

概要

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下滑。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状况，同时引导经济渡过一段经济活动放慢时期，并控制通货膨胀。

全球经济面临压力

在经历了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）。异常金融冲击、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。

首先于 2007 年 8 月在美国爆发的次级抵押贷款危机在过去 6 个月中进一步加深，并于 9 月份进入了一个新的混乱阶段。全球金融体系都感受到了这一影响，包括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超常措施，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困境资产。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，促使通胀上涨至十年来未见的水平。如第三章中所分析，新兴和发展中经济体的消费者价格上涨已异常强劲。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锁定的通胀预期。明显地，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，基于新兴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“超速度运行”，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，抑制全球增长预期。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，从而放慢了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，正如在 2008 年 10 月《全球金融稳定报告》中所讨论的，必要的降低杠杆比率的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 年以来对增长的极度拖累。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支持企业的干预，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中住房周期和相关的调整可能会滞后，但它们将更严重地感觉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降温，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 月的《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%，为自 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 年初陷入或接近衰退，按照过去标准衡量，预料于 2009 年晚些时候出现的经济复苏将是一个非常渐进的过程。大多数新兴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，降低杠杆比率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程度更严重，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，源自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，提供了抵御力量的来源，但如果金融危机持续时间加长，这类公司将面临风险。

第六章对那些具有巨额经常账户逆差的国家表示关注。由于全球杠杆比率降低减少了新兴经济体能获取的外部融资，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，僵化的汇率体制会提升这一风险。事实上，与拥有较小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经历了金融市场动荡所带来的更大影响。

处于困境之中的政策制定者

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，同时又要使其经济渡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做出全面回应来解决系统性问题，即解决陷入困境的资产、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，现在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重新注资的及时认可。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负面反馈链，同时不忽视通胀风险。

- 迅速放慢的经济活动和增长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用作用，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，各国必须迅速做出回应，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和漫长的过程。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，包括例如，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，支出可集中用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具有了更大的空间，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，且从内在看是无效率的。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。

必须改革政策框架

全球经济表现恶化引发了人们对宏观经济政策框架、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

当前的特殊环境，提高了人们对制定出那些能够更好地避免资产价格波动、包括通过在经济繁荣时期采取更强劲政策回应的政策兴趣。一种可取的方式是将宏观审慎因素纳入监管框架，以减少信贷创造的内在顺周期性。还可考虑将货币政策框架延伸至对资产价格波动的进行“逆风而动”操作，特别是当资产价格变动迅速或似乎出现价格变动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大。积极财政政策的要害依然是那种滋生短期决定的政治环境。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刺激计划的空间，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所暴露出的多方面弱点。如在 2008 年 10 月《全球金融稳定报告》中制定的，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，以有害的跨境扩散效应作为代价。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、管理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。很少有具体实例证明，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提高节能。降低先进经济体的生化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

作为优先工作。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的：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经济将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减少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，主权财富基金（SWFs）继续发展，作为顺差国的投资工具。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型基金的担忧，担忧可能会造成对此类资金流入的非建设性的限制。而目前正在由经合组织制定的针对接受国的指南，将帮助确保对主权财富基金公平、透明以及开放的市场准入。如在第六章中所主张的，经济体在开放外国直接投资方面的持续进展，将有助于降低主要顺差经济体的经常账户顺差，同时促进其增长潜力。

2008年10月期《世界经济展望》第三章

新闻发布要点：通货膨胀是否死灰复燃？商品价格和通货膨胀

作者：Thomas Helbling、Douglas Laxton、Valerie Mercer-Blackman 和 Irina Tytell

要点

- 尽管商品价格近来有所回落，但支持价格高涨的基本力量依然存在，因此，商品价格可能将继续保持历史高位。
- 虽然各国的情形不尽相同，但在许多新兴和发展中经济体，通货膨胀风险仍然相当高，这些国家继续面临就高商品价格进行调整的压力以及核心通货膨胀受到第二轮效应影响的危险。在先进经济体，由于受金融动荡的影响，通货膨胀上升的风险迅速下降。
- 在若干新兴和发展中经济体，进一步紧缩货币政策对于控制通货膨胀压力至关重要，在那些由于其他原因（主要是经济过热）致使通货膨胀已经很高以及政策信誉较差的国家，尤其如此。

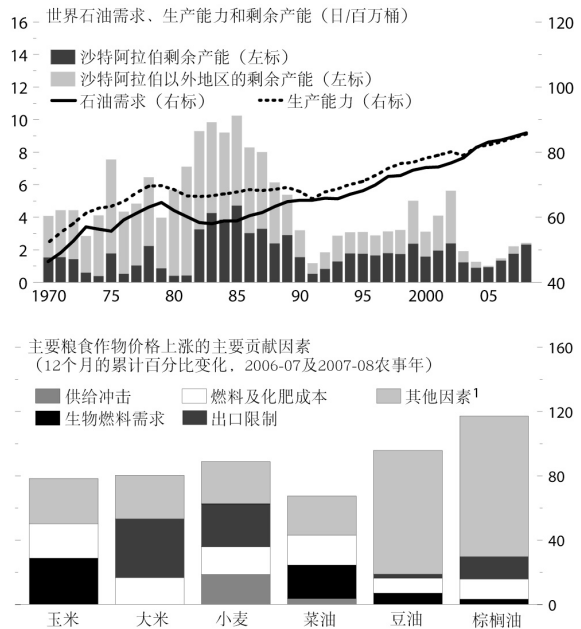
世界经济正在经历的商品价格高涨是自 70 年代初以来最广泛和持续时间最长的。商品价格繁荣是全球经济强劲增长、一些部门缺乏剩余产能及在繁荣开始阶段库存较低以及供给反应迟缓共同作用的结果。此外，与具体商品相关的因素导致近来粮食价格飙升，包括需求因素、补贴诱导的生物燃料生产、主要农作物供给中断和贸易限制。最后，商品价格间的联系起了重要作用，能源价格上涨影响了粮食价格（见第一张图）。相反，商品作为替代金融资产作用的提高对商品价格的系统性影响微乎其微。

尽管商品价格近来有所回落，但支持价格高涨的基本力量依然存在。近来商品价格回落反映了以下因素：2008-2009 年全球增长将减速、今年一些主要粮食农作物与天气有关供给制约因素的消除以及石油供应增加，然而，供给制约和低库存可能仍将持续一段时间，同时，大型新兴经济体的需求增长势头仍然强劲。因此，商品价格可能将继续保持历史高位，且价格波动幅度会相当大。

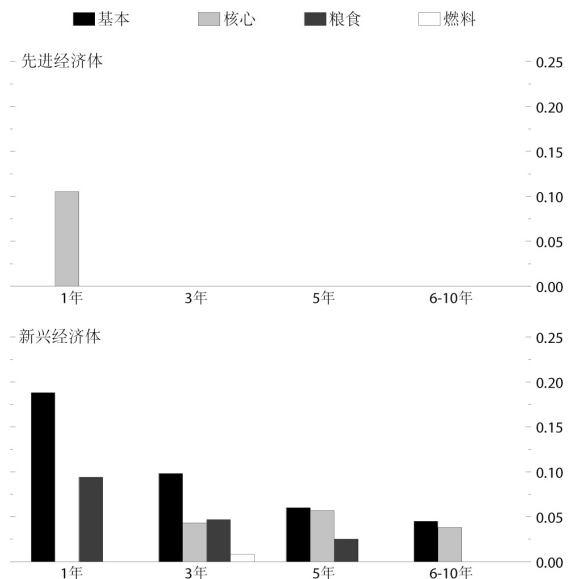
除非商品价格急剧下降，在将来的一段时期，通货膨胀风险仍将高于过去的水平，尤其是新兴和发展中经济体。许多新兴和发展中经济体仍需针对前段时期发生的商品价格激增作出调整，核心通货膨胀受到二轮效应影响的风险仍然存在。本章的实证研究表明，发生第二轮效应的风险主要取决于货币政策能否稳定通货膨胀预期以及商品，尤其是粮食在最终支出中所占的比重。新兴和发展中经济体在这两方面的得分都较低，因此，通货膨胀预期不能得到稳定以及产生第二轮效应的风险较高（见第二张图）。此外，鉴于近来与商品市场有关的冲击比分析采用的冲击更严重，且持续时间更长，实际的通货膨胀结果可能比预期还糟糕，除非全球经济减速加剧。

在若干国家，进一步紧缩货币政策对于控制通货膨胀压力至关重要，在那些由于其他原因（主要是经济过热）而导致通货膨胀已经很高以及政策信誉较差的国家，尤其如此。虽然在近来商品价格回落之后，总体通货膨胀可能开始下降，但基本通货膨胀压力仍令人关注，在那些增长依然强劲和货币政策反应因汇率政策而受到限制的国家尤其如此。不及早对上升的通货膨胀作出反应将破坏信誉，最终将不得不采取更严格的货币政策来降低通货膨胀，从而造成更大的产出损失。

石油和主要粮食作物市场近来的发展



实际通货膨胀变化引起的通货膨胀预期变化¹
(未来1、3、5和6-10年的通货膨胀预计；实际通货膨胀1个百分点的变化引起的预期变化)



2008年10月期《世界经济展望》第四章

新闻发布要点：金融压力和经济下滑

作者：Subir Lall、Roberto Cardarelli 和 Selim Elekdag

要点

- 金融动荡时期如果是以银行部门的困境为特点，就更容易引起严重和长时间的经济下滑。
- 金融压力如果是以信贷的迅速扩展、住房价格的急剧攀升以及住户和非金融公司的大量举债为前奏，也更可能引起经济下滑。
- 美国当前的形势与以前一些涉及银行业的金融压力时期有相似之处，在这些时期之后都发生了经济衰退。

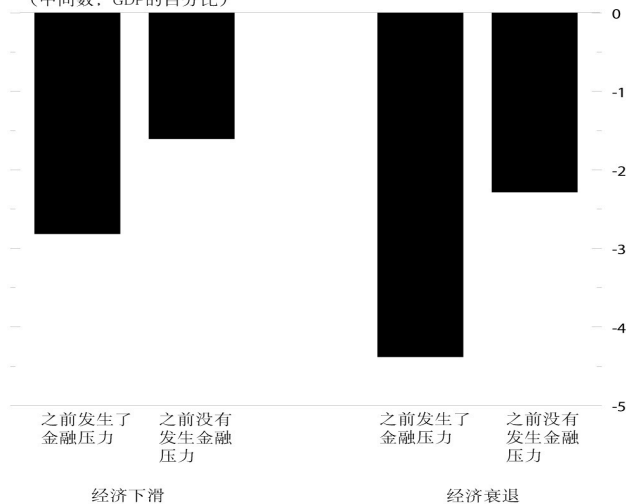
《世界经济展望》第四章检查了以前的金融紧张时期及其对随后的经济活动的影响。该章编制了过去30年在17个发达经济体的银行、证券和外汇市场发生的金融紧张的指数，从而确定了113个金融压力时期。经确定，其中大约半数的压力时期与银行业有关，在其余的时期，压力则主要集中于证券或外汇市场。根据这个衡量尺度，当前的金融压力对美国来说是最严重的之一，也是最广泛的之一，几乎影响到样本中的所有国家。

通过分析这些时期，可以发现，并不是所有金融压力时期都导致经济下滑或衰退。事实上，在所确定的时期中，仅有大约半数导致下滑或衰退。

然而，一场经济下滑或衰退如果是以金融压力为前奏，通常会比之前没有发生金融压力的下滑或衰退严重得多，在

金融压力和产出损失

经济下滑和衰退期间的累计产出损失¹
(中间数，GDP的百分比)



资料来源：Haver Analytics；经合组织的分析数据库；经合组织的《经济展望》报告（2008年）；基金组织工作人员的计算结果。

1/ 对于经济下滑，衡量的是在产出低于Hodrick-Prescott趋势线时的累计产出损失；对于经济衰退，衡量的是经济复苏之前的累计产出损失。

压力集中于银行部门的情况下尤其如此。特别重要的是，以涉及银行的金融压力为前奏的下滑或衰退所引起的累计产出损失一般会大两至三倍，持续时间一般会会长二至四倍。

有哪些因素决定在一场与银行业有关的金融压力时期之后会发生经济下滑或衰退？该章提出，初期的状况至关重要。特别重要的是，金融压力之后发生经济下滑的可能性与住房价格和总信贷在压力时期之前的上升程度有关。此外，尽管非金融公司对借债的更大依赖与金融压力之后的急剧经济下滑相关，但住户部门的财务失衡规模在决定下滑是否演变为衰退方面至关重要。

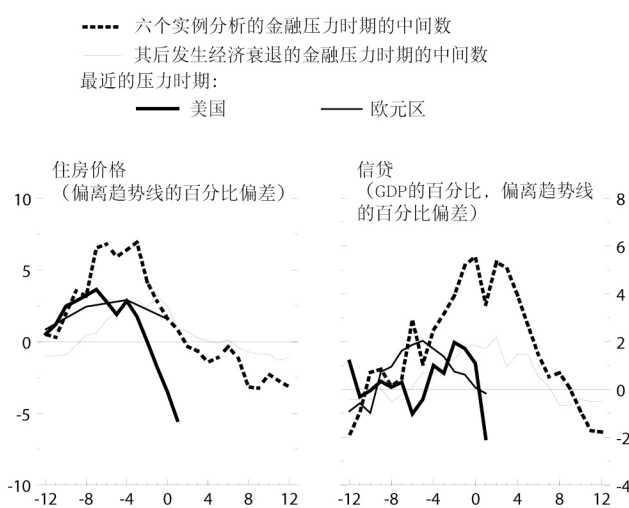
该章发现，由于形成较为基于正常交易关系的金融体系，增加了在银行压力导致的经济活动急剧收缩面前的脆弱性。事实上，在金融体系基于正常交易关系较多的国家，如果发生以金融压力为前奏的经济衰退，经济活动一般会疲弱得多。这是因为，在那些金融中介更多地以市场为基础的国家，银行系统当中的杠杆作用（定义是资产与权益净值的比率）似乎更为顺周期。但是，这并不意味着基于正常交易关系的金融体系更容易出现压力。

通过把当前的金融压力时期与以前的时期进行比较，显示美国仍很有可能发生急剧的经济下滑。在当前的金融压力时期，美国的资产价格、总信贷和住户净债务格局看来与以前导致经济衰退的时期相似。可能提供某些弹性的抵消因素是，这场危机开始的时候，公司的资产负债状况相对健康，而且联邦储备理事会大力放宽货币政策。在欧元区，尽管资产价格和信贷比率都在经济动乱之前大幅度上升，但相对强有力的住户资产负债状况在经济的急剧下滑面前提供了某种保护。

在这些情况下，决策者为应付压力和支持金融体系的恢复所采取的强有力行动看来特别重要。这项分析说明的一个重要情况是核心金融中介机构，包括经纪-交易公司和投资银行，在向实体经济传导金融冲击方面起重要的作用。这着重表明，必须恢复这些机构的资本基础，以帮助缓和经济下滑。

历史背景下的美国和欧元区当前金融压力时期¹

（金融压力时期在t=0开始；x轴以季度为单位）



资料来源：欧洲中央银行；Haver Analytics；基金组织的国际金融统计数据库；经合组织的分析数据库；经合组织的《经济展望》报告（2008年）；基金组织工作人员的计算结果。
1/ 全部以实际值衡量。

2008年10月期《世界经济展望》第五章
新闻发布要点：作为反周期工具的财政政策

作者：Steven Barnett、Mark De Broeck、Anna Ivanova、
Daehaeng Kim、Michael Kumhof、Douglas Laxton、Daniel Leigh、Alasdair Scott、
Sven Jari Stehn 和 Steven Symansky

要点

- 本章的实证分析表明，相机抉择的财政政策可以对经济活动产生影响，但影响通常不大，甚至还会起相反作用。在实践中，很难保证作出的反应是及时的、有针对性的，而且是临时性的。对债务可持续性的关注可能是影响财政刺激措施有效性的一个关键因素，在新兴经济体尤其如此。为财政刺激措施取得成功创造空间，政府需在好的年景改善财政状况，但历史证明，这是相当困难的。
- 可以通过扩大自动稳定器的作用空间或改善财政治理来减少“债务偏向”，从而提高财政政策的反周期作用。

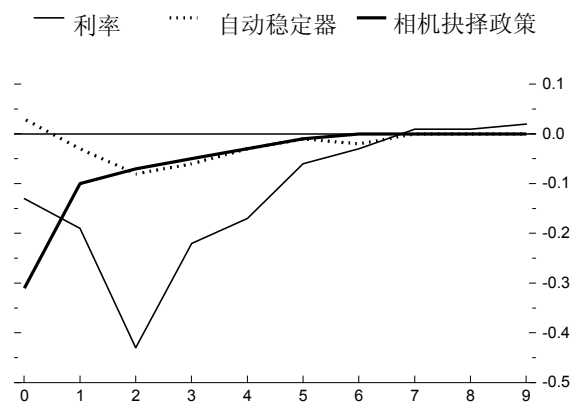
本章考察了财政政策在对抗经济周期波动中所起的作用，同时提出这样一个问题，即相机抉择的财政政策是否可以成功地刺激产出增长，或其弊是否大于利。

分析发现，在经济下降时，相机抉择的财政政策的使用频率要低于货币政策，而且来得比较迟，且通常是在不再需要的时候才能到位。此外，相机抉择的财政政策通常反映的是宽松偏向（经济下降时的刺激措施总是多于经济上升的紧缩政策），表明公共债务通常将逐步攀升。

图：七国集团经济体财政对策的力度如何？

（百分比偏差；X轴为季度；零时期发生的冲击；
1992年第一季度至2007年四季度的样本）

需求下降后，货币政策立即降息，两个季度后的政策反应最强烈。自动稳定器的反应是财政差额立即下降。财政差额的初始随机反应接近零，与自动稳定器相比规模仍很小。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

相反，自动稳定器的反应是对称的。在先进经济体，相机抉择的财政政策一般是反周期的；但是，在新兴经济体，则是加强周期的（经济上升时增加刺激措施，经济下降时取消）。

本章还发现，相机抉择的财政政策可以起温和的反周期作用，但有一些重要的提醒。本章提出的新证据表明，在先进经济体和新兴经济体存在重要的差异。平均而言，1个百分点的相机抉择的刺激措施的影响是 GDP 提高约 0.1%至 0.2%。长期影响在先进经济体也是正向的，而且可能更高，但在新兴经济体可能为负。对债务可持续性的关注可能起了重要作用，因为国内住户和公司会认为将来会有更高的税率或出现通货膨胀，国际资本市场可能会提高利率以防御这类风险。

相机抉择的财政政策取得成功，政府需确保在好的年景改善财政状况，并坚定承诺刺激措施是临时性的。刺激措施的构成也很重要：在刺激增长方面，基于收入的政策变化似乎比基于支出的政策变化更有效，一个可能的原因是支出增加将难以逆转。

通过扩大自动稳定器的作用空间或改善财政治理，可以提高财政政策的反周期作用。政府可能采取的措施之一是提高自动稳定器的反应能力，如将其与税收、转移支付或支出项目与经济状况挂钩。加强自动稳定器作用的好处是，让其在整个经济周期内对称地发挥作用可以避免债务偏向，从而在经济下降时能立即发挥作用，而且还会减少政治偏向的影响。另一个可能是，提高相机抉择措施的信誉，通过改善财政治理减少债务偏向，如进一步重视提高对经济状况和财政措施长期影响评估的透明度。

2008年10月期《世界经济展望》第六章

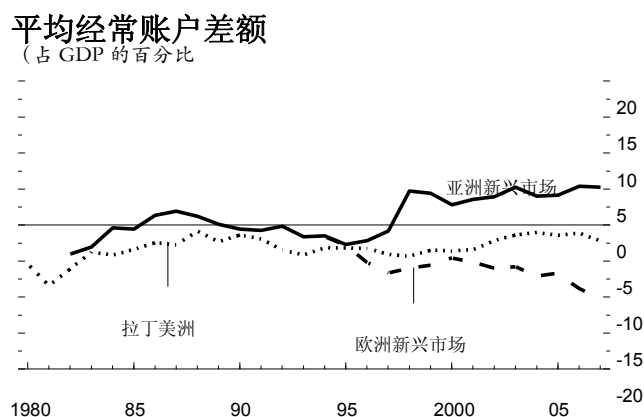
新闻发布要点：新兴市场经济体之间经常账户差额的不同

作者：Stephan Danninger 和 Florence Jaumotte

要点

- 90年代中期以来，各新兴市场之间经常账户失衡状况的差异变得更大，欧洲新兴市场的逆差不断增加，与亚洲新兴市场庞大的顺差形成鲜明对照。
- 迅速的国内金融自由化和加入欧盟是资本流入的主要推动因素，在欧洲各新兴市场导致长期、有时是庞大的逆差。但是，当前一些欧洲新兴市场国家实行的高度放开的资本账户和固定汇率制度意味着，存在资本流入嘎然而止的风险。然而，加入欧洲联盟是减轻风险的一个重要因素。
- 不那么开放的资本账户和金融部门是导致亚洲新兴市场经济体出现顺差的一个主要原因。然而，经常账户顺差的很大一部分仍然无法用标准的因素来解释。有某些证据显示，汇率的定值和积累大量国际储备的愿望可能发挥了一定作用。

《世界经济展望》第六章探讨了各新兴市场之间经常账户差额的日益不同。在亚洲新兴市场经济体，2007年的平均经常账户顺差相当于GDP的大约5%，而在欧洲新兴市场经济体，2007年的平均经常账户逆差相当于GDP的10%（见图）。亚洲新兴市场经济体之间的差异更大，某些经济体持续产生庞大的顺差，也有几个经济体出现庞大的逆差。此外，1997至1998年危机之后在韩国和亚洲小龙经济体出现的经常账户顺差最近有所减少（马来西亚除外），中国从2003至2004年开始积累庞大的经常账户顺差。



资料来源：基金组织，《国际收支统计》和基金组织工作人员的计算结果。

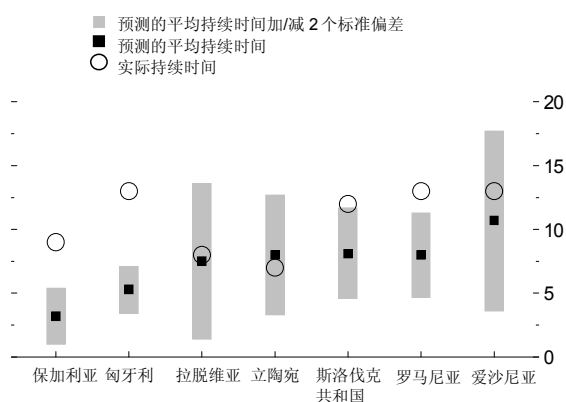
第六章发现，结构性变量，特别是金融自由化的程度，是导致地区趋势互不相同的主要因素。在欧洲新兴市场经济体，庞大的经常账户逆差与国内金融

市场和资本账户的迅速放开有关，因为放开吸引了大量资本流入，并促使银行中的外资成分迅速上升。通过加入欧盟，改善了经济和政策稳定的前景，从而也加强了外国资本的流入。而在亚洲新兴市场经济体，资本账户通常没有那么开放，国内金融市场放开也落后于其他地区。

然而，亚洲新兴市场经济体的顺差仍有很大一部分得不到解释。一个可能的解释是，这些经济体的汇率定值过低，而且有一些证据支持这一论点。但是，难以明确地断言，低汇率到底是反映了有意的政策行动，例如在亚洲危机之后争取积累大量的国际储备，还是由于1997年之后推动经常账户出现顺差的其他不明因素。但这样的因素不容易被查明。

与新兴市场经济体的历史经验相比，欧洲新兴市场经济体的经常账户逆差不仅更为庞大，而且持续时间也比较长。欧洲新兴市场经济体的经常账户逆差平均而言已经持续了9½年，大约比其他新兴市场经济体长3年，而且多数这样的逆差仍在持续。逆差持续时间较长的部分原因是经济因素，例如很高的期初净外国资产头寸、增长机会和开放的资本账户，但该章的估计数字显示，欧洲新兴市场经济体的很多逆差时期处于或超过了它们的预期持续时间的上限(见图)。

逆差时期的持续时间
(年)



资料来源：基金组织工作人员估计。

尽管欧洲新兴市场经济体的基本特点是促成长期逆差的原因，但并不排除硬着陆的可能。第六章通过分析解决经常账户逆差问题的经验，指出了若干导致资本流入嘎然而止的风险因素。这些因素包括固定的汇率制度和放开的资本账户，这是若干国家的两个特点。虽然选择固定汇率制度的动机可能包括很多因素，特别是希望加入欧元区，但作出这一选择的国家必须保护自己，以防对外脆弱性，为此应使产品和劳动力市场具有灵活性，建立强有力的金融管理和监督框架，以及使宏观经济政策与国内和对外差额保持一致。