

世界经济展望

2000年5月

资产定价与商业周期



世 界 经 济 与 金 融 概 览

世界经济展望

2000年5月

资产定价与商业周期

杨 芳 欧 洪 曹 莉 翻译
魏 欣 陈巧娥 杨 林
金中夏 全 蓓 余江岩 校订



中国金融出版社·北 京
国际货币基金组织·华盛顿

责任编辑：王 忠
责任校对：孙 蕊
责任印制：尹小平

图书在版编目(CIP)数据

世界经济展望：2000年5月 / 国际货币基金组织编；中国人民银行国际司译. - 北京：中国金融出版社，2000.10

ISBN 7-5049-2396-6

I. 世…

II. ①国…②中…

III. 经济预测—世界

IV. F113.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 75087 号

出版 中国金融出版社
发行 中国金融出版社
社址 北京广安门外小红庙南里3号
邮码 100055
经销 新华书店
印刷 北京印刷一厂
开本 889毫米×1230毫米 1/16
印张 16.5
字数 486千
版次 2000年11月第1版
印次 2000年11月第1次印刷
定价 40.00元
如出现印装错误请与印刷装订厂调换

《世界经济展望》的预测基于以下假设。假设实际有效汇率为2000年1月25日至2月22日的平均水平，欧洲汇率机制2 (ERM II) 内货币的双边汇率除外，假定这些货币的名义汇率保持不变；假定各国当局的既定政策保持不变（关于工业化国家财政和货币政策的具体假设，请参见专栏1.3）；假设2000年石油的平均价格为每桶24.50美元，2001年为每桶19.80美元，而且在中期内实际价格保持不变；假设美元存款的6个月期伦敦银行同业拆借利率 (LIBOR) 2000年平均为6.8%，2001年平均为7.1%。当然，这些假设不是预测数据，与这些假设有关的不确定因素会增加预测中原有误差的幅度。估算和预测以1999年3月中旬所能得到的统计数据为基础。

《世界经济展望》使用了下述惯例：

…表示得不到数据或数据不适用；

—表示数据为0，或数据很小，可以忽略不计；

- 用于年或月之间（如1997-1998年或1-6月），表示所覆盖的年份或月份，包括起止年月；

/ 用于年或月之间（如1997年/1998年），表示财政年度或会计年度。

“十亿”等于1000个百万；1万亿等于1000个10亿。

“基点”指的是一个百分点的百分之一（例如，25个基点相当于一个百分点的1/4）。

在正文中，数字和表格的阴影部分表示国际货币基金工作人员的预测。在统计附录中，预测数以白色背景表示。

总数与分项数字之和的微小误差是由于四舍五入所致。

本报告中所使用的“国家”一词并非在所有情况下都是指国际法和国际惯例中所理解的领土实体。报告中使用的这个词还指一些本身不是国家，但是其统计数字却分开单列的领土实体。

进一步的信息和数据

《世界经济展望》报告全文可以在基金组织的互联网址 www.imf.org 上得到。在这份报告之外，还可以在网址中得到一个数据库，该数据库比报告中的数据库还要丰富，包括了读者要求的频度最大的数据序列。这些文件可以用多种软件包下载。

如查询《世界经济展望》或《世界经济展望》的数据库的内容，请以邮件、电子邮件或电传方式寄至以下地址：

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 Telefax: (202) 623-6343

前言

《世界经济展望》中所包含的预测和分析，是国际货币基金组织对成员国的经济发展和各项政策以及对国际经济体系不断进行监督的组成部分。国际货币基金组织1980年至1983年每年出版一期《世界经济展望》，1984年以后每年出版两期。

前景和政策概览是国际货币基金组织各部门对世界经济发展作综合回顾的成果，其主要信息来自国际货币基金组织工作人员通过与成员国磋商所获得的材料。这些磋商主要由国际货币基金组织的地区部会同政策发展与检查部以及财政事务部进行。

国别预测是由国际货币基金组织的地区部根据有关世界经济活动、汇率以及国际金融和商品市场的国际上一致的假设作出的。每期《世界经济展望》都要对最大经济体当中的约50个（其产出占世界总产出的90%）的预测进行更新。就小国而言，估算数字以国际货币基金组织与成员国定期进行第四条磋商时或成员国使用国际货币基金组织资金时所作出的预测为依据。

《世界经济展望》的分析广泛地吸收了国际货币基金组织地区部门和专业部门的工作成果，由经济顾问兼研究部主任 Michael Mussa 及其领导下的研究部负责协调。主持《世界经济展望》项目的是研究部副主任 Flemming Larsen 和世界经济研究处处长 Tamim Bayoumi。

本期的主要撰稿人有 Luis Catão, Mark De Broeck, John H. Green, Maitland MacFarlan, Peter Sturm, Cathy Wright, Francesco Caramazza, Barry Eichengreen, Luca Ricci, Ranil Salgado 和 Torsten Sløk。其他撰稿人包括 Eduardo Borensztein, Paul Cashin, Martin Cerisola, Juan Pablo Cordoba, Paula De Masi, Luiz de Mello, Sanjeev Gupta, Benjamin Hunt, Charles Kramer, Douglas Laxton, Carles Pinerua 和 Patricia Reynolds。财政事务部的财政分析处负责计算结构预算和财政刺激。Mandy Hemmati, Bennett Sutton, Siddique Hossain, Toh Kuan 和 Yutong Li 提供了研究助理工作。Gretchen Byrne, Nicholas Dopuch, Staffan Gorne, Olga Plagie, Di Rao 和 Anthony G. Turner 负责数据处理和计算机系统管理工作。Lisa Nugent, Patricia Medina, Jemille Tumang 和 Marlene George 负责文字处理。对外关系部的 Jeff Hayden 和 Jacqueline Irving 负责编辑和组织出版工作。

分析还得益于国际货币基金组织其他部门的工作人员提出的意见和建议，以及执董们在2000年3月22日和3月24日讨论《世界经济展望》之后提出的意见和建议。然而，预测和政策考虑均出自国际货币基金组织工作人员，不代表执董们或成员国当局的意见。

目 录

假设和惯例	vii
前言	ix
第一章 前景和政策挑战	1
北美的增长会持续多久?	6
重振日本的复苏	10
欧洲的复苏和多样性	14
拉美的复苏: 已崭露头角但仍脆弱	16
亚太地区的复苏: 势头增加	22
俄罗斯和独联体 (CIS): 经济增长但可持续复苏前景仍不确定	24
加入欧盟进程的国家	26
中东和非洲: 增长加速但基础薄弱	27
贫困和全球化	28
第二章 持续恢复的新兴市场经济体	31
新兴市场经济体面临的金融状况	31
商品市场的发展	39
拉美的应对政策以及脆弱性	47
东亚前景改善但政策挑战尤存	56
第三章 资产价格和商业周期	62
什么推动了股票价格?	62
房地产价格	73
从资产价格到经济活动的传导渠道	78
资产价格和金融脆弱性	82
政策问题	85
欧元区和美国当前的挑战	88
第四章 最穷的国家如何能迎头赶上?	93
收入增长与减贫: 最近的历史	95
增长的障碍	102
债务负担和减债	114
加强的重债穷国计划, 通向可持续发展之路?	116
新的减贫方式	120

第五章 20 世纪的全球经济：惊人的发展和政策教训	124
全球经济增长及收入分布情况	125
国际货币体系的作用和发展	134
公共部门不断变化的作用	142
未来全球将面临的挑战	147
附录：代理主席的总结	149
统计附录	153
假设	153
数据和惯例	153
国家分类	154
表格目录	166
产出（表 1-7）	169
通货膨胀（表 8-13）	180
财金政策（表 14-21）	188
对外贸易（表 22-26）	197
经常项目交易（表 27-32）	205
国际收支与外部融资（表 33-37）	217
外债及偿债情况（表 38-43）	228
资金流动（表 44）	238
中期基准方案（表 45-46）	243
专栏	
1.1 另一种假设	5
1.2 国民账户统计方法的修正	7
1.3 某些先进经济体预测的政策假设	12
1.4 美元化的利弊	19
2.1 国际货币基金组织支持的土耳其消除通货膨胀计划	36
2.2 非燃料商品价格周期	44
2.3 世界石油市场价格的上涨与下落	48
3.1 美国的生产率和股票价格：近期的趋势可持续吗？	67
3.2 全球流动性和资产价格	72
4.1 减轻贫困战略书	94
4.2 印度：给改革进程注入新的活力	97
4.3 重债穷国的社会支出、脱贫和减债	119
5.1 人力发展指数的走势	135
5.2 商业革命期间的货币体系和增长率	137
A1 《世界经济展望》修正的基于购买力平价的权重	155

表

1.1	《世界经济展望》预测总览	2
1.2	一些经济体的经常项目状况	4
1.3	先进经济体: 实际 GDP、消费物价和失业率	10
1.4	主要工业国家: 中央政府财政余额和债务	11
1.5	部分发展中国家的实际国内生产总值和消费物价	18
1.6	转轨国家: 实际 GDP 和消费物价	25
2.1	私人对新兴市场经济体融资总额	40
2.2	新兴市场经济体: 净资本流动	41
2.3	广义政府收支	51
2.4	对外债务	56
2.5	印度尼西亚、韩国和泰国: 财政收支变化的因素	59
2.6	东亚国家公共债务总额	60
3.1	股市潜在高估的估算	66
3.2	若干国家真实股票相对预测价格的变动之间的关联, 1985-1999 年	71
3.3	欧洲国家现存居民抵押债务占 GDP 的百分比	74
3.4	用资产价格反映实际 GDP 和产出缺口的先行指标	78
3.5	居民持有股票占净财富的百分比	80
3.6	若干国家银行房地产贷款	83
3.7	欧元区财政余额和产出增长的变化	89
4.1	中低收入国家: 人均收入增长率, 1970-1998 年	103
4.2	发展中和先进经济体: 教育和医疗保健指标	105
4.3	发展中和先进经济体: 宏观经济稳定	107
4.4	发展中和先进经济体: 政策稳定和机构	108
4.5	发展中和先进经济体: 金融市场成熟度和深度	109
4.6	发展中和先进经济体: 全球化和贸易开放程度	110
4.7	发展中和先进经济体: 全球化和贸易量及价格	111
4.8	发展中国家: 贫困和减贫	112
4.9	重债穷国: 有关债务指标	118
4.10	重债穷国: 经济指标	122
5.1	各国相对收入的变化: 1990-2000 年	130
5.2	地区人均 GDP 占主要国家的比例	133
5.3	其他衡量发展状况的指标的离差值	134
5.4	公共部门支出比率	144

图

1.1	全球性指标	3
1.2	部分国家: 金融净额	9
1.3	部分欧洲国家、日本和美国的消费者和企业信心指数	14
1.4	部分拉美和亚洲经济体: 实际国内生产总值	17
2.1	新兴市场经济体: 股票价格	32

2.2	部分新兴市场经济体: 双边美元汇率	33
2.3	部分新兴市场经济体: 短期利率	34
2.4	部分新兴市场经济体: 欧洲债券收益差及布雷迪债券收益差	35
2.5	原油及非燃料商品价格	43
2.6	部分新兴市场经济体: 季度实际 GDP	50
2.7	部分新兴市场经济体: 对私人部门债权	52
2.8	部分拉美和东亚经济体: 贸易余额	53
2.9	部分新兴市场经济体: 实际有效汇率	55
2.10	部分东亚和拉美经济体: 经常项目余额	57
2.11	部分新兴市场经济体: 不含黄金的总储备	58
3.1	工业国家: 产出缺口、实际房地产价格变化和实际股票价格变化	63
3.2	工业国家: 实际股票价格的实际国内生产总值	64
3.3	工业国家: 市盈率	65
3.4	工业国家: 实际房地产价格和产出缺口	75
3.5	工业国家: 实际房地产价格和实际利率	76
3.6	工业国家: 实际房地产价格和实际国内生产总值	77
3.7	工业国家: 银行信贷、实际房地产价格和私人净储蓄	81
3.8	工业国家: 实际股票价格、实际房地产价格和实际私人固定投资	83
3.9	工业国家: 私人投资	85
3.10	工业国家: 股票价格	88
3.11	美国: 经济指标	90
3.12	美国: 利率	91
4.1	先进和发展中经济体: 人均收入	93
4.2	发展中国家: 以人均收入增长率分组, 1970-1998 年	95
4.3	发展中国家: 日生活费在 1 美元以下的人口	96
4.4	发展中国家: 投资与储蓄	104
4.5	发展中国家: 人均国内生产总值增长率和累计产出 / 资本比	106
4.6	发展中国家: 经济指标	114
5.1	自 1750 年以来的全球 GDP 及人口情况	125
5.2	经调整的人口变动图	126
5.3	影响人口增长的因素	127
5.4	收入增长情况的差异	128
5.5	全球洛仑兹曲线, 1990 年和 2000 年	129
5.6	全球贸易的减少, 1929-1933 年	131
5.7	向发展中国家的净外资流动	132
5.8	资本项目限制, 1950-1998 年	140
5.9	七国集团政府赤字、通货膨胀和失业率	143
	1992-2000 年《世界经济展望》和《世界经济展望工作人员研究》的部分论题	246

1999年以来,全球经济和金融状况显著好转。最近这次金融危机的影响仍不时显现,但亚洲的新兴市场经济体大多出现了V型的强劲复苏,随后的动荡对俄罗斯和巴西的影响尤为严重,转轨国家和拉丁美洲已开始恢复。美国的增长是有史以来持续时间最长的,令人瞩目,欧洲的前景也有所改进。但日本的复苏仍是暂时和脆弱的。

本期《世界经济展望》讨论的主要题目包括:

- 主要货币区如何取得更为平衡的增长模式,并防止出现破坏性的调整。
- 经济周期和资产价格,特别是股票和房地产市场之间的互动关系,以及由此产生的对货币、财政和监管政策的挑战。
- 世界很多地区仍然存在极度贫困,需要采用更广泛、坚决的手段与贫困斗争。
- 20世纪经济发展的几个突出方面,应吸取的教训以及对新世纪的主要挑战。

近几个月来,全球经济强劲复苏的迹象不断加强,从1997-1998年的经济减缓中复苏的势头比预期更为强劲(见表1.1)。目前1999年全球增长预期已达3.3%,而1998年底,处于金融市场动荡的巅峰和信心危机的谷底时期,对此的预测只有2.2%。¹这种强劲的增长主要来自北美和亚洲新兴市场国家,其他地区也有所贡献。事后看来,1997年以来,亚洲及其他新兴市场国家危机后出现的生长减缓相对较为温和,持续时间较短(见图1.1)。2000年世界经济生长的预期也提高到4.25%。此外,由于美国继续保持强劲的生长势头,欧洲的复苏可能更为活跃,2000年的风险看来主要在于生长的过热。实际上,此前全球经济周期上升阶段的经验表明,生长往往比预期更为强劲。但同时,一些国家生长的可持续性仍然存在着相当的不确定性。

从一年以前低迷、不确定的前景到这一喜人的转变,证明了应对冲击政策的效果,这些冲击本具有引起全球衰退的潜在风险。美国强劲的经济起到重要作用,低通货膨胀使联储得以保持宽松

的货币态势,支持了国内需求的强劲增长,并促成世界宽松的金融状况。在欧洲,当局也采取了相对宽松的货币政策。在日本,财政和货币政策都有利于1998年严重的经济衰退后重新启动经济。

在新兴市场国家中,这一转变也证实了决策者采取坚决措施的效果,深化调整和改革,以应对危机后资本流入的大幅减少。在亚洲,信心迅速恢复和经济活动复苏表明了所采用的稳定战略的效力。只要继续推进改革,适当修正引起危机的机构建制和其他方面的缺陷,本地区的生长潜力无疑仍然相当强劲。在巴西,政策改革也有助于缓和和经济下降的严重程度,并为未来的复苏奠定了基础。俄罗斯的经济政策也有助于缓和危机的影响,但要取得持续的恢复,还要做大量的工作。

在全球经济活动复苏的同时,石油价格自1999年初以来上涨了1倍多,主要是由于石油输出国组织(OPEC)和其他一些石油生产国限制了产量。从更广泛的意义上讲,石油价格上扬是从1999年初异常低迷的价格恢复到接近长期均衡的价格水平。20世纪70年代以来,石油在世界经济中成为一个不甚重要的因素,最近这次石油价格的上扬对石油进口国的影响比过去小。此外,由于石油进口国减少需求的程度超过了石油出口国增

1. 见《世界经济展望》和《国际资本市场》:中期评估报告(华盛顿,国际货币基金组织,1998年12月)。

表 1.1. 《世界经济展望》预测总览

(其另有说明外, 均为年度百分比变化)

	1998	1999	当前预测		与1999年10月 预测的差别 ¹	
			2000	2001	1999	2000
世界产出	2.5	3.3	4.2	3.9	0.4	0.8
先进经济体	2.4	3.1	3.6	3.0	0.3	0.9
主要工业国家	2.5	2.8	3.3	2.7	0.2	0.9
美国	4.3	4.2	4.4	3.0	0.5	1.8
日本	-2.5	0.3	0.9	1.8	-0.7	-0.6
德国	2.2	1.5	2.8	3.3	0.1	0.3
法国	3.4	2.7	3.5	3.1	0.2	0.5
意大利	1.5	1.4	2.7	2.8	0.2	0.3
英国	2.2	2.0	3.0	2.0	0.9	0.6
加拿大	3.1	4.2	3.7	2.7	0.6	1.1
其他先进经济体	2.0	4.6	4.5	4.1	1.0	0.9
各注项目						
工业国家	2.7	2.9	3.4	2.8	0.3	0.9
欧盟	2.8	2.3	3.2	3.2	0.2	0.4
欧元区	-2.3	7.7	6.6	6.1	2.5	1.5
亚洲新兴工业经济体	3.2	3.8	5.4	5.3	0.3	0.7
发展中国家	3.1	2.3	4.4	4.5	-0.4	-0.4
非洲	3.8	6.0	6.2	5.9	0.7	0.8
亚洲	7.8	7.1	7.0	6.5	0.5	1.0
中国	4.7	6.8	6.3	6.1	1.1	0.8
印度	-9.5	2.5	4.0	4.4	1.1	0.4
东盟4国 ²	2.7	0.7	4.6	4.0	-1.1	1.6
中东和欧洲	2.1	0.1	4.0	4.7	0.2	0.1
西半球	-0.1	0.5	4.0	4.5	1.5	-
巴西	-0.7	2.4	2.6	3.0	1.8	-0.1
转轨国家	1.8	1.4	3.0	4.2	0.7	-0.2
中东欧	2.0	1.5	3.6	4.6	-	-0.3
不包括白俄罗斯和乌克兰	-4.5	3.2	1.5	1.4	3.2	-0.5
俄罗斯	2.3	4.4	4.9	3.7	1.6	2.1
外高加索和中亚						
世界贸易额(商品和服务)	4.2	4.6	7.9	7.2	0.9	1.7
进口						
先进经济体	5.5	7.4	7.8	7.1	1.5	1.9
发展中国家	0.4	-0.3	9.8	8.5	-1.4	2.7
转轨国家	2.9	-5.4	6.1	6.9	-3.0	-2.0
出口						
先进经济体	3.7	4.4	7.2	6.8	1.4	1.0
发展中国家	4.5	1.7	9.7	8.3	-0.6	4.2
转轨国家	6.3	3.9	5.9	5.6	1.2	-1.4
商品价格						
石油³						
以特别提款权计	-31.2	37.6	36.5	-19.4	1.0	26.0
以美元计	-32.1	38.7	35.1	-19.2	1.0	24.0
非燃料(世界商品出口加权平均值)						
以特别提款权计	-13.5	-7.7	6.0	2.9	1.5	2.1
以美元计	-14.7	-6.9	4.9	3.2	1.6	0.5
消费物价						
先进经济体	1.5	1.4	1.9	2.0	-	0.1
发展中国家	10.1	6.5	5.7	4.7	-0.9	-0.3
转轨国家	21.8	43.7	19.5	14.2	-9.2	-2.1
六个月LIBOR(百分比)						
美元存款率	5.6	5.5	6.8	7.1	0.1	0.7
日元存款率	0.7	0.2	0.2	0.4	-	-
欧元存款率	3.7	3.0	4.1	4.9	-	0.6

注释: 假定实际有效利率保持在2000年1月25日-2月22日的水平。

1. 使用最新的购买力平价(PPP)权重, 见统计附录, 表A。

2. 印度尼西亚, 马来西亚, 泰国和菲律宾。

3. 英国布伦特、迪拜和西得克萨斯中级石油价格的简单平均值。1999年每桶原油美元平均价格为18.14美元; 假定2000年价格为24.50美元, 2001年为19.80美元。

加的需求,因而全球净需求会下降,尽管如此,石油价格上涨极大地改善了石油出口国的国际收支和财政状况,包括俄罗斯、中东很多国家和一些非洲国家(本章稍后还要讨论)。2000年3月OPEC达成的增加产量的协议有可能稳定石油价格。但是,相对可能性较小的另一种情况是油价继续上扬,致使到目前为止对全球经济活动仍属温和的影响变得更为令人担忧。

对于前景的主要担忧源于几年来积累下来的一系列经济和金融的不平衡,包括:

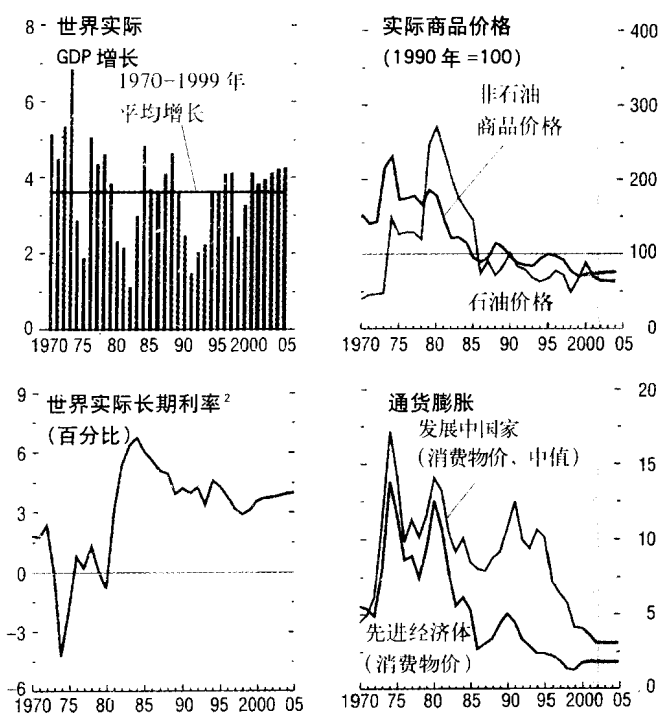
- 主要货币区经济增长的不平衡,以及由此产生的对外收支的不平衡,美国的经常项目逆差达到了历史最高水平,而日本的顺差居高不下,欧元区也是如此,尽管规模小于日本(见表1.2)。根据近年来以及以往的经验,这些不平衡看来难以持续。澳大利亚、新西兰、大部分拉美国家和一些转轨国家也出现大幅的国际收支逆差,但绝对数额要小些。
- 几种主要货币之间的汇率显然严重偏离中期经济基本面,特别明显的是美元相对欧元表现出的强劲。这种偏离的部分原因是资本大量流入增长迅速的经济体,因而看来可以用经济周期解释。尽管如此,这个因素与前面提到的巨额国际收支不平衡结合起来,市场情绪突变引起资本流动逆转,以及汇率出现破坏性重新调整的风险仍然存在。
- 世界各地股票市场极高的估价。这可以部分地解释为投资者对新技术影响的积极评价,但也反映出由美国历史上最长的扩张滋养了对未来收益的不现实的预期。此外,有理由怀疑近年来全球流动性相对充裕的增长——为克服亚洲、俄罗斯和拉丁美洲金融危机的影响,其后为克服潜在的电子计算机2000年问题——在很多国家助长了对金融资产的需求。有些经济体中房地产价格也迅速上扬。经验表明这类资产价格上涨更易引起不稳定,因为它鼓励家庭和企业过度消费、过度投资,而当资产价格最终向下调整时,金融系统会相当脆弱。

这些不平衡已存在一段时间,最近几期的《世界经济展望》已反复讨论了如何消除这些不平衡。

图 1.1. 全球性指标¹

(除另有说明外,均为年度百分比变化)

在新兴市场危机后出现了相对温和的减缓后,世界经济继续强劲。



1. 阴影部分表示国际货币基金组织工作人员的预测。除另有说明外,总额根据购买力平价(PPP)权重计算。

2. 美国、日本、德国、法国、意大利、英国、加拿大十年期(或最接近期限)政府债券收益率减去通货膨胀率的GDP加权平均值。1972年以前不包括意大利。

这些讨论提醒,美国国内需求持续强劲,尽管在缓解新兴市场金融危机中起着关键作用,但看来难以持续。到目前为止,这些已经意识到的不平衡还没有引起任何明显的困难,可能诱使人们得出这样的结论:它们可能根本不成问题。持这种观点的人不在少数,也可能是正确的,但如果这种观点是错误的,这种自满会引起严重的后果。如果听任不平衡继续恶化,出现良性结果的机会消失,潜在的破坏作用可能更为严重。专栏1.1的硬着陆假设表明,2000年美国国内需求持续强劲可能导致通货膨胀预期和利率上升、收益预期下降、股票市场和汇率的重大调整。随之而来的国内需求下降很可能导致2001年美国国内经济轻度衰退,以及世界其他地区有限的产出下降。

因此,顺利地转向更可持续的全球增长模式,并保持目前预期的增长,成为紧迫的问题。这方面的首要任务是抑制美国过度的需求压力,包括防止财政政策态势大幅放松,同时促进欧洲和日本活跃、持久的经济扩张。有必要通过对货币政策非对称的调整来应对政策挑战。随着增长加速,全球的金融状况自然会趋于收紧,短期内货币紧缩重点应当在美国。相比之下,欧元区有更多的空间保持较宽松的货币政策,直到复苏充分站稳了脚跟。这种政策态势有利于吸收现存的剩余生产能力,并有助于抵消美国经济的减缓,以及可能伴随经济减缓而产生的汇率调整。同样的观点也适用于日本的情况,实际上日本经济复苏的脆弱性和日元反复出现的升值压力突出了探索进一步放松货币政策的必要性。进一步推动结构改革仍是保持并加强日本和欧洲中期增长的关键所在。

两个有关统计数据的问题可能对全球经济状况和前景的判断至关重要。第一,全球经常项目统计的误差加大(见统计附录表2.7),有可能是出口增长被低估,这就意味着近期的世界经济增长预期仍存在过热的风险。第二,美国、欧洲和其他一些国家最近修改了国民账户统计方法,这对GDP增长水平、私人储蓄率和其他宏观经济指标的估算有很大影响(见专栏1.2)。在全面修正逐渐引入的过程中,对国民账户数据的理解和使用要特别谨慎。

表 1.2. 一些经济体的经常项目状况
(占国内生产总值的百分比)

	1998	1999	2000	2001
先进经济体				
美国	-2.5	-3.7	-4.3	-4.4
日本	3.2	2.5	2.2	2.3
德国	-0.2	-0.8	0.2	0.7
法国	2.7	2.8	2.6	3.1
意大利	1.8	0.9	0.9	1.1
英国	-0.1	-1.4	-1.5	-2.0
加拿大	-1.8	-0.5	-0.4	0.1
澳大利亚	-5.0	-5.7	-5.1	-4.9
奥地利	-2.2	-2.3	-1.9	-1.0
芬兰	5.7	5.0	5.4	5.7
希腊	-1.9	-1.3	-1.6	-1.8
香港特区 ¹	0.8	4.8	4.1	4.2
爱尔兰	0.9	0.6	-0.4	-0.9
以色列	-0.9	-1.6	-1.2	-1.8
韩国	12.7	6.1	3.0	2.2
新西兰	-5.1	-7.3	-6.2	-5.2
挪威	-1.5	4.2	7.0	7.5
新加坡	25.4	25.3	23.4	22.0
西班牙	-0.2	-2.1	-2.0	-1.7
瑞典	2.9	2.6	2.4	2.2
瑞士	9.1	12.9	10.0	9.9
中国台湾省	1.3	2.5	2.1	2.3
备注项目				
欧元区	1.3	0.7	1.0	1.4
发展中国家				
阿尔及利亚	-1.9	0.0	10.8	5.6
阿根廷	-4.9	-4.3	-4.5	-4.7
巴西	-4.3	-4.1	-3.5	-2.5
喀麦隆	-2.7	-4.3	-2.8	-2.1
智利	-5.7	-0.1	-2.2	-3.2
中国	3.4	1.6	1.6	1.5
科特迪瓦	-4.5	-5.0	-5.9	-4.5
埃及	-3.4	-3.2	-3.1	-2.9
印度	-1.7	-1.2	-1.3	-1.4
印度尼西亚	4.2	3.6	1.9	0.5
马来西亚	12.9	18.4	13.3	10.4
墨西哥	-3.7	-2.9	-3.1	-3.2
尼日利亚	-9.1	-10.8	-1.9	-6.7
巴基斯坦	-2.7	-2.6	-2.5	-2.3
菲律宾	2.0	9.1	8.2	8.1
沙特阿拉伯	-10.2	-2.8	5.5	-2.4
南非	-1.6	-0.4	-1.3	-1.5
泰国	12.7	9.1	5.8	5.3
土耳其	0.9	-0.5	-1.9	-1.7
乌干达	-2.2	-4.1	-3.1	-2.8
转轨国家				
捷克共和国	-1.9	-1.0	-1.5	-1.8
爱沙尼亚	-9.2	-4.1	-5.5	-6.0
匈牙利	-4.9	-4.4	-4.5	-4.3
拉托维亚	-9.5	-8.7	-7.7	-7.4
立陶宛	-12.1	-10.9	-9.2	-8.4
波兰	-4.4	-7.6	-6.9	-6.6
俄罗斯	0.9	10.8	9.1	4.7
斯洛伐克共和国	-10.4	-4.9	-3.0	-2.8
乌克兰	-3.1	-1.1	-2.9	-2.6

1. 该数据只包括商品和非要素服务。

专栏 1.1. 另一种假设

《世界经济展望》的基本预测是一个相对温和的假设，其中美国增长率回落到可持续的水平（即“软着陆”），日本、欧洲和新兴市场国家持续复苏。这个假设完全可信，特别是在大多数经济体的通货膨胀率较低的情况下，但是很难判断这种假设的可能性有多大。实际上，即使只是 1 年期的预测，其误差也是很大的——一般对一个国家的预测误差可达到正负 1 个百分点，对工业国家总体预测误差几乎达到同样的水平¹。经验还表明，实际增长的周期性通常比预测的要明显，实际上扬往往出乎预料，而下降也往往低于预测。最后一点是所有的预测专家都有这样的感受，即转折点尤其难

以预测。例如，很多预测，包括国际货币基金组织工作人员都预测 1999 年会成为 90 年代末全球经济减缓的谷底，而实际上，1999 年是复苏的第一年。

考察未来几年的发展前景所面临的风险，目前全球增长可能比预期的更为强劲，这有相当的可能性。此外，2000 年的强劲增长可能进一步加重实际通货膨胀和通货膨胀预期压力，

1. 私人部门所作的预测一般误差也达到这个水平。见 Michael Artis 的文章“*How Accurate Are the IMF's Short-Term Forecasts? Another Examination of the World Economic Outlook*”，刊载于 *Staff Studies for the World Economic Outlook* (华盛顿：国际货币基金组织，1997 年 12 月)。

“硬着陆”假设

(除非另有说明，数据均为与基准假设的百分比差)

	2000	2001	2002	2003	2004
世界					
实际国内生产总值	0.7	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2
美国	0.5	-2.0	-1.9	-1.3	-0.6
实际国内生产总值	0.6	-3.7	-4.2	-3.8	-3.0
国内需求	-0.3	1.6	2.2	2.1	1.8
净私人部门储蓄(占 GDP 的百分比)	-5.7	33.9	111.6	160.4	201.9
经常项目(单位：10 亿美元)	0.3	0.8	-0.7	-0.6	-0.2
以消费物价衡量的通货膨胀	1.0	0.9	0.1	-0.9	-1.7
名义有效汇率	1.1	-17.5	-15.3	-13.0	-10.0
欧元区	0.8	-0.7	-0.3	-0.3	-0.1
实际国内生产总值	0.7	1.0	1.3	1.3	1.3
国内需求	-0.3	-0.1	-0.6	-1.0	-1.3
净私人部门储蓄(占 GDP 的百分比)	1.1	23.7	3.8	-23.2	-50.9
经常项目(单位：10 亿美元)	0.2	-0.7	-0.5	-0.6	-0.6
以消费物价衡量的通货膨胀	0.2	-0.6	-1.1	-1.4	-1.5
名义有效汇率	-0.3	12.0	10.4	8.5	6.6
日本	0.6	-0.6	-0.6	-0.4	0.0
实际国内生产总值	0.4	0.5	1.0	1.4	1.6
国内需求	-0.1	-0.1	-0.7	-1.3	-1.8
净私人部门储蓄(占 GDP 的百分比)	4.6	23.3	-19.3	-51.2	-73.6
经常项目(单位：10 亿美元)	0.1	-1.1	-0.5	-0.5	-0.5
以消费物价衡量的通货膨胀	0.1	-0.3	-0.6	-1.2	-1.3
名义有效汇率	-0.9	18.9	16.0	12.8	9.6
发展中国家					
实际国内生产总值	0.8	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3
备注：实际国内生产总值基准增长假设					
世界	4.2	3.9	4.0	4.2	4.3
美国	4.4	3.0	3.0	3.0	3.0
欧元区	3.2	3.2	3.0	2.7	2.5
日本	0.9	1.8	2.4	2.5	2.4
发展中国家	5.4	5.3	5.4	5.9	6.2

专栏 1.1. (续)

迫使(或公众预期)货币当局提高利率。实际通货膨胀或通货膨胀预期上扬,货币政策收紧以及随之而来的对未来增长和收益前景的重新估价,可能彻底改变对股票和美元的投资热情。如果投资者下调对股票未来收益的预期,而其他替代投资的收益上扬,由此产生的资金转移可能引发股票市场的大幅盘整以及汇率的重新调整,整体上使信心受挫。对美国的影响将会最为深刻,因为近年来其股票市场的发展有助于支撑异常迅猛的国内需求增长。但其他国家的股票价格有可能至少出现部分调整(第三章分析的股票市场间的相关性表明),并且对贸易和信心产生溢出效应。

表中所展示的假设结果假定2000年的增长高于基准预测。这最终(2000年下半年)会导致通货膨胀预期上扬、收益预期下降、美国股票市场大幅调整(25%)、美元由于资本流动逆转而贬值(假设几乎达20%)。对外账户的改

善可以部分抵消这些假设结果对美国国内需求巨大的负面影响,但仍会导致2001年美国的增长停顿。由于美国的金融系统资本充足,不太可能遭到这类规模周期性调整的严重破坏,减缓持续的时间可能较短(假设情景并未假定具体的反周期财政措施,只假定了自动稳定器和正常的货币规律将发挥作用)。

其他国家受到的影响会小些,主要是因为欧洲和日本股票市场的调整幅度较小,对国内需求的影响也较轻。宽松的货币状况会支持国内产出,并导致相对活跃的国内需求。尽管如此,由于日本目前复苏的脆弱性,进一步的宏观经济刺激的空间有限,日本对美国的减缓以及日元的升值将会特别敏感。

新兴市场国家也会受到负面的影响,但只是暂时的。可能出现的全球金融状况紧缩以及美国经济明显减缓将对拉美影响最大,但美元贬值会给汇率与美元挂钩的国家一些喘息的空间。

北美的增长会持续多久?

美国经济继续快速增长。1999年第二季度出现短暂减缓,第三季度实际GDP增长回弹到折合全年5.75%,第四季度达7%。这种情况部分原因是电子计算机2000年问题引起的库存增加,2000年第一季度各月指标显示经济继续保持活力。私人部门的国内需求仍然是增长的动力,消费者信心保持强劲,企业投资继续快速增长。房地产活动的增长有所平缓,部分原因是利率上扬,但仍保持在较高的水平。1999年全年,实际GDP增长了4.2%,实际国内需求增长了5.1%,继续保持了1996年以来出现的需求增长超过供给的增长模式。

到目前为止,需求和供给增长之间的差异主要反映在对外账户逆差迅速增加,而不是通货膨胀压力。需求迅速增长使经常项目逆差超过历史最高水平,1999年第四季度逆差折合全年达4000

亿美元,比1998年相应的数字增加了1500多亿美元。1999年全年经常项目逆差占GDP的3.7%,超过了此前于1985年和1986年创造的3.4%的最高纪录。虽然强劲的生产力增长和有限的工资涨幅抑制了单位劳动力成本上扬的的压力,但劳动力市场进一步紧张,失业率约为4%,上一次达到这一水平是在60年代。能源价格上扬影响到消费物价指数,2000年2月消费物价较上年增长3.2%,但同一时期核心通货膨胀率(不包括能源和新鲜食品)只有2.1%。但是,如果实际增长继续高于潜在增长率、油价继续攀升,全球复苏迹象保持强劲,通货膨胀压力很难得到控制。

尽管到目前为止通货膨胀压力仍然平静,家庭储蓄率下降揭示了其他的内部不平衡。受到资产价格上涨的影响,自1990年代初以来,家庭储蓄率占可支配收入的比例下降了5个百分点,同一时期,私人部门投资占GDP的比例上升了3%,私

专栏 1.2. 国民账户统计方法的修正

根据 1993 年国民账户体系手册 (SNA93) 中规定的一些有关定义、科目划分、数据来源和统计程序的重要变更, 经济合作与发展组织 (OECD) 中大多数国家以及其他一些国家的统计部门正在对其国民账户进行全面的修正¹ (SNA93)。在欧盟 (EU), 1999 年中以后, 大多数国家已经根据新的欧洲国民账户系统 (ESA95) 制定 GDP 数据; 1999 年 10 月, 美国公布了对国民收入和生产统计 (NIPA) 进行根本修正的初步结果²。1998 年末以来, 加拿大和澳大利亚也采用 SNA93 标准提供国民账户数据, 2000 年下半年, 也将得到日本的数据。新的方法对一些经济变量影响相当大, 它会改善国民账户数据的质量并提高国际间的可比性。但是, 正如下面的讨论指出的, 在修正的过程中, 对这些数据的解释和使用要特别谨慎。

主要变化

统计方法的主要变化如下:

- 资本形成概念更广泛。具体地说, 企业和政府购买的电脑软件现在被视为形成固定资本, 而不是生产成本或政府消费支出。根据 ESA95, 一些原来被划分为经常项目

1. SNA93 的指导原则是由包括来自国际货币基金组织、经济合作与发展组织、联合国统计署、世界银行和欧盟委员会的代表的代表的工作小组制定的。1995 年制定的欧洲国民账户体系中的变更基本上符合 SNA93, 且在某些领域的解释更为具体, 美国最近对国民收入和生产统计进行的修改也体现了很多 SNA93 的原则。

2. 1999 年 6 月、8 月、和 12 月的欧洲中央银行的月度报表 (见网址: www.ecb.int) 和欧盟委员会的 European Economy, 1999 年 10/11 月份第 10/11 期, 附录 A, 经济发展趋势 (见网址: http://www.europa.eu.int/comm/economy_finance) 具体讨论了改有 ESA95 的影响。在美国, 具体信息和数据见经济分析局的网址 (www.bea.doc.gov) 和 1999 年 8 月、10 月和 12 月的 Survey of Current Business (华盛顿: 商业部)。还可参考 1999 年 6/12 月的第 65/66 期 OECD Economic Outlook (巴黎: 经济合作与发展组织, 1999 年)。

下开支的军事采购现在包括在资本形成中, 同时被包括进来的还有文学艺术品和矿产探索 (最后一项在 NIPA 中已被包括进来)。相应地, 资本项目开支预提 (折旧) 目前也反映了电脑软件的使用和其他新投资。

- 改善了服务行业统计。包括对金融部门的统计更详细。例如, 美国改进了对银行服务的统计, 包括自动提款机交易和电子资金转账; ESA95 的修改反映出保险和养老金在经济中日益重要的作用。
- 对一些社会开支重新划分科目。修改后的 ESA95 将可报销的医疗开支和其他一些领域的社会开支从原来的私人消费划归到政府消费。
- 美国政府雇员退休计划的重新分类。修改后的 NIPA, 政府对这些计划 (包括联邦、州和地方政府雇员) 的出资现在被划归个人收入而不是政府收取款项 (用于出资) 和 (薪金) 开支。同样, 该计划下的利息和红利已被计作个人收入, 计划的使用被视为私人部门内部的交易, 而不是政府向私人部门的支付。
- 更广泛地使用应收应付原则。根据 ESA95, 涉及到支付利息、税收和其他一些科目的交易现在以应收应付原则计账, 而不是实际收付時計账。例如, 利息的收入以应收制计在债权人账户上, 而不是在实际支付时才计账。
- 更广泛地使用链接计量的方法。这种方法使价格相对变化对增长的影响更迅速、准确地反映出来。

对 GDP 和储蓄估算的影响

新的会计方法倾向于抬高名义 GDP 水平, 但对实际增长的影响不尽相同。对于整个欧盟而言, 向 ESA95 转变将基数年 (1995 年) 的名