

世界经济与金融概览

世界经济展望

金融压力、经济下滑和恢复

.....

2008年10月



中国金融出版社 国际货币基金组织

世 界 经 济 与 金 融 概 览

世界经济展望

2008年10月

金融压力、经济下滑和恢复

WORLD ECONOMIC OUTLOOK

October 2008

Financial Stress, Downturns, and Recoveries

作者：国际货币基金组织

译者：国际货币基金组织语言服务部



中国金融出版社
国际货币基金组织

World Economic Outlook (October 2008 issue)

Copyright ©2008

International Monetary Fund

《世界经济展望》(2008年10月)

英文版权©2008

国际货币基金组织

中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

This translation is published with the consent of the International Monetary Fund; the International Monetary Fund does not accept any responsibility for the accuracy of the translation. In case of any discrepancies, the original language shall govern.

本出版物已经国际货币基金组织同意出版，国际货币基金组织对翻译的准确性不承担任何责任。如有不符之处，以最初的语言版本为准。

责任编辑：杨冠一

责任校对：刘 明

责任印制：毛春明

图书在版编目(CIP)数据

世界经济展望. 2008年10月. 金融压力、经济下滑和恢复/国际货币基金组织著；国际货币基金组织语言服务部译.—北京：中国金融出版社，2009.4

(世界经济与金融概览)

书名原文：World Economic Outlook (October 2008)

ISBN 978-7-5049-4960-8

I. 世… II. ① 国…② 国… III. 世界经济—研究报告—国际货币基金组织—2008 IV. F113.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第019224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

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 天津银博印刷技术发展有限公司

尺寸 215毫米×280毫米

印张 17.75

字数 472千

版次 2009年4月第1版

印次 2009年4月第1次印刷

定价 48.00元

ISBN 978-7-5049-4960-8/F.4520

如出现印装错误本社负责调换

联系电话 (010) 63263947

假设和惯例

《世界经济展望》提出的预测使用了一系列假设。这些假设是，实际有效汇率将保持在 2008 年 8 月 18 日至 9 月 15 日的平均水平上，参加欧洲汇率机制 II (ERM II) 的货币除外，假设这些货币对欧元的名义汇率保持不变，各国当局也将继续贯彻原有的政策（有关工业化国家的财政和货币政策的具体假设，见专栏 A1）；每桶石油的平均价格 2008 年将为 107.25 美元，2009 年为 100.50 美元，而且在中期内实际价格将保持不变；美元存款的 6 个月期伦敦同业拆借利率 (LIBOR) 2008 年平均为 3.2%，2009 年为 3.1%；欧元 3 个月期存款的利率 2008 年平均为 4.8%，2009 年为 4.2%；日元 6 个月期存款的利率 2008 年平均为 1.0%，2009 年为 1.2%。当然，这些都是研究假设，不是预测，而且与这些假设有关的不确定性会增大所有预测的误差范围。本报告的估计和预测是根据 2008 年 10 月初所掌握的统计信息。

《世界经济展望》使用了如下惯例表示法：

- … 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；
- 在年份或月份之间（例如 2006—07 年或 1—6 月），用以表示覆盖的年份或月份，包括起止年月。
- / 在年份或月份之间（如 2006/07），用以表示财政或财务年度。

“10 亿”表示 1,000 个百万；“万亿”表示 1,000 个十亿。

“基点”指一个百分点的 1/100（例如，25 个基点相当于一个百分点的 1/4）。

图和表格中的阴影部分表示国际货币基金组织工作人员的预测。

各个数字的合计与总数之间出现的微小差异是由于四舍五入。

本报告中使用的“国家”一词并非在所有情况下都是指国际法和国际惯例所理解的领土实体，本报告中使用的“国家”一词还包括一些非国家的领土实体，其统计数据是单列的。

其他信息和数据

本期《世界经济展望》报告全文可以从国际货币基金组织的网站(www.imf.org)上获得。网站上还提供世界经济展望数据库的数据,这些数据比报告本身的数据丰富,包括读者通常最需要的时间序列数据文件。这些文件可以下载,并用于多种软件包。

有关《世界经济展望》内容和数据库的询问,应通过信件、电子邮件或传真的方式(不接受电话咨询),联系方式如下:

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 Fax: (202) 623-6343

前言

《世界经济展望》的分析和预测是国际货币基金组织（以下简称基金组织）对其成员国的经济发展、各项政策、国际金融市场状况和全球经济体系进行监督的有机组成部分。前景和政策概览是基金组织各部门对世界经济发展综合分析的结果，主要依据是基金组织工作人员通过与成员国磋商获得的信息。这些磋商主要由基金组织地区部负责，其他参加部门有战略、政策与检查部（原政策制定与检查部）、货币与资本市场部以及财政事务部。

本报告的分析在经济顾问兼研究部主任 Olivier Blanchard 的带领下在研究部内协调完成。主持该项目的是研究部副主任 Charles Collyns 和研究部处长 Jörg Decressin。分析得益于原经济顾问兼研究部主任 Simon Johnson 早期提出的意见。

本报告的主要撰稿人是 Roberto Cardarelli、Kevin Cheng、Stephan Danninger、Mark De Broeck、Selim Elekdag、Thomas Helbling、Anna Ivanova、Florence Jaumotte、Daehaeng Kim、Michael Kumhof、Subir Lall、Tim Lane、Douglas Laxton、Daniel Leigh、Valerie Mercer-Blackman、Jonathan Ostry、Alasdair Scott、Sven Jari Stehn、Steven Symansky、Natalia Tamirisa 和 Irina Tytell。Toh Kuan、Gavin Asdorian、Ioan Carabenciov、Huigang Chen、To-Nhu Dao、Stephanie Denis、Nese Erbil、Angela Espiritu、Elaine Hensle、Patrick Hettinger、Annette Kyobe、Susana Mursula、Jair Rodriguez、Bennett Sutton 和 Ercument Tulun 提供了研究帮助。Saurabh Gupta、Mahnaz Hemmati、Laurent Meister 和 Emory Oakes 负责管理数据库和计算机系统。Jemille Colon、Tita Gunio、Shanti Karunaratne、Laura Leon、Patricia Medina 和 Sheila Tomilloso Igcasenza 负责文字处理。其他参与者还有 Steven Barnett、Rudolf Bems、Irineu de Carvalho Filho、Stijn Claessens、Kevin Clinton、David Coady、Gianni de Nicolò、Ondrej Kamenik、Julie Kozack、Luc Laeven、Prakash Loungani、Dirk Muir、Krishna Srinivasan、Emil Stavrev 和 Stephen Tokarick。外聘顾问有 Joshua Aizenman、Antonio Fatás、Christopher Meissner 和 Hyun Song Shin。对外关系部的 Linda Griffin Kean 编辑了书稿并协调了出版工作。Lucy Scott Morales 提供了编辑帮助。

本报告的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 2008 年 9 月 17 日和 19 日讨论该报告后提供的意见和建议。但预测和政策评价均出自基金组织工作人员，不代表执行董事或其所在国当局的意见。

序 言

很遗憾，不久前我才到基金组织任职，对本期《世界经济展望》的贡献甚少。同以往各期《世界经济展望》一样，本期报告也非常出色，它为读者清晰描述了世界经济正在发生的变化。在此，我要感谢 Simon Johnson、Charles Collyns、Jörg Decressin 以及写作班子的其他成员。

第一章和第二章分析世界经济形势及变化，此次的分析工作尤其困难。由于面临严重的金融冲击和仍居高不下的能源和商品价格，世界经济正在迅速下滑，许多先进经济体正在接近或已经陷入衰退。

近几周，有关金融市场动态的报道充斥了媒体。2007年开始的次贷危机现已发展成信贷危机，并对美国和欧洲的金融机构造成严重破坏。各方面对美国和欧洲几家最大金融机构清偿能力的关注日益加剧，这导致全球金融体系接近系统性崩溃的边缘。迄今为止，对实体经济的影响尚有限。部分原因是，美国的退税举措对消费提供了支持、非金融公司部门健康的资产负债表和盈利允许它们利用自有资金，而不需借款。但是，这两个因素都不可能持续太长的时间。近几周里，信贷条件日益苛刻，从而束缚了非金融公司和一些新兴经济体筹集资金的能力。美国和欧洲当局已采取一些特别举措，包括注入大量流动性、为陷入困境机构的恢复进行干预、扩大担保以及美国近来通过立法动用公共资金购买银行的问题资产。但是，目前尚不能确定这些措施是否足以稳定市场和恢复信心，形势仍然十分不确定。

世界经济还面临其他冲击。近几个月，石油和其他初级商品的价格升至历史最高水平。在先进经济体，灵活的实际工资、得到良好控制的通货膨胀预期和经济活动将急剧下滑的预期有助于抑制核心通货膨胀的上升。但是，在新兴经济体和发展中经济体，影响要大得多，实际工资水平

大幅下跌。石油出口国则难以为过热的经济降温。

展望未来，有必要分析这些冲击可能会对世界经济产生什么影响。我们的预测基于三项主要假设。第一，商品和石油价格可能趋于稳定，通货膨胀压力将得到缓解，在必要情况下可为扩张性政策提供空间。第二，明年年底之前，美国房价和其他活动将触底，住宅投资将得以恢复。第三，信贷形势虽仍将紧张，但随着系统性解决方案的各项内容得到落实，金融中介不会进一步恶化。基于以上假设，我们预测世界经济将在 2009 年年底开始恢复，当然步伐将十分缓慢。然而，不确定性将高于正常水平，且下行风险也是显著的。

按惯例，本期《世界经济展望》还较深入地分析了一些重要的时事问题。第三章考察了近来商品价格高涨可能导致过去 20 年取得的反通货膨胀成就功亏一篑。当然，一些商品，尤其是石油价格自 7 月中旬开始回落起到了一定的缓解作用，但现在还未到放松的时候。以实际价格衡量，商品价格可能仍高于近几十年的水平，而且需在不对价格和工资形成产生第二轮影响的前提下来吸收相对价格的这种变化。在先进经济体，扩大的产出缺口有助于抑制通货膨胀压力，因此这样做的难度不大。此外，与 20 世纪 70 年代相比，这些国家的商品密集程度大大降低，而且其劳动力市场更加灵活，较健全的货币政策框架在控制通货膨胀预期方面也比较成功。然而，就新兴经济体和发展中经济体而言，由于其资源密集程度较高、政策框架有待完善，而且增长率较高，这些经济体更易受通货膨胀波及的影响。这些经济体中，有许多第二轮影响日益明显，尽管全球经济减速、商品价格下降均有助于控制通货膨胀风险，通货膨胀持续加剧仍可能使来之不易的反通胀信誉付之一炬，将来须采取更大力度的措施来恢复信誉。

第四章分析了全球经济关注的焦点：目前的

金融危机将对经济活动产生什么影响? 无疑, 金融体系眼下面临的冲击是自大萧条以来最严重的, 至少对美国是如此。那么, 是否一定会发生 20 世纪 30 年代出现的产出暴跌呢? 如第四章分析的, 历史记录鱼龙混杂。金融危机之后并不一定发生衰退, 甚至不一定发生经济减速。然而, 分析还表明, 如果金融危机对银行体系造成严重破坏(像此次危机一样), 经济活动出现严重和长期下滑的可能性会有所增加。在过去几十年发生过恶性金融危机的许多经济体的经历就是很好的例证, 例如, 北欧各国和日本。此外, 在金融危机面前, 有着较多地基于正常交易关系或基于市场的金融体系的经济体尤其容易受到经济活动急剧收缩的影响。这是因为在这些经济体, 杠杆更趋于顺周期性, 信贷紧缩的风险更大一些。这是否意味着有着最卓越的、以市场为基础的金融体系的美国正在陷入严重的衰退呢? 未必如此, 因为正如本章所揭示的, 其他因素也起作用。有两大因素对美国经济提供了支持, 一是美联储作出迅速和强有力的反应, 即降低政策利率; 另一个因素是美国非金融公司部门状况良好。低负债和高盈利帮助美国企业驾驭了金融风暴。然而, 金融危机持续时间越长, 非金融公司支持强劲增长的可能性越小。

第五章从一个崭新的角度探讨了一个传统论题, 即财政政策作为反周期工具的价值。在全球经济放慢以及人们对货币政策的有效性产生怀疑的背景下, 财政政策被赋予新的重要性。对于主张积极干预财政的人士来说, 分析结论并不十分理想: 财政乘数, 即相机抉择的财政刺激手段对产出的影响在一般情况下相当低, 在有些情况下, 甚至会起相反作用, 尤其是在那些债务水平居高不下、采取扩张性财政政策可能导致对长期债务可持续性产生关注的情况下。这并不一定表明政

策制定者应放弃作为反周期工具的财政政策, 分析强调的是, 财政措施须有针对性, 只有这样, 才能取得最大化的短期效果, 同时又不会影响长期内的财政状况。

此外, 还有必要考虑, 为了提高财政政策作为宏观经济稳定器的作用, 是否需强化更广义的财政框架。有两个可供选择的方案: 第一, 提高正常税收和转移支付计划的周期性反应, 有可能增强自动稳定器的作用。例如, 如出现经济下滑, 找工作的难度增加, 失业保险体系的救济水平将自动提高。第二, 可采取举措, 强化财政政策的总体治理结构, 确保经济下滑期间的财政放松与扩张期间的财政紧缩保持平衡, 从而降低“债务偏向”。改善治理可以支持信誉, 从而有助于提高财政刺激的有效性。这些方法虽各有优缺点, 但我认为都值得考虑。

最后, 第六章试图解决一个重要的难题: 新兴经济体近几年的经常账户差额为何会大相径庭, 为何一些新兴亚洲经济体存在大量顺差, 而其他新兴经济体, 尤其是欧洲新兴经济体却持续存在大量逆差? 答案不止一个, 本章认为, 重要的原因是新兴欧洲经济体迅速放开金融部门和资本账户, 尤其是那些迅速融入欧洲联盟的经济体。而就新兴亚洲而言, 自 1997—1998 年亚洲金融危机之后, 许多经济体积累了大量国际储备, 以自我保险。由此提出这样一个问题: 近来出现的这种格局是否会持续下去? 动荡的全球环境无疑给那些拥有大量经常账户逆差, 因此需要大量外部融资的经济体带来压力。

Olivier Blanchard
经济顾问兼研究部主任

面对自 20 世纪 30 年代以来成熟金融市场所遭遇的最危险的金融冲击，世界经济正陷入重大衰退。2008 年全球增长预计会大幅放慢，直至 2009 年晚些时候才会出现适度复苏。在初级商品价格大幅上涨带动下，通胀处于高水平，但预计会放缓。目前情况非常不稳定，并存在显著的下行风险。眼下的政策挑战是稳定金融形势，同时引导经济度过经济活动放慢时期，并控制通货膨胀。

全球经济面临压力

在经历若干年强劲增长之后，世界经济正在迅速减速（第一章和第二章）。强烈的金融冲击、仍然高企的能源和其他初级商品价格对全球经济活动造成影响。许多先进经济体正接近或滑向衰退，同时新兴经济体增长也正在减弱。

于 2007 年 8 月首先在美国爆发的次级抵押贷款危机在过去 6 个月进一步加深，并在 9 月进入一个新的混乱阶段。全球金融体系都感受到了这一影响，对新兴市场的影响也更加广泛。对偿付能力的进一步担忧导致对美国和欧洲主要金融机构进行紧急救助，同时也严重动摇了信心。作为回应，美国和欧洲当局已经采取旨在稳定市场的非常规措施，包括大量的流动性注入、快速干预，来解决脆弱的机构问题和扩大存款保险；以及近期美国立法动用公共资金从银行购买陷入困境的资产。然而，在本报告发布之际，情况依然非常不确定。

同时，伴随自 2004 年以来粮食和燃料价格的大幅上涨以及紧张的产能制约，通胀上涨至十年来未见的水平。如第三章所分析，新兴经济体和发展中经济体的消费价格上涨异常强劲。这一加速反映了粮食在消费篮子中所占比重很高、依然相当快速的经济增长以及不是十分确定的通胀预期。

显然，那些采用通胀目标制的国家情况普遍好一些。在先进经济体，油价上涨已促使总体通胀水平上升，但基本通胀压力似乎得以控制。

近期全球经济表现恶化，之前，随着新兴经济体和发展中经济体日益融入全球经济，全球经济经历了持续扩张。然而，事后看来，宽松的宏观经济和监管政策可能促使全球经济“超速运行”，并可能促成金融、住房和初级商品市场不平衡的积累。同时，市场缺陷与政策缺陷一道，影响了平衡机制的有效运作，并积聚了市场压力。

尚看不到复苏，当复苏来临之际，可能会是逐步复苏

展望未来，金融状况可能依然十分困难，这就抑制了全球增长预期。基线预测假设美国和欧洲当局采取的行动将在稳定金融状况和避免发生进一步系统性事件方面取得成功。然而，即使美国计划得以成功实施并将陷入困境的资产从银行资产负债表中剔除，在未来一段时间，交易对手风险可能依然处于异常高位，从而放慢主要金融市场恢复至较具流动性的状况的步伐。而且，伴随全球经济减速，还可能出现额外的信贷损失。在这种情况下，金融机构筹集新资金的能力依然面临巨大挑战。同样，正如 2008 年 10 月期《全球金融稳定报告》讨论的，必要的去杠杆化过程将继续是一个长期的过程，这意味着信贷创造以及经济活动受到的限制至少在 2009 年仍会持续。

然而，预期若干因素会对 2009 年晚些时候出现的逐步复苏奠定基础：

- 预计初级商品价格会稳定，虽然仍位于 20 年来的高位。2008 年石油价格上涨达 50% 以上所造成的不利贸易条件影响应于 2009 年开始缓解，这将促进石油进口国的消费。

- 美国住房部门预期最终会在明年触底，结束自 2006 年以来对增长的严重拖累。房价的最终稳定应帮助限制金融部门与住房抵押贷款相关的损失，近期对房利美和房地美这两大政府资助企业的干预，也应有助于支持住房部门的信贷获取。虽然其他先进经济体住房周期和相关的调整可能会滞后，但它们将更深切地感受到金融危机的总体影响。
- 虽然近期新兴经济体增长势头有所消退，但预期它们仍会成为抵御力量的一个来源，这受益于强劲的生产率增长和改进的政策框架。当然，金融危机持续时间越长，它们受到的影响可能越大。

在这一背景下，相对于 2008 年 7 月期《世界经济展望》更新版，基线增长预测已被大幅度下调。以年均为基础，全球增长预期将从 2007 年的 5.0% 减缓至 2008 年的 3.9% 和 2009 年的 3.0%，为 2002 年以来的最慢增长步伐。先进经济体将于 2008 年下半年和 2009 年年初陷入或接近衰退，按照过去标准衡量，预计于 2009 年晚些时候出现的经济复苏将是一个循序渐进的过程。大多数新兴经济体和发展中经济体的增长率将放慢到趋势增长率以下。在通胀方面，生产能力闲置增加和正在稳定的初级商品价格预期会遏制物价上涨的步伐，使先进经济体 2009 年的通胀水平回到 2% 以下。在新兴经济体和发展中经济体，伴随近期初级商品价格上涨转嫁给消费者，预计通胀将逐渐回落。

这一增长基线预测存在显著的下行风险。主要风险围绕两个相关的金融担忧：金融压力可能仍会很大，与基线中设想的情况相比，去杠杆化所造成的信贷约束可能会进一步加深和延长。此外，美国房市恶化可能会比预期更严重，持续时间也更长；同时欧洲房市可能会更广泛地削弱。目前，伴随全球经济放慢，初级商品价格回落，通胀对增长的风险有所减弱。同时，资金流动的潜在中断和日益增加的贸易保护主义风险给经济复苏带来更大风险。

第四章探讨了金融压力与经济下滑之间的联系，并对以往和近期的经历进行了比较。分析表明，

植根于银行部门的金融压力，比股票市场或汇率对经济的负面影响更大，转向更多地基于正常交易关系的金融中介可能加大了这一影响。初始状况似乎会影响结果。因此，美国和西欧非金融公司在经济下滑开始阶段相对健康的资产负债表提供了抵御力量，但如果金融危机持续时间加长，这类公司将面临风险。

第六章对那些具有持续的巨额经常账户逆差的国家表示关注。由于全球的去杠杆化过程减少了新兴经济体能够获取的外部融资，这些担忧可能尤为重要。这一分析试图解释新兴市场经常账户表现中存在的巨大差异，将新兴欧洲的巨额逆差与资本账户放开、金融改革以及欧洲经济趋同所创造的机会相联系。然而，持续的巨额逆差会突然结束，刚性的汇率体制会提升这一风险。事实上，与拥有较少经常账户逆差或顺差国家相比，许多拥有巨额经常账户逆差的经济体受金融市场动荡的影响要大得多。

处于两难之中的政策制定者

今天，全球的政策制定者们都面临着稳定金融状况的艰巨任务，同时又要使其经济度过一个增长放慢的时期并控制通胀。在当前情况下，多边努力尤为重要，包括采取补救金融动荡的政策举措，缓解初级商品市场紧张，以及支持背负着高粮价进口负担的低收入经济体。

国家当局正积极寻求旨在稳定金融状况的政策。要实现这一艰巨任务要求作出全面回应来解决系统性问题，即解决不良资产、培养重建银行资本金以及恢复融资市场的流动性，同时要注意考虑纳税人利益和道德风险。国家层面所采取做法应在国际层面予以协调，以解决所面临的共同问题，并避免产生不利的跨境激励机制。

随着时间的推移，美国购买与房地产相关资产的举措，应减少问题资产给银行带来的压力，从而支持恢复稳定的融资来源和信心。然而，也可能需要动用公共资金来帮助银行重建其资本基础。在西欧，恢复信心需要对一致和协调的努力作出果断承诺，以便促进对问题资产及银行资本

重组的及时认可。一个主要的任务将是制订合作性协议，使其适用于广泛的环境，包括解决大的跨境机构面临的压力，确保在扩大存款保险方面的一致性。

先进经济体的宏观经济政策应旨在支持经济活动，以打破实体经济与金融形势之间的逆向反馈循环，同时又不忽视通胀风险。

- 迅速放慢的经济活动和增大的产出缺口应对控制通胀压力有所贡献。在某些情况下，通胀压力缓解以及经济前景恶化为放松银根提供了空间，特别是在欧元区和英国，这些地区的短期利率很高。
- 关于财政政策，自动稳定器在缓解冲击对经济活动的影响方面发挥了有益作用，应让自动稳定器自由运作，前提是调整路径与长期可持续性保持一致。在经济下行风险转变为现实的情况下，只要刺激计划及时、有针对性以及不破坏财政可持续性，相机抉择的财政刺激可为经济增长提供支持。在目前情况下，可获得的财政空间应重点用于支持金融和住房部门的稳定，而不是更广泛的刺激。在适当的时候，对财政政策的抵消性调整对于保证中期整顿目标来说是必要的。

新兴经济体和发展中经济体的政策优先顺序会存在相当大的不同，因为政策制定者必须平衡增长与通胀风险。

- 在越来越多的经济体，伴随外部状况恶化以及总体通胀开始缓和，风险平衡现在转向对经济活动放慢的担忧。这一转变将证明停止货币政策紧缩周期是正确的，特别是在那些初级商品价格第二轮效应较为有限的国家，而且，如果前景继续恶化，则需转而采取宽松政策。在面对急剧的资本流出的情况下，各国必须迅速作出回应，确保充足流动性，同时利用汇率来吸收部分压力。而且，它们应更加努力提高预防、管理和解决金融压力的能力，包括通过紧急计划。
- 然而，在其他一些国家，由于粮食价格急剧上涨、持续的强劲增长、紧张的供给制约以及工资上涨加快，特别是公共部门，通胀压

力仍在增加。虽然近期国际初级商品价格上涨缓和可能会缓解部分压力，但近年来在降低通胀方面的获益正在受到危害；一旦信心受到侵蚀，重新树立信心要付出很大的代价并将是一个漫长的过程。在这些国家，仍须进一步紧缩货币政策。

- 那些实行严格管理汇率体制的国家现正面临巨大挑战。更加灵活的汇率将有助于为银根调整提供更大的空间，从而有助于控制通货膨胀压力；在资本外流的形势下，还可提供更大的回旋余地。当然，在汇率体制选择方面，还要考虑其他因素，例如，金融发展的程度和出口基础的多元化程度。
- 财政政策可在宏观经济管理中起支持性作用。在一些面临经济过热担忧的国家中，更严格地控制财政支出有助于缓解通胀压力。这对于那些拥有经常账户逆差、实行钉住汇率的国家来说尤为重要。在那些货币钉住美元的石油出口国经济体中，支出可集中于缓解供给瓶颈问题。与过去相比，在面临经济前景恶化的情况下，虽然新兴经济体在运用逆周期财政政策方面有更大的空间，但第五章的分析告诫，除非人们对可持续性树立牢固信心，所采取的措施是及时的且有的放矢，否则可能不会有效。更广泛地，一般性粮食和燃料补贴的代价越来越大，且本质上是无效率的。那些帮助贫困家庭满足日益增加的生活开支的有针对性计划则是优先选择。

需要改革的政策框架

全球经济表现恶化引发了人们对宏观经济政策框架的选择，以及影响金融和初级商品市场的政策适当性的担忧。

“逆风而行”操作

在当前的特殊形势下，人们对制订一些能够更好地避免资产价格波动，包括在经济繁荣时期

采取更强劲的政策回应的兴趣越来越浓。一种可取的方式是将宏观审慎因素纳入监管框架，以减少信贷创造固有的顺周期性。还可考虑将货币政策框架延伸至对资产价格的波动进行“逆风而行”操作，特别是当资产价格变动迅速或价格变动似乎要严重脱离基本面的时候，虽然这会带来复杂的问题。

而且，人们在如何使财政政策框架更加可信，从而使财政政策作为一种逆周期工具发挥更有效的作用方面的兴趣越来越浓。积极财政政策的致命弱点依然是那种滋生短期决定的政治经济环境。因此，许多国家未能在经济景气的时候构建一个能够在经济下滑时期提供有效的相机抉择激励计划的空间，或者正在为解决长期财政可持续性挑战而挣扎。第五章建议，转向更加以规则为基础的政策框架，即类似于有约束的相机抉择货币政策，以及我们所观察到的越来越多国家所采用的更强有力的财政治理机制，可以在应对经济下滑方面增强财政政策的有效性。

填补监管基础设施缺口

在解决眼下系统性威胁的同时，人们正在努力解决当前金融动荡暴露出的多方面弱点。如在2008年10月期《全球金融稳定报告》中确定的，中心目标是确保私人机构具备更有效、更具弹性的风险管理，包括通过制定更加稳健的监管资本要求，并坚持更强有力的流动性管理做法以及改进资产负债表表内及表外风险披露。另一项重要任务是强化危机解决框架。

而且，金融动荡暴露出国家层面的金融稳定框架未能跟得上金融市场创新以及全球化的步伐，以有害的跨境外溢效应作为代价。必须提高国家审慎当局之间的跨境协调与合作力度，特别是以防止、对付和解决市场和主要金融机构面临的金融压力为目的。

促进节能、增加石油和粮食供应

虽然近期初级商品价格下跌，但不应该因此

减少为缓解初级商品市场压力而付出的努力。鲜有具体实例证明，越来越多的投资者将兴趣转向初级商品，将其作为一种替代资产或直接投机，会对价格产生系统性和持久性影响。然而，市场情绪的异常波动加之更大的金融市场流动性，可能会在某些情况下影响短期价格变化。因此，应将重点放在鼓励长期供求平衡的政策上，避免可能会在短期内加剧市场紧张的措施。这可能包括将国际价格变动更多地传导至国内市场以及加强节能。降低先进经济体的生物燃料补贴也会缓解粮价面临的短期压力。总之，应将加强对价格上涨的供给回应作为当务之急。目前，对最贫困经济体给予更大的捐助支持是解决因粮价大幅上涨而带来的人道主义挑战的关键。

调整全球失衡

初级商品价格大幅上涨已经导致全球失衡进一步扩大，石油出口国的经常账户顺差扩大，而石油进口国的经常账户逆差增加。当然，石油出口国打算节约部分额外收入是明智之举：迄今为止，资金从顺差国向逆差国的回流情况良好。同时，美国非石油逆差已显著降低，部分反映了美元贬值并朝着与中期均衡大体一致的实际有效汇率变动。然而，美元贬值主要是对欧元以及其他一些灵活管理的货币。

由国际货币与金融委员会于2005年认可，在2006年就全球失衡问题开展多边磋商中详细阐述的多边战略仍很重要，但需灵活运用。美国财政整顿依然是一个主要的中期目标，但近期逆周期财政刺激和公共部门为稳定金融机构提供的支持是必要的。人民币进一步有效升值将有助于中国把经济增长来源转向内需以及提高货币政策有效性的更广泛策略。中东石油出口国支出增长放慢将有助于缓解这些经济体的经济过热，要将重点放在缓解瓶颈压力方面。同时，欧元区和日本的产品和劳动力市场改革将提升增长潜力。

最后，贸易和资本流动方面日益增长的贸易保护主义压力反映出人们对预期复苏风险的担忧。打破目前多哈回合僵局将有助于加强开放的多边贸

易体系，这是近年来全球强劲增长的一个重要基础。同时，作为顺差国的投资工具，主权财富基金（SWFs）继续发展。近期由主权财富基金同意的针对其治理、投资和风险管理制定的一套原则和做法（圣地亚哥原则），将有助于减少人们对这类

基金的担忧，担忧可能会造成对此类资金流入起相反作用的限制。而目前正在由经合组织制定的针对接受国的指南，将有助于确保主权财富基金公平、透明并开放地进入市场。

目 录

假设和惯例	ix
其他信息和数据	x
前言	xi
序言	xii
概要	xiv
第一章 全球前景及政策	1
陷入困境的全球经济	1
危机中的金融体系	6
房市修正加剧	9
重重压力之下的商品市场	13
宏观经济政策是否一直过于松弛？	18
转机前景	20
全球经济面临的政策挑战	29
附录 1.1. 评估和沟通全球展望风险	34
参考文献	38
第二章 国家和地区展望	41
美国和加拿大：预计下滑	41
西欧：与多重冲击作斗争	44
先进亚洲：应对外部冲击	47
新兴亚洲：平衡经济增长与物价稳定的风险	53
拉丁美洲和加勒比地区：驾驭更加危险的环境	56
新兴欧洲：期待软着陆	57
独立国家联合体：管理初级商品价格大幅上涨	60
撒哈拉以南非洲：对政策框架的考验	62
中东：经济过热仍是一个担忧	65
参考文献	67
第三章 通货膨胀是否又出现了？初级商品价格与通货膨胀	69
初级商品价格上涨：起因和前景	70
初级商品价格冲击和通货膨胀	82

对初级商品价格冲击的货币政策回应	92
总结和结论	97
附录 3.1. 初级商品市场的近期发展	99
附录 3.2. 分析 2006–2008 年粮食价格上涨的原因	103
附录 3.3. 估计初级商品价格冲击对通货膨胀的影响	104
参考文献	106
第四章 金融压力与经济下滑	109
识别金融压力事件	111
金融压力、经济减速和经济衰退	115
金融创新是否影响了金融压力与经济周期之间的相互作用?	121
从历史角度分析当前的金融危机	123
结论	129
附录 4.1. 数据和方法	130
参考文献	132
第五章 作为反周期工具的财政政策	135
了解财政政策方面的辩论	136
相机抉择财政政策通常是如何反应的?	139
新兴经济体和先进经济体财政政策的反应是否有所不同?	145
相机抉择财政政策的宏观经济作用	147
从模拟角度透视财政刺激	153
结论和政策考量	156
附录 5.1. 数据和基于实证的方法	159
参考文献	166
第六章 各新兴经济体之间经常账户差额的趋异	169
新兴经济体最近的经常账户格局	170
哪些因素促成了最近的经常账户格局?	181
经常账户失衡的可持续性	191
结论和所涉政策问题	196
附录 6.1. 变量的定义和数据来源	198
附录 6.2. 计量经济学方法	199
参考文献	204
附录 基金组织执董会 2008 年 9 月讨论世界经济前景	207
统计附录	211
假设	211

最近更新	211
数据和惯例	211
国家分类	215
《世界经济展望》国家分类中各组的一般特征和组成	217
表目	221
产出（表 A1–A4）	223
通货膨胀（表 A5–A7）	231
财金政策（表 A8）	237
对外贸易（表 A9）	238
经常账户交易（表 A10–A12）	240
国际收支与外部融资（表 A13–A15）	246
资金流动（表 A16）	250
中期基线方案（表 A17）	254
《世界经济展望》和《世界经济展望》工作人员研究的部分论题，2000–2008 年	255
专栏	
专栏 1.1. 最近出现的金融困境：它是如何改变全球展望的？	10
专栏 1.2. 房价：修正及后果	14
专栏 1.3. 测算产出缺口	23
专栏 2.1. 十年来的欧洲经济与货币联盟	48
专栏 3.1. 金融投资是否影响初级商品价格行为？	73
专栏 3.2. 对近期初级商品价格上涨的财政应对措施：评估	86
专栏 3.3. 货币政策体制与初级商品价格	94
专栏 4.1. 消除金融体系压力和恢复稳健金融中介活动的政策	127
专栏 5.1. 自动稳定器的程度差异及其与相机抉择财政政策的关系	137
专栏 5.2. 为什么确定财政刺激措施的影响这么艰难？	140
专栏 5.3. 美国的减税措施是否具有及时性、暂时性和目标明确性？	146
专栏 6.1. 石油输出国的经常账户决定因素	172
专栏 6.2. 主权财富基金：对全球金融市场的影响	176
专栏 6.3. 从历史角度看增长和经常账户	184
专栏 A1. 预测若干经济体时使用的经济政策假设	212
表	
表 1.1. 《世界经济展望》预测概览	2
表 2.1. 先进经济体：实际 GDP、消费价格和失业率	43
表 2.2. 先进经济体：经常账户状况	45
表 2.3. 若干亚洲经济体：实际 GDP、消费价格和经常账户差额	54
表 2.4. 若干西半球经济体：实际 GDP、消费价格和经常账户差额	55
表 2.5. 若干新兴欧洲经济体：实际 GDP、消费价格和经常账户差额	59
表 2.6. 独立国家联合体（CIS）：实际 GDP、消费价格和经常账户差额	61

表 2.7. 若干非洲经济体：实际 GDP、消费价格和经常账户差额	63
表 2.8. 若干中东经济体：实际 GDP、消费价格和经常账户差额	64
表 3.1. 共同因素对初级商品价格波动的影响	78
表 3.2. 主要粮食初级商品价格的部分外溢效应指标	82
表 3.3. 全球按地区划分的石油需求和产量	101
表 3.4. 价格计算使用的弹性估计值	104
表 4.1. 对金融压力事件的描述性统计	112
表 4.2. 对金融压力、经济减速和经济衰退的描述性统计	115
表 4.3. 截面回归	120
表 4.4. 六次重大金融压力和经济收缩	125
表 4.5. 数据	130
表 4.6. 样本银行资产占银行总资产的平均年度份额	132
表 5.1. 在有和没有财政推动措施的情况下，经济下滑前后的宏观经济指标：所有经济体	149
表 5.2. 在各种初始条件下的实际 GDP 增长和财政推动措施：所有经济体	151
表 5.3. 按构成分列的实际 GDP 增长和财政推动措施：所有经济体	151
表 5.4. 实际 GDP 对相机抉择的财政政策变化的反应	153
表 5.5. 国家和经济下滑时期列表	161
表 5.6. 相机抉择的财政政策和增长：利用基于弹性的财政推动计量法的 Arellano-Bond 动态平行估计量的回归结果	162
表 5.7. 相机抉择财政政策和增长：使用基于回归的财政推动计量法的 Arellano-Bond 动态平行估计量的回归结果	164
表 6.1. 经常账户差额的决定因素	186
表 6.2. 持续的巨额经常账户逆差的持续时间回归分析	195
表 6.3. 关于在新兴欧洲内出现不同作用的解释	201
表 6.4. 持续的巨额经常账户失衡时期清单	202
表 6.5. 持续时间分析与国内金融部门放开	203
表 6.6. 持续时间分析与突然和非突然结束的风险	203

图

图 1.1. 全球指标	3
图 1.2. 当前指标和前瞻性指标	3
图 1.3. 全球通货膨胀	4
图 1.4. 部分先进经济体的外部状况	5
图 1.5. 新兴经济体和发展中经济体的外部状况	6
图 1.6. 成熟信贷市场的状况	7
图 1.7. 成熟金融市场和住房市场指标	8
图 1.8. 新兴市场状况	9
图 1.9. 部分先进经济体货币政策和流动性度量	19
图 1.10. 产出缺口和产能压力度量	20
图 1.11. 全球展望	21