

国 际 货 币 基 金 组 织



让全球经济造福全人类

2005年年报





国 际 货 币 基 金 组 织

让全球经济造福全人类

2005年年报

图书在版编目 (CIP) 数据

国际货币基金组织 2005 年年报: 让全球经济造福人类/国际货币基金组织编. —北京: 中国金融出版社, 2005.12

ISBN 7-5049-3901-3

I. 国… II. 国… III. 国际货币基金组织—2005—年报 IV. D813.7-54

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 146191 号

出版 中国金融出版社
发行
社址 北京市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 2006 年 1 月第 1 版
印次 2006 年 1 月第 1 次印刷

目录

第一章 2005财年基金组织的各项监督活动	2	第五章 财务操作和政策	54
全球监督	3	常规贷款活动	55
世界经济展望 全球金融稳定报告		贷款 资金和流动性	
石油市场走势		优惠贷款活动	58
国别监督	13	减贫与增长贷款 强化的重债穷国倡议	
地区性监督	14	减贫与增长贷款补贴和重债穷国倡议的	
撒哈拉以南非洲 东加勒比货币联盟		融资 支持优惠贷款和重债穷国倡议援助	
欧元区 西非经济与货币联盟		的投资 紧急援助	
第二章 加强监督和危机防范	18	收入、收费、酬金和负担分摊	63
两年一度的监督审议	19	基金组织信贷风险管理和预防性资金余额	64
分析的重点和质量 与当局的政策对话		份额变化	65
交流与信号发布 评估监督的有效性		特别提款权动态	65
人力资源利用		特别提款权的操作和交易	
金融部门监督	22	保障评估	67
金融部门评估规划 金融部门监管的差距		对基金组织的拖欠	68
市场发展不同阶段货币政策的实施		外部审计机制	69
离岸金融中心		第六章 技术援助和培训	70
资产负债表法、债务和流动性	26	2005财年提供的技术援助	71
与债务有关的脆弱性 流动性管理		基金学院	74
政策监测、预防性安排和发布信号	29	外部融资	75
标准和准则以及向基金组织提供数据	31	审议和加强有效性	75
资源收入透明度指南草案 数据标准		独立评估办公室对技术援助的评估	
修订数据公布通用系统指南 网上外		评估非洲技术援助中心	
债数据库 证券和直接投资数据和数		第七章 基金组织的治理和管理	80
据诠释 促进向基金组织报告数据		行政预算和资本预算	82
第三章 加强基金组织规划支持和危机解决	34	人力资源	86
2004-2005年贷款条件审议	35	组织	89
基金组织支持的规划的设计		第八章 合作、对外交流和宣传	94
2002年贷款条件指南的实施经验		与其他国际组织的合作	95
事后评估		对外交流与宣传	97
融资机制和政策	40	附录	104
贷款限额政策		一 国际储备	107
贸易一体化机制的启动		二 财务交易与操作	112
危机解决	41	三 执董会的主要政策决议	127
集体行动条款		四 国际货币与金融委员会和发展委员会	
稳定的资本流动和公平的债务重组的		新闻公报	134
原则 埃维昂模式		五 执行董事及投票权, 2005年4月30日	143
前景展望	43	六 执行董事会成员的变化	147
第四章 基金组织在低收入国家中的作用	44	七 财务报表	149
对基金组织的作用及其运作情况的审议	45		
强化支持低收入国家的工具			
减贫战略文件: 实施进展 资金支持			
的获得 对自然灾害的紧急援助 规划			
后监督 政策支持和信号传递			
债务减免与可持续性	49		
进一步的债务减免 债务可持续性框架			
动员国际支持	52		
执董会对援助有效性的审议 全球监督			
报告			

缩略语	215	7.4 常驻代表	89
专栏		8.1 传播信息：基金组织的出版业务和网站	98
		8.2 基金组织的市民和社区关系办公室	100
1.1 2004年5月—2005年4月间主要的经济和金融动向	4	表	
1.2 基金组织对受2004年12月海啸影响国家的援助	9	1.1 2005财年结束的第四条磋商	15
2.1 基金组织在贸易中的作用	20	3.1 基金组织的融资机制	36
2.2 从固定到浮动汇率	21	5.1 2005财年批准的常规贷款	56
2.3 将国别、地区和全球监督更好地融为一体	23	5.2 2005财年批准的减贫与增长贷款	59
2.4 金融稳健指标	24	5.3 基金组织重债穷国援助承诺的状况	60
2.5 防范危机的主权债务结构	27	5.4 补贴紧急援助的捐款	62
2.6 投资者关系计划	28	5.5 对基金组织债务逾期6个月或以上的国家的拖欠情况（按照债务类型划分）	68
2.7 使用或有债权来衡量和分析资产负债表风险	28	6.1 技术援助的领域，2003-2005财年	73
2.8 监督框架下的信号发布	30	6.2 技术援助的资金和提供，2001-05财年	74
2.9 标准与准则遵守情况报告和数据标准倡议	31	6.3 基金学院为政府官员提供的培训，2000-2005财年	76
3.1 独立评估办公室对基金组织1991-2001年在阿根廷所发挥作用的检查	39	6.4 基金学院地区培训项目	77
3.2 加勒比地区的债务重组：多米尼克、多米尼加共和国和格林纳达	42	6.5 技术援助评估规划——2006-07财年	77
4.1 独立评估办公室对基金组织给予低收入国家的支持所作的评估	46	7.1 行政预算，2003-2006财年	83
4.2 利用减贫战略文件来改善低收入国家的统计数据	47	7.2 专业和管理工作人员的国籍分布	86
4.3 重债穷国倡议的作用机制	50	7.3 基金组织工作人员工资结构	87
5.1 基金组织的贷款机制	56	7.4 工作人员的性别分布	88
5.2 预期与义务	57	7.5 按发展中国家和工业国家划分的工作人员分布情况	89
5.3 资金交易计划	57	图	
5.4 基金组织的贷款能力	58	1.1 世界实际GDP增长和贸易量	4
5.5 在重债穷国倡议之外进一步减免债务及其融资	61	1.2 股票市场表现	5
5.6 第十二次和第十三次份额总检查	65	1.3 主权债券利差	5
5.7 特别提款权的定值和利率	66	5.1 常规贷款余额，1995年-2005年4月	58
5.8 保障评估政策	67	5.2 基金组织一年期未来承诺能力，1995年-2005年4月	58
6.1 与贸易有关的技术援助和机构建设	73	5.3 减贫与增长贷款，1995年至2005年	59
6.2 技术援助信息管理系统	78	6.1 按照地区划分的技术援助，2005财年	75
7.1 基金组织关于份额、发言权和参与问题的讨论情况	82	6.2 按照基金组织提供部门划分的技术援助，2005财年	75
7.2 总部的新办公楼	84	7.1 2006财年用于每一类主要产出的资源比例	85
7.3 安全保卫事项	85	7.2 基金组织的组织结构图	90

基金组织的财年是5月1日至4月30日。

基金组织的记账单位是特别提款权；基金组织财务数据的美元换算值是约数，主要是为了方便读者。2005年4月30日，特别提款权/美元的汇率是1美元=0.65929特别提款权，美元/特别提款权的汇率是1特别提款权=1.51678美元。一年前（2004年4月30日）的汇率是1美元=0.68879特别提款权，1特别提款权=1.45183美元。

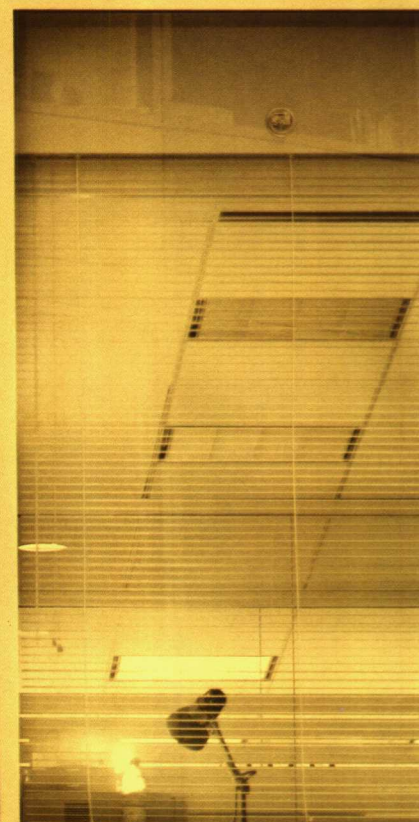
“billion”表示10亿；“trillion”表示万亿；分项数据与合计数据之间的微小差异是由四舍五入所致。

本《年报》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中所理解的国家领土实体。在此，国家一词还指一些单独和独立列示统计数据的非国家领土实体。

国 际 货 币 基 金 组 织



2005年年报



2005财年基金组织的 各项监督活动

第一章

督是基金组织的三大业务之一，另外二大业务是向其成员国提供资金和技术援助。但是，资金和技术援助只是针对那些提出此要求并且需要得到这种援助的国家（如在第三章到第六章中讨论的），而基金组织的监督却是一项连续的工作，它针对所有成员国的经济，同时也针对全球经济和金融体系。如《基金组织协定》第四条规定的，基金组织在此方面的职责是对国际货币体系进行监督，确保其有效运作；同时，对每个成员国履行其与基金组织和其他成员国进行合作的义务进行监督；促进有序和稳定的汇率制度、更广泛的金融和经济稳定以及健康的经济增长。基金组织主要是通过其监督工作来防范金融和经济危机。

基金组织通过对经济和金融动态的跟踪以及与成员国当局的磋商开展监督工作。监督工作分全球、国别及地区三个层面。

在全球（或“多边”）监督中，基金组织监督经济形势和全球资本市场发展，分析重大经济和金融发展，如石油市场形势和对外失衡产生的全球性影响。基金组织管理层和工作人员还参与一些国家集团的财政部长、中央银行行长和其他官员的政策讨论，如主要工业国家的“七国集团”、工业和新兴市场国家的“20国集团”和发展中国家的“24国集团”。

在国别（或“双边”）监督中，基金组织与每个成员国就其经济发展，以及这些发展对国际经济和金融政策产生的影响保持对话。

在地区监督中，基金组织考察根据地区性安排（如欧元区、东加勒比货币联盟和西非经济与货币联盟）执行的一些政策，以及这些安排对全球发展的影响。

以下是基金组织在2005财年所从事各项监督活动的重点（关于2005财年的主要经济和金融动向概述，见专栏1.1）：

- 执董会于2004年9月和2005年3月对《世界经济展望》进行了两年一度的全面评估，重点是解决全球性经常账户失衡的政策、全球利率上行的影响以及石油市场的走势等问题。在2005年3月的讨论中，执董们认为2005年余下时间的增长将是扎实的，但是存在风险，这些风险来自扩张越来越不平衡，金融市场条件出现较大幅度的紧缩，以及石油价格进一步大幅攀升。
- 一年两期的《全球金融稳定报告》引述了执董会在2004年8月和2005年3月对金融市场走势进行审议时得出的结论，即全球金融体系的抵御能力越来越强，但与此同时，由于流动性充裕和风险升水较低，市场修正的风险增加了。
- 在2005年3月举行的关于石油市场走势的研讨会上，执董们一致认为，鉴于全球需求继续上升、非石油输出国石油产出已达到最高点以及潜在的供给扰乱等因素，在可预见的未来，市场可能仍然趋紧。
- 基金组织分别完成了与130个成员国的磋商。与许多国家的磋商主要是战略性的形势回顾和分析，对于那些实行基金组织支持的较为长期的调整规划的国家还包括规划后的评估。
- 2005财年对货币联盟的地区性监督包括执董会对欧元区、东加勒比货币联盟以及西非经济与货币联盟各项发展的评估。

全球监督

基金组织执董会通过其对世界经济和金融市场的走势和前景的分析进行全球监督。其分析部分是基于工作人员编写的《世界经济展望》报告和《全球金融稳定报告》，这两份报告通常是一年出版两次，而且是在国际货币与金融委员会会

专栏1.1 2004年5月—2005年4月间主要的经济和金融动向

2004年全球经济增长5.1%，是30年以来增长最强劲的一年（图1.1）。许多最贫穷国家（包括撒哈拉以南非洲，该地区的平均增长是近10年来最快的一年）强劲的表现尤其令人瞩目。在2004年极为强劲的增长之后，全球增长的步伐在2005年初有所放慢，但步伐仍然稳健。然而，这种总的情形掩盖了越来越大的地区差异，美国和中国继续走在复苏的前头，新兴市场和发展中国家也呈现出强劲的增长。相反，2004年年中和下半年，欧元区和日本的复苏仍然低于平均水平。上述情况的出现与经常账户失衡的扩大和美元贬值是联系在一起的。世界贸易量继2004年初出现急增之后慢了下来，回到趋势水平。2004年，流入发展中国家的私人资本出现增加，同时，净证券投资 and 外国直接投资也在继续增加。

尽管全球复苏普遍呈强劲势头，但是，一些主要国家间的增长仍然有很大差异。在美国，2004年第二季度出现的疲软到年底时几乎已经消失。2005年第一季度出现了一些放慢的势头，但年增长率仍然保持在3½%。中国实际GDP增长仍然非常强劲，投资上出现的放慢势头为出口和消费增长所抵消。在日本，2004年年中和下半年的复苏势头停了下来；尽管2005年

第一季度的复苏势头很强，但造成这种势头的似乎都是临时性的因素。欧元区2004年间GDP的增长慢了下来，但到了2005年第一季度则略有回升。高油价和欧元升值的滞后效应影响了净出口，与此同时，较低的收入增长和乏力的私人消费增长又抑制了国内需求。

在2005财年里，几乎所有新兴市场地区的GDP都加速增长。许多地区的复苏越来越多受到了国内需求的驱动，对外部环境的依赖正在变小。

拉美的增长继续超过预期，增长因素包括初级产品价格提高，外部信心改善，结构改革取得进展，以及一些国家已从前些年危机造成的放慢中走了出来。阿根廷、巴西及另外几个国家也出现了增长，但另外一些国家政治上的不稳定仍然影响着增长。

2005财年里新兴亚洲（不包括中国）的增长有所放慢，反映了全球性扩张的放慢，半导体市场的修正，以及石油价格的攀升。印度、印度尼西亚、斯里兰卡、泰国以及另外几个国家2005年第一季度的表现主要受灾难性的海啸以及大量的人员死亡和财产损失的影响。然而，大多数国家GDP增长受到的影响都不大，但马尔代夫除外，斯里兰卡次之。在中国的扩张保持强劲的情况下，2005年初该地区

的增长也相对较强。2005财年里，印度的增长略有放慢，不平衡的季风和石油价格攀升的影响为活跃的工业生产和强劲投资所抵消。

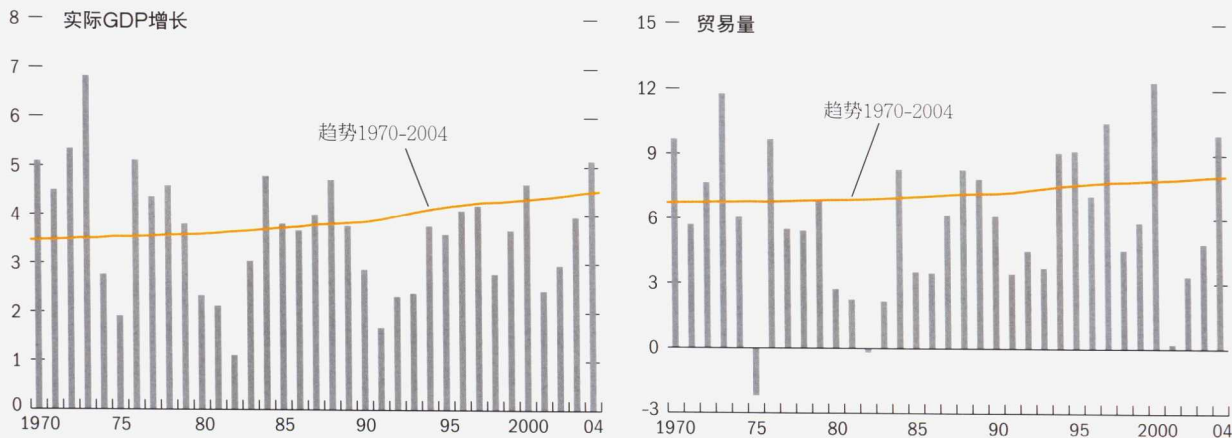
2005财年中，中、东欧作为一个整体出现了自实施转轨政策以来最为强劲的增长。由于信用的迅速扩张以及扩张性的财政政策助长了进口的增加，经常账户逆差进一步扩大。外国直接投资的净流入继续为重要的资金来源。但是，几个国家需要力度更大的财政整顿，同时，需继续进行改革，改善商业环境，鼓励国内储蓄。2005财年大部分时间里石油价格的持续攀升以及一些积极的国内因素加快了前苏联地区几个石油出口国的增长。该地区石油进口国由于国内需求旺盛，GDP也出现了强劲的增长。

2004年里，中东的增长得益于石油价格的攀升和石油生产的扩大，此前，由于能力过剩，利润率曾变得越来越小。由于2005年初，石油价格继续攀升，该地区的前景仍然看好。由于上述形势的出现，使得其中的一些国家可以开展所需的改革，以促进中期增长，扩大迅速增加的工作年龄人口的就业，但是，仍有许多工作要做。

2005财年里，由于宏观政策的改善、有利的气候条件、冲突的减少以及重债穷国倡议下债务的减免等因素

图1.1 2004年5月—2005年4月间主要的经济和金融动向

（年度百分比变化）



的支持,非洲也呈强劲增长。石油价格以及非燃料初级产品价格的上涨都有助于维持一些初级产品出口国的高增长。

随着全球经济的稳步回升,对初级产品的需求继续对价格造成压力,尤其是燃料和大多数金属。石油价格出现了大幅上扬,超过了前一年的水平,这主要是由于持续的供给制约和需求的增加。一些国家的消费者价格通胀略有上升,但长期通胀预期仍然在控制之中。该财年中,美元按贸易加权计算出现了贬值,但贬值很大程度上出现在2004年最后一个季度,2005年初,美元只是在一个狭窄的区间里进行交易。与先前一样,欧元和其他工业化国家货币的升值很大程度上是与美元的下跌相对应的。尽管一些新兴市场的货币相对美元也出现了升值,但其他国家货币灵活性仍然较小。

大多数国家的货币政策仍然是支持性的。然而,随着通胀的上升,许多国家,最为明显的是美国,提高了利率。财政政策参差不齐。尽管美国的财政政策基本未变,但是,在今后四年里将赤字减少一半的承诺仍然很坚决。在欧元区,财政政策基本上是中性的,几乎未进行什么整顿。

主要金融市场的条件仍然温和。有利的经济基本面,包括对稳步(尽管正在放慢的)增长的预期、得到很好控制的通胀预期、先进经济体持续坚实的公司资产负债表以及新兴市场借款人信用质量的持续改善,很好地支持了金融市场的稳定性。在此背景下,金融市场的波动性、成熟市场政府债券的收益率以及全球信用利差都处于较低的水平上。

继2004财年市场走高之后,全球股市一直没呈现稳定的趋势,在本财年中一直在狭窄的区间里进行交易,部分反映了对石油价格的攀升会导致增长放慢的担心(图1.2)。市场的实际波动性以及一系列金融资产的期权所隐含的波动性都处在低位上。标准普尔500种股票指数曾上升10.4%,随后由于本财年底利率预期出现了变化以及高油价对信心形成了打压,大部分上升又得而复失了。欧洲股市也出现了类似的情形,先是从2004年年中的谷底回升了17.7%,到本财年底时,又将部分上升跌去。在日本,随着日本经济增长势头有所加强,股市从2004年10月的谷底攀升了12.3%,到年底时,出现回落,比年初下降了6.4%。

继2004年5月的抛售之后,在2004年余下的时间和2005年初,新

兴市场出现了异乎寻常的、有利的经济和融资环境。利率和信用利差仍然处于低位。由于充裕的流动性,投资人对新兴市场借款人新发行债券的偏好相当强烈,从而可以低成本进行大量发行。由于不断改善的基本面、温和的外部环境以及充裕的流动性的驱动,EMBI全球指数的利差从2004年5月的549个基本点降到了2005年3月的322个基本点这一接近历史最低点的水平(图1.3)。低名义收益率和强劲的投资需求促进了新兴市场借款人债券发行的增加,许多发行人都试图通过提前获取其未来所需的资金来锁定有吸引力的融资成本。一级债券市场在2005年1-4月间的发行总额约为490亿美元,几乎解决了新兴市场国家在该日历年里资金需求的近80%。

本财年里,新兴市场上股票一级发行也十分强劲,并且仍然由亚洲主导。十分重要的一点是,在2005财年,新兴市场股票的投资者基础也在扩大;由于成熟市场上的低利率以及很具吸引力的风险回报(发行人的信用评级普遍得到提升),机构投资者普遍认为这些发行很有吸引力。另一个值得注意的变化是外国投资人对新兴市场经济体本币债券的兴趣。

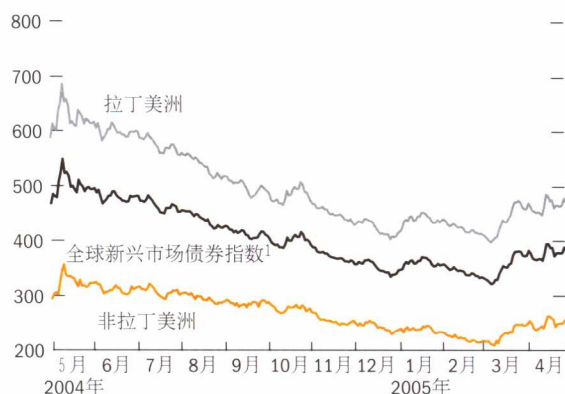
图1.2 股票市场表现

(2004年5月 = 100)



图1.3 主权债券利差

(基本点)



1. J.P. 摩根全球新兴债券指数。



加拿大

90年代中期以来，加拿大是工业大国中增长速度最快、预算情况最好的国家。支持这一优异表现的是一套坚固的宏观经济框架，其内容包括通胀定标制以及“平衡预算或更好”的财政目标，以及整顿就业保险制度、减税以及贸易自由化等改革。加拿大与基金组织进行的第四条磋商在2005年2月完成，磋商重点是加元迅速升值以及加拿大人口老龄化问题。

国内需求持续旺盛，其支撑来自家庭开支、就业增长以及净值的增加，同时，在企业盈利强劲增长、低利率以及进口资本货物成本下降的刺激下，企业投资迅速增长。然而，2004年下半年加元迅速升值给出口造成压力。因此，加拿大银行在2004年9、10月份几次收紧银根之后将货币政策保持稳定。2005年4月，核心通货膨胀率的年率为1.75%，略低于加拿大银行2%的目标区间中点。

“平衡预算或更好”的目标继续推动财政政策。增加一项中期债务目标使得财政政策在2004年得到加强。因此，预计政府债务对GDP的比例继续下降，从而有助于加拿大为人口老龄化作出财政上的准备。然而，加拿大2005年的财政预算几乎没有留出余地，使得一旦出现不利的财政情况时难以应变。鉴于公共退休金体系的财务基础良好，加拿大的主要长期问题是遏制医疗保健体系成本的增长。此外，仍然有相当大的进一步改革的余地，这包括在税收制度和社会项目方面进一步提高经济效率和灵活性。

加拿大和基金组织在2005财年的合作活动

2005年2月 完成2005年第四条磋商的讨论。

前出版，作为会议文件。《世界经济展望》报告分析全球经济前景和不同国家的有关政策，《全球金融稳定报告》分析国际资本市场的走势和风险。执董会还举办更为频繁和非正式的关于世界经济和金融市场走势的讨论，同时，基金组织工作人员还不断地对成熟和新兴金融市场的形势以

及全球经济发展情况进行跟踪。

世界经济展望

《世界经济展望》，2004年9月的讨论

在2004年9月关于《世界经济展望》¹的讨论中，执董们指出，全球复苏仍然稳健，预计2004年经济增长率将达到近30年以来的最高水平。经济扩张的基础是继续执行支持性的宏观经济政策、公司利润增加以及股票和房地产价格上升带来的财富效应。全球经济增长依旧由美国驱动，同时得力于亚洲特别是中国的强劲支持。拉丁美洲和其他一些新兴市场的经济活动也强劲复苏，非洲的前景也有好转。欧元区经济增长的势头增强。执董们呼吁决策者利用目前的增长周期来处理三个主要的中期脆弱性：

- 解决全球失衡。消除这些失衡要求美国进行中期财政整顿并增加国内储蓄；欧洲、日本和其他地区推进结构改革；亚洲采取措施，提高汇率灵活性。
- 加快结构改革的步伐，增加经济的灵活性和韧性，使各国都能够完全利用全球化和信息技术革命带来的机会，同时加强它们抵抗未来冲击的能力。执董们指出，市场开放在提高竞争力和效率方面发挥关键的作用，他们期待着多哈回合贸易谈判实现广泛的贸易自由化。
- 工业国家和发展中国家均需要加强中期财政状况。这需要在进行财政整顿的同时允许自动稳定器发挥作用；采取结构性措施改善债务的可持续性，包括税收改革和加强公共支出框架等；改革养老金和医疗体系。

在2004年9月讨论工业国家时，执董们欢迎工作人员对全球住房价格上涨以及工业国家提高利率可能对住房市场带来的影响进行的分析。他

1. 关于执董会讨论的主要内容，见 www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/02/pdf/annex.pdf；报告全文可查阅 www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/02/index.htm。

们指出,分析反映了经济活动和利率之间的联系,并显示出工业国家住房价格变化有相当的同步程度(同时承认数据的局限性)。鉴于住房价格通过财富和信用渠道对私人消费有重要影响,很多执董建议,决策者应该密切监测住房市场动态。在向更为中性的政策态势过渡中,收紧银根可能引发住房价格增长的放慢或者逆转。

执董们还欢迎工作人员对人口变化的分析。为了迎接人口老龄化带来的挑战,工业国家须提高劳动力供应、储蓄和生产率。由于未来人口变化的规模,需要进行一系列政治上可以接受的改革。特别重要的将是改革的选择,尤其是养老金和医疗体系方面的改革需有应对未来可能出现的人口变化的能力。发展中国家首要的政策任务是增加劳动力和产品市场的灵活性,保证劳动力资源和储蓄得到有效利用。需及早采取包括加强养老金和医疗体系在内的行动,为终将出现的老龄化打下基础。在中期财政状况已经面临压力的国家,这方面将尤其具有挑战性。执董们一致认为,在促进商品、资本和劳动力顺利而有效的跨国流动方面采取有效措施将对全球就不同速度的老龄化进行调整的模式和步伐产生重大影响。

《世界经济展望》,2005年3月的讨论

在2005年3月关于《世界经济展望》²的讨论中,执董们指出,由于受到总体上是支持性的宏观经济政策和温和金融市场条件的支持,全球扩张基本处于轨道上。继2004年强劲的表现之后,预计2005年增长将会放慢,回到更可持续的步伐上来。同时,这种扩张变得越来越不平衡,美国、中国以及大多数新兴市场和发展中国家的增长都很强劲,但欧洲和日本却令人失望。

从全球情况看,通胀压力仍然相对较低。由于大多数处于复苏后期阶段的经济体都采取了货币紧缩政策,而且通胀预期总起来看也比较温和,因此,预期通胀仍会得到很好的控制。尽管如此,执董们感觉到需对通胀风险加以认真的跟踪,并

且,随着劳动力市场的趋紧,应适当注意许多工业国家单位劳动力成本的上升,同时,对于外部资本流入强劲的一些新兴市场,也应适当注意其货币政策的执行。

展望今后,执董们认为,由于支持性的宏观经济政策、不断改善的公司资产负债表、有利的金融市场条件、就业的逐步增加以及中国持续的强劲增长等因素的支撑,2005年里,全球增长将更为温和,但仍然稳健。短期里的重大风险有:

- 扩张越来越不平衡,全球增长很大程度上依赖于美国和中国;
- 金融市场条件会大大收紧,这会影响到美国的国内需求,造成金融市场上杠杆借贷减少,资产价格出现更为普遍的修正,并会导致新兴市场融资条件的恶化;以及
- 油价进一步大幅上升(参看下面的“石油市场走势”)。

对于全球性经常账户失衡,执董们对去年这种失衡的进一步加大表示关注,一些执董还提出,这种情形也许会增加汇率突然变动的风险。执董们指出,支持对这些失衡进行有序调整的战略得到了广泛的认同。调整的关键措施包括美国进行财政整顿;新兴亚洲采取措施加大汇率的灵活性,同时继续进行金融部门改革;以及日本和欧洲继续进行结构改革,刺激增长和国内需求。执董们还重申成员国应共同负起责任,确保该战略得到及时和有效的实施。

讨论中还提出了一些需加以解决的重大的中期问题。

1. 许多国家的财政状况仍然十分困难,尤其是在全球人口老龄化的背景之下,这种情形给中期宏观经济稳定造成威胁。

2. 需推进结构改革,消除不灵活,使得国内经济能够充分利用全球化带来的机会。

3. 在多哈回合的谈判中所有国家成功和积极大胆地放开贸易——包括改善对发展中国家的市场准入——是支持中期全球增长的关键。农业方面的一些关键问题尚有待解决,同时,服务贸易领域也需取得更快的进展。

4. 尽管近年来增长绩效得到了改善,但是,

2. 关于执董会讨论的主要内容,见 www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/01/pdf/annex.pdf; 报告全文可查阅 www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/01/index.htm。

要实现千年发展目标,对于大部分发展中国家而言,仍是一项巨大的挑战(见第四章)。执董们指出,2005年是实现千年发展目标十分关键的一年,并且呼吁这些国家积极推进政策和治理改革,改善投资环境,加强私人部门引导的增长,同时,呼吁先进经济体大幅提高援助,支持其举措。

工业国家

对于工业化国家,执董们欢迎美国经济持续强劲的表现,2005年其扩张将会继续。然而,随着住户部门储蓄接近于零,私人消费削减将是一种风险,如果住房价格上涨出现放慢,这种风险会更大。由于通胀压力相对温和,在一定程度上收紧银根仍将是适当的,然而,由于劳动力市场压力和油价的进一步上涨可能会带来通胀上升的风险,应对收入数据进行密切的跟踪。执董们强调需进行大范围的财政整顿,确保中期稳定性,促进全球经常账户失衡得到有序的缓解。

执董们对于欧元区经济在2004年下半年失去势头表示失望,尽管他们预期2005年里增长会得到加强。欧元进一步升值和油价居高不下和波动仍是影响该地区前景的关键风险。由于通胀压力得到了很好的控制,应继续坚定地实行现行货币政策,直到出现能自我维持的复苏。对于财政政策,执董们认为现行政策不足以推进为解决老龄化带来的压力所需的预算调整。执董们强调强有力的财政框架是欧洲货币联盟的一个不可或缺的组成部分,并指出,“稳定和增长协定”改革的实施不应削弱财政纪律。执董们还强调继续推进结构性改革的重要性,同时指出,应进一步强调解决劳动力市场扭曲和促进产品市场上的竞争等问题。

执董们指出,2004年后三个季度里,日本经济已停滞了下来,原因在于对信息技术产品需求疲弱,消费支出下降,但是,最新的一些数据却较为令人鼓舞。随着银行和公司的资产负债表出现好转,执董们认为,2005年里增长势头会得到恢复,尽管存在高油价带来的下行风险以及日元大幅升值可能对出口带来不利影响。虽然近些年来通货紧缩压力已得到缓解,但是,执董们还是敦促日本银行维持支持性的货币政策,直到通货

紧缩问题得到彻底解决。鉴于日本高位公共债务及人口压力加大,财政整顿仍应是一项优先工作。执董会还强调需要继续加强银行和公司部门,加强结构性改革(包括采取措施提高竞争,改善劳动力市场的灵活性),以为可持续的中期增长奠定基础。

新兴市场和发展中国家

尽管亚洲新兴市场国家在2004年里的表现十分强劲,但是,大多数国家的增长都明显放慢了,只有中国除外。预计2005年该地区的增长会略有减弱,上行风险可能来自中国高于预期的增长,下行风险来自于信息技术部门持续时间更长的修正,或是日本和欧洲需求萎缩。执董们对最近发生的海啸带来的生命和财产损失表示同情(专栏1.2)。尽管重建成本及其对财政和对外失衡的影响十分巨大,但是,大多数国家GDP增长受到的影响有限。对于该地区所面临的政策挑战,大多数国家(韩国除外,国内需求增长仍然疲弱)已采取货币紧缩政策。尽管一些国家的预算情况逐步好转,但其公共债务仍然很高,因此需要进行进一步的财政整顿。此外,一些国家还需进行结构性改革,减少银行和公司部门的脆弱性,促进投资。

执董们指出,拉美的增长超过了预期。尽管有利的外部环境支持了商业经济活动,但是国内需求目前是增长的主导力量。尽管从前景看,存在一些下行风险(包括全球利率出乎意料地提高,或关键出口市场持续下滑),但是,执董们相信,2005年,该地区仍将会出现强劲的增长。对于许多拉美经济体财政表现的改善,他们很受鼓舞。公共债务尽管正在下降中,但普遍仍处于高位。因此,他们强调需进行财政整顿,并采取更多的措施来改善公共债务的可持续性。执董们一致认为,针对近来通胀的上升,一些国家采取的收紧货币政策是适当的;他们指出,汇率的灵活性对于支持货币政策框架以及改善该地区抵御外部冲击的能力起到了十分关键的作用。

欧洲新兴市场经济体出现了自转轨开始以来最为强劲的增长,执董们欢迎其增长步伐如预期那样放慢到更可持续的速度上。这些国家面临的

主要风险是西欧的持续下滑和欧元的进一步升值。许多执董指出,强劲的国内需求导致经常账户逆差普遍扩大,这是该地区的一个主要薄弱环节。各国降低赤字的政策需要各不相同。在波罗的海、南欧和东南欧,控制信贷增长和提高私人储蓄是关键所在,而在中欧,则需采取力度较大的财政整顿和结构改革。

在独联体国家,增长一直强有力,并且有着强有力的国内需求和高能源和金属价格的支持。尽管预期2005年里增长会放慢,但是,执董们认为前景还是普遍看好。然而,他们也提出一些国家应注意产能约束和投资不足带来的通胀和增长风险。鉴于该地区强有力的资本流入,执董们担心,该地区通胀降低的步伐可能正在放慢;他们强调政策制定者需对来自石油和初级产品出口带来的收入进行谨慎的管理,同时,应提高汇率的灵活性。

在中东,石油出口国的增长一直很强劲,这主要是由于石油出口收益增加、良好的金融政策以及结构改革取得进展的支撑。执董们敦促政策制定者利用高油价提供的机会推进改善中期增长和就业前景以及减少薄弱环节(包括一些国家很高的公共债务水平带来的一系列问题)所需的改革。扩大对高回报的人力资本开发和基础设施的公共支出,与此同时加快结构改革,会有助于这些经济体走上更高的可持续增长的轨道,另一方面,通过创造就业,会改善社会效益。该地区的非石油生产国的国内改革产生了积极影响,同时,也从该地区石油出口国强劲的增长中获得了益处。

撒哈拉以南非洲也出现了10年来最快的增长,促进这种增长的因素包括全球经济增长,石油和其他初级产品价格提高,宏观经济政策改善,以及结构改革取得进展。执董们认为该地区的经济增长前景普遍看好,但是,也对一些下行风险提出了警告。全球经济出现很小的风吹草动和美元的进一步贬值都会对该地区的一些国家产生不利影响。尽管高油价对某些国家是有利的,但是,对其他国家可能则不然,而且许多国家尚需针对世界纺织品配额限制的取消做出调整。为了维持该

专栏1.2 基金组织对受2004年12月海啸影响国家的援助

2004年12月发生的9.0级地震和同时发生的海啸袭击了印度洋一些国家,这是一次灾难性的自然灾害。估计死亡和失踪人数接近30万,约有150万人无家可归。这场灾难造成的人员伤亡的损失显然是无法估量的。

2005财年,基金组织和世界银行对受灾国家政府提供了援助,帮助其解决灾后重建问题。世行、亚行和其他国际组织一起在帮助受灾国当局进行损失和需要评估方面起到了带头作用。基金组织工作人员侧重对这场灾难对宏观经济政策以及财政和对外状况的影响(包括对增长的影响)做了评估。¹基金组织和世行还迅速采取措施提供了紧急资金援助和长期资金援助。(参看第三和第四章对基金组织对自然灾害提供紧急援助方面的介绍。)

1. “对海啸对受灾国的宏观经济影响和有关资金需求的初步评估”,见www.imf.org/external/np/oth/2005/020405.htm。

地区改善的增长表现,执董们敦促各国政府加大改革力度,促进私人部门投资,发展基础设施,加强制度建设(包括提高透明度,改善治理,加强对知识产权的保护)。他们还呼吁国际社会通过扩大援助、减免债务以及改善市场准入等措施来支持这些国家所采取的政策。

全球金融稳定报告

《全球金融稳定报告》,2004年8月的讨论

在2004年8月份关于全球金融市场发展³的讨论中,执董们欢迎全球金融稳定和关键的金融中介得到加强。全球经济增长范围扩大和较低的通货膨胀预期为金融市场创造了良好的环境。强有力的经济增长提高了公司和银行部门的收益,也推动资产负债表状况的巩固,并改进了信用质量。同时,由于通货膨胀压力较弱,主要的债券市场稳定且收益率相对较低。这种环境对新兴市场有利,促进了其增长前景和信用质量,使其得以以相对较低的成本进行外部融资。

3. 关于执董会讨论的主要内容,见www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2004/02/pdf/annex.pdf;报告全文可查阅www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/01/index.htm。



印度

在2005财年期间，基金组织和印度政府的政策对话强调，有必要在范围广泛的改革上取得进展，这些改革将使得印度能够在最近成功的基础上实现其雄心勃勃的目标，特别是创造就业机会和减贫。基金组织敦促印度政府实行财政调整、预先采取行动减轻通胀压力、加快贸易自由化以及劳动力市场改革并进一步开放金融业。

印度政府正采取措施解决这些问题。政府继续致力于实现财政责任法的中期目标。印度适当地收紧了货币政策，降低了关税，向外国直接投资开放了一些重要领域，并且宣布了银行改革的线路图。今年印度第一次同意发表第四条磋商的基金组织工作人员报告。

此外，印度还参加了基金组织有关公共投资的试点研究。该项研究强调，有必要提高公共储蓄，进一步改善公共投资项目的管理，加强资本市场，解决限制私人部门参与的管制风险，以及改善对预算外基础设施拨款所产生的准债务的审计和报告。

印度还从基金组织财政事务部获得技术援助，以设立一个邦财政数据库和债务登记制度，这对于政府在邦一级推行统一的财政改革计划至关重要。基金组织强调，印度需在短期内建立合并各邦账户的能力，并在中期建立一个电脑化的、统一的财务管理系统。

印度和基金组织在2005财年的合作活动

- | | |
|----------|-------------------------------|
| 2004年12月 | 基金组织派出邦财政数据库技术援助代表团。 |
| 2005年1月 | 基金组织执董会完成印度的第四条磋商。 |
| 2005年3月 | 基金组织总裁罗德里戈·拉托访问印度。 |
| 2005年4月 | 就“公共投资和财政政策国别研究得出的教训”发表执董会文件。 |

尽管如此，执董们指出，未来仍然存在一些重大风险：

- 通货膨胀意外升高，将会使市场改变对利率提高速度的看法，造成市场波动。
- 继续存在的大规模全球外部失衡可能造成市场不稳定。
- 新兴市场国家可能会受到外部冲击的影响，它们应该利用目前良好的融资环境，增加抵御未来外部冲击的能力，继续进行促进增长的结构改革。很多新兴市场首要的任务仍然是采取措施把公共债务降低到可以管理的水平，并改进公共债务的结构。

近年来资本大规模流向对冲基金，特别是机构投资者，这表明对冲基金是全球金融市场中重要的投资者组别。近几年，大银行和大型经纪公司加强了针对对冲基金的对冲方风险管理，对冲基金的杠杆比率目前处于相对适中的水平。不过，大多数执董一致认为，关于对冲基金及其市场活动的更多信息将有助于回答这个重要的投资者组别如何影响市场稳定的问题。

在讨论工作人员关于养老金行业的分析时，执董们指出，养老基金的规模和预期增长凸显了它们在国际资本市场和金融稳定中日益增加的重要性和它们作为长期机构投资者的作用。执董们承认，国家养老金、工作单位的养老金计划以及个人储蓄计划在退休养老金中的作用在各国并不相同。工作单位的养老金计划中，设计良好的固定给付、固定缴款和混合计划都能够继续发挥作用，鼓励有效地为养老而储蓄。

2000年到2002年之间的市场下滑中，暴露了许多养老基金的脆弱性，不过最近资金保障比率部分回升，给决策者提供了采取措施鼓励改进风险管理做法和实行更稳定的供款战略的机会。执董们表示，雇主和政府已经更加明白老龄化给养老金造成的资金保障挑战和固定缴款养老金计划中的投资风险。他们强调有效沟通养老金面临的挑战和保证公众理解和支持养老金改革的政策重点至关重要。

鉴于通常认为资本正常情况下从资本充足的成熟市场流向资本稀缺的新兴市场的看法，执董

们讨论了新兴市场国家作为净资本输出国的问题。执董们指出, 2002-2004年期间新兴市场成为资本的净输出国, 这伴随着这些国家国际储备前所未有的增加。这又和它们实行以有竞争力的汇率为支持的、以出口为推动力的增长政策有关。关于国际储备处于何种水平是可取的, 执董们认为此建立一个一般基准具有挑战性, 因为各国的情况和脆弱性不同。执董们认为决策者应该继续探讨针对资本流动突然变化的其他自我保险方法, 包括通过金融部门改革和发展本地证券市场、改进国际储备管理的方法。

执董们呼吁新兴市场国家建立一个前后一致的强有力政策和改革的记录, 提高经过风险调整的收益, 以吸引稳定的资本流入。执董们还指出, 全球经常账户失衡的有序调整将促进一个有助于私人资本流向新兴市场的环境。

《全球金融稳定报告》, 2005年3月的讨论

在2005年3月份关于全球金融市场发展⁴的讨论中, 执董们对过去6个月期间金融体系进一步获得加强表示欢迎。此发展得益于稳健的全球经济增长和许多国家公司、金融和住户部门资产负债表继续改善。金融持续稳定的前景取决于世界经济前景继续看好以及越来越成熟的金融市场能够分散风险。然而, 较低的长期利率和信用利差可能掩盖了基本脆弱性, 可能会引致市场逆转, 对信用状况较差的国家和公司来说更是如此。由于金融机构的实力强劲, 这些风险被普遍视作可以管理的风险, 但执董们强调需要进行谨慎监督和实行及时的政策措施。

各大中央银行实行了日益透明的信息交流战略, 因此在成熟市场当前的利率紧缩周期中, 市场仍井然有序。由于全球仍然充裕的流动性和不断提高的信用质量, 成熟市场的债券收益率和金融市场波幅维持了较低水平。有助长期债券收益率维持较低水平的其他因素还有: 人们预期通货膨胀仍将得到控制; 公司对信贷的净需求不大;

4. 关于执董会讨论的主要内容, 见www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2005/01/pdf/annex.pdf; 报告全文可查阅www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2005/01/index.htm。

养老基金和寿险公司对长期债券的需求量不断增加等。更一般地, 在较低的短期利率激励下, 投资者为追逐收益, 运用了杠杆工具, 承担了更大的风险, 抬高了资产价值, 压缩了信用利差。

执董们指出, 成熟市场中企业资产负债表的改善和对收益的追逐, 助长了投资者承担更大的信用风险。这致使企业债券利差不断下降, 也许还降低了投资者的鉴别力。信用衍生产品市场增长便利了信用风险的交易和对冲。但是, 许多执董同时还认识到, 衍生产品市场的扩展可能会使一些投资者蒙受杠杆损失, 潜在的流动性问题可能会进一步加剧损失。

关于新兴金融市场, 充足的流动性和追逐收益以及许多新兴市场国家基本面的改善是驱动最近新兴金融市场动态的几大因素。新兴市场债务的利差降至接近历史最低水平, 投资者对新兴市场金融资产的兴趣大大增加。执董们普遍认为, 由于有利的金融市场环境, 并由于新兴市场借款人信用质量的进一步提高, 新兴市场仍将维持良好的融资前景。

关于风险, 执董们指出, 长期的高流动性和低波动率可能助长了一些投资者的自满情绪, 并认为通货膨胀的抑制和风险溢价的降低使得在资产定价方面已无多大的容错空间。在此背景下, 需要继续警觉长期市场利率陡升的风险。多数执董强调指出, 单一事件不会引发长期市场利率陡升, 但他们担心可能会发生若干事件或若干相关事件, 例如国际投资者可能会出于投资多样化考虑而减持美元资产, 进而带来对全球失衡进行无序调整的潜在风险, 另外, 尤其在石油以及其他初级商品价格上涨的情况下, 通货膨胀可能会意外上升。

执董们审议了旨在增强全球金融稳定性和减缓潜在风险的若干措施。尤其是, 需开展合作和采取可信的政策措施, 增强市场对全球失衡将稳步减缓的信心。在微观经济层面, 监管机构应对金融中介机构的风险状况和其受到突如其来的市场价格冲击影响的程度保持警觉。新兴市场国家当局应继续实行审慎的宏观经济政策, 减少融资需求, 同时利用目前有利的环境满足外部融资需求, 改善债务结构,

并推动发展本地金融市场。另外，为增强增长前景实行结构性改革仍是将债务与GDP的比率降至较可持续水平的一个关键途径。

执董们还讨论了金融部门向住户部门转移风险的影响以及新兴市场公司融资的趋势。各法律辖区住户部门资产负债表的演变趋势使住户部门受益良多，例如，在资本利得的拉动下，资产净值对收入比率大幅升高。同时，从银行和储蓄存款转为持有对市场较为敏感的资产也使住户部门面临更大的市场风险。计划中的对公共和私人退休福利进行的改革可能意味着，住户部门今后在管理其财务方面将会承担更大的责任。这类改革带来了好处，例如固定缴款的养老计划或混合养老计划的可携带性。不过，这些改革虽降低了一些风险，但也增加了住户部门对投资风险、市场风险以及也许更严峻的长寿风险的直接暴露程度。

执董们普遍认为，政府可以发挥作用，制定向住户部门阐述退休挑战的宣传战略，并与私人部门协调财务教育。执董们提到，应进一步努力改进住户部门数据的收集工作和这些数据的及时性和可比性，以便评估金融体系中金融风险流动情况，尤其是住户部门的风险状况。

在讨论工作人员关于新兴市场公司融资问题的研究报告时，执董们指出，不清楚国内银行向公司贷款额萎缩（中国和印度除外），是因外部融资需求减弱，还是因资金来源受制而造成的。但执董们呼吁新兴市场继续努力改进其体制，推动公司以适当条件获得股本资金。执董们认识到需要顾及国家具体的法律和体制状况以及市场发展阶段，同时认为需要缩短在公认的公司治理、披露和透明度原则的落实和实施上的差距。考虑到相对于国家而言公司在国际市场上的重要性增强，并考虑到市场环境一旦逆转可能会带来的风险，执董们认为评估公司部门金融脆弱性至关重要。

石油市场走势

鉴于油价的迅速攀升（2004年上涨幅度超过30%，2004年年底到2005年3月中旬这段期间里，又上涨了35%），执董会于2005年3月举行研讨会，

对市场走势进行了讨论。⁵从名义价格看，油价处于历史最高水平，但从实际价格看，还远低于70年代的最高水平。执董们普遍认为，尽管石油市场有其内在的不确定性，不过最近的一些价格上涨可能具有长期性。他们还广泛认为，在需求增长强劲和供应可能遭到干扰之际，目前空闲生产能力较少加大了价格进一步波动的风险。

许多执董认为，鉴于目前空闲生产能力较低和强劲的需求增长，需要扩大对新生产能力的投资。另一些执董则提到过去过度投资和价格过低问题，并称造成价格上涨的因素除了产能限制外，还有其他因素。执董们认为价格持续上涨将促进投资，但同时也指出，若干其他因素也影响了投资，例如初期投资成本高昂，回报期较长，难以预测长期价格，以及存在地缘政治风险等。一些执董称，该部门对外国投资有限的开放度可能也阻碍了进一步投资。执董们认为，各成员国应努力消除不当的投资障碍。他们还阐述了在仍存在结构刚性的炼油以及其他下游活动领域进行适当投资的重要性。

执董们广泛认为，最近油价上涨并未对全球经济造成过大影响，经济增长前景仍然看好。此外，他们指出，实际油价仍远低于历史峰值。执董们认为，对经济造成的影响较为有限的一部分原因是，许多经济体尤其是先进经济体石油生产和消费密集度持续降低，另外，宏观经济政策框架更有信誉。令执董们感到欣慰的是，迄今为止，许多进口石油的发展中国家通过调整、动用储备和外部融资等多种手段，应付了价格上涨问题，而并没有遇到过多的困难。但油价上涨对一些进口石油的发展中国家造成了相当严重的影响。在此背景下，执董们强调需要保持警惕，尤其是对价格进一步上涨保持警觉。

执董们建议，石油出口国应在对策中考虑到其目前的宏观经济状况、意外的石油收入占本国经济的比重、石油储备的规模、现有的流动性缓冲、外债和公共债务情况以及确定和落实妥善支出计划的能力等。他们鼓励石油出口国在油价前

5. 执董会讨论总结见公共信息通告第05/48号，网址：www.imf.org/external/np/sec/pn/2005/pn0548.htm。