
国际清算银行

第 69 期年报

1998 年 4 月 1 日 - 1999 年 3 月 31 日

1999 年 6 月 7 日, 巴塞尔

479

831.2-54
G98a

国际清算银行

第 69 期年报

1998 年 4 月 1 日—1999 年 3 月 31 日

1999 年 6 月 7 日，巴塞尔

责任编辑：王璐
责任校对：孙蕊
责任印制：郝云山

图书在版编目(CIP)数据

国际清算银行第 69 期年报 / 国际清算银行编；中国人民银行国际司译.
—北京：中国金融出版社，1999.10
书名原文：Bank for International Settlements 69th Annual Report
ISBN 7-5049-2087-8

I. 国…
II. ①国… ②中…
III. 国际清算银行—年报
IV. F831.2 - 54

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 62935 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
邮码 100055
开本 889 毫米 × 1194 毫米 1/16
版次 1999 年 10 月第 1 版
印次 1999 年 10 月第 1 次印刷

I. 前言：市场发展过程中较为暗淡的一面

在本年报所观察的时期里，事实证明经济金融市场上普遍存在的悲观预期是没有根据的。毫无疑问，一些糟糕的事情发生了。亚洲经济危机仍在延续，提醒直接受到影响或旁观的人们，以市场为基础的经济体系所具有的强大力量也会被机构或其他方面的弱点摧垮。危机后来波及到俄国，但这与接下来卢布贬值和偿债延期在市场上形成的猛烈反响相比，并不令人吃惊。规避信贷和转移风险的做法导致许多金融资产价格急剧下跌，众多市场流动性枯竭。主要金融中心的银行、对冲基金和其他金融机构都遭受了巨大损失。还有一个曾以市场反应敏锐而备受尊敬的金融机构，也多亏得到救助才免于破产。

但是，事态的发展仍然没有像一些人想像得那么糟。及时的政策反应抑制了去年8月和9月金融市场危机的扩散。而且，即使在非同寻常的压力下，基础设施仍然继续良好运行。巴西雷亚尔贬值了，但并没有导致拉丁美洲或亚洲其他汇率机制的崩溃。相反，对于1999年春季总的印象是：亚洲的金融市场已经稳定下来。许多遭受严重衰退的亚洲国家的经济已经触底。甚至在可能被认为相当脆弱的东欧，金融状况亦基本保持平稳，增长前景仅稍被削弱。

去年以来，出现好消息的一个重要原因是美国经济的持续强劲增长。也许人们已经预见到，过去的股市收益以及充足的就业机会促进了消费支出，有力地支持了经济连续第七年增长。出人意料的低通货膨胀率使利率保持在较低的水平上。欧洲也几乎不存在通货膨胀，总需求在消费支出的支持下得到加强。在这出口微弱增长、商业信心不足和投资行为谨慎的情况下，是一个令人鼓舞的发展。共同货币的引入和大多数国家利率的下降可能也对此产生了积极的影响。在几个主要工业国家，只有日本的经济状况没有得到改善。

但是在本年报观察期间，金融领域和实际部门也存在一些潜在的令人担忧的发展趋势。经济增长在每种类别国家内以及各种类别国家之间都显著不同。贸易失衡的情况也是如此。实际商品价格达到40年来的最低点，许多贸易商品的价格也出现下降。在金融领域，大多数工业国家的信贷增长仍然非常强劲，但在那些深受银行系统脆弱性影响的国家仍很微弱。许多工业国家的股票价格上升到前所未有的水平，房地产价格也开始上升。尽管美国外债不断增加，1999年1月1日诞生的欧元预计将成为一种与美元竞争的储备货币，但美元仍基本上保持强势。最后，由于过去投资过度 and 最近市场管制的放松，金融重组的规模不断扩大。

看似不寻常甚至不平衡的发展，并不一定是不可持续的。例如，新技术特别是商品生产和金融服务领域的新技术所带来的潜在收益，可以为目前仍然难以解释的一些发展潮流提供坚实可信的理论依据。但是对决策者来说，出发点以严重的宏观经济失衡和重大的金融重组为特征，并不代表一种令人欣慰的环境。在利率很低且各国物价基本稳定的情况下，目前降低实际政策利率的余地有限。这一

状况还意味着，在去年秋季事件之后，看来全球金融系统是市场经济中最薄弱的部分，对此有必要继续采取加强措施。

第69期年报的前言主要是回顾性的。与此相反，结论更具有前瞻性，重点强调前面分析中的政策意义。最后，有关国际清算银行业务活动一章，叙述了国际清算银行在全球范围内对货币和金融稳定所做的贡献。国际清算银行的业务活动，主要以许多在巴塞尔召开会议的委员会的工作为基础。最近工作范围又有重大扩展，这与当前不断出现问题的情况相适应。

全球性通货膨胀下降和危机的变化

全球性通货膨胀下降的过程已有近二十年的时间。去年这一过程加速，导致许多国家实际价格稳定以及一些国家价格指数下降。在工业国家（参见第Ⅱ章），主要通货膨胀指标平均降到1.5%左右，为50年代以来的最低水平。在新兴市场经济体中（参见第Ⅲ章），由于需要吸收汇率剧烈下降的影响，东南亚许多国家的物价表现出不同寻常的稳定性。在中国和中国香港特别行政区，汇率保持稳定，国内物价下降。在通货膨胀率通常很高的拉丁美洲，一些国家的物价下降，而巴西雷亚尔贬值造成的通货膨胀影响在1999年初令人惊奇地渐渐平息下去。

但是，简单地推测这些平均趋势并得出全球通货紧缩是当前最主要的政策重点的结论是不明智的（参见第Ⅳ章）。在本年报观察期间，发达资本主义国家和新兴市场国家的经济状况极不相同。而且，主要工业国家的经济发展情况迥异。实际上，即使在许多工业国家，对消费者信心（高）和商业信心（低）抽样调查的结果也有惊人的差异。全球经济和物价的发展在很大程度上取决于在所有这些不同领域中是先进者带动落后者还是落后者影响先进者。

与工业国家作为一个整体相比，大多数新兴市场经济体总的来说渡过了艰难的一年。尽管这一地区普遍脆弱的银行系统还将继续阻碍经济扩张，除中国和印度明显例外，亚洲许多国家最好的事情就是最坏的时期似乎已经过去。在许多国家，资本流入的突然逆转迫使经济活动大幅降低，并进而减少进口。到目前为止，亚洲国家贸易账户的巨大改善几乎完全出于这一原因。虽然拉丁美洲和其他新兴市场基本上没有受到俄罗斯危机的影响，但随后的资本外流意味着巴西和其他国家被推向甚至推入了经济衰退之列。中东和非洲国家分别由于石油和其他商品的价格下跌而受到重创。

如果说发达国家作为一个整体来看经济状况较好，但这并不指所有的国家。日本处于一个极端，出口大幅下跌，明确的稳定迹象并没有出现，且价格普遍下跌。另一个极端是美国，或者说是其他英语国家。这些国家1998年和1999年初的经济增长都普遍超过了人们的预期，而同时工资和物价都非常稳定。欧洲大陆国家的情况居中，经济增长先呈强劲，然后趋弱，但各国之间的情况很不一样。与这一平淡的经济发展态势相伴随的是人们对德国工资上涨的担忧，尽管通货膨胀已经很高。这更加表明经济发展的状况有多么的不同。

由于东南亚和日本经济不振，欧洲大陆国家经济不强，因此商品价格亦达到创纪录的低点并不令人吃惊。人们也不应该惊讶于贸易商品价格的下降，因为世界上许多工业国家还有巨大的过剩生产力。这在日本和亚洲大多数国家尤其明显，美国也存在这种现象。虽然美国失业率走低，但与大家所期望的相反，观测到的制造业开工率水平也在下降。在这种全球市场竞争日益激烈的环境下，利润也开

始降低，在某些国家和地区下降幅度很大。在其他地方，特别是欧洲大陆，由于工资增长适中、原料价格较低、生产力较高和利率较低等因素不同程度上的共同作用，利润水平一直保持稳定。

全球工业生产能力增加的原因很值得仔细研究，因为它会通过各种渠道对价格产生影响。投资趋势强劲的一个原因是技术发展降低了信息技术领域新投资的成本。另一个原因是许多新兴和转轨经济体越来越接受市场经济，它们同时实行鼓励外国直接投资、以出口为导向的经济增长以及资助国内资本形成的发展战略。但另外还有一个原因是，十多年来至少在一个重要的金融中心，资本成本无论何时一直人为地维持在一个较低水平。这一过程可能在80年代末始于日本，当时股市上扬导致了国内资本的严重膨胀。90年代初，美国的利率水平很低，导致美元贬值以及货币与美元挂钩的亚洲国家生产能力急剧扩张。此外，因为这一扩张在某种程度上与日本企业有关，所以日本国内生产能力的相应下降并没有引起人们的注意。最近几年里，日本的政策利率被降到很低的水平，而其他地方的股票市场上涨到前所未有的高度，并同时伴有一系列的上市、合并和兼并。

与这一过程相联系的是信贷以更快的速度扩张，以及与此相关的降低信贷标准倾向和越来越多的冒险。这一现象在日本和亚洲其他国家最为显著，在那里这些因素对银行自身的不利影响已经相当明显。但由于不断加剧的竞争和市场开放，其他工业国家中的金融机构的活动也有这种特征。一个很好的例子是，90年代早期大量资本流入亚洲，主要是来自欧洲和日本的利差不断下降的银行贷款。另一现象是美国大量发行的次投资级债券泛滥，以及消费者债务和个人破产达到的前所未有的水平。

长期宽容或不谨慎的贷款有许多不利之处。第一，信贷会不断将金融资产的价值推高到不切实际的水平，即使在生产力水平的提高压低房地产收益时，这种情况也会发生。第二，贷款人的宽大态度也会发生突然变化。墨西哥和亚洲都经历过大规模资本流入以及随后更大规模的资本流出。在亚洲资本外流的同时，资本加速流入拉丁美洲和俄国，只是在俄国延期偿还债务之后，才突然改变了流向。与此相应，一夜之间近乎所有的新兴市场都不能从国际市场借到任何形式的贷款，同时信用等级较差的公司也有类似的遭遇（参见第七章）。

俄罗斯延期偿还债务所引发的一系列事件还揭示了信贷迅速扩张的第三个潜在不利之处，即对高杠杆率机构的影响。俄罗斯违约欠债是一个催化剂，改变了所有幻想能得到某种形式救助的人们的游戏规则。贷款利率迅速上升，在许多二级市场上流动性几乎全部丧失，进一步加剧了利率的变化。此外，那些对利差的缩小进行严重投机的公司的清偿能力越来越令人怀疑。要求追加保证金的通知来得越来越快，强制抛售当时任何可出售的资产，并将市场动荡传导到质量最优的债券市场。根据历史上的市场波动而估计的市场风险头寸上升到高于可接受的水平，致使市场普遍努力降低风险头寸，结果反而加剧了市场动荡（参见第五章）。当许多投资者认识到他们的风险管理程序实际上已经毫无用处转而寻求安全性和流动性时，这种动荡趋势被进一步强化。在事态最终平息下来之前，许多市场日间价格波动比平时严重数倍。10月份日元/美元汇率一日之内上升了近7%，日元高杠杆借款人被迫处理其头寸（参见第六章）。

在这一背景下，1999年年初巴西无力保持雷亚尔对美元的钉住汇率，本来可能会引发新一轮货币和市场波动。但实际上，雷亚尔贬值的影响在公布贬值时似乎得到了控制。这也许是因为贬值早已为市场普遍所预料，且杠杆率的下降已经发生。实际上，资本正开始流回许多新兴市场，但对不同级别的贷款人采取的态度

不同。去年利率下调之后，许多工业国家的股价都达到历史水平，进一步加强了信心和支出。东南亚国家的股票市场也有回升。美国经济以及美元实际价值的持续强劲也具有优势，二者都有利于加强内需不足的国家出口需求。对于银行系统重组和银行重新注资政策计划的有效性，日本投资者的疑虑渐消，股票价格也大幅上升。当然，这一新的乐观情绪标志着危机的彻底结束还是危机暂时的停顿，还有待观望。

危机的管理和预防

在这种形势下，毫不奇怪几乎每个国家的政策利率都呈下降趋势。美国和英国降低了利率，以对有关国际金融稳定的担心和支出减弱的预期作出反应。在欧洲大陆，当通货膨胀降低的压力变得越来越大，市场对欧元的引入越来越有信心时，短期利率不约而同地降到较低水平。1999年4月欧洲中央银行降低了利率。日本的隔夜利率水平实际上前所未有地降为零，日本银行大大增加了私人部门票据的购买。通常在国际货币基金组织的影响之下，不同的新兴市场经济体的决策者们对它们的危机一般作出了相似的反应。先提高利率以恢复金融市场的信心，在达到这一目的后再降低利率。实际上，亚洲许多国家的利率水平已经降低到危机发生前的水平。拉丁美洲的利率也开始下降。

其他政策工具，有传统的也有些非传统的，也被用来对付这次危机。财政紧缩政策是一个传统的做法。不过巴西降低财政赤字的政策不力，外汇体制难以为继。在此以前，巴西越来越多地发行与美元挂钩的短期债务和内债(与墨西哥的情况相似)来支撑信心。但当货币贬值仍然发生时，这一做法的代价最终被证明是高昂的。尽管有人担心银行重组的需要导致债务率上升，但与利率的变动相似，亚洲国家财政政策先是紧缩然后放松。为了维持国内需求，中国政府对基础设施的投资大规模增加。

非传统的做法有以下几种。日本政府发放购物券刺激私人支出，并为中小企业提供优惠贷款。另一做法是香港金融管理局直接买入股票。金管局认为，以此可以击退企图在当地金融市场制造动荡的投机者。另外，去年9月马来西亚开始对资本外流进行限制，而阿根廷则警告说它宁肯以美元替代比索作为货币，也不愿看到比索贬值。最后，国际货币基金组织为巴西提供的救援计划不同寻常，因为此外还有危机前已安排妥的价值为145亿美元的双边金融援助为补充。这第二道防线由19个国家的中央银行支持，主要通过国际清算银行组织。

考虑到管理危机的代价和困难，预防危机的问题在去年引起许多关注就不足为奇了。由工业国家和新兴市场高级官员组成的维里德工作组(Willard Group)是这项工作一个论坛。其下属的三个工作组为改善公共部门和私营部门的透明度和责任感，为私营部门更多地参与危机管理和解决提出了具体建议。这些努力补充了较正规的论坛的工作，如十国集团副手级会议以及国际清算银行下属的由各国专家组成的各种委员会的工作。

去年讨论中令人鼓舞的一个方面是，可能受到讨论结果影响的新兴市场与会者越来越多地提出意见，它们的意见也越来越多地被采纳。这是在缺乏有效的国际法的情况下，赋予集体决策以道德权威性的唯一办法。最近另外一个令人鼓舞的发展是，人们提出的建议一般是实际的和现实的，基于不断的改革而不是笼统的解决办法。鉴于各国都极力保卫自己的主权，有关建立一个全球性中央银行、一

个国际最后贷款人、全球总监管人或一个国际破产法庭的建议不太可能在短期内实施。这一实际做法的重要意义在于，实施大量规模小但却明智的改革是非常迫切的。本年报最后一章讨论了这一问题。

如果说建立一个对金融危机更有抵抗力的金融系统的道路是漫长的，那么这一进程至少已经开始了。透明度问题是取得重大进展的一个领域。虽然以前的国际清算银行数据较为准确、及时地描述了亚洲国家的负债情况，但仍可改进，并已得到改进。与此相承，各国已就披露国家外汇储备的一系列标准（包括表外项目负债）达成协议。与前些时候只披露部分信息相比，这是一个可喜的进展。最后应注意到，目前正在采取一些官方措施来了解高杠杆率机构以及为其提供资金的机构的运作情况。巴塞尔银行监管委员会建立了一个工作小组，今年1月份发表了有关银行经营的两个报告。亚洲最近发生的、以及围绕俄罗斯经济危机发生的一些事件，不时向人们提供了惊人的证据。这些证据表明不同市场和金融机构间的往来会是多么复杂；而且在高杠杆率的作用下，一种形式的风险将会多么迅速地转化为另一种风险。

关于加强国内金融体系，可能近年来最重要的一个决定即是就有效银行监管核心原则达成了协议。这种达成良好行为国际标准协议的创意已被广泛效仿，尤其是被证券业监管者和保险业监管者所效仿。去年，同样的创意也被用于支付和结算、执行货币和金融政策透明度以及公司治理方法等标准的制定。巴塞尔银行监管委员会建议修订核心原则，这将为国际银行业提供另一个有益的指导原则。修订计划将标志着在用市场约束补充传统监管和加强使用内部风险模型计算资本要求方面，又向前迈进了一步。

鉴于私人资本流动的规模巨大，私人部门不可避免地要更深入、更直接地参与到危机的管理和解决中来。1995年墨西哥危机以来，十国集团副手级会议所提出的许多建议后来又被重申。尽管到目前为止还未得到实施，但是最近有一些重大进展。韩国和巴西危机的一个主要特征就是努力保证商业银行一致地、自愿地恢复贷款。巴黎俱乐部坚持在巴基斯坦债务重组时将国际债券与银行贷款都包括在内，开创了一个重要的先例。最后，1998年遭受了80年代以来最惨重损失的国际贷款人，变得对他们的风险暴露更为警醒。但是无论这些发展可能在减少未来资本过度流入新兴市场方面多受欢迎，它们也可能同时加剧了私人资本预防性撤出的倾向。相当明显，由于许多新兴市场借款人在进入国际资本市场时仍面临着困难，在这一领域里审慎明智地行事将是非常重要的。

II. 发达工业国家的经济发展

概要

尽管由于亚洲和其他新兴市场经济体的经济和金融危机扩散，不利影响越来越大，1998年大多数发达工业国家的年经济增长率却有所提高。但是，各国国内需求弥补净出口下降的程度有很大区别。与人们普遍预期的情况相反，美国的经济没有放缓，国内生产总值达到了1997年的水平，甚至在1998年年底又有所提高。与此相反，1998年欧元区国家的经济增长势头大幅丧失，而日本尽管采取了扩张性的财政和货币政策，但其经济衰退却日益严重。

在去年成功地抵御了外部冲击的国家中，在宽松的政策、低通货膨胀、优惠的贷款条件、高涨的股市和相对强劲的就业增长的情况下，居民支出是国内需求增长的主要动力。实际上，在一些情况下，居民储蓄率降低到了历史最低水平。有利的金融市场条件、赢利部门和收益率的显著改善也刺激了这些国家的商业固定资产投资。资本产品相对价格的继续下跌以及国际上不断增长的降低成本和提高效率的压力，又进一步促进了投资，尤其是设备投资。与此相反，在1998年产出增长失去势头的国家，居民支出通常较弱而且公司更愿意将利润投资于金融资产而不是实物资产。

由于大多数国家的实际产出增长高于潜在产出增长，1998年失业率普遍下降。但是，通货膨胀继续走低，反映出名义工资上涨受限、商品价格下降以及全球产品市场生产能力过剩。日本巨大的而又不断扩大的产出缺口引起了对价格下跌风险的普遍担心。但是，因为通货膨胀下降以及对日本未来通货膨胀的预期都保持平稳，因此，到目前为止还没有证据表明出现了通货紧缩的螺旋式运动。

去年外贸和经常项目状况也发生了重大变化。尽管日本对其他亚洲国家的出口下降，但其经常项目顺差仍显著上升。与此相反，国内需求的强劲增长以及美元的升值，意味着美国吸收了1996年以来亚洲经常项目顺差增长的一半。由于石油出口收入的下降，石油出口国的经常项目状况严重恶化，而欧元区的整体顺差一直保持稳定。

调整和对外部冲击的政策反应

1998年以来，新兴市场经济的衰退和金融动荡越来越大地影响了发达工业国家的经济发展。但是，各个国家和各个部门所受影响的程度和感受影响的渠道迥然不同，这主要取决于风险的性质、国内商业周期的阶段、汇率的变化以及政策反应，等等。

新兴市场经济处于衰退之中…

…通过不同渠道传播

居民支出的主要作用…

总的来说，发达工业国家去年的贸易条件有所好转。但是，实际出口增长的下降和进口价格较低使进口额保持在较高水平，净出口下降。而且，尽管与总体收入和经济活动相比，净出口额和贸易条件变化是中性的，但不同部门间的巨大变化使政策决策更为复杂。尤其是面临全球竞争的部门既受到价格下降的压力，又面临较弱的需求。与此相反，较低的进口价格使居民和在竞争不很激烈的国内市场上进行销售的公司受益。这些不同之处还表现在信心指数上。商业信心下降，而消费者信心基本上在所有国家都有所加强。1998年下半年，当出口需求减弱和来自低成本进口的竞争最为显著时，这种情况尤其严重。

在这一形势下，各国国内生产总值的增长在很大程度上取决于国内需求是否强劲从而足以弥补净出口的下降。总的来说，全球资本向发达工业国家流动、宽松的或者中性的货币和财政政策以及基本上有利的金融形势都推动了需求的增长。但是，鉴于上文所述各部门之间的变化，居民对这些变化的积极反应是一个关键的支持因素。这一点在美国非常明显，由于就业和工资强劲增长、低利率和股票价格大幅上升带来了居民财富规模的净增加，居民支出特别强劲。实际上，包括住宅投资在内的居民支出增长了5%以上，而且，国内生产总值在第二年又增长了近4%（表II.1）。

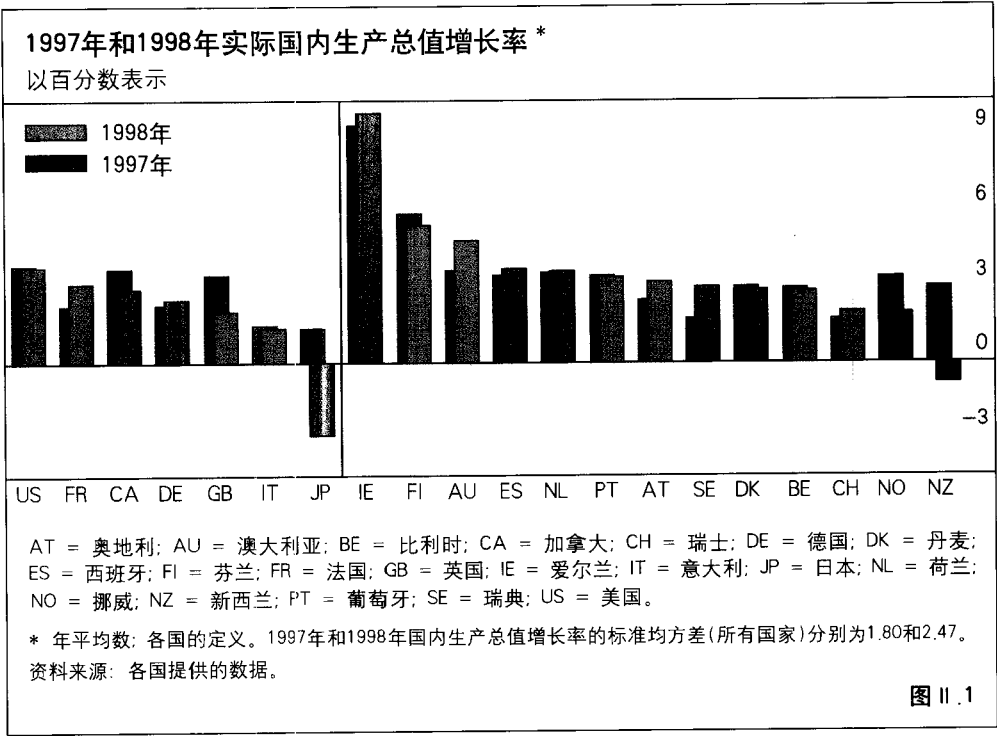
部分国家国内生产总值增长的影响因素									
	1997	1998	1998 第四季度	1997	1998	1998 第四季度	1997	1998	1998 第四季度
年百分比变化									
国内需求 消费 净出口 国内生产总值	美国			日本			欧元区国家		
	4.3	5.3	5.6	0.0	-3.5	-3.1	1.9	3.3	3.0
	2.3	3.3	3.6	0.6	-0.6	0.0	0.9	1.8	2.1
	-0.4	-1.4	-1.4	1.4	0.6	0.1	0.7	-0.2	-0.6
	3.9	3.9	4.3	1.4	-2.9	-3.0	2.5	3.0	2.4
国内需求 消费 净出口 国内生产总值	加拿大			澳大利亚			新西兰		
	5.3	2.3	0.9	3.5	6.3	5.2	3.4	-0.1	0.0
	2.4	1.6	1.2	2.0	2.6	2.4	1.8	1.0	0.6
	-1.5	0.7	1.8	0.2	-1.3	-0.5	-0.4	-0.6	-0.8
	3.8	3.0	2.8	3.7	4.9	4.7	3.0	-0.8	-0.8
资料来源：欧洲中央银行，各国提供的数据。									表 II.1

各种政策反应…

欧元区国家的不同情况…

由于原材料占其出口产品的很大部分，表中的其他英语国家受到了不利的相对价格变动的影响和贸易冲击。但是，主要是由于不同的政策反应，三个国家的经济发展明显不同。澳大利亚准备得最好，以汇率贬值来降低贸易条件方面的损失，并且还降低了利率。因此，国内需求增长超过了净出口下降，国内生产总值增长了近5%。加拿大也以汇率下调来减轻贸易条件的损失。但是，当货币贬值超过了出口产品相对价格的下跌并影响到市场的信心时，随后采取的紧缩性货币政策减缓了需求和国内生产总值的增长。由于担心贸易条件导致货币贬值会造成潜在通货膨胀影响，新西兰最初试图提高利率，使货币条件保持不变。这种政策的部分结果是国内生产总值下降，直到后来由于低通货膨胀和产出缺口不断扩大，当局采取了放松的货币政策之后，国内生产总值才开始恢复。

在欧元区，一些东欧国家经济的缓慢增长加剧了亚洲进口需求降低的不利影响，出口增长减弱造成的缓慢经济增长在过去一年里又有所恶化。但是，有利的



金融条件以及一些国家的财政政策稍有放松,使居民支出重新上升,国内生产总值平均年增长率达到3%。但是各国的情况显著不同(图 II.1)德国的出口需求较低,并伴有设备投资减弱和相对居民支出疲软。1998年底产出增长为负值。由于出口下跌,降低利率也没能促进国内需求的增长,部分原因是低利率导致居民收入下降,所以意大利的产出增长也较为无力。与此相反,在法国和西班牙,由于居民支出旺盛,就业增长强劲,产出增长几乎达到潜在水平。其他欧元区国家的经济更为积极,在爱尔兰和荷兰,不均衡和通货膨胀压力开始显现。

其他欧洲国家大多都处于欧元区商业周期之前,1998年平均经济增长下降。英国和挪威经济增长放缓最为显著。这两国由于受到贸易和外国价格的较大冲击,以及采取了较紧的货币政策,逐渐地影响了国内需求和产出增长。丹麦去年也经历了经济的缓慢增长,但在瑞典和瑞士,居民支出和资本积累有力地抵消了出口需求下降的不利影响。

日本的经济发展轨道完全不同。与美国、欧洲相比,由于日本与亚洲国家的关系最为紧密,日本是最早感受到新兴亚洲经济危机所产生的不利的贸易影响的国家之一。而且,由于私人需求对扩张性的财政和货币政策几乎没有什么反应,1997年早些时期开始的经济衰退进一步加剧。实际上,尽管对新兴亚洲经济体的出口下降了近20%,但净出口对国内生产总值的影响实际为正,因为国内需求收缩使进口下降的幅度大于出口下降的幅度。

…其他欧洲国家
较低水平的经济
增长

日本经济衰退加
剧

对外贸易和经常项目状况

亚洲和其他新兴市场经济危机去年对世界贸易和国际收支产生了重要影响。由于全球经济活动放缓,世界贸易增长下降到只有3.5%,是1991年以来的最低增长水平(表 II.2)。而且,由于需求减弱,空置的生产能力不断扩大,以特别提款权

世界贸易增长减
缓、价格下跌

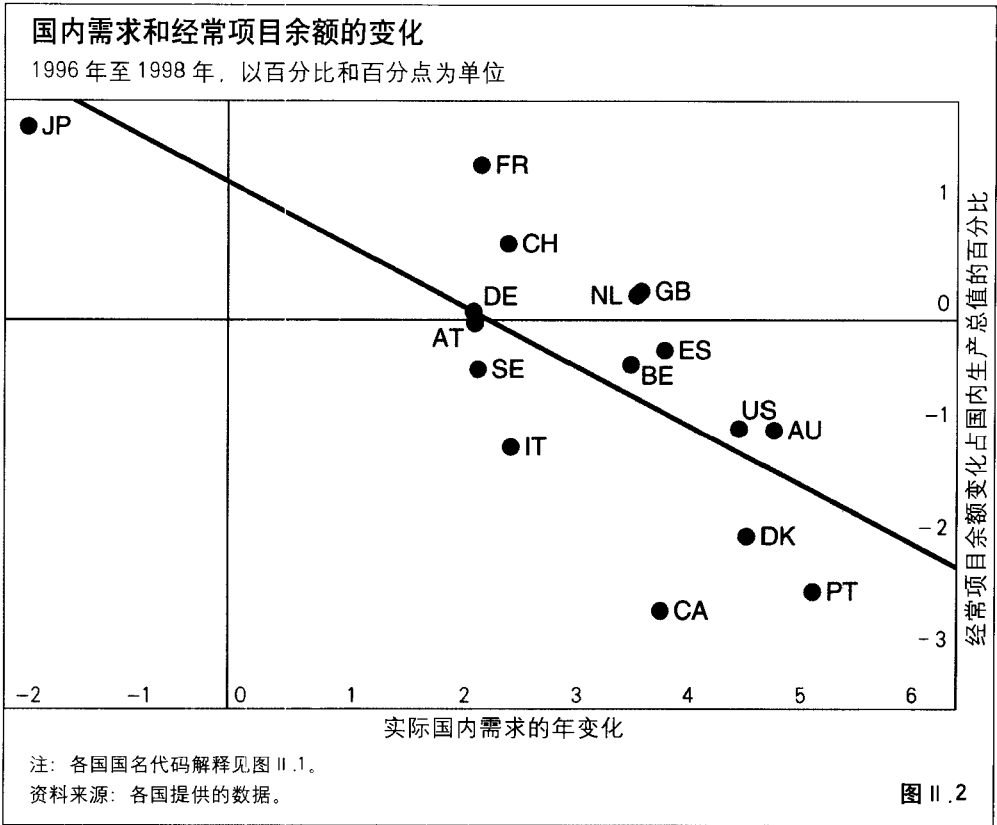
世界贸易和价格				
	1990-95	1996	1997	1998
	年百分比变化			
世界产出	2.9	4.3	4.2	2.5
世界贸易规模	6.2	6.9	9.9	3.3
比率：贸易额 / 产出	2.2	1.6	2.4	1.3
产品净出口				
发达国家	0.3	-0.2	0.2	- 1.1
新兴经济体	0.7	0.7	3.3	4.6
贸易价格(以特别提款权表示)	-0.4	3.2	-1.3	- 2.9
制造业	0.5	1.3	-2.8	- 0.1
石油	-2.7	23.7	-0.2	-31.2
非石油初级产品	-0.9	3.3	2.0	-13.5
贸易条件				
发达国家	0.5	-0.3	-0.3	1.3
新兴经济体	-1.1	2.2	-0.7	- 6.4
资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》。				表 II.2

表示的世界贸易价格下降了3%，商品价格下降尤其显著。以工业国家的产出价格计算，商品价格大大低于60年代早期的水平。

亚洲国家经常项目状况好转…

一些亚洲新兴经济体和日本的经济衰退,导致了经常项目状况的重大变化。自1996年以来,新兴亚洲经济体和日本的经常项目顺差增加了近2000亿美元,相当于1978-1980年石油价格上涨期间石油输出国经常项目顺差增加额的2倍（表II.3）。与这一时期相比,发达工业国家(不包括日本)基本上吸收了份额相同的全球顺差,拉丁美洲吸收得更多一些。但是,由于石油收入在过去两年里下降,石油输出国较高的经常项目逆差为交易对手提供了大约亚洲经常项目顺差增长额的1/3。

经常项目状况的变化 ¹			
	1978-80		1996-98
石油输出国	99	亚洲新兴经济体	136
		日本	54
发达工业国家	-75		
美国	17	其他发达工业国家	-133
日本	-29	美国	- 99
欧元区国家	-66	欧元区国家	1
德国	-22	德国	2
法国	-11	法国	19
意大利	-16	意大利	- 15
西班牙	- 8	西班牙	- 2
英国	5	英国	3
其他国家 ²	4	其他国家 ²	- 31
非产油新兴经济体	-33	石油输出国	- 66
亚洲新兴经济体	-11	非产油新兴经济 ³	- 27
非洲	- 1	非洲	- 3
拉丁美洲	-14	拉丁美洲	- 27
1. 以10亿美元计。 2. 澳大利亚、加拿大、新西兰和挪威。 3. 不包括亚洲国家。			
资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》、《世界经济展望》，各国提供的数据。			
			表 II.3



此外，工业国家中贸易逆差分布与1978-1980年间有很大不同。一般说来，1996年经常项目状况变化是由于国内需求增长不同（图 II.2）和汇率的变化所致。在国内需求增长强劲和美元坚挺的情况下，美国吸收了约一半亚洲经常项目顺差的增长。这与前一个时期截然不同。当时美元疲软，国内需求增长相对缓慢，导致美国的经常项目状况得到加强。需求的快速增长以及不利的相对价格变化，在加拿大、澳大利亚和挪威经常项目状况明显恶化中起了重要作用。这些国家的商品出口占全部出口的比重很大。与此相反，日本经常项目顺差的增长主要是由于国内需求下降和日元贬值。欧元国家综合经常项目顺差的状况自1996年以来没有发生什么变化，这主要是由于竞争力的加强，法国和德国状况的改善，抵消了其他国家特别是意大利的状况恶化。

因为相对贸易价格的显著变化，各国又处于不同的经济周期，经常项目余额的变化只部分地反映了不同国家或同一国家不同行业所受到的亚洲经济衰退及世界贸易增长减缓的影响。例如，在美国，出口增长特别是对亚洲国家出口增长的急剧下降，加之进口增长持续保持较高水平，导致过去两年里净进口额的下降相当于国内生产总值的1.75%。但是贸易条件的改善使经常项目恶化限制在约占国内生产总值1%的水平。同样，在英国，由于英镑升值，净出口下降的影响超过了经常项目状况的恶化，而在石油价格下跌的情况下英镑升值改善了贸易条件和服务贸易余额。与此相反，在加拿大、新西兰和挪威，由于贸易条件的恶化加剧了净出口的负面影响，经常项目状况都有明显恶化。欧元区的大多数国家的净出口增长在1998年都失去了动力。但是，尽管在欧元对美元贬值的情况下，贸易条件的改善减轻了出口下降对经常项目的影响。另一方面，由于贸易条件恶化，日本净出口增长的作用超过了经常项目状况改善的作用。

…主要由美国所吸收

…大宗商品出口国

净出口和贸易条件的发展

财政政策

日本重大的财政政策激励措施

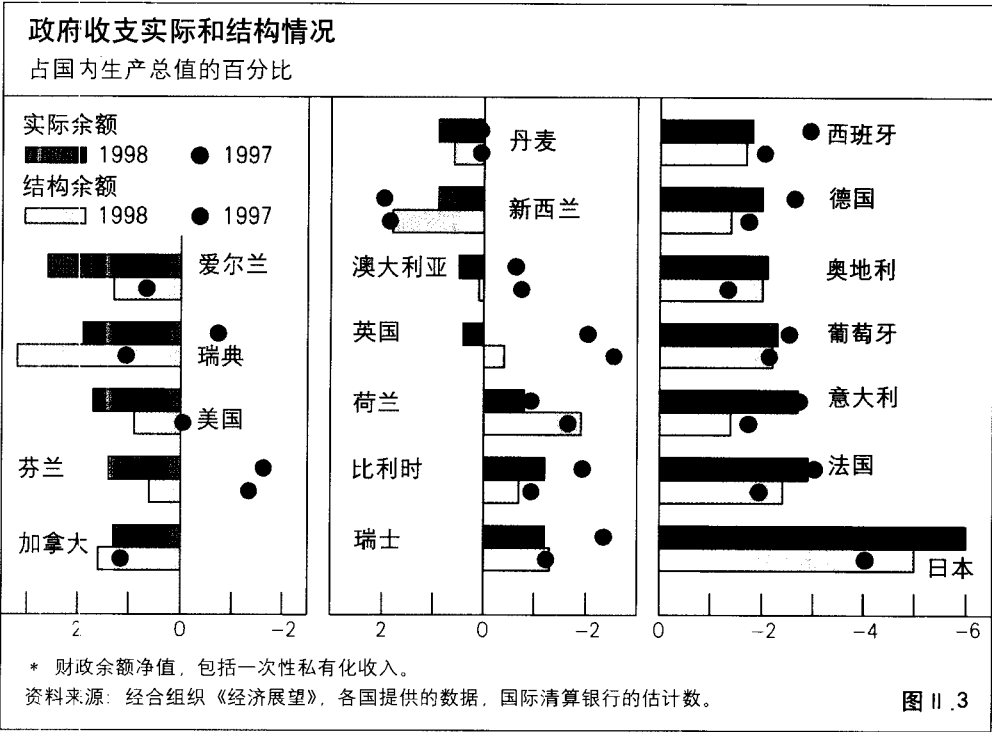
去年财政政策最引人关注的发展是日本暂停实施《财政结构改革法》，并随后（4月和9月）采取了鼓励国内需求的税收、支出和信贷措施。此外，政府开始实施旨在对银行重新注资、减轻信贷限制和重新恢复金融业健康等综合改革措施。但银行重新注资的措施今年才会实施，鼓励支出和信贷方面措施的效果在1998年底已经显现。政府的投资阻止了产出的进一步下跌，公共贷款担保减轻了对中小企业贷款的限制并降低了企业破产增加的速度。但是，由于地方政府财政状况迅速恶化，以及它们难以为自己的公共投资项目筹措资金，中央政府支出的效果受到了影响。而且，政府的鼓励措施似乎没有重振私人部门的经济，以至于严重的经济衰退与主动的政策措施使1998年政府财政赤字上升到国内生产总值的6%(图II.3)。

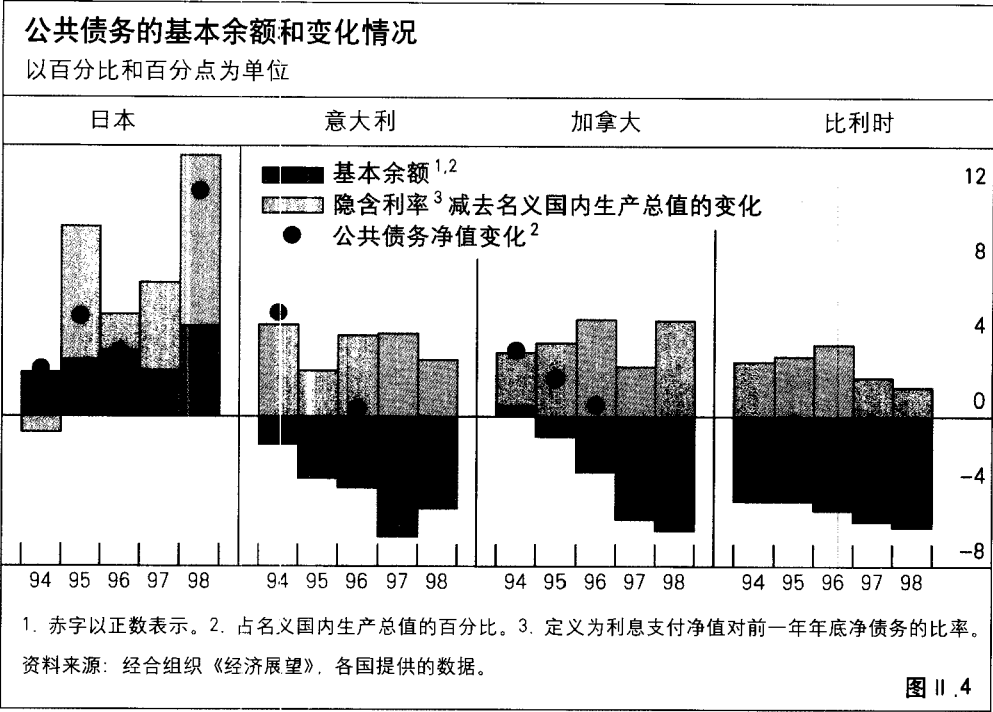
几个国家的财政盈余...

与此相反，政策措施和周期性影响帮助改善了处于经济周期前位的国家的财政余额。去年，美国财政盈余占国内生产总值1.75%，而1992年的财政赤字占国内生产总值的4.5%。英国、加拿大、澳大利亚、芬兰、瑞典和爱尔兰的财政状况都有很大改善。相对于国内生产总值来说，加拿大的结构性财政盈余是七国集团中最高的。去年，许多其他国家已经达到其财政紧缩的短期目标，并开始采取中性的或略为宽松的政策。有些国家只将部分周期性好转带来的财政收入增加用于加强结构性余额。其他国家财政政策更为宽松。例如新西兰，由于自动稳定器加强了政府支出上升的作用，财政盈余较1997年略有减少。在法国、荷兰、奥地利，尽管经济增长较快，但财政刺激加大，结构性赤字也增大。

...较低的债务/国内生产总值比率...

许多国家在降低政府债务/国内生产总值比率方面也取得了进展。除日本外，财政基本余额在过去两年都为盈余，且净债务利息支出下降。但是，由于低通货膨胀和公共债务利息支出相对于长期市场利率的变化调整缓慢，这一进展被放慢。要使债务/国内生产总值的比例降低，基本余额需要更大。这种情况在意大利、加拿大和比利时等国较为明显，这些国家是在债务水平相对较高的情况下开始财政紧缩





过程的。例如，自80年代中期以来比利时的基本余额一直为盈余，但自1994年净债务/国内生产总值的比率才开始下降（图 II.4）。意大利1992年第一次实现财政基本盈余，但债务率的持续下降直到5年以后才开始。加拿大的债务/国内生产总值比率在过去两年里也在下降，而显著的财政紧缩政策在90年代中期就开始实施了。与此相反，日本看起来进入了债务迅速积累阶段；基本赤字的巨额上升，使1998年净债务/国内生产总值比率达到30%，债务总额比率达到100%，而六年前这两个比率分别为4%和60%。

…除日本外

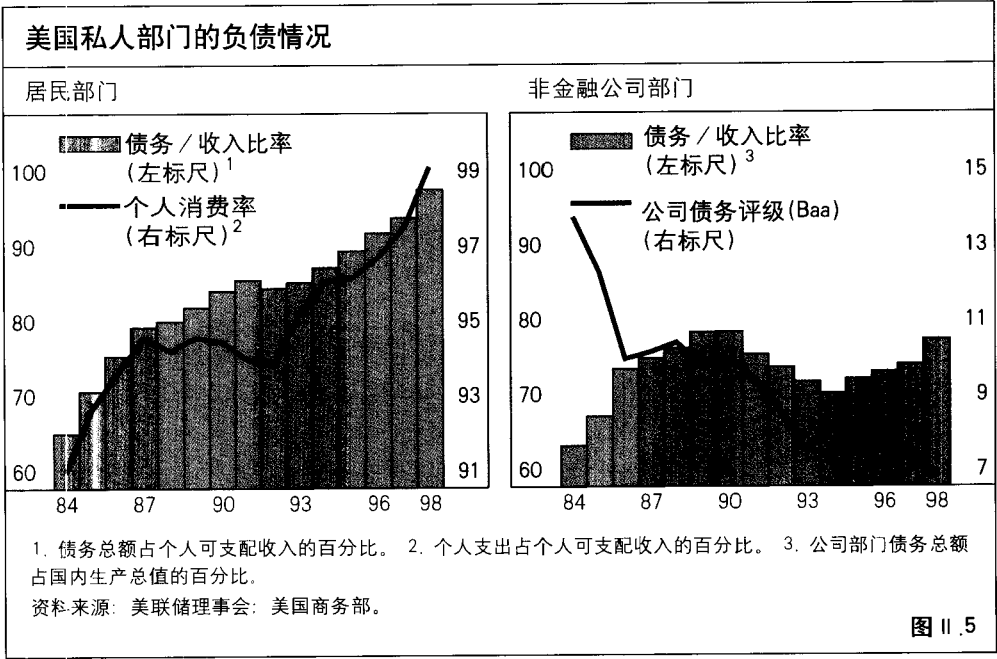
需求的其他要素

回顾过去，1998年主要事件是下半年出现的金融动荡和外部动荡。但是值得注意的是，在那些顺利度过动荡的国家，私人部门的消费是其经济增长的最重要的源泉。而且，在那些国内生产总值下降或增长速度严重放缓的国家，居民支出的反弹避免了国内生产总值更急剧的下跌。但是，也有与此发展潮流相异的国家。日本消费者由于对未来税收和就业前景较为担心，在政府降低税率时，继续增加储蓄，未雨绸缪。同样，在德国和意大利，微弱的就业增长看来抑制了居民的支出。实际上，去年的一个普遍特征是创造就业机会有助于加强居民的信心，增加他们的支出。这一特征在法国和西班牙特别明显。

居民支出普遍较为旺盛…

去年财富增长也使消费者信心大增，导致居民借更多债务，或实现更多资本利得，使支出超过可支配收入。在美国的居民和商业都越来越多地依靠信贷市场支持目前被提高了的支出水平的情况下，这使得人们怀疑这种做法的可持续性。居民负债达到了有史以来的最高水平，公司负债也达到了1990年以来的最高水平（图 II.5）到目前为止，低利率和债务期限较长，使得偿还债务成本保持在一个可接受的水平。而且应该认识到，居民负债增多出现在其财富更大程度增长的背景下。但是个人破产也达到了一个新高峰。储蓄率接近零的水平，公司使用部分的

…反映了就业增加和股票收益的增加…



额外债务购回股票。尽管去年大部分债务为固定利率,但面对更高的利率水平,居民和公司可能比其他任何时候都更脆弱。

…以及房产升值

去年,一些国家财富增长的实现使居民支出大幅增加,而且在一些国家,还出现了通货膨胀和不均衡。爱尔兰年增长率连续五年超过7%,同时较低的抵押贷款利率和高水平的信贷增长,使得住宅市场上出现了过度需求的压力。过去两年中都柏林平均房价上升80%,而且较高的房价,加剧了名义工资上扬的压力。在荷兰,过度需求的压力也在上升,住宅和股票市场上实现的财富增长,使得私人消费和产出超过了潜在水平。在丹麦和芬兰,居民支出也很旺盛,这部分反映了与较高房价相关的财富增长。出于害怕潜在的通货膨胀压力,丹麦政府采取了增加居民储蓄和

部分国家国内储蓄的发展情况										
	占国内生产总值的百分比									
	美国		日本		德国		法国		意大利	
	1992*	1998	1991*	1998	1991*	1998	1993*	1998	1991*	1998
国民储蓄	15.2	16.3	32.7	27.2	22.5	21.7	18.2	20.0	18.5	20.4
公共储蓄	-1.1	4.4	9.4	1.5	1.3	0.7	-2.5	-0.2	-5.7	0.5
私人储蓄	16.3	11.9	23.3	25.7	21.2	21.0	20.7	20.2	24.2	19.9
居民	4.2	0.3	8.4	9.5	9.2	7.7	10.0	10.1	12.8	8.0
商业	12.1	11.6	14.9	16.2	12.0	13.3	10.7	10.1	11.4	11.9
	英国		加拿大		澳大利亚		瑞典		瑞士	
	1993*	1998	1992*	1998	1992*	1998	1993*	1998	1993*	1998
	1993*	1998	1992*	1998	1992*	1998	1993*	1998	1993*	1998
国民储蓄	14.3	18.1	14.3	18.0	17.2	19.8	11.2	16.6	28.8	30.2
公共储蓄	-4.8	1.4	-4.8	3.7	-3.4	2.7	-7.6	4.4	-0.9	1.9
私人储蓄	19.1	16.7	19.1	14.3	20.6	17.1	18.8	12.2	29.7	28.3
居民	7.9	5.0	7.6	0.7	3.5	1.5	5.0	0.6	7.2	5.8
商业	11.2	11.7	11.5	13.6	17.1	15.6	13.8	11.6	22.5	22.5
* 1990 年以后政府赤字高峰年; 日本为财政盈余高峰年; 德国为两德统一后的年份。										
资料来源: 经合组织《经济展望》; 各国提供的数据; 国际清算银行的估计数。										表 II.4

限制房价上涨的措施。丹麦产出缺口在1993年曾达到11%，但在采取上述措施后，在产出缺口消失时过热或不平衡的迹象也并不明显。英国的情况与这些趋势有所不同。由于对未来经济走向的不确定性增加，居民不愿意花费巨额财富所得。

居民支出的强劲增长以及由此产生的更低储蓄率可能与财政紧缩和较高的政府储蓄有关。例如，在美国，1997年以来公共储蓄增长的3/4被居民储蓄下降所抵消(表II.4)。在加拿大，尽管1998年下半年消费和住宅投资支出的增长速度下降，但居民储蓄下降的幅度更大。鉴于低储蓄率和高债务/收入比率，加拿大居民越来越不愿借入更多的债务。在意大利，政府储蓄增加的主要部分被较低的私人储蓄抵消，因为消费者通过减少其金融资产的存量，弥补收入低增长所造成的支出缺口。在其他国家，对财政紧缩政策的反应较为平和，所以较高水平的政府储蓄对全国储蓄的影响更为显著。

本周期的另一个特征是商业固定投资的强劲增长，特别是在那些处于周期前位的国家。尽管资本投资对需求增长直接影响不如消费的作用大，但强劲的资本支出增长减少了生产能力增长受到局限和随之而来的通货膨胀压力的风险。这有助于延长目前的周期。实际上，尽管目前美国的周期是战后以来最长的，但制造业生产力利用率远低于去年年底的高峰值。与此相对照，在许多欧元区国家，投资支出较弱，1998年年底经济增长减缓，但生产力利用率却保持在相对较高的水平。

有利的借款条件、较高且不断上涨的股价以及盈利部门的显著上升是刺激投资的主要因素。正如前文所述，美国投资热伴随着公司债务的大幅上升，但是有利的借款条件和较高的利润也使得一些其他国家资本支出大幅增加。在瑞典，去年商业

居民储蓄与财政紧缩政策

商业投资的增长…

…及其对总体增长的影响…

商业固定投资的最新发展和潜在的决定因素					
	投资 ¹	国内生产总值 ²	增加产出/资本 ³	收益 ⁴	资本产品价格/工资 ⁵
爱尔兰	43.1	30.7	6.8	15.4	90.4
挪威	40.6	13.4	1.4	7.5	95.5
美国	35.3	10.0	2.3	18.7	85.2
英国	33.4	9.2	2.1	11.6	83.4
芬兰	32.9	15.3	3.8	10.3	82.3
加拿大	31.8	7.8	1.9	14.3	80.8
澳大利亚	26.4	11.8	2.5	13.5	81.6
丹麦	25.9	9.7	1.4	11.4	80.0
荷兰	24.1	9.3	2.2	18.6	89.5
西班牙	20.8	8.9	1.7	18.3	84.6
瑞典	15.8	7.1	1.8	12.3	79.0
比利时	14.2	6.8	1.8	13.8	88.1
瑞士	12.0	2.3	0.6	12.3	76.7
法国	8.7	6.0	1.7	15.7	85.7
意大利	8.4	5.2	1.5	15.4	93.0
德国	6.9	5.0	1.3	13.6	83.8
日本	5.6	8.1	0.5	13.6	86.1
备忘 ⁶		0.72	0.63	-0.17	0.18

注：除国内生产总值(整个经济)的数据外，其他数据均指商业部门。

1. 1995年-1998年实际固定投资累计百分比变化。2. 1994年-1997年实际国内生产总值累计百分比变化。

3. 增加产出/资本，计算为实际价值增加变化率除以投资与价值增加(以不变价格计算)的比率。1994年至1998年的平均数。4. 1996年资本的税前收益。5. 1996年资本产品价格与工资的比率；指数1990年=100。

6. 投资分别与国内生产总值、增加产出/资本、收益、资本产品价格/工资的二者相关关系。

资料来源：经合组织，《经济展望》、《商业部门数据库》，各国提供的数据，国际清算银行的估计数。

表 II.5