
国际清算银行

第 66 期年报

1995 年 4 月 1 日 - 1996 年 3 月 31 日 巴塞尔, 1996 年 6 月 10 日

国际清算银行 中国金融出版社
北京·1996 年 10 月

F 831.2
6(66)

国际清算银行

第 66 期年报

1995 年 4 月 1 日—1996 年 3 月 31 日 巴塞尔, 1996 年 6 月 10 日

国际清算银行 中国金融出版社
北京·1996 年 10 月

责任编辑:王 璐

责任校对:程 颖

责任印制:赵元桃

图书在版编目(CIP)数据

国际清算银行第 66 期年报/国际清算银行著;中国人民
银行译. —北京:中国金融出版社,1996.10

书名原文:Bank for International Settlements

66th Annual Report

ISBN 7—5049—1701—X

I . 国…

II . ①国…②中…

III . 国际清算银行—年报

IV . F 831.2—54

中国版本图书馆 CIP 数据核字(96)第 20943 号

出版: 中国金融出版社

发行:

社址: 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮编: 100055

开本: 889 毫米×1194 毫米 1/16

版次: 1996 年 10 月第 1 版

印次: 1996 年 10 月第 1 次印刷

第 66 期年报

提交 1996 年 6 月 10 日在巴塞尔举行的 国际清算银行年会

女士们、先生们：

我荣幸地向各位提交国际清算银行 1995 年 4 月 1 日—1996 年 3 月 31 日财政年度的第 66 期年报。各位将会注意到本期年报后面的财务报表已作了一些变动，但这些变动不会影响各个年度财务报表的可比性。

与上一财政年度的净利润 162,408,716 金法郎相比，本财政年度净利润为 181,333,300 金法郎，已减去 3,529,792 金法郎作为特别行政支出，3,073,940 金法郎作为房产现代化及设备更新。

董事会提议，按照国际清算银行章程第 51 条，本届股东大会按每股分红利 260 瑞士法郎，拨付 53,333,300 金法郎。

董事会还提议将 38,400,000 金法郎转入普通储备基金，3,000,000 金法郎转入特别红利储备基金，剩余的 86,600,000 金法郎转入自由储备基金。

如果上述提议得到批准，国际清算银行 1995/96 财政年度的红利将于 1996 年 7 月 1 日支付给股东。

总经理

安格鲁·克罗克特

1996 年 5 月 23 日于巴塞尔

目 录

发文函

I. 中期政策和结构变革:期待收获	1
追求中期宏观经济政策	2
实物市场和金融市场的结构变革	2
1995 年货币和监管方面的反应	3
II. 工业化国家的发展	5
概要	5
缓慢的经济增长和持续的不对称	5
三个主要国家的情况	5
其他欧洲国家	7
其他工业化国家	9
各种因素和政策对产出增长的影响	9
一些共同特征	9
财政和货币政策	10
高失业和高财政赤字并存的“孪生”问题	11
劳动力市场的不同情况	12
劳动力市场的适应能力:措施和影响	13
工资刚性	14
劳动力成本居高不下	16
结论	17
大多数国家通货膨胀较低	17
价格、单位劳动成本和利润率的变化	17
产品和劳动力市场的“基本”条件和表现	20
世界贸易、经常帐户和汇率	20
世界贸易情况	20
经常帐户收支状况	21
III. 世界其他地区的情况	25
概要	25
国内需求、出口和政策措施	26
国别主要发展情况	30
墨西哥和阿根廷	30
巴西	33
其他拉丁美洲国家	33

东亚	33
东南亚	35
印度	36
东欧	36
俄罗斯	37
提高储蓄率	38

IV. 工业化国家的货币政策 40

概要	40
三个主要国家的货币政策	40
美国	41
日本	42
德国	44
其他参加欧洲汇率机制国家的政策	45
法国	46
参加汇率机制的小国家	47
制定通货膨胀目标的国家的货币政策	48
汇率和货币政策态势	52
通货膨胀目标问题	52
制定通货膨胀目标的货币政策体制	52
通货膨胀目标框架的设计	53

V. 工业化国家的国内资产市场和金融机构 56

概要	56
资产价格	56
债券	56
股票	59
房地产价格	62
银行业	63
近期表现	63
长期调整的必要性	65
调整的特征	68
调整过程中的风险	70
评价风险	71
政策挑战	72

VI. 工业化国家的汇率和资本流动 74

概要	74
1995 年外汇市场调查	75
美元、日元和德国马克	77
资本流动和日元	77
商业周期和德国马克	80
全球储备的变化	82
美元的基本价值: 三项调查	83

欧洲货币和加拿大元	85
共同因素	85
欧洲独特的发展	87
市场对欧洲货币联盟前景的展望	89
加拿大元	90
黄金价格	91
 VII. 资本流动和新兴市场的金融体系	92
概要	92
墨西哥危机后的资本流动	92
宏观经济稳定和金融体系的健全	95
证券市场	96
银行系统和信贷增长	98
机构结构	100
银行经营不当	102
审慎监督	102
过渡时期的困难	104
控制银行信贷的增长	104
银行危机	106
不利影响	108
 VIII. 国际金融市场	110
概要	110
国际银行市场	111
报告银行的货币、市场中心以及国籍的情况	111
与报告区外国家的业务	113
国际辛迪加贷款	114
国际证券市场	115
发行人的种类和居住地	116
国际证券发行的币种构成	118
金融工具的类型	118
管理问题	121
国际金融衍生产品市场	121
交易所工具	121
场外交易工具	124
中央银行对衍生产品市场的调查	125
衍生产品、监管和风险管理	127
 IX. 结论:在变革中促进稳定	129
保持价格稳定	129
维护金融稳定	131
促进国际金融合作	133

国际清算银行的业务活动	135
1. 中央银行与国际组织间的合作	135
2. 作为代理人和托管人的职能	138
欧洲货币单位(ECU)非官方清算和结算系统代理人	138
国际间政府贷款托管人	138
巴西债券担保代理人	139
3. 对中央银行的金融援助	139
4. 银行局的业务	139
负债	139
资产	140
5. 净利润及其分配	140
6. 董事会和管理当局的变化	141
 1996 年 3 月 31 日的资产负债表和损益表	143
董事会	156
管理当局	157

图(*)、表目录

工业化国家的发展

国内生产总值增长和产出缺口*	6
名义和实际有效汇率*	7
国内需求和净出口对国民生产总值的影响*	8
近几次经济复苏时的居民储蓄;有关国家	10
实际工资和消费的增长*	11
政府财政余额和负债	12
预算余额、失业率和经济增长*	13
劳动力市场;有关指标*	14
就业增长、新创就业机会和适应性	15
衡量人均实际收入和产出的方法*	16
制造业劳动力总成本;有关国家	17
消费者价格和单位劳动力成本	18
产出价格、成本和净利润指标*	19
世界贸易指标*	21
竞争力、周期性状况和经常帐户余额*	22
工业化国家的经常帐户收支	24

世界其他地区的情况

增长、通货膨胀和储蓄	26
实际贸易余额和国内需求增加的变化*	27
经常帐户收支和对外贸易	28
有关国家的汇率和通货膨胀	30
通货膨胀,实际利率和汇率*	31
拉美国家的贸易余额和工业产出*	32
1995 年需求压力指标	34
东南亚国家汇率走势*	35
卢布和利率*	38

工业化国家的货币政策

美国*	41
美国联邦基金利率*	42
日本*	43
德国*	44
货币增长和收益曲线的变化*	45

法国*	46
有关国家的利率和通货膨胀*	47
有关国家的通货膨胀和通货膨胀目标*	49
有关国家的利率和汇率*	50
有关国家未来通货膨胀的指标	51
有关国家通货膨胀目标的特点	54

工业化国家的国内资产市场和金融机构

债券收益*	57
国际债券市场杠杆的有关指标	58
债券收益波幅*	59
有关国债市场的保值偏好*	60
股票市场指数	60
价格/收益比例以及债券收益率*	61
股票价格评估的指标	62
美国股票市场的波幅和保值偏好*	63
名义的和根据通货膨胀调整的房地产价格	64
1994 年和 1995 年主要银行的盈利率	65
银行业务表现的长期会计指标	66
银行股票价格的长期变化情况	66
信贷和实际总资产价格*	67
银行重组:机构数目和规模集中程度	68
银行重组:分支机构的数目	69
银行重组:就业和员工成本	70
银行业的兼并和收购 ¹	71
可比股票价格对合并和兼并的反应*	72

工业化国家的汇率和资本流动

有关货币与美元的比价及美元的名义有效汇率*	75
场外外汇交易	76
美国、日本和德国的对外帐户	78
股票和债券的跨境交易	79
私人证券投资从日本向美国的流动*	80
日元对美元汇率*	81
日元和德国马克与美元比价的概率分布*	82
远期利率*	83
德国马克与美元的比价*	84
官方外汇储备	85
美元购买力平价和基本均衡汇率的估计数	85
外汇储备、国际资产和十国集团国内生产总值中的美元份额*	86
欧洲各国货币对德国马克的比价*	87
各国汇率对德国马克/美元汇率变化的敏感度*	88
法国法郎对德国马克*	89
对德国马克的远期汇率变化*	90
黄金价格和波幅*	91

资本流动和新兴市场的金融体系

工业化国家的利率和新兴市场中金融资产价格*	93
流入亚洲和拉丁美洲的资本	94
证券市场	96
汇率、利率和股票市场的波动	97
宏观经济指标和银行总量数据的变化情况	99
银行业务波动与国内生产总值变化比较*	99
银行业的结构指标	100
银行运作的指标*	101
对私人部门的银行信贷增长与国内生产总值增长的比较	105
不良贷款占全部贷款的百分比	106

国际金融市场

国际融资总额*	110
国际市场融资净额的估计数	111
国际银行业务的主要特征	112
国际银行贷款总额*	113
国际银行信贷的币种和国别构成*	114
银行在报告区外国家的业务	115
在亚洲和拉丁美洲的国际银行和证券融资*	116
国际证券发行的主要特征	117
国际利率*	118
按部门和发行者居住地分类的在债券市场上的借款	119
国际债券市场的主要特征*	120
有关金融衍生工具的市场	122
在有组织的交易所交易的金融衍生工具	123
在有组织的交易所交易的金融期货和期权的交易量*	124
新的利率和货币掉期*	125
1995年3月底的场外衍生工具市场	126

I . 中期政策和结构变革:期待收获

1995 年世界经济发展形势很好,这得益于实行了更为审慎的宏观经济政策以及发展中国家和发达国家日益重视市场机制的作用。尽管金融市场曾受到几次冲击,其中包括 1995 年初的墨西哥危机,但国际金融体系仍平稳运转,交易也仍可望增长。这种令人欣慰的局面反映出昔日政策的有利影响,因为监管当局日益强调在公司一层加强风险管理,并采取其他措施以保证金融体系的稳定。

这期间一个主要担心是发达国家的经济增长可能会过度放慢(见第 II 章),其经济活动减慢很大程度上是受到 1994 年的高利率和相应的存货周期的影响,而同追求中期宏观经济政策目标和调整经济结构相关的过渡时期问题,可能加重了这种放慢趋势。随着财政改革和价格稳定的优势日益明显,一些问题也会迎刃而解,但由贸易和技术的相互作用引起的适应全球经济压力的需要,仍将不断地成为经济主体和决策者的一项挑战。

工业化国家的金融市场(见第 V 章)普遍认为中期形势将以稳定的实际增长率和价格水平为特征。大多数工业化国家的债券收益率在 1995 年内持续下降,这同 1994 年不少国家出现的增长大相径庭。另外,一些国家由于历史上出现过通货膨胀和巨额政府赤字与国际收支逆差,被断定为风险扩大,这些国家债券的风险酬金率在 1994 年也下降了。股票市场,尤其美国股市,增长迅猛,这与人们对目前的高收益率将得以维持、名义利率将继续偏低的预期相吻合。尽管 1996 年初期债券利率大幅提高,但日本和美国的经济指标颇佳:由于预期收益率较高,4 月中旬这两个国家的股票价格仍持续攀升。

发展中经济(参见第 III 章),包括那些正从中央计划转轨的国家,1995 年的经济发展状况从总体上看也很好。东南亚国家的经济增长率仍然很高,东欧和撒哈拉以南非洲地区 1994 年取得的成就得到了巩固。尽管前苏联国家的产出仍在下降,但下降的幅度已大为缩小,并有望在不久之后看到宏观经济的稳定和私有化的正面效应。甚至拉丁美洲的很多国家的经济也保持了显著增长,当然墨西哥和阿根廷在 1995 年多数时间里情况不是这样,原因是受到墨西哥危机的影响。发展中经济的通货膨胀率一般都很高,财政赤字又加剧了通货膨胀,所以很多国家普遍采取了降低通货膨胀的政策并已取得了显著的进展。

近几年来,正常的关联性不确定因素,加上许多结构性变革带来的不同效应,使得政策的制定和实施变得更加困难。面对不确定因素的增加,决策者们保持一个明确而且透明的政策目标——即追求可持续发展的中期政策,已显得尤为重要。对于结构上的压力,应鼓励而不是抵制调整。这些调整源于技术进步,抵制在任何情况下都将是徒劳的。而且,抵制调整意味着仅仅为了避免转轨成本,宁愿接受永久性的经济成本。对一个有远见的决策者来说,这似乎不是一桩好买卖。

追求中期宏观经济政策

1995年,很多国家的决策者们更加坚定了追求财政可持续性和物价稳定等中期目标的决心。在一些发展中经济体和许多“高风险”的工业化国家,这是加强市场纪律的副产品,而墨西哥危机前后的一些事件又强调了这一点。在几个西欧国家,实现经济和货币一体化的马斯特里赫特协定倍受关注,起到了类似的作用。1994年,美国联储为防止通胀压力所采取的果断行动,以及对1995年经济放慢迹象所持的谨慎态度,都被市场视为更确定地追求长期物价稳定。与这些情况密切相关的是,很多工业化国家的决策者越来越趋向于公开承认:若要保持财政状况的可持续性,社会保障体系负担迅速加重的情况必须得到解决。

金融市场对坚持中期政策目标作出了积极反应。如前所述,债券和股票的价格都急剧上升,金融市场的波动性有所减弱,这些都降低了对金融衍生产品交易的需求。因此,1995年国际性证券的净发行规模几乎突破记录,大量的私人资本持续流入新兴市场(见第Ⅶ章),其中东南亚和巴西是最受青睐的地区,墨西哥和阿根廷也得以重新进入国际证券市场,不过大部分资金流向了公共部门借款者。所有这些都视为有利于刺激新兴市场和工业化国家经济的需求增长。

在认识到这些调整政策的正面影响的同时,我们不应忽视许多短暂因素可能会加剧某些工业化国家的经济缓慢增长。例如,坚持稳定价格的政策对先前根据持续通货膨胀预期的资产价格会有不同影响。同时,在许多国家低迷的房产价格可能仍会使经济缺乏“感觉不错”因素,并使过去几年普遍偏低的消费支出水平得以维持。同样,对抵押品的基本价值的担心使一些国家(包括日本)的银行在放款时可能会更为保守,尤其会影响对中小企业的信贷。最后,除日本以外的大多数工业化国家1995年财政都大规模紧缩,这无疑会对短期开支产生直接影响,甚至有可能鼓励更多的私人储蓄,从而使将来政府部门提供收入补助显得难以置信,减少税收变得更加不可能。

由于这些短暂因素的可能影响,令人信服地坚持中期政策目标并充分实现较低和较为稳定的利率显得尤为迫切。由于美国政府预算协议、欧洲经济和货币一体化及几个工业化国家近期的政府稳定等方面仍然存在不确定性,只有在政治环境平静之后,由政策带来的中期稳定的优势才能得以充分体现。尽管这要花费一定的时间,但不应动摇对中期目标的追求。

实物市场和金融市场的结构变革

最近几年,技术进步和国际贸易增长的交互作用对整个世界经济的相对价格、生产格局和就业状况影响重大。贸易促进了技术转移和竞争性创新,而技术进步又通过降低通讯和交通成本促进了贸易的发展。在很多情况下由这些基本因素引发的放松管制,为结构性调整提供了更多的动力,就如发展中国家和地区对外国直接投资更具吸引力一样。所有国家最终都会受益于这一变化趋势,但调整也给某些工业化国家带来了一些问题。

这些影响在美国最为明显。尽管其市场自由化的历史悠久,1995年的盈利水平也高得创记录,但关于公司接管、兼并和裁员的声明仍没减少。尽管高度灵活的

劳动力市场已使整体失业率有所降低,但目前由于就业缺乏保障,使目前工资需求和消费支出疲软。同以经济活动的传统联系为基础所作的预测相比,1995年的工资和物价增幅相对要小一些。

西欧和日本尚未走到这一步,表现方式也不相同,主要因为这些国家的劳动力市场运作不一样。在欧洲大陆,1994年经济复苏创造的就业机会比预期要少,而且最近似乎又出现了结构改革和失业增加的新浪潮,影响了就业和消费信心。由于欧洲劳动力和产品市场相对缺乏灵活性,并过分依赖于可贸易品的生产,而可贸易品的相对价格正不断下降,这些冲击的影响要比在北美可能更为持久。在日本,相对灵活的实际工资和企业保持就业的承诺未能阻挡失业率在1995年的显著上升,特别是年轻人的失业。这主要反映出“泡沫经济”的影响余波尤在,实行进一步结构改革势在必行。日本向低成本国家直接投资的调整也使得经济复苏停滞不前。

技术进步、放松管制和国际竞争的相互作用也促进了最近几年全球金融市场的结构调整(见第V章和第VIII章)。而且,这一过程看起来还会强化,特别是在欧洲大陆和日本。1995年在主要金融中心尤其值得一提的是出现了许多金融公司的兼并,银行业和证券业日渐融合,在组合资产管理方面新的金融工具的使用进一步增多。竞争压力增强还表现在:银团贷款规模空前增大,且很多情况下保证金较低,条件宽松,国际银行中介活动强烈反弹。虽然很多国家金融体系面临的这些压力是有益和健康的,但并非对所有国家都是这样。

发展中经济的金融改革往往首先集中在放松对国内金融市场的管制方面(见第VII章)。但国际影响和竞争压力也日益加强。尽管墨西哥危机使许多国家放慢了国际金融一体化的步伐,但没有任何国家在1995年放弃其以前所采取的自由化措施。不过墨西哥危机的确使人们注意到许多发展中经济的银行体系在基础结构上的不完善。在一些国家,由于受以往信贷控制管理的影响,银行评估风险的能力有限,并承担着前期遗留的不良贷款的重负。这种金融体系的脆弱性,加上大规模国际资本的流入和流出的复杂影响,在过去的一年左右的时间里,一直是新兴市场中央银行和监管当局所考虑的主要问题。

1995年货币和监管方面的反应

有时人们并未充分认识到坚持中期价格的稳定目标并不排除货币当局采取措施减缓周期性衰退,也不排除货币当局对经济结构调整的影响作出适当反应,无论这些影响是暂时的(降低需求)还是持久的(增加供给)。实际上,受这些因素的综合影响,1995年大多数工业化国家的货币形势都明显宽松(见第IV章)。

同时,经济和金融市场正在进行的结构变革使货币政策的实施更为复杂。由于相应的货币需求发生了变化,许多工业化国家的中央银行发现控制货币总量的增长率已不再是控制通货膨胀的充分条件。结果,越来越多的中央银行有时只是在进行了钉住汇率制试验之后,近年来开始使用明确的通货膨胀预测来指导利率的制定。不幸的是,结构变革使得政策制定即使在这种构架内进行,也十分复杂了。特别值得一提的是,同稳定的通胀率相联系的产出水平越来越难以预测。而且,由于新的信用创造渠道的出现,贸易和汇率变动对物价的影响加强,以及金融衍生产品在风险管理上的广泛使用,使得对货币政策传导机制难以被充分理解。记住这些复杂情况以及降低通货膨胀(如果有可能反弹)所付出的成本,有必要谨

慎考虑并仔细权衡 1995 年货币政策的放松。

1995 年某些金融指标和资产价格的剧烈波动也使对货币政策的评估复杂化。例如,按照传统关系分析,德国收益曲线变陡意味着德国经济看好,这显然同其他负面指标很不一致。美国股票价格的超常增长使评论家们认为,货币政策最终要比预想的更有刺激性。最后,日元有效汇率的大幅升值,1995 年初期德国马克的升值(见第 VI 章),最终导致了日本和德国降低短期利率的决定。事实上,在前一种情况下,日元地位的增强足以说明三个主要国家在 8 月份对外汇市场成功地进行干预的重要性。

全球金融机构和市场变更的可能后果的不确定,以及由墨西哥危机引起的担忧,致使在这一年提出了更多的有关进一步巩固世界金融体系基础的建议。关于金融机构的稳定问题,巴塞尔银行监管委员会同国际证券协会组织共同发布了两个文件,鼓励金融机构披露其在金融衍生产品市场的风险和经营情况,这一举措是解决市场风险问题的突出进展。而且,巴塞尔委员会扩大资本金标准外延来防范市场风险,并第一次允许以内部模型为基础决定资本要求。1995 年由银行业、证券业和保险业的监管部门共同起草发布了关于监管金融综合企业的一个文件,是国际合作的又一个里程碑。主权国家的偿债能力也引起了密切注意,国际货币基金组织在对希望进入国际金融市场的国家实行更加严格的报告与披露标准的同时,又宣布了一项加强监管的计划。

在保证金融市场发挥职能方面,1995 年 4 月由有关中央银行和国际清算银行联合进行的一项调查,首次对全球金融衍生产品市场的规模和特征进行了综合研究。此外,1996 年 3 月由十国集团中央银行的支付与清算系统委员会提供的报告建议重视银行外汇清算风险,并提出了私人部门减少风险暴露可采取的措施。

这些措施再加上先前所采取的措施,有助于防止国际金融危机,即使发生危机,也有助于减少危机的影响。但认为从此无需更好的方法来处理危机是不谨慎的。实际上,1995 年 6 月的七国集团首脑会议公报明确呼吁采取措施改进对国家流动性危机的处理,并扩大借款总协定。这些降低系统性风险的措施的最终结果尚未可知,但至少有一个结论是确定的:在赋予公共部门处理危机的足够的金融手段和资金的同时,必须认识到届时在筹集资金时也存在不确定性。简而言之,主权国家借款者和私人贷款者都必须清楚,因其不慎重行为所产生的后果,不是理所当然地就动用公众资金去补偿。如果所有各方都能谨慎行事,就能为国际金融体系的正常运行提供最好的保证。

II. 工业化国家的发展

概要

去年工业化国家的经济增长出人意料地放慢了。尽管减慢的时间和原因不一样,对大多数国家来说有一些共同的特点:私人消费增长相对较弱,因为工作不稳定使得家庭不像前几个经济周期那样减少储蓄;结果之一是存货周期发生了明显的逆转;较长期资产的支出受到 1994 年利率上升的滞后效应影响。

由于年内以及在不同国家之间有明显差异,就业市场的情况反映了总需求的变化。美国失业率降到了“充分”就业的水平,而到年底很多西欧国家失业率接近了先前的失业率的高峰。但是有一些迹象表明结构调整政策正在开始改善欧洲就业市场的适应性,尽管它们仍没有导致就业迅速增长。由于需求增长的步伐总的来说比较慢,去年通货膨胀进一步减缓而且日本的平均物价实际下降了。同时,一些处于复苏更成熟时期国家的通货膨胀率较高。

前几年对外经常帐户收支的变动主要受以下因素影响:所处相对周期差异、汇率导致的竞争力的变化,以及因国际资产不同而导致的投资收入差异。美国经常帐户逆差进一步扩大,因为与墨西哥的贸易收支大幅度变动,并且商业周期处于较前阶段抵消了先前美元疲软的滞后影响。与此形成对照的是,虽然国内需求增长缓慢,反映出日元急剧升值的滞后影响,但日本的经常帐户盈余在去年全年日益减少。欧洲国家对外经常帐户收支状况平均看来得到了加强。但是在地区之间也有变化;英国的逆差进一步扩大,而法国和意大利有较大盈余。

缓慢的经济增长和持续的不对称

三个主要国家的情况

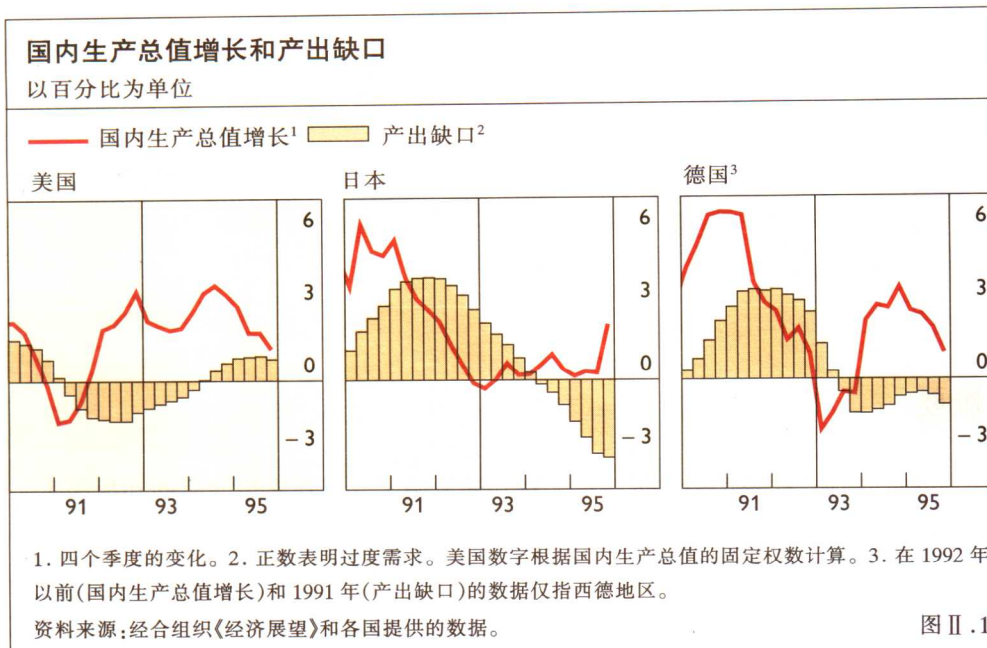
1995 增长格局的特点是…

从 1991 年持续到 1995 年三个主要国家经济增长率的特点是存在差异,虽然也存在趋同的迹象(见图 II.1)。美国经济增长向着可持续水平发展而放慢了速度。下半年日本也出现了复苏的迹象。相反,德国经济增长的前景似乎在这一年中恶化了。

…美国经济朝可持续增长的速度放慢…

美国经济季节增长格局在 1995 年远不算平稳,难以清楚地确定其发展趋势。在前两个季度,平均年度增长率仅是 0.5%,由于高利率的滞后效应减少了住房投资和耐用品消费,公司也不得不减少存货。而且,由于墨西哥经济衰退使得净出口下降。然而,由于长期债券利率较低,整个夏季产出急剧增长,只是到年底时受大量一次性不利因素冲击,产出才降低。

虽然多数人都估计实际国内生产总值到 1994 年底已经接近或者超过潜在水



平,并且失业率已经低于普遍估计的“自然”失业率,去年通货膨胀仍进一步减缓。尽管国内市场存在某些行为变化的迹象,这种有利的通货膨胀局面可能也受日本和欧洲经济不甚活跃情况的影响。上半年尽管美元在下跌,国内生产能力也出现约束经济增长的迹象,需求压力能够通过从其他有较大剩余生产能力的国家的进口来缓解。

1994 年已经显示出复苏迹象的日本经济去年初再次停滞不前。结果,官方失业率上升到历史上最高水平,若考虑企业中待岗和积极性不高等隐性失业,总失业率还会上升。然而,经济增长的方式在这一年发生了很大变化。上半年由于大量的不利因素相互作用,出现了通货紧缩的局面,并逐步从物价影响到销量,使产出增长率下降。神户地震、汇率急剧升值、资产价格下跌以及金融部门的脆弱都使企业和消费者的信心下降和支出减少。另外,因为使经济自由化的措施有限,所以小企业很难适应商品价格下跌和来自其他亚洲国家低成本进口产品迅速增长的局面。最后,有必要纠正原先形成的过多的资本存货,加上净出口货物急剧下降,就减慢了利润和商业投资的回升速度。

这种下降趋势在下半年就扭转过来了。由于受财政和货币政策的刺激,总产出增长,汇率回落,股市复苏,公司利润又呈正数。然而,由于结构性障碍和其他基本因素仍束缚着家庭和企业开支,所以按过去的标准来看,复苏的步伐不快。

去年上半年德国的产出增长较弱,但增长率还是正数,原因是家庭支出对于更加紧缩的财政政策显示出令人惊异的弹性,企业的固定投资不断增加大大抵消了低迷的住房投资和公共投资。而且,尽管汇率上升,但净出口继续增长。

但是,由于若干不利因素的影响,德国经济在下半年不象日本和美国,增长率进一步下跌。特别是受到 1995 年上半年马克有效汇率升值的影响(见图 II . 2),并且工资明显上升,使实际汇率上升幅度更大,大大削弱了德国的竞争力。虽然企业通过提高劳动生产率抵消了升值的影响,但是出口增长率仍然下降。而且,部分地由于公司为提高劳动生产率,使得劳动力市场情况恶化,不断侵蚀了消费者的信心和支出。最后,面对最终需求增长不强的局面,公司削减生产以减少非自愿的存货累积,投资没有得以恢复而是下降了。

…通货膨胀低…

…而日本经济先是停滞不前…

…然后复苏

德国经济增长较弱…

…由于货币升值和调整存货