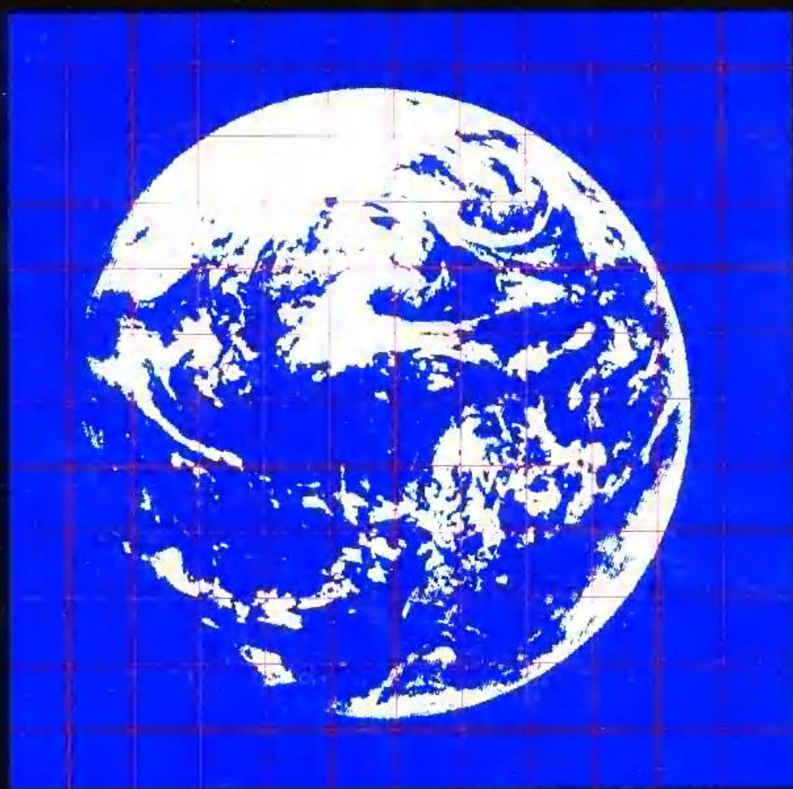


世界经济与金融概览

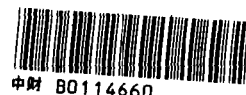
金融动荡与世界经济

《世界经济展望》与《国际资本市场》中期评估报告

1998 年 12 月



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》与《国际资本市场》中期评估报告

(1998 年 12 月)

国际货币基金组织工作人员概览

康以同 仲雨虹 王忠 译



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 璐
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》与《国际资本市场》中期评估报告:1998年12月/国际货币基金组织编;康以同等译. -北京:中国金融出版社,1999.5

书名原文:World Economic Outlook and International Capital Markets Interim Assessment December 1998

ISBN 7-5049-2080-0

I. 世…

II. ①国… ②康…

III. ①经济预测 - 世界 ②资本市场 - 市场预测 - 世界

IV. F113.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 09548 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:7.25
字数:205 千
版次:1999 年 5 月第 1 版
印次:1999 年 5 月第 1 次印刷
定价:25.00 元
如出现印装错误请与印刷装订厂调换



假设与惯例

《世界经济展望》中的预测采用了一系列的假设。这些假设包括：在 1998 年 10 月 - 11 月 4 日期间，除参加欧洲汇率机制的货币的双边汇率外，其余实际有效汇率将在其平均水平上保持稳定，而前者的名义汇率假定保持不变；各国当局的既定政策将得到维持；1998 年每桶原油的平均价格将是 13.39 美元，1999 年将是 14.51 美元，并且将在中期内保持实际价格不变；1998 年 6 个月伦敦美元同业拆放利率（LIBOR）年平均将为 5.5%，1999 年将为 5%。当然这些仅是研究假设，而不是预测，况且影响这些变量的不确定因素会增大预测的不准确性。估算和预测是根据 1998 年 10 月中旬所具有的统计信息作出的。

在《世界经济展望》中使用了如下的惯例表示法：

…表示没有数据或数据不适用；

—表示数字为零或可以忽略不计；

- 表示年与年或月与月之间的时间（例如 1996 - 97 年或 6 - 7 月），包括开始和结束的年份或月份。

/ 表示年或月之间（例如 1997/98 年），指财政或金融年度。

基本点是指一个百分点的百分数（例如 25 个基本点相当于一个百分点的 1/4）。

在图形和表格中，阴影部分是基金工作人员的预测。

由于四舍五入，合计数和总数会略有差异。

在本报告中使用的“国家”一词并不是在所有情况下都是国际法和惯例所定义的具有领土的国家实体。本报告中所使用的“国家”一词还包括一些具有领土的非国家实体，但却有独立的数据统计来源。



序 言

本中期评估报告对基金组织最近出版的《世界经济展望》(1998年10月出版)和《国际资本市场》(1998年9月出版)中的一些情况进行了更新,对在1998年8月-10月大多数时间内发生在国际金融市场上的非同寻常的动荡以及其对全球经济前景和政策选择的影响进行了初步的评价。

本报告中的分析和预测是基金组织监测其成员国经济发展和政策、对国际金融市场和全球经济体系发展变化的有机组成部分。对前景和政策的分析是基金组织各个部门对世界经济发展综合研究的结果,研究的信息主要是根据基金工作人员与成员国的磋商。这些磋商主要由基金组织的地区局负责,政策发展和研究局及财政事务局参与。在对金融市场的发展进行评价时,本报告还在某些方面参考了与商业银行和投资银行、证券公司、股票和期货交易所、监管和货币当局非正式讨论的信息。

本报告的分析在研究局内进行了协调,经济顾问和研究局局长米歇尔·穆萨(Michael Mussa)给予了广泛的指导。本项目由研究局副局长弗莱明·拉森(Flemming Larsen)主持,资本市场研究处的处长助理查尔斯·亚当斯(Charles Adams),世界经济研究处的处长助理格雷汉姆·哈克奇(Graham Hacche),新兴市场国家研究处处长唐纳德·马思森(Donald J. Mathieson),资本市场和金融研究处处长格瑞·齐纳斯(Garry J. Schinasi)协同负责。

本报告的重要参与者还有约翰·格林(John H. Green),马克·迪·布瑞克(Mark De Broeck),查尔斯·克哈默(Charles Kramer),乔齐·罗德斯(Jorge Roldos),兰里·萨格多(Ranil Salgado),哈姆·济布格斯(Harm Zebregs)。其他参与者包括彼得·布瑞尔(Peter Breuer),勃克哈德·瑞斯(Burkhard Drees),道格拉斯·莱克斯顿(Douglas Laxton),基齐姆·利维(Joaquim Levy),塞迪·马克库兹(Sandy MacKenzie),阿里萨德鲁·帕迪(Alessandro Prati),安东尼·理查德(Anthony Richards),凯西·怀特(Cathy Wright),财政事务局的财务分析处计算了预算构成和财政刺激措施的效果。格瑞申·伽利克(Gretchen Gallik),曼迪·荷马堤(Mandy Hemmati),李玉同(Yutong Li),安迪文·帕格塔克汉(Advin Pagtakhan),萨博马尼亚·斯瑞拉姆(Subramanian Sriram),彼得·特瑞安(Peter Tran),肯尼斯·伍德(Kenneth Wood)提供了研究帮助。阿兰·库伯勒(Allen Cobler),尼克拉斯·杜普(Nicholas Dopuch),伊萨贝拉·迪马斯卡亚(Isabella Dymarskaia),Yasoma Liyanarachchi,奥加·普赖吉(Olga Plagie),艾瑞·西迪齐(Irim Siddiqui)对数据作了加工和计算机处理。苏珊·杜弗(Susan Duff),卡洛琳纳·帕格沃思(Caroline Bagworth),史拉·金塞拉(Sheila Kinsella),罗莎琳德·奥利弗(Rosalind Oliver),利萨·马瑞·斯克特-希尔(Lisa Marie Scott-Hill),安德瑞纳·沃登(Adriana Vohden)负责文字处理。对外关系部的詹姆斯·马克恩(James McEuen)编辑了草稿和协调了出版。

基金组织其他部门的工作人员和执行董事于1998年12月16日对本报告进行了讨论,本报告的分析也得益于讨论后的评论和建议。但是预测和政策考虑是那些参与本报告的基金组织工作人员提出的,不应视为是执行董事或各国当局的意见。



目 录

假设与惯例	iv
序言	v
第一章 控制世界经济面临的风险	1
危机在 10 月初进一步加剧,然后有所缓解	1
对世界经济前景的影响和仍然存在的风险	4
政策要求	5
近期金融市场动荡引发的系统性问题	14
第二章 新兴市场国家的危机	17
俄罗斯金融危机	18
杠杆率下降与市场准入条件	21
影响在新兴市场国家间扩散:程度不同	30
第三章 发达国家金融市场的动荡	35
近期发展	36
对经济活动的影响	40
发达国家市场动荡的系统性风险	46
风险管理中的缺陷和对审慎性管理及监督的影响	59
第四章 对世界经济的影响:对预测的修正和预测的风险	65
对预测的主要修正	65
日本和亚洲新兴市场经济体:衰退将何时结束?	67
俄罗斯危机对国内经济和其他转轨国家的影响	73
巴西和其他新兴市场经济体:全球危机的影响	76
北美和欧洲:增长减缓到何种程度?	78
全球资本流动和经常项目余额	81
备选方案	83
附 录 新兴市场的银行体系	85
亚洲	85
拉丁美洲	88
东欧和俄罗斯	88

统计附录

假设	90
表格目录	90

专栏

1.1. 对巴西的一揽子金融援助方案和调整计划	8
1.2. 日本金融体系的最新发展	11
2.1. 马来西亚的资本控制	22
2.2. 中国香港特别行政区对股市和期市的干预	30
3.1. 美元兑日元汇率的近期变化	43
3.2. 衡量当前美国股票价格的隐含未来收益增长率是多少?	48
3.3. 杠杆作用	51
3.4. 长期资本管理公司的近期倒闭和对其的营救	54
3.5. 风险管理:发展和问题	58
3.6. 与风险管理相关的监管改革	62
4.1. 中国的增长是否高估了?	74

表

1.1. 对世界增长预测的修正	4
2.1. 新兴市场国家借款人主权信用评级	19
2.2. 国际资本市场上的俄罗斯	23
2.3. 新兴市场国家债务交易量	26
2.4. 新兴市场国家债券发行、股票发行和贷款承诺	27
3.1. 1998年6月末国际清算银行(BIS)成员银行对若干新兴市场国家的债权	42
4.1. 《世界经济展望》预测概览	66
4.2. 先进经济体:实际GDP、消费物价和失业率	67
4.3. 若干经济体和地区:1996年商品出口市场的重要性	68
4.4. 若干经济体和地区:1996年商品出口市场的重要性	70
4.5. 若干亚洲经济体:宏观经济指标	71
4.6. 若干发展中国家:实际GDP和消费物价	72
4.7. 转制国家:实际GDP和消费物价	73
4.8. 若干拉丁美洲经济体:宏观经济指标	77
4.9. 发展中国家、转轨国家和若干亚洲新兴工业经济体:净资本流动	82
4.10. 若干经济体:经常项目头寸	83
4.11. 备选方案:模拟结果	84
A1. 亚洲:银行重组的估计成本	86

图

1.1. 世界工业生产	2
-------------	---

1.2. 新兴市场国家的融资条件	3
2.1. 新兴市场国家:将要到期的欧洲债券	18
2.2. 俄罗斯:联邦政府内债和外债	21
2.3. 二级市场上的债券价格和股票市场回报率	24
2.4. 二级市场上若干新兴市场国家欧洲美元债券收益率	25
2.5. 股票市场总指数	28
2.6. 流入新兴市场国家的私人资本	31
2.7. 巴西:国内债务和外汇流动	32
2.8. 利率、汇率和外汇储备	33
3.1. 主要工业国家:股票市场价格指数	35
3.2. 主要工业国家:名义利率	36
3.3. 美国:公司债券和政府债券收益率	37
3.4. 美国:公司债券市场	38
3.5. 美国:固定收益证券市场的变化	39
3.6. 主要工业国家:有效汇率	40
3.7. 若干国家:美元双边汇率	41
3.8. 美国:股票市场的表现	46
4.1. 原油价格和非燃料商品价格	65
4.2. 主要工业国家:货币状况指数	68
4.3. 若干欧洲国家、日本和美国:消费者和工商业信心指标	69
4.4. 若干经济体:出口市场的增长	78
4.5. 主要工业国家:产出缺口	79
4.6. 美国:私人部门、公共部门和国外净储蓄净值	80
4.7. 若干欧洲国家:实际国内总需求	81

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	99
---	-----------



第一章

控制世界经济面临的风险

近几个月世界金融市场的动荡使人们对发达国家金融体系的某些特征产生了疑问,也增加了全球经济前景的不确定性。8月中旬俄罗斯危机是由亚洲危机引发的,这场危机导致了私人资本停止向新兴市场国家的流入,金融投资家普遍提高了风险意识,并引起了对全球信贷紧缩的关注。结果,从10月初开始,人们便增加了对目前的经济增长下降将会在1999年进一步扩大和严重的担心。作为某种程度上的一种反应,所有工业国家和一些新兴市场国家均放松了其货币政策。结合其他一些积极因素,货币条件的放松促进了金融市场的稳定。尽管全球衰退的危险似乎已经消失,但是对多数新兴市场国家的资金供应仍然明显地减少了,而且在一些方面,金融市场仍然较为脆弱。因此认为困难已过去还为时过早。基金组织工作人员对1999年世界经济增长速度已经作出了进一步下降的修正,但下降的幅度不大,而且明显小于前面两期《世界经济展望》的预测。但是下降的风险看上去仍然是突出的。

本中期评估报告有三个目的。第一,由于近期对全球经济风险的担心,所以本报告重新评估了全球经济前景和防范全球金融风险及促进经济复苏所需采取的政策,评估考虑了1998年10月《世界经济展望》出版以来的新情况。第二,本报告试图说明近期发生在新兴市场国家和发达国家金融市场上的严重动荡与其规模有限的“诱发事件”之间明显地不成比例,这些“诱发事件”中最重要的也许是俄罗斯危机和随后发生的高杠杆率对冲基金,即长期资产管理公司的破产。第三,本报告试图找出私人 and 公共风险管理体系中存在的重要缺陷,只有克服了这些缺陷才能使资本市场在未来受到冲击时安然无恙。

危机在10月初进一步加剧,然后有所缓解

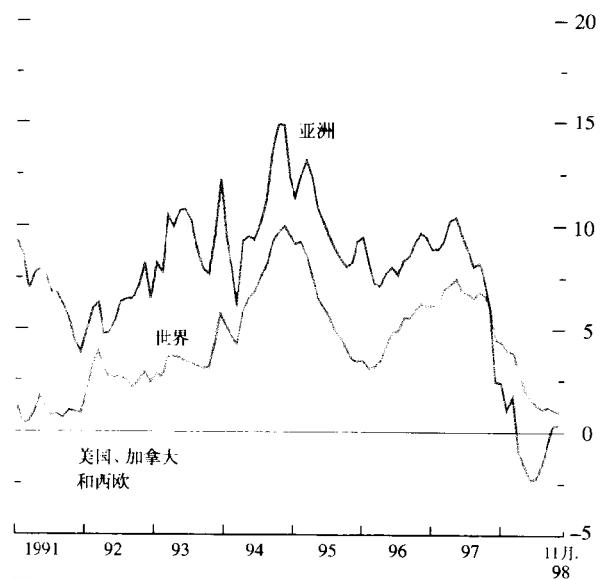
1998年的春末和整个夏季的形势表明,由1997年下半年东南亚爆发的金融危机而导致的全球经济发展速度放慢将会进一步扩大和加深。在亚洲危机的中心国家,需求和产出减少的程度比危机初期时预计的要严重得多。例如在日本,衰退明显加深,从而增加了人们对其金融体系健康的担心,而日本是其他亚洲危机国家的重要出口市场。在这期间,加大了对人民币和港币的压力。俄罗斯和乌克兰长期以来难以处理的预算赤字问题,是影响金融市场稳定的另外一个因素,而其他地区的一些新兴市场国家不断出现的外汇市场上的压力更增加了对这些国家财政和外汇平衡能力的担心。在北美和西欧,经济增长总体上看能够持续下去,其中在某些方面确实还会有所增加,但是该地区也受到了亚洲危机的影响,特别是在工业领域(图1.1.)。如果经济增长和公司利润出现下滑,人们将会对目前强劲的股市可能会出现大幅度调整而担心。在1998年8月初准备1998年10月期《世界经济展望》时,对这些问题和风险曾经给予了高度重视。这份草案大幅度修正了1998年的世界经济增长率,从3%降到2.5%;1999年则从3.75%降到3.25%,而且完全可能会提出更坏的结果。由危机的连锁影响而导致的增长的进一步下降,使经济形势变得极为脆弱。孤立地看,虽然这些危机中的任何一种都很严重,但是不足以引起全球增长的大幅度下降,然而这些危机之间相互联系、传递和连锁影响的程度,须引起全世界政策制定者的关注。

俄罗斯于8月中旬宣布的卢布贬值和单方面进行债务重组的事件,引发了市场一系列的大幅度调整,表明人们普遍增加了风险意识和风险防范措

图 1.1. 世界工业生产¹

(与去年同期相比百分比;3个月移动平均数;制造业)

世界工业活动自 1997 年中期以来出现下降,其中虽然亚洲下降最为明显,但是北美和欧洲也出现了下降。近几个月以来,亚洲国家出现了复苏的迹象。



资料来源:WEFA 有限公司;OECD;和国际货币基金组织《国际金融统计》。

1 依据 32 个发达和新兴市场经济体的数据,这些数据代表了整个世界产出量的 75%。世界总产量中包括以下 5 个新兴市场国家(阿根廷、巴西、智利、匈牙利和墨西哥),该 5 国数据不包括在上述的其他两个小计中。1994 年数据不含印度尼西亚。

施。几乎涉及所有新兴市场国家的债券收益指数均有大幅度上升,从 1997 年和 1998 年初的不到 600 个基点上升到 1998 年 9 月的 1700 个基点。此外新兴市场国家和发达国家的股票价格均出现了大幅度的下跌,许多新兴市场国家外汇市场压力增大。作为这些变化的一个必然结果,许多国际投资家和银行损失惨重,特别是那些高杠杆率的投资,由此又导致了保证金的追加和流动性需求的急剧增加,这些变化加剧了许多金融资产价格的下跌。资金向安全性高或流动性好的资产转移,导致了信贷条件的进一步严格。这不仅影响到新兴市场国家的借款人,也影响到了一些发达国家非最高信用等级公司借款人,特别是在美国。这些情况导致基金组织工作人员在 1998 年 10 月出版《世界经济展望》中进一步修正了 1998 年和 1999 年世界经济增长速度,分别为 2% 和 2.5%。基金组织工作人员警告说(第 1 页):

“1999 年世界经济增长明显改善的机会已经消失,而危机加深和扩大以及增长持续下降的可能性已经形成。”

10 月初以来的情况已经变得更为确定,这在某种程度上有助于恢复金融市场某种程度的稳定。这些变化可以归功于下述一系列政策行动,其中包括:

- 多数工业国家中央银行降低了利率,包括美国、加拿大、英国和将要诞生的欧元区国家。
- 在日本,新的强调解决银行业问题的政策措施和财政措施的进一步宣布刺激了需求。日元明显走强,特别是对美元汇率,其中部分的原因是由于上述政策措施的出台。同时也由于美国降低了利率水平,而且也许更重要的是技术原因,即日元短头寸的平盘(正如第三章将讨论的那样),增强了亚洲其他国家对其金融市场的信心,尽管这也可能对日本自身经济在短期内产生不利影响。
- 巴西着力解决其严重的预算赤字的承诺和行动以及国际社会于 11 月中旬达成的大规模援助计划制止了一场金融危机,否则这场危机可能对其其他新兴市场国家产生严重的连锁影响。
- 亚洲危机国家正在实施着基金组织支持的持续

的稳定和改革计划。随着经常项目出现盈余,金融市场开始恢复信心,汇率的稳定为货币政策的放松提供了空间,而这些反过来又促进了股票市场的复苏。随着扩张性财政政策的实施,宏观经济政策的不断放松已经明显地改善了 1999 年经济即将复苏的前景。这并不是否认某些领域仍然存在着的进展缓慢的情况——如公司债务问题的解决——在一段时间内会威胁到东亚经济的增长。

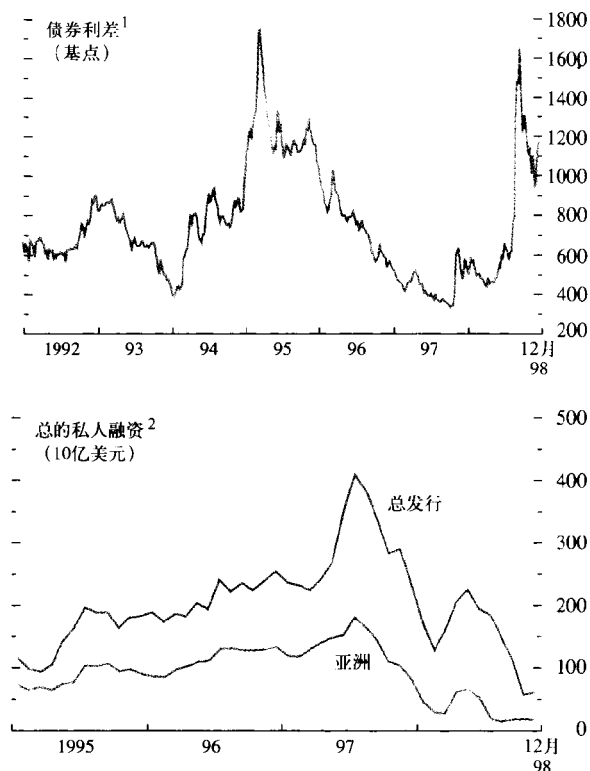
- 基金组织增加份额和新的借款安排,已经改善了国际社会对处于金融危机中的国家的援助能力¹;小渊政府提出了援助亚洲危机国家的建议;七国集团财政部长和中央银行行长于 10 月底提出了增强基金组织和世界银行的融资能力,以帮助其抵制金融市场不稳定因素的影响,另外他们还重申要提出完善国际金融体系的方案²。

这些做法还有助于大多数受到竞争压力和金融冲击的国家避免采取保护主义和实施关闭市场的措施。

这些政策行动对金融市场的积极影响,明显地表现在全球股市价格的强劲反弹上。对新兴市场国家来说,二级市场上债券收益率利差已经大幅度下降,尽管大部分债券的价差目前仍然高于 8 月份俄罗斯危机之前的水平(图 1.2.)。新兴市场国家外部借款条件已经开始改善,而且已经发行了几笔新债券。此外,对于那些基本经济层面良好和具有令人信服的改革战略的国家出现了十分有利的现象。但是,到目前为止,新的私人资本流入只是略有恢复,而且国际性银行是否愿意保持或增加其对新兴市场国家的信用额度仍然存在着极大的不确定性。在

图 1.2. 新兴市场国家的融资条件

虽然新兴市场国家债券收益率利差自 9 月中旬以来持续缩小,但是总的资本流动尚不活跃。



1 基金组织增加 45% 份额一事,即从 1460 亿特别提款权(约 2060 亿美元)增加到 2120 亿特别提款权(约 3000 亿美元),需要持有不少于 85% 现有份额的成员国同意增加其份额才能生效。现在很难预测具体生效的时间,因为许多国家需要得到议会的批准。新的借款安排于 1998 年 11 月 17 日生效,该安排将提供的资金数量较以往增加了 1 倍,最高达 340 亿特别提款权(约 480 亿美元)。新借款安排是基金组织与 25 个成员国和机构之间向基金组织提供补充资金的一系列信贷安排,以制止或应付国际货币体系存在的问题,或应付对国际货币体系造成威胁的意外情况。

2 参阅 1998 年 10 月《世界经济展望》,专栏 12。

资料来源:Bloomberg 金融市场,LP。

1 J. P. 摩根新兴市场债券指数(EMBI, 布雷迪债券缩小)主权发行与美国零息债券曲线理论值之差。

2 3 个月移动平均数;折年率。

发达国家，主要是美国，虽然低信用等级的借款人已经感到了信贷资金的供应量在减少，但是这类借款人已经依靠其所利用的银行信贷额度替代了其新债券发行量的下降。

所以，总起来看，自10月初以来，资本市场已出现了缓解的迹象。但是仍然存在着担心风险、回避风险的突出倾向，这种倾向不仅比1996-1997年间当价差下降到极低的水平时更为突出，也比近些年利差正常时突出。

对世界经济前景的影响和仍然存在的风险

参考了1998年11月情况后，基金组织工作人员最新预测的修正版本，反映了国际资本市场恢复到了相对稳定的水平。特别是，1999年全球经济增长的预测只是略向下作了调整——为2.25%——调整幅度大大低于前两期《世界经济展望》（表1.1）作出的修正。对某些国家来说，包括日本、巴西和俄罗斯，发展前景更为暗淡。对某些发生了危机的亚洲新兴市场国家的增长预测也进行了进一步的下调，这种调整是基于真正的复苏可能要在进入1999年一段时期以后才能实现的判断基础上进行的。泰国的情况例外，目前预计泰国在整个1999年GDP将稳步和缓慢地增长。最令人鼓舞的重要因素是美国和未来欧元区经济持续和稳定的增长，尽管增长幅度会有所下降和下面将要提到的下降的风险。另外，对中国经济增长的预测作了向上的修正，其中部分地是由于刺激政策的效果，使1998年下半年大大超过预期的增长。澳大利亚的经济增长也超过了预期，尽管该国与受危机影响的国家有着密切的贸易关系。

对1999年世界经济增长的预测作出进一步向下的适度修正，可以视为全球经济形势和近期的前景已经开始稳定。但同时仍存在着造成下降的风险，有五种造成下降的风险应引起特别的关注。

- 如果私人资本的流入不能从8月份以来非常低的水平上恢复，一些新兴市场国家在偿还外债方面仍将继续存在困难。的确，所有地区向新兴市场国家流入的私人资本将会低于预测的水平。因

表 1.1. 对世界增长预测的修正

(世界实际 GDP 百分比变化)

《世界经济展望》公布	1997	1998	1999	2000
1997年10月	4.2	4.3	4.4	4.6
1997年12月	4.1	3.5	4.1	4.4
1998年5月	4.1	3.1	3.7	3.8
1998年10月	4.1	2.0	2.5	3.7
1998年12月	4.2	2.2	2.2	3.5

此，需要新兴市场国家通过降低国内需求增长、货币贬值或两者并用的方式，对贸易状况进行大幅度的调整。

- 日本的经济前景仍然非常不确定，对近期的政策措施是否能够足以扭转经济下滑的局面仍存在着疑问。日本银行已经加大了促进信贷和流动性增长的力度，而且正在考虑采取扩张性的税收政策。一个明显的风险是，如果日本银行业的重组和资本注入，在没有使市场相信银行业的问题正在得到最终的处理的基本层面改变的话，不论推迟还是付诸实施均将存在着信心下降和需求乏力的情况。
- 工业国家调整其贸易失衡，可能会导致由主要货币汇率变动而产生的不稳定。尽管日元和欧元对美元汇率的进一步升值，在中期内似乎有助于恢复可持续的经常项目平衡的格局，但快速和大幅度的升值将是有害的。日元短期内的进一步升值从周期性状况看可能特别有害。
- 由于亚洲危机而形成的大规模贸易调整可能会导致贸易保护主义的抬头，这将会对世界经济增长产生不利的影响。
- 在近期市场动荡之后，一些国家，特别是美国股票市场的强劲反弹再次使股票价格上升到了难以持续的水平，特别是当公司的预期利润使金融投资者感到失望，或出现通货膨胀率和利率开始上升的情况时。近年来美国私人部门的储蓄-投资均衡状况的急剧恶化和目前巨额的赤字，可能在某种程度上会因股市繁荣而对消费支出产生积极的财富效应。它着重表明了股市潜在调整的可能性，调整会导致储蓄的上升，尽管从中期来看这是有利的和必要的，但在短期内将可能会大幅度削弱需求、生产和信心。

此外，上述所描述的基本前景没有考虑最近几

周石油价格的进一步下降。如果石油和其他产品的价格继续疲软,那么许多新兴市场国家的融资条件还将进一步恶化。

正如在第四章中讨论的,如果发生上述风险,即使风险程度相对较低,也会使1999年的世界经济增长再下降1个百分点,而且可能真正演变成一场全球性的至少持续到2000年的衰退。结果如何将在很大程度上取决于政策行动。

政策要求

近期的情况变化引发了许多有关对金融体系实行审慎性管理和监督的政策性问题。这些问题将在下节讨论。本节集中讨论宏观经济政策和其他结构性问题³。

虽然各国的政策要求不尽相同,这些政策要求取决于其所优先考虑的目标和经济环境,但是最近几个月各国普遍及时地放松了货币政策。在发生危机的亚洲新兴市场国家,由于在严重的经济疲软情况下,出现了汇率强势,为货币政策的放松提供了空间。在日本,虽然利率几乎降到了零的水平,但是由于日元近期的升值为注入更多的流动性创造了条件。在北美和西欧,针对逐步疲软的经济增长前景,并在持续减弱的通货膨胀率和担心美国信贷市场收缩以及在即将诞生的欧元区内实行趋同的短期利率要求的条件下,放松了货币政策。12月初欧元区内几乎实现了利率趋同。发生危机的亚洲国家和日本为了刺激需求还适时地采取了有针对性的财政政策。例如在日本,中期财政平衡,虽然是一个非常重要目标,但是仍然为应付本国严重的周期性衰退而改变了。所以在全世界大部分国家里,宏观经济政策,或至少是货币政策,在促进维持或刺激总需求和经济活力方面是有效的。在运用扩张性政策方面有两个主要的限制。第一,在北美和西欧,为了中期平衡预算的需要——为了减轻债务负担和考虑到未来有人口压力——多数国家仍然无法实行有针对性的财政扩张政策,而是依靠自动稳定器来发挥作用。第二,一些新兴市场国家需要实行相对偏紧的宏观经济政策来应付无法维持的财政和对外收支的失衡,以减少金融和商品市场的不利影响和重新获得投资者的信心。

在发生危机的亚洲国家,随着1998年出现的生产的大幅度下降,将首要的优先目标放在了制止经济的下滑,限制危机对最脆弱部门的影响,以及促进可持续增长的恢复上,措施包括加快金融和公司部门的重组——这是基金组织援助方案的关键部分。在韩国、泰国,近期在印度尼西亚,为了应付危机而采取的紧缩的货币政策在重建金融稳定和加强汇率稳定方面取得了显著的成功,这些为利率的大幅度下调创造了条件。在韩国和泰国,短期市场利率比危机之前下降了5-8%,虽然由于金融系统中的不良贷款的负担使贷款利率的下降幅度较小,但是目前的通货状况更有助于经济的复苏。同样在印度尼西亚,随着印尼盾汇率的坚挺和通货膨胀前景的改善,利率已经开始下降;如果能按计划实施既定方案,就可以进一步放宽政策而不会损害信心。所有这些国家的货币政策的主要目的均要继续保持金融和汇率的稳定,同时各国当局也需要应付货币大幅度贬值的压力。

但是每个国家都可以使用财政政策来刺激需求和促进经济复苏。实际上,在这三个国家里都运用了财政政策来对经济的复苏提供不断的支持,这将会确保经济在1999年中出现转机。在所有这三个国家,公共财政状况都非常良好,可以采取可行的财政刺激政策而不会对金融市场产生负面影响,但是必须保持中期的可持续性——例如,集中于非经常性的支出,包括基础设施投资。

马来西亚的宏观经济政策要求与三个在危机中受到严重打击的国家相类似。10月实施了刺激性的预算政策,也采取了一系列促进私人部门信贷增长的措施。利率也降到与韩国和泰国相同的水平,然而9月实施的外汇和资本管制打击了投资者的信心。马来西亚当局于近期提出了一项更加全面的战略来重组银行业,但改革措施的可信度由于受到贷款质量的不断恶化和指导限额的规定以及实行最低贷款目标(见附录)而受到了影响。与其他发生

3 反映了本报告关注的重点和报告临时性的特征,新兴市场国家面临的政策挑战主要受国际金融市场发展和主要工业国家的影响。相对而言,小工业国家、发展中国家和转制国家面临的政策问题与全球金融市场的联系则不那么密切,所以本报告没有重新提到,将在1999年5月出版的《世界经济展望》中给予考虑。

危机的四个国家相比,菲律宾当局由于巨额公共债务以及未能像其他四国那样,在产出出现大幅度下滑时采取相应的对策,因此在实行财政政策方面受到了较多的限制;然而政府也在考虑实行谨慎的刺激性的财政政策以促进经济的复苏。菲律宾的市场利率已经从1997年末的最高峰开始持续下降。

在中国和中国香港特别行政区,由于成功地维持了汇率制度,因此促进了亚洲金融市场进一步恢复了稳定。实际上,最近几个月中国和中国香港特别行政区的货币压力已经大为减弱,其中部分的原因是由于美元相对于其他货币出现疲软。上述情况为中国和中国香港特别行政区进一步降低利率创造了条件。中国和中国香港特别行政区的财政政策也对需求提供了积极的支持。在中国,公共投资的增加大大推动了1998年的经济增长,但是非政府投资和出口仍然较弱。对其他经济活动指标增长相对于GDP放慢和下降的情况尚不清楚,如电力生产和货物运输,特别是总支出,由于数据不全,包括缺少存货增长的信息而变得更为不准确。事实上,一些观察家认为,几年来中国的GDP增长率每年都被高估了1-2个百分点,而且这一误差在1998年可能会更大(第四章,专栏4.1.)。虽然财政的刺激是适当的,但应对财政政策的构成进行认真的审定以保证尽可能减少非生产性支出和经济增长的质量。由于国际收支表中的资本项目仍存在着资本外流情况,所以要进一步保持谨慎的利率政策。在这方面,近期实施的加强资本项目管理但同时合法的贸易和投资不产生负面影响的政策非常重要。近期信托投资公司所发生的问题更加说明了必须要继续进行金融业的改革。

在中国香港特别行政区,由于经济增长放慢,财政状况明显恶化,预计本财政年度赤字将占到GDP的3%。虽然价格和工资的弹性有利于调整的快速进行,但是在短期内经济仍然难以出现增长,因此1999年应该保持和扩大开支。而且在确定中期预算平衡的框架时增加劳动密集型项目,有助于扼制失业率的上升,失业率已经达到了5%,是17年来的最高水平,这个水平在经济增长恢复之前似乎还将进一步上升。

在其他新兴市场国家,首要考虑的目标是为了适应外部形势的不利变化,进行平稳的调整,这些

外部形势的不利变化包括对亚洲出口的减少和商品价格下降以及资本流入的减少;重建投资者的信心和若干国家重建金融稳定;减少影响投资者信心的不利因素。在多数情况下,金融失衡和对外融资困难要求偏紧的宏观经济政策。虽然这种做法可能会在短期内影响经济领域的活力,但是强有力的改善金融失衡的措施有利于减少风险的传染,并无须为维持汇率水平而采取相应的货币政策以及改善中期增长的前景。

在近几个月里,关注的焦点集中到了巴西。由于对财政状况和对外竞争力的担心,巴西的货币在7-10月期间经受了持续的压力。自9月份急剧提高国内利率后减缓了资本外流的势头,但由于政府需要偿还债务本息,因此解决问题的可靠方法是要降低财政赤字。由于对巴西政府减少财政赤字的政策,以及对基金组织及其他多边或双边机构能够尽早提供大规模的财政援助措施的预期,使巴西在10月和11月初进一步减轻了压力。11月13日宣布了有关政策计划和一揽子财政援助的协议(专栏1.1.)。巴西政府采取的有力的、有针对性的和持续性的财政调整措施(包括近期被国会推迟的一揽子措施)以及适度从紧的货币政策和广泛的结构性改革,将对继续改善全球金融市场在过去两个月中存在的消极因素发挥了关键性的作用。

拉丁美洲的许多其他国家已经适度调整了宏观经济政策,以适应外部形势的变化和增强投资者的信心。在阿根廷,国内需求增长已经大幅度下降。去年大幅度紧缩了财政政策,然而即使目前财政赤字较小,但是仍不能放松偏紧的财政政策,特别是在过去两年里经常项目逆差在逐步扩大的情况下。另外,在阿根廷也采用通过提高劳动生产率的方式来加快结构性的改革,以增强对外竞争力和增强劳动力市场的弹性,通过这种方式减少失业率上升的可能。智利在去年出现了严重的对外支付困难,其经常项目逆差1998年约将占到GDP的6.75%。阿根廷通过降低公共开支和紧缩信贷条件以及调整汇率浮动的水平和区间,取消对资本流入的限制等方式,减少了货币贬值的压力。经常项目逆差目前正在减小,但为了维持较小规模的经常项目逆差和减轻信贷政策的压力,需要更为良好的财政收支状况作保障。在墨西哥,由于石油价格下跌,

当局已经适度削减了政府支出，并预计接近实现1998年财政赤字占GDP1.25%的财政目标。面对比索的贬值压力，当局还大幅度紧缩了货币政策以扼制通货膨胀。国际竞争力的提高和国内需求增长的放慢会明显降低明年预计的经常项目逆差。但是近期不利形势的变化再次表明应该实行更有力的财政政策来增加非石油收入，降低因石油价格波动而对财政预算产生的影响和限制目前开支的增长。银行业的问题仍需要得到解决。委内瑞拉和厄瓜多尔仍在遭受石油价格下跌的冲击，尽管这两个国家大幅度削减了开支，但是两国的财政赤字还是扩大了。为了保持金融稳定，看来有必要采取进一步的措施。此外，在拉丁美洲，哥伦比亚已经宣布了大规模的宏观经济调整政策以解决由于政策失误和外部环境的不利变化而引起的严重失衡。在中美洲，经济已经从10月米奇飓风(Hurricane Mitch)造成的灾难中得到了恢复，而且正在得到基金组织、世界银行和其他多边及双边机构的紧急财政援助。

在亚洲，印度正在经历着工业生产增长的放慢，由于农业供给发生困难而导致了较高的通货膨胀率，货币快速增长和1997年底以来的卢比贬值。虽然经常项目收支发生困难，但国际储备仍然保持着稳定，其中主要是由于非居民的资本流入所致。宏观经济政策的首要任务是采取坚决的措施来加强中期的财政基础，以便减少持续地、近来一直占GDP近10%的公共部门的赤字。避免在条件不成熟时放松货币也十分重要。事实上，如果通货膨胀率不降低，则需要进一步紧缩货币政策。除了这些宏观经济政策要求之外，还需要进行广泛的结构性改革以增强信心和恢复增长。

巴基斯坦正在提出一整套缓解外部财务危机政策方案，包括大规模削减赤字，进行广泛的结构性改革，逐步取消危机发生时实施的外汇管制以及由官方和私人债权人对债务实行减免。外部财务危机表现为国际储备的大幅度减少和大量的拖欠外债。

在中东和欧洲地区的新兴市场国家，土耳其于8月受到了俄罗斯危机的严重影响，它反映了土耳其与俄罗斯紧密的贸易关系和财政收支的困难。虽然土耳其的国际储备从9月以来一直保持稳定，但是国内的利率一直维持在一个较高水平上，其中部

分原因是土耳其进入国际资本市场的机会减少和土耳其国内政治的不稳定性。土耳其正在按计划进行预算的调整，但是由于未来到期的巨额债务还本付息，所以必须在改善财政收支和实行结构性改革方面取得进一步进展，只有这样才能够实现降低通货膨胀率的既定目标和保持投资者的信心。在以色列，由于近几个月货币贬值的压力和因货币贬值而造成的通货膨胀率的上涨而紧缩了货币。

中东的许多其他国家正在进行调整以适应世界石油价格的疲软。出口收入下降导致了本地区许多石油生产国的预算和对外收支的巨大压力，包括一些最富裕的国家，如沙特阿拉伯。同时，从目前的全球金融市场条件看也很难通过增加借款来弥补出口收入的下降。结果是，许多国家的官方储备总额已经出现下降，包括阿尔及利亚、伊朗、阿曼和也门。由于在今后一段时期内石油市场预计会继续疲软，为了弥补巨额的经常项目逆差，所以需要立即制定和采取恢复宏观经济平衡和促进非石油经济发展的政策措施，特别是海湾地区的石油生产国。应努力限制公开开支，扩大收入来源和继续推进结构性改革将是至关重要的。到目前为止，这些地区取得的成绩不十分明显，如果进一步延迟将会威胁到金融稳定，其潜在的连锁影响会波及到中东的非石油生产国。这些国家当中最主要的是约旦，其次是埃及，埃及已经出现了出口增长放慢和工人汇入资金减少的情况。

在非洲的发展中国家当中，南非的金融市场在年中时出现了对兰特的巨大贬值压力之后，近几个月来已经趋于稳定，但是经济活力明显地放慢了。当局的紧缩货币政策似乎是促进汇率部分稳定的主要因素，汇率的稳定促进了债券和股票市场的复苏。金融市场的稳定为10月以来货币政策的进一步放松创造了条件。经济持续快速增长继续对许多领域里的结构性改革提出了要求。

在转制国家中，俄罗斯仍然缺乏有助于恢复投资者信心和建立持续增长的先决条件的宏观经济政策。主要的担心仍然是大规模的财政收支失衡，财政收支失衡自8月危机以来已经扩大了，此外是广泛存在的债务拖欠行为而造成的经济中的扭曲现象。俄罗斯急需一项由税收收入来承担主要支出的财政政策，而不是依靠拖欠欠款，这样才能在无

专栏 1.1. 对巴西的一揽子金融援助方案和调整计划

下文将讨论由国际货币基金组织牵头,总值为 410 亿美元的对巴西的一揽子金融援助计划,此计划用于支持巴西的调整方案和结构改革,于 1998 年 11 月 3 日发布。其中,有 181 亿美元(130.25 亿特别提款权)由国际货币基金组织以 3 年备用安排的形式提供,约 40 亿美元由世界银行和泛美开发银行提供,另有 145 亿美元将从 20 个国家的政府渠道,通过国际清算银行或由其提供合作进行筹集。美国政府是最大的双边提供者,将提供约 50 亿美元的信贷额度。私人部门尚无明确的供贷意向,因为巴西当局相信,一旦一揽子金融安排到位,在信贷额度的滚动上寻求国际性银行的自愿参与将更为有效。巴西当局与私人银行的最初接触表明,银行愿意对其贸易和银行间的信贷额度保持开放。双边融资尚未以任何方式担保——与 1995 年对墨西哥的一揽子安排稍有不同,那时,对美国的还款是以石油收入作担保的。

该一揽子金融安排的提款方式为先多后少,如有必要,在头 13 个月,可用约 370 亿美元,其利率相对较高,还款期较短。以国际货币基金组织提供的资金为例,约有 30% 在信贷档以下的部分可用,以浮动利率计息,目前为 4.25%,偿还期为 5 年。其余的 70% 在补充储备贷款项下提供(在 1997 年 12 月底首先用于对韩国的援助),偿还期为两年半,利率为适用利率加 300 个基点。在通过国际清算银行渠道提供的资金中,偿还期为两年,视提款期而定,利率为 LIBOR 基础上加 470 个基点。可从国际货币基金组织获得的第一档信贷的 53 亿美元在 12 月 2 日基金组织执董会批准后可以启用。第二档信贷将于 1999 年 2 月开始启动,可视情况有所提前。

* * *

背景

在从“实际计划”的引入到 1998 年 12 月的 4

年中,巴西通过努力使年通货膨胀率从超过 2700% 降低至 3% 以下。巴西也有能力将结构改革日程提前安排,使 GDP 的年增长率达到 4%。在结构方面,巴西的私有化措施相当成功,但同时在解决州立银行及其他金融改革的其他问题、放松管制和经济开放等方面都有进展。

虽然“实际计划”在降低通货膨胀上取得了巨大成功,但是尚未能成功地减少公共部门的赤字。该计划引入之时,正值巴西财政经过最初的重大调整之后,财政形势较为宽松。公共部门的借款需要(PSBR)在 1997 年达到 6.3%,并且预测在 1998 年达到 8%。降低通货膨胀除了对实际的消费有影响外,实际消费因名义消费没有全面的指数化而受到抑制,公共融资中的弱点反映了一些基础结构上的问题:过于宽松的年金制度,僵化的公职人员就业制度,对地方政府缺乏强硬的预算约束,以及扭曲的直接税收制度。公共部门借款需要的增加在对外经常项目的恶化上反映出来,预计 1998 年其经常项目逆差将达到占 GDP 的 4%。

财政政策和对外赤字,使巴西在投资者情绪的变化和随之而来的资本外流面前十分脆弱。1997 年秋季亚洲金融危机爆发后,巴西之所以成功地应付了有关的资本外流,主要是因为货币政策的及时反应以及一揽子强力财政措施的实施。然而,对 1998 年财政调整偏差和公共债务持续增长的不满,使巴西人的情绪仍很脆弱,使得俄罗斯金融危机的压力很快投射于新兴市场,特别是巴西的对外资本项目,如同正文中阐述的那样。用巴西布雷迪债券的变现抵补俄罗斯债券的损失,以及在更广的范围上,巴西离岸债务工具中的短头寸组合造成了由布雷迪债券引起的来自于居民投资者寻求更多收益的套利行为的“巴西风险”。非居民持有的巴西债券资产工具也大幅下降,居民的资本外流则以其他方式进行。但总之,大部分的资本外流来自于非居民。

须进行价格控制的条件下有效地控制通货膨胀。为了将赤字削减到规定的水平,需要尽可能早地采取

措施来增加政府的收入——特别需通过完善税收管理和取消协商税收减免的方法以及减少政府支

最初,巴西政府对此的反应就是宣布一系列措施,增强资本内流的吸引力;然后宣布紧缩财政,接着又提高利率。由于资本外流并没有减少,巴西又将利率提高了20个百分点,隔夜拆借利率更是达到了40%。但这些措施并没有完全制止净的资本外流,于是巴西政府开始着手筹备下文所述的一揽子财政措施,加紧同国际货币基金组织和其他国际社会成员的对话,以寻求支持。

政策方案

按照宏观经济学,该方案的重点是10月底巴西政府宣布的一套财政措施,目的是大大提高公共部门的盈余(假设利率逐步下降,从11月初的40%降至1999年中期以隔夜拆借利率衡量的20%),在2000年前制止公债与GDP的比率上升的趋势。各级政府部门纷纷表示了对财政调整政策的支持,发布了一系列支出-储蓄和提高收入措施,其中一些以法律制定下来(见下文)。根据国内公债管理办法,政府将致力于保证债券期限的延长,并在利率不断下调的情况下,提高总债务中固定利率债券的比重。货币政策将继续对汇率机制给予支持,即爬行钉住汇率对美元的“实际”贬值不超过7.5%。以“实际”作为名义支点被看作是降低通货膨胀的关键。1999年,尽管预测实际GDP要下降1%,但是由于预计1999年初利率较高,财政紧缩,以及出口市场缓慢增长,财政状况将有所改善。但经济的复苏预计到1999年底才能出现,借助于爬行钉住汇率制度换来的国际竞争力提高,预期的低通货膨胀率以及持续的生产活跃,2000年的增长预计为3%。除了下面阐述的公共部门结构改革,巴西政府还将进行金融部门和劳动力市场的改革,减小贸易自由化进程中的阻力。

财政政策

方案中的大部分财政调整将由联邦政府进

出。政府目前预算计划不能满足这些要求。宏观经济稳定还需要一项中央银行避免向银行体系和政

府持续提供资金的货币政策。重新确定以稳定为中心的宏观经济政策必须同时采取措施来解决银行行,其中约有2/3为收入调整措施。除了提高金融交易税外,还包括提高由公职人员对其年金计划融资而支付的工资税,这个税种在以往通常是较为宽松的。¹该方案的支出削减计划致力于减少敏感的社会支出项目。州和市一级的政策调整,是建立在联邦政府对州融资来源控制力提高的基础上,建立在大多数州与联邦政府签订财政调整协议并接收其约束的基础上,以及建立在颁布与收入有关的公职人员工资上限的法律影响的基础上。关税的提高将增加那些仍留在公共部门的企业的经营利润,而与私有化有关的投资将下降。

公共部门的结构改革将使财政调整的时间加长。在最近通过的宪法修正案中,提高了参加私人部门年金计划的退休年龄,以节约社会保障网的支出。有关管理部门改革的补充立法目前已经通过,它将减少在各级政府部门供职的公职人员数量。

议会最近通过的关于社会保障的改革,将以政府目前正在酝酿的更多的基础改革为支点,并基于这样的原则,即参与者(他或她的雇主)的负担必须与他或她所希望得到的年金保持合理的关系。州和地方公共部门的管理改革也是这样计划的。另外,联邦政府也一直在努力进行乡村直接税的改革,在这个改革下,增值税应由州来管理,但其税基已经破坏,税率结构也因过度的税收竞争而受影响,因此将用正常的增值税税基和税率结构进行替换。税收收入将由各级政府分享,它可能也将由州政府管理。

1 12月初,议会否决了工资税提高议案。1999年2月,该议案将重新提交给新的议会,并且巴西政府已经宣布,它将采取措施弥补因推迟实行该议案而给政府收入造成的任何损失。

府持续提供资金的货币政策。重新确定以稳定为中心的宏观经济政策必须同时采取措施来解决银行