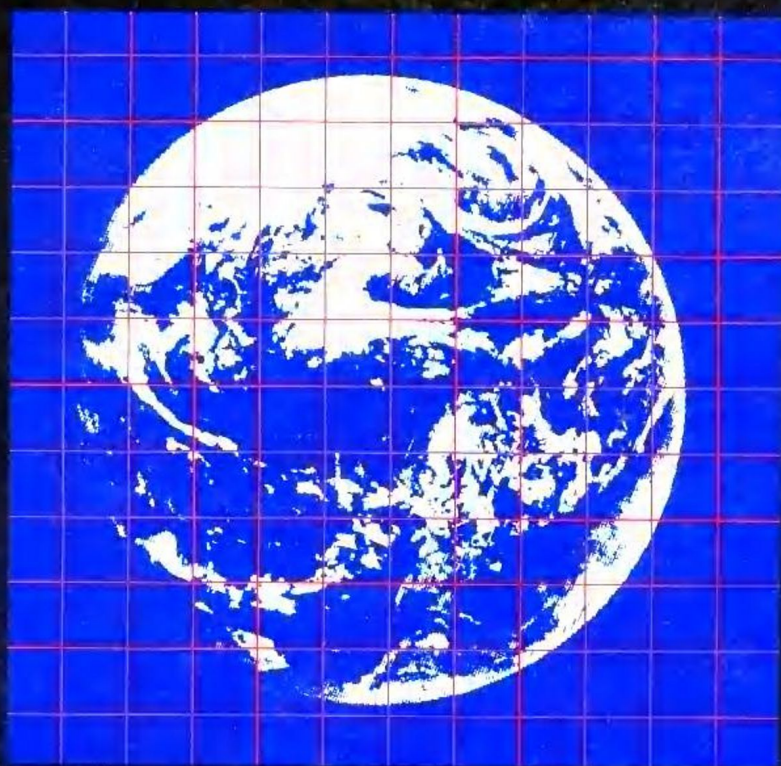


世界经济与金融概览

金融危机
案例分析与指标预示

世界经济展望

1998年5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

1998年5月

国际货币基金组织工作人员 编写

王 彧 郑伍富 曹 莉 佟 焱 刘争鸣 等译
王燕之 校



中国金融出版社·北京
国际货币基金组织·华盛顿

责任编辑：古文君
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 5 月：世界经济与金融概览/国际货币基金组织工作人员编写. —北京：中国金融出版社，1998.10
书名原文：World Economic Outlook May 1998
ISBN 7-5049-2038-X

I. 世… II. 国… III. ①经济发展趋势-世界 ②金融危机-影响-经济-世界 IV. F11

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (98) 第 26352 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
经销 新华书店
印刷 北京印刷一厂
开本 889 毫米×1194 毫米 1/16
印张 14.75
字数 425
版次 1998 年 11 月第 1 版
印次 1998 年 11 月第 1 次印刷
定价 40.00 元



假设与惯例

《世界经济展望》中的预测使用了一些假设。假设实际有效汇率将保持在1998年2月9日-3月4日的平均水平，欧洲汇率机制的双边汇率除外，因它们的名义汇率将保持不变；各国当局的既定政策不变（有关工业国家的财政和货币政策的具体假设见专栏4）；石油平均价格在1998年为每桶14.59美元，1999年为每桶15.94美元，在中期内实际价格保持不变；6个月美元存款的伦敦同业拆借利率在1998年和1999年都平均为6.1%。当然，这些是工作假设而非预测，这些假设的不确定性难免增加了预测中误差的幅度。估算和预测是基于1998年3月底的统计数字。

《世界经济展望》使用以下习惯用法：

- … 说明数字没有或不适用；
- 说明数字为零或忽略不计；
- 在年或月之间（例如1997-98或1月-6月），表明跨越的年或月份，包括开始和结束的年份或月份；
- / 在年或月之间（例如1997年/98），说明财政或财务会计年度。

“基本点”指一个百分点的1%（例如，25个基本点等于一个百分点的1/4）。

专栏和表格的阴影部分表示基金工作人员的预测。

数字和总数之间的微小误差是由于四舍五入所致。

本书中所用“国家”一词并不一定指国际法和国际惯例所定义的领土实体。此处使用该词，也包括了一些非国家，但单独编制数据的领土实体。



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动态和政策以及全球经济体系持续监督的一部分。基金组织在 1980 - 83 年间每年发表一期《世界经济展望》，自 1984 年以来每年发表两期。

对于世界经济前景和政策的展望是各部门对世界经济发展研究的共同结果，信息主要来自于基金组织工作人员与成员国政府的磋商。这些磋商主要由基金组织地区部、政策制定与检查部和财政事务部合作进行。

国别预测由基金组织地区部根据国际上统一的关于世界经济活动、汇率和国际金融及商品市场条件的假设作出。在每次编制《世界经济展望》时对大约 50 个最大经济体的预测（占世界产出的 90%）加以更新。对小型经济体来说，主要基于基金组织和成员国对基金协定第四条进行磋商时所作出的预测，或与使用基金组织资金有关的预测；对这些国家来讲，《世界经济展望》所用的预测都根据假设和全球经济条件的变化不断更新。

《世界经济展望》的分析广泛吸收了地区部门和专门部门的工作成果，分析工作由经济部兼研究部主任穆萨先生总体指导，研究部具体协调。《世界经济展望》课题由研究部副主任拉森先生和世界经济研究处处长哈克先生具体负责。

本期主要撰稿人有：Francesco Caramazza, John H. Green, Staffan Gorne, Mark De Broecke, Paula De Masi, Jahangir Aziz, Ramana Ramaswamy, Ranil Salgado, Philip Swagel 和 Cathy Wright。其他撰稿人包括：Susan J. Adams, Barry Eichengreen, Peter Isard, George Kopits, Thomas Krueger, Douglas Laxton, Donogh McDonald, Guy Meredith, Gian Maria Milesi-Ferretti, Ceyla Pazarbasioglu, Blair Rourke 和 Andrew Tweedie。财政事务部分析处负责结构预算和财政刺激措施的计算。Sungcha Hong Cha, Jeffrey Gable, Gretchen Gallik, Mandy Hemmati 和 Anthony G. Turner 为研究提供了帮助。Allen Cobler, Nicholas Dopuch, Isabela Dymarskaia, Yasoma Liyanarachchi 和 Olga Plagie 负责数据处理和电脑系统管理。Susan Duff, Caroline Bagworth, Margaret Dapaah 和 Lisa Marie Scott - Hill 负责文字处理。对外关系部的 James McEuen 负责编校文稿和协调出版工作。

本期分析得益于基金组织其他部门工作人员的评论和建议，以及执行董事们在 1998 年 3 月 25 日和 27 日《世界经济展望》讨论之后提出的评议和建议。但预测和政策考虑为基金组织工作人员所做，不代表执行董事或其国家当局的观点。



目 录

	页码
假设与惯例	7
前 言	9
第一章 全球经济前景和政策考虑	1
亚洲危机	3
先进经济体	7
发展中国家	15
转轨国家	17
附录：欧洲经济货币联盟倒计时 - 趋同前进道路上取得的进展及依然存在的挑战	18
第二章 亚洲危机的全球影响和目前存在的其他问题	23
全球增长展望	23
全球通货膨胀（或通货紧缩）的前景	35
最近货币重新定值对各国国际竞争力的影响	38
全球资本流动和经常帐户余额的前景	42
日本经济展望	44
新兴市场国家：部分问题	46
第三章 商业周期、国际联系和汇率	56
商业周期	57
商业周期和汇率的关系	63
对政策与监管的含义	72
第四章 金融危机：特征与脆弱性指标	75
危机的类型	75
识别危机	76
货币与银行危机的起因	82

	页码
货币危机与其传染性	88
脆弱性指标	90
危机前后宏观经济变量的典型行为	91
货币危机脆弱性的早期预警信号	96
第五章 转轨国家财政改革的进展	100
从稳定到可持续性	100
转轨与政府收入	106
转轨与政府支出	108
政府间的财政关系	119
法律改革、透明度和责任感	121
附件一 政府运作的透明度	123
为什么需要财政透明度	123
制度与行为	124
政府帐户	125
指标与预测	125
整体趋势和优先顺序	126
基金组织在推进财政透明度方面的作用	126
附件二 初级产品市场的近期发展	127
亚洲危机的影响	127
气候影响	128
特定产品市场的发展	128
近期展望	131
专栏	
第一章 1. 对冲基金在金融市场上的作用	4
2. 道德危害和基金组织贷款	8
3. 国际货币体系：减少危机风险的措施	10
第二章 4. 预测部分先进经济体的主要政策假设	26
第三章 5. 对汇率的评估	64
第四章 6. 解决银行部门问题	80
7. 有效银行审慎监管规定与要求	84
8. 经常帐户和外部可持续性	86
第五章 9. 俄罗斯的财政挑战	102
10. 转轨国家的养老金改革	116

	页码
统计附录	133
假设	133
数据与惯例	133
国家分类	134
表格目录	145
产出 (表 A1 - A7)	147
通货膨胀 (表 A8 - A13)	158
财金政策 (表 A14 - A21)	166
对外贸易 (表 A22 - A26)	175
经常项目 (表 A27 - A32)	183
国际收支与对外融资概况 (表 A33 - A37)	195
外债与偿债情况 (表 A38 - A43)	206
世界储蓄的来源与运用概况 (表 A44)	216
中期基准方案概况 (表 A45 - A46)	221
表格	
第一章 1. 欧盟: 趋同指标	19
第二章 2. 《世界经济展望》预测概览	24
3. 先进经济体: 实际 GDP、消费物价和失业率	25
4. 主要工业国家: 广义政府财政余额与债务	29
5. 部分发展中国家: 实际 GDP 和消费物价	33
6. 转轨国家: 实际 GDP 和消费物价	34
7. 双边和多边汇率的近期变化	38
8. 发展中国家、转轨国家和新兴工业化经济体: 净资本流动	41
9. 新兴市场经济体的私人融资总额	42
10. 部分经济体: 经常帐户余额	43
11. 部分拉丁美洲经济体: 宏观经济指标	49
12. 撒哈拉以南非洲: 部分经济指标	50
第三章 13. 主要工业国家: 商业周期指数	59
第四章 14. 部分危机: 金融部门和不良贷款重组的费用	79
15. 相对于预计产出的产出损失的危机成本	82
16. 货币危机脆弱性早期预警指标的重要性	97
第五章 17. 转轨国家: 广义政府余额	100
18. 转轨国家: 广义政府收入	101
19. 转轨国家: 广义政府支出	101
20. 部分转轨国家: 财政可持续性的方案	105
21. 部分转轨国家: 1996 年广义政府收入结构中的主要项目	107

	页码
22. 部分转轨国家：登记失业率	111
23. 部分转轨国家：1993-95年贫困人口估计数以及贫困赤字	112
24. 部分转轨国家：1996年广义政府支出结构中的主要项目	114
25. 部分转轨国家：寿命预期	115
26. 部分转轨国家：教育和卫生从业人数占总就业人数的比重	119
附件二 27. 各别商品的价格下降和外汇收入受影响最大的国家	130
专栏	
9 俄罗斯联邦：广义政府资金运行情况	102
10 转轨国家的公共养老金体系	116
转轨国家：1993年和1996年公共养老金的支出	117
图	
第一章 1. 世界产出和通货膨胀	1
2. 未来欧元地区的名义及实际利率	15
3. 欧盟：通货膨胀平均水平和广义政府余额	20
4. 欧盟：广义政府财政预算余额	21
第二章 5. 部分亚洲经济体：美元双边汇率和股票价格	23
6. 主要工业国家：产出缺口	28
7. 主要工业国家：货币条件指数	30
8. 部分欧盟国家和美国：消费与商业信心指数	31
9. 部分欧洲国家：实际国内总需求	32
10. 主要工业国家：名义利率	35
11. 部分先进经济体：通货膨胀	36
12. 先进经济体：通货膨胀和商品价格	37
13. 主要工业国家：有效汇率	40
14. 日本银行部门：部分指标	45
15. 东盟四国加韩国：总贸易余额	47
16. 金融部门动荡的情况下，产出缺口的途径	47
17. 部分拉丁美洲国家：短期利率和汇率	48
18. 埃及：基本宏观经济指标	52
第三章 19. 主要工业国家：产出缺口	57
20. 主要工业国家：失业、通货膨胀和产出缺口	58
21. 商业周期和产出缺口	62
22. 三个主要工业国家：实际有效汇率和部分相对周期变量	66
23. 部分主要工业国家：美元暂时升值情景假设	70
24. 三个主要工业国家：有效汇率的可变动	71

目 录

	页码
第四章 25. 货币与银行危机的发生率	78
26. 货币危机的宏观经济特征	92
27. 银行危机的宏观经济特征	94
28. 亚洲货币危机：脆弱性指标	98
第五章 29. 转轨国家：1997年广义政府收支	104
30. 转轨国家：1997年广义政府收入	109
附件二 31. 部分亚洲国家占世界初级产品消费的份额	127
32. 经合组织国家石油的商业存量	129
33. 实际商品价格和世界产出	131



第一章

全球经济前景和政策考虑

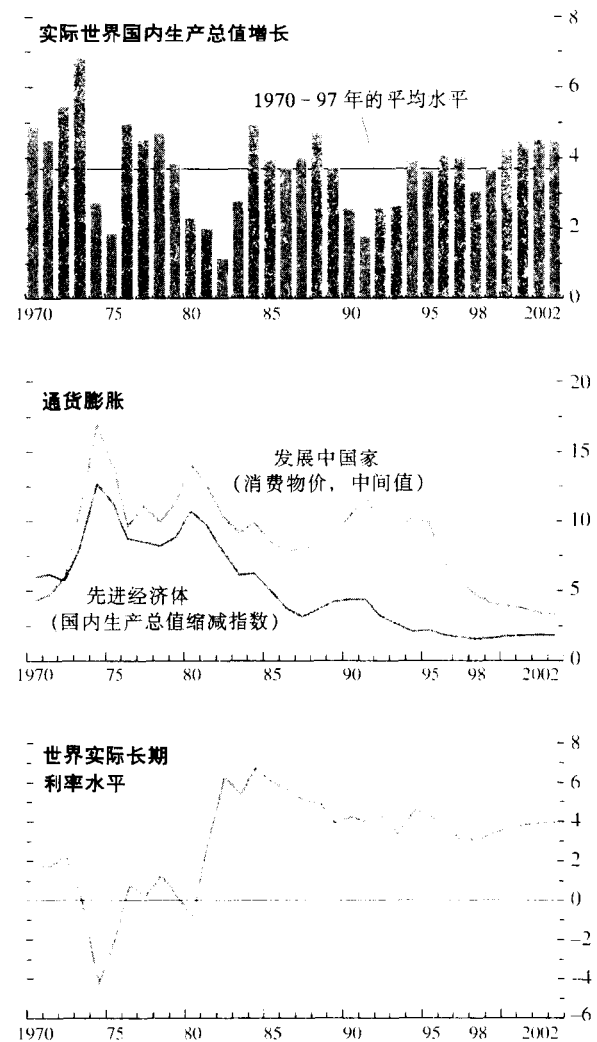
自1998年1月以来，爆发于1997年中的亚洲金融危机开始缓和，市场也开始部分地走出谷底。但是，危机国家的币值和资产价值仍然远远低于危机前的水平，而危机的解决和危机所带来的全球性影响还不确定。很明显，危机的严重性和可能造成的影响要比开始看起来严重得多，1997年12月的《世界经济展望：中期评估报告》中提到风险终于出现。不过，似乎这一次的经济增长率下降将比1974-75年、1980-83年和1990-91年（见图1）的经济滑坡幅度小。经济滑坡幅度相对较小的原因包括：大多数工业国家的国内需求增长前景强劲，以及亚洲危机对其他地区的溢出效应有限。在中期内，由于转轨国家经济增长将继续加强，以及发展中国家将保持其90年代早期和中期较强的经济运行，全球经济增长率将依然高于70年代至今的平均增长率。

与1997年12月的《世界经济展望：中期评估报告》预测的世界经济增长率3.5%和1997年10月《世界经济展望》预测的4.25%相比，本期《世界经济展望》预测1998年世界经济增长率仅略高于3%（见第二章表2），预测下调幅度最大的是三个危机最严重的经济体——印尼、韩国和泰国，由于国外私人融资的枯竭、本国货币大幅度贬值以及资产价格大幅度下挫，其国内需求急剧萎缩，即使净出口增加，也无法弥补国内需求的下降。同样是这些因素使马来西亚和菲律宾以及东亚其他一些国家的近期经济增长前景放缓，但这些因素与那三个经济体相比程度较轻。所有这些国家1998年的国内需求和进口将急剧下滑，危机最严重国家的实际GDP（GDP是国内生产总值的英文缩写）很可能下降。在印尼，持续的政策不确定性阻碍了金融

图1. 世界产出和通货膨胀¹

（年百分比变化）

预计亚洲危机只会使世界经济增长在短期内适度放慢。



1. 阴影部分指基金组织工作人员的预测。除非另有说明，总量的计算基于购买力平价权重。

市场局势出现决定性的转变。但是对其他几个危机最严重的国家，市场的态度似乎已有了好转。虽然这些经济体将面临痛苦的调整过程，但有理由预期，未来一年中，信心将不断恢复，经济将适度回升。这种预期是基于这些经济体的当局不断进行必要的稳定措施和改革措施的承诺，也基于它们的强劲增长潜力，一旦早期的过剩得到纠正，关键性的薄弱环节尤其是金融部门得到加强，信心恢复，它们的增长势头会再次显现。

危机的传染及溢出效应，改变了其他新兴市场国家的经济前景。国外融资减少，国外借款利差增加，股票市场价格下跌，以及为减少市场情绪破坏性变化的脆弱性所采取的紧缩政策，广泛地减弱了新兴市场国家（包括一些转轨国家）近期的增长前景。总体上看，不利的影响不是太大，经济仍将保持正增长。但是如果亚洲危机进一步恶化，它们将会面临更严重衰退的风险。危机也使商品价格走软，包括石油价格。对于作为这些商品净进口国的发展中国家和转轨国家中来说，贸易条件因此好转，但同时也对许多商品净出口国来说，其经济增长、经常项目余额和财政余额都面临不利影响，有些国家所受的影响将非常严重。

先进经济体中，日本的近期前景进一步恶化。虽然受到其亚洲贸易伙伴国经济困难的影响，但日本经济复苏徘徊不前的主要原因是日本国内的问题，这些问题包括：金融部门薄弱、坏帐问题、振兴经济的结构性改革的延误，以及1997年当经济恢复还很脆弱时政府撤销了财政刺激措施。尽管政府已经采取措施解决金融部门的问题，刺激国内需求，但预计1998年日本总体经济依然停滞。日本迫切需要采取进一步措施使其经济早日恢复。

幸运的是，北美和西欧的经济一直持续增长，并且在未来的一个时期很可能保持这种势头。美国、加拿大和英国的国内需求强劲，西欧大陆大多数国家的国内需求也在加强，这种状况有利于促进亚洲新兴市场国家因资本流入剧减而不得不调整其经常项目余额。这个调整过程将减少北美和欧洲对亚洲国家的净出口，某种程度上也会减少来自亚洲地区的外国直接投资（来自陷入困难的亚洲公司）。

另一方面，金融投资回流到成熟市场有助于降低实际利率，贸易条件的好转也将有利于支持国内需求。现在还不清楚，当出口到亚洲和其他新兴市场国家的订单减少，某些金融机构由于亚洲的借款人陷入经济困难而受到影响时，市场信心将受到什么影响。总体来看，亚洲危机可能会使工业国以及其他经济体的经济活动有一定程度的下降，同时也使通货膨胀的压力减轻，从而降低了资源利用率很高的国家，尤其是美国经济过热的风险。

虽然亚洲危机对全球增长的威胁似乎有限，但是风险很明显。危机经济体的政策偏差可能会进一步损害信心，在金融市场引起骚乱，延误经济恢复。这次的危机连同最近商品价格的变化（尤其是石油价格的下跌）会使一些国家的对外状况出现大幅度的调整，其后果对一些国家将十分痛苦。重要的是，那些对外状况恶化的国家不设置保护性的贸易壁垒或听任竞争性的货币贬值。因为这种保护措施是消极的，它会延缓危机的调整过程，并损害全球的经济增长。

风险也来自于工业国家的外汇和金融市场的发展。最近许多国家的股票市场创了新高，美元也进一步坚挺。资本向成熟市场回流也起了一定作用。预计1998年美国的经常项目逆差将剧增，这很可能使将来某个阶段对美元的态度发生改变。使目前一直有助于控制通货膨胀的临时因素之一发生逆转。如果与此同时世界商品价格回升，劳动力市场压力使工资进一步上升，美联储可能将采取大幅度的紧缩货币政策，债券市场和股票市场也会面临很大的调整。英镑的坚挺也使英国面临与美国同样的问题。因此，虽然危机的爆发使工业国家需要一个更为宽松的货币环境，但政策制定者仍需小心通货膨胀压力的变化，包括来自金融市场的压力。另外一些风险来自于许多新兴市场国家和一些先进经济体（尤其是日本）面临的金融部门困难及其脆弱性。

本书（第二章）继续探讨并更新了《世界经济展望：中期评估报告》中关于亚洲危机的全球性细节分析。该报告讨论了导致危机升级的原因，检查了危机爆发过程，本期《世界经济展望》第四章更

为广泛地从最近和早期的危机中总结教训；其中一个主要的政策问题——新兴市场经济体汇率政策的选择——在1997年10月的《世界经济展望》中已做了深入的探讨。本期的《世界经济展望》（见第三章）也审查了汇率的发展（尤其是主要货币汇率）与经济周期国际间差别的联系，这个问题与近期主要货币汇率结构的评估有关，明年外汇市场中最重要的发展可能是欧洲经济货币联盟第三阶段的启动，这个问题在1997年10月的《世界经济展望》已做了广泛的讨论；附录中探讨了这方面的一些最新发展。本期（见第五章）还审查了一些转轨国家最大的政策挑战——财政改革的进展。

亚洲危机

就经济增长和生活水平提高而言，居于危机中心位置的一些东亚经济体一直属于最成功的新兴市场国家。这些国家审慎的财政政策和很高的私人储蓄率使其成为其他许多国家的学习楷模。尽管现实中存在可能性，但无论是本地区还是外界都几乎没有想到这个地区会卷入战后最严重的金融危机中。到底出了什么问题？部分原因是这些国家成了自己成功的牺牲品。这些国家的成功，使国内和国外投资者低估了它们经济中的问题。另一部分原因是大量的资本流入使对政策和机构的要求提高，尤其是，但不仅仅是金融部门；而且政策和机构的发展步伐没有跟上。当危机深化时，政策的根本缺陷和各方面存在的问题完全暴露出来。过去的成功也可能使政策制定者在危机刚刚显露时否认采取措施的必要。

有几个因素，主要是国内的因素，当然也有外部因素，导致了国内和外国投资者情绪的急剧恶化。这些因素在不同国家的程度不同，并且由于危机国间的传染及溢出效应而恶化。正如《世界经济展望：中期评估报告》中讨论的那样，关键因素之一是不断增加的经济过热的压力，这表现在巨额经常项目赤字和不动产及股市价格上涨。因素之二是长期保持钉住汇率制，使货币政策对经济过热压力

的反应更复杂，同时也被视为是对外汇价格的隐含保证，鼓励了对外举债（通常是短期外债），造成了金融及企业部门过度的外汇风险。因素之三，金融体系中，管理不善、缺乏风险控制、审慎原则执行不力、监管不当、靠关系和政府指导的贷款行为导致银行贷款组合质量急剧下降。因素之四，缺乏数据和透明度，使市场参与者无法对经济基本因素保持客观的认识，同时也加剧了市场的不稳定性。最后，政府管理中的问题和政治不稳定加剧了信心危机，使投资者不愿继续延展短期贷款期限，打击了货币和股票市场。

外部因素也起了一定作用。由于日本和欧洲的经济增长乏力，利率水平低，国际投资者在寻找更高收益投资机会的同时，低估了新兴市场的风险，大规模私人投资涌入新兴市场。一些新兴市场国家采取了钉住美元的汇率制度，1994-97年间，日元对美元汇率的大幅波动造成了不可持续的国际竞争力的转化，加剧了危机的程度。特别是自1995年年中，由于美元升值，尤其是对日元的升值，使这个地区的一些国家竞争力下降，造成1996-97年出口减缓，此外国际投资者，主要是商业银行和投资银行再加上国内投资者和居民的外汇套期保值交易，某些情况下很大程度上给危机国家货币造成很大的贬值压力，对冲基金似乎对泰铢贬值起到了很大的作用（见专栏1）。许多外国投资者也蒙受了巨大损失。

为了控制由危机造成的经济损失，直接受危机影响的国家需要实施纠正性措施，由基金组织牵头的国际社会为危机最严重的国家——印尼、韩国和泰国的政策措施提供了资金支持。不幸的是，由于起初政府对实施适当的改革和其他恢复信心措施犹豫不决，危机进一步恶化，造成货币和股票市场超跌，从经济基本因素的重新评估来看，其跌幅即使在危机的情况下也不合理。金融市场的过度反应加剧了市场恐慌，也加重了公司和金融部门的困难，特别是外债的本币价格上涨。不过，虽然最近印尼局势仍不稳定，其他几个国家实施必要改革和调整措施的承诺在加强。

恢复信心和经济增长的计划包括一系列广泛的

专栏 1. 对冲基金在金融市场上的作用

近些年来国际金融市场上数个回合的动荡已经使人们注意到了机构投资者的作用，尤其是对冲基金所扮演的角色。继 1992 年欧洲汇率机制危机和 1994 年国际债券市场危机，1997 年年中东地区金融市场发生动荡之后，有人认为对冲基金或直接通过自身的交易或间接通过使其他市场参与者跟随他们的动向加速了资产价格的急剧波动。由于关于对冲基金活动的信息有限，基金组织的工作人员对它们在最近市场发展中所起的作用进行了研究。¹ 这个专栏总结了研究的主要成果。

什么是对冲基金？

对冲基金是私人投资库，通常定居于离岸市场以便利用税收和监管上的便利。在美国，对冲基金通常在私募时卖出股份，其高净值投资者少于 100 个，这是为了利用 1933 年的证券法规、1934 年的证券交易法规和 1940 年的投资公司法规以免于被监管。他们的管理以按业绩收费为基础；通常，管理所得是 1% 的管理费加 20% 的利润，管理费和投资费各不相同。大多数基金要求股东撤出资金前要事先发出通知：提前通知的时间各不相同，流动性强的投资可能要求提前 30 天，其他可能要求提前 3 年。

对冲基金的实际操作差别非常大。市场参与者主要分为两类：一类是宏观对冲基金，他们根据对宏观经济和金融状况的分析，在国家市场持有大量单向（未对冲）的头寸；一类是相对价值基金，他们对紧密相关的证券（例如国库券、公债）的相对价格下注，较少受宏观经济波动影响。相对价值基金通常比宏观基金的杠杆程度高，因为在他们拥有的投资工具上持有头寸所需的资本金相对较少。

定义并描述对冲基金有一个问题，许多其他投

资也进行同样操作。个体投资者以及和他们对等的机构投资者（例如投资银行）都会低价买入股票。部分准备金制的银行体系中，商业银行的资产和负债总额是资本金的好几倍，某种意义上商业银行也在利用杠杆作用。商业银行和投资银行的专营交易柜台都持有头寸、买卖金融衍生工具，并以与对冲基金同样的方式改变组合。许多共同基金、养老基金、保险公司和大学接受捐款都进行一些同样的操作，而且是对冲基金最重要的投资者。

有几个商业咨询公司确实在搜集对冲基金的信息。除了“基金的基金”（只投资于对冲基金的对冲基金），数据显示 1997 年第三季度对冲基金的资本金是 1000 亿美元左右。其中，宏观基金占 250 亿美元，通过杠杆借款达其资本金的 4~7 倍。虽然这些数字很大，但和其他机构投资者的资本金相比就不算什么了，例如养老基金、共同基金、保险公司、投资银行和商业银行，在成熟市场中，他们的资本金超过 20 万亿美元，而这些机构投资者在国际金融市场中也越来越活跃。

对冲基金投资策略的特点是什么？

虽然全球性宏观对冲基金力求投资策略多元化，但仍能找到它们的共同特点。

第一，全球性宏观对冲基金力图确认那些宏观经济变量远远偏离了可持续价值的国家，因为当这些国家的资产价格（和相关利润）最终发生变化时，幅度会非常大。其他投资者注意到了全球宏观基金在预期高回报的同时也承担了高风险。

第二，基金经理们对那些资本金损失风险实际上为零的投资特别感兴趣。例如，对可能贬值但在可预见的将来不可能再回升的汇率。

第三，对冲基金最可能在融资成本低时持有大量头寸。低廉的融资使他们即使在对事件发生的时间还不确定时，就可以取得和持有头寸。比如他们预期一个国家的货币很可能要贬值，但不确定何时会贬值。

第四，对冲基金的经理们对流动性市场感兴趣，

1. 参见 Barry Eichengreen, Donald Mathieson 和其他人所著的“Hedge Funds and Financial Market Dynamics”，刊登于 *Occasional Paper* 第 166 号（1998 年，国际货币基金组织，华盛顿）。

因为在这种市场他们可以以低成本做大额交易。在新兴市场中，有限的流动性和可交易量的限制束缚了对冲基金和其他想持有头寸的投资者。对在离岸市场与同业做业务的国内银行实施资本金控制或限制，使保值基金很难增加相对于既做离岸又做在岸业务的商业银行和投资银行的头寸。经理们也惟恐被发现做政府及中央银行的交易的对应方。在规模较小、流动性较小的市场中要匿名非常困难。

对冲基金是否领导了其他投资者？

一个普遍的现象是对冲基金非常敏捷快速地从离开目标，他们的经理以精明著称。对冲基金要持有头寸的流言很可能鼓励其他投资者跟风。

这种关系的系统性证据都很少。由在期货市场持有大量头寸的经纪人——交易商、商业银行、外国银行、对冲基金、保险公司、共同基金、养老金基金和储贷机构向美国商品期货交易委员会报告的数据显示，对冲基金在标准普尔 500 指数合约和三个月的欧洲美元合约上互相跟风，小一些的基金则对大一些的基金在日元合约和标准普尔 500 指数合约上跟风。²

一份测试对冲基金是否有领导其他投资者倾向的深入研究得到混合的结果。同一时期里对冲基金的头寸和其他投资者的头寸负相关，当前时期的其他投资者的头寸和紧邻的上一个时期的对冲基金的头寸有很小的相关性。

对冲基金是否应该服从更高的监管和披露要求？

美国和英国是世界上最重要的对冲基金运作的地方，那里的监管者认为没必要为了加强金融市场的稳定而设立专门的对应政策来监管和限制

对冲基金的活动。具体来讲，在这种主导观点下，对冲基金卖空外汇头寸，因为不一致的政策迹象可能使盯住汇率制无法持续。但是，对冲基金到目前为止也买入了急剧贬值的货币，因此他们是流动性和减少市场波动、起稳定作用的投机源泉。

但是可以考虑用有限的措施来加强监管和市场透明度。例如，可以加强和学习像美国那样现有的大户及头寸报告机制，使基金的运作更透明化。任何一个传递有用信息的详细资产组合及头寸报告体系都应该包括商业银行、投资银行、保险公司和养老基金。对报告的要求应适用于所有国家，否则，那些认为报告太繁琐的市场参与者会到离岸市场记载交易。

要求商业银行和经纪人提高保证金和抵押品的要求，会使对冲基金在金融市场持有头寸的能力受到限制。与此类似的是，对金融机构借给非居民国内资产进行限制，会限制对冲基金在货币市场卖空头寸的能力。但是，为了能够影响市场运作，这些要求也要适用于银行、养老基金、保险公司和其他机构。

但是，对持有头寸采取强硬措施会阻止对冲基金和其他国际投资者发挥反趋势作用。当不一致的宏观基本因素和不可持续的盯住汇率制开始显现时，对冲基金可能是第一个卖空货币的机构投资者；当货币超跌的危机过后，对冲基金可能是第一个返回市场的投资者。现在还不太清楚打击对冲基金获取头寸是否会减少货币及其他资产市场的波动。

为了保护经济不受不良市场发展的打击，政策制定者可采取的最重要的行动是避免不一致的政策和无法抵御的盯住汇率制使对冲基金有机会单向下注，还可以提高清算、结算和支付体系抵抗资产价格变动的能力，也可以更好地提供关于政府政策和私人部门状况的信息以减少信息不全导致投资者“跟风”的倾向，从而扩大大机构投资者持有头寸的影响，对冲基金只是大的投资者中的一类。

2. 参见 Laura E. Kodres 和 Matthew Pritsker 所著的“Directional Similar Position Taking and Herding by Large Futures Market Participants”（1997年，未出版；国际货币基金组织和联邦储备委员会理事会，华盛顿）。

措施，这些措施必须针对不同国家的具体问题。下面是基金组织对印尼、韩国和泰国提供援助项目的基本内容：

- 必须保持足够紧的货币政策以阻止货币的过度贬值，货币过度贬值会给国内通货膨胀和有大量外汇风险^①的金融机构和非金融机构造成灾难性后果。货币过度贬值削弱了贸易伙伴国的货币竞争力，也给他们造成货币贬值的压力，从而加剧了恶性竞争性货币贬值的风险，这对任何国家都没有好处，而且造成货币环境不稳定。随着基本政策问题的纠正和信心的恢复，利率可以回到更正常的水平。的确，韩国和泰国松动其货币环境已成为可能，但经验表明（包括亚洲危机），过早的松动代价很大。
- 金融部门的问题是这次危机的根源，需要采取紧急行动，包括明确宣布实施每项改革措施的日程表。金融部门的问题部分是由于政府给了金融机构各种明确或隐含的保证，这种保证使他们或其他客户陷入过度的外汇风险和其他风险中，同时也造成了盲目放贷（这些问题不仅仅局限于亚洲，而是全球性的）。多数情况下，有问题但可生存下去的金融机构需要改造和注资，无支付能力的需要关闭或由强健的金融机构兼并以促进信心恢复。公共部门援助行动应在综合性改组策略下进行，首先要保证股权拥有者、债券拥有者和其他债权人合理分担损失以减少纳税人损失，还要加强审慎监管。
- 改进公共及企业管理和提高透明度及责任感也很重要。近期的困难某种程度上反映了政府大量干预经济、政治支持、裙带关系和不严格的会计操作。关键的是，政治领导人应发出强烈而明确的信号，表明这样的行为不会被放过，并采取适当的改革来恢复市场信心。
- 要采取财政政策以减少对外国储蓄的依赖，同时也要考虑到改组和注资银行体系要付出

的巨大成本。在保持财政纪律的同时，资源分配要从非生产性的公共支出转移到有助于使危机的社会成本最小化的支出上来，包括加强社会保障网络。财政调整的程度及组成，因各个国家的具体经济情况而不同。基金组织援助项目中，财政目标随着环境变化而调整。必须在恢复宏观经济的稳定（以及让国内国外投资者安心）与使国内需求不过度萎缩之间找到平衡点。

为控制危机给直接危机国及全球经济带来灾难性结果，国际金融组织正在为危机国提供前所未有的援助，同时也在努力避免道德危害（见专栏2）。基金组织给印尼、韩国和泰国提供了大量的贷款，多边机构也提供援助。就几个危机国的短期外债而言，仅靠官方援助来提供足够的资金使危机国尽早偿还国际银行的贷款是不现实的，因此私人债权人也需要作出贡献，可以滚动贷款和展期，也可以提供新增中期融资。另外，对那些无偿能力或无流动性的借款人，私人债权人也可参加他们的债务重组。最近韩国债权人达成的自愿债务交换（除贸易信贷外对所有的银行债务进行重组）就特别受欢迎。

就所有处在危机中心的国家而言，现在危机的后果开始显现，投资和消费大幅度下降，贸易余额很快好转。1998年整体来看，印尼、马来西亚、菲律宾和泰国这东盟四国总的经常项目余额目前预计是200亿美元的顺差，而1997年和1996年分别是270亿美元和540亿美元逆差，而且实际的调整幅度很可能比预计的要大。对外状况被迫改善将有助于抵消国内需求下降，但预计1998年印尼、韩国和泰国的产出也将下降。

随着必要政策的实施和对外余额的改善，市场信心应该在1998年逐步恢复，从而为1999年经济

^① 关于那些面对外汇市场压力力图采取紧缩货币政策国家的经历与那些没有采取紧缩政策国家的经历比较，见1997年12月期《世界经济展望：中期评估报告》专栏5的“针对外汇市场危机的政策措施”。

增长的适度回升和 2000 年的稳步恢复打下基础。1994-95 年“特奎拉危机”后墨西哥和阿根廷的经历以及其他许多国家类似的经验表明，如果政策制定者准备解决导致危机的根本性原因，那么危机到达高潮后的一年左右使经济开始恢复是现实可行的。这次危机中金融部门问题的严重性和重要性及其他结构性问题意味着，与那些主要通过宏观经济调整措施就可解决的危机相比，这次的危机需要更长的时间去实施必要的纠正措施。但同时，货币和金融市场的大幅度下挫意味着当信心恢复时市场将有快速回升的余地。

严重的金融危机并不是什么新现象，而且将来还会再次发生。金融市场将不断全球化，投资者越来越明显的倾向是对成功过分热情，对刚出现的问题反应不够及时，而最终当市场态度发生变化时又反应过度，因此危机的风险很可能在增加，国际传染及溢出的范围可能也会扩大。防止新的危机出现确实是个相当大的挑战，因此各国的政策制定者和私人投资者要格外小心谨慎；政府、金融机构和公司要给公众提供更全面的经济及金融信息；国际社会和地区要加强对经济及金融发展和政策的监查；同时，政策制定和实施的透明度也非常重要（见附件一）。

政策制定者的一项关键任务是及早确认经济中的问题和不平衡，以便在危机爆发前加以纠正。在这方面，发展和检测能及早显示用以衡量经济脆弱程度的预警指标是有益的。当然要及早发现并正确地解释所有的危机预警信号似乎不太可能，但是，过去有许多潜在的严重危机通过预先采取的措施化解了。

有些情况下，可以考虑改变汇率政策。钉住汇率制、货币联盟和货币局制对许多国家有益，包括为稳定措施提供支持；成功地保持相对固定的汇率所带来的益处比短期内所付出的代价要多。但是可调整的钉住汇率制在面对大规模资本流入的情况下越来越难维持。而且，要采取任何形式的钉住汇率制或固定汇率制，不但要具备一些前提条件，而且钉住汇率和固定汇率都要定在合理的水平上，各项政策都要与稳定这一汇率的目标一致。对有些经济

体而言，通过对比成本和利益，灵活的汇率制度好处更多，部分原因是，实行灵活的汇率制度可以减少固定汇率制度下过度的外汇风险。但是，放弃固定汇率制度的决定通常是很困难的。在外汇市场较平静的时候放弃较为理想，但实践中却总是在外汇市场紧张的时候放弃固定汇率制度。在这种情况下，重要的是实施支持性的政策措施和结构性改革，同时要明确地引入新的价格和汇率预期的支撑。^②一旦汇率的灵活性增加，汇率水平应该成为经济政策的焦点，应经常采取调整措施来限制汇率波动。

所有国家都从进入全球资本市场和经济体内外融资的市场竞争改善中获利。益处之一是外国公司的进入加强了国内金融部门的竞争。但同时也要清醒地认识到，有序地开放资本流动需要重要的前提条件，其中最重要的是有效监管下稳健的金融体系。在开放资本项目和国内金融部门自由化的过程中，运用诸如外币存款和短期外债法定准备金等市场工具可能会对缓和资本流入，对金融体系的外汇风险的审慎限制也很重要包括客户未保值的外债风险。国内金融部门自由化应先于或者至少应伴随着对外国投资者的开放，这样可以促进国内资本市场的发展，从而减少国内金融资源的调动和有效中介作用被资本流入替代的风险。

亚洲危机使新的想法出现，建设新的国际货币体系构架以减少危机的可能性和严重性。而私人部门、国家政府和国际组织，如基金组织可以在这方面起一定作用（见专栏 3）。

先进经济体

亚洲的形势发展会给所有的先进经济体带来负面影响。但它对不同国家和政策的影响不同，因素有三。第一个因素是与危机经济体贸易和金融的联

^② 参见 Barry Eichengreen, Paul R. Masson 和其他人所著的 Policy Option for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility 一文，将刊登在不定期刊物上（1998 年，即将出版，国际货币基金组织，华盛顿）。