

2009 年全球发展金融 制定全球复苏路线图

概要

自美国抵押贷款市场的问题引发大萧条以来最严重的金融危机之后，将近两年的时间过去了，全球金融市场依然很不稳定，资本向发展中国家流动的前景十分黯淡。2008 年 9 月金融危机的加剧极大地改变了世界的经济前景。目前预计，2009 年的全球产出将缩减 2.9%，这是自第二次世界大战以来首次出现收缩。而国际贸易则可能遭受自那时以来最大幅度的下滑。工业化国家的失业率不断高涨，而随着高收入国家被史无前例的资产市场崩溃搞得立足不稳、全球投资者撤出新兴市场，依赖出口的东亚经济体的失业率也将步其后尘。

这些正在显现的情况对发展中国家的投资流入已经造成了显著的影响：2008 年私人资本总流量降至 7,070 亿美元（占发展中国家总 GDP 的 4.4%），扭转了之前的强劲上升势头，这种上升势头始于 2003 年并于 2007 年达到 1.2 万亿美元的顶峰（占 GDP 的 8.6%）。2009 年最有可能出现的情况是：随着全球股市重拾升势、信贷市场恢复元气，发展中国家的私人资本净流入将勉强保持正值，但将降至 3,630 亿美元，接近 2004 年的水平，较 2007 年下降 5 个百分点。这样大的降幅将使各国的宏观经济受到影响，并使它们对进一步的冲击变得更为脆弱，特别是那些银行和公司外债水平较高的国家。新兴市场国家的银行和公司在 2003 到 2007 年间举

借的 1.2 万亿美元外债多数将要到期，对借款方的财务造成压力，而此时外债的平均成本已经增至 11.7%，相比之下，危机爆发前签署借贷协议那些年的外债成本只有 6.4%。

尽管世界各国政府做出了特别的政策回应，使得全球金融体系免于系统性崩溃，但迄今为止未能建立金融不稳定与经济衰退之间的负反馈环（逆周期机制）。脆弱的消费者信心以及发达国家投资者对风险的胃口大大降低都是导致全球总需求大幅下降的原因。与此同时，不断加深的经济滑坡导致各大银行缩减国内和国际的放贷规模，从而加剧了信贷紧缩。美国及欧洲银行的实际放贷情况以及对银行意向和信贷条款的调查表明，银行向企业和居民放信贷的速度正在放缓。最近几个月中，这种放缓已经演变成下滑。与此类似的是，据国际清算银行（Bank for International Settlement）统计，各大跨国银行持有的发展中国家居民的债权在 2007 年 12 月至 2008 年 12 月之间下降了 2,000 亿美元（从 4.3 万亿美元降至 4.1 万亿美元）。

要打破这种恶性循环并恢复借贷和增长的活力，需要大胆的政策措施以及实质性的国际合作。就这一点而言，二十国集团（G20）2009 年 4 月在伦敦峰会上发表的联合声明的确令人振奋。各国领袖们发誓要加强跨国金融机构的能力，以便它们向那些面临国际收支赤字或者因需要发新债抵旧债和再融资而面临更大风险的新兴经济体提供贷款。

解决监管不力、银行治理缺陷、以及宏观经济失衡等导致此次危机的

各种问题是国际社会政策回应的另一个焦点。不良贷款和投资决策失误源于监管不严以及与实际利率偏低和流动性充足有关的过度乐观。因此，只要能涵盖所有重要金融机构（包括对冲基金）、能提高国际会计标准以增加透明度和改善资产定价、能为金融稳定委员会（Financial Stability Board）提供支持，即使不能保证马上见效，新的措施都是可取和适时的。

在制定未来的方针时，发达国家和发展中国家的决策者们需要优先考虑四项任务：跟踪 G20 有关恢复国内借贷和国际资本流动的承诺的执行情况；顾及新兴市场的主权和公司借款人对外融资的需求；重申原先对援助计划和千年发展目标（MDGs）的承诺；最终减持政府在银行系统中持有的股份并重建财政的可持续性。

在这些方面快速取得进展将有助于低收入国家应对这场危机。低收入国家的财政已经捉襟见肘，如果出口、汇款和外商直接投资（FDI）带来的资本流入急剧下降的局面到 2010 年没有扭转的话，这些国家将面临更加严峻的经济前景。可能出现的情况是：2009 年低收入国家能够得到的发展援助可能无法充分满足它们对外融资的需求，而鉴于捐助国面临金融危机带来的财政压力，它们大幅增加援助的前景十分黯淡。

全球衰退加剧

全球金融领域和实体经济之间目前的这种恶性循环使人们察觉到了耐用品、资本和高技术商品的全球贸易之间的紧密联系，以及支撑着高收入国家和发展中国家经济活动的投资支出的盘根错节。获得资本的难度，加上

对未来需求的不确定，延迟了投资并引起耐用品需求的崩溃，其结果是工业制成品的生产和全球贸易大幅收缩。2008 年第四季度，全球工业生产前所未有地下降了 5%（折合成年率为 21%）。2009 年第一季度，产出继续下降，2009 年 3 月，高收入国家的工业生产水平较上年同期下降 17.6%，发展中国家的则较 2008 年同期下降了 2.4%。工业生产的下降确实是全球性的，其中先进资本货物的主要生产国受到的打击尤为沉重——截至 2009 年 3 月，日本的生产较上年同期下降了 34%，德国下降了 22%，韩国下降了 12%。

预计 2009 年发展中国家的 GDP 增速将大幅放慢但仍将保持正值，从 2008 年的 5.9% 降至 1.2%。尽管如此，发展中国家的表现仍将大大好于高收入国家，预计 2009 年高收入国家的总 GDP 将下降 4.5%。两个发展中地区——欧洲中亚以及拉美和加勒比地区 2009 年可能出现负增长。另外，在不包括中国和印度的情况下，其他发展中国家的 GDP 可能降低 1.6%，按人均则降低 0.6%，这对减贫事业来说不啻是一个挫折。高收入国家和发展中国家的增长同时下滑的局面不能单单只用贸易联系来解释，因为许多发展中国家的国内经济也受到了金融危机的直接影响。资本流向逆转、股市崩盘，以及融资环境的普遍恶化，导致发展中国家的投资增长陷入停顿。在许多发展中国家投资出现大幅下滑。

对那些作为大宗商品的主要进口国的发展中国家而言，金融危机带来的为数不多的亮点之一是大宗商品的价格较 2008 年年中的历史最高点下跌

了 35% 左右，从而限制了经常账户赤字并有助于平息金融危机前那几年间居高不下的食品和燃料价格造成的通货膨胀。大宗商品价格走低产生的良性影响还包括减轻当前的危机对贫困人群的影响。大宗商品市场似乎已经见底，但与上个世纪九十年代时的价格水平相比仍高出近 60%。有几个市场削减了大宗商品的的生产，原因是开采那些储量最低或最难抵达的地带的资源的边际成本已经超过了当前的价格。

尽管全球经济预计在 2009 年下半年将开始恢复增长，但复苏的势头预计会比正常情况下弱很多。由于银行业整合、财富递减效应以及避险心理在整个预测期内将继续对需求构成压力，预计 2010 年全球 GDP 将温和增长 2.0%，2011 年将增长 3.2%。预计发展中国家的增长率略高（鉴于生产力和人口的潜在增长较为强劲）但仍乏力，在 2010 年和 2011 年分别增长 4.4% 和 5.7%。由于产出的损失已被吸收，而且到 2011 年 GDP 才能达到其潜在增长率，预计产出缺口（即实际 GDP 与潜在 GDP 之差）和失业率将居高不下，而类似衰退的状况将会继续下去。

私人资本流动正以前所未有的速度缩减

尽管全球经济周期总是会对新兴市场的资产分类产生影响，但目前的下滑对股市的资产定价以及初级债券流动性情况的影响尤其值得注意。相对于其在成熟市场的同类而言，新兴市场的公司债和主权债的发行者尤其易受投资者对流动性的担心及避险心理的影响。在雷曼兄弟破产之后，在

2008 年 9 月中至 12 月中期间实际上没有新债发行。与此同时，各地股市遭受了近年来最大的年度下滑，摩根士丹利新兴市场指数（MSCI Emerging Market Index）在这一年间下跌了 55%，市值大约蒸发了 17 万亿美元。投资者的避险行为导致流向发展中国家的资本大幅减少，而这种趋势很可能持续到 2009 年底。

尽管此次危机中发展中国家的利率差加大的幅度并不象以往的危机中那么大，但发展中国家私人资本流入量的下降幅度预计会创下纪录。私人债务净额和股权流动预计会从 2007 年占 GDP 的 8.6% 的纪录高点降至 2009 年略高于 2% 的水平，下降幅度超过二十世纪八十年代初拉美债务危机时从巅峰到谷底的降幅（为 3.3 个百分点），也超过二十世纪九十年代末在东亚和俄罗斯两个危机共同作用下产生的降幅（为 2.4 个百分点）。不过，与上述这些过去的危机不同，每个发展中地区的资本流入量都出现下降。受影响最大的是欧洲和中亚的新兴市场，而这些市场在 2002 至 2007 年间资本流入量的增加幅度也是最大的。2008 年这一地区私人资本净流入量估计占 GDP 的 6.4%，较 2007 年下降 15.1%。

与股票和债券组合投资不同，FDI 的决策是基于长期考量做出的。这种决策是建设生产性制造设施、开采自然资源，或者使出口基地多样化等愿望的表达，因此，在危机时 FDI 的流动消失或逆转的可能性较小。在上半年强劲势头的推动下，2008 年发展中国家的 FDI 流入量略有增长，达到 5,830 亿美元，相当于发展中国家总 GDP 的 3.5%。增长几乎都出现在

中等收入国家，特别是俄罗斯联邦、印度、巴西和中国。与此相反，高收入国家的 FDI 流入量则大幅下降——从 2007 年的 1.3 万亿美元降至 2008 年的 8,270 亿美元。下降集中出现在欧洲，美国的流入量较前几年则有小幅增长。

融资环境急剧恶化

2009 年发展中国家很可能面临黯淡的外部融资环境。由于私人资本流量预计将出现大幅下降，许多国家将难以满足它们的对外融资需求，以 2009 年的不变价格计算，预计对外融资需求为 1 万亿美元，较 2003 年高 6,000 亿美元。私人债务和证券流量与对外融资需求之间可能出现很大的缺口，估计为 3,520 亿美元。在一些国家，来自官方来源的资本流以及外汇储备的提用将弥补这一缺口，但在那些无法保证充足的对外融资的国家，外部调整过程将会十分突兀，比预期中发展中国家总体而言的外部调整过程要突兀的多，这会导致国内需求出现更大的下降，并给汇率带来额外的压力。许多国家（白俄罗斯、格鲁吉亚、匈牙利、冰岛、拉脱维亚、巴基斯坦、罗马尼亚、塞尔维亚和乌克兰）已经得到了来自官方来源的财政支持，主要是来自国际货币基金组织（IMF）的支持，以及来自世界银行（World Bank）、地区开发银行和欧盟（EU）的额外支持，以减轻其国际收支方面的困境。G-20 不久前达成的加强 IMF 和跨国开发银行借贷能力的协议将帮助高收入新兴市场和中等收入国家满足其对外融资需求。然而，借款能力有限的低收入国家却几乎得不到这种融资。

树立信心和加强政策协调对复苏及长期增长至关重要

在政府官员、决策者及重要的市场观察人士中，重树对全球金融体系信心的呼声已经成为一种国际性的真言。比如，在网上对主要媒体做个快速搜索，就会发现 2008 年 10 月间“重树信心”一词出现的次数比 2008 年前六个月的平均出现次数多了 624%。

总体而言，各国政府通过积极采取各种单边和多边行动、落实各种常规和非常规的货币政策、财政刺激计划以及旨在支撑银行业的政府担保项目兑现了它们的承诺。这些行动取得了一些效果：全球银行间市场的流动性状况有所松动，信用风险溢价有所收窄，证券市场试探性的复苏得到了巩固。然而，稳定金融市场和全球经济复苏的政策议题是广泛而复杂的，重大的挑战依然存在。对决策者来说一些突出的议题在今后几年中将仍然存在。

金融危机的全球性本质使政策协调受到重视

国家之间深度的国际经济联系为危机的跨国界传播提供了渠道，同时，也扩大了有益的政策协调的范围。事实上，通过扩张性货币和财政政策刺激总体需求、对破产的金融机构进行资产重组，通过注入流动性来恢复信贷市场的功能等手段被采取的可能性增大，而且其效果也可能更好，前提是一一主要国家的政府在政策方向上能达成广泛的一致。

政府协调它们政策的意愿排除了对危机做出以邻为壑的应对的可能，

从而有助于重树信心。在经济滑坡时期特殊利益群体利用贸易政策保护特别行业的危险尤为巨大。就金融政策而言，旨在用公共资金对商业银行进行资产重组的措施使银行面临牺牲跨国借贷，将借贷活动集中在国内市场（即所谓的借贷行为中的本土情结）的压力。在此次危机发生之前的那些年中，发达国家全球金融的一个决定性特点是家户部门融入资本市场的程度不断升级。通过资产证券化技术，过度的信用创造成为可能，这使消费支出与银行业的扩张和盈利能力绑在了一起，二者都成为经济增长的引擎。随着家庭对股票和债券持有的增加，家庭财富和收入与资本市场的关联愈发紧密，从而使实体经济和金融市场之间也形成了更加紧密的联系，并增加了出现问题时政治干预的可能。例如，在美国目前几乎有半数的家庭持有股票或债券，1989年这个比例只有39%。

虽然，在正常的时候财政政策协调的基础薄弱，因为各国面临的挑战和需要优先考虑的问题不同，如今却需要这种协调，因为所有国家都同样面临全球需求不足的问题。当前，通过财政扩张刺激总体需求符合每个人的利益，但每个国家都不情愿按需要的规模采取财政扩张政策，一是因为有些扩张性的效果会外溢到别的国家，再是因为任何独自行动的国家——甚至是美国——都有理由担心政府债务的增加会导致投资者失去对其财政持续能力的信心，从而撤出资金。这两个制约因素会被全球将协调一致地采取财政扩张政策的共同承诺所削弱。维持商品和服务市场开放的共同国际承诺必须是各国政府政策回应的核心特点。

要改善监管和防止危机，就必须在国家层面和国际层面的措施之间取得平衡

在设计 and 实施改革以加强金融市场和监管体系时，首要的职责应由国家的监管机构承担，但监管机构之间更广泛的国际金融合作则不可避免地成为一种必要。虽然国家监管规定的改变已开始提高透明度和阻止过度冒险的行为，当今高度一体化的金融市场要求权力机构紧密协调以提振市场信心和避免监管套利。目前金融危机的全球扩散为协调行动提供了有力的动机，因为对稳定的担心暂时超越了为“主队”寻求优势的愿望。不过，不应该忘记的一点是：在正常的时候监管机构的合作总是受到决策者的抵制，因为他们急于保护或加强他们本国金融公司的竞争优势。

本报告的分析表明：在信心普遍动摇的时候，不仅协调行动的动机最强，而且协调行动带来的效果最大。但是，国际社会的协调行动必须是国家行动的补充而不是替代。由于国家的监管机构最便于掌握自己国内金融机构的信息，因此，它们必须承担起确保自己国内金融体系稳定的主要责任，同时不应为国内公司谋求竞争优势。

就中期而言，各国政府必须重建财政持续能力

欧元区、日本、英国和美国的央行最近采取措施，收购私营部门和政府的债务，以此作为给信贷市场解冻的一种方法，这种措施带来的结果是它们的资产负债表显著扩大以及这些国家的基础货币迅速增加，这一进程

在很大程度上取代了其他国家的央行增加外汇储备的做法，成为全球流动性的主要引擎。

一旦复苏开始，公共债务水平的增高以及央行资产负债表无节制地扩大对经济的稳定将构成严重的挑战。危机开始的时候主要的工业化国家债务与 GDP 的比率是十分温和的。然而，为帮助金融公司摆脱困境投入的资金数额史无前例，这已大大提高了上述比率，同时，政府还因为各种金融担保而背上了或有债务，这对政府负债的潜在影响目前还无从知晓。自行采取的财政刺激措施以及自动稳定因素的运行将进一步增加债务比率，如果衰退真的象目前所预计的那么严重的话，在某些国家债务比率可能会增加一倍。政府作出的承诺必须由资金来支持，这些资金如果不来自税收的话，那么就要通过发债来筹集。如果将这些承诺对政府财政的影响考虑进来的话，利率预期将会上调，从而增加所有借款人的资本成本，包括那些发展中国家的借款人。

必须减轻危机给低收入国家造成的损害

由于事关如此重大，因此，迫切需要国际金融界对近来的发展做一番仔细的审视、对当前政策干预和市场变化带来的脆弱性和风险（虽然并非出自本意）进行评估，并对上述干预及变化给发展金融可能造成的影响作出估计。IMF 提供的资源大部分可能会供给高收入新兴市场和中等收入国家，这些国家可能有能力偿还他们得到的贷款。

在这种情况下，那些本来就已捉襟见肘的低收入国家需要得到特别的

关照。即使在经济形势良好的时候，他们也很少或者根本没有途径获得私人外国资本。政策的不利影响和市场滑坡的双重作用限制了它们参与为数不多的项目贷款交易（主要是采掘行业的）和短期贷款市场（主要是供贸易融资的银行贷款）的机会。

这一令人清醒的事实再次说明国际社会达成广泛一致，动用必要的资源实现千年发展目标的重要性。通过巴黎俱乐部（Paris Club）机制重订还债期限已进行了几十年，以 1996 年的重债穷国计划（Heavily Indebted Poor Countries）为先导，以 2005 年的多边减债计划（Multilateral Debt Relief Initiative）为终极的一系列官方减债计划取得了明显效果，不啻为多边主义和明智的经济意识的一种非凡的实践。随着低收入国家能够获得的用于支付外债利息的资源的减少，世界应该增加而不是取消这种减债协议，这一点尤为重要。

这些就是今年的《全球发展金融》报告的主题和关切之所在。