to Competing Risks,” *Biometrics*, Vol. 51 (June), pp. 524–32.
- Marshall, Monty, Keith Jagers, and Ted Gurr, 2004, “Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2004,” Center for International Development and Conflict Management (College Park, Maryland: University of Maryland).
- Meissner, Christopher M., and Alan M. Taylor, 2006, “Losing our Marbles in the New Century? The Great Rebalancing in Historical Perspective,” in *Global Imbalances: As Giants Evolve*, Proceedings of the Federal Reserve Bank of Boston conference on Global Imbalances, Chatham, Massachusetts, June 14–16. Also appearing as NBER Working Paper No. 12580 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), and CEPR Discussion Paper No. 5917 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Mihaljek, Dubravko, 2007, “The Role of Housing Markets and Foreign-Owned Banks in the Credit Expansion in Central and Eastern Europe,” in *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?* ed. by Inci Ötker and Charles Enoch (Washington: International Monetary Fund).
- Mitchener, Kris J., and Marc Weidenmier, forthcoming, “Trade and Empire,” *Economic Journal*.
- Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, 2004, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- O’Rourke, Kevin, and Jeffrey Williamson, 1999, *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Ostry, Jonathan, 1997, “Current Account Imbalances in ASEAN Countries—Are They a Problem?” IMF Working Paper 97/51 (Washington: International Monetary Fund).
- Prasad, Eswar S., Raghuram G. Rajan, and Arvind Subramanian, 2007, “Foreign Capital and Economic Growth,” IZA Discussion Paper No. 3186 (Bonn: Institute for the Study of Labor).
- Rahman, Jesmin, 2008, “Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria,” IMF Working Paper 08/92 (Washington: International Monetary Fund).
- Rajan, Raghuram G., and Arvind Subramanian, 2005, “Aid and Growth: What Does the Cross-Country Evidence Really Show?” NBER Working Paper No. 11513 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Rioja, Felix, and Neven Valev, 2004, “Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development,” *Economic Inquiry*, Vol. 42 (January), pp. 127–40.
- Stone, Irving, 1999, *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865–1914* (New York: St. Martin’s Press).
- Thomas, Alun, Jun Il Kim, and Aqib Aslam, 2008, “Equilibrium Non-Oil Current Account Assessments for Oil Producing Countries,” IMF Working Paper 08/198 (Washington: International Monetary Fund).
- Warnock, Francis E., and Veronica Cacadac Warnock, 2006, “International Capital Flows and U.S. Interest Rates,” NBER Working Paper No. 12560 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Wooldridge, Jeffrey M., 2002, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Zhang, Zhiwei, forthcoming, “Dark Matters in China’s Current Account: Under-Recorded Profits for Foreign Investment,” Working Paper (unpublished; Hong Kong SAR: Hong Kong Monetary Authority).

以下是代理主席在 2008 年 9 月 19 日执行董事会讨论  
《世界经济展望》时所作的总结发言。<sup>1</sup>

## 全球前景与政策

执董们指出，经过四年扩张之后，世界经济正在减速，影响因素包括严重的金融危机、若干先进经济体房价下滑以及直至前几个月的初级产品价格大幅上涨。许多先进经济体已经进入衰退的边缘，新兴经济体的增长也普遍减速。展望未来，执董们认为，持续紧张的金融形势将抑制全球经济增长前景。由于信贷违约仍在增加，金融机构资本头寸所面临的压力依然很大。因此，去杠杆化这一必要过程将是困难和长久的，信贷供应将十分紧缺。执董们强调了全球前景中存在的 uncertainty 以及在预测增长放慢严重性方面存在的困难。然而，如果正在实施的诸多公共部门举措能成功地缓解金融市场压力并重新树立信心，随着初级产品价格冲击缓和和美国住房市场活动稳定，非金融公司部门仍然较稳健的资产负债表以及新兴经济体强劲的内需应支持全球经济在 2009 年早些时候开始恢复。

执董们指出，经济前景面临的不确定性异常严重，风险明显偏向下行。主要风险与金融市场状况可能进一步恶化以及资产负债表调整时间延长相关。执董们承认，最近几周发生的事件证明，金融危机尚未全面展开，还可能出现其他重大动荡。先进经济体中金融体系与实体部门发生负面反馈循环的风险已然增加，危机向新兴市场扩散的风险也上升。初级产品价格进一步显著下降，可能对若干新兴经济体初级产品出口国本已放慢

的经济增长构成下行风险。

执董们强调，在此关头，基于前景的不确定性以及金融市场动荡，政策制定者们面临复杂的挑战。首要的是，先进经济体的政策制定者们必须以协调一致的方式来应对金融市场压力，同时调整宏观经济政策，在支持经济增长与控制通胀之间寻求适当的平衡。金融当局应当继续将稳定金融形势作为当务之急，包括通过提供流动性以及在必要时进行迅速干预来预防系统性失灵，同时注意必须避免引发道德风险。关于货币政策，鉴于信贷状况紧张、失业担忧增加、工资增长减弱以及通胀预期依然很好地锁定，基金组织认为，在实际利率较高的先进经济体，仍存在放松银根的空间。然而，其他一些执董则主张采取谨慎的方法，指出存在近期通胀上涨产生第二轮效应的风险，而且确保很好地锁定通胀预期仍具有挑战性。在财政政策方面，执董们欢迎向一些经济体提供的及时支持。然而，他们重申了中期整顿的重要性，因此建议，视需要将采取的进一步的财政举措应限于解决金融问题。

伴随近期初级产品价格下跌和经济活动放慢，执董们预计新兴经济体和发展中经济体面临的基本通胀压力将减弱。这意味着，在越来越多的国家中，宏观经济政策态势可保持不变，如果前景进一步恶化，还可以放松。在其他经济体，许多执董认为，基本通货膨胀压力仍是一个问题。他们指出，这些经济体面临的第二轮效应风险比先进经济体更大，这是由于粮食和燃料在其消费篮子中所占比重更高以及剩余产能减少。因此，许多执董认为，其中若干国家的政策制定者应进一步收紧总的宏观经济政策态势。此外，执董还强调，

1. 2008 年 10 月 3 日，基金组织工作人员就《世界经济展望》修订向执董会作了非正式汇报，修订考虑了自 9 月 19 日执董会讨论之后全球金融市场和商品市场发生的变化。本总结发言反映了最新信息和之后举行的讨论。

在那些实行通胀目标制和灵活汇率管理的经济体，货币政策应在短期稳定方面发挥主导作用，同时承认，各国国情不同，开放的资本市场会带来特殊的挑战。他们承认那些汇率体制受到严格管理的国家所面临的挑战是，他们现在实际上正在从美国输入宽松的货币政策态势，同时仍经历强劲的增长和经常账户顺差。一些执董称，在有些情况下，更灵活的汇率有助于为调整货币状况提供更大的空间，并促进这些经济体的需求调整。其他几位执董强调，汇率机制的选择取决于更广泛的因素，在那些实行固定汇率制的国家，财政政策将不得不在减轻那些威胁钉住汇率可持续性的过剩需求压力方面发挥主导作用。少数执董认为，由于总体通胀近期可能缓和、全球经济增长放慢将减轻经济过热的担忧，因此可能没有必要进一步紧缩货币。

## 先进经济体

2008年上半年，先进经济体继续保持适度的增长步伐，但执董们认为，这些经济体下半年的增长将明显减速。鉴于金融市场形势十分动荡不定，大多数执董认为，在很长时期里，经济增长速度将非常低，2009年晚些时候将开始出现渐进的恢复。预计金融形势仍将严峻，但是，随着商品和住房价格逐渐稳定，私人消费和住房投资回升将支持经济恢复。执董们预计，随着未来几个月经济闲置生产能力增加，基本价格压力将得到控制。

基于此背景，执董们认为，在金融压力和房价继续修正的形势下，迄今为止，美国当局宽松的货币政策为经济提供了支持。如经济前景进一步恶化，不应排除进一步放松。同理，如经济进入恢复轨道，而且金融形势改善，则需略收紧宽松的态势。财政刺激一揽子也为经济活动提供了有益和及时的支持。然而，鉴于存在长期的财政挑战，视需要将采取的进一步的举措应重点为银行和住房部门提供支持以保持稳定。执董们欢迎近来干预政府资助企业的行动，认为这是确保人们继续获得住房融资的重要一步，但他们同时强调指出，

需在中期内对政府资助企业进行根本性改革。在更广义的层面上，执董们欢迎当局近来为有序解决目前危机所进行的其他努力，并继续提醒需控制道德风险。

执董们指出，西欧经济体的增长严重放慢。高企的油价和粮食价格让实际可支配收入缩水，同时日趋紧张的金融形势增加了住户抵押贷款的成本，并拖了投资的后腿。在一些国家，尤其是英国和西班牙，疲软的住房部门严重影响了经济活动。虽然欧洲银行以强势介入动荡，但其持有的与美国抵押贷款有关的资产发生了不同程度的损失，而且不同程度地受到信贷紧缩和信用质量下降的影响。同美国一样，金融机构受到近来事件的严重影响，其中一些机构需要公共部门救助。为恢复信心需进一步去杠杆化，鉴于此，执董们认为，严峻的信贷形势仍将持续一段时期。在较长的时期里，增长将继续疲软，随着信贷市场和商品价格稳定以及信心恢复，2009年晚些时候经济将逐步开始恢复。

由于经济活动将进一步放慢、通货膨胀预期继续得到良好控制以及风险溢价居高不下，许多执董认为，通货膨胀压力将在近期减退，从而将为放松货币政策提供空间。执董们强调了采用基于规则的政策的好处和在中期内进行整顿的必要性，同时鼓励严格遵守各国和欧洲联盟的财政政策框架，这些框架不主张提供财政一揽子刺激，除非下行风险变为现实。此外，在处理日益严峻的金融部门危机时，各国坚定承诺采取协调一致的行动对于金融市场的更有序恢复将大有助益。

执董们指出，日本经济的近期前景恶化。由于日本的银行对证券化产品的风险暴露程度较低，因此，与其他主要先进经济体相比，其金融条件紧缩的程度较低。但执董们认为，粮食和燃料价格居高不下以及外部增长减速均会对消费者和企业产生影响。大多数执董认为，考虑到经济减速和基本物价压力仍得到较好控制，应继续维持宽松的货币态势。就财政政策而言，由于人口迅速老龄化和公共债务上升，重中之重仍是中期整顿，当然，如果出现急剧下滑，则应允许自动稳定器发挥作用。

## 新兴经济体和发展中经济体

预计新兴亚洲经济体的增速将在近期放缓，但就大多数经济体而言，仍将接近趋势增长率。然而，执董们强调指出，由于金融市场困难加剧和贸易伙伴国减速比预期严重，增速更急剧下降的风险日益加大。另一方面，尽管商品价格近期回落，但由于一些国家的剩余产能基本消失，通货膨胀可能继续保持高位。因此，各国需根据本国不同的具体情况调整政策。大多数执董认为，实行严格管理汇率的国家采用更加灵活的汇率机制可为货币调整创造更大的空间，并将有助于全球失衡的调整。同时，执董们强调指出，调整全球失衡要求采取适当和相互补充的政策组合，不能单靠汇率调整。财政约束有助于减少通货膨胀担心，对于该地区大多数国家而言，继续整顿财政仍是重中之重。

执董们指出，拉丁美洲经济体面临经济活动减速、通货膨胀上升和金融形势动荡不定带来的综合挑战。虽然执董们承认该地区增长面临的下行风险基本来自外部因素，但他们认为若干国家的首要任务仍是抑制通货膨胀激增。虽然一些国家已经紧缩货币政策，尤其是采用通货膨胀目标制的国家，但一些实际利率逐步变为较大负值以及政策信誉正在遭到破坏的国家需采取更多的措施。在对贫困人口提供有针对性保护的同时，应允许国际油价和粮食价格上涨传导到国内市场。

执董们指出，在经历持续扩张之后，新兴欧洲的经济活动开始放慢，随着早些时候繁荣的消退，波罗的海国家正经历急剧的修正。一些有巨额经常账户逆差的国家可能对于资本流入逆转表现脆弱。控制通货膨胀压力仍令人关注，尤其是东南欧经济体。这突出表明，宏观经济政策需正确引导经济实体软着陆，审慎和监管政策需控制资产负债表的脆弱性。

在独联体国家，虽然一些国家的外部条件日益困难，但在有利的贸易条件和扩张性宏观经济政策的支持下，实际GDP继续保持强劲增长。执董们认为，该地区许多国家需采取更强有力的措施，以控制上升的通货膨胀压力和对付外部压力。

综合的对策要求同时紧缩货币政策和提高汇率灵活性，并辅之以审慎的财政态势。执董们强调指出，在长期内，该地区应继续提高经济的多元化程度，而不只是依赖初级商品，从而减少对商品价格变化的脆弱性。

在全球增速减缓面前，撒哈拉以南非洲显示出相当大的弹性，执董们深受鼓舞，但同时近来粮食和燃料价格激增对贫困人口的影响以及融资和投资流入步伐放慢的风险表示关注。该地区的石油出口国面临的挑战是管理商品价格上升带来的意外收获。在若干石油进口国，不利的贸易条件导致财政和对外状况恶化，它们需紧缩宏观经济政策，同时，增加捐助在帮助这些国家对付上涨的粮价中起了十分重要的作用。

执董们指出，在中东，高油价、改善的投资环境和政府支出增加支持石油出口国继续保持稳健的增长步伐。通货膨胀压力仍较高或大幅度提高。执董们建议将公共开支主要用于基础设施上，以解决供给瓶颈，另一些执董则告诫，考虑到上升的通货膨胀压力，可能需进一步控制经常性支出增长，以抵消私人需求的强劲增长。少数执董建议一些国家放弃钉住美元。同时，执董们强调指出，需继续加强宏观经济政策框架和推行对该地区的中期前景至关重要的结构性改革。金融部门改革对于金融体系的发展至关重要，良好的金融体系可以对高速和可持续的增长以及实施更独立的货币政策提供支持。

## 其他问题

关于金融市场危机，执董们强调指出，眼下的任务是保障金融体系稳定、通过重建资本基础恢复健康的资产负债表，同时提供流动性和进行必要的干预以防发生系统性失灵。执董们认为，这要求各方面采取协同行动。在较长时期内，需采取果断措施为金融中介奠定更稳定的基础，还需从近期动荡暴露的薄弱环节吸取教训。中心目标包括确保各机构进行更有效和更可靠的风险管理、开发新的证券化技术以改善激励，以及改善会计和评级体系以提高透明度。另一项重要任务是改

善风险管理和风险解决方法，包括澄清各官方机构的作用、加强存款保险制度、确保具备充分的干预工具，同时避免加剧道德风险。鉴于金融机构和市场国际化程度日益提高，在许多领域，尤其是在发现、管理和解决金融压力方面，跨国协作将至关重要。

执董们总体上认为，考虑在金融审慎框架中加入宏观经济因素是有益的，其目的是针对信用创造的内在顺周期性起制衡作用。许多执董还认为应考虑在货币政策框架中加入对付资产价格变化的“逆风而行”的机制。然而，许多其他执董指出，该机制涉及许多复杂的问题，对其潜在好处提出质疑。

执董们强调指出，联合的多边努力对于持续缓解商品和金融市场压力至关重要。许多执董赞同基金组织工作人员在第三章的分析意见，即没有坚实的证据表明投资者将商品作为替代性资产的兴趣增加或投机因素对商品价格产生系统性或持久的影响，当然，市场情绪变化可能对短期价格变化起了一定作用。然而，一些执董提出进一步的问题，并要求根据改进的数据作出更深入的分析。执董们认为，重点应是制定能够鼓励产生更强的供需反应的政策，从而改善市场平衡，同时避免在短期内加剧市场紧张。

执董们强调指出，2005年由国际货币与金

融委员会批准和在2006年和2007年全球失衡多边磋商中讨论的多边战略仍然有效，但应灵活实施。在此背景下，他们承认，与全球失衡有关的问题正在发生变化。美国的中期财政整顿仍是目标，但反周期的财政刺激措施和公共部门对住房部门的支持被认为能够缓解目前的下滑和起到稳定市场的作用。欧元区和日本应推进产品和市场改革，以提高其经济体的增长潜力。中国需在业已取得进展的基础上进一步促进内需，并继续对解决全球失衡作出贡献。鉴于吸收能力方面存在制约，中东石油出口国近来顺差增加是油价上涨的必然结果，迄今为止，顺差向进口国的回流情况良好。尽管如此，为资本流动创造一个良好和开放的环境至关重要，包括通过为主权财富基金制订一套良好做法。基金组织的分析表明，在主要货币汇率调整方面，取得了进一步（但不均衡）的进展。尽管美元近来有所升值，但其实际有效汇率更加接近中期经济基本面，这有助于美国经常账户逆差减少。然而，美元汇率调整主要是针对欧元，而不是主要的经常账户顺差国。此外，相对经济基本面，欧元的实际有效汇率仍被高估。执董们注意到工作人员的评估意见，即中国的汇率仍被大幅低估。在当前关头，抵制保护主义压力，消除多哈回合的障碍，并在多边贸易放开方面取得进展至关重要。

**统**计附录列示了历史数据和预测结果。它由五部分组成：假设、更新、数据和惯例、国家分类以及统计表格。

第一部分总结了 2008–2009 年的估计和预测以及 2010–2013 年中期预测方案中使用的假设条件。第二部分简要描述了数据库和统计表的变化情况。第三部分对数据以及计算国家分类构成所使用的惯例进行了综合描述。第四部分对《世界经济展望》中不同组别国家的分类进行了总结。

最后一节，也是本附录最主要的部分由统计表格组成。这些表格的数据以截至 2008 年 9 月底可获得的信息为依据编制。仅为方便起见，2008 年及以后年份的数据表示为与历史数据有相同精确度；由于这些数据为预测数，因此不能认为其有相同精确度。

## 假设

假定先进经济体的实际有效汇率保持在 2008 年 8 月 18 日至 9 月 15 日的平均水平不变。在这些假设条件下，2008 年和 2009 年美元 / 特别提款权的汇率分别为 1.596 和 1.567，美元 / 欧元的汇率分别为 1.52 和 1.50，日元 / 美元的汇率分别为 106.5 和 108.3。

假设 2008 年石油价格平均为 107.25 美元 / 桶，2009 年为 100.50 美元 / 桶。

假设各国当局现行的政策保持不变。专栏 A1 对先进经济体预测所基于的更具体的政策假设进行了描述。

关于利率，以伦敦银行间同业拆借利率 (LIBOR) 为基准，假定 2008 年 6 个月期美元存款平均利率为 3.2%，2009 年为 3.1%；2008 年 3 个月期欧元存款平均利率 4.8%，2009 年为 4.2%；2008 年的 6 个月期日元存款平均利率为

1.0%，2009 年为 1.2%。

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货币之间不可撤销的固定兑换率为：

1 欧元 =13.7603	奥地利先令
=40.3399	比利时法郎
=0.585274	塞浦路斯镑 <sup>1</sup>
=1.95583	德国马克
=5.94573	芬兰马克
=6.55957	法国法郎
=340.750	希腊德拉克马 <sup>2</sup>
=0.787564	爱尔兰镑
=1,936.27	意大利里拉
=40.3399	卢森堡法郎
=0.42930	马耳他里拉 <sup>3</sup>
=2.20371	荷兰盾
=200.482	葡萄牙埃斯库多
=239.640	斯洛文尼亚特拉斯 <sup>4</sup>
=166.386	西班牙比塞塔

于上述兑换率的具体确定方法，参见 1998 年 10 月期《世界经济展望》专栏 5.4。

## 最近更新

本期《世界经济展望》没有新的变化。

## 数据和惯例

来自 183 个国家的数据和预测构成《世界经济展望》(世界经济展望数据库)中的统计基础。基

1. 2008 年 1 月 1 日确定。  
2. 2001 年 1 月 1 日确定。  
3. 2008 年 1 月 1 日确定。  
4. 2007 年 1 月 1 日确定。

### 专栏 A1. 预测若干经济体时使用的经济政策假设

《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，并根据一国当局和工作人员之间关于宏观经济假设与预计财政执行结果的差异作出调整。中期财政预测考虑了被认为有可能实施的政策措施。当工作人员缺乏足够信息对一国当局的预算意图和政策实施前景作出评估时，如无特别说明，则假设该国结构性基本差额不变。对一些先进经济体遵循了如下的具体假设（也可见统计附录表 B5 ~ B7 中有关财政和结构差额数据）。<sup>1</sup>

**美国：**财政预测以美国政府 2009 财政年度预算和中期检查为依据。该预测未反映政府近来对金融市场的干预，而只是考虑了对国家资助企业提供的 250 亿美元（国会预算办公室 2008 年 7 月的估算）的支持。根据宏观经济预测的差异和工作人员的下列几点假设对财政预测进行了调整：(1) 根据国会预算办公室的分析，追加国防开支，(2) 可自由支配支出的增长以更慢的速度缩减，以及 (3) 2009 年之后继续实行可替代最低税收减免。预测还假设只是部分实现了拟议的医疗保健储蓄和不实行个人退休账户。

**日本：**中期财政预测假设广义政府收入和支出（不包括社会保障）按当前政府目标进行调整，以便在 2011 年之前实现基本预算平衡（不包括社会保障）。

**德国：**预测反映了 2007 年更新的稳定计划中宣布的措施。2008 年的预测包括因公司税改革和社会保障缴款（失业保险）率降低造成的

1. 产出缺口为实际产出减潜在产出占潜在产出的百分比。结构差额以潜在产出的百分比表示。结构预算差额为实际产出与潜在产出水平相等时的预算状况。由此，结构预算差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其他在预算差额中的非周期波动。结构预算差额的计算是基于基金组织工作人员对潜在国民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 I）。净债务被定义为总债务减广义政府的金融资产，后者还包括由社会保障体系持有的资产。对产出缺口和结构差额的估计受大量不确定性因素的影响。

收入损失。由于人口老龄化和尚未采取医疗保健改革措施，在中期内，医疗支出将加速提高。

**法国：**2008 年的财政预测是基于预算法和社会保障支出增长率将提高的假设（主要原因是医疗保健支出增长将高于预期）。中期预测反映了当局的官方税收收入预测，但在与政策不变假设一致的前提下，假设支出（减速将放缓）和非税收收入格局将有所变化。

**意大利：**2009 年的预测是基于基金组织工作人员对 2008 年 8 月通过的，并在 2009 年预算中体现的财政一揽子的评估。就 2010–2013 年而言，假设结构性基本差额将保持不变。

**英国：**中期收入预测与基金组织工作人员的宏观经济假设一致。支出预测假设，经过计划的（2008 年预算确定的）整顿之后，2012–2013 年之前，支出占 GDP 的比例将保持不变。

**加拿大：**预测采用了 2008 年联邦预算的基线预测和 2007 年的经济声明。针对与宏观经济预测的不同，工作人员对预测作出一些调整。工作人员预测还包含了加拿大统计局最近发布的大多数数据，包括截至 2008 年第一季度各省和全国的预算执行结果。

**澳大利亚：**截至 2011/12 财年的预测是基于 2008 年 5 月公布的预算。在预测期所剩余的时期内，基金组织工作人员假设政策保持不变。

**奥地利：**对 2008 年的预测是基于现行政策。在中期内，政策假设考虑已宣布的未来将采取的措施，包括被认为很可能实施的减税措施。

**比利时：**2008 年的预测是工作人员的估计，此估计是基于议会 2008 年 5 月投票通过的 2008 年预算，并根据宏观经济假设作出相应调整。2009 年的预测为工作人员的估计，此估计根据宏观经济假设进行了调整，并假设政策保持不变。

**巴西：**2008 年的财政预测是基于 2008 年

的预算指南法和当局近来发表的政策意向声明。对于未来年份,工作人员假设政策保持不变,公共投资将按当局的意向进一步增加。

中国:2008年的预测是基于基金组织工作人员的估计和前三个月的数据,并根据基金组织工作人员关于总预算差额的定义作了调整。2009—2013年,工作人员的预测假设支出,尤其是社会部门的支出将增加,赤字仍将基本保持在2008年的预计水平(约为GDP的1%)。

丹麦:根据最近的官方预算估计和基本预测,对2008年和2009年的预测进行了调整,还根据工作人员的宏观经济假设作出相应调整。2009—2013年的预测纳入之前中期财政计划的一些主要特征,该计划是当局提交欧洲联盟的2007年11月的趋同规划的一部分。预测暗示预算将从开始的盈余逐步转为接近平衡。这与当局在中期内消除产出缺口的预测是一致的,而且符合长期财政可持续性和减债的目标。

希腊:预测是基于2008年预算、最新的稳定计划及其他由政府提供的预测。

中国香港:2007—2010年的财政预测与当局在2007/08财年预算中提出的中期战略一致,2011—2013年的预测是基于基金组织工作人员对中期宏观经济状况的假设。

印度:对2007年的估计是基于预算执行结果的数据。对2008年及之后年份的预测是基于有关当局财政计划的现有信息,并根据基金组织工作人员的假设作出一些调整。

韩国:财政预测反映了2008年的预算和2009—2013年的五年期中期预算,并根据预算通过之后宣布的措施、工作人员的假设和宏观经济预测作出一些调整。

墨西哥:2008年的财政预测是基于当局的预算,并考虑了油价高于预算这一因素。对2009年及之后年份的预测是基于基金组织工作人员根据联邦政府财政责任法作出的计算,该法律要求传统定义的预算总体差额为零。

荷兰:财政预测是基于2007年的预算、最新“稳定计划”和当局提供的其他预测。

新西兰:截至2011/12财年的财政预测是基于2008年5月发布的2008年预算。对剩余的预测期间,基金组织工作人员假设政策保持不变。从2006/07财年开始,新西兰财政账户转而采用普遍认可的会计准则,没有可比较的历史数据。

葡萄牙:对2008—2010年的财政预测是基于2008年预算政策指导报告关于政策将保持不变的说明。预测还考虑了已出台改革(例如社会保障体系改革和公共部门管理改革)可能带来的节余。2011年之后,假设不会发生进一步的整顿,结构性基本差额将保持不变。

俄罗斯:财政预测是基于2008年的预算、当局对2009—2011年及之后年份的中期预算建议以及预算法典规定的联邦政府的非石油赤字上限。当局和基金组织工作人员对2009年及之后年份支出预测存在差异主要是因为所采用的实际GDP、通货膨胀和收入假设不同。

新加坡:对2007/08财年,支出预测是基于预算数字,收入预测是根据基金组织工作人员对新政策措施将造成影响的评估,包括提高商品和服务税等措施。在预测中期收入时假设财政储备的资本利得将包括在投资收入中。

西班牙:截至2010年的财政预测是基于2008年预算及在当局最新的《2007—2010年稳定计划》中列出的政策,并根据基金组织工作人员的宏观经济假设和最近发布的统计数字信息及官方通告作出调整。在随后几年中,假设政策保持不变。

瑞典:财政预测是基于2009年财政政策法案(2008年4月)中提供的信息,并根据最新财政数据和基金组织工作人员对宏观经济环境的看法作出调整。

瑞士:2008—2013年的预测是基于基金组织工作人员的计算,考虑了恢复联邦账户平衡

## 专栏 A.1 (续完)

和强化社会保障资金所需采取的措施。

货币政策假设是基于各国现有政策框架。在大多数情况下，这意味着在经济周期内不采取通融性的政策态势：当经济指标显示预期通货膨胀将高于可接受的水平或范围时，需提高官方利率；当经济指标显示预期通货膨胀不会超过可接受的水平或范围、预期产出增长低于潜在增长率，且经济中生产能力闲置很严

重时，则需降低官方利率。在此基础上，假设6个月期美元存款的伦敦银行间同业拆借利率(LIBOR) 2008年平均为3.2%，2009年平均为3.1% (见表1.1)。假设欧元3个月期存款利率2008年平均为4.8%，2009年为4.2%。假设日元6个月期存款利率2008年平均为1.0%，2009年为1.2%。

金组织的研究部和地区部共同负责维护这些数据，各地区部门定期以全球一致性假设为基础来更新国别预测。

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业务，目的是协调各国统计编制方法，包括分析框架、概念、定义、分类和编制经济统计时所用的评估程序。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。

全面修订标准化的《1993年国民账户体系》(SNA)、基金组织的《国际收支手册》(第五版)、《货币与金融统计手册》和《2001年政府财政统计手册》(GFSM, 2001年)代表了经济统计和分析标准方面的重要进展。<sup>1</sup> 基金组织积极参与了这些修订活动，尤其是《国际收支手册》、《货币与金融统计手册》和《政府财政统计手册》，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。当手册发布时，各国数据与新定义接轨的过程就真正开始了。但是，要做到完全一致，最终依赖各国统计编制人员提供修正后的国别数据，因而《世界经济展望》的估计仍只是部分地与这些手册一致。

由于最近在经济统计数据标准方面的进步，许多国家已经逐步淘汰了过去按“固定基年”计算实际宏观经济变量水平和增长的方法，并转为采用“链式加权”方法计算总量增长。最近在结构方面的剧烈变化使得这些国家修订测算实际GDP水平和增长的方式。采用“链式加权”方法计算总量增长(使用当前价格信息)可以消除新数据向上的偏差，<sup>2</sup> 从而更准确地测算GDP的增长。目前，阿尔巴尼亚、澳大利亚、奥地利、阿塞拜疆、比利时、保加利亚、加拿大、塞浦路斯、捷克共和国、丹麦、爱沙尼亚、欧元区、芬兰、法国、格鲁吉亚、德国、希腊、中国香港特别行政区、冰岛、爱尔兰、意大利、日本、哈萨克斯坦、立陶宛、卢森堡、马耳他、荷兰、新西兰、挪威、波兰、葡萄牙、俄罗斯、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国的实体宏观经济数据是基于链式加权方法。然而，以下年份以前的数据则基于未修订的国民账户，并有待将来修正：1996年(阿尔巴尼亚)、1994年(阿塞拜疆)、1995年(比利时)、2000年(保加利亚)、1995年(塞浦路斯)、1995年(捷克共和国)、2001年(爱沙尼亚)、1995年(欧元区)、1996年(格鲁吉亚)、1991年(德国)、2000年(希腊)、1990年(冰岛)、1995年(爱尔兰)、1994年(日本)、1994年(哈萨克斯坦)、1995年(卢森堡)、

1. 欧盟委员会、基金组织、经济合作与发展组织、联合国和世界银行，《1993年国民账户体系》(布鲁塞尔/卢森堡、纽约、巴黎和华盛顿，1993年)；基金组织《国际收支手册》(第五版)(华盛顿，1993年)；基金组织《货币与金融统计手册》(华盛顿，2000年)和基金组织《政府财政统计手册》(华盛顿，2001年)。

2. Charles Steindel, 1995年, “链式加权: 测算GDP的新方法”当前一期的《经济与金融》(纽约联邦储备银行), 第1卷(12月)。

2000年(马耳他)、1995年(波兰)、1995年(俄罗斯)、1995年(斯洛文尼亚)和1995年(西班牙)。

欧盟成员国采纳了一种统一的体系来编制国民账户,称为1995年《欧洲账户体系》(ESA)。自1995年开始的所有国民账户数据都根据新体系列示。各国当局正在对1995年以前的数据按新体系进行修订,但有些方面尚未完成。在这种情况下,基金组织对《世界经济展望》的历史数据进行了仔细调整,以避免数据序列的中断。然而,在各国统计机构对历史数据的修订全部完成之前,使用1995年以前的欧盟国民账户数据的用户应该特别谨慎。参见2000年5月期《世界经济展望》专栏1.2。

《世界经济展望》国家组的构成数据,或是各国数据加总或是加权平均值。除非另有说明,增长率的多年平均值表达为复合年变化率。<sup>3</sup>除了新兴市场和发展中国家组的通货膨胀及货币增长采用几何加权平均值外,其他数据均采用算术加权平均值。本书采用的惯例如下:

- 国家组的汇率、利率和货币总量增长率的数据构成按美元市场汇率(前三年的平均值)折算成的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数据构成,不管是增长率还是比率,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。<sup>4</sup>
- 与欧元区国家(除非另有说明,均指15个成员国)的国内经济相关的数据构成是使用GDP权重的各国来源数据的加总。年度数据没有按日历天数作调整。而1999年以前的数据,数据加总值采用1995年的欧洲货币单位

3. 实际GDP及构成、就业、人均GDP、通货膨胀、要素生产率、贸易和商品价格的计算是基于复合年变化率,失业率是基于简单的算术平均。

4. 见2004年4月期《世界经济展望》专栏A2对以购买力平价为基础的参数所作的总结和1993年5月期《世界经济展望》附录IV。另参见Anne-Marie Gulde和Marianne Schulze-Ghattas所撰写的“以世界经济展望权重为基础的购买力平价”一文,见*Staff Studies for the World Economic Outlook*(基金组织,1993年12月),第106~123页。

汇率计算。

- 失业率和就业增长的构成,以各国劳动力占国家组劳动力的比重加权计算。
- 有关外部经济构成的总和,是将单个国家的数据按照国际收支数据所指年份的平均市场汇率和年末非美元债务的市场汇率折算成美元相加所得。但对外贸易量和价格变化的合成数据是单个国家百分点变化的算术平均值,权数是以美元表示的进口或出口值占世界或国家组进口或出口总值(上年)的比重。

对中欧和东欧国家,以不可兑换货币(截至1990年)计算的对外交易量以隐含美元/卢布的兑换率折算成美元。该兑换率从各国本币对美元和卢布的汇率得来。

所有数据均是日历年度,但下列国家是财政年度:澳大利亚(7月/6月)、埃及(7月/6月)、海地(10月/9月)、伊朗伊斯兰共和国(4月/3月)、毛里求斯(7月/6月)、缅甸(4月/3月)、尼泊尔(7月/6月)、新西兰(7月/6月)、巴基斯坦(7月/6月)、萨摩亚(7月/6月)和汤加(7月/6月)。

## 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,新兴经济体和发展中经济体。<sup>5</sup>这种分类不是基于经济或其他严格的标准,分类会随着时间而演变,其目的是通过提供合理和有意义的数据结构以帮助分析。表A提供了《世界经济展望》这些标准组的概览,列出了每一组中的国家数,以及2007年各组的GDP(按购买力平价计算)、商品及服务出口总额和人口的比重。

有几个国家目前没有包括在分组中,原因或者是它们不是基金组织成员,其经济活动不受基金组织的监测;或者是其数据库尚未完全建成。由于数据的局限,国家组构成中不反映下列国家:阿

5. 这里“国家”一词并非在所有的情况下都是指国际法和国际事务中所理解的领土实体,它同时也包括了一些不是国家但单独和独立编制统计数据的领土实体。

**表A. 按《世界经济展望》分组及其占总GDP、商品和服务出口及人口的比重, 2007年<sup>1</sup>**  
(占国家组或世界的百分比)

	国家数	GDP		商品和服务出口		人口	
		先进经济体	世界	先进经济体	世界	先进经济体	世界
<b>先进经济体</b>	<b>31</b>	<b>100.0</b>	<b>56.3</b>	<b>100.0</b>	<b>66.2</b>	<b>100.0</b>	<b>15.2</b>
美国		37.9	21.3	14.5	9.6	30.7	4.7
欧元区	15	28.6	16.1	44.3	29.4	32.3	4.9
德国		7.7	4.3	13.9	9.2	8.4	1.3
法国		5.6	3.2	6.1	4.0	6.3	1.0
意大利		4.9	2.8	5.4	3.6	6.0	0.9
西班牙		3.7	2.1	3.4	2.3	4.6	0.7
日本		11.7	6.6	7.1	4.7	13.0	2.0
英国		5.9	3.3	6.5	4.3	6.2	0.9
加拿大		3.5	2.0	4.4	2.9	3.3	0.5
其他先进经济体	12	12.5	7.0	23.2	15.3	14.4	2.2
备注							
主要先进经济体	7	77.2	43.5	57.9	38.3	73.8	11.2
亚洲新兴工业化经济体	4	6.6	3.7	13.4	8.9	8.4	1.3
		新兴经济体和 发展中经济体	世界	新兴经济体和 发展中经济体	世界	新兴经济体和 发展中经济体	世界
<b>新兴经济体和发展中经济体</b>	<b>141</b>	<b>100.0</b>	<b>43.7</b>	<b>100.0</b>	<b>33.8</b>	<b>100.0</b>	<b>84.8</b>
<b>按地区</b>							
非洲	47	6.8	3.0	7.4	2.5	15.0	12.7
撒哈拉以南非洲	44	5.3	2.3	5.5	1.9	13.6	11.5
不包括尼日利亚和南非	42	2.8	1.2	2.8	0.9	10.1	8.6
中东欧	13	9.3	4.0	13.6	4.6	3.2	2.8
独联体 <sup>2</sup>	13	10.2	4.5	10.2	3.4	5.1	4.3
俄罗斯		7.3	3.2	6.8	2.3	2.6	2.2
发展中亚洲	23	46.1	20.1	39.3	13.3	62.3	52.9
中国		24.8	10.8	23.2	7.8	24.0	20.4
印度		10.5	4.6	4.1	1.4	21.2	18.0
不包括中国和印度	21	10.8	4.7	12.1	4.1	17.1	14.5
中东	13	8.7	3.8	14.3	4.8	4.3	3.7
西半球	32	18.9	8.3	15.1	5.1	10.0	8.5
巴西		6.4	2.8	3.2	1.1	3.4	2.9
墨西哥		4.7	2.1	5.0	1.7	1.9	1.6
<b>按分析标准</b>							
<b>按出口收入来源</b>							
燃料	24	19.3	8.4	26.8	9.1	11.0	9.4
非燃料	117	80.7	35.2	73.2	24.7	89.0	75.5
其中, 初级产品	20	1.7	0.7	2.1	0.7	4.0	3.4
<b>按外部融资来源</b>							
净债务国	116	55.1	24.1	47.1	15.9	64.8	55.0
其中, 官方融资	30	3.4	1.5	2.4	0.8	10.6	9.0
<b>按净债务国偿债经历</b>							
2002-2006年有债务拖欠和或重组 的国家	49	9.7	4.3	6.9	2.3	17.1	14.5
其他净债务国	67	45.3	19.8	40.3	13.6	47.7	40.5
<b>其他类别</b>							
重债务国	31	1.8	0.8	1.2	0.4	8.4	7.1
中东和北非	19	10.5	4.6	16.4	5.6	6.5	5.5

1. 各国GDP在GDP总量中所占比重, 按其购买力平价计算。各组中包括的国家数反映了国家组总数中所包括的那些国家的数据。

2. 蒙古虽然不属于独联体成员国, 但由于地理位置和经济结构的相似性, 也将其编入其中。

富汗伊斯兰共和国、波斯尼亚和黑塞哥维那、文莱达鲁萨兰国、厄立特里亚、伊拉克、利比里亚、蒙特尼哥罗共和国、塞尔维亚、索马里、东帝汶和津巴布韦。古巴和朝鲜民主主义人民共和国属于不是基金组织成员国的情况，而先进经济体中的圣马力诺和发展中经济体的阿鲁巴岛、马绍尔群岛、密克罗尼西亚和帕劳则属于数据库尚未编制完成的情况。

## 《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 31 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子群，也就是通常所指的七国集团 (G7)。欧元区 15 国和四个亚洲新兴工业化经济体也组成子群。表中欧元区所列的复合数据覆盖了现有成员历年的数据，尽管成员国的数目一直在增加。

自 1991 年起，德国的数据包括西德和东部国土(即前德意志民主共和国)的数据。1991 年之前，难以得到完整和一致的数据。因此，在反映年度百分比变化的数据表格中，1991 年(包括 1991 年以前)的数据是西德的，1992 年以后就是统一后的德国的数据。一般来说，到 1990 年为止，有关

国民账户和国内经济和金融活动的的数据只涉及西德。而有关中央政府和国际收支的数据 1990 年 6 月以前只涉及西德，此后就是整个德国的。

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。

### 新兴经济体和发展中经济体

新兴经济体和发展中经济体组别(141 个国家)包括未归入先进经济体的所有国家。

新兴经济体和发展中经济体的地区划分——非洲、中东欧、独联体国家、发展中亚洲、中东和西半球——与基金组织《国际金融统计》的区域划分大体一致。在这两种分类中，埃及和利比亚被归入中东地区，而不是非洲。另外，《世界经济展望》有时将中东和北非国家区域小组称为 MENA 国家，它的范围包括非洲和中东地区国家。这个组包括阿拉伯联盟国家，外加伊朗伊斯兰共和国(见表 D)。

新兴经济体和发展中经济体也根据分析标准分类。分析标准反映国家出口收入和其他海外收入的构成、汇率安排、区分净债权国和净债务国。对净债务国，按照对外融资来源和对外偿债情况分类。表 E 和表 F 列出了新兴经济体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类标准，可分为两类：燃料(标准国际贸易分类—SITC3)和非燃料出口国，侧重于非燃料初级产品出口国(SITC0,1,2,4

表B. 以子群划分的先进经济体

主要货币区	其他子群					
	欧元区		亚洲新兴工业化经济体	主要先进经济体	其他先进经济体	
美国 欧元区 日本	奥地利 比利时 塞浦路斯 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 斯洛文尼亚 西班牙	中国香港 <sup>1</sup> 韩国 新加坡 中国台湾	加拿大 法国 德国 意大利 日本 英国 美国	澳大利亚 丹麦 中国香港 <sup>1</sup> 冰岛 以色列 韩国	新西兰 挪威 新加坡 瑞典 瑞士 中国台湾

1. 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	芬兰	拉脱维亚	罗马尼亚
比利时	法国	立陶宛	斯洛伐克共和国
保加利亚	德国	卢森堡	斯洛文尼亚
塞浦路斯	希腊	马耳他	西班牙
捷克共和国	匈牙利	荷兰	瑞典
丹麦	爱尔兰	波兰	英国
爱沙尼亚	意大利	葡萄牙	

表D. 中东和北非国家

阿尔及利亚	约旦	摩洛哥	叙利亚阿拉伯共和国
巴林	科威特	阿曼	突尼斯
吉布提	黎巴嫩	卡塔尔	阿拉伯联合酋长国
埃及	利比亚	沙特阿拉伯	也门共和国
伊朗伊斯兰共和国	毛里塔尼亚	苏丹	

和 68)。

按金融标准分类，分为净债权国、净债务国和重债务国 (HIPC)。净债务国按照以下两个金融标准进一步分组：官方对外融资和偿债情况。<sup>6</sup> 重债务国是被基金组织和世界银行的重债务国倡议考虑的国家，倡议目标是在合理的最短时间内，将所有合格重债务国的外部债务负担降到一个“可持续”水平。<sup>7</sup>

6. 2002–2006 年，49 个国家发生拖欠外债或参与官方或商业银行的债务重组安排。这一类国家被称为 2002–2006 年有债务拖欠和或债务重组的国家。

7. 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)。

表E. 新兴经济体和发展中经济体：按地区和出口收入的主要来源划分

	燃料	非燃料初级产品
非洲	阿尔及利亚 安哥拉 刚果共和国 赤道几内亚 加蓬 尼日利亚 苏丹	博茨瓦纳 布基纳法索 布隆迪 乍得 刚果民主共和国 几内亚 几内亚-比绍 马拉维 毛里塔尼亚 莫桑比克 塞拉利昂 赞比亚
独联体国家	阿塞拜疆 哈萨克斯坦 俄罗斯 土库曼斯坦	蒙古 塔吉克斯坦 乌兹别克斯坦
发展中亚洲		巴布亚新几内亚 所罗门群岛
中东	巴林 伊朗伊斯兰共和国 科威特 利比亚 阿曼 卡塔尔 沙特阿拉伯 叙利亚阿拉伯共和国 阿拉伯联合酋长国 也门共和国	
西半球	厄瓜多尔 特立尼达和多巴哥 委内瑞拉玻利瓦尔共和国	智利 圭亚那 苏里南

说明：蒙古虽不属于独联体成员国，但因其地理位置和经济结构的相似性，也将其编入其中。

表F. 新兴经济体和发展中经济体：按地区、外部净头寸和重债务国划分

	外部净头寸			外部净头寸		
	净债权国	净债务国 <sup>1</sup>	重债务国	净债权国	净债务国 <sup>1</sup>	重债务国
<b>非洲</b>						
<b>马格里布地区</b>						
阿尔及利亚	*					
摩洛哥		*				
突尼斯		*				
<b>撒哈拉以南非洲</b>						
<b>南非</b>		*				
<b>非洲之角</b>						
吉布提		*				
埃塞俄比亚		•	*			
苏丹		*				
<b>大湖区</b>						
布隆迪		•	*			
刚果民主共和国		*	*			
肯尼亚		*				
卢旺达		•	*			
坦桑尼亚		•	*			
乌干达		*	*			
<b>南部非洲</b>						
安哥拉	*					
博茨瓦纳	*					
科摩罗		•				
莱索托		*				
马达加斯加		•	*			
马拉维		•	*			
毛里求斯		*				
莫桑比克		*	*			
纳米比亚	*					
塞舌尔		*				
斯威士兰		*				
赞比亚		•	*			
<b>西非和中非</b>						
佛得角		*				
冈比亚		*	*			
加纳		•	*			
几内亚		*	*			
毛里塔尼亚		*	*			
尼日利亚	*					
圣多美和普林西比		*	*			
塞拉利昂		•	*			
<b>法郎区</b>						
贝宁		*	*			
布基纳法索		•	*			
喀麦隆		*	*			
中非共和国		•	*			
乍得		*	*			
刚果共和国		•	*			
科特迪瓦		*				
赤道几内亚		*				
加蓬	*					
几内亚比绍		*	*			
马里		*	*			
尼日尔		•	*			
塞内加尔		*	*			
多哥		*				
<b>中东欧</b>						
阿尔巴尼亚			*			
保加利亚			*			
克罗地亚			*			
捷克共和国			*			
爱沙尼亚			*			
匈牙利			*			
拉脱维亚			*			
立陶宛			*			
前南斯拉夫马其顿共和国			*			
波兰			*			
罗马尼亚			*			
斯洛伐克共和国			*			
土耳其			*			
<b>独联体国家<sup>2</sup></b>						
亚美尼亚			•			
阿塞拜疆			*			
白俄罗斯			*			
格鲁吉亚			*			
哈萨克斯坦			*			
吉尔吉斯共和国			*			
摩尔多瓦			*			
蒙古			•			
俄罗斯		*				
塔吉克斯坦			*			
土库曼斯坦		*				
乌克兰		*				
乌兹别克斯坦		*				
<b>发展中亚洲</b>						
不丹			•			
柬埔寨			•			
中国		*				
斐济			*			
印度尼西亚			*			
基里巴斯		*				
老挝人民民主共和国			*			
马来西亚		*				
缅甸			*			
巴布亚新几内亚		*				
菲律宾			*			
萨摩亚			*			
所罗门群岛			•			
泰国			*			
汤加			•			
瓦努阿图			*			
越南			•			
<b>南亚</b>						
孟加拉国			•			
印度			*			
马尔代夫			*			
尼泊尔			•			
巴基斯坦			*			
斯里兰卡			•			

表F (续完)

	外部净头寸				外部净头寸		
	净债权国	净债务国 <sup>1</sup>	重债穷国		净债权国	净债务国 <sup>1</sup>	重债穷国
<b>中东</b>				<b>秘鲁</b>			*
巴林	*			乌拉圭			•
伊朗伊斯兰共和国	*			委内瑞拉玻利瓦尔共和国	*		
科威特	*			<b>中美洲</b>			
利比亚	*			哥斯达黎加			*
阿曼	*			萨尔瓦多			•
卡塔尔	*			危地马拉			*
沙特阿拉伯	*			洪都拉斯			*
阿拉伯联合酋长国	*			尼加拉瓜			*
也门共和国	*			巴拿马			*
<b>马什拉格地区</b>				<b>加勒比地区</b>			
埃及		*		安提瓜和巴布达			*
约旦		*		巴哈马群岛			*
黎巴嫩		*		巴巴多斯			*
叙利亚阿拉伯共和国		*		伯利兹			*
<b>西半球</b>				多米尼克			*
墨西哥		*		多米尼加共和国			*
<b>南美洲</b>				格林纳达			•
阿根廷		*		圭亚那			*
玻利维亚		*		海地			•
巴西		•	*	牙买加			*
智利		*		圣基茨和尼维斯			*
哥伦比亚		*		圣卢西亚			*
厄瓜多尔		*		圣文森特和格林纳丁斯			•
巴拉圭		*		苏里南			*
				特立尼达和多巴哥	*		

1. •号代替\*号表示净债务国的主要外部资金来源是官方对外融资。

2. 蒙古虽然不是独联体成员国,但由于地理位置和经济结构的相似性,也将其编入其中。

## 表目

### 产出

A1. 世界产出概况	223
A2. 先进经济体：实际 GDP 和国内总需求	224
A3. 先进经济体：实际 GDP 的构成	225
A4. 新兴经济体和发展中经济体，按国家：实际 GDP	227

### 通货膨胀

A5. 通货膨胀概况	231
A6. 先进经济体：消费价格	232
A7. 新兴经济体和发展中经济体，按国家：消费价格	233

### 财金政策

A8. 主要先进经济体：广义政府财政差额和债务	237
-------------------------	-----

### 对外贸易

A9. 世界贸易量和价格概况	238
----------------	-----

### 经常账户交易

A10. 国际收支经常账户差额概况	240
A11. 先进经济体：经常账户差额	241
A12. 新兴经济体和发展中经济体，按国家：国际收支经常账户	242

### 国际收支与外部融资

A13. 新兴经济体和发展中经济体：净资本流动	246
A14. 新兴经济体和发展中经济体：私人资本流动	247
A15. 新兴经济体和发展中经济体：储备	248

### 资金流动

A16. 世界储蓄的来源与运用概况	250
-------------------	-----

### 中期基线方案

A17. 世界中期基线方案概况	254
-----------------	-----

表A1. 世界产出概况<sup>1</sup>

(年度百分比变化)

	平均值 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
<b>世界</b>	2.9	4.7	2.2	2.8	3.6	4.9	4.5	5.1	5.0	3.9	3.0	4.7
<b>先进经济体</b>	2.7	4.0	1.2	1.6	1.9	3.2	2.6	3.0	2.6	1.5	0.5	2.5
美国	3.1	3.7	0.8	1.6	2.5	3.6	2.9	2.8	2.0	1.6	0.1	2.3
欧元区	...	3.8	1.9	0.9	0.8	2.1	1.6	2.8	2.6	1.3	0.2	2.2
日本	1.5	2.9	0.2	0.3	1.4	2.7	1.9	2.4	2.1	0.7	0.5	1.7
其他先进经济体 <sup>2</sup>	3.4	5.2	1.7	3.3	2.5	4.0	3.3	3.8	3.9	2.2	1.6	3.6
<b>新兴经济体和发展中经济体</b>	3.2	5.9	3.8	4.8	6.3	7.5	7.1	7.9	8.0	6.9	6.1	6.9
<b>按地区</b>												
非洲	2.3	3.5	4.9	6.2	5.4	6.5	5.8	6.1	6.3	5.9	6.0	5.4
中东欧	1.2	4.9	0.4	4.2	4.8	6.9	6.1	6.7	5.7	4.5	3.4	5.0
独联体 <sup>3</sup>	...	9.1	6.1	5.2	7.8	8.2	6.8	8.2	8.6	7.2	5.7	5.6
发展中亚洲	7.2	7.0	5.8	6.9	8.2	8.6	9.0	9.9	10.0	8.4	7.7	8.8
中东	4.3	5.5	2.6	3.8	7.1	5.8	5.7	5.7	5.9	6.4	5.9	5.4
西半球	2.9	4.1	0.7	0.5	2.2	6.1	4.7	5.5	5.6	4.6	3.2	4.2
<b>备注</b>												
欧盟	2.0	3.9	2.1	1.4	1.5	2.7	2.2	3.3	3.1	1.7	0.6	2.8
<b>按分析标准</b>												
<b>按出口收入来源</b>												
燃料	-0.2	7.0	4.3	4.7	6.9	7.7	6.9	7.1	7.4	6.7	5.9	5.0
非燃料	4.2	5.7	3.7	4.8	6.1	7.5	7.2	8.1	8.2	6.9	6.1	7.3
其中，初级产品	3.1	3.3	4.0	3.5	4.8	7.2	5.8	5.1	5.8	5.4	5.3	5.4
<b>按外部融资来源</b>												
净债务国	3.1	4.7	2.2	3.2	4.6	6.3	6.1	6.8	6.6	5.6	4.7	5.8
其中，官方融资	4.3	4.8	4.2	3.9	5.3	6.4	7.0	7.2	7.1	6.4	5.7	6.4
<b>按净债务国偿债经历</b>												
2002-2006年有债务拖欠和/或重组 的国家	3.3	3.3	2.6	1.6	5.7	6.7	6.7	6.7	6.5	5.8	4.9	5.5
<b>备注</b>												
<b>增长率中值</b>												
先进经济体	3.0	3.9	1.9	1.8	1.9	3.7	2.9	3.4	3.7	1.8	1.2	3.0
新兴经济体和发展中经济体	3.3	4.3	3.6	4.0	4.9	5.5	5.6	6.2	6.0	5.5	5.0	5.1
<b>人均产出</b>												
先进经济体	2.0	3.3	0.5	1.0	1.3	2.6	1.9	2.4	1.9	0.9	-0.1	1.9
新兴经济体和发展中经济体	1.6	4.6	2.4	3.4	4.9	6.1	5.8	6.6	6.7	5.6	4.8	5.5
<b>按市场汇率计算的世界增长率</b>	2.4	4.2	1.5	1.9	2.7	4.0	3.4	3.9	3.7	2.7	1.9	3.8
<b>世界产出总值 (单位: 10亿美元)</b>												
以市场汇率	27,383	31,916	31,677	32,954	37,048	41,677	45,022	48,665	54,585	62,054	64,168	82,523
以购买力平价	31,729	41,748	43,659	45,634	48,252	52,000	55,924	60,610	65,281	69,229	72,395	93,305

1. 实际GDP。

2. 在本表中，“其他先进经济体”指除美国、欧元区和日本之外的先进经济体。

3. 蒙古虽不属于独联体的成员国，但由于其地理位置和经济结构的相似性，也将其编入其中。

表A2. 先进经济体：实际GDP和国内总需求

(年度百分比变化)

	平均值												第四季度 <sup>1</sup>		
	1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	2007	2008	2009
<b>实际GDP</b>															
<b>先进经济体</b>	2.7	4.0	1.2	1.6	1.9	3.2	2.6	3.0	2.6	1.5	0.5	2.5	2.6	0.7	1.0
美国	3.1	3.7	0.8	1.6	2.5	3.6	2.9	2.8	2.0	1.6	0.1	2.3	2.3	0.8	0.4
欧元区	...	3.8	1.9	0.9	0.8	2.1	1.6	2.8	2.6	1.3	0.2	2.2	2.1	0.4	0.6
德国	2.3	3.2	1.2	—	-0.2	1.2	0.8	3.0	2.5	1.8	—	1.7	1.7	0.7	0.6
法国	1.9	3.9	1.9	1.0	1.1	2.5	1.9	2.2	2.2	0.8	0.2	2.8	2.2	-0.1	0.8
意大利	1.4	3.7	1.8	0.5	—	1.5	0.6	1.8	1.5	-0.1	-0.2	1.3	0.1	-0.1	0.2
西班牙	2.8	5.1	3.6	2.7	3.1	3.3	3.6	3.9	3.7	1.4	-0.2	3.3	3.2	0.1	0.1
荷兰	3.1	3.9	1.9	0.1	0.3	2.2	2.0	3.4	3.5	2.3	1.0	2.2	4.1	0.8	2.3
比利时	2.3	3.8	0.9	1.4	1.0	2.7	2.0	2.9	2.8	1.4	0.2	2.4	2.4	0.4	0.9
奥地利	2.5	3.7	0.5	1.6	0.8	2.5	2.9	3.4	3.1	2.0	0.8	2.2	2.7	1.2	1.0
芬兰	1.5	5.0	2.6	1.6	1.8	3.7	2.8	4.9	4.5	2.5	1.6	2.3	4.0	1.6	1.9
希腊	1.9	4.5	4.5	3.9	5.0	4.6	3.8	4.2	4.0	3.2	2.0	3.5	3.6	2.5	2.4
葡萄牙	3.4	3.9	2.0	0.8	-0.8	1.5	0.9	1.4	1.9	0.6	0.1	1.8	1.9	0.4	0.2
爱尔兰	6.9	9.2	5.8	6.4	4.5	4.7	6.4	5.7	6.0	-1.8	-0.6	4.1	5.6	-3.3	2.1
卢森堡	4.7	8.4	2.5	4.1	2.1	4.9	5.0	6.1	4.5	2.3	1.8	3.4	3.1	1.3	2.4
斯洛文尼亚	...	4.1	3.1	3.7	2.8	4.4	4.1	5.7	6.1	4.3	3.7	3.7	4.9	3.2	6.1
塞浦路斯	3.7	5.0	4.0	2.1	1.9	4.2	3.9	4.0	4.4	3.4	2.8	4.1	4.4	2.4	3.6
马耳他	5.0	-1.0	-1.6	2.6	-0.3	1.1	3.5	3.1	3.7	2.8	2.3	3.4	3.7	2.0	2.5
日本	1.5	2.9	0.2	0.3	1.4	2.7	1.9	2.4	2.1	0.7	0.5	1.7	1.4	0.2	0.9
英国	2.2	3.9	2.5	2.1	2.8	2.8	2.1	2.8	3.0	1.0	-0.1	3.1	2.9	-0.3	0.7
加拿大	2.4	5.2	1.8	2.9	1.9	3.1	2.9	3.1	2.7	0.7	1.2	2.8	2.8	0.3	1.7
韩国	6.1	8.5	3.8	7.0	3.1	4.7	4.2	5.1	5.0	4.1	3.5	4.7	5.9	2.4	5.2
澳大利亚	3.3	3.5	2.1	4.2	3.0	3.9	2.8	2.7	4.2	2.5	2.2	3.6	4.2	1.9	2.5
中国台湾	6.5	5.8	-2.2	4.6	3.5	6.2	4.2	4.9	5.7	3.8	2.5	5.0	6.4	2.5	5.8
瑞典	1.7	4.4	1.1	2.4	1.9	4.1	3.3	4.1	2.7	1.2	1.4	3.0	2.4	0.7	1.7
瑞士	1.1	3.6	1.2	0.4	-0.2	2.5	2.5	3.4	3.3	1.7	0.7	1.7	3.7	0.1	1.7
中国香港	3.5	8.0	0.5	1.8	3.0	8.5	7.1	7.0	6.4	4.1	3.5	5.0	7.0	2.1	6.1
丹麦	2.4	3.5	0.7	0.5	0.4	2.3	2.5	3.9	1.7	1.0	0.5	1.6	1.5	3.1	-3.0
挪威	3.6	3.3	2.0	1.5	1.0	3.9	2.7	2.5	3.7	2.5	1.2	2.2	4.7	1.4	0.9
以色列	5.4	8.9	-0.3	-0.6	1.8	5.0	5.1	5.2	5.4	4.3	2.8	3.7	5.8	2.4	4.2
新加坡	7.5	10.1	-2.4	4.2	3.5	9.0	7.3	8.2	7.7	3.6	3.5	5.5	5.4	4.0	4.4
新西兰	2.5	3.8	2.6	4.9	4.1	4.5	2.7	1.9	3.2	0.7	1.5	2.9	3.7	—	1.5
冰岛	2.2	4.3	3.9	0.1	2.4	7.7	7.4	4.4	4.9	0.3	-3.1	3.3	6.4	-1.3	-6.0
备注															
主要先进经济体	2.5	3.6	1.0	1.2	1.8	2.9	2.3	2.7	2.2	1.2	0.1	2.2	2.0	0.5	0.6
亚洲新兴工业化经济体	6.1	7.7	1.2	5.5	3.2	5.9	4.8	5.6	5.6	4.0	3.2	4.9	6.1	2.6	5.4
<b>实际国内总需求</b>															
<b>先进经济体</b>	2.7	4.0	1.1	1.7	2.1	3.3	2.6	2.8	2.2	0.8	0.1	2.4	2.1	0.1	0.4
美国	3.3	4.4	0.9	2.2	2.8	4.1	3.0	2.6	1.4	0.1	-0.9	2.2	1.4	-0.6	-0.3
欧元区	...	3.4	1.2	0.4	1.5	1.9	1.8	2.6	2.2	0.8	0.1	2.1	2.0	0.2	0.5
德国	2.3	2.2	-0.5	-2.0	0.6	-0.1	—	2.1	1.1	0.6	-0.2	1.3	1.3	0.2	0.5
法国	1.6	4.4	1.7	1.1	1.8	3.4	2.7	2.4	2.9	0.9	0.6	2.8	2.6	0.3	1.0
意大利	1.3	3.0	1.6	1.3	0.8	1.3	0.8	1.8	1.3	-0.2	-0.4	1.5	0.1	—	-1.1
西班牙	2.7	5.3	3.8	3.2	3.8	4.8	5.1	5.1	4.2	0.8	-1.9	3.0	3.6	-1.3	-1.0
日本	1.4	2.4	1.0	-0.4	0.8	1.9	1.7	1.6	1.0	-0.3	0.4	1.8	0.1	-0.4	1.0
英国	2.2	3.9	3.0	3.2	2.9	3.4	1.9	2.6	3.6	0.8	-0.6	3.2	3.5	-1.1	0.3
加拿大	1.8	4.8	1.2	3.2	4.6	4.2	4.8	4.7	4.3	2.9	1.6	3.0	6.3	0.9	1.5
其他先进经济体	4.1	5.5	0.3	3.9	1.4	4.8	3.3	3.7	4.5	2.8	2.4	3.8	4.6	2.6	2.3
备注															
主要先进经济体	2.5	3.7	1.1	1.3	2.2	3.1	2.3	2.5	1.7	0.3	-0.3	2.2	1.6	-0.4	0.2
亚洲新兴工业化经济体	5.9	7.8	-0.1	4.5	0.1	4.9	2.6	4.0	4.4	3.1	3.2	4.3	5.0	3.3	3.5

1. 自上一年的第四季度开始。

表A3. 先进经济体：实际GDP的构成

(年度百分比变化)

	10年平均值		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990-99	2000-09										
<b>私人消费支出</b>												
先进经济体	2.8	2.2	3.8	2.3	2.2	1.9	2.8	2.5	2.7	2.6	0.9	—
美国	3.3	2.5	4.7	2.5	2.7	2.8	3.6	3.0	3.0	2.8	0.5	-0.9
欧元区	...	1.4	3.1	2.0	0.9	1.3	1.6	1.6	1.8	1.5	0.3	-0.1
德国	2.4	0.2	2.4	1.9	-0.8	0.1	0.1	0.2	1.0	-0.4	-1.0	-1.1
法国	1.6	2.2	3.6	2.6	2.4	2.0	2.5	2.6	2.3	2.4	0.8	0.4
意大利	1.6	0.8	2.4	0.7	0.2	1.0	0.7	0.9	1.1	1.4	-0.3	-0.3
西班牙	2.5	3.0	5.0	3.4	2.8	2.9	4.2	4.2	3.9	3.5	1.1	-1.3
日本	1.9	1.2	0.7	1.6	1.1	0.4	1.6	1.3	2.0	1.5	0.7	0.6
英国	2.5	2.6	4.7	3.1	3.5	3.0	2.9	1.9	2.1	3.0	2.0	—
加拿大	2.2	3.5	4.0	2.3	3.6	3.0	3.3	3.7	4.3	4.5	3.9	2.2
其他先进经济体	4.1	3.2	5.6	2.6	3.9	1.1	3.5	3.4	3.5	4.2	2.2	1.7
备注												
主要先进经济体	2.6	2.0	3.6	2.2	2.0	2.0	2.6	2.3	2.5	2.3	0.6	-0.3
亚洲新兴工业化经济体	5.9	3.4	7.4	3.3	5.1	-0.3	2.4	3.4	3.8	4.3	2.1	2.1
<b>公共消费</b>												
先进经济体	1.9	2.2	2.5	2.8	3.3	2.3	1.8	1.2	1.7	2.1	2.2	1.7
美国	1.1	2.1	1.7	3.1	4.3	2.5	1.5	0.3	1.6	1.9	2.5	1.7
欧元区	...	1.9	2.4	2.1	2.4	1.8	1.4	1.5	2.0	2.2	1.8	1.6
德国	2.0	1.0	1.4	0.5	1.5	0.4	-0.7	0.4	0.6	2.2	2.0	2.0
法国	1.7	1.6	1.9	1.2	1.9	2.0	2.3	1.2	1.3	1.4	1.4	1.6
意大利	0.2	1.8	2.2	3.9	2.4	1.9	2.2	1.9	0.8	1.2	0.8	0.4
西班牙	3.3	4.6	5.3	3.9	4.5	4.8	6.3	5.5	4.6	4.9	3.9	2.9
日本	3.0	1.7	4.3	3.0	2.4	2.3	1.9	1.6	-0.4	0.7	0.4	1.0
英国	1.2	2.6	3.1	2.4	3.4	3.5	3.4	1.7	1.6	1.8	2.3	2.6
加拿大	0.9	2.8	3.1	3.9	2.5	3.1	2.0	1.5	3.8	3.7	4.1	0.9
其他先进经济体	3.6	2.8	2.4	3.1	3.6	2.1	1.9	2.4	3.2	2.8	3.4	3.0
备注												
主要先进经济体	1.5	1.9	2.3	2.7	3.2	2.3	1.6	0.9	1.2	1.7	2.0	1.5
亚洲新兴工业化经济体	5.2	3.4	2.9	3.7	4.5	2.4	1.8	3.0	4.0	3.6	4.4	3.9
<b>固定资本形成总额</b>												
先进经济体	3.4	1.7	5.0	-0.8	-1.5	2.2	4.6	4.5	3.8	1.8	-0.5	-1.9
美国	5.1	0.8	6.1	-1.7	-3.5	3.2	6.1	5.8	2.0	-2.0	-2.7	-4.6
欧元区	...	2.1	4.9	0.5	-1.4	1.4	2.4	3.0	5.0	4.3	2.2	-0.6
德国	2.7	1.0	3.0	-3.7	-6.1	-0.3	-0.3	1.1	7.7	4.3	5.2	-0.5
法国	1.4	2.8	7.2	2.4	-1.7	2.2	3.6	4.4	4.8	4.9	1.1	-0.1
意大利	1.1	1.8	6.3	2.7	3.7	-1.2	2.3	0.7	2.5	1.2	0.2	0.2
西班牙	3.3	3.6	6.6	4.8	3.4	5.9	5.1	7.0	7.1	5.3	-1.9	-6.0
日本	—	-0.3	1.2	-0.9	-4.9	-0.5	1.4	3.1	1.3	-0.6	-2.3	-0.4
英国	2.3	1.9	2.7	2.6	3.6	1.1	4.9	2.2	6.0	7.1	-4.0	-6.1
加拿大	1.9	4.5	4.7	4.0	1.6	6.2	7.8	9.2	7.1	3.9	1.3	0.2
其他先进经济体	4.9	4.0	6.8	-4.4	3.8	2.8	7.3	4.7	5.4	6.6	3.5	3.5
备注												
主要先进经济体	3.2	1.1	4.8	-0.6	-2.6	1.9	4.3	4.4	3.2	0.5	-1.3	-2.8
亚洲新兴工业化经济体	7.1	3.6	10.5	-5.9	2.2	2.3	7.8	2.0	4.0	5.1	2.8	5.5

表A3 (续完)

	10年平均值		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990-99	2000-09										
<b>最终国内需求</b>												
先进经济体	2.5	2.0	3.6	1.8	1.5	2.1	2.9	2.7	2.7	2.2	0.7	-0.3
美国	3.3	2.1	4.5	1.8	1.8	2.8	3.8	3.1	2.6	1.8	0.3	-1.1
欧元区	...	1.7	3.4	1.7	0.7	1.4	1.7	1.8	2.5	2.3	1.0	0.1
德国	2.4	0.6	2.0	0.4	-1.4	0.1	-0.1	0.4	2.2	1.1	1.0	-0.3
法国	1.6	2.2	3.9	2.2	1.4	2.1	2.7	2.6	2.5	2.7	1.0	0.6
意大利	1.2	1.2	3.1	1.7	1.3	0.7	1.4	1.1	1.3	1.4	—	-0.1
西班牙	2.8	3.4	5.4	3.9	3.2	4.0	4.8	5.2	4.9	4.2	0.7	-1.9
日本	1.5	0.9	1.4	1.2	-0.2	0.5	1.6	1.9	1.4	0.9	-0.1	0.4
英国	2.2	2.5	4.1	2.9	3.5	2.8	3.3	1.9	2.6	3.4	1.0	-0.5
加拿大	1.8	3.6	4.0	2.9	3.0	3.7	3.9	4.4	4.8	4.2	3.3	1.5
其他先进经济体	4.2	3.3	5.4	0.9	3.7	1.7	4.0	3.4	3.8	4.6	2.7	2.5
备注												
主要先进经济体	2.5	1.8	3.6	1.7	1.3	2.0	2.8	2.5	2.4	1.8	0.5	-0.4
亚洲新兴工业化经济体	6.1	3.4	7.6	0.8	4.1	0.8	3.5	3.0	3.9	4.5	2.6	3.3
<b>存货积累<sup>1</sup></b>												
先进经济体	—	—	0.1	-0.6	—	0.1	0.3	-0.1	—	-0.1	-0.2	0.1
美国	0.1	—	-0.1	-0.9	0.4	—	0.4	-0.1	—	-0.4	-0.1	0.3
欧元区	...	-0.1	—	-0.5	-0.3	0.1	0.2	—	0.1	—	-0.2	—
德国	-0.1	-0.2	-0.1	-0.9	-0.6	0.5	—	-0.4	—	0.1	-0.6	0.1
法国	—	—	0.5	-0.4	-0.4	-0.3	0.7	0.1	-0.1	0.3	-0.2	—
意大利	—	—	-0.2	0.1	—	0.1	-0.1	-0.2	0.5	-0.1	0.3	-0.3
西班牙	-0.1	—	-0.1	-0.1	—	-0.1	—	-0.1	0.2	-0.1	0.1	—
日本	-0.1	0.1	1.0	-0.2	-0.3	0.2	0.3	-0.1	0.2	0.1	-0.2	—
英国	—	—	-0.1	0.1	-0.3	0.2	—	—	—	0.2	-0.2	—
加拿大	—	—	0.8	-1.7	0.2	0.8	0.1	0.3	-0.1	0.1	-0.4	0.2
其他先进经济体	—	—	0.1	-0.5	0.1	-0.2	0.6	-0.1	-0.1	—	0.2	-0.1
备注												
主要先进经济体	—	—	0.2	-0.6	0.1	0.1	0.3	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	0.1
亚洲新兴工业化经济体	-0.1	—	0.1	-0.8	0.3	-0.6	1.1	-0.4	0.1	-0.1	0.4	-0.1
<b>国外需求差额<sup>1</sup></b>												
先进经济体	—	—	-0.1	—	-0.2	-0.5	-0.3	-0.2	0.1	0.3	0.7	0.5
美国	-0.2	—	-0.9	-0.2	-0.7	-0.4	-0.7	-0.2	—	0.6	1.4	1.0
欧元区	...	0.2	0.5	0.7	0.5	-0.7	0.2	-0.2	0.2	0.4	0.4	0.2
德国	—	1.0	1.1	1.7	2.0	-0.8	1.4	0.7	1.0	1.4	1.3	0.2
法国	0.3	-0.4	-0.5	0.1	-0.1	-0.7	-0.9	-0.8	-0.3	-0.8	—	-0.4
意大利	0.1	-0.1	0.6	0.2	-0.8	-0.8	0.2	-0.3	—	0.1	0.2	0.1
西班牙	-0.2	-0.5	-0.4	-0.2	-0.6	-0.8	-1.7	-1.6	-1.2	-0.7	0.5	1.7
日本	0.1	0.5	0.5	-0.8	0.7	0.7	0.8	0.3	0.8	1.1	0.9	0.1
英国	—	-0.2	—	-0.5	-1.1	-0.1	-0.7	0.1	0.1	-0.7	0.2	0.5
加拿大	0.6	-0.9	0.6	0.7	-0.1	-2.5	-0.9	-1.7	-1.3	-1.5	-2.1	-0.4
其他先进经济体	0.3	0.7	0.7	0.9	0.2	1.2	0.5	0.9	1.0	0.6	0.4	0.3
备注												
主要先进经济体	—	0.1	-0.2	—	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.4	0.9	0.5
亚洲新兴工业化经济体	0.1	1.6	0.3	1.1	1.1	3.0	1.8	2.5	2.2	1.9	1.3	0.5

1. 变化以上期GDP的百分比表示。

表A4. 新兴经济体和发展中经济体，按国家：实际GDP<sup>1</sup>  
(年度百分比变化)

	平均值 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
非洲	2.3	3.5	4.9	6.2	5.4	6.5	5.8	6.1	6.3	5.9	6.0	5.4
阿尔及利亚	1.5	2.2	2.7	4.7	6.9	5.2	5.1	2.0	4.6	4.9	4.5	5.2
安哥拉	0.6	3.0	3.1	14.5	3.3	11.2	20.6	18.6	21.1	16.0	12.8	0.1
贝宁	4.9	4.9	6.2	4.5	3.9	3.1	2.9	3.8	4.6	5.1	5.7	6.0
博茨瓦纳	6.0	8.4	4.7	5.3	6.4	6.6	4.7	3.4	5.7	5.3	4.6	5.0
布基纳法索	5.1	1.8	6.6	4.7	7.3	4.6	7.1	5.5	3.6	4.5	5.6	6.0
布隆迪	-1.3	-0.9	2.1	4.4	-1.2	4.8	0.9	5.1	3.6	4.5	5.0	5.5
喀麦隆 <sup>2</sup>	0.3	4.2	4.5	4.0	4.0	3.7	2.3	3.2	3.5	3.8	4.6	5.3
佛得角	6.1	7.3	6.1	5.3	4.7	4.3	6.5	10.8	6.9	6.0	6.5	6.7
中非共和国	0.4	1.8	0.3	-0.6	-7.6	1.0	2.4	4.0	4.2	3.5	4.5	5.0
乍得	3.2	-0.9	11.7	8.5	14.7	33.6	7.9	0.2	0.2	0.4	5.0	2.4
科摩罗	1.5	1.4	3.3	4.1	2.5	-0.2	4.2	1.2	0.5	0.5	1.7	4.5
刚果民主共和国	-5.6	-6.9	-2.1	3.5	5.8	6.6	7.9	5.6	6.3	10.0	10.3	7.3
刚果共和国	0.8	7.6	3.8	4.6	0.8	3.5	7.8	6.2	-1.6	9.1	12.1	1.4
科特迪瓦	3.5	-4.6	—	-1.6	-1.7	1.6	1.9	0.7	1.6	2.9	4.7	6.4
吉布提	-1.2	0.5	2.0	2.6	3.2	3.0	3.2	4.8	5.3	5.9	6.9	7.2
赤道几内亚	29.2	18.2	63.4	19.5	14.0	38.0	9.7	1.3	21.4	7.4	4.6	1.2
厄立特里亚	...	-12.4	8.8	3.0	-2.7	1.5	2.6	-1.0	1.3	1.2	2.0	4.8
埃塞俄比亚	2.6	5.9	7.7	1.2	-3.5	9.8	12.6	11.6	11.4	8.4	6.5	7.7
加蓬	2.4	-1.9	2.1	-0.3	2.4	1.1	3.0	1.2	5.6	3.9	7.0	1.5
冈比亚	4.2	5.5	5.8	-3.2	6.9	7.0	5.1	6.5	6.3	5.5	6.0	5.5
加纳	4.5	3.7	4.2	4.5	5.2	5.6	5.9	6.4	6.3	6.5	5.8	6.8
几内亚	4.2	2.9	3.8	4.2	1.2	2.3	3.0	2.4	1.8	4.5	4.7	5.3
几内亚比绍	0.6	7.5	0.2	-7.1	-0.6	2.2	3.2	1.8	2.5	3.2	3.1	3.9
肯尼亚	2.1	0.6	4.7	0.3	2.8	4.6	5.9	6.4	7.0	3.3	6.4	6.5
莱索托	4.0	2.3	1.8	2.8	2.7	4.2	2.9	7.2	4.9	5.2	5.4	5.2
利比里亚	...	29.3	2.9	3.7	-31.3	2.6	5.3	7.8	9.5	8.6	14.3	12.0
马达加斯加	1.6	4.5	6.0	-12.4	15.3	3.3	4.7	6.6	6.4	2.1	7.5	6.1
马拉维	3.9	0.8	-4.1	1.9	4.2	5.0	2.3	8.2	7.9	7.1	7.8	6.5
马里	5.5	-3.2	12.1	4.3	7.2	2.4	6.1	5.3	3.1	4.8	5.2	4.5
毛里塔尼亚	2.6	1.9	2.9	1.1	5.6	5.2	5.4	11.4	1.0	5.0	6.8	6.2
毛里求斯	5.8	7.2	4.2	1.5	3.8	4.8	3.1	3.6	4.2	6.6	6.2	5.1
摩洛哥	2.6	1.8	7.6	3.3	6.3	4.8	3.0	7.8	2.7	6.5	5.5	6.0
莫桑比克	6.4	1.5	12.3	9.2	6.5	7.9	8.4	8.7	7.0	6.5	6.7	6.5
纳米比亚	3.8	3.5	2.4	6.7	3.5	6.6	4.7	3.9	3.6	3.9	4.2	4.6
尼日尔	1.1	-2.6	7.4	5.3	7.7	-0.8	7.4	5.2	3.2	4.4	4.5	4.4
尼日利亚	2.6	5.3	8.2	21.2	10.3	10.6	5.4	6.2	5.9	6.2	8.1	7.0
卢旺达	-0.1	8.1	8.5	11.0	0.3	5.3	7.1	5.5	6.0	6.0	5.6	5.6
圣多美和普林西比	1.2	0.4	3.1	11.6	5.4	6.6	5.7	6.7	6.0	5.8	6.0	8.0
塞内加尔	2.7	3.2	4.6	0.7	6.7	5.9	5.6	2.3	4.8	4.3	5.8	5.4
塞舌尔	4.8	4.3	-2.3	1.2	-5.9	-2.9	1.2	5.3	5.5	2.5	3.0	3.8
塞拉利昂	-7.8	3.8	18.2	27.4	9.5	7.4	7.3	7.4	6.8	5.5	5.9	6.5
南非	1.4	4.2	2.7	3.7	3.1	4.9	5.0	5.4	5.1	3.8	3.3	5.0
苏丹	2.7	8.4	6.2	5.4	7.1	5.1	6.3	11.3	10.2	8.5	7.7	4.7
斯威士兰	3.7	2.0	1.0	1.8	3.9	2.5	2.2	2.9	3.5	2.6	2.5	2.5
坦桑尼亚	3.1	4.9	6.0	7.2	6.9	7.8	7.4	6.7	7.1	7.5	8.0	7.5
多哥	1.6	-1.3	-2.3	-0.3	5.2	2.4	1.3	4.1	2.1	2.5	3.5	4.0
突尼斯	5.0	4.7	5.0	1.7	5.6	6.0	4.0	5.5	6.3	5.5	5.0	5.8
乌干达	6.3	5.4	5.2	8.6	6.6	6.8	6.3	10.8	7.9	9.8	8.1	6.0
赞比亚	-0.6	3.6	4.9	3.3	5.1	5.4	5.3	6.2	6.3	5.8	6.4	6.0
津巴布韦 <sup>3</sup>	2.0	-7.3	-2.7	-4.4	-10.4	-3.6	-4.0	-5.4	-6.1	...	...	...

表A4 (续)

	平均值 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
中东欧 <sup>4</sup>	1.2	4.9	0.4	4.2	4.8	6.9	6.1	6.7	5.7	4.5	3.4	5.0
阿尔巴尼亚	-0.5	7.3	7.0	4.2	5.8	5.7	5.8	5.4	6.0	6.1	6.3	6.1
波斯尼亚和黑塞哥维那	...	5.2	3.6	5.0	3.5	6.3	3.9	6.9	6.8	5.5	5.0	4.0
保加利亚	-5.4	5.4	4.1	4.5	5.0	6.6	6.2	6.3	6.2	6.3	4.2	6.5
克罗地亚	...	2.9	4.4	5.6	5.3	4.3	4.3	4.8	5.6	3.8	3.7	4.8
捷克共和国	-0.3	3.6	2.5	1.9	3.6	4.5	6.3	6.8	6.6	4.0	3.4	4.5
爱沙尼亚	...	9.6	7.7	7.8	7.1	7.5	9.2	10.4	6.3	-1.5	0.5	5.2
匈牙利	0.1	5.2	4.1	4.4	4.2	4.8	4.1	3.9	1.3	1.9	2.3	3.4
拉脱维亚	...	6.9	8.0	6.5	7.2	8.7	10.6	12.2	10.3	-0.9	-2.2	3.5
立陶宛	...	4.1	6.6	6.9	10.3	7.3	7.9	7.9	8.9	3.9	0.7	5.5
前南斯拉夫马其顿共和国	...	4.5	-4.5	0.9	2.8	4.1	4.1	4.0	5.0	5.5	5.0	4.0
黑山	...	...	1.1	1.9	2.5	4.4	4.2	8.6	9.7	7.5	5.0	4.0
波兰	2.6	4.3	1.2	1.4	3.9	5.3	3.6	6.2	6.6	5.2	3.8	5.1
罗马尼亚	-2.5	2.1	5.7	5.1	5.2	8.5	4.2	7.9	6.0	8.6	4.8	6.0
塞尔维亚	...	4.5	5.4	3.6	2.8	8.2	6.0	5.6	7.1	6.0	6.0	5.5
斯洛伐克共和国	...	1.4	3.4	4.8	4.8	5.2	6.6	8.5	10.4	7.4	5.6	4.7
土耳其	3.9	6.8	-5.7	6.2	5.3	9.4	8.4	6.9	4.6	3.5	3.0	5.0
独联体 <sup>4,5</sup>	...	9.1	6.1	5.2	7.8	8.2	6.8	8.2	8.6	7.2	5.7	5.6
俄罗斯	...	10.0	5.1	4.7	7.3	7.2	6.4	7.4	8.1	7.0	5.5	5.5
不包括俄罗斯	...	6.6	8.9	6.6	9.1	10.8	7.7	10.2	9.8	7.6	6.2	5.7
亚美尼亚	...	6.0	9.6	13.2	14.0	10.5	14.0	13.3	13.8	10.0	8.0	6.0
阿塞拜疆	...	6.2	6.5	8.1	10.5	10.4	24.3	30.5	23.4	16.0	16.4	-1.8
白俄罗斯	...	5.8	4.7	5.0	7.0	11.4	11.4	10.0	8.2	9.2	8.0	5.0
格鲁吉亚	...	1.9	4.7	5.5	11.1	5.9	9.6	9.4	12.4	3.5	4.0	5.0
哈萨克斯坦	...	9.8	13.5	9.8	9.3	9.6	9.7	10.7	8.9	4.5	5.3	6.8
吉尔吉斯共和国	...	5.4	5.3	-0.0	7.0	7.0	-0.2	3.1	8.2	7.5	6.7	6.3
摩尔多瓦	...	2.1	6.1	7.8	6.6	7.4	7.5	4.8	4.0	6.5	6.5	6.0
蒙古	-0.4	3.9	0.2	4.7	7.0	10.6	7.3	8.6	9.9	9.0	8.1	5.3
塔吉克斯坦	...	8.3	10.2	9.1	10.2	10.6	6.7	7.0	7.8	6.0	7.0	7.0
土库曼斯坦	...	18.6	20.4	15.8	17.1	14.7	13.0	11.4	11.6	10.8	10.3	10.2
乌克兰	...	5.9	9.2	5.2	9.6	12.1	2.7	7.3	7.6	6.4	2.5	6.5
乌兹别克斯坦	...	3.8	4.2	4.0	4.2	7.7	7.0	7.3	9.5	8.0	7.5	6.0

表A4 (续)

	平均值 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
<b>发展中亚洲</b>	<b>7.2</b>	<b>7.0</b>	<b>5.8</b>	<b>6.9</b>	<b>8.2</b>	<b>8.6</b>	<b>9.0</b>	<b>9.9</b>	<b>10.0</b>	<b>8.4</b>	<b>7.7</b>	<b>8.8</b>
阿富汗伊斯兰共和国	...	...	...	...	15.1	8.8	16.1	8.2	11.5	7.5	8.3	7.2
孟加拉国	4.8	5.6	4.8	4.8	5.8	6.1	6.3	6.5	6.3	7.0	5.6	6.7
不丹	5.3	7.2	6.8	10.9	7.2	6.8	7.0	8.8	17.9	6.6	5.7	6.7
文莱达鲁萨兰国	...	2.9	2.7	3.9	2.9	0.5	0.4	4.4	0.6	-0.5	2.8	3.0
柬埔寨	...	8.8	8.1	6.6	8.5	10.3	13.3	10.8	10.2	7.0	6.0	7.4
中国	9.9	8.4	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	11.6	11.9	9.7	9.3	10.0
斐济	5.8	-1.8	2.0	3.2	1.0	5.5	0.7	3.3	-3.1	2.5	2.0	2.7
印度	5.6	5.7	3.9	4.6	6.9	7.9	9.1	9.8	9.3	7.9	6.9	8.0
印度尼西亚	4.1	5.4	3.6	4.5	4.8	5.0	5.7	5.5	6.3	6.1	5.5	6.7
基里巴斯	4.3	3.9	3.2	8.1	-1.3	-1.5	1.7	2.4	2.0	3.7	2.5	1.1
老挝民主共和国	6.4	5.8	5.7	5.9	6.1	6.4	7.1	8.1	7.9	7.5	6.8	7.1
马来西亚	7.1	8.7	0.5	5.4	5.8	6.8	5.3	5.8	6.3	5.8	4.8	6.0
马尔代夫	6.5	4.8	3.5	6.5	8.5	9.5	-4.6	18.0	7.6	6.5	6.5	6.0
缅甸	6.0	13.7	11.3	12.0	13.8	13.6	13.6	12.7	5.5	2.0	6.0	4.0
尼泊尔	4.9	6.1	5.6	0.1	3.9	4.7	3.1	3.7	3.2	4.7	5.5	5.5
巴基斯坦	4.0	4.3	2.0	3.2	4.8	7.4	7.7	6.9	6.4	5.8	3.5	6.0
巴布亚新几内亚	4.5	-2.5	-0.1	-0.2	2.2	2.7	3.4	2.6	6.2	5.8	4.7	2.6
菲律宾	2.8	6.0	1.8	4.4	4.9	6.4	5.0	5.4	7.2	4.4	3.8	5.5
萨摩亚	2.0	5.0	8.1	5.5	2.1	2.4	6.0	1.8	6.0	4.5	4.0	3.5
所罗门群岛	4.3	-14.3	-8.0	-2.8	6.5	8.0	5.0	6.1	10.3	7.3	4.0	3.2
斯里兰卡	5.2	6.0	-1.5	4.0	5.9	5.4	6.2	7.7	6.8	6.1	5.1	5.0
泰国	5.1	4.8	2.2	5.3	7.1	6.3	4.5	5.1	4.8	4.7	4.5	6.0
东帝汶	...	15.5	16.5	-6.7	-6.2	0.3	2.3	-3.4	19.8	2.5	0.6	3.8
汤加	1.5	5.4	2.6	3.0	3.2	1.4	5.4	0.6	-3.2	1.2	2.6	1.6
瓦努阿图	3.6	2.7	-2.5	-7.4	3.2	5.5	6.5	7.2	6.5	6.0	5.5	3.0
越南	7.4	6.8	6.9	7.1	7.3	7.8	8.4	8.2	8.5	6.3	5.5	7.4
<b>中东</b>	<b>4.3</b>	<b>5.5</b>	<b>2.6</b>	<b>3.8</b>	<b>7.1</b>	<b>5.8</b>	<b>5.7</b>	<b>5.7</b>	<b>5.9</b>	<b>6.4</b>	<b>5.9</b>	<b>5.4</b>
巴林	4.8	5.2	4.6	5.2	7.2	5.6	7.9	6.5	6.0	6.3	6.0	6.0
埃及	4.1	5.4	3.5	3.2	3.2	4.1	4.5	6.8	7.1	7.2	6.0	6.9
伊朗伊斯兰共和国	5.1	5.1	3.7	7.5	7.2	5.1	4.7	5.8	6.4	5.5	5.0	4.5
伊拉克	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
约旦	4.2	4.3	5.3	5.8	4.2	8.6	7.1	6.3	6.0	5.5	5.3	6.0
科威特	0.1	4.7	0.2	3.0	17.3	10.7	11.4	6.3	4.6	5.9	5.8	6.0
黎巴嫩	5.4	1.7	4.5	3.3	4.1	7.5	1.1	—	4.0	6.0	5.0	5.0
利比亚	-2.4	3.7	-4.3	-1.3	13.0	4.4	10.3	6.7	6.8	7.1	8.1	7.9
阿曼	4.9	5.5	7.5	2.6	2.0	5.3	6.0	6.8	6.4	7.4	6.0	5.6
卡塔尔	4.2	10.9	6.3	3.2	6.3	17.7	9.2	15.0	15.9	16.8	21.4	5.5
沙特阿拉伯	3.1	4.9	0.5	0.1	7.7	5.3	5.6	3.0	3.5	5.9	4.3	5.0
叙利亚阿拉伯共和国	5.6	2.3	3.7	5.9	1.1	2.8	3.3	4.4	3.9	4.2	5.2	4.7
阿拉伯联合酋长国	5.4	12.4	1.7	2.6	11.9	9.7	8.2	9.4	7.4	7.0	6.0	5.6
也门共和国	...	6.2	3.8	3.9	3.7	4.0	5.6	3.2	3.3	3.5	8.1	4.4

表A4 (续完)

	平均值 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
西半球	2.9	4.1	0.7	0.5	2.2	6.1	4.7	5.5	5.6	4.6	3.2	4.2
安提瓜和巴布达	3.3	3.3	1.5	2.0	4.3	5.2	5.5	12.2	6.1	2.1	4.0	4.5
阿根廷	4.2	-0.8	-4.4	-10.9	8.8	9.0	9.2	8.5	8.7	6.5	3.6	3.0
巴哈马	1.8	1.9	0.8	2.3	1.0	1.3	2.5	3.4	2.8	1.0	1.2	2.0
巴巴多斯	0.4	2.3	-2.6	0.7	2.0	4.8	4.3	3.3	3.3	1.7	1.0	3.0
伯利兹	5.8	13.0	5.0	5.1	9.3	4.6	3.1	4.7	1.2	4.0	2.5	2.5
玻利维亚	4.0	2.5	1.7	2.5	2.7	4.2	4.4	4.8	4.6	5.9	5.0	4.5
巴西	1.7	4.3	1.3	2.7	1.1	5.7	3.2	3.8	5.4	5.2	3.5	4.0
智利	6.4	4.5	3.5	2.2	4.0	6.0	5.6	4.3	5.1	4.5	3.8	5.0
哥伦比亚	2.9	2.9	2.2	2.5	4.6	4.7	5.7	6.8	7.7	4.0	3.5	5.0
哥斯达黎加	5.4	1.8	1.1	2.9	6.4	4.3	5.9	8.8	7.3	4.0	3.5	5.5
多米尼克	2.6	1.3	-4.2	-5.1	0.1	3.0	3.3	4.0	1.5	2.6	2.8	3.0
多米尼加共和国	4.9	5.7	1.8	5.8	-0.3	1.3	9.3	10.7	8.5	4.7	2.8	6.3
厄瓜多尔	2.2	2.8	5.3	4.2	3.6	8.0	6.0	3.9	2.5	3.0	3.0	4.5
萨尔瓦多	4.9	2.2	1.7	2.3	2.3	1.9	3.1	4.2	4.7	3.0	2.6	4.5
格林纳达	4.3	7.0	-3.0	1.6	7.1	-6.4	11.5	-1.1	4.3	3.7	4.2	4.2
危地马拉	3.7	2.5	2.4	3.9	2.5	3.2	3.3	5.2	5.7	4.5	4.0	4.5
圭亚那	4.7	-1.3	2.3	1.1	-0.7	1.6	-1.9	5.1	5.5	4.6	4.5	3.6
海地	0.2	0.9	-1.0	-0.3	0.4	-3.5	1.8	2.3	3.2	2.5	4.0	4.0
洪都拉斯	2.7	5.7	2.7	3.8	4.5	6.2	6.1	6.3	6.3	4.2	4.0	4.2
牙买加	0.9	0.7	1.5	1.1	2.3	1.0	1.4	2.5	1.2	0.7	0.9	2.7
墨西哥	3.3	6.6	-0.2	0.8	1.7	4.0	3.1	4.9	3.2	2.1	1.8	4.4
尼加拉瓜	3.1	4.1	3.0	0.8	2.5	5.3	4.4	3.9	3.8	3.0	3.5	5.0
巴拿马	6.1	2.7	0.6	2.2	4.2	7.5	7.2	8.5	11.5	8.3	7.8	6.5
巴拉圭	2.4	-3.3	2.1	—	3.8	4.1	2.9	4.3	6.8	5.5	4.2	5.0
秘鲁	3.1	3.0	0.2	5.0	4.0	5.1	6.7	7.7	8.9	9.2	7.0	6.5
圣基茨和尼维斯	4.0	4.3	2.0	1.0	0.5	7.6	4.8	6.4	3.1	3.5	2.7	2.0
圣卢西亚	3.1	—	-4.1	0.6	3.5	3.8	4.4	4.9	1.7	2.3	3.1	4.4
圣文森特和格林纳丁斯	3.5	2.0	-0.1	3.2	2.8	6.8	2.6	6.9	6.6	5.0	4.7	4.3
苏里南	0.5	-0.1	6.8	2.6	6.0	8.2	4.5	4.8	5.5	6.5	4.8	4.8
特立尼达和多巴哥	3.9	7.6	3.8	7.9	14.4	7.8	6.1	12.2	5.5	5.0	4.5	3.7
乌拉圭	3.2	-1.4	-3.4	-11.0	2.2	11.8	6.6	7.0	7.4	6.5	5.5	4.0
委内瑞拉	2.4	3.7	3.4	-8.9	-7.8	18.3	10.3	10.3	8.4	6.0	2.0	2.0

1. 许多国家近年的数字由基金组织工作人员估计。有些国家的数据是以财政年度为基础的。

2. 2002年年度百分比变化是根据18个月的数据计算所得，反映出财政年度周期（7-6月至1-12月）的变化。

3. 由于最近的趋势，不可能足够精确地预测GDP，因此未对2008年及以后作出预测。

4. 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。许多国家最近几年的数据是基金组织工作人员的估计。由于一般情况下得不到可靠的可比数据，表中的数据仅视为经济规模的概数。特别是属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。

5. 蒙古虽不属于独联体成员国，但由于其地理位置和经济结构的相似性，也将其编入其中。

**表A5. 通货膨胀概况**  
(百分比)

	平均值 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
<b>GDP紧缩指数</b>												
<b>先进经济体</b>	2.6	1.5	1.9	1.6	1.7	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	1.7	1.9
美国	2.2	2.2	2.4	1.7	2.1	2.9	3.3	3.2	2.7	2.2	1.6	1.9
欧元区	...	1.5	2.4	2.6	2.2	1.8	2.0	2.0	2.2	2.4	1.8	2.1
日本	0.6	-1.7	-1.2	-1.5	-1.6	-1.1	-1.2	-1.0	-0.8	-0.6	0.3	1.1
其他先进经济体 <sup>1</sup>	3.3	2.1	2.0	1.7	2.1	2.2	2.0	1.9	2.4	3.2	2.5	1.9
<b>消费价格</b>												
<b>先进经济体</b>	3.0	2.2	2.1	1.5	1.8	2.0	2.3	2.4	2.2	3.6	2.0	2.0
美国	3.0	3.4	2.8	1.6	2.3	2.7	3.4	3.2	2.9	4.2	1.8	2.1
欧元区 <sup>2</sup>	...	2.2	2.4	2.3	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1	3.5	1.9	1.9
日本	1.2	-0.8	-0.7	-0.9	-0.3	—	-0.3	0.3	—	1.6	0.9	1.5
其他先进经济体	3.5	1.8	2.1	1.7	1.8	1.7	2.1	2.1	2.1	3.9	3.0	2.2
<b>新兴经济体和发展中经济体</b>	51.3	8.5	7.7	6.8	6.6	5.9	5.7	5.4	6.4	9.4	7.8	4.8
<b>按地区</b>												
非洲	24.9	11.7	11.0	9.0	8.6	6.4	7.1	6.3	6.2	10.2	8.3	4.8
中东欧	60.1	24.9	21.5	16.4	10.1	6.3	5.1	5.4	5.6	7.8	5.7	3.2
独联体 <sup>3</sup>	...	24.1	20.3	14.0	12.3	10.4	12.1	9.4	9.7	15.6	12.6	7.5
发展中亚洲	8.7	1.9	2.8	2.1	2.6	4.1	3.8	4.2	5.4	7.8	6.2	3.7
中东	10.9	4.1	3.8	5.3	6.1	7.1	6.2	7.0	10.6	15.8	14.4	8.2
西半球	98.4	8.3	6.5	8.7	10.5	6.6	6.3	5.3	5.4	7.9	7.3	5.6
<b>备注</b>												
欧盟	10.0	3.1	3.0	2.5	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	3.9	2.4	2.1
<b>按分析标准</b>												
<b>按出口收入来源</b>												
燃料	76.0	14.4	13.4	11.8	11.5	9.8	9.6	8.5	9.8	15.2	13.4	8.7
非燃料	45.1	7.1	6.3	5.6	5.5	5.0	4.8	4.7	5.6	8.1	6.5	3.9
其中，初级产品	55.0	17.8	15.4	8.4	6.6	4.0	7.2	7.4	6.5	10.7	8.3	4.8
<b>按外部融资来源</b>												
净债务国	52.2	9.4	8.4	8.1	7.3	5.4	5.9	6.1	5.9	8.7	7.5	4.3
其中，官方融资	17.5	4.2	4.3	4.7	6.6	7.3	7.9	7.5	8.9	15.6	12.9	6.0
<b>按净债务国偿债经历</b>												
2002-2006年有债务拖欠和/或重组的国家	28.5	7.2	8.3	11.2	7.6	5.8	8.6	9.9	7.2	10.7	10.6	5.8
<b>备注</b>												
<b>通货膨胀率中值</b>												
先进经济体	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9	2.1	2.2	2.1	3.8	2.6	2.0
新兴经济体和发展中经济体	10.1	4.0	4.7	3.3	4.3	4.5	5.7	5.6	6.2	9.6	7.4	4.0

1. 在本表中，“其他先进经济体”指除美国、欧元区和日本之外的先进经济体。
2. 根据欧洲的协调消费价格指数。
3. 蒙古虽不属于独联体成员国，但由于其地理位置和经济结构的相似性，也将其编入其中。

表A6. 先进经济体：消费价格

(年度百分比变化)

	平均值												期末		
	1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	2007	2008	2009
<b>消费价格</b>															
<b>先进经济体</b>	3.0	2.2	2.1	1.5	1.8	2.0	2.3	2.4	2.2	3.6	2.0	2.0	3.1	3.2	1.7
美国	3.0	3.4	2.8	1.6	2.3	2.7	3.4	3.2	2.9	4.2	1.8	2.1	4.1	3.1	1.6
欧元区 <sup>1</sup>	...	2.2	2.4	2.3	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1	3.5	1.9	1.9	3.1	2.9	1.7
德国	2.4	1.4	1.9	1.4	1.0	1.8	1.9	1.8	2.3	2.9	1.4	1.7	3.1	2.4	0.8
法国	1.9	1.8	1.8	1.9	2.2	2.3	1.9	1.9	1.6	3.4	1.6	1.8	2.8	2.6	1.6
意大利	4.1	2.6	2.3	2.6	2.8	2.3	2.2	2.2	2.0	3.4	1.9	2.0	1.8	4.6	1.6
西班牙	4.3	3.5	2.8	3.6	3.1	3.1	3.4	3.6	2.8	4.5	2.6	2.4	4.3	3.6	2.2
荷兰	2.3	2.3	5.1	3.8	2.2	1.4	1.5	1.7	1.6	2.9	2.6	2.0	1.6	2.9	2.6
比利时	2.0	2.7	2.4	1.6	1.5	1.9	2.5	2.3	1.8	4.6	2.8	1.9	3.1	4.1	2.2
奥地利	2.1	2.0	2.3	1.7	1.3	2.0	2.1	1.7	2.2	3.5	2.3	1.8	3.5	2.9	1.8
芬兰	2.1	3.0	2.7	2.0	1.3	0.1	0.8	1.3	1.6	3.9	2.5	2.0	1.9	4.5	2.7
希腊	10.8	2.9	3.7	3.9	3.4	3.0	3.5	3.3	3.0	4.4	3.1	2.5	3.9	3.7	2.9
葡萄牙	5.7	2.8	4.4	3.7	3.3	2.5	2.1	3.0	2.4	3.2	2.0	2.1	2.4	3.2	2.0
爱尔兰	2.4	5.3	4.0	4.7	4.0	2.3	2.2	2.7	2.9	3.5	2.4	2.0	3.2	3.3	2.2
卢森堡	2.2	3.2	2.7	2.1	2.0	2.2	2.5	2.7	2.3	3.7	1.8	2.0	3.4	2.8	2.0
斯洛文尼亚	...	8.8	8.4	7.5	5.6	3.6	2.5	2.5	3.6	5.9	3.3	3.3	5.6	4.7	3.0
塞浦路斯	3.7	4.9	2.0	2.8	4.0	1.9	2.0	2.2	2.2	4.6	3.5	2.0	3.7	4.4	2.9
马耳他	3.1	3.0	2.5	2.6	1.9	2.7	2.5	2.6	0.7	3.7	2.2	2.4	3.1	2.8	2.4
日本	1.2	-0.8	-0.7	-0.9	-0.3	—	-0.3	0.3	—	1.6	0.9	1.5	0.7	1.9	0.5
英国 <sup>1</sup>	3.3	0.9	1.2	1.3	1.4	1.3	2.0	2.3	2.3	3.8	2.9	2.0	2.0	4.6	2.0
加拿大	2.2	2.7	2.5	2.3	2.7	1.8	2.2	2.0	2.1	2.5	2.1	2.0	2.4	2.9	1.9
韩国	5.7	2.3	4.1	2.8	3.5	3.6	2.8	2.2	2.5	4.8	4.0	3.0	3.6	5.0	3.0
澳大利亚	2.5	4.5	4.4	3.0	2.8	2.3	2.7	3.5	2.3	4.6	3.6	2.8	3.0	4.8	3.2
中国台湾	2.9	1.3	—	-0.2	-0.3	1.6	2.3	0.6	1.8	4.2	2.5	1.5	3.3	4.3	1.8
瑞典	3.6	1.3	2.7	1.9	2.3	1.0	0.8	1.5	1.7	3.4	2.8	2.0	2.5	3.3	2.4
瑞士	2.3	1.6	1.0	0.6	0.6	0.8	1.2	1.0	0.7	2.6	1.5	1.0	2.0	1.2	1.5
中国香港	6.8	-3.7	-1.6	-3.0	-2.6	-0.4	0.9	2.0	2.0	4.8	4.3	3.0	3.8	3.8	5.1
丹麦	2.1	2.9	2.4	2.4	2.1	1.2	1.8	1.9	1.7	3.4	2.8	1.9	2.3	3.7	2.4
挪威	2.4	3.1	3.0	1.3	2.5	0.4	1.6	2.3	0.8	3.2	2.7	2.5	2.8	1.4	2.4
以色列	11.2	1.1	1.1	5.7	0.7	-0.4	1.3	2.1	0.5	4.8	3.3	2.0	3.4	5.1	1.9
新加坡	1.9	1.3	1.0	-0.4	0.5	1.7	0.5	1.0	2.1	6.5	3.3	1.7	3.9	5.6	2.6
新西兰	2.1	2.6	2.6	2.6	1.7	2.3	3.0	3.4	2.4	4.2	3.8	2.2	3.2	4.8	2.9
冰岛	4.1	5.1	6.6	4.8	2.1	3.2	4.0	6.8	5.0	12.1	11.2	2.0	5.9	14.9	9.1
备注															
主要先进经济体	2.6	2.1	1.9	1.3	1.7	2.0	2.3	2.4	2.2	3.5	1.7	1.9	3.0	3.0	1.4
亚洲新兴工业化经济体	4.7	1.2	1.9	1.0	1.4	2.4	2.2	1.6	2.2	4.8	3.5	2.5	3.6	4.7	2.9

1. 根据欧洲的协调消费价格指数。

表A7. 新兴经济体和发展中经济体，按国家：消费价格<sup>1</sup>  
(年度百分比变化)

	平均值												期末		
	1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	2007	2008	2009
非洲	24.9	11.7	11.0	9.0	8.6	6.4	7.1	6.3	6.2	10.2	8.3	4.8	7.1	11.2	6.8
阿尔及利亚	17.3	0.3	4.2	1.4	2.6	3.6	1.6	2.5	3.6	4.3	4.0	2.9	4.4	4.2	3.9
安哥拉	463.0	325.0	152.6	108.9	98.3	43.6	23.0	13.3	12.2	12.1	9.3	4.5	11.8	11.0	8.0
贝宁	7.2	4.2	4.0	2.4	1.5	0.9	5.4	3.8	1.3	8.8	6.5	2.8	0.3	13.1	3.7
博茨瓦纳	10.9	8.5	6.6	8.0	9.2	7.0	8.6	11.6	7.1	12.6	11.9	9.5	8.1	13.4	10.7
布基纳法索	4.3	-0.3	4.7	2.3	2.0	-0.4	6.4	2.4	-0.2	9.5	5.0	2.0	2.3	5.5	3.5
布隆迪	13.5	24.3	9.3	-1.3	10.7	8.0	13.4	2.8	8.3	24.3	15.4	5.2	14.7	23.7	9.8
喀麦隆 <sup>2</sup>	4.9	0.8	2.8	6.3	0.6	0.3	2.0	5.1	0.9	4.1	2.1	2.0	3.5	2.5	1.7
佛得角	7.3	-2.4	3.7	1.9	1.2	-1.9	0.4	4.8	4.4	5.7	4.9	2.0	3.4	6.5	4.1
中非共和国	3.5	3.2	3.8	2.3	4.4	-2.2	2.9	6.7	0.9	8.5	6.7	2.5	-0.2	13.0	3.8
乍得	4.1	3.8	12.4	5.2	-1.8	-5.4	7.9	7.9	-8.8	5.0	3.0	3.0	0.8	2.9	3.0
科摩罗	2.5	5.9	5.6	3.6	3.7	4.5	3.0	3.4	4.5	5.9	5.6	3.1	2.2	9.6	1.6
刚果民主共和国	848.4	550.0	357.3	25.3	12.8	4.0	21.4	13.2	16.7	17.5	15.1	10.0	10.0	23.5	11.5
刚果共和国	7.3	0.4	0.8	3.1	1.5	3.8	2.5	4.7	2.6	4.0	4.0	3.0	-1.7	5.0	3.0
科特迪瓦	6.0	-0.4	4.4	3.1	3.3	1.5	3.9	2.5	1.9	5.6	5.7	3.0	1.5	9.0	3.0
吉布提	4.2	1.6	1.8	0.6	2.0	3.1	3.1	3.5	5.0	8.1	6.0	3.0	5.0	8.1	6.0
赤道几内亚	6.1	4.8	8.8	7.6	7.3	4.2	5.7	4.5	2.8	6.4	5.5	4.0	3.7	6.5	5.2
厄立特里亚	...	19.9	14.6	16.9	22.7	25.1	12.5	15.1	9.3	11.0	10.5	8.5	12.3	11.0	10.0
埃塞俄比亚	7.1	6.2	-5.2	-7.2	15.1	8.6	6.8	12.3	15.8	25.3	40.8	9.1	15.1	55.3	18.0
加蓬	5.5	0.5	2.1	0.2	2.1	0.4	1.2	-1.4	5.0	5.1	5.7	2.5	5.9	5.1	5.5
冈比亚	5.4	0.9	4.5	8.6	17.0	14.3	5.0	2.1	5.4	6.0	5.5	4.0	6.0	6.0	5.0
加纳	26.8	25.2	32.9	14.8	26.7	12.6	15.1	10.2	10.7	16.8	13.3	5.0	12.7	17.8	13.0
几内亚	8.5	6.8	5.4	3.0	11.0	17.5	31.4	34.7	22.9	17.9	9.3	5.0	12.8	15.0	10.0
几内亚比绍	35.6	8.6	3.3	3.3	-3.5	0.8	3.4	2.0	4.6	9.6	6.2	3.0	9.3	9.8	3.0
肯尼亚	16.0	10.0	5.8	2.0	9.8	11.6	10.3	14.5	9.8	25.0	6.5	5.0	12.0	24.0	6.5
莱索托	11.1	6.1	6.9	12.5	7.3	5.0	3.4	6.1	8.0	11.2	9.5	4.9	10.5	12.7	9.1
利比里亚	...	5.3	12.1	14.2	10.3	3.6	6.9	7.2	11.4	19.2	11.4	5.0	11.7	18.8	8.5
马达加斯加	16.4	10.7	6.9	16.2	-1.1	14.0	18.4	10.8	10.3	9.4	8.8	5.0	8.2	11.0	8.5
马拉维	29.0	29.6	27.2	17.3	9.6	11.4	15.5	13.9	7.9	8.2	7.9	6.7	7.5	8.2	7.0
马里	3.8	-0.7	5.2	5.0	-1.3	-3.1	6.4	1.9	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
毛里塔尼亚	5.0	6.8	7.7	5.4	5.3	10.4	12.1	6.2	7.3	12.5	9.5	5.0	7.4	12.0	7.0
毛里求斯	8.2	4.2	5.4	6.5	3.9	4.7	4.9	8.9	9.1	8.8	8.6	5.0	10.0	9.7	7.5
摩洛哥	4.4	1.9	0.6	2.8	1.2	1.5	1.0	3.3	2.0	3.9	3.5	2.6	2.0	3.9	3.5
莫桑比克	31.8	12.7	9.1	16.8	13.5	12.6	6.4	13.2	8.2	10.1	8.4	5.4	10.3	9.2	8.1
纳米比亚	10.2	9.3	9.3	11.3	7.2	4.1	2.3	5.1	6.7	8.7	8.1	4.7	7.1	9.1	7.0
尼日尔	4.5	2.9	4.0	2.7	-1.8	0.4	7.8	0.1	0.1	8.3	3.5	2.0	4.7	6.4	3.5
尼日利亚	28.5	6.9	18.0	13.7	14.0	15.0	17.8	8.3	5.5	11.0	11.1	8.5	6.6	13.1	9.8
卢旺达	16.3	3.9	3.4	2.0	7.4	12.0	9.0	8.9	9.1	12.0	8.0	5.0	6.6	15.5	5.0
圣多美和普林西比	39.2	11.0	9.2	10.1	9.8	13.3	17.2	23.1	18.5	25.9	19.8	5.0	27.6	24.5	16.0
塞内加尔	4.0	0.7	3.0	2.3	—	0.5	1.7	2.1	5.9	5.4	2.8	2.2	6.2	4.1	2.2
塞舌尔	2.0	6.3	6.0	0.2	3.3	3.9	0.8	-1.4	5.7	27.3	28.7	3.0	16.8	21.2	35.2
塞拉利昂	42.6	-0.9	2.6	-3.7	7.5	14.2	12.1	9.5	11.7	15.3	13.9	6.5	13.8	15.7	12.1
南非	9.8	5.4	5.7	9.2	5.8	1.4	3.4	4.7	7.1	11.8	8.0	4.5	9.0	12.7	6.6
苏丹	75.2	8.0	4.9	8.3	7.7	8.4	8.5	7.2	8.0	16.0	10.0	4.5	8.8	12.0	8.0
斯威士兰	9.5	7.2	7.5	11.7	7.4	3.4	4.8	5.3	8.2	12.7	8.9	5.3	9.8	13.5	7.5
坦桑尼亚	21.3	6.2	5.1	4.6	4.4	4.1	4.4	7.3	7.0	9.2	6.5	5.0	6.4	8.3	5.0
多哥	6.0	1.9	3.9	3.1	-0.9	0.4	6.8	2.2	1.0	5.2	5.2	3.4	3.4	4.9	4.5
突尼斯	4.8	2.3	2.0	2.7	2.7	3.6	2.0	4.5	3.1	5.1	4.5	2.7	5.3	4.7	4.5
乌干达	16.3	5.8	4.5	-2.0	5.7	5.0	8.0	6.6	6.8	7.3	7.8	4.5	4.4	12.5	4.5
赞比亚	68.3	26.1	21.7	22.2	21.4	18.0	18.3	9.0	10.7	11.8	8.6	5.0	8.9	12.7	9.0
津巴布韦 <sup>3</sup>	28.1	55.6	73.4	133.2	365.0	350.0	237.8	1,016.7	10,452.6	...	...	...	108,844.1	...	...

表A7 (续)

	平均值 1990-99												期末		
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	2007	2008	2009
中东欧 <sup>4</sup>	60.1	24.9	21.5	16.4	10.1	6.3	5.1	5.4	5.6	7.8	5.7	3.2	6.6	7.3	5.5
阿尔巴尼亚	34.7	—	3.1	5.2	2.3	2.9	2.4	2.4	2.9	4.0	3.0	2.8	3.1	3.9	3.0
波斯尼亚和黑塞哥维那	...	5.0	4.5	0.3	0.5	0.3	3.6	6.1	1.5	8.5	5.2	2.5	4.9	8.1	3.5
保加利亚	110.3	10.3	7.4	5.8	2.3	6.1	6.0	7.4	7.6	12.2	7.0	3.4	11.6	9.6	6.5
克罗地亚	...	4.6	3.8	1.7	1.8	2.0	3.3	3.2	2.9	7.0	4.9	3.0	5.8	6.5	4.0
捷克共和国	13.9	3.8	4.7	1.8	0.1	2.8	1.8	2.5	2.8	6.7	3.4	2.0	5.4	5.7	3.4
爱沙尼亚	...	4.0	5.8	3.6	1.3	3.0	4.1	4.4	6.6	10.2	5.1	2.9	9.6	6.9	5.2
匈牙利	22.0	9.8	9.2	5.3	4.6	6.8	3.6	3.9	7.9	6.3	4.1	3.0	7.4	5.5	3.4
拉脱维亚	...	2.6	2.5	1.9	2.9	6.2	6.7	6.5	10.1	15.9	10.6	3.1	14.0	14.6	8.8
立陶宛	...	1.1	1.6	0.3	-1.1	1.2	2.7	3.8	5.8	11.3	6.2	2.4	8.2	9.2	5.7
前南斯拉夫马其顿共和国	...	6.4	5.5	2.2	1.2	-0.4	0.5	3.2	2.3	8.5	3.0	3.0	6.7	5.5	3.0
黑山	...	...	23.7	19.7	7.5	3.1	3.4	2.1	3.5	9.2	5.2	3.0	...	...	...
波兰	51.4	10.1	5.5	1.9	0.8	3.5	2.1	1.0	2.5	4.0	3.3	2.5	4.0	3.0	4.3
罗马尼亚	110.3	45.7	34.5	22.5	15.3	11.9	9.0	6.6	4.8	8.2	6.6	3.5	6.6	7.9	6.2
塞尔维亚	...	70.0	91.8	19.5	11.7	10.1	17.3	12.7	6.8	10.7	7.5	7.5	10.1	8.5	8.0
斯洛伐克共和国	...	12.2	7.2	3.5	8.4	7.5	2.8	4.3	1.9	3.9	3.6	2.5	2.5	4.1	3.0
土耳其	76.1	55.0	54.2	45.1	25.3	8.6	8.2	9.6	8.8	10.5	8.4	4.0	8.4	10.9	7.5
独联体 <sup>4,5</sup>	...	24.1	20.3	14.0	12.3	10.4	12.1	9.4	9.7	15.6	12.6	7.5	13.0	14.8	10.7
俄罗斯	...	20.8	21.5	15.8	13.7	10.9	12.7	9.7	9.0	14.0	12.0	7.7	11.9	13.8	10.5
不包括俄罗斯	...	34.1	17.1	9.2	8.6	9.1	10.7	8.9	11.6	19.7	14.2	6.9	15.7	17.2	11.3
亚美尼亚	...	-0.8	3.1	1.1	4.7	7.0	0.6	2.9	4.4	9.4	5.0	4.0	6.6	7.5	5.0
阿塞拜疆	...	1.8	1.5	2.8	2.2	6.7	9.7	8.4	16.6	22.4	20.0	15.0	19.5	25.0	15.0
白俄罗斯	...	168.6	61.1	42.6	28.4	18.1	10.3	7.0	8.4	15.3	9.6	7.2	12.1	16.3	6.3
格鲁吉亚	...	4.0	4.7	5.6	4.8	5.7	8.3	9.2	9.2	10.0	7.6	6.0	11.0	8.0	8.0
哈萨克斯坦	...	13.3	8.4	5.9	6.4	6.9	7.6	8.6	10.8	17.6	9.8	6.0	18.8	11.5	8.0
吉尔吉斯共和国	...	18.7	6.9	2.1	3.1	4.1	4.3	5.6	10.2	24.5	12.2	5.1	20.1	20.0	12.0
摩尔多瓦	...	31.3	9.8	5.3	11.7	12.5	11.9	12.7	12.4	13.7	9.7	5.0	13.1	11.5	9.5
蒙古	...	11.6	6.2	0.9	5.1	7.9	12.5	5.1	9.0	26.0	18.8	5.3	15.1	27.5	10.0
塔吉克斯坦	...	32.9	38.6	12.2	16.4	7.2	7.3	10.0	13.2	21.6	15.5	6.0	19.8	18.0	13.0
土库曼斯坦	...	8.0	11.6	8.8	5.6	5.9	10.7	8.2	6.3	13.0	12.0	6.0	8.6	12.0	12.0
乌克兰	...	28.2	12.0	0.8	5.2	9.0	13.5	9.1	12.8	25.3	18.8	5.8	16.6	21.6	14.7
乌兹别克斯坦	...	25.0	27.3	27.3	11.6	6.6	10.0	14.2	12.3	11.1	10.6	8.0	11.9	11.0	10.0

表A7 (续)

	平均值 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	期末		
													2007	2008	2009
<b>发展中亚洲</b>	<b>8.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>	<b>2.6</b>	<b>4.1</b>	<b>3.8</b>	<b>4.2</b>	<b>5.4</b>	<b>7.8</b>	<b>6.2</b>	<b>3.7</b>	<b>6.3</b>	<b>7.4</b>	<b>6.2</b>
阿富汗伊斯兰共和国	...	...	...	5.1	24.1	13.2	12.3	5.1	13.0	24.0	9.5	5.0	20.7	15.6	6.0
孟加拉国	6.4	2.5	1.9	3.7	5.4	6.1	7.0	7.1	9.1	10.1	10.0	4.7	9.6	10.5	9.4
不丹	9.8	4.0	3.4	2.5	2.1	4.6	5.3	5.0	5.2	7.7	5.0	3.9	4.8	6.4	4.5
文莱达鲁萨兰国	...	1.2	0.6	-2.3	0.3	0.9	1.1	0.2	0.3	0.8	1.0	1.2	...	...	...
柬埔寨	...	-0.8	0.2	3.3	1.2	3.9	5.8	4.7	5.9	20.1	9.0	4.3	10.8	16.3	9.6
中国	7.5	0.4	0.7	-0.8	1.2	3.9	1.8	1.5	4.8	6.4	4.3	3.3	6.6	4.5	5.5
斐济	4.2	1.1	4.3	0.8	4.2	2.8	2.4	2.5	4.3	7.0	6.0	4.0	6.0	7.0	6.0
印度	9.5	4.0	3.8	4.3	3.8	3.8	4.2	6.2	6.4	7.9	6.7	3.9	5.5	9.2	5.1
印度尼西亚	13.6	3.8	11.5	11.8	6.8	6.1	10.5	13.1	6.2	9.8	8.8	4.7	5.6	12.0	7.5
基里巴斯	3.4	0.4	6.0	3.2	2.5	-1.9	-0.5	-0.2	0.2	1.0	1.5	2.5	3.7	2.8	2.5
老挝人民民主共和国	22.6	23.2	9.3	9.2	15.5	10.5	7.2	6.8	4.5	8.4	5.4	4.5	5.6	7.3	5.0
马来西亚	3.7	1.6	1.4	1.8	1.1	1.4	3.0	3.6	2.0	6.0	4.7	2.5	2.2	7.2	3.3
马尔代夫	8.4	-1.2	0.7	0.9	-2.8	6.3	3.3	3.5	7.4	15.0	4.0	3.0	10.3	9.5	3.5
缅甸	26.9	-1.7	34.5	58.1	24.9	3.8	10.7	25.7	33.9	34.5	30.0	18.0	29.0	40.0	20.0
尼泊尔	9.8	3.4	2.4	2.9	4.7	4.0	4.5	8.0	6.4	8.0	8.5	4.0	5.1	13.4	5.3
巴基斯坦	9.6	3.6	4.4	2.5	3.1	4.6	9.3	7.9	7.8	12.0	23.0	7.0	7.0	21.5	20.0
巴布亚新几内亚	8.6	15.6	9.3	11.8	14.7	2.1	1.8	2.4	0.9	5.0	5.0	4.0	3.2	5.5	4.5
菲律宾	9.6	4.0	6.8	2.9	3.5	6.0	7.7	6.2	2.8	10.1	7.0	3.5	3.9	12.2	4.3
萨摩亚	4.4	-0.2	1.9	7.4	4.3	7.9	1.9	3.8	6.0	7.1	5.1	3.0	5.1	6.0	4.7
所罗门群岛	10.7	6.9	7.6	9.3	10.0	6.9	7.4	11.2	7.7	15.1	8.8	5.0	10.9	6.7	6.5
斯里兰卡	11.2	6.2	14.2	9.6	9.0	9.0	11.0	10.0	15.8	23.7	20.0	14.8	18.7	22.2	17.7
泰国	5.0	1.6	1.7	0.6	1.8	2.8	4.5	4.6	2.2	5.7	3.2	1.6	3.2	2.5	6.5
东帝汶	...	63.6	3.6	4.8	7.0	3.2	1.8	4.1	7.8	4.0	3.5	3.2	7.8	4.0	3.5
汤加	4.4	5.3	6.9	10.4	11.1	11.7	9.7	7.0	5.1	14.5	12.3	4.2	5.6	6.0	6.0
瓦努阿图	3.2	2.5	3.7	2.0	3.0	1.4	1.2	2.0	3.9	3.8	3.0	2.5	4.1	3.8	2.5
越南	19.2	-1.6	-0.4	4.0	3.2	7.7	8.2	7.5	8.3	24.0	15.0	6.0	12.6	25.0	11.0
<b>中东</b>	<b>10.9</b>	<b>4.1</b>	<b>3.8</b>	<b>5.3</b>	<b>6.1</b>	<b>7.1</b>	<b>6.2</b>	<b>7.0</b>	<b>10.6</b>	<b>15.8</b>	<b>14.4</b>	<b>8.2</b>	<b>11.4</b>	<b>16.1</b>	<b>13.8</b>
巴林	0.8	-0.7	-1.2	-0.5	1.7	2.3	2.6	2.2	3.4	4.5	6.0	3.0	4.0	10.5	6.0
埃及	10.7	2.8	2.4	2.4	3.2	8.1	8.8	4.2	11.0	11.7	16.1	7.5	8.6	20.2	12.0
伊朗伊斯兰共和国	23.5	12.8	11.3	15.7	15.6	15.3	10.4	11.9	18.4	26.0	22.0	15.0	22.5	24.0	22.0
伊拉克	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
约旦	5.0	0.7	1.8	1.8	1.6	3.4	3.5	6.3	5.4	15.8	7.6	2.8	5.7	16.1	5.5
科威特	3.6	1.6	1.4	0.8	1.0	1.3	4.1	3.1	5.5	9.0	7.5	4.5	5.5	9.0	7.5
黎巴嫩	24.9	-0.4	-0.4	1.8	1.3	1.7	-0.7	5.6	4.1	11.0	6.2	2.2	6.0	8.6	3.8
利比亚	6.2	-2.9	-8.8	-9.9	-2.1	1.0	2.9	1.4	6.2	12.0	10.0	6.0	7.3	12.0	10.0
阿曼	1.6	-1.2	-0.8	-0.3	0.2	0.7	1.9	3.4	5.9	11.2	9.0	5.0	8.6	10.0	8.0
卡塔尔	2.9	1.7	1.4	0.2	2.3	6.8	8.8	11.8	13.8	15.0	13.0	5.0	13.8	15.0	13.0
沙特阿拉伯	1.2	-1.1	-1.1	0.2	0.6	0.4	0.6	2.3	4.1	11.5	10.0	5.0	4.1	11.5	10.0
叙利亚阿拉伯共和国	7.2	-3.9	3.4	-0.5	5.8	4.4	7.2	10.4	4.7	8.0	7.0	5.0	4.8	-10.0	7.0
阿拉伯联合酋长国	3.6	1.4	2.7	2.9	3.2	5.0	6.2	9.3	11.1	12.9	10.8	3.4	...	...	...
也门共和国	37.0	10.9	11.9	12.2	10.8	12.5	11.8	18.2	12.5	17.2	14.4	10.4	8.6	15.9	13.0

表A7 (续完)

	平均值 1990-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	期末		
													2007	2008	2009
西半球	98.4	8.3	6.5	8.7	10.5	6.6	6.3	5.3	5.4	7.9	7.3	5.6	6.3	8.5	6.6
安提瓜和巴布达	3.4	-0.6	1.7	2.4	2.0	2.0	2.1	1.8	1.4	3.0	2.0	2.0	5.1	3.0	2.0
阿根廷	59.3	-0.9	-1.1	25.9	13.4	4.4	9.6	10.9	8.8	9.1	9.1	9.0	8.5	9.0	9.0
巴哈马	2.8	1.6	2.0	2.2	3.0	1.0	2.2	1.8	2.5	4.5	3.5	2.0	2.9	5.7	2.0
巴巴多斯	2.9	2.4	2.6	-1.2	1.6	1.4	6.1	7.3	4.0	9.0	6.4	2.6	4.8	14.5	-2.7
伯利兹	2.0	0.7	1.2	2.2	2.6	3.1	3.7	4.2	2.3	4.6	3.3	2.5	4.1	4.0	2.5
玻利维亚	10.4	4.6	1.6	0.9	3.3	4.4	5.4	4.3	8.7	14.3	10.6	4.0	11.7	13.0	9.9
巴西	325.4	7.1	6.8	8.4	14.8	6.6	6.9	4.2	3.6	5.7	5.1	4.5	4.5	6.3	4.5
智利	11.5	3.8	3.6	2.5	2.8	1.1	3.1	3.4	4.4	8.9	6.5	3.0	7.8	8.5	4.9
哥伦比亚	22.0	9.2	8.0	6.3	7.1	5.9	5.0	4.3	5.5	7.3	5.5	3.4	5.7	7.2	4.9
哥斯达黎加	16.7	11.0	11.3	9.2	9.4	12.3	13.8	11.5	9.4	12.2	10.9	4.5	10.8	13.0	9.0
多米尼克	2.3	0.9	1.6	0.1	1.6	2.4	1.6	2.6	2.7	2.2	1.5	1.5	3.4	2.4	1.5
多米尼加共和国	14.2	7.7	8.9	5.2	27.4	51.5	4.2	7.6	6.1	12.3	10.7	7.9	8.9	14.3	7.7
厄瓜多尔	38.6	96.1	37.7	12.6	7.9	2.7	2.1	3.3	2.3	8.5	5.1	2.5	3.3	9.5	4.0
萨尔瓦多	10.4	2.3	3.8	1.9	2.1	4.5	4.7	4.0	3.9	7.6	7.4	3.0	4.9	9.0	6.0
格林纳达	2.9	0.6	1.7	1.1	2.2	2.3	3.5	4.2	3.9	7.8	4.5	2.3	7.4	6.2	3.9
危地马拉	14.5	6.0	7.3	8.1	5.6	7.6	9.1	6.6	6.8	10.6	7.7	4.1	8.7	9.8	6.5
圭亚那	21.8	6.1	2.7	5.4	6.0	4.7	6.9	6.7	12.2	8.6	6.8	5.0	14.0	9.0	7.0
海地	20.7	11.5	16.5	9.3	26.7	28.3	16.8	14.2	9.0	14.5	11.5	5.5	7.9	16.0	9.5
洪都拉斯	19.5	11.0	9.7	7.7	7.7	8.1	8.8	5.6	6.9	11.2	10.3	5.5	8.9	12.1	8.4
牙买加	26.7	8.1	6.9	7.0	10.1	13.5	15.1	8.5	9.3	20.2	15.4	4.5	16.8	18.3	12.0
墨西哥	20.1	9.5	6.4	5.0	4.5	4.7	4.0	3.6	4.0	4.9	4.2	3.0	3.7	5.7	3.3
尼加拉瓜	66.5	9.9	4.7	4.0	6.5	8.5	9.6	9.1	11.1	20.5	11.4	7.0	16.9	17.1	9.2
巴拿马	1.1	1.4	0.3	1.0	0.6	0.5	2.9	2.5	4.2	9.2	5.9	4.0	6.4	9.6	4.8
巴拉圭	16.2	9.0	7.3	10.5	14.2	4.3	6.8	9.6	8.1	10.5	5.6	3.0	5.9	8.6	5.0
秘鲁	112.1	3.8	2.0	0.2	2.3	3.3	1.6	2.0	1.8	5.6	4.4	2.0	3.9	5.8	3.5
圣基茨和尼维斯	3.5	2.1	2.1	2.1	2.3	2.2	3.4	8.5	4.5	2.6	4.0	2.2	2.1	4.5	3.5
圣卢西亚	3.2	3.7	5.4	-0.3	1.0	1.5	3.9	3.6	1.9	7.2	4.9	2.2	6.8	6.0	3.9
圣文森特和格林纳丁斯	3.1	0.2	0.8	0.8	0.2	3.0	3.7	3.0	6.9	9.3	6.2	3.4	8.3	9.6	3.8
苏里南	70.9	58.6	39.8	15.5	23.0	9.1	9.9	11.3	6.4	15.5	9.5	6.1	8.4	15.0	9.5
特立尼达和多巴哥	5.9	3.6	5.5	4.2	3.8	3.7	6.9	8.3	7.9	10.1	10.0	6.0	7.6	11.5	8.5
乌拉圭	45.1	4.8	4.4	14.0	19.4	9.2	4.7	6.4	8.1	6.8	6.2	5.0	8.5	7.0	6.5
委内瑞拉	46.1	16.2	12.5	22.4	31.1	21.7	16.0	13.7	18.7	27.2	33.5	30.0	22.5	32.0	35.0

1. 根据《世界经济展望》的标准惯例，消费价格的变动以年度平均值表示，而不是像有的国家的12月/12月间的变动。对许多国家，近年的数据为基金组织人员估计。某些国家为财政年度数据。

2. 2002年年度百分比变化是根据18个月的数据计算所得，反映出财政年度周期（7-6月至1-12月）的变化。

3. 2007年为估计值，对津巴布韦通货膨胀进行任何有意义的预测都是不可能的，因此没有2008年的预测值，除非政策变化，通胀可能无上限。

4. 对许多国家，早年的通货膨胀根据零售价格指数测得。近年来由于消费价格指数覆盖面更广，更新更快，得到了更普遍应用。

5. 蒙古虽不属于独联体成员国，但由于其地理位置和经济结构的相似性，也将其编入其中。

表A8. 主要先进经济体： 广义政府财政差额和债务<sup>1</sup>

(占GDP的百分比)

	平均值 1992-2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
<b>主要先进经济体</b>										
实际差额	-2.8	-4.0	-4.8	-4.2	-3.4	-2.4	-2.2	-3.2	-3.7	-2.4
产出缺口 <sup>2</sup>	0.1	-0.1	-0.4	0.2	0.3	0.7	0.7	-0.1	-1.8	-0.1
结构差额 <sup>2</sup>	-2.7	-4.0	-4.5	-4.2	-3.4	-2.6	-2.5	-3.2	-2.9	-2.3
<b>美国</b>										
实际差额	-1.8	-3.8	-4.8	-4.4	-3.3	-2.2	-2.7	-4.1	-4.6	-2.9
产出缺口 <sup>2</sup>	0.6	0.4	0.3	1.2	1.4	1.6	1.2	0.4	-1.6	—
结构差额 <sup>2</sup>	-2.0	-3.9	-4.9	-4.7	-3.8	-2.8	-3.1	-4.3	-3.9	-2.8
净债务	47.7	38.1	41.5	43.0	43.4	42.5	43.2	46.3	50.7	56.9
总债务	64.2	56.1	59.4	60.4	60.7	59.9	60.7	61.5	65.4	70.4
<b>欧元区</b>										
实际差额	-3.5	-2.6	-3.1	-3.0	-2.5	-1.3	-0.6	-1.5	-2.0	-0.8
产出缺口 <sup>2</sup>	-0.1	0.2	-0.9	-0.7	-1.0	-0.2	0.5	0.2	-1.1	—
结构差额 <sup>2</sup>	-3.0	-2.7	-2.7	-2.5	-2.1	-1.4	-0.9	-1.1	-1.1	-0.5
净债务	58.3	58.3	59.7	60.2	60.6	58.7	56.9	56.4	57.1	54.3
总债务	70.3	68.2	69.3	69.7	70.3	68.6	66.5	69.9	70.6	66.7
<b>德国<sup>3</sup></b>										
实际差额	-2.2	-3.7	-4.0	-3.8	-3.3	-1.5	-0.2	-0.3	-0.8	—
产出缺口 <sup>2</sup>	0.2	-0.2	-1.7	-1.9	-2.3	-0.8	0.4	1.0	-0.3	—
结构差额 <sup>2,4</sup>	-1.8	-2.9	-3.2	-2.8	-2.3	-1.2	-0.2	-0.8	-0.3	—
净债务	46.8	54.3	57.7	60.0	61.8	60.2	57.7	56.1	56.8	55.8
总债务	54.3	59.6	62.8	64.7	66.4	66.0	63.2	76.4	77.0	73.5
<b>法国</b>										
实际差额	-3.7	-3.1	-4.1	-3.6	-3.0	-2.4	-2.7	-3.3	-3.9	-1.5
产出缺口 <sup>2</sup>	-0.8	0.7	-0.2	0.2	—	0.1	0.2	-1.0	-2.7	—
结构差额 <sup>2,4</sup>	-3.1	-3.5	-3.8	-3.5	-3.2	-2.3	-2.6	-2.7	-2.3	-1.5
净债务	44.8	49.1	53.2	55.3	56.7	53.9	54.2	55.5	57.8	57.1
总债务	54.1	58.8	62.9	65.0	66.4	63.6	63.9	65.2	67.5	66.8
<b>意大利</b>										
实际差额	-5.5	-2.9	-3.5	-3.5	-4.2	-3.4	-1.6	-2.6	-2.9	-2.4
产出缺口 <sup>2</sup>	-0.5	0.7	-0.5	-0.2	-0.8	-0.2	0.2	-0.6	-1.6	-1.0
结构差额 <sup>2,4</sup>	-5.3	-4.1	-3.4	-3.7	-4.0	-3.3	-1.8	-2.3	-2.1	-1.9
净债务	109.5	102.1	101.5	100.8	102.7	102.7	101.1	101.3	102.5	101.9
总债务	114.9	105.7	104.4	103.8	105.8	106.5	104.0	104.3	105.5	104.9
<b>日本</b>										
实际差额	-4.6	-8.0	-8.0	-6.2	-5.0	-3.8	-3.2	-3.4	-3.9	-3.2
不包括社会保险	-6.2	-7.9	-8.1	-6.6	-5.4	-3.8	-2.7	-2.7	-3.4	-3.1
产出缺口 <sup>2</sup>	-0.5	-2.3	-2.2	-1.1	-0.9	-0.2	0.2	-0.7	-1.8	—
结构差额 <sup>2</sup>	-4.4	-7.0	-7.1	-5.7	-4.7	-3.7	-3.3	-3.1	-3.2	-3.2
不包括社会保险	-6.8	-7.3	-7.6	-6.4	-5.2	-3.8	-2.7	-2.6	-3.0	-3.1
净债务	37.0	72.6	76.5	82.7	84.6	88.4	90.6	94.3	97.6	99.2
总债务	108.5	160.9	167.2	178.1	191.6	194.7	195.4	198.6	200.9	191.1
<b>英国</b>										
实际差额	-3.0	-1.9	-3.3	-3.4	-3.3	-2.6	-2.7	-3.5	-4.4	-3.5
产出缺口 <sup>2</sup>	-0.4	-0.1	-0.1	0.1	-0.4	-0.1	0.3	-1.1	-3.2	—
结构差额 <sup>2</sup>	-2.5	-1.9	-2.9	-3.4	-3.0	-2.6	-2.8	-2.9	-2.8	-2.6
净债务	37.1	32.0	33.7	35.6	37.4	38.1	38.3	37.6	38.5	39.7
总债务	42.6	37.2	38.5	40.3	42.1	43.3	44.1	43.4	44.3	45.8
<b>加拿大</b>										
实际差额	-2.7	-0.1	-0.1	0.9	1.5	1.3	1.4	0.7	0.6	1.2
产出缺口 <sup>2</sup>	-0.2	0.2	-0.7	-0.2	0.0	0.5	0.6	-1.4	-2.8	—
结构差额 <sup>2</sup>	-2.4	-0.2	0.2	1.0	1.5	1.1	1.1	1.2	1.7	1.2
净债务	60.4	42.6	38.7	34.5	30.0	26.4	23.2	21.5	20.4	12.2
总债务	93.5	80.6	76.6	72.4	70.5	67.9	64.2	60.7	58.4	43.1

注：各国所使用的方法和特殊假设在专栏A1中讨论。

1. 债务数据指的是年末值。各国间债务数据并不总有可比性。
2. 占潜在GDP的百分比。
3. 从1995年开始，Treuhandanstalt（及其他各种机构的）债务及债务偿还义务由广义政府接收。此债务相当于潜在GDP的8%，相关的债务偿还相当于GDP的0.5%~1%。
4. 不包括出售移动电话许可证的一次性收入（德国相当于2000年GDP的2.5%，法国为2001年和2002年GDP的0.1%，意大利为2002年GDP的1.2%）。也不包括可观的一次性出售资产收入，特别在法国此项收入占2005年GDP的0.5%。

表A9. 世界贸易量和价格概况

(年度百分比变化)

	10年平均		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990-99	2000-09										
<b>商品和服务贸易</b>												
<b>世界贸易<sup>1</sup></b>												
贸易量	6.5	6.5	12.3	0.3	3.5	5.4	10.7	7.6	9.3	7.2	4.9	4.1
价格通货紧缩指数												
以美元计值	—	5.0	-0.5	-3.6	1.2	10.4	9.7	5.6	5.0	8.1	15.3	0.2
以特别提款权计值	-0.7	3.6	3.1	-0.1	-0.6	2.1	3.7	5.8	5.5	3.9	10.6	2.0
<b>贸易量</b>												
<b>出口</b>												
先进经济体	6.5	5.3	11.9	-0.5	2.4	3.3	9.1	6.1	8.4	5.9	4.3	2.5
新兴经济体和发展中经济体	7.5	9.2	13.8	2.6	6.9	10.5	13.9	10.8	11.0	9.5	6.3	7.4
<b>进口</b>												
先进经济体	6.4	4.8	11.9	-0.5	2.7	4.1	9.4	6.4	7.5	4.5	1.9	1.1
新兴经济体和发展中经济体	6.5	11.2	13.8	3.2	6.2	10.0	16.0	12.0	14.7	14.2	11.7	10.5
<b>贸易量</b>												
先进经济体	—	-0.5	-2.6	0.4	0.8	1.0	—	-1.5	-1.2	0.3	-1.8	-0.1
新兴经济体和发展中经济体	-0.7	2.4	6.0	-2.3	0.3	1.1	3.0	5.2	4.9	1.7	5.5	-0.9
<b>商品贸易</b>												
<b>世界贸易<sup>1</sup></b>												
贸易量	6.7	6.6	13.0	-0.4	3.7	6.3	10.9	7.6	9.3	6.5	5.2	4.4
价格通货紧缩指数												
以美元计值	-0.3	5.1	0.2	-3.9	0.6	9.9	9.8	6.1	5.7	8.2	16.0	-0.1
以特别提款权计值	-0.9	3.7	3.9	-0.4	-1.1	1.6	3.8	6.4	6.1	4.0	11.3	1.8
<b>以美元计值的世界贸易价格<sup>2</sup></b>												
制成品	0.3	4.6	-5.3	-3.4	2.1	14.4	9.5	3.6	3.7	8.8	13.8	0.5
石油	—	18.8	57.0	-13.8	2.5	15.8	30.7	41.3	20.5	10.7	50.8	-6.3
非燃料初级商品	-2.2	6.9	4.2	-4.8	1.9	5.9	15.2	6.1	23.2	14.1	13.3	-6.2
食品	-2.3	6.9	2.5	-2.0	3.5	6.3	14.0	-0.9	10.5	15.2	29.8	-5.8
饮料	-0.5	4.6	-18.4	-13.3	24.3	4.8	-0.9	18.1	8.4	13.8	27.5	-7.1
农业原料	-0.6	2.1	5.5	-3.4	-0.2	0.6	4.1	0.5	8.8	5.0	3.6	-2.7
金属	-4.1	11.5	13.2	-10.3	-3.5	11.8	34.6	22.4	56.2	17.4	-1.9	-8.4
<b>以特别提款权计值的世界贸易价格<sup>2</sup></b>												
制成品	-0.3	3.2	-1.8	0.1	0.4	5.7	3.6	3.9	4.2	4.5	9.2	2.4
石油	-0.6	17.2	62.8	-10.7	0.8	7.1	23.6	41.6	21.0	6.4	44.7	-4.6
非燃料初级商品	-2.9	5.5	8.1	-1.3	0.2	-2.1	9.0	6.3	23.8	9.6	8.7	-4.5
食品	-2.9	5.4	6.2	1.5	1.8	-1.7	7.8	-0.7	11.0	10.7	24.5	-4.1
饮料	-1.1	3.2	-15.4	-10.2	22.2	-3.1	-6.3	18.3	8.8	9.4	22.3	-5.4
农业原料	-1.2	0.7	9.4	0.1	-1.9	-7.0	-1.6	0.8	9.3	0.9	-0.6	-0.9
金属	-4.8	10.0	17.4	-7.0	-5.1	3.3	27.3	22.7	56.9	12.8	-5.9	-6.7
<b>以欧元计值的世界贸易价格<sup>2</sup></b>												
制成品	0.7	1.1	9.3	-0.3	-3.1	-4.5	-0.4	3.4	2.9	-0.4	2.4	1.9
石油	0.4	14.8	81.3	-11.1	-2.8	-3.3	18.9	41.0	19.5	1.4	35.6	-5.0
非燃料初级商品	-1.9	3.3	20.4	-1.8	-3.3	-11.6	4.8	5.9	22.3	4.5	1.9	-4.9
食品	-2.0	3.3	18.3	1.1	-1.8	-11.2	3.7	-1.1	9.6	5.6	16.8	-4.5
饮料	-0.1	1.1	-5.7	-10.5	17.9	-12.5	-9.9	17.8	7.5	4.2	14.7	-5.8
农业原料	-0.3	-1.3	21.8	-0.4	-5.4	-16.0	-5.3	0.3	8.0	-3.8	-6.8	-1.3
金属	-3.8	7.8	30.7	-7.4	-8.4	-6.7	22.4	22.2	55.0	7.5	-11.8	-7.1

表A9 (续完)

	10年平均值		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990-99	2000-09										
<b>商品贸易</b>												
<b>贸易量</b>												
<b>出口</b>												
先进经济体	6.4	5.2	12.7	-1.3	2.3	3.9	8.8	5.6	8.5	5.1	4.3	2.6
新兴经济体和发展中经济体	7.5	9.3	13.9	2.0	7.0	11.6	14.0	10.9	10.9	9.2	6.9	7.4
燃料出口国	2.8	5.5	7.5	0.5	3.0	12.1	8.9	5.4	4.2	4.0	5.1	4.3
非燃料出口国	9.5	10.7	15.8	2.6	8.3	11.5	15.8	12.8	13.6	11.4	7.5	8.6
<b>进口</b>												
先进经济体	6.7	5.0	12.6	-1.4	3.1	5.0	9.7	6.3	7.8	3.8	2.3	1.4
新兴经济体和发展中经济体	6.8	11.3	14.6	3.1	6.3	11.4	17.0	12.5	12.8	13.2	11.8	10.8
燃料出口国	-0.5	14.6	11.3	16.0	8.7	9.6	16.1	17.5	14.2	20.2	17.3	15.8
非燃料出口国	9.0	10.6	15.1	1.0	5.8	11.7	17.2	11.6	12.5	11.8	10.6	9.7
<b>以特别提款权计值的价格平减指数</b>												
<b>出口</b>												
先进经济体	-1.1	2.7	0.3	-0.2	-0.9	2.5	3.0	3.7	4.2	3.7	9.3	1.8
新兴经济体和发展中经济体	—	6.9	14.8	-1.0	0.1	1.4	7.5	13.9	10.8	5.4	16.1	1.6
燃料出口国	0.5	13.8	43.7	-7.3	0.6	4.2	17.1	33.2	18.1	8.0	33.1	-1.1
非燃料出口国	-0.2	4.3	6.1	1.4	-0.1	0.5	4.3	7.0	7.8	4.3	9.6	2.6
<b>进口</b>												
先进经济体	-1.4	3.2	3.4	-0.8	-1.9	1.2	3.1	5.6	5.6	3.5	10.9	1.7
新兴经济体和发展中经济体	0.7	4.1	6.6	1.1	-0.6	0.3	4.1	6.8	6.6	4.2	10.6	2.3
燃料出口国	1.0	3.8	1.9	0.4	0.9	0.7	4.2	7.3	7.8	4.6	8.1	2.3
非燃料出口国	0.5	4.2	7.5	1.2	-0.9	0.2	4.1	6.7	6.3	4.2	11.2	2.2
<b>贸易条件</b>												
先进经济体	0.3	-0.5	-3.0	0.6	1.0	1.2	-0.1	-1.8	-1.4	0.2	-1.4	0.1
新兴经济体和发展中经济体	-0.7	2.6	7.7	-2.1	0.7	1.0	3.3	6.7	4.0	1.1	4.9	-0.7
<b>按地区</b>												
非洲	-0.4	5.6	13.7	-3.5	0.2	2.8	4.0	14.4	9.7	3.9	16.6	-3.2
中东欧	-0.6	0.2	-2.3	3.5	0.9	—	1.4	-0.8	-1.5	1.1	-0.6	0.5
独联体 <sup>3</sup>	-2.2	7.7	23.3	-2.6	-2.0	9.0	12.1	14.6	8.9	2.8	17.5	-3.6
发展中亚洲	-0.2	-0.8	-3.9	0.9	0.5	-0.6	-1.9	-0.8	-0.1	-0.7	-2.7	1.7
中东	0.3	8.3	39.7	-8.3	1.7	-0.8	10.6	25.4	5.9	1.7	18.6	-3.2
西半球	-0.9	3.1	7.4	-4.2	1.7	3.1	5.9	5.8	8.8	2.2	4.3	-2.8
<b>按分析标准</b>												
<b>出口收入来源</b>												
燃料出口国	-0.5	9.7	41.1	-7.6	-0.2	3.4	12.4	24.1	9.5	3.2	23.1	-3.3
非燃料出口国	-0.7	0.1	-1.3	0.1	0.8	0.2	0.2	0.4	1.4	0.1	-1.4	0.3
<b>备注</b>												
<b>世界出口 (单位: 10亿美元)</b>												
商品和服务	5,755	13,121	7,880	7,612	7,992	9,309	11,299	12,834	14,759	17,130	20,770	21,622
商品	4,583	10,560	6,349	6,076	6,355	7,429	9,022	10,295	11,903	13,751	16,860	17,560
平均石油价格 <sup>4</sup>	—	18.8	57.0	-13.8	2.5	15.8	30.7	41.3	20.5	10.7	50.8	-6.3
每桶美元价格	18.20	54.07	28.2	24.3	25.0	28.9	37.8	53.4	64.3	71.1	107.3	100.5
制成品出口单位价格 <sup>5</sup>	0.3	4.6	-5.3	-3.4	2.1	14.4	9.5	3.6	3.7	8.8	13.8	0.5

1. 世界进出口额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；石油价格以英国布伦特、迪拜和西得克萨斯中质原油现货平均价格表示；非燃料初级商品价格用其在2002-2004年占世界商品出口总值中的比重加权后的世界市场平均价格表示。

3. 蒙古虽不属于独联体成员国，但由于其地理位置和经济结构的相似性，也将其编入其中。

4. 英国布伦特、迪拜和西得克萨斯中质原油的现货平均价格。

5. 先进经济体出口的制成品。

表A10. 国际收支经常账户差额概况

(单位: 10亿美元)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
<b>先进经济体</b>	<b>-264.8</b>	<b>-200.9</b>	<b>-213.2</b>	<b>-209.3</b>	<b>-206.1</b>	<b>-392.2</b>	<b>-454.0</b>	<b>-368.8</b>	<b>-430.2</b>	<b>-268.6</b>	<b>-199.5</b>
美国	-417.4	-382.4	-461.3	-523.4	-625.0	-729.0	-788.1	-731.2	-664.1	-485.9	-479.1
欧元区 <sup>1</sup>	-35.2	8.3	49.8	48.4	120.3	46.7	32.9	29.3	-65.5	-54.3	-14.6
日本	119.6	87.8	112.6	136.2	172.1	165.7	170.4	211.0	194.3	179.2	153.3
其他先进经济体 <sup>2</sup>	68.2	85.4	85.7	129.6	126.5	124.5	130.8	122.1	105.2	92.4	141.0
备注											
亚洲新兴工业化经济体	38.9	47.5	55.3	80.5	81.9	75.0	84.4	106.1	84.1	81.8	102.8
<b>新兴经济体和发展中经济体</b>	<b>86.5</b>	<b>41.2</b>	<b>76.9</b>	<b>144.5</b>	<b>215.1</b>	<b>445.9</b>	<b>617.0</b>	<b>634.2</b>	<b>784.9</b>	<b>612.9</b>	<b>493.3</b>
按地区											
非洲	8.1	1.0	-8.8	-4.1	2.1	15.6	27.8	4.0	40.1	3.6	-46.7
中东欧	-31.4	-15.5	-23.1	-36.8	-57.6	-59.4	-87.7	-120.7	-164.4	-174.2	-218.5
独联体 <sup>3</sup>	48.3	33.0	30.3	36.0	63.8	88.3	97.7	74.3	127.9	80.9	-106.9
发展中亚洲	38.6	36.6	64.6	82.5	89.3	161.5	277.6	403.4	380.0	410.2	697.3
中东	71.5	39.9	30.3	59.1	97.0	204.7	253.9	257.0	438.6	365.0	280.3
西半球	-48.5	-53.9	-16.3	7.8	20.6	35.2	47.7	16.2	-37.3	-72.6	-112.1
备注											
欧盟	-82.9	-25.3	18.7	21.2	65.0	-10.7	-60.5	-111.0	-232.1	-223.0	-243.0
按分析标准											
按出口收入来源											
燃料	151.7	83.5	61.6	106.4	185.8	353.9	439.6	405.5	711.3	558.8	239.5
非燃料	-65.2	-42.3	15.3	38.1	29.4	92.0	177.5	228.6	73.6	54.1	253.8
其中, 初级商品	-2.5	-3.8	-4.6	-3.0	0.2	0.9	9.2	10.3	-1.7	-4.3	-5.2
按外部融资来源											
净债务国	-95.9	-72.5	-34.5	-30.7	-68.6	-99.8	-104.4	-179.4	-322.0	-371.6	-503.9
其中, 官方融资	-5.1	-3.9	-4.2	-5.8	-5.5	-6.2	-6.5	-17.0	-26.7	-27.7	-32.5
按净债务国偿债经历											
2002-2006年有债务拖欠和/或重组的国家	-8.4	-5.2	12.1	15.0	0.1	-9.7	0.7	-14.7	-36.8	-48.3	-67.4
<b>全球<sup>1</sup></b>	<b>-178.4</b>	<b>-159.7</b>	<b>-136.3</b>	<b>-64.8</b>	<b>9.0</b>	<b>53.7</b>	<b>163.0</b>	<b>265.3</b>	<b>354.7</b>	<b>344.3</b>	<b>293.8</b>
备注											
占世界经常账户交易总额的百分比	-1.1	-1.0	-0.8	-0.3	—	0.2	0.6	0.8	0.9	0.8	0.5
占世界GDP的百分比	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	—	0.1	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4

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一些国家的数据。该数据是由欧元区各国国际收支经常账户差额计算加总而得, 请参见说明中的“国家分类”。

2. 在本表中, “其他先进经济体”是指除美国、欧元区和日本之外的先进经济体。

3. 蒙古虽不属于独联体成员国, 但由于其地理位置和经济结构的相似性, 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)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
先进经济体	-1.0	-0.8	-0.8	-0.7	-0.6	-1.1	-1.3	-0.9	-1.0	-0.6	-0.4
美国	-4.3	-3.8	-4.4	-4.8	-5.3	-5.9	-6.0	-5.3	-4.6	-3.3	-2.8
欧元区 <sup>1</sup>	-0.6	0.1	0.7	0.6	1.2	0.5	0.3	0.2	-0.5	-0.4	-0.1
德国	-1.7	—	2.0	2.0	4.7	5.2	6.1	7.6	7.3	6.8	6.5
法国	1.6	1.9	1.4	0.8	0.6	-0.6	-0.7	-1.2	-2.8	-2.7	-2.9
意大利	-0.5	-0.1	-0.8	-1.3	-0.9	-1.6	-2.6	-2.5	-2.8	-2.4	-1.0
西班牙	-4.0	-3.9	-3.3	-3.5	-5.3	-7.4	-8.9	-10.1	-10.1	-7.7	-5.6
荷兰	1.9	2.4	2.5	5.5	7.5	7.1	8.2	6.8	5.6	5.1	4.2
比利时	4.0	3.4	4.6	4.1	3.5	2.6	2.7	2.1	—	-1.1	-0.9
奥地利	-0.7	-0.8	2.7	1.7	2.1	2.0	2.4	3.2	2.8	2.4	2.1
芬兰	8.1	8.6	8.8	5.1	6.5	3.6	4.6	4.6	3.4	2.9	2.3
希腊	-7.8	-7.2	-6.5	-6.6	-5.8	-7.4	-11.1	-14.1	-14.0	-14.1	-11.5
葡萄牙	-10.2	-9.9	-8.1	-6.1	-7.6	-9.5	-10.1	-9.8	-12.0	-12.7	-11.2
爱尔兰	-0.4	-0.6	-1.0	—	-0.6	-3.5	-3.6	-5.4	-5.0	-4.4	-3.2
卢森堡	13.2	8.8	10.5	8.2	11.9	11.1	10.5	9.9	8.6	8.2	5.8
斯洛文尼亚	-2.7	0.2	1.0	-0.8	-2.7	-2.0	-2.8	-4.9	-4.7	-4.7	-3.7
塞浦路斯	-5.2	-3.3	-3.7	-2.2	-5.0	-5.6	-5.9	-9.7	-9.7	-7.8	-4.5
马耳他	-13.1	-4.1	2.5	-3.1	-5.8	-8.7	-8.2	-5.4	-7.7	-6.4	-3.5
日本	2.6	2.1	2.9	3.2	3.7	3.6	3.9	4.8	4.0	3.7	2.8
英国	-2.6	-2.1	-1.7	-1.6	-2.1	-2.6	-3.4	-3.8	-3.6	-3.4	-3.0
加拿大	2.7	2.3	1.7	1.2	2.3	1.9	1.4	0.9	0.9	—	1.3
韩国	2.4	1.7	1.0	2.0	4.1	1.9	0.6	0.6	-1.3	-0.7	—
澳大利亚	-3.8	-2.0	-3.7	-5.3	-6.1	-5.8	-5.3	-6.2	-4.9	-4.3	-5.0
中国台湾	2.8	6.5	8.9	10.0	6.0	4.9	7.2	8.6	7.8	6.5	4.9
瑞典	4.0	4.3	5.0	7.2	6.7	6.8	8.5	8.5	6.4	5.8	4.1
瑞士	12.3	7.8	8.3	12.9	12.9	13.6	14.7	16.6	9.3	8.7	12.0
中国香港	4.1	5.9	7.6	10.4	9.5	11.4	12.1	13.5	11.7	10.3	6.7
丹麦	1.4	3.1	2.5	3.4	3.1	4.4	2.9	1.1	1.3	1.8	1.7
挪威	15.0	16.1	12.6	12.3	12.7	16.3	17.3	15.4	19.1	18.0	17.7
以色列	-0.8	-1.1	-0.8	1.2	2.4	3.2	5.9	3.2	0.4	0.5	1.5
新加坡	11.6	12.5	12.6	23.2	16.7	18.6	21.8	24.3	19.1	17.0	17.5
新西兰	-5.1	-2.8	-3.9	-4.3	-6.4	-8.5	-8.7	-8.2	-9.3	-8.1	-5.6
冰岛	-10.2	-4.3	1.5	-4.8	-9.8	-16.1	-25.4	-14.6	-18.2	-13.7	-5.5
备注											
主要先进经济体	-1.6	-1.4	-1.5	-1.5	-1.4	-1.8	-2.0	-1.5	-1.3	-0.9	-0.7
欧元区 <sup>2</sup>	-1.5	-0.3	0.8	0.4	0.8	0.2	—	0.3	-0.5	-0.5	-0.2
亚洲新兴工业化经济体	3.5	4.6	5.0	6.9	6.4	5.2	5.3	6.2	4.7	4.3	4.0

1. 以欧元区各国差额加总计算。

2. 按照区域内交易所报告的差额进行修正。

表A12. 新兴经济体和发展中经济体, 按国家: 国际收支经常账户

(占GDP的百分比)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
非洲	1.8	0.2	-1.9	-0.7	0.3	1.9	2.9	0.4	3.0	0.2	-2.2
阿尔及利亚	16.7	12.9	7.7	13.0	13.1	20.6	24.8	22.8	28.1	19.8	10.4
安哥拉	8.7	-16.0	-1.3	-5.2	3.5	16.8	23.3	11.3	18.0	15.9	10.7
贝宁	-7.7	-6.4	-8.4	-8.3	-7.2	-5.5	-5.7	-6.7	-9.8	-8.1	-5.5
博茨瓦纳	8.8	9.9	3.3	5.6	3.6	14.8	17.6	15.9	9.3	7.6	11.3
布基纳法索	-12.3	-11.2	-10.0	-8.7	-10.6	-11.7	-9.6	-8.3	-12.7	-12.1	-8.7
布隆迪	-8.6	-4.6	-3.5	-4.6	-8.4	-1.2	-14.5	-16.0	-21.9	-14.8	-10.8
喀麦隆	-1.4	-3.6	-5.1	-1.8	-3.8	-3.4	0.6	-1.9	1.3	-1.1	-4.9
佛得角	-10.9	-10.7	-11.2	-11.2	-14.4	-3.4	-5.0	-9.1	-10.6	-10.9	-10.7
中非共和国	-1.3	-1.7	-1.6	-2.2	0.4	-6.2	-2.7	-4.4	-6.3	-5.9	-5.6
乍得	-15.4	-31.3	-93.8	-47.8	-16.7	3.1	-10.6	1.7	10.0	-1.8	-2.9
科摩罗	1.7	3.0	-1.7	-3.2	-4.6	-7.2	-6.1	-6.7	-8.1	-9.5	-7.9
刚果民主共和国	-4.0	-4.0	-1.6	1.0	-2.4	-10.4	-2.4	-1.8	-1.9	-12.6	-4.7
刚果共和国	7.9	-5.6	0.6	-4.1	12.7	5.3	2.3	-19.3	10.7	21.4	9.4
科特迪瓦	-2.8	-0.6	6.7	2.1	1.6	0.2	2.8	-0.7	3.8	-0.6	-4.9
吉布提	-9.0	-2.9	-1.6	3.4	-1.3	-3.2	-14.7	-24.8	-33.5	-32.9	-13.8
赤道几内亚	-15.8	-41.2	0.9	-33.3	-21.6	-6.2	7.1	4.3	12.5	2.8	3.8
厄立特里亚	-0.6	-4.6	6.8	9.7	-0.7	0.3	-3.6	-3.7	-3.0	-2.1	2.6
埃塞俄比亚	-4.2	-3.0	-4.7	-1.4	-4.0	-6.0	-9.1	-4.5	-5.0	-5.2	-4.7
加蓬	19.7	11.0	6.8	9.5	11.2	22.9	18.7	14.8	17.0	18.1	6.8
冈比亚	-3.1	-2.6	-2.8	-5.1	-6.1	-15.1	-11.5	-12.5	-13.9	-12.5	-11.1
加纳	-8.4	-5.3	0.5	1.7	-2.8	-7.0	-9.0	-10.9	-13.1	-13.2	-12.2
几内亚	-6.4	-2.7	-2.5	-0.2	-1.9	-0.6	0.5	-2.0	-6.3	-6.7	-6.7
几内亚比绍	-5.6	-22.1	-10.7	-2.8	1.8	-5.1	-13.9	-2.2	0.2	-11.6	-11.8
肯尼亚	-2.3	-3.1	2.2	-0.2	0.1	-0.8	-2.3	-3.1	-6.1	-4.5	-4.1
莱索托	-18.0	-12.5	-20.1	-12.3	-5.6	-7.3	4.4	3.6	0.1	-1.4	-3.0
利比里亚	-19.2	-25.0	-18.2	-35.4	-26.2	-39.1	-24.5	-18.7	-65.9	-43.9	-11.0
马达加斯加	-5.6	-1.3	-6.0	-4.7	-8.8	-10.6	-8.4	-13.9	-23.1	-21.2	-6.5
马拉维	-5.3	-6.8	-12.5	-5.8	-7.3	-10.1	-6.4	-2.1	-8.2	-5.4	-7.3
马里	-10.0	-10.4	-3.1	-6.2	-8.4	-8.3	-3.7	-7.2	-6.6	-6.9	-3.4
毛里塔尼亚	-9.0	-11.7	3.0	-13.6	-34.6	-47.2	-1.3	-11.4	-6.3	-3.0	5.4
毛里求斯	-1.5	3.4	5.7	2.4	0.8	-3.5	-5.3	-8.0	-4.7	-6.6	-3.5
摩洛哥	-1.3	4.3	3.6	3.2	1.7	1.8	2.2	-0.1	0.4	-0.3	-0.1
莫桑比克	-16.2	-17.6	-18.8	-15.5	-8.9	-11.4	-9.2	-9.5	-13.6	-13.3	-12.1
纳米比亚	9.0	1.9	3.7	6.7	8.2	5.5	16.0	18.2	14.0	12.4	6.3
尼日尔	-6.7	-5.1	-6.6	-8.3	-7.8	-9.3	-8.6	-7.7	-10.7	-20.6	-7.6
尼日利亚	11.7	4.9	-13.1	-6.1	5.0	7.1	9.5	2.1	6.2	0.6	-3.5
卢旺达	-6.5	-6.0	-10.7	-12.4	-1.9	-1.1	-7.3	-5.0	-9.3	-12.4	-10.1
圣多美和普林西比	-17.5	-22.7	-17.0	-13.9	-16.8	-10.3	-41.3	-30.2	-29.6	-34.5	-30.2
塞内加尔	-6.5	-4.3	-5.6	-6.1	-6.1	-7.8	-9.4	-10.4	-11.1	-11.4	-12.1
塞舌尔	-7.3	-23.4	-16.3	0.4	-7.0	-23.6	-17.2	-37.0	-38.3	-35.1	-44.0
塞拉利昂	-8.8	-6.3	-2.0	-4.8	-5.8	-7.1	-3.5	-3.8	-6.3	-4.2	-3.2
南非	-0.1	0.3	0.8	-1.1	-3.2	-4.0	-6.5	-7.3	-8.0	-8.1	-8.3
苏丹	-8.4	-12.7	-10.3	-7.9	-6.5	-11.1	-15.2	-12.6	-6.3	-6.7	-5.8
斯威士兰	-4.9	-4.3	4.8	6.8	3.1	-4.1	-7.4	-1.4	-5.3	-2.0	-2.6
坦桑尼亚	-4.8	-4.5	-6.2	-4.2	-3.6	-4.1	-7.7	-9.0	-9.8	-10.0	-9.8
多哥	-9.0	-9.3	-5.5	-4.2	-3.0	-5.3	-6.0	-6.4	-9.6	-8.5	-6.5
突尼斯	-4.2	-5.1	-3.6	-2.9	-1.9	-1.1	-2.0	-2.6	-3.4	-3.5	-2.7
乌干达	-6.7	-3.7	-4.6	-5.5	-3.0	-4.5	-3.5	-2.8	-3.4	-5.8	-3.7
赞比亚	-18.2	-19.9	-13.8	-14.7	-11.7	-10.0	-0.7	-7.1	-9.5	-6.6	-3.6
津巴布韦 <sup>1</sup>	0.6	-0.7	-3.1	-6.0	-7.8	-10.2	-7.0	-3.5	...	...	...

表A12 (续)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
中东欧	-4.8	-2.5	-3.2	-4.1	-5.2	-4.6	-6.0	-6.6	-7.1	-7.2	-6.7
阿尔巴尼亚	-3.7	-3.7	-7.2	-5.2	-4.0	-6.1	-5.6	-9.2	-10.5	-7.1	-5.0
波斯尼亚和黑塞哥维那	-6.9	-12.5	-17.8	-19.4	-16.3	-18.0	-8.4	-12.7	-15.8	-13.5	-13.0
保加利亚	-5.6	-5.6	-2.4	-5.5	-6.6	-12.0	-15.6	-21.4	-24.4	-21.5	-12.9
克罗地亚	-2.9	-3.7	-8.4	-6.2	-5.0	-6.3	-7.9	-8.6	-10.1	-10.2	-7.2
捷克共和国	-4.7	-5.3	-5.7	-6.3	-5.3	-1.3	-2.6	-1.8	-2.2	-2.5	-2.8
爱沙尼亚	-5.4	-5.2	-10.6	-11.3	-11.7	-10.0	-16.7	-18.1	-10.8	-8.7	-9.3
匈牙利	-8.4	-6.0	-7.0	-7.9	-8.4	-6.8	-6.1	-5.0	-5.5	-6.1	-6.5
拉脱维亚	-4.7	-7.5	-6.7	-8.2	-12.8	-12.4	-22.7	-22.9	-15.1	-8.3	-5.3
立陶宛	-5.9	-4.7	-5.2	-6.9	-7.7	-7.1	-10.7	-14.6	-14.9	-8.7	-8.3
前南斯拉夫马其顿共和国	-1.9	-7.2	-9.4	-4.1	-8.4	-2.6	-0.9	-3.0	-14.0	-13.8	-8.9
黑山	...	...	...	-6.8	-7.2	-8.5	-24.7	-39.6	-39.6	-36.8	-16.7
波兰	-5.8	-2.8	-2.5	-2.1	-4.0	-1.2	-2.7	-3.8	-4.7	-5.7	-5.9
罗马尼亚	-3.7	-5.5	-3.3	-5.8	-8.4	-8.9	-10.4	-14.0	-13.8	-13.3	-12.7
塞尔维亚	-1.8	-2.5	-8.2	-7.2	-12.1	-8.7	-10.0	-15.9	-18.6	-19.3	-15.4
斯洛伐克共和国	-3.3	-8.3	-8.0	-5.9	-7.8	-8.5	-7.1	-5.4	-5.1	-4.7	-3.0
土耳其	-3.7	2.0	-0.3	-2.5	-3.7	-4.6	-6.0	-5.7	-6.5	-6.7	-5.5
独联体 <sup>2</sup>	13.7	8.0	6.5	6.3	8.2	8.8	7.5	4.4	5.5	3.0	-2.3
俄罗斯	18.0	11.1	8.4	8.2	10.1	11.0	9.5	5.9	6.5	3.4	-3.2
不包括俄罗斯	1.5	-0.9	1.0	0.4	2.3	1.6	1.1	-0.5	2.3	1.8	1.1
亚美尼亚	-14.6	-9.5	-6.2	-6.8	-0.5	-1.0	-1.8	-6.4	-9.7	-10.8	-8.1
阿塞拜疆	-3.5	-0.9	-12.3	-27.8	-29.8	1.3	17.7	28.9	38.3	38.6	12.0
白俄罗斯	-3.2	-3.3	-2.2	-2.4	-5.2	1.4	-3.9	-6.8	-5.9	-8.0	-7.2
格鲁吉亚	-7.9	-6.4	-6.8	-8.6	-8.9	-11.9	-15.9	-20.0	-20.8	-18.7	-11.9
哈萨克斯坦	3.0	-5.4	-4.2	-0.9	0.8	-1.8	-2.4	-6.9	4.3	3.3	3.3
吉尔吉斯共和国	-4.3	-1.5	-4.0	1.7	4.9	2.8	-3.1	-0.2	-4.2	-5.4	-2.0
摩尔多瓦	-7.6	-1.8	-1.2	-6.6	-2.3	-10.3	-11.8	-17.0	-19.9	-19.1	-16.4
蒙古	-5.0	-13.0	-8.7	-7.1	1.3	1.1	7.0	2.5	-12.6	-12.6	0.1
塔吉克斯坦	-1.6	-4.9	-3.5	-1.3	-3.9	-2.7	-2.8	-11.2	-8.5	-8.1	-4.5
土库曼斯坦	8.2	1.7	6.7	2.7	0.6	5.1	15.7	15.4	26.5	33.0	35.6
乌克兰	4.7	3.7	7.5	5.8	10.6	2.9	-1.5	-3.7	-7.2	-9.2	-5.7
乌兹别克斯坦	1.8	-1.0	1.2	8.7	10.1	13.6	17.2	19.1	16.8	12.8	8.4

表A12 (续)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
<b>发展中亚洲</b>	1.7	1.5	2.4	2.7	2.6	4.0	5.9	7.0	5.4	5.2	5.8
阿富汗伊斯兰共和国	...	...	-3.7	-15.7	-4.9	-2.8	-4.9	0.8	0.9	-3.0	-4.6
孟加拉国	-1.4	-0.9	0.3	0.3	-0.3	—	1.2	1.1	1.0	0.9	-0.5
不丹	-9.0	-8.5	-15.8	-23.6	-17.9	-30.4	-4.3	11.0	11.7	2.8	-28.6
文莱达鲁萨兰国	50.0	48.4	41.2	47.7	48.6	52.8	56.3	48.8	55.0	55.6	56.7
柬埔寨	-2.8	-1.1	-2.4	-3.6	-2.2	-4.2	-1.1	-3.6	-10.3	-9.8	-5.7
中国	1.7	1.3	2.4	2.8	3.6	7.2	9.4	11.3	9.5	9.2	9.9
斐济	-5.6	-7.0	-1.2	-6.1	-13.6	-14.0	-22.6	-15.5	-21.3	-21.4	-15.0
印度	-1.0	0.3	1.4	1.5	0.1	-1.3	-1.1	-1.4	-2.8	-3.1	-2.1
印度尼西亚	4.8	4.3	4.0	3.5	0.6	0.1	3.0	2.5	0.1	-0.1	-2.0
基里巴斯	-1.2	22.2	10.5	12.6	-3.4	-42.2	-27.6	-31.1	-43.7	-47.0	-53.6
老挝人民民主共和国	-9.1	-12.8	-11.6	-12.1	-16.9	-17.4	-10.8	-17.3	-16.3	-16.5	-6.5
马来西亚	9.0	7.9	8.0	12.0	12.1	14.5	16.1	15.6	14.8	13.2	11.2
马尔代夫	-8.2	-9.4	-5.6	-4.6	-16.2	-35.9	-40.3	-45.0	-48.3	-37.0	-4.0
缅甸	-0.8	-2.4	0.2	-1.0	2.4	3.7	9.5	6.8	3.6	1.6	-4.8
尼泊尔	2.9	4.5	4.2	2.4	2.7	2.0	2.2	0.5	1.9	1.7	-0.6
巴基斯坦	-0.3	0.4	3.9	4.9	1.8	-1.4	-3.9	-4.8	-8.7	-6.4	-3.5
巴布亚新几内亚	8.5	6.5	-1.0	4.5	2.2	4.2	2.9	4.3	3.3	1.7	-3.7
菲律宾	-2.9	-2.4	-0.4	0.4	1.9	2.0	4.5	4.4	2.4	2.2	0.5
萨摩亚	1.0	0.1	-1.1	-95.3	-6.8	-1.6	-4.6	-6.1	-9.4	-8.4	0.2
所罗门群岛	-10.1	-9.4	-6.5	9.1	23.5	-9.8	-5.6	-2.8	-6.8	-9.6	-11.9
斯里兰卡	-6.3	-1.1	-1.4	-0.4	-3.1	-2.7	-5.3	-4.2	-7.5	-7.1	-7.0
泰国	7.6	4.4	3.7	3.4	1.7	-4.3	1.1	6.4	3.1	2.0	-0.4
东帝汶	-15.0	-19.3	-22.9	-21.4	14.8	61.0	192.2	253.3	230.5	178.1	94.3
汤加	-6.2	-9.5	5.1	-3.1	4.2	-2.6	-9.7	-10.4	-10.4	-8.8	-7.6
瓦努阿图	2.0	2.0	-5.4	-6.6	-5.0	-7.4	-5.7	-9.9	-11.4	-13.2	-6.5
越南	3.5	2.1	-1.7	-4.9	-3.5	-0.9	-0.3	-9.9	-11.7	-10.4	-6.3
<b>中东</b>	11.3	6.3	4.7	8.3	11.7	20.0	21.1	18.4	22.9	17.1	8.7
巴林	10.6	2.8	-0.7	2.0	4.2	11.0	13.8	16.7	18.0	15.0	9.0
埃及	-1.2	—	0.7	2.4	4.3	3.2	0.8	1.5	0.6	-0.9	-2.7
伊朗伊斯兰共和国	13.0	5.2	3.1	0.6	0.9	8.8	9.2	10.1	11.2	6.7	-1.1
伊拉克	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
约旦	0.7	0.1	5.7	12.2	0.8	-17.4	-11.3	-17.5	-18.5	-16.3	-11.5
科威特	38.9	23.9	11.2	19.7	30.6	46.6	52.2	43.1	44.6	39.3	39.1
黎巴嫩	-17.2	-19.3	-14.1	-13.2	-15.5	-13.6	-5.6	-12.7	-14.0	-13.7	-9.3
利比亚	29.8	12.3	3.0	19.9	22.3	38.4	45.8	34.0	36.5	29.5	24.3
阿曼	15.5	9.8	6.7	3.8	2.4	15.2	12.1	8.0	10.1	5.6	5.4
卡塔尔	23.2	27.3	21.9	25.3	22.4	33.2	28.4	29.2	42.9	35.6	23.0
沙特阿拉伯	7.6	5.1	6.3	13.1	20.8	28.7	27.9	25.1	32.5	23.8	8.6
叙利亚阿拉伯共和国	5.2	5.7	7.2	1.0	-1.9	-2.1	-2.9	-1.4	-2.7	-2.9	-4.2
阿拉伯联合酋长国	17.3	9.5	4.9	8.5	9.1	18.0	22.6	20.5	22.6	18.8	10.9
也门共和国	13.8	6.8	4.1	1.5	1.6	3.8	1.1	-6.1	2.9	2.1	—

表A12 (续完)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
西半球	-2.3	-2.7	-0.9	0.4	0.9	1.3	1.5	0.4	-0.8	-1.6	-1.9
安提瓜和巴布达	-9.8	-8.0	-11.5	-12.9	-8.3	-12.4	-16.1	-19.4	-18.2	-14.6	-11.6
阿根廷	-3.2	-1.4	8.9	6.3	2.1	2.0	2.6	1.7	0.8	-0.6	-0.8
巴哈马	-12.6	-11.6	-7.8	-8.6	-5.4	-14.3	-25.0	-21.9	-15.1	-12.8	-8.9
巴巴多斯	-5.7	-4.4	-6.8	-6.3	-12.4	-12.8	-8.7	-7.2	-9.9	-9.1	-6.4
伯利兹	-20.3	-21.9	-17.7	-18.2	-14.7	-13.6	-2.1	-4.2	-4.1	-3.0	-6.0
玻利维亚	-5.3	-3.4	-4.1	1.0	3.8	6.5	11.3	13.1	12.1	7.4	4.7
巴西	-3.8	-4.2	-1.5	0.8	1.8	1.6	1.3	0.1	-1.8	-2.0	-1.7
智利	-1.2	-1.6	-0.9	-1.1	2.2	1.2	4.7	4.4	-1.1	-0.9	-2.5
哥伦比亚	0.8	-1.2	-1.5	-1.1	-0.8	-1.3	-1.8	-2.9	-2.2	-1.9	-1.3
哥斯达黎加	-4.3	-3.7	-4.9	-5.0	-4.3	-5.2	-4.9	-5.8	-7.8	-6.6	-5.7
多米尼克	-19.7	-18.4	-13.6	-12.8	-16.5	-28.0	-17.8	-23.6	-27.5	-22.9	-17.4
多米尼加共和国	-4.2	-3.0	-3.6	4.9	4.8	-1.4	-3.6	-5.4	-13.5	-12.4	-7.7
厄瓜多尔	5.3	-3.2	-4.8	-1.5	-1.7	0.8	3.9	2.3	5.6	1.5	-0.1
萨尔瓦多	-3.3	-1.1	-2.8	-4.7	-4.0	-3.3	-3.6	-5.5	-6.1	-5.3	-3.9
格林纳达	-17.7	-19.7	-26.6	-25.3	-9.7	-31.4	-33.1	-32.6	-36.4	-35.1	-24.4
危地马拉	-6.1	-6.7	-6.1	-4.6	-4.9	-4.5	-5.0	-5.0	-5.8	-5.9	-5.0
圭亚那	-14.1	-15.0	-11.9	-8.6	-9.3	-14.8	-19.4	-18.2	-22.2	-18.7	-9.4
海地	-1.0	-2.0	-0.9	-1.6	-1.6	2.6	-1.4	-1.1	-3.0	-2.9	—
洪都拉斯	-7.1	-6.3	-3.6	-6.8	-7.7	-3.0	-4.7	-10.0	-13.9	-10.5	-7.9
牙买加	-5.0	-8.3	-12.7	-8.6	-7.3	-10.6	-11.7	-16.4	-16.0	-12.8	-8.0
墨西哥	-3.0	-2.6	-2.0	-1.2	-0.9	-0.6	-0.2	-0.6	-1.4	-2.2	-2.8
尼加拉瓜	-20.1	-19.4	-17.7	-16.2	-14.5	-14.6	-13.6	-18.3	-23.9	-21.1	-16.4
巴拿马	-5.9	-1.5	-0.8	-4.5	-7.5	-4.9	-3.2	-8.0	-11.7	-13.9	-8.9
巴拉圭	-2.3	-4.2	1.8	2.3	2.1	0.8	1.5	1.9	1.4	0.5	-0.3
秘鲁	-2.8	-2.1	-1.9	-1.5	—	1.4	3.0	1.4	-2.0	-1.8	-1.3
圣基茨和尼维斯	-21.0	-32.0	-39.1	-34.8	-20.1	-18.3	-21.1	-28.4	-30.6	-30.2	-24.8
圣卢西亚	-13.4	-15.6	-15.0	-14.7	-10.9	-17.1	-29.7	-29.1	-28.3	-26.7	-17.9
圣文森特和格林纳丁斯	-7.1	-10.4	-11.5	-20.8	-24.8	-22.3	-24.0	-26.5	-26.5	-22.8	-19.2
苏里南	-3.8	-15.2	-5.6	-10.8	-2.1	-4.3	1.8	2.9	1.3	0.8	1.4
特立尼达和多巴哥	6.6	5.0	0.9	8.7	12.5	23.7	25.2	25.8	22.3	19.7	9.2
乌拉圭	-2.8	-2.9	3.2	-0.5	0.3	—	-2.4	-0.8	-2.6	-1.9	-1.4
委内瑞拉	10.1	1.6	8.2	14.1	13.8	17.7	14.7	8.8	8.5	3.4	—

1. 根据当前趋势，不可能对2008年的名义GDP进行任何准确的预测，因此这里并没有显示2008年的预测值。

2. 蒙古虽不属于独联体成员国，但由于其地理位置和经济结构的相似性，也将其编入其中。

表A13. 新兴经济体和发展中经济体：净资本流动<sup>1</sup>

(单位：10亿美元)

	平均值 1997-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>新兴经济体和发展中经济体</b>											
私人资本流动, 净值 <sup>2</sup>	118.9	71.6	75.5	77.1	162.5	236.5	248.7	223.0	632.8	528.6	286.6
私人直接投资, 净值	163.4	172.0	187.2	156.6	166.2	189.0	261.8	246.0	379.0	443.6	414.6
私人证券流动, 净值	52.0	16.0	-78.7	-91.9	-13.0	12.7	-20.4	-107.3	54.5	-6.6	-89.1
其他私人资本流动, 净值	-96.5	-116.3	-33.0	12.4	9.2	34.8	7.3	84.4	199.5	91.8	-38.7
官方流动, 净值 <sup>3</sup>	18.1	-34.2	-0.4	-1.0	-50.5	-71.1	-109.9	-158.0	-140.7	-158.6	-135.4
储备变化 <sup>4</sup>	-74.4	-138.0	-124.7	-195.1	-364.0	-508.4	-595.8	-754.3	-1,256.1	-1,270.1	-920.2
<b>备注</b>											
经常账户 <sup>5</sup>	-27.3	124.3	87.4	131.3	226.4	300.0	525.1	709.9	745.5	869.6	695.6
<b>非洲</b>											
私人资本流动, 净值 <sup>2</sup>	8.6	-3.1	2.3	1.8	3.9	13.1	26.3	36.0	39.6	43.7	62.3
私人直接投资, 净值	7.4	7.7	23.2	14.4	17.6	16.2	23.8	21.8	31.3	31.4	34.0
私人证券流动, 净值	6.9	-2.1	-7.9	-1.6	-0.4	6.0	3.6	18.4	12.1	8.3	11.0
其他私人资本流动, 净值	-5.6	-8.7	-13.1	-10.9	-13.3	-9.2	-1.1	-4.1	-3.6	4.3	17.5
官方流动, 净值 <sup>3</sup>	2.1	1.0	0.1	3.9	1.1	-1.6	-5.3	-16.6	-1.8	6.5	3.7
储备变化 <sup>4</sup>	-2.6	-13.4	-10.6	-5.7	-11.5	-31.9	-43.3	-54.2	-60.3	-99.3	-78.3
<b>中东欧</b>											
私人资本流动, 净值 <sup>2</sup>	32.4	38.6	11.1	53.7	53.6	74.3	119.2	119.9	173.8	179.9	181.7
私人直接投资, 净值	18.1	23.5	24.0	24.5	17.1	36.1	51.7	64.3	74.8	77.3	81.8
私人证券流动, 净值	4.3	3.8	0.9	2.1	8.0	28.4	21.5	9.9	-7.7	10.4	15.5
其他私人资本流动, 净值	10.0	11.4	-13.8	27.2	28.5	9.8	45.9	45.6	106.7	92.2	84.5
官方流动, 净值 <sup>3</sup>	-1.5	1.6	6.0	-7.5	-5.1	-6.0	-7.9	-4.7	-2.4	-2.4	-2.2
储备变化 <sup>4</sup>	-10.1	-6.2	-2.7	-18.1	-12.8	-14.7	-45.9	-22.8	-41.6	-22.9	-21.3
<b>独联体</b>											
私人资本流动, 净值 <sup>2</sup>	-7.2	-27.9	6.8	15.4	19.3	3.1	31.7	56.8	125.3	19.8	26.0
私人直接投资, 净值	5.4	2.3	4.9	5.2	5.4	13.0	11.5	21.0	26.0	28.7	35.0
私人证券流动, 净值	1.0	-10.0	-1.2	0.4	-0.5	4.4	-4.8	12.8	15.5	-0.2	5.4
其他私人资本流动, 净值	-13.6	-20.2	3.0	9.9	14.3	-14.3	25.0	23.1	83.8	-8.8	-14.5
官方流动, 净值 <sup>3</sup>	-0.5	-5.8	-5.0	-10.5	-9.3	-7.4	-20.3	-29.7	-5.7	-8.4	-4.9
储备变化 <sup>4</sup>	1.6	-20.4	-14.4	-15.1	-32.8	-54.9	-77.2	-128.6	-168.3	-129.9	-92.1
<b>新兴亚洲<sup>6</sup></b>											
私人资本流动, 净值 <sup>2</sup>	1.3	6.3	23.5	23.1	64.2	147.8	90.9	48.3	163.0	291.6	22.0
私人直接投资, 净值	63.1	61.6	54.0	53.3	70.4	64.5	104.3	96.5	160.4	224.5	181.2
私人证券流动, 净值	23.4	19.7	-50.1	-60.0	7.9	13.4	-9.3	-110.7	14.8	-24.8	-108.4
其他私人资本流动, 净值	-85.2	-75.0	19.5	29.9	-14.1	69.9	-4.0	62.5	-12.2	91.9	-50.7
官方流动, 净值 <sup>3</sup>	10.7	-1.8	-13.0	2.8	-18.0	-13.4	-21.2	-22.0	-37.0	-9.5	-18.9
储备变化 <sup>4</sup>	-59.0	-60.1	-87.7	-154.8	-236.7	-338.7	-288.3	-373.3	-662.8	-752.4	-546.2
<b>中东<sup>7</sup></b>											
私人资本流动, 净值 <sup>2</sup>	9.3	-5.2	-7.3	-22.1	2.6	-16.9	-57.5	-47.5	33.7	-99.6	-86.2
私人直接投资, 净值	7.2	6.0	12.3	9.2	17.5	10.2	18.3	15.1	7.0	8.0	11.8
私人证券流动, 净值	-5.0	3.1	-12.6	-17.4	-17.0	-20.8	-36.5	-24.3	-12.7	-23.4	-31.2
其他私人资本流动, 净值	7.1	-14.2	-7.1	-13.8	2.1	-6.3	-39.2	-38.2	39.4	-84.2	-66.9
官方流动, 净值 <sup>3</sup>	1.3	-23.5	-13.9	-8.1	-24.2	-33.7	-24.4	-66.4	-93.9	-147.0	-115.3
储备变化 <sup>4</sup>	-3.4	-31.3	-11.1	-2.9	-36.7	-46.2	-107.5	-126.0	-192.3	-191.7	-161.9
<b>西半球</b>											
私人资本流动, 净值 <sup>2</sup>	74.5	62.8	39.2	5.1	19.0	15.2	38.1	9.5	97.4	93.2	80.8
私人直接投资, 净值	62.3	71.0	68.7	50.2	38.2	49.0	52.3	27.3	79.5	73.7	70.8
私人证券流动, 净值	21.3	1.5	-7.9	-15.3	-11.0	-18.7	5.1	-13.4	32.6	23.1	18.6
其他私人资本流动, 净值	-9.1	-9.6	-21.6	-29.8	-8.3	-15.1	-19.3	-4.4	-14.6	-3.6	-8.6
官方流动, 净值 <sup>3</sup>	5.9	-5.8	25.4	18.4	4.9	-8.9	-30.8	-18.6	0.0	2.3	2.2
储备变化 <sup>4</sup>	-0.9	-6.7	1.7	1.5	-33.6	-22.1	-33.8	-49.5	-130.8	-74.0	-20.3
<b>备注</b>											
<b>燃料出口国</b>											
私人资本流动, 净值 <sup>2</sup>	-4.8	-43.6	-6.4	-16.4	11.6	-18.4	-38.1	-3.8	120.9	-141.0	-103.1
<b>其他国家</b>											
私人资本流动, 净值 <sup>2</sup>	123.7	115.2	81.9	93.6	150.9	254.9	286.8	226.7	511.9	669.6	389.6

1. 资本流动净值由直接投资净值、证券投资净值和其他长/短期净投资流动, 包括官方和私人借款构成。在本表中, 包括中国香港、以色列、新加坡和中国台湾。

2. 受数据的局限, 列在“私人资本流动, 净值”之下的流动可能包含一些官方流动。

3. 不包括赠款, 但含官方投资机构的海外投资。

4. 负号表示增加。

5. 经常账户差额、私人资本流动净值、官方流动净值及储备变化之和(用相反符号表示)等于资本账户加上错误和遗漏所造成的误差的总和。

6. 包括发展中亚洲和亚洲新兴工业化经济体。

7. 包括以色列。

表A14. 新兴经济体和发展中经济体：私人资本流动<sup>1</sup>

(单位：10亿美元)

	平均值 1997-99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>新兴经济体和发展中经济体</b>											
私人资本流动，净值	118.9	71.6	75.5	77.1	162.5	236.5	248.7	223.0	632.8	528.6	286.6
流入	253.1	314.3	160.1	167.8	414.8	634.7	838.9	1,276.9	2,017.0	1,344.3	1,293.6
流出	-87.0	-242.3	-90.5	-90.4	-256.4	-400.3	-591.1	-1,053.8	-1,384.4	-815.7	-1,006.6
<b>非洲</b>											
私人资本流动，净值	8.6	-3.1	2.3	1.8	3.9	13.1	26.3	36.0	39.6	43.7	62.3
流入	20.4	5.7	14.5	14.0	18.0	25.8	45.3	70.2	69.5	78.9	93.1
流出	-7.3	-8.8	-12.3	-12.2	-14.1	-12.7	-19.0	-34.1	-29.7	-34.9	-30.6
<b>中东欧</b>											
私人资本流动，净值	32.4	38.6	11.1	53.7	53.6	74.3	119.2	119.9	173.8	179.9	181.7
流入	38.1	48.6	20.4	55.0	64.0	103.8	140.1	175.3	211.8	203.8	201.1
流出	-1.5	-9.9	-9.3	-1.3	-10.5	-29.5	-20.9	-55.4	-38.0	-23.8	-19.4
<b>独联体</b>											
私人资本流动，净值	-7.2	-27.9	6.8	15.4	19.3	3.1	31.7	56.8	125.3	19.8	26.0
流入	11.2	-5.5	11.0	22.6	46.4	63.2	112.3	161.7	282.8	182.4	195.0
流出	-1.4	-22.3	-4.3	-7.1	-27.2	-60.1	-80.6	-104.9	-157.5	-162.6	-169.0
<b>新兴亚洲<sup>2</sup></b>											
私人资本流动，净值	1.3	6.3	23.5	23.1	64.2	147.8	90.9	48.3	163.0	291.6	22.0
流入	61.4	139.6	48.0	63.2	207.1	308.7	366.8	512.9	823.1	653.6	512.8
流出	-56.2	-132.9	-29.9	-40.0	-147.2	-163.1	-278.0	-464.8	-660.7	-362.5	-490.8
<b>中东<sup>3</sup></b>											
私人资本流动，净值	9.3	-5.2	-7.3	-22.1	2.6	-16.9	-57.5	-47.5	33.7	-99.6	-86.2
流入	17.1	41.2	-3.7	-11.6	32.1	67.1	83.9	246.3	403.6	18.1	94.8
流出	-7.1	-46.4	-4.1	-10.3	-29.4	-83.9	-140.1	-293.6	-369.7	-117.5	-180.8
<b>西半球</b>											
私人资本流动，净值	74.5	62.8	39.2	5.1	19.0	15.2	38.1	9.5	97.4	93.2	80.8
流入	104.8	84.8	69.8	24.7	47.1	66.0	90.5	110.5	226.3	207.5	196.8
流出	-13.6	-22.0	-30.6	-19.6	-28.1	-50.8	-52.4	-101.0	-128.8	-114.3	-116.0

1. 私人资本流动由直接投资、证券投资和其他长/短期投资流动构成。在本表中，包括中国香港、以色列、韩国、新加坡和中国台湾。

2. 由发展中亚洲和亚洲新兴工业化经济体构成。

3. 包括以色列。

表A15. 新兴经济体和发展中经济体：储备<sup>1</sup>

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	单位：10亿美元									
<b>新兴经济体和发展中经济体</b>	<b>801.1</b>	<b>896.1</b>	<b>1,072.9</b>	<b>1,395.6</b>	<b>1,848.5</b>	<b>2,339.6</b>	<b>3,095.8</b>	<b>4,308.4</b>	<b>5,552.7</b>	<b>6,459.5</b>
<b>按地区</b>										
非洲	54.3	64.6	72.2	90.4	126.4	160.5	221.6	281.9	381.2	459.5
撒哈拉以南	35.3	35.8	36.3	40.2	62.6	83.3	116.2	144.3	192.0	233.5
不包括尼日利亚和南非	19.0	19.0	22.7	26.3	32.2	36.2	50.6	62.5	82.3	106.8
中东欧	91.2	91.3	121.7	149.1	172.0	202.2	240.2	281.7	304.6	325.9
独联体 <sup>2</sup>	33.2	43.9	58.1	92.4	148.7	214.4	356.8	525.1	655.0	747.1
俄罗斯	24.8	33.1	44.6	73.8	121.5	176.5	296.2	445.2	558.7	638.3
不包括俄罗斯	8.4	10.8	13.5	18.5	27.2	37.9	60.6	79.9	96.3	108.8
发展中亚洲	320.7	379.5	496.2	669.7	933.9	1,155.5	1,489.3	2,106.9	2,830.4	3,360.3
中国	168.9	216.3	292.0	409.2	615.5	822.5	1,069.5	1,531.3	2,201.3	2,701.3
印度	38.4	46.4	68.2	99.5	127.2	132.5	171.3	249.6	254.0	243.8
不包括中国和印度	113.4	116.9	136.0	161.1	191.2	200.5	248.5	326.0	375.1	415.2
中东	146.1	157.9	163.9	198.3	246.7	351.6	477.2	671.2	865.9	1,030.8
西半球	155.7	158.8	160.7	195.6	220.8	255.5	310.7	441.5	515.5	535.9
巴西	31.5	35.8	37.7	49.1	52.8	53.6	85.6	180.1	207.4	211.7
墨西哥	35.5	44.8	50.6	59.0	64.1	74.1	76.3	86.6	97.1	105.9
<b>按分析标准</b>										
<b>按出口收入来源</b>										
燃料	192.0	216.6	232.8	310.2	436.7	626.1	931.6	1,310.8	1,716.2	2,034.4
非燃料	609.1	679.5	840.1	1,085.5	1,411.9	1,713.5	2,164.2	2,997.6	3,836.4	4,425.0
其中，初级产品	26.2	25.2	26.5	27.6	29.2	31.9	39.8	42.5	56.3	61.6
<b>按外部融资来源</b>										
净债务国	420.0	443.7	527.0	644.6	745.4	825.8	1,024.2	1,364.5	1,515.1	1,601.3
其中，官方融资	17.3	18.4	18.8	26.1	30.0	33.8	44.3	59.9	69.2	78.6
<b>按净债务国的偿债经历</b>										
2002–2006年有债务拖欠和/或重组的国家	76.7	72.6	81.6	98.5	110.6	122.6	150.9	194.5	209.3	232.8
<b>其他分类</b>										
重债务国	10.6	11.2	13.7	16.4	19.6	20.7	27.0	32.3	38.5	47.3
中东和北非	165.5	187.1	200.6	249.6	312.4	431.3	585.0	810.7	1,058.3	1,260.7

表A15 (续完)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	储备对货物和服务进口的比例 <sup>3</sup>									
新兴经济体和发展中经济体	44.9	49.7	55.4	60.6	62.8	66.3	73.5	83.5	84.7	88.5
按地区										
非洲	39.9	46.3	46.9	48.1	54.3	57.7	68.6	71.4	75.9	82.2
撒哈拉以南	34.4	34.1	31.3	27.9	35.2	38.5	45.5	47.1	49.8	54.5
不包括尼日利亚和南非	34.8	32.6	37.0	35.7	35.2	32.0	39.0	39.3	40.5	47.5
中东欧	35.5	35.7	42.0	39.8	35.1	35.5	34.6	32.2	27.0	26.9
独联体 <sup>2</sup>	30.5	34.3	40.9	52.6	65.3	76.9	101.6	111.0	103.0	102.4
俄罗斯	40.6	44.6	52.9	71.5	93.0	107.4	141.7	157.5	146.4	143.4
不包括俄罗斯	17.5	20.0	23.3	25.6	28.0	33.1	42.6	42.0	37.9	38.2
发展中亚洲	49.1	58.3	68.1	74.5	79.5	81.8	89.7	106.4	113.3	118.8
中国	67.4	79.7	89.0	91.1	101.5	115.5	125.4	148.0	166.0	174.2
印度	52.6	65.0	90.0	107.1	97.0	72.8	76.3	88.2	71.8	61.9
不包括中国和印度	34.5	37.9	41.8	45.1	43.7	38.7	42.7	49.3	45.8	47.0
中东	75.6	78.7	74.2	78.0	77.4	91.7	101.9	114.4	115.5	119.9
西半球	35.8	37.1	40.1	47.3	44.3	42.2	43.5	52.1	49.5	48.2
巴西	43.5	49.2	61.1	77.2	65.9	54.8	71.0	114.3	92.2	87.7
墨西哥	18.6	24.2	27.3	31.4	29.8	30.5	27.4	28.3	27.1	28.5
按分析标准										
按出口收入来源										
燃料	64.6	66.3	63.8	72.4	81.0	94.1	114.1	124.1	125.3	128.9
非燃料	41.0	46.1	53.5	57.9	58.7	59.9	63.8	73.1	73.9	77.3
其中，初级产品	65.3	62.6	63.3	59.0	49.3	43.9	48.1	41.6	43.2	43.0
按外部融资来源										
净债务国	36.9	39.6	45.6	48.3	44.3	40.6	42.5	46.7	41.1	40.2
其中，官方融资	24.7	26.4	25.3	30.8	28.3	27.8	30.5	32.8	29.5	31.1
按净债务国的偿债经历										
2002-2006年有债务拖欠和/或重组的国家	42.0	41.1	48.4	51.1	45.5	40.1	43.3	46.7	38.3	39.1
其他分类										
重债穷国	28.5	28.9	30.9	34.6	32.4	29.6	33.0	32.8	31.1	34.7
中东和北非	72.0	78.3	76.4	82.5	82.1	94.8	106.7	117.7	119.9	125.1

1. 本表中官方黄金持有额是以每盎司等于35特别提款权定值的。这种定值惯例明显低估了大量持有黄金的国家的储备。
2. 蒙古虽不属于独联体成员国，但由于其地理位置和经济结构的相似性，也将其编入其中。
3. 年末储备相当于当年商品与服务进口的百分比。



表A16 (续)

	平均值		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均值 2010-13
	1986-93	1994-2001									
<b>亚洲新兴工业化经济体</b>											
储蓄	35.7	33.0	29.7	31.5	32.8	31.3	31.4	32.2	31.6	31.3	31.9
投资	29.8	29.9	24.7	24.7	26.5	25.9	26.0	25.9	26.9	27.1	27.9
净贷出	5.9	3.1	5.0	6.8	6.3	5.3	5.3	6.3	4.7	4.3	4.0
经常转移	0.1	-0.3	-0.7	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
要素收入	1.3	0.6	0.5	0.8	0.5	-0.1	0.3	0.9	1.0	0.8	1.0
资源差额	4.5	2.8	5.2	6.7	6.6	6.1	5.8	6.1	4.4	4.2	3.6
<b>新兴经济体和发展中经济体</b>											
储蓄	24.3	24.2	26.3	28.0	29.7	31.5	33.0	33.4	33.7	33.3	33.4
投资	25.3	25.0	25.0	26.0	27.3	27.3	28.2	29.3	29.7	30.4	31.3
净贷出	-2.5	-0.8	1.2	2.0	2.4	4.2	4.8	4.1	4.1	2.9	2.1
经常转移	0.5	0.9	1.4	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1
要素收入	-1.5	-1.6	-2.0	-2.0	-2.0	-1.6	-1.6	-1.4	-1.7	-1.3	-0.8
资源差额	-0.8	—	1.8	2.4	2.9	4.2	4.9	4.1	4.4	3.0	1.7
<b>备注</b>											
获得外国资产	1.1	3.6	3.5	5.7	7.0	9.2	11.2	13.7	9.3	7.4	6.5
储备变化	0.3	1.1	2.3	3.8	4.7	5.0	5.5	7.9	6.4	4.3	3.4
<b>按地区</b>											
<b>非洲</b>											
储蓄	18.0	18.5	20.3	21.4	22.9	24.2	26.1	25.0	27.3	25.5	24.6
投资	19.5	20.2	22.1	21.8	22.9	22.5	23.3	24.5	24.2	25.1	25.8
净贷出	-1.5	-1.6	-1.8	-0.4	0.1	1.7	2.7	0.5	3.1	0.4	-1.2
经常转移	2.4	2.6	3.0	3.1	3.2	3.0	2.9	3.0	2.9	2.7	2.5
要素收入	-3.6	-3.9	-4.6	-4.4	-5.0	-5.3	-5.0	-5.6	-5.6	-5.5	-4.6
资源差额	-0.3	-0.3	-0.1	0.9	1.9	4.0	4.8	3.1	5.8	3.2	0.9
<b>备注</b>											
获得外国资产	0.1	2.6	2.8	3.3	4.4	5.8	6.9	6.5	8.5	5.9	4.1
储备变化	0.1	1.4	1.2	2.0	4.5	5.2	5.7	5.5	7.3	5.2	3.5
<b>中东欧</b>											
储蓄	25.3	19.9	18.1	17.1	17.4	17.7	18.2	18.6	18.9	19.3	20.4
投资	26.3	22.7	21.3	21.2	22.5	22.2	24.0	25.0	25.6	25.9	26.7
净贷出	-1.0	-2.8	-3.2	-4.1	-5.1	-4.5	-5.8	-6.3	-6.7	-6.6	-6.3
经常转移	1.4	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.3	1.4
要素收入	-1.4	-1.2	-2.1	-2.5	-2.9	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-2.4	-2.5
资源差额	-0.9	-3.4	-2.8	-3.2	-3.6	-3.4	-4.6	-4.8	-5.4	-5.5	-5.2
<b>备注</b>											
获得外国资产	1.1	1.9	3.3	2.2	3.3	5.0	4.8	4.7	1.9	1.5	2.0
储备变化	-0.4	1.6	2.5	1.4	1.3	3.5	1.6	2.3	1.0	0.9	1.3
<b>独联体<sup>2</sup></b>											
储蓄	...	24.7	26.6	27.5	29.7	29.9	29.8	29.4	30.4	28.3	25.9
投资	...	21.0	20.2	21.2	21.5	21.1	22.4	25.1	25.0	25.5	26.7
净贷出	...	3.6	6.4	6.3	8.3	8.8	7.3	4.3	5.4	2.8	-0.8
经常转移	...	0.4	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
要素收入	...	-2.0	-2.0	-2.8	-2.1	-2.8	-3.5	-3.0	-3.4	-3.0	-2.4
资源差额	...	5.2	7.9	8.4	9.9	11.0	10.4	6.9	8.4	5.5	1.5
<b>备注</b>											
获得外国资产	...	4.7	5.5	11.6	13.9	15.2	16.2	17.5	11.2	8.4	6.3
储备变化	...	1.1	3.3	5.7	7.1	7.7	9.9	9.9	5.6	3.4	2.9

表A16 (续)

	平均值		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均值 2010-13
	1986-93	1994-2001									
<b>发展中亚洲</b>											
储蓄	28.8	32.7	33.7	36.6	38.4	41.4	43.8	45.1	44.6	44.9	46.3
投资	31.4	32.4	31.2	33.8	35.9	37.3	37.9	38.1	39.2	39.7	40.6
净贷出	-2.6	0.4	2.5	2.8	2.6	4.1	5.9	7.0	5.4	5.2	5.8
经常转移	0.8	1.3	1.9	2.1	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0	1.8	1.7
要素收入	-1.8	-1.4	-1.5	-1.1	-1.0	-0.7	-0.6	-0.3	-0.3	—	0.6
资源差额	-1.6	0.4	2.1	1.8	1.6	2.6	4.4	5.2	3.6	3.4	3.5
备注											
获得外国资产	2.4	5.9	5.2	6.1	7.3	9.6	11.4	14.7	12.1	9.2	9.1
储备变化	0.9	1.7	4.2	5.5	7.4	5.9	6.8	10.7	10.3	6.7	5.6
<b>中东</b>											
储蓄	17.6	25.5	28.4	32.5	35.7	42.7	43.6	43.3	47.4	42.8	38.4
投资	23.8	22.4	23.7	24.2	24.0	22.7	22.6	24.9	24.5	25.7	26.5
净贷出	-6.3	3.1	4.7	8.3	11.6	20.0	21.0	18.4	22.8	17.0	11.9
经常转移	-3.5	-2.9	-2.5	-2.2	-2.0	-1.7	-1.8	-1.6	-1.4	-1.4	-1.4
要素收入	2.3	2.6	0.5	0.2	0.3	1.5	2.4	2.7	1.3	2.3	3.8
资源差额	-5.1	3.3	6.7	10.3	13.3	20.3	20.4	17.3	22.9	16.1	9.5
备注											
获得外国资产	-0.5	4.8	2.6	12.8	17.5	26.2	36.6	42.6	20.2	18.3	13.4
储备变化	-0.4	1.2	0.6	5.0	5.5	10.3	10.4	13.9	10.1	7.7	4.4
<b>西半球</b>											
储蓄	18.6	17.7	19.3	19.8	22.0	22.0	23.2	22.7	22.0	21.5	21.4
投资	19.1	20.7	19.9	19.2	20.8	20.5	21.6	22.4	23.1	23.4	23.8
净贷出	-0.5	-3.0	-0.7	0.6	1.1	1.5	1.5	0.3	-1.1	-1.9	-2.3
经常转移	0.8	0.9	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8	1.5	1.5	1.5
要素收入	-2.3	-2.7	-2.7	-3.0	-2.9	-2.2	-2.3	-2.1	-2.8	-2.5	-2.4
资源差额	1.0	-1.2	0.3	1.6	2.0	1.7	1.9	0.6	0.2	-1.0	-1.4
备注											
获得外国资产	0.7	1.7	1.2	2.9	2.8	3.0	3.2	6.1	3.2	2.1	1.6
储备变化	0.6	0.2	-0.1	1.8	1.0	1.3	1.6	3.6	1.7	0.4	0.3
<b>按分析标准</b>											
<b>按出口收入来源</b>											
<b>燃料</b>											
储蓄	26.6	26.1	28.9	31.1	34.1	38.2	38.6	37.0	39.3	35.4	31.4
投资	28.8	22.4	23.5	23.3	23.4	22.4	22.9	25.3	24.3	25.1	26.0
净贷出	-2.2	3.7	5.4	7.8	10.7	15.8	15.6	11.7	14.9	10.3	5.4
经常转移	-1.5	-1.9	-1.7	-1.4	-1.1	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
要素收入	—	-0.7	-1.7	-2.3	-2.1	-2.0	-1.9	-1.9	-2.6	-1.8	-0.6
资源差额	-0.7	6.3	8.8	11.5	13.9	18.7	18.4	14.5	18.3	13.0	6.9
备注											
获得外国资产	0.2	5.0	3.0	11.7	14.8	20.0	24.3	26.3	15.5	12.7	9.0
储备变化	-0.3	0.9	1.0	5.2	6.9	9.2	10.3	11.1	8.6	6.0	3.8
<b>非燃料</b>											
储蓄	23.2	23.9	25.7	27.3	28.7	29.8	31.5	32.3	32.0	32.5	34.1
投资	25.0	25.5	25.4	26.6	28.3	28.7	29.7	30.4	31.4	32.1	33.2
净贷出	-2.1	-1.7	0.3	0.7	0.4	1.1	1.8	1.9	0.6	0.4	0.9
经常转移	1.2	1.4	2.0	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.0	1.9	1.9
要素收入	-1.7	-1.8	-2.0	-1.9	-1.9	-1.5	-1.5	-1.3	-1.4	-1.1	-0.8
资源差额	-0.8	-1.3	0.3	0.4	0.2	0.4	1.1	1.1	-0.1	-0.4	-0.2
备注											
获得外国资产	1.3	3.4	3.6	4.4	5.1	6.4	7.5	10.1	7.3	5.6	5.7
储备变化	0.5	1.1	2.5	3.5	4.2	3.9	4.2	7.0	5.7	3.7	3.3

表A16 (续完)

	平均值		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均值 2010-13
	1986-93	1994-2001									
<b>按外部融资来源</b>											
净债务国											
储蓄	20.8	19.6	20.1	20.8	21.7	21.9	23.0	23.3	22.9	23.0	23.9
投资	22.9	22.2	20.9	21.4	23.0	23.4	24.4	25.3	26.0	26.3	27.3
净贷出	-2.1	-2.6	-0.8	-0.6	-1.3	-1.5	-1.4	-2.0	-3.0	-3.3	-3.4
经常转移	1.5	1.8	2.6	2.7	2.6	2.7	2.7	2.6	2.5	2.5	2.5
要素收入	-2.4	-2.4	-2.4	-2.5	-2.7	-2.4	-2.5	-2.4	-2.6	-2.3	-2.4
资源差额	-1.1	-2.5	-1.0	-0.8	-1.2	-1.8	-1.7	-2.2	-3.0	-3.5	-3.5
备注											
获得外国资产	0.8	1.7	2.4	3.0	2.9	3.1	4.2	6.2	2.6	2.0	2.1
储备变化	0.5	0.8	1.5	2.0	1.5	1.8	2.3	4.0	1.5	0.8	1.1
<b>官方融资</b>											
储蓄	14.2	17.6	20.2	21.1	22.3	23.2	23.9	23.2	22.4	22.0	22.5
投资	17.1	20.5	22.0	23.2	24.2	24.8	25.6	27.0	27.4	26.4	26.3
净贷出	-2.8	-2.9	-1.8	-2.1	-1.8	-1.6	-1.7	-3.8	-5.1	-4.4	-3.8
经常转移	4.2	5.7	7.0	7.5	8.2	8.6	8.8	9.3	8.6	7.9	7.9
要素收入	-0.8	-0.6	-0.5	-1.5	-0.8	-1.8	-2.0	-1.2	-1.0	-1.2	-1.4
资源差额	-6.3	-7.9	-8.3	-8.1	-9.2	-8.5	-8.5	-11.9	-12.7	-11.1	-10.3
备注											
获得外国资产	0.5	2.8	1.5	4.6	2.8	4.2	3.6	8.5	4.4	3.3	3.9
储备变化	0.5	0.5	-0.2	3.0	1.2	2.1	2.9	4.2	2.0	1.8	2.4
<b>按净债务国的偿债经历</b>											
<b>2002-2006年有债务拖欠和/或重组的国家</b>											
储蓄	17.1	19.3	21.0	23.1	21.6	21.9	23.7	23.3	22.4	22.2	22.8
投资	23.1	22.3	18.7	20.6	21.4	22.6	23.6	24.3	24.3	24.7	25.3
净贷出	-6.0	-3.0	2.3	2.5	0.2	-0.7	0.2	-0.9	-1.9	-2.4	-2.5
经常转移	1.6	2.1	3.9	4.0	3.9	4.5	4.4	4.0	3.9	3.6	3.6
要素收入	-5.6	-3.1	-4.0	-3.3	-4.1	-3.8	-3.7	-3.5	-3.1	-2.4	-2.5
资源差额	-1.9	-2.0	2.3	1.8	0.5	-1.3	-0.5	-1.4	-2.7	-3.7	-3.6
备注											
获得外国资产	1.0	2.0	3.3	3.9	2.5	2.6	3.7	4.7	1.9	1.9	1.5
储备变化	0.2	0.5	0.9	2.3	1.5	1.7	2.2	3.3	0.9	1.3	1.1

注：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。国家类别数据的组成由相关各国的美元值加总计算而得。这有别于2005年4月期及以前各期《世界经济展望》的计算，其数据是以各国按购买力平价定值的GDP占全世界GDP的比重为权重加权得出的。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、要素收入和资源差额。数据来源于多种渠道，受到可获性的制约，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、遗漏和不对称性影响对净贷出的估计。从理论上讲，全球的净贷出数应为零，其等于全球经常项目差额。尽管有这些统计上的缺陷，像本表列出的这些资金流量估计数还是为分析不同时期、国家和地区在储蓄和投资方面的发展变化提供了一个有用的框架。

1. 根据各个欧元区国家的数据计算而得。
2. 蒙古虽不属于独联体成员国，但由于其地理位置和经济结构的相似性，也将其编入其中。

表A17. 世界中期基线方案概况

	8年平均值		4年平均值	2006	2007	2008	2009	4年平均值
	1990-97	1998-2005	2006-09					2010-13
	除另有说明外，为年度百分比变化							
全球实际GDP	2.9	3.6	4.2	5.1	5.0	3.9	3.0	4.6
先进经济体	2.6	2.6	1.9	3.0	2.6	1.5	0.5	2.5
新兴经济体和发展中经济体	3.3	5.2	7.2	7.9	8.0	6.9	6.1	6.9
备注								
潜在产出								
主要先进经济体	2.5	2.3	2.1	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9
世界贸易，数量 <sup>1</sup>	6.9	6.2	6.4	9.3	7.2	4.9	4.1	7.1
进口								
先进经济体	6.2	6.0	3.7	7.5	4.5	1.9	1.1	5.2
新兴经济体和发展中经济体	8.0	7.7	12.8	14.7	14.2	11.7	10.5	11.0
出口								
先进经济体	6.9	5.2	5.2	8.4	5.9	4.3	2.5	5.3
新兴经济体和发展中经济体	8.3	8.4	8.5	11.0	9.5	6.3	7.4	10.1
贸易条件								
先进经济体	-0.1	-0.1	-0.7	-1.2	0.3	-1.8	-0.1	0.2
新兴经济体和发展中经济体	-0.6	1.4	2.8	4.9	1.7	5.5	-0.9	-0.2
以美元表示的国际价格								
制成品	1.3	1.6	6.6	3.7	8.8	13.8	0.5	1.5
石油	0.9	13.6	17.2	20.5	10.7	50.8	-6.3	0.6
非燃料初级产品	0.0	0.5	10.5	23.2	14.1	13.3	-6.2	-2.6
消费价格								
先进经济体	3.4	1.9	2.5	2.4	2.2	3.6	2.0	2.0
新兴经济体和发展中经济体	62.9	8.3	7.2	5.4	6.4	9.4	7.8	5.3
利率（百分数）								
实际6个月期LIBOR <sup>2</sup>	3.1	1.6	1.8	2.1	2.6	1.0	1.5	3.2
全球实际长期利率 <sup>3</sup>	4.0	2.4	1.5	1.7	2.0	0.4	1.8	2.8
	相当于GDP的百分比							
经常账户差额								
先进经济体	—	-0.7	-1.0	-1.3	-0.9	-1.0	-0.6	-0.5
新兴经济体和发展中经济体	-1.6	1.2	4.0	4.9	4.1	4.1	2.9	2.2
外债总额								
新兴经济体和发展中经济体	34.2	35.8	25.4	26.6	26.9	24.2	23.8	23.5
债务偿还								
新兴经济体和发展中经济体	4.6	6.3	4.7	5.8	4.8	4.1	4.0	4.0

1. 商品和服务贸易的数据。

2. 美元存款的伦敦银行间同业拆借利率减美国GDP通货紧缩指数的百分比变化。

3. 美国、日本、德国、法国、意大利、英国和加拿大的10年期（或接近期限的）国债利率以GDP为权重的加权平均。

# 《世界经济展望》和《世界经济展望》工作人员研究的部分论题，2000–2008年

## I. Methodology—Aggregation, Modeling, and Forecasting

	<i>World Economic Outlook</i>
Revised Purchasing Power Parity Based Weights for the <i>World Economic Outlook</i>	May 2000, Box A1
The Global Current Account Discrepancy	October 2000, Chapter I, Appendix II
How Well Do Forecasters Predict Turning Points?	May 2001, Box 1.1
The Information Technology Revolution: Measurement Issues	October 2001, Box 3.1
Measuring Capital Account Liberalization	October 2001, Box 4.1
The Accuracy of <i>World Economic Outlook</i> Growth Forecasts: 1991–2000	December 2001, Box 3.1
On the Accuracy of Forecasts of Recovery	April 2002, Box 1.2
The Global Current Account Discrepancy and Other Statistical Problems	September 2002, Box 2.1
The Global Economy Model	April 2003, Box 4.3
How Should We Measure Global Growth?	September 2003, Box 1.2
Measuring Foreign Reserves	September 2003, Box 2.2
The Effects of Tax Cuts in a Global Fiscal Model	April 2004, Box 2.2
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

## II. Historical Surveys

	<i>World Economic Outlook</i>
The World Economy in the Twentieth Century	May 2000, Chapter V
The Monetary System and Growth During the Commercial Revolution	May 2000, Box 5.2
The Great Depression	April 2002, Box 3.2
Historical Evidence on Financial Crises	April 2002, Box 3.3
A Historical Perspective on Booms, Busts, and Recessions	April 2003, Box 2.1
Institutional Development: The Influence of History and Geography	April 2003, Box 3.1
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

部分论题，2000–2008年

Historical Perspective on Growth and the Current Account	October 2008, Box 6.3
	<i>Staff Studies for the World Economic Outlook</i>
Globalization and Growth in the Twentieth Century <i>Nicholas Crafts</i>	May 2000
The International Monetary System in the (Very) Long Run <i>Barry Eichengreen and Nathan Sussman</i>	May 2000

### III. Economic Growth—Sources and Patterns

	<i>World Economic Outlook</i>
How Can the Poorest Countries Catch Up?	May 2000, Chapter IV
Trends in the Human Development Index	May 2000, Box 5.1
Productivity Growth and IT in the Advanced Economies	October 2000, Chapter II
Transition: Experience and Policy Issues	October 2000, Chapter III
Business Linkages in Major Advanced Countries	October 2001, Chapter II
How Do Macroeconomic Fluctuations in the Advanced Countries Affect the Developing Countries?	October 2001, Chapter II
Confidence Spillovers	October 2001, Box 2.1
Channels of Business Cycle Transmission to Developing Countries	October 2001, Box 2.2
The Information Technology Revolution	October 2001, Chapter III
Has the IT Revolution Reduced Output Volatility?	October 2001, Box 3.4
The Impact of Capital Account Liberalization on Economic Performance	October 2001, Box 4.2
How Has September 11 Influenced the Global Economy?	December 2001, Chapter II
The Long-Term Impact of September 11	December 2001, Box 2.1
Is Wealth Increasingly Driving Consumption?	April 2002, Chapter II
Recessions and Recoveries	April 2002, Chapter III
Was It a Global Recession?	April 2002, Box 1.1
How Important Is the Wealth Effect on Consumption?	April 2002, Box 2.1
A Household Perspective on the Wealth Effect	April 2002, Box 2.2
Measuring Business Cycles	April 2002, Box 3.1
Economic Fluctuations in Developing Countries	April 2002, Box 3.4
How Will Recent Falls in Equity Markets Affect Activity?	September 2002, Box 1.1
Reversal of Fortune: Productivity Growth in Europe and the United States	September 2002, Box 1.3
Growth and Institutions	April 2003, Chapter III
Is the New Economy Dead?	April 2003, Box 1.2
Have External Anchors Accelerated Institutional Reform in Practice?	April 2003, Box 3.2
Institutional Development: The Role of the IMF	April 2003, Box 3.4
How Would War in Iraq Affect the Global Economy?	April 2003, Appendix 1.2
How Can Economic Growth in the Middle East and North Africa Region Be Accelerated?	September 2003, Chapter II
Recent Changes in Monetary and Financial Conditions in the Major Currency Areas	September 2003, Box 1.1
Accounting for Growth in the Middle East and North Africa	September 2003, Box 2.1
Managing Increasing Aid Flows to Developing Countries	September 2003, Box 1.3

Fostering Structural Reforms in Industrial Countries	April 2004, Chapter III
How Will Demographic Change Affect the Global Economy?	September 2004, Chapter III
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 II
Output Volatility in Emerging Market and Developing Countries	April 2005, Chapter II
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 III
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 IV
The Global Implications of an Avian Flu Pandemic	April 2006, Appendix 1.2
Asia Rising: Patterns of Economic Development and Growth	September 2006, Chapter III
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
What Risks Do Housing Markets Pose for Global Growth?	October 2007, Box 2.1
Climate Change: Economic Impact and Policy Responses	October 2007, Appendix 1.2
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
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

## IV. Inflation and Deflation, and Commodity Markets

Cycles in Nonfuel Commodity Prices	<i>World Economic Outlook</i> May 2000, Box 2.2
Booms and Slumps in the World Oil Market	May 2000, Box 2.3
Commodity Prices and Commodity Exporting Countries	October 2000, Chapter II
Developments in the Oil Markets	October 2000, Box 2.2
The Decline of Inflation in Emerging Markets: Can It Be Maintained?	May 2001, Chapter IV
The Global Slowdown and Commodity Prices	May 2001, Chapter I, Appendix 1
Why Emerging Market Countries Should Strive to Preserve Lower Inflation	May 2001, Box 4.1
Is There a Relationship Between Fiscal Deficits and Inflation?	May 2001, Box 4.2
How Much of a Concern Is Higher Headline Inflation?	October 2001, Box 1.2

Primary Commodities and Semiconductor Markets	October 2001, Chapter 1, Appendix 1
Can Inflation Be Too Low?	April 2002, Box 2.3
Could Deflation Become a Global Problem?	April 2003, Box 1.1
Housing Markets in Industrial Countries	April 2004, Box 1.2
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 IV
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
Commodity Price Shocks, Growth, and Financing in Sub-Saharan Africa	September 2006, Box 2.2
International Oil Companies and National Oil Companies in a Changing Oil Sector Environment	September 2006, Box 1.4
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

## V. Fiscal Policy

Social Spending, Poverty Reduction, and Debt Relief in Heavily Indebted Poor Countries	<i>World Economic Outlook</i> May 2000, Box 4.3
Fiscal Improvement in Advanced Economies: How Long Will It Last?	May 2001, Chapter III
Impact of Fiscal Consolidation on Macroeconomic Performance	May 2001, Box 3.3
Fiscal Frameworks in Advanced and Emerging Market Economies	May 2001, Box 3.4
Data on Public Debt in Emerging Market Economies	September 2003, Box 3.1
Fiscal Risk: Contingent Liabilities and Demographics	September 2003, Box 3.2
Assessing Fiscal Sustainability Under Uncertainty	September 2003, Box 3.3

The Case for Growth-Indexed Bonds	September 2003, Box 3.4
Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High?	September 2003, Chapter III
Has Fiscal Behavior Changed Under the European Economic and Monetary Union?	September 2004, Chapter II
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

## VI. Monetary Policy, Financial Markets, and Flow of Funds

Asset Prices and Business Cycle	<i>World Economic Outlook</i>
Global Liquidity and Asset Prices	May 2000, Chapter III
International Capital Flows to Emerging Markets	May 2000, Box 3.2
Developments in Global Equity Markets	October 2000, Chapter II
U.S. Monetary Policy and Sovereign Spreads in Emerging Markets	October 2000, Chapter II
Impact of the Global Technology Correction on the Real Economy	October 2000, Box 2.1
Inflation Targeting in Emerging Market Economies: Implementation and Challenges	May 2001, Chapter II
Financial Market Dislocations and Policy Responses After the September 11 Attacks	May 2001, Box 4.3
Investor Risk Appetite	December 2001, Box 2.2
Monetary Policy in a Low Inflation Era	December 2001, Box 2.3
The Introduction of Euro Notes and Coins	April 2002, Chapter II
Cross-Country Determinants of Capital Structure	April 2002, Box 1.3
When Bubbles Burst	September 2002, Box 2.3
How Do Balance Sheet Vulnerabilities Affect Investment?	April 2003, Chapter II
Identifying Asset Price Booms and Busts	April 2003, Box 2.3
Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High?	April 2003, Appendix 2.1
Reserves and Short-Term Debt	September 2003, Chapter II
Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?	September 2003, Box 2.3
How Do U.S. Interest and Exchange Rates Affect Emerging Markets' Balance Sheets?	April 2004, Chapter IV
	April 2004, Box 2.1

Does Financial Sector Development Help Economic Growth and Welfare?	April 2004, Box 4.1
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 IV
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 III
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
What Is Global Liquidity?	October 2007, Box 1.4
Macroeconomic Implications of Recent Market Turmoil: Patterns From Previous Episodes	October 2007, Box 1.2
The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy	April 2008, Chapter 3
Assessing Vulnerabilities to Housing Market Corrections	April 2008, Box 3.1
Is There a Credit Crunch?	April 2008, Box 1.1
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
House Prices: Corrections and Consequences	October 2008, Box 1.2

*Staff Studies for the  
World Economic Outlook*

Capital Structure and Corporate Performance Across Emerging Markets	September 2002, Chapter II
---	----------------------------

## **VII. Labor Markets, Poverty, and Inequality**

Unemployment and Labor Market Institutions: Why Reforms Pay Off	April 2003, Chapter IV
Regional Disparities in Unemployment	April 2003, Box 4.1
Labor Market Reforms in the European Union	April 2003, Box 4.2
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  
Globalization and Inequality

October 2007, Box 2.2  
October 2007, Chapter 4

EMU Challenges European Labor Markets  
*Rüdiger Soltwedel, Dirk Dohse, and Christiane Krieger-Boden*

*Staff Studies for the  
World Economic Outlook*  
May 2000

## VIII. Exchange Rate Issues

The Pros and Cons of Dollarization  
Why Is the Euro So Undervalued?  
Convergence and Real Exchange Rate Appreciation in the EU  
Accession Countries  
What Is Driving the Weakness of the Euro and the Strength of the Dollar?  
The Weakness of the Australian and New Zealand Currencies  
How Did the September 11 Attacks Affect Exchange Rate Expectations?  
Market Expectations of Exchange Rate Movements  
Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High?  
How Concerned Should Developing Countries Be About G-3  
Exchange Rate Volatility?  
Reserves and Short-Term Debt  
The Effects of a Falling Dollar  
Learning to Float: The Experience of Emerging Market Countries Since  
the Early 1990s  
How Did Chile, India, and Brazil Learn to Float?  
Foreign Exchange Market Development and Intervention  
How Emerging Market Countries May Be Affected by External Shocks  
Exchange Rates and the Adjustment of External Imbalances  
Exchange Rate Pass-Through to Trade Prices and External Adjustment  
Depreciation of the U.S. Dollar: Causes and Consequences

*World Economic Outlook*  
May 2000, Box 1.4  
October 2000, Box 1.1  
  
October 2000, Box 4.4  
May 2001, Chapter II  
May 2001, Box 2.1  
December 2001, Box 2.4  
September 2002, Box 1.2  
September 2003, Chapter II  
  
September 2003, Chapter II  
September 2003, Box 2.3  
April 2004, Box 1.1  
  
September 2004, Chapter II  
September 2004, Box 2.3  
September 2004, Box 2.4  
September 2006, Box 1.3  
April 2007, Chapter 3  
April 2007, Box 3.3  
April 2008, Box 1.2

Currency Crises: In Search of Common Elements  
*Jahangir Aziz, Francesco Caramazza, and Ranil Salgado*  
Business Cycle Influences on Exchange Rates: Survey and Evidence  
*Ronald MacDonald and Phillip Suragel*

*Staff Studies for the  
World Economic Outlook*  
May 2000  
May 2000

## IX. External Payments, Trade, Capital Movements, and Foreign Debt

The Global Current Account Discrepancy

*World Economic Outlook*  
October 2000, Chapter I,  
Appendix II

Trade Integration and Sub-Saharan Africa	May 2001, Chapter II
Sustainability of the U.S. External Current Account	May 2001, Box 1.2
Reducing External Balances	May 2001, Chapter I, Appendix 2
The World Trading System: From Seattle to Doha	October 2001, Chapter II
International Financial Integration and Economic Performance: Impact on Developing Countries	October 2001, Chapter IV
Potential Welfare Gains From a New Trade Round	October 2001, Box 2.3
Critics of a New Trade Round	October 2001, Box 2.4
Foreign Direct Investment and the Poorer Countries	October 2001, Box 4.3
Country Experiences with Sequencing Capital Account Liberalization	October 2001, Box 4.4
Contagion and Its Causes	December 2001, Chapter I, Appendix
Capital Account Crises in Emerging Market Countries	April 2002, Box 3.5
How Have External Deficits Adjusted in the Past?	September 2002, Box 2.2
Using Prices to Measure Goods Market Integration	September 2002, Box 3.1
Transport Costs	September 2002, Box 3.2
The Gravity Model of International Trade	September 2002, Box 3.3
Vertical Specialization in the Global Economy	September 2002, Box 3.4
Trade and Growth	September 2002, Box 3.5
How Worrisome Are External Imbalances?	September 2002, Chapter II
How Do Industrial Country Agricultural Policies Affect Developing Countries?	September 2002, Chapter II
Trade and Financial Integration	September 2002, Chapter III
Risks to the Multilateral Trading System	April 2004, Box 1.3
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 III
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 II
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 II
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

## X. Regional Issues

The Economic Impact of HIV/AIDS in Southern Africa	
Accession of Transition Economies to the European Union: Prospects and Pressures	<i>World Economic Outlook</i> October 2000, Box 1.4
The IMF and the Transition Economies	October 2000, Chapter IV
Previous EU Enlargements	October 2000, Box 3.1
The Enhanced HIPC Initiative in Africa	October 2000, Box 4.2
Large Current Account Deficits in EU Accession Countries	May 2001, Box 1.4
Africa's Trade and the Gravity Model	May 2001, Box 1.5
The Implications of the Japanese Economic Slowdown for East Asia	May 2001, Box 2.2
Relative Euro-Area Growth Performances: Why Are Germany and Italy Lagging Behind France?	October 2001, Box 1.4
Economic Growth, Civil Conflict, and Poverty Reduction in Sub-Saharan Africa	October 2001, Box 1.5
Information Technology and Growth in Emerging Asia	October 2001, Box 1.7
The IT Slump and Short-Term Growth Prospects in East Asia	October 2001, Box 3.3
The Effects of the September 11 Attacks on the Caribbean Region	October 2001, Box 3.5
Debt Crises: What's Different About Latin America?	December 2001, Box 3.3
Foreign Direct Investment in Africa	April 2002, Chapter II
Promoting Stronger Institutions and Growth: The New Partnership for Africa's Development	September 2002, Box 1.6
How Can Economic Growth in the Middle East and North Africa Region Be Accelerated?	April 2003, Box 3.3
Gulf Cooperation Council: Challenges on the Road to a Monetary Union	September 2003, Chapter II
Accounting for Growth in the Middle East and North Africa	September 2003, Box 1.5
Is Emerging Asia Becoming an Engine of World Growth?	September 2003, Box 2.1
What Works in Africa	April 2004, Box 1.4
Economic Integration and Structural Reforms: The European Experience	April 2004, Box 1.5
What Are the Risks of Slower Growth in China?	April 2004, Box 3.4
Governance Challenges and Progress in Sub-Saharan Africa	September 2004, Box 1.2
The Indian Ocean Tsunami: Impact on South Asian Economies	September 2004, Box 1.6
Workers' Remittances and Emigration in the Caribbean	April 2005, Box 1.1
What Explains Divergent External Sector Performance in the Euro Area?	April 2005, Box 2.1
Pressures Mount for African Cotton Producers	September 2005, Box 1.3
	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
<i>Staff Studies for the World Economic Outlook</i>	
The Great Contraction in Russia, the Baltics, and Other Countries of the Former Soviet Union: A View from the Supply Side <i>Mark De Broeck and Vincent Koen</i>	May 2000

## **XI. Country-Specific Analyses**

<i>World Economic Outlook</i>	
Turkey's IMF-Supported Disinflation Program	May 2000, Box 2.1
Productivity and Stock Prices in the United States	May 2000, Box 3.1
India: Reinvigorating the Reform Process	May 2000, Box 4.2
Risky Business: Output Volatility and the Perils of Forecasting in Japan	October 2000, Box 1.2
China's Prospective WTO Accession	October 2000, Box 1.3
Addressing Barter Trade and Arrears in Russia	October 2000, Box 3.3
Fiscal Decentralization in Transition Economies: China and Russia	October 2000, Box 3.5
Accession of Turkey to the European Union	October 2000, Box 4.3
Japan's Recent Monetary and Structural Policy Initiatives	May 2001, Box 1.3
Japan: A Fiscal Outlier?	May 2001, Box 3.1
Financial Implications of the Shrinking Supply of U.S. Treasury Securities	May 2001, Box 3.2
The Growth-Poverty Nexus in India	October 2001, Box 1.6
Has U.S. TFP Growth Accelerated Outside of the IT Sector?	October 2001, Box 3.2
Fiscal Stimulus and the Outlook for the United States	December 2001, Box 3.2
Argentina: An Uphill Struggle to Regain Confidence	December 2001, Box 3.4
China's Medium-Term Fiscal Challenges	April 2002, Box 1.4
Rebuilding Afghanistan	April 2002, Box 1.5
Russia's Rebounds	April 2002, Box 1.6
Brazil: The Quest to Restore Market Confidence	September 2002, Box 1.4
Where Is India in Terms of Trade Liberalization?	September 2002, Box 1.5
How Important Are Banking Weaknesses in Explaining Germany's Stagnation?	April 2003, Box 1.3
Are Corporate Financial Conditions Related to the Severity of Recessions in the United States?	April 2003, Box 2.2
Rebuilding Post-Conflict Iraq	September 2003, Box 1.4
How Will the U.S. Budget Deficit Affect the Rest of the World?	April 2004, Chapter II
China's Emergence and Its Impact on the Global Economy	April 2004, Chapter II
Can China Sustain Its Rapid Output Growth?	April 2004, Box 2.3
Quantifying the International Impact of China's WTO Accession	April 2004, Box 2.4
Structural Reforms and Economic Growth: New Zealand's Experience	April 2004, Box 3.1
Structural Reforms in the United Kingdom During the 1980s	April 2004, Box 3.2
The Netherlands: How the Interaction of Labor Market Reforms and Tax Cuts Led to Strong Employment Growth	April 2004, Box 3.3

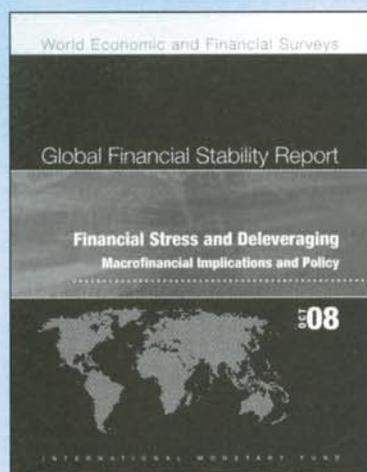
Why Is the U.S. International Income Account Still in the Black, and Will This Last?	September, 2005, Box 1.2
Is India Becoming an Engine for Global Growth?	September, 2005, Box 1.4
Saving and Investment in China	September, 2005, Box 2.1
China's GDP Revision: What Does It Mean for China and the Global 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

## **XII. Special Topics**

Climate Change and the Global Economy	<i>World Economic Outlook</i> 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

# Expand Your Global Expertise

Learn more about the other financial reports available from the International Monetary Fund...



## Global Financial Stability Report

*Tracking global capital flows*

The GFSR assesses key issues in global financial market developments in order to identify systemic vulnerabilities. By calling attention to fault lines in the global financial system, the report aims to play a role in preventing crises and, when they do occur, helping to mitigate their effects and offer policy advice, thereby contributing to global financial stability and sustained economic growth.

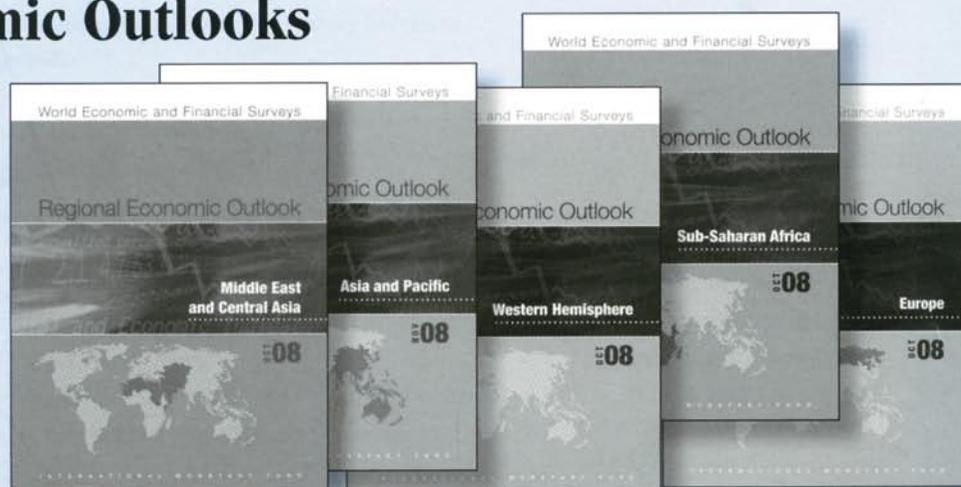
As a semiannual report, the GFSR focuses on current conditions, examining structural issues and financial imbalances that could pose risks to financial market stability and sustained market access by emerging economies.

Along with the IMF's semiannual *World Economic Outlook*, the GFSR is a key vehicle for communicating the IMF's multilateral surveillance. The GFSR also draws out the financial ramifications of economic imbalances highlighted by the IMF's *World Economic Outlook*, making it an indispensable companion publication.

Annual subscription: \$108. Paperback. Published twice yearly. ISSN: 1729-701X. Stock# GFSREA

## Regional Economic Outlooks

*The briefing: Comprehensive biannual assessments of the outlook, key risks, and related policy challenges for Asia and the Pacific, Europe, the Middle East and Central Asia, Sub-Saharan Africa, and the Western Hemisphere*



How do prudent economic policies help regions absorb potential shocks and spillovers from one economy to another? In this environment, when shifts within regions can be as significant as those occurring across regions, the IMF's five *Regional Economic Outlook* studies are more valuable than ever.

Each regional report drills down into specific regional economic and financial developments and trends — bringing the unique resources, experience, and perspective of the IMF to bear.

Recent economic developments and prospects for the region are discussed as a whole as well as for specific countries. The reports include key country data. Readers will find examination of specific regional issues and areas of pressing current concern in special chapters or in sidebars and boxes within the text.

These indispensable surveys of recent economic developments and prospects are the product of comprehensive intradepartmental reviews of economic developments that draw primarily on information the staff gathers through consultation with member countries in the context of surveillance and lending activities.

Individual copies of the *Regional Economic Outlook* are available at \$35 (academic rate: \$30).

**For detailed information or to place an order, please go to [www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org) or send an email to [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).**