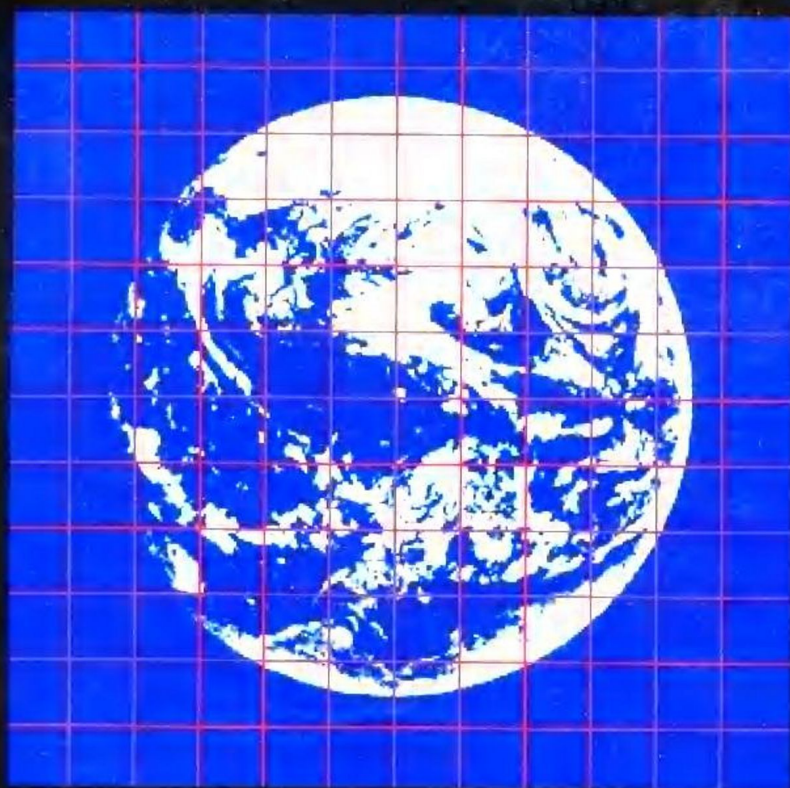


世 界 经 济 与 金 融 概 览

金融动荡与世界经济

世界经济展望

1998年10月



欧元
前景与挑战

中国金融出版社·北 京

国际货币基金组织·华盛顿

世界经济展望

1998 年 10 月

国际货币基金组织工作人员编写

翻译: 杨 芳 欧 洪 朱 隽 杨 静 刘争鸣
佟 焱 侯绍泽 曹 莉 李宁辉
审校: 宋建奇



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:潘 洁
责任印制:郝云山

图书在版编目(CIP)数据

世界经济展望:1998年10月/国际货币基金组织编. -北京:中国金融出版社,1999.4

书名原文:World Economic Outlook, October 1998

ISBN 7-5049-2081-9

I. 世…

II. 国…

III. 经济预测 - 世界

IV. F113.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 11142 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

经销:新华书店

印刷:北京汇元统一印刷厂

开本:889 毫米×1194 毫米 1/16

印张:16.5

字数:512 千

版次:1999 年 7 月第 1 版

印次:1999 年 7 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



假设和惯例

《世界经济展望》的预测基于以下假设。假设实际有效汇率为 1998 年 7 月 27 日—8 月 24 日的平均水平,欧洲汇率机制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(关于工业国家财政和货币政策的具体假设,请参见专栏 2.1);假设 1998 年石油的平均价格为每桶 13.28 美元,1999 年为每桶 14.51 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 1998 年和 1999 年平均都为 5.7%。当然,这些是工作假设而非预测数据,这些假设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 1998 年 9 月中旬所能得到的统计数据为基础。

《世界经济展望》中使用下述惯例:

…表示得不到数据或数据不适用;

—表示数据为零,或数据很小,可以忽略不计;

- 用于年或月之间(如 1997 年 - 1998 年或 1 月 - 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 100 万;万亿等于 1000 个 10 亿。

“基点”指的是一个百分点的 1/100(例如,25 个基点相当于一个百分点的 1/4)。

在数字和表格中,阴影部份表示国际货币基金工作人员的推测。

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籍法和国际惯例中所理解的领土实体。报告中使用的“国家”一词还指一些本身不是国家,但是单独编制统计数据的领土实体。

* * *

如查询《世界经济展望》的内容,包括对《世界经济展望》数据库的问题,或是索取更多的数据,请以邮件、电子邮件或电传方式(不接受电话查询)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)6236343



前言

《世界经济展望》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持续监督的组成部分。国际货币基金组织在 1980 年至 1983 年期间每年出版一期《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研究的成果,信息主要来自国际货币基金组织工作人员与成员国磋商获得的材料。这些磋商主要由国际货币基金组织的地区部会同政策制定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一致假设作出的。每期《世界经济展望》都要对最大经济体当中的约 50 个国家——其产出占世界总产出的 90%——的预测进行更新。就小型经济体而言,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基金组织资金是所作出的预测为依据;《世界经济展望》对这些国家的估算数字不断调整,以反映假设和全球经济环境的变化。

《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 Graham Hacche。

本期的主要撰稿人有 Francesco Caramazza, John H. Green, Staffan Gorne, Mark De Broeck, Donogh McDonald, Ramana Ramaswamy, Jahangir Aziz, Phillip Swagel, Ranil Salgado, 和 Cathy Wreight。其他撰稿人包括 Anthony Boote, Phillip Gerson, Sanjeev Gupta, Peter Heller, Kalpana Kochhar, Laura Kodres, Guy Meredith, Doris Ross, Blair Rourke, Christian Schiller, Steven Symansky, 和 Andrew Tweedie。财政事务部的财政分析处负责计算结构预算和财政刺激。Gretchen Gallik, Mandy Gemmati, Yutong li, 和 Anthony G. Turner 提供了研究助理工作。Allen Cobler, Nicholas Dopuch, Isabella Dymarskaia, Yasoma Yianarachchi, Olga Plagie, 和 Irim Siddipui 负责数据处理和计算机系统管理工作。Susan Duff, Caroline Bagworth, 和 Lisa Marie Scott-Hill 负责文字处理。对外关系部的 James McEuen 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工作人员提出的意见和建议,以及执董们在 1998 年 9 月 9 日和 11 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,不代表执董或其代表国家当局的意见。



目 录

假设和惯例	vii
前言	ix
第一章 当前危机的应对政策	1
金融市场的发展与风险	3
亚洲:有所倒退,但在解决危机方面取得进展	4
俄罗斯的金融和支付危机	6
其他新兴市场国家:减少薄弱环节	7
美国、加拿大和英国:寻求货币政策的平衡	12
欧元区:前景和政策挑战	13
系统问题	16
第二章 新兴市场危机和目前面临的其他问题	18
全球增长和通货膨胀展望	18
新兴市场经济危机:演变与蔓延	31
全球资金流量和经常项目差额预测	57
工业国家外汇与金融市场的发展	64
先进经济体的通货膨胀问题	67
发展中国家和转轨国家与增长和通货膨胀有关的问题	74
第三章 亚洲危机和该地区的长期增长实绩	80
东亚增长的源泉	80
投资的效率	81
政策和制度在促进高增长中所起的作用	85
变动环境下的东亚发展战略	98
为持续的复苏和增长奠定基础	100
第四章 日本的经济危机与政策选择	104
资产市场上的兴旺—衰落周期	105
对实际经济的影响	107
宏观经济政策的作用	109
结构政策的作用	116

第五章 欧元区面临的经济政策挑战及欧洲经济与货币联盟的外部影响	120
欧元区的经济政策	121
欧元区和世界经济	139

附 录 欧盟经济政策的制定和欧盟机构的监管	153
统计附录	156
假设	156
数据和惯例	156
国家分类	157
表格目录	167
产出(表 1 - 7)	169
通货膨胀(表 8 - 13)	180
财政政策(表 14 - 21)	188
对外贸易(表 22 - 26)	197
经常项目交易(表 27 - 32)	205
国际收支与对外融资(表 33 - 37)	217
外债和偿债情况(表 38 - 43)	228
资金流向(表 44)	238
中期基准方案(表 45 - 46)	243

专 栏

1.1 低收入国家减债计划的进展和重债穷国减债方案的实施状况	8
1.2 通过国际标准和良好行为准则加强国际货币体系	14
2.1 对部分先进经济体预测的政策假设	26
2.2 东亚危机国家的贸易调整	34
2.3 货币政策在对付货币危机方面的作用	38
2.4 亚洲危机:社会成本与缓解危机的政策	46
2.5 亚洲危机国家的财政状况;经济环境变化的影响与政策措施	50
3.1 东亚经济体的人口老龄化对政府预算和储蓄率的影响	96
3.2 危机国家结构改革概况	103
4.1 日本的流动性陷阱	114
5.1 泰勒规则作为欧洲中央银行货币政策指导原则的作用如何?	128
5.2 从《稳定与增长公约》和长期财政政策需要看中中期财政政策导向	132
5.3 欧元区的结构刚性	136
5.4 欧元的内部和外部兑换率的确定	142

表 格

2.1	《世界经济展望》预测概览	19
2.2	先进经济体:实际国内生产总值、消费物价和失业率	24
2.3	主要工业国家:一般政府财政收支和债务状况	28
2.4	部分发展中国家:实际国内生产总值和消费物价	30
2.5	转轨国家:实际国内生产总值和消费物价	31
2.6	若干亚洲经济体:宏观经济指标	36
2.7	亚洲危机国家经济复苏的基准轨迹	44
2.8	俄罗斯和乌克兰:若干宏观经济指标	53
2.9	发展中国家、转轨经济国家和亚洲新兴工业经济体:净资本流动	58
2.10	新兴市场经济体的私人融资总额	59
2.11	经常项目预测概览	61
2.12	若干经济体:经常项目头寸	62
2.13	双边和多边汇率近期的变化	63
2.14	美国:经济指标	68
2.15	若干先进经济体:1997 年失业率	70
2.16	若干国家:资产价格变化	73
2.17	主要石油输出发展中国家:石油价格下跌对预算的影响	75
2.18	中东和非洲国家:增长、通货膨胀和财政余额	76
3.1	若干经济体:经济增长的源泉	82
3.2	若干东亚经济体:对总的要素生产率增长的预计	83
3.3	若干经济体:投资和国内生产总值的比率	86
3.4	若干经济体:私人储蓄的构成	88
3.5	若干经济体:净私人资本流动	89
3.6	若干经济体:金融体系的结构	90
3.7	若干经济体:广义货币(M ₂)	91
3.8	若干经济体:私人部门信贷	91
3.9	若干经济体:生产性企业的债务股权比率	92
3.10	部分东亚经济体:银行部门的问题	94
3.11	部分经济体:宏观经济指标	99
3.12	东盟四国和韩国:宏观经济发展变化和债务变动情况	102
4.1	日本:分解的增长成分	109
4.2	日本:主要经济刺激一揽子规划概述	112
5.1	欧元区和若干国家:1996 年贸易联系	139
5.2	欧元区产出提高 1% 对若干发展中国家的影响	148
5.3	若干国家:汇率制度	149
5.4	非洲法郎区国家的债务	150
5.5	若干国家:外债和按币种分类的长期债务比重	151

图

1.1	世界工业生产	1
1.2	世界产出和通货膨胀	2
2.1	部分欧盟国家、日本和美国:消费者和工商业信心	20
2.2	石油和非燃料商品价格	21
2.3	部分先进经济体:通货膨胀	22
2.4	先进经济体:通货膨胀和商品价格	23
2.5	主要工业国家:产出缺口	25
2.6	若干欧洲国家:实际国内总需求	25
2.7	主要工业国家:货币状况指数	29
2.8	若干新兴市场经济体:对美元的汇率	32
2.9	若干新兴市场经济体:股票价格	33
2.10	若干东亚经济体:失业	37
2.11	若干新兴市场经济体:短期利率	42
2.12	墨西哥和若干亚洲经济体:危机期间私人部门的 实际信贷增长	43
2.13	发展中国家:股票价格	45
2.14	俄罗斯:货币与金融市场发展	54
2.15	新兴市场:债券利差	60
2.16	主要工业国家:有效汇率	65
2.17	主要工业国家:名义利率	66
2.18	先进经济体:资产价格	67
2.19	美国:实际和预计的通货膨胀率	69
2.20	若干先进经济体:失业率	70
2.21	若干先进经济体:劳动参加率	71
2.22	若干先进经济体:就业情况	72
2.23	若干商品的价格	77
2.24	若干转轨国家:通货膨胀	78
3.1	若干经济体:投资效率	84
3.2	若干经济体:累计资本产出比率	85
3.3	若干经济体:股票市场资本化程度	93
3.4	部分经济体:商品出口增长率	95
3.5	部分国家分组:占世界出口、进口和产出的比重	95
3.6	部分国家:出口产品的目的地	98
3.7	东盟四国和韩国:1997年末的债务存量	101
4.1	若干主要工业国家:产出增长与失业	104
4.2	若干国家:股票价格与房地产价格	105
4.3	日本:股票市场指标	106
4.4	若干国家:个人储蓄率	107

4.5	日本:企业资本与产出之比和国内生产总值组成成分	108
4.6	日本:利率与货币状况指标	110
4.7	日本:财政指标	113
4.8	日本:信贷增长、短期经济调查和破产情况	118
5.1	欧元区和世界经济:相对规模指标	120
5.2	欧元区:国内生产总值增长和需求构成	121
5.3	欧元区:广义政府财政余额和通货膨胀	122
5.4	欧元区:实际汇率和利率	123
5.5	欧元区:产出缺口、就业和失业	124
5.6	欧元区:通货膨胀	125
5.7	欧元区和美国:资产价格	126
5.8	欧元区的广义货币存量、德国收益曲线斜率、德国 远期利率	127
5.9	欧元区:财政趋势	130
5.10	欧元区:1997-1998年结构财政余额和产出缺口	134
5.11	欧元区:1996年的就业和失业	135
5.12	欧洲货币单位、德国马克与美元的汇率:即期汇率和 远期汇率,1998年8月31日	141

1992-1998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



第一章

当前危机的应对政策

近几个月来,随着许多亚洲新兴市场经济体和日本经济进一步衰退,以及俄罗斯金融危机引起的对债务拖欠的忧虑,国际经济和金融状况显著恶化。由此产生的负面影响已波及到世界股票市场和新兴市场的利差,一些货币的压力加剧,同时,本已相当疲软的初级产品价格再度下跌。到目前为止,尽管危机对北美和欧洲工业国家经济活动的影响不大,但也开始显现出来,工业部门尤其明显(图 1.1.)。当前对世界经济增长的预期为 2%,这一数字不仅比 1998 年 5 月《世界经济展望》的预测整整低了 1 个百分点,而且低于趋势增长率。1999 年出现明显改善的可能性已经减小,而衰退更加深入、更广、持续时间更长的风险则增加了。

* * *

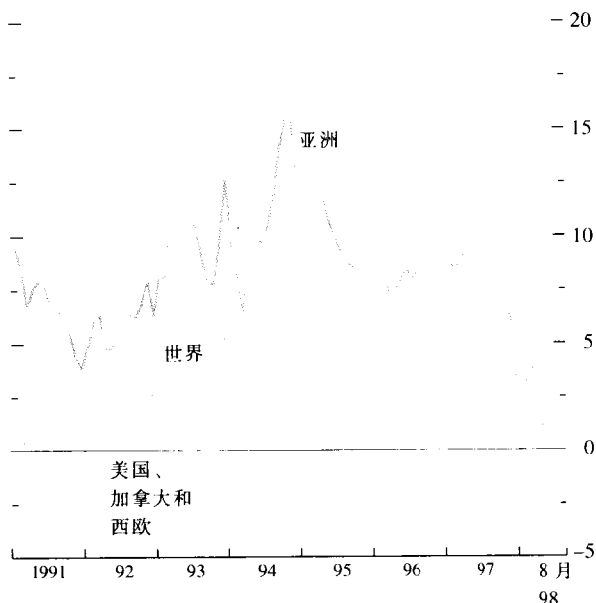
处于亚洲危机核心的国家中,韩国和泰国信心正在恢复,在启动经济复苏方面取得了令人鼓舞的进展。当然,要使经济全面振兴,包括对外部门的复兴还存在相当的难度。印度尼西亚的情况仍然相当困难。马来西亚重新实施对外支付的管制,试图将本国经济与该地区的危机隔离开来。尽管日本实施了大量财政刺激措施,为处理银行部门问题进行了诸多努力,但估计 1999 年仅有小幅恢复,同时仍面临着衰退的风险。中国的增长速度减缓,人民币和港元的压力显著。

俄罗斯单方面的债务重组,以及由此引起的危机进一步蔓延,使当前的危机扩展到大多数新兴市场经济体乃至全球的股票市场。关键的问题在于,面临这类冲击,金融市场往往呈现出恐慌和盲目从众,而对经济基本要素的强弱不加区别。在市场情绪极度乐观时也同样会产生这种盲目情绪。最近,除中东欧国家外,利差都急剧加大,乃至形成尖峰,表明资本流入新兴市场经济体的速度减缓,其中拉美国家尤其明显。应对政策有助于恢复信心,但即使采取了相应措施,经济增长仍趋减缓。为适应资

图 1.1. 世界工业生产¹

资料来源:WEFA 公司,经合组织,国际货币基金组织,《国际金融统计》。

世界范围的工业增长减缓在亚洲地区最为明显,但北美和欧洲也受到影响。

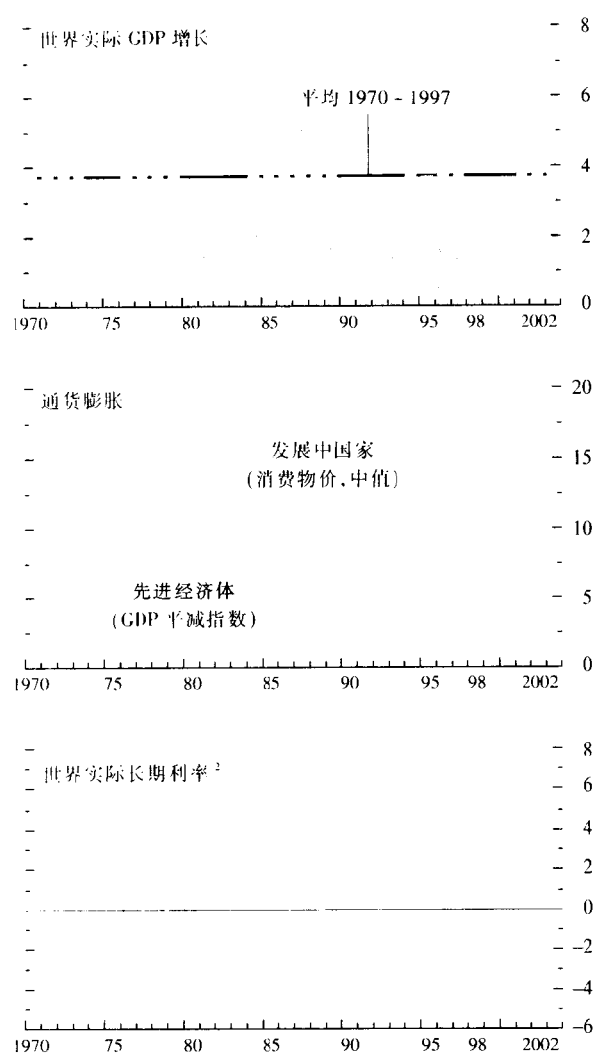


资料来源:WEFA 公司,经合组织,国际货币基金组织,《国际金融统计》。

1 包括占世界产出 75% 的 30 个发达及新兴市场经济体的数据。世界产出总值的统计中有 5 个新兴市场国家(阿根廷、巴西、智利、匈牙利、墨西哥)不包括在两项分地区统计中。

图 1.2 世界实际 GDP 增长、通货膨胀和利率

亚洲危机导致 25 年来第四次全球经济减缓。



1 阴影部分为国际货币基金组织工作人员的预测。除另行说明外,总量以购买力平价加权汇总。

2 美国、日本、德国、法国、意大利、英国、加拿大 10 年期(或最接近期限)政府债券回报率减去通货膨胀率,经 GDP 加权。不包括意大利 1972 年以前的数字。

本流入的减少,这些经济体对自身进行了调整,其贸易收支随之会明显改善,同时亚洲危机国家继续进行贸易调整,两相作用,对世界其他地区意味着又一次冲击,首当其冲的是美国和欧共体以及许多出口初级产品的发展中国家。

近期的前景仍存在相当的不确定性。国际货币基金组织修正后的预测(表 2.1)是基于这样的前提——随着关键改革措施的实施,亚洲危机经济体的信心将在 1998 年及 1999 年逐步恢复。这些国家金融市场的压力继续减轻并保持新近实现的较宽松的利率环境,这将促进由于对外部门竞争力加强而产生的经济活跃态势。在这种情况下,亚洲经济可望在 1999 年下半年呈现全面复苏。关键的前提是日本按计划实施财政刺激措施,并对银行部门实行改革,加强信心,为经济复苏奠定基础。这种情况的出现还有赖于以下条件,即新兴市场利差将逐渐缩小,流向拉美、中欧、东欧、中东和非洲的资本有所恢复,即使不能达到近年来的高水平,至少不至于引起支付危机。对未来的欧元区而言,复苏的力度有望持续下去,预计美国经济会出现“软着陆”,增长会明显减缓,但不会陷入衰退。由此产生的世界经济增长减缓与此前二十五年间出现的减缓程度相当(图 1.2.)。这一“基准假设”的特点在于 1999 年全球经济将逐渐复苏,2000 年将恢复趋势增长。然而,任何风险都会对这个预测产生负面影响。

勿庸讳言,比这一预测糟糕得多的结果是完全可能产生的。出现更广泛、更深入的经济滑坡的可能性源于多种相互关联的风险,这些风险使当前的经济状况异常脆弱。其中很多风险关系到国际资本市场的动向,包括国际投资者和银行长期回避新兴市场的风险,普遍的融资困难,国际支付所面临的威胁及其对贸易的干扰,股票市场和其他资产价格的进一步下跌引起金融财富的损失和全球消费和投资的萎缩。

为了应付全球经济恶化的现状和前景,需要进行政策调整,以恢复信心。考虑到日本在世界经济中的重要性,特别是它在亚洲举足轻重的地位,日本采取果断措施解决银行业问题,保证自身持续复苏是问题的关键。处于经济衰退中的亚洲新兴市场经济体则需要义无反顾地着手弥补在危机中暴露出来的政策和体制上的薄弱环节,包括进行金融和企业

部门改革。俄罗斯需要重建货币约束机制,实现财政的效力,改革银行体系并恢复与外部债权人的关系。其他处于压力之下的新兴市场国家,则需要着力处理核心问题及薄弱的根源。国际社会需要通过多边和双边的资金援助支持有力的政策措施。美国和未来的欧元区应适时考虑适当放松货币政策,这既有助于抵销外部环境恶化对国内经济活动的影响,也有助于恢复全球金融市场的冷静。就所有国家而言,尤为重要,如此艰难的外部环境不会引发保护性的汇率和贸易行为,进而在国际上产生不良的后果,也不应采取关闭市场的措施,从而威胁到各国长期的经济发展前景。

当前的危机再次强调了改善国际金融体系运行机制的必要性,这样才能使各国能够安全地进入国际资本市场,投资者能够对风险有更充分认识,并在此基础上合理地分散其投资。这要求付出更多的努力,加强债务国和债权国金融机构的活力,增加各个国家、企业和金融机构财务健康状况的透明度,并培养一个在市场动荡中仍不失现实的风险定价机制。还要求采取更有效的手段保证债务国在处理债权人合法权益时能承担责任,债权人则在债务不得不重组时采取建设性的参与态度,债务人、债权人和国际社会应寻求更有效合作的途径,避免在情势紧张时出现实际拖欠或准拖欠。

金融市场的发展与风险

自1997年初以来,新兴市场遭遇了几轮压力浪潮的冲击,其根源主要来自亚洲。到了8月,俄罗斯步其后尘,成为新的传染源。卢布的贬值和俄罗斯债务重组引起了市场的消极反应,这种情绪迅速蔓延到其他新兴市场国家,风险升水急速上升,投资者纷纷转向高质量市场,并为满足保证金要求大量抛售资产,因而加剧了外汇市场的压力。新兴市场平均利差达到了1995年初墨西哥危机巅峰以来的最高水平。短期利率上扬,部分原因是为消除外汇市场的压力而采取的应对政策。

在最近这次恐慌消退后的一段时间,新兴市场国家的对外借款成本仍会明显高于1996-1998年的水平,这些国家得到国际融资的机会也大大减少了。据1998年5月《世界经济展望》预测,流入新兴

市场的私人净资本不足1996年的一半,但将在1999年有所回升。而目前的预测认为,1998年该指标的下降幅度更大,将达到1990年以来的最低值,且1999年仍将保持低迷。亚洲危机之初,拉丁美洲曾继续获得较多的私人资本流入,目前看来,俄罗斯危机之后市场情绪极度恶化,拉美深受其害。现实的风险在于当前的恐慌可能在短期内不会消退,这就意味着许多经济体将出现大量的资本净流出,正如亚洲危机国家已经经历的那样。此前出现的大幅度的回报率差反映了市场参与者的惶恐,这种现象可能会愈演愈烈,进而长期干扰国际资本的流动,严重影响贸易和生产活动。这种风险可以抑制,也必须得到抑制。

全球性的资本流向高质量资产,反映在工业国家,表现为公共部门债券长期利率的进一步下滑,甚至达到了三十多年来从未出现的低水平。俄罗斯危机使投资者降低了对增长和利润的预期,转而投资到低风险资产。到9月中旬,美国股票市场价格比7月中旬的高峰下跌了约15%。在主要欧洲国家,股票价格与大约同样出现在7月份的高峰相比,平均下跌的幅度超过了20%。考虑到此前股票价格的飙升并不完全以收益前景为基础,从某种意义上说,这次市场调整是有道理的。但正如股票价格升势可能一度过激,金融市场的动荡使投资者过于规避风险,也可能引发对最近事件反应过激。如果工业国家股票市场再度发生大幅度的调整,很可能蔓延到亚洲和其他新兴市场国家已然不景气的股票市场,进而再度动摇经济复苏的信心和前景。

当前危机引起的调整过程,使主要工业国家经常项目的不平衡幅度加大,也可能影响金融市场。到目前为止,亚洲新兴市场经济体贸易收支的改善大量被美国消化了,而日本由于国内经济和日元的疲软,对外盈余进一步扩大,欧元区对外收支仍保持了大幅顺差。虽然针对最近一轮动荡的调整,在美国和欧元区之间的分配更为均衡,但大额的不平衡仍将持续。中期来看,这些不平衡难以持续,因而引起了对主要货币间汇率变化前景的关注,人们特别担心的是美元的下调和日元及欧元的上调会过于突然。因此,这三大货币区在未来的一段时间应保持国内政策的协调性,并在未来的几年中逐步削减外部不平衡,尽量减少汇率过度波动的风险。

亚洲：有所倒退，但在解决危机方面取得进展

自1998年5月《世界经济展望》定稿后，在化解亚洲危机的过程中出现明显倒退，致使一些国家在实施纠偏政策和稳定汇率方面取得的进展黯然失色。

纵观这些倒退，首先，近几个月出现的数据表明，亚洲经济出现的萎缩比此前预想的要严重得多。直接的原因包括由于失去信心，消费和投资的降幅超过预期，该地区资产价格的普遍下跌，沉重的企业债务负担，资本流向的逆转减少了融资渠道，使很多公司难以为继。国内需求下降又加剧了地区内贸易的缩减，进一步削弱了危机中心国家本身以及与危机国家处于同一地区贸易伙伴的经济活力。当前危机除了具有相互反馈的紧缩效应外，其超乎预想的严重程度表明，危机国家结构上的脆弱可能比想象的更为严重(第三章)。

由于日本经济的规模以及与本地区贸易和金融上的往来，日本经济举足轻重，同时日元扮演着重要角色，日本出现严重的经济衰弱影响深远。特别是5月和6月上旬日元再度疲软，对其他亚洲国家货币形成贬值压力，股票市场再度下跌。日本解决银行部门的问题没有取得令人宽慰的进展，对私人部门需求出乎预料的疲软缺乏及时的应对措施，加剧了信心的丧失。

5月、6月，引起亚洲危机缓解过程倒退的另一因素是印度尼西亚拖延实施稳定和改革政策，这部分是因政治不稳定导致5月下旬政府更替引起的。印度尼西亚政治不稳定还引起了到目前为止亚洲危机经济体中最严重的货币贬值。

9月初马来西亚实施货币和资本管制，最终可能阻碍该国经济复苏和未来的发展潜力，同时由于投资者极其担心其他地区会采取类似行动，马来西亚的这一举措也对其他新兴市场经济体构成威胁。

尽管出现了这些倒退，同时还应看到自1998年初以来取得的一系列重大成就：

- 所有危机经济体的汇率都较谷底时期有所增强，大多数情况下，1月份各国达到汇率谷底。印度尼西亚卢比贬值幅度仍相当大，但与6月份的谷底

相比已有相当大的改观。中国和中国香港特别行政区都成功地坚持了其汇率政策，亦令人鼓舞。

- 自1月份货币压力减轻以来，韩国和泰国以及菲律宾的利率显著下降。
- 特别是韩国和泰国在稳定宏观经济方面取得了重大进展，并开始实施结构性改革，包括金融体系和企业债务重组等关键领域的改革。在印度尼西亚，6月下旬以来，经修定的政策规划基本上按计划得到了实施，并取得了一些积极的效果。
- 在大多数情况下，由货币贬值而产生的通货膨胀率都显著回落，这一点是出乎意料的，反映了亚洲经济体在需求极度疲软、货币政策坚实、商品价格疲软的情况下，工资和价格的灵活性。
- 价格竞争优势明显增强，经常项目收支状况迅速大幅度改善，加之需求和进口的压缩，都有助于加强本币。目前，预计1998年印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、泰国经常项目顺差总额可达570亿美元，而1996年和1997年则呈逆差，总额分别为540亿美元和240亿美元。

亚洲金融稳定和经济复苏的前景仍然取决于政策，在经济复苏中，财政政策、货币政策、金融和企业部门重组以及其他结构性改革，根据各国情况不同而发挥各自相应的作用。国际金融界正向处于危机中心的国家提供必要的帮助，其中包括私人部门债权人通过债务重组所作的努力。

危机国家要恢复可持续的强劲增长，显然需要进行彻底的经济、金融和机构改革。特别需要采取较为严格的谨慎法规，并保证得到实施，以加强企业的管理，抵制以关系为基础的金融和业务往来，这种往来在不谨慎的借贷行为中起了相当大的作用，而危机的产生正是以此为特征的。如果这些问题得以解决，危机国家应当能够取得相当快的经济增长速度，虽然资本积累的速度有所减缓，但更为可持续，一旦该地区恢复了追赶成熟工业国家的进程，其生产率增长将更为强劲。

作为世界第二大发达经济体以及东盟四国（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国）和韩国约1/6的出口市场，日本对亚洲经济复苏负有特殊的责任，应确保国内需求恢复坚实的增长。自1997年初以来，日本国内消费显著下降，部分原因是由于1997

年财政紧缩措施过于急迫,但更为重要的也许还应当归之于金融系统持续的压力,及其对信贷紧张程度以及企业和消费者信心的影响(第四章)。当局已在财政、货币、金融部门和其他结构改革领域采取了措施,期望能复苏经济,但在政策的制定和实施中仍存在缺陷。

在财政领域,4月宣布了一揽子刺激政策,其中包括预计相当于国内生产总值2.5%的措施,这一举措应有助于保证国内需求和经济活动于1998年下半年有所恢复。8月,新政府宣布了新的财政措施,其中包括减税,预计将对1999年全年构成新的轻度刺激。但根据目前的计划,将于1999年下半年开始取消刺激措施,这样看来,很可能需要采取新的扩张性措施,以便继续促进经济活动,直至复苏站稳脚跟。考虑到负面的风险,宜尽早宣布这类措施。虽然扩张性的财政政策会增加公共债务负担,而且从中期看,这仍是个有待解决的重要问题,但考虑到极低的利率水平,对偿债成本构成的影响不大。

货币政策方面,由于物价基本稳定和需求的极度疲软,当局继续保持了宽松的货币环境,包括通过1997年下半年和1998年上半年针对几家金融机构倒闭而进行的市场操作,加速基础货币的增长。9月上旬,日本银行将其操作目标——隔夜贷款利率从此前平均约0.45%的水平降到0.25%,官方贴现率则维持在0.5%。这一举措是恰当的,特别是在经济状况进一步恶化,日元从极疲软的状态有所回升的背景下。目前再度降低利率水平的空间几乎不存在,过度的货币扩张又有可能引起日元再度贬值,因而加剧该地区金融动荡的风险。因此,任何新的刺激政策都应来自财政方面。

解决困扰着金融部门的坏账问题是实现经济持续恢复的基础。近几个月来,宣布了一系列重要而喜人的主张,但问题贷款如何处理,必要的核心银行系统补充资本和改组是否会及时、果断地进行,仍是有待回答的问题。坏账问题的程度应迅速得到认定并提留准备金,这要求新成立的金融监督厅积极贯彻坏账的自我评估机制。为此,应确保这一新机构的独立性和人力、财力的充足。应想办法确保适当的激励机制,着力处理问题资产,包括通过债务重组和企业清盘。最近有关建立过渡银行和授权政府对有问题的银行实行国有化的立法提案,为有序处理

倒闭机构提供了潜在的有价值的手段,并控制资产价值的进一步损失和对信贷关系的破坏。但应注意的是,公共资金应有效地使用,持股人应对损失承担适当的责任。应尽快确认不良资产,新贷款严格按商业标准提供。私人部门如有意购买过渡银行或经国有化的银行也应尽快得到确认。当局已动用了公共资金支撑存款保险体系,并向有偿付能力的银行注入资本,但这些资金的使用有限,并未有效地促进结构改革的实施。为核心银行体系补充资本是政府的当务之急,需要注入公共资金,同时实行强有力的改组计划。

在结构改革的其他领域,已宣布的放松管制的动议将有助于进行结构改革,但在很多领域还需要一个更为激进的手段,以应付经济全球化和人口老龄化的挑战,培养新的经济活力。“大震荡”式的金融改革,将会促进金融部门的长期结构改革,对恢复长期的经济稳定健康具有关键的作用。但考虑到艰难的经济环境,应认真管理金融放松管制的过程,加强监管结构,以抑制在更宽松的金融系统中可能出现的潜在风险。应继续推进房地产业和通讯业的进一步放开,劳动力市场和破产法的改革,同时加快削减非贸易关税壁垒有助于提高生产力。

韩国和泰国,应坚定不移地贯彻由国际货币基金组织、世界银行和其他官方资金支持的政策规划,巩固其在稳定经济方面已取得的成果,并尽快转化为增长。只要两国全面实施既定政策,经济活动均有望在1999年内开始有所回升。两国由政策决定的利率已显著下降,甚至恢复到了危机前的水平,但仍需实施谨慎的货币政策,以保持外汇市场的稳定,防止通货膨胀再度抬头。贷款利率的回落较为缓慢,但很有可能会在今后一段时间进一步下降,支持经济的复苏。为应付衰退的恶化,并考虑到加强社会安全网和为金融重组提供资金,财政赤字有适度的增加。

韩国和泰国在巩固金融系统、重组公司部门、果断地解决企业债务问题的政策是关键性的措施。目前已取得了显著的成就,特别值得一提的是韩国正在进行的加强银行系统的努力和泰国8月份宣布的旨在进一步加强银行系统为之注资的一揽子规划,以银行企业债务重组为条件,为金融机构注资提供公共资金。泰国处理56家关闭的财务公司进展得也较为顺利。但在这两个国家,处理这些领域的问题

相当复杂,问题的解决需要时间。

5月和6月上旬,由于印度尼西亚政局恶化,投资者信心骤跌,货币大幅贬值、金融系统和流通体系崩溃,其后印尼就已经开始着手恢复金融稳定。在国际货币基金组织支持下,6月下旬实施了经修定的政策规划,预计1998/99年的财政赤字占国内生产总值的8.5%,由海外援助提供。这反映了经济危机的深入程度,以及社会安全网相应开支的增加。面临的任务是艰巨的,包括重振金融系统,恢复信心以扭转资本外逃,重组企业部门,修复流通体系和市场机制,这要求跨越几个政策领域,采取大胆的措施。关于企业债务重组,政府最近宣布的“雅加达协议”是充满希望的进展。稻米的情况引起特别的关注,目前政府增加了进口,扩大公开市场的销售,并大幅度扩展了向贫困家庭以补贴价格出售稻米的计划。经济状况仍相当脆弱,但假设目前的规划按计划得以实施,产出有望在1999年内走出谷底。

马来西亚的短期外债负担较小,情况比其他危机国家强。当局对情况恶化的反应包括转变了此前财政紧缩的态势,加上对私人部门信贷的刺激。此外,9月上旬,为了支持林吉特与美元重新挂钩,实施了外汇和资本管制。这些政策对投资信心产生了负面的影响。这些政策是否会改善近期的经济复苏前景仍有待观察,但无论如何,它们不能取代强有力的改革和稳定措施。由于仍然缺乏连贯的策略来解决银行和企业部门长期结构问题。在经济严重不景气的情况下,金融部门的脆弱继续对经济构成严重威胁。

同样,菲律宾的银行和企业部门的压力不断上升,应坚决贯彻改革公共融资、加强银行系统的计划,减少经济的薄弱环节。

人民币和港元的稳定,成为该地区至关重要的基石。但这两种货币都曾受到相当大的压力。由于外部需求疲软,过去的过度建设和大量库存积压需要消化,严重的洪灾,中国今年的增长会明显下降,失业问题越来越严重。近几个月来进一步降低利率以及相当于国内生产总值2.5%的财政扩张,将会在未来一段时间对经济活动起到有力的支撑作用,但重要的是这一规划应根据情况认真制定,以确保增长的质量不受影响。在相对封闭的资本项目的背景下,国际收支状况和外汇储备继续呈强势,这会有助于保持人民币目前的币值。增长减缓突出了加快

结构改革的重要性,特别是金融和公共部门企业的改革。

中国香港特别行政区经济活动所受到的影响要严重得多,反映出该经济体较高的开放程度,同时也是此前资产价格大幅上扬的逆转以及为保持汇率的稳定而提高利率的结果。财政政策适当地放松。8月中旬,当局开始干预股票市场,以抵御投机压力。干预于8月底适时地告一段落,同时采取了措施打击证券市场和期货市场的投机行为。此外,9月上旬,采取了技术性措施缓冲暂时性的市场压力所造成的利率波动,并加强货币局制安排。工资和价格的灵活性以及银行系统的实力,加之信心的逐渐恢复,应有助于控制萎缩、促进复苏。

新加坡和中国台湾省受地区动荡的冲击相对较小,反映出这两个经济体强健的宏观经济状况和稳健的银行系统。新加坡6月下旬采取了财政刺激措施,应有助于防止经济出现年度萎缩。

由于外部环境的恶化以及信心的消弱,澳大利亚和新西兰,特别是后者的增长减缓。大额的经常项目逆差——预计1998年两国逆差分别占国内生产总值的5%和6.5%——突出了保持谨慎财政政策的必要性。澳大利亚比计划提前一年,于1997/98年度实现了财政盈余,意味着公共融资显著改善的同时,预计经常项目逆差反而有所增长。两国的通货膨胀压力均得到控制,使货币政策得以实行大幅度的贬值,既支持了经济活动,又有利于改善对外收支。

近几个月来,印度汇率和股票市场低迷,这不仅是亚洲危机的反应,而且表明对于5月份核试验后受到经济制裁的担忧,以及对6月份预算中十分有限的财政调整和改革的关注。为了恢复投资者信心,抑制宏观经济稳定的风险,强化增长的前景,需要继续采取行动,控制公共部门赤字,并进行广泛的结构改革。由于经济制裁及其外部和国内金融状况的薄弱,加之结构改革未能如期完成,巴基斯坦面临着更为严峻的挑战。

俄罗斯的金融和支付危机

8月,俄罗斯继亚洲之后成为全球金融市场压力的核心。8月17日俄罗斯政府宣布了紧急措施——其中包括卢布实际贬值,却没有相应的宏观

经济政策作为后盾;单方面的卢布公共债务重组;以及 90 天暂停偿付外债。这些措施引起金融市场新一轮的恐慌,不仅是对俄罗斯宏观经济稳定的担忧,而且还担心其他新兴市场国家出现拖欠,将危机控制在亚洲范围以内的愿望成为泡影,信心再次受挫。

俄罗斯危机的直接原因是金融市场对其财政状况和国际支付能力的信心逐渐丧失殆尽,导致国际储备的损失,到期的财政债券难以延展。为保护卢布,利率大幅度上升,这也反映了金融市场的担忧。政府于六、七月间宣布的强化政策以及来自于国际货币基金组织、世界银行和日本的巨额一揽子资金援助只起到了暂时缓解的作用。主要原因是市场担心政府承诺的措施难以落实,特别是杜马否决了其中一些关键措施后。此外,由于资产价格进一步下跌,保证金头寸不足,银行部门的问题愈显严重。

虽然外部环境殃及了俄罗斯,包括亚洲危机和与此相关的能源价格的疲软,但自身国内政策的缺陷更为重要。特别是多年来的财政失控,使公共债务和偿债水平难以为继。财政问题则源于税制改革的失利、作为欠税文化组成部分的税收困难,在重要领域缺乏对支出的约束,结构改革迟缓,包括对企业的改革和法制改革,这些因素在更广泛的范围内对经济状况产生了负面影响。

在危机初期,仍需进行有效的稳定和改革措施,但当时采取的紧急措施,包括卢布债务的实际拖欠,以及随之而来的政局不稳和放松货币政策,使面临的挑战更为严峻。特别是由于丧失了进入金融市场的机会,卢布的贬值,经济体制受到冲击以及经济萎缩的可能性,银行重组的估算成本不断上升,使财政状况进一步恶化,通货膨胀迅猛抬头的风险摧毁了信心,此时急需恢复宏观经济的稳定。为化解危机,并将俄罗斯纳入经济复苏和可持续发展的轨道,新的政府应坚定信念,加强税收,紧缩信贷政策,改革银行系统,恢复与外部债权人关系,在众多领域进行改革,同时也需要国会的支持。外部资金的支持、经济状况何时能得到扭转以及经济复苏的力度,都将取决于所采取措施的强度。

其他新兴市场国家:减少薄弱环节

在过去一年中,很多发展中国家和转轨国家的

金融市场都感受到先后来自亚洲和俄罗斯的压力,本币走弱,股票市场骤跌。流向新兴市场国家的资本减少,收益率差加大,对亚洲的出口下降、其他币种贬值导致的竞争力降低以及商品价格下跌都构成传导机制的一部分。很多国家加强了宏观经济政策,维护金融市场的信心,这些政策对短期经济增长一般具有负面的作用,但从长期看是有益的。那些经济基本要素稳定的国家,包括众多近年来通过实行调整和改革政策经济状况已有所改善的国家,面对危机国家的影响,表现出较强的抵抗力。尽管如此,私人投资者有时并未根据各国的具体情况区别对待,对这些国家表现出青睐。

直到 8 月份俄罗斯危机爆发前,西半球大多数发展中国家应对金融市场动荡的措施还是相当得力的,主要原因是在过去的十年中,该地区加强了经济政策,并采取了一系列措施,包括提高利率,保持汇率,以及紧缩财政政策。因此资本流入保持了相当高的水平,增长前景只受到轻微影响。委内瑞拉和智利,在某种程度上还包括墨西哥,比其他国家受到的影响更为严重,部分要归咎于商品价格的下跌。俄罗斯危机爆发后,多数地区金融市场的压力加剧,明显地反映出对货币贬值和债务拖欠的担心。为了缓解这些忧虑,有些国家需要采取措施,加强并维护宏观经济的稳定,保持汇率政策的信誉,同时继续进行结构改革。

委内瑞拉的经济增长受 1997 年危机打击最大,部分原因是由于它对石油的依赖。委内瑞拉于 1997 年放松了宏观政策,而要达到宏观经济的稳定,重要的是要顺应潮流,采取紧缩的政策。委内瑞拉还有一个有待实施的结构改革计划,旨在恢复经济持续增长、促进经济结构多元化。亚洲危机对智利的国际收支也产生了重要的影响,反映出亚洲市场对智利的重要性,亚洲占其出口的约 1/3,同时它对初级产品的依赖程度相当高。智利稳健的宏观经济要素和结构要素有助于进行所需的调整。私人部门需求增长减缓,9 月下旬,当局宣布将采取措施,把 1999 年公共开支的增长控制在低于国内生产总值预期增长率的一个百分点以内。由于目前国内外经济状况的不确定性,应密切监视事态的发展,并随时关注是否需要采取新的政策措施。9 月上旬,取消了限制短期资本流入的准备金的规定,鼓励资本的流