



# 经济走势跟踪

*Macroeconomic trend monitor*

中国社会科学院宏观经济运行与政策模拟实验室

中国社会科学院经济所《宏观经济与政策跟踪》课题组

2013 年第 74 期（总第 1394 期）

2013 年 10 月 9 日（星期三）

## 经济热点分析

### IMF：全球增长动力正在发生转变

【导读：国际货币基金组织（IMF）2013 年 10 月 8 日发布《世界经济展望》、《全球金融稳定报告》和《全球财政监测》三份报告。IMF 在报告中认为，全球增长格局正在发生转变，增长动力更多地来自发达经济体，而新兴市场经济体将比预期疲软，全球下行风险持续存在。全球在金融调整中要注意把握力度，并将平衡财政作为各国首要任务。】

#### 发达经济体将推动全球增长回升

国际货币基金组织（IMF）在最新发表的《世界经济展望》中表示，世界经济已进入另一个转变过程：全球增长进入低速区间，预计2013年，全球经济增长率平均为2.9%，低于2012年的3.2%，2014年将上升到3.6%。经济活动的驱动因素不断变化，换言之即增长动力正在发生转变，发达经济体的增长在逐步增强，同时新兴市场经济体的增长已经减缓。这两种形势的共同作用导致了一些紧张情况，新兴市场经济体面临着增长减缓和全球金融条件收紧的双重挑战，全球经济的下行风险持续存在。

IMF报告表示，最近几个季度，美国的私人需求保持强劲。公共部门需求一直在拖累经济增长，但这一阻力在2014年将会减弱，增长速度应该会加快。日本经济强劲反弹，但到2014年会随着财政政策的紧缩丧失动力。欧元区从衰退中蹒跚恢复，但预计经济活动将一直乏力。这三个发达经济体的经济将持续疲软，通胀压力仍会处于较低水平。

IMF预计，虽然主要新兴市场的增长依然强劲，但预计将低于2013年7月“世界经济展望更新”的预测。中国和越来越多的新兴市场经济体正从周期高峰下滑。预计它们的增长率仍将远高于发达经济体，但不及过去几年的高水平，这是由周期性和结构性原因共同作用所致，由于大衰退之后采取的刺激措施逐步退出后经济活动的自然降温，而基础设施、劳动力市场和投资中存在的结构性瓶颈也导致了許多新兴市场的增速放缓。

IMF指出，全球增长的这些变化，加上美国货币政策接近转折点，带来了新的挑战 and 风险。特别

是，美国和其他许多经济体长期利率的上升已经超过预期。尽管美国联邦储备委员会最近决定暂不放慢其购买资产的步伐，而且新兴市场资本外流现象有所消退，但是，债券收益率仍然远高于5月初的水平。而且还存在一个明显的风险，即金融条件将在目前仍然宽松的基础上收紧。

展望未来，增长驱动力预计将来自于发达经济体，其产出的扩张速度在2014年预计将达到2%左右，比2013年高约0.75个百分点。更强劲的美国经济、财政紧缩的显著减轻（日本除外）以及高度宽松的货币状况将是经济加速增长的主要驱动力。边缘经济体的增长极其疲弱，会阻碍欧元区的增长。2014年，由于财政政策将大体保持中性，实际利率相对处于低水平，预计新兴市场和发展中经济体将扩张约5%。在一些发达经济体和所有新兴市场经济体，尤其是中东和北非地区，失业率将维持在极高水平。

### 主要经济体的增长形势

**美国：**IMF对于美国的预测所依据的主要假设是目前联邦政府关闭将是暂时的，债务上限将按时提高。在私人需求持续强劲（受住房市场复苏和家庭财富增加的支持）的驱动下，预计增长将从今年的1.5%上升到2014年的2.5%。IMF经济顾问布兰查德（Olivier Blanchard）认为，美国经济仍处于这些经济局势的核心位置。私人需求依然强劲，但今年的增长受到过度财政整顿的拖累。政治因素导致财政调整性质和力度方面的不确定性。通过自动减支进行整顿是错误的，提高债务上限方面的争论可能导致又一轮的动荡不定和增长减缓。不过，现在是准备退出数量放松和零利率货币政策的时候了。尽管这个过程并不存在重大的概念性或技术性问题，但美联储面临着微妙的、前所未有的沟通问题。随着美联储调整政策，显然，长期利率可能会出现一些波动。

**欧元区：**在欧元区，IMF认为，政策行动减少了主要风险并稳定了金融形势，但是外围经济体增长仍受制于信用瓶颈。预计该地区有望逐步走出衰退，2014年将实现1%的增长。在布兰查德看来，欧洲核心经济体呈现出一些复苏迹象。这不是由最近的重大政策调整引起的，而是来自情绪的变化——如果消费者和企业决定增加支出，这种情绪变化基本上可自我实现。但南部边缘国家的处境依然困难。提高竞争力和增加出口方面的进展还不够，不足以抵消国内需求疲软的影响。无论核心还是边缘经济体，银行资产负债状况的不确定性都依然存在，已承诺实施的银行资产质量检查应能减轻这种不确定性。从长期看，与日本一样，欧洲也迫切需要实施结构性改革，以摆脱潜在增长乏力的状态，恢复经济活力。

**日本：**日本当局新的一揽子政策（所谓的“安倍新政”）中的财政刺激和宽松货币政策已带动各项经济活动明显反弹。但是，财政刺激与重建支出的预计逐步退出，连同消费税上调将导致2014年的增长率从今年的2%下降到1.25%。布兰查德认为，“安倍新政”促进了日本的复苏，但要实现持久复苏，需要应对两大挑战。第一项挑战（这也体现在有关提高消费税的讨论中）是确定财政整顿的适当步伐：过慢，会削弱可信性，过快，则会损害经济增长。第二项挑战是实施一套可信的结构改革措施，促使经济从当前的周期性复苏过渡到持久增长。

**新兴经济体：**IMF经济顾问布兰查德强调，当前的关注重点是新兴市场经济体，它们的增长率已经下降，下降幅度往往大于我们早先的预测。

问题显然在于，这种减缓反映了周期性因素还是潜在产出增长率的下降。根据我们目前掌握的情况，答案是，两方面原因都有，尽管在不同国家程度不同——俄罗斯和南非的增长下滑在更大程度上是周期性的，而中国和印度则更多反映了潜在增长率的下降。本世纪头十年里，异常有利的全球环境（包括高涨的商品价格和快速的金融市场发展）使这些经济体的潜在增长率上升，在其中一些经济体，周期性因素也起了作用。而随着商品价格趋稳、金融条件趋紧，这些经济体的潜在增长率降了下来，在其中一些经济体，这还导致了急剧的周期性调整。

在这种变化的形势下，新兴市场经济体的政府面临着两项挑战。首先是针对潜在增长率的下降做出调整。尽管增长速度相比本世纪头十年有所减缓是不可避免的，但结构性改革有助于促进调整，这已变得越来越紧迫。所需的政策是我们所熟知的，从中国促进消费、实现经济再平衡，到巴西和印度的消除投资壁垒。第二项挑战是处理好周期性调整，在这方面，标准的建议也是适用的。具有大额财政赤字的国家必须实施财政整顿。通货膨胀持续高于目标的国家必须采取紧缩措施，但更为重要的是，

这些国家还应采用更加可信的货币政策框架。

鉴于美国长期利率上升对这些经济体的潜在影响，上述建议就更加有意义。发达经济体的利率正常化可能导致此前资本流动的部分逆转。随着投资者将资金抽回美国，财政状况较为薄弱或通胀率较高的国家将面临尤其严重的风险。适当的回应措施包括两方面。首先，在必要时，各国必须明确其货币政策框架，保持财政可持续性，从而维持宏观经济的有序状态。其次，在资本外流情况下，它们必须让汇率贬值。外币风险暴露和资产负债表效应过去曾造成不利结果，但目前其影响较为有限，新兴市场经济体应能在不引发重大危机的情况下对环境的变化作出调整。

对于中国，IMF 预计经济增长将小幅减速，增长率将从今年的 7.5% 下降 2014 年 7.25%。出于对金融稳定的担心以及对实现更加平衡和可持续发展的期望，决策者没有采取刺激措施。

总体而言，在强劲内需、出口恢复以及支持性财政、货币和金融条件的支持下，预计新兴市场和发展中国家的经济增长将保持强劲，2013-14 年将增长 4.25%-5%。商品价格将继续推动许多低收入国家，包括非洲撒哈拉以南地区国家的经济增长。但是，中东和北非、阿富汗和巴基斯坦地区的经济体将继续面临艰难的经济与政治转型。

表：2013 年 10 月 IMF《世界经济展望》数据概览

（单位：百分比）

项目/年份	年同比				与 2013 年		第四季度同比		
	实际增长		预测值		7 月预测之差		预估	预测值	
	2011	2012	2013	2014	2013	2014	2012	2013	2014
全球产出	3.90	3.20	2.90	3.60	-0.3	-0.2	2.70	3.10	3.60
发达经济体	1.70	1.50	1.20	2.00	0.00	0.00	0.90	1.80	2.10
美国	1.80	2.80	1.60	2.60	-0.1	-0.2	2.00	1.90	3.00
欧元区	1.50	-0.6	-0.4	1.00	0.10	0.00	-1.0	0.40	1.10
德国	3.40	0.90	0.50	1.40	0.20	0.10	0.30	1.30	1.10
法国	2.00	0.00	0.20	1.00	0.30	0.10	-0.3	0.50	1.10
意大利	0.40	-2.4	-1.8	0.70	0.00	0.00	-2.8	-0.9	1.40
西班牙	0.10	-1.6	-1.3	0.20	0.30	0.10	-2.1	-0.2	0.20
日本	-0.6	2.00	2.00	1.20	-0.1	0.10	0.30	3.50	0.20
英国	1.10	0.20	1.40	1.90	0.50	0.40	0.00	2.30	1.50
加拿大	2.50	1.70	1.60	2.20	-0.1	-0.1	1.00	1.90	2.40
其他发达经济体	3.20	1.90	2.30	3.10	0.00	-0.2	2.10	2.80	3.00
新兴与发展中经济体	6.20	4.90	4.50	5.10	-0.5	-0.4	4.90	4.70	5.40
中东欧	5.40	1.40	2.30	2.70	0.20	-0.1	0.80	2.80	3.40
独联体	4.80	3.40	2.10	3.40	-0.7	-0.3	1.40	2.00	3.50
俄罗斯	4.30	3.40	1.50	3.00	-1.0	-0.3	2.00	1.60	3.80
俄以外独联体国家	6.10	3.30	3.60	4.20	0.10	-0.1	-	-	-
发展中亚洲	7.80	6.40	6.30	6.50	-0.6	-0.5	6.80	6.20	6.60
中国	9.30	7.70	7.60	7.30	-0.2	-0.4	7.90	7.60	7.20
印度	6.30	3.20	3.80	5.10	-1.8	-1.1	3.00	3.90	5.80
东盟五国	4.50	6.20	5.00	5.40	-0.6	-0.3	8.90	4.20	5.30
拉美与加勒比	4.60	2.90	2.70	3.10	-0.3	-0.3	2.80	1.90	3.80
巴西	2.70	0.90	2.50	2.50	0.00	-0.7	1.40	1.90	3.60
墨西哥	4.00	3.60	1.20	3.00	-1.7	-0.2	3.20	1.00	3.50
中东和北非	3.90	4.60	2.30	3.60	-0.7	-0.1	-	-	-
撒哈拉以南非洲	5.50	4.90	5.00	6.00	-0.2	0.10	-	-	-
南非	3.50	2.50	2.00	2.90	0.00	0.00	2.30	2.30	3.00
备忘项									
欧盟	1.70	-0.3	0.00	1.30	0.20	0.10	-0.7	0.80	1.40

	年同比				与 2013 年		第四季度同比		
	实际增长		预测值		7 月预测之差		预估	预测值	
项目/年份	2011	2012	2013	2014	2013	2014	2012	2013	2014
中东与北非	3.90	4.60	2.10	3.80	-0.9	0.00	-	-	-
基于市场汇率的全球增长	2.90	2.60	2.30	3.00	-0.2	-0.2	1.90	2.60	3.10
全球贸易量（货物与服务）	6.10	2.70	2.90	4.90	-0.2	-0.4	-	-	-
<b>进口</b>									
发达经济体	4.70	1.00	1.50	4.00	0.10	-0.2	-	-	-
新兴市场与发展中经济体	8.80	5.50	5.00	5.90	-0.9	-1.4	-	-	-
<b>出口</b>									
发达经济体	5.70	2.00	2.70	4.70	0.30	0.00	-	-	-
新兴市场与发展中经济体	6.80	4.20	3.50	5.80	-0.7	-0.5	-	-	-
<b>商品价格（美元价）</b>									
石油	31.60	1.00	-0.5	-3.0	4.20	1.70	-1.2	5.00	-7.7
非石油产品	17.90	-9.9	-1.5	-4.2	0.30	0.20	1.20	-3.8	-2.9
<b>消费者价格</b>									
发达经济体	2.70	2.00	1.40	1.80	-0.2	-0.1	1.80	1.30	2.00
新兴市场与发展中经济体	7.10	6.10	6.20	5.70	0.20	0.10	5.10	5.50	5.10
<b>伦敦国际银行间拆借利率（%）</b>									
美元（6 个月）	0.50	0.70	0.40	0.60	-0.1	0.00	-	-	-
欧元（3 个月）	1.40	0.60	0.20	0.50	0.00	0.20	-	-	-
日元（6 个月）	0.30	0.30	0.20	0.30	0.00	0.00	-	-	-

### 下行风险将占主导地位

《世界经济展望》强调指出，变化中的全球经济增长格局加剧了新兴市场经济体的风险。美国货币政策宽松程度下降加上新兴市场经济体国内脆弱性可能导致进一步的市场调整，导致资产价格超调风险上升，甚至可能带来国际收支冲击。此外，旧的风险依然存在。包括欧元区尚未完成的金融部门改革，欧元区某些经济体受损的货币政策传导渠道，以及包括日本和美国在内的许多发达经济体政府的债台高筑以及相关的财政和金融风险。地缘政治风险近几个月也再度突出。

即使一部分上述风险成为现实，其也能通过跨境贸易和金融外溢效应，影响到所有经济体，因此，《世界经济展望》强调了全球经济会长时间停留在低速增长区的风险。

IMF表示，一些新的下行风险已经浮现，而旧有风险基本上依然存在。美国的政治僵局已导致联邦政府关闭。假设美国政府的关闭是短暂的，相机性质的公共支出将得到批准和执行（如预测所假设的），债务上限（可能在10月中旬达到这一上限）将迅速得以提高。这三个方面都存在不确定性。政府短暂关闭对美国经济的破坏可能是有限的，但长期关闭可能带来相当大的损害。更重要的是，如果不能迅速提高债务上限，导致美国选择性违约，可能给全球经济造成严重破坏。

政策制定者展示了让全球经济脱离风险的决心。除了新的剧烈下滑事件，长期的全球增长疲软也越来越令人担心。中期下行情景可能会有以下特点：在欧元区，由于金融分割状态持续存在，私人债务的后续不利影响超出预期，所以只有极低速的增长；新兴市场经济体受到失衡问题和供应瓶颈的影响而蹒跚前行；日本长期处于通货紧缩。同时，随着美国定量宽松政策的结束，与目前的预期相比，全球金融状况的紧缩程度会更高，持续时间更长。因此，全球经济的中期年度增长率仅略高于3%，而不会重新加速超过4%。更令人担忧的是，发达经济体的货币政策将在多年之内维持零利率。长此以往，所有主要发达经济体令人担忧的庞大公共债务以及欧元区持续的金融分割状态可能触发新的危机。

### 促进实现更稳健和更可持续增长的政策

IMF指出，上述变化的增长动态带来新的政策挑战，且政策溢出效应可能引发更多担心。最近的



两大动向可能在短期内影响全球经济的走势。首先，市场愈发相信，美国的货币政策正接近一个拐点。美联储关于减少量化宽松措施的言论导致美国和一些其他经济体的长期收益率出现意外攀升。尽管美联储随后决定维持资产购买量，其他国家也采取了相应的政策行动，但长期收益率的攀升基本上尚未逆转。其次，市场日益坚信，中国的中期增长会比过去几年缓慢——之前预计如果产出增长低至政府7.5%的目标，中国当局将采取强劲刺激措施。但现在不得不修正这一预计。

要让全球经济摆脱长期疲弱的困扰，首要的工作是，发达经济体需解决旧的挑战，同时，新兴市场和发展中经济体应在可信政策的指引下实现增长模式的转变。

就发达经济体而言，《世界经济展望》重申：欧元区需修复其金融体系，并建设实施一个可靠的、有共同后备支持的银行联盟。美国应该打开财政政策上的政治僵局，并及时提高债务上限。此外，美联储应该在充分预测经济增长、通货膨胀和金融条件前景的基础上，审慎管理货币政策的正常化过程。日本和美国均需完成中期财政调整，并改革其社会安全网计划。日本和欧元区应采取结构性改革，提高潜在产出。

在新兴市场经济体，适当的政策组合和调整步伐将有所不同。但是，许多经济体的政策重点是相同的。在避免市场条件出现紊乱的前提下，决策者应该允许汇率根据环境变化作出调整，并起减震器的作用。在货币政策框架可信度较低的经济体，需尽量努力提供一个强有力的名义支点。应采取金融监管和审慎行动，防范金融不稳定。财政调整应继续着眼于重建缓冲——除非下行风险成为现实，且资金条件允许财政放松。

对于许多新兴市场经济而言，必须进行新一轮的结构改革，包括对基础设施的投资、重新激发增长潜力。中国需要平衡经济增长，从投资转向消费，为实现更加平衡和可持续的国内和全球经济增长创造条件。

布兰查德总结道，危机后的复苏仍在继续，但过于缓慢。当前的焦点是新兴市场经济体——特别是经济增长减缓与美国货币政策导致的金融状况收紧的共同作用的背景下。但危机的其他遗留问题依然存在，很可能再次浮现出来。公共债务仍然居高不下，一些国家的私人债务也很高，财政可持续性并未实现。金融体系的架构在演变，其未来形态仍不明确。这些问题将继续影响世界经济未来若干年的演变进程。

### 金融市场调整要适度

在2013年10月《全球金融稳定报告》中，IMF指出，全球金融体系正沿着金融稳定增强的路径进行着一系列调整。随着经济复苏巩固，美国可能很快就会降低货币政策的通融性，长期利率将会上升。继投资资本持续大量流入之后，新兴市场即将面临更波动的外部状况和更高的风险溢价。一些经济体在转向金融部门更平衡和可持续的体制过程中，需要克服金融和宏观经济脆弱性。日本正在着手实行所谓“安倍新政”体制，其特征是更大力度的货币放松，同时实施财政和结构性改革。欧元区正努力建立更强健、更安全的金融部门，包括建立一个具有共同风险化解框架的更强的货币联盟，同时加强金融体系，降低过高的债务水平。最后，全球银行体系正在逐步采用更高的监管标准。第一章分析了上述每一个转变过程的挑战和风险。

这些转变带来的主要挑战与美国管理通融性货币政策的附带影响和最终政策退出有关。这种变化（包括美国经济强劲带来的益处）应有助于限制了与长期低利率有关的金融稳定风险。不过，实现平稳的转变过程可能有难度，因为投资者将针对利率上升、波动性增大的新体系调整其资产组合。第一章的分析强调，长期利率的上升幅度可能大于当前的预期。市场流动性的结构性缩减以及短期融资市场和影子银行体系的杠杆水平过高（例如，在房地产抵押贷款投资信托部门）可能使利率上升幅度扩大，对全球市场产生溢出效应。

许多新兴市场经济体也面临金融稳定挑战。债券市场目前对发达经济体的通融性货币政策的变化更加敏感，因为外国投资者已挤入当地市场，而他们可能会撤出。新兴市场的信贷扩张和企业杠杆率上升持续了相当长一段时间，其经济基本面近年来已经减弱，政策制定者面临的主要任务是，管理向更均衡、可持续的金融部门过渡过程中可能出现的风险，同时维持强劲的经济增长和金融稳定。

在其他国家中央银行考虑最终退出非常规货币政策的战略时，日本正在“安倍新政”框架下增加货币刺激，目的是使经济摆脱通货紧缩。成功实施全套政策（包括财政和结构性改革）将增强国内金融稳定，同时可能导致资本流出。但如果计划中的财政和结构性改革得不到充分实施，金融稳定可能面临显著风险。若不能落实这些改革，通货紧缩可能再度出现，银行持有的政府债务可能增加，从而进一步加剧主权-银行之间已经很强的联系。在一种更无序的情景中（更高的通胀和高水平的风险溢价），国内和全球金融稳定都会面临更大风险，包括债券收益率和波动性急剧上升，资本外流急剧增加。

在欧元区，国家层面的改革以及在改善货币联盟架构方面采取的重要行动缓解了银行和主权融资压力。然而，在意大利、葡萄牙和西班牙等面临压力的经济体，公司部门沉重的债务负担以及金融分割状态仍带来挑战。本报告估计，即使金融分割状态在中期内得到扭转，债务积压仍将持续存在，积压规模相当于这些经济体公司债务的近五分之一。假设经济和金融状况没有进一步改善，（相比2013年10月《世界经济展望》基线情景所假设的周期性好转，结果将会更加不利），这些经济体的一些银行可能需要进一步增加贷款损失准备金，以应对可能出现的公司贷款质量恶化。这会消耗银行未来利润的很大一部分。最近在评估资产质量以及增加损失准备金和资本金方面开展的工作提高了银行吸收损失的能力，但进一步清理银行资产负债表和建立全面的银行业联盟十分重要。在采取上述步骤的同时，应辅之以综合的评估过程和战略，以解决非金融部门的债务积压问题。

一些政策行动将有助于促进有序地增强金融稳定：

美国经济增长的加强正在为货币正常化奠定基础。为实现平稳的过渡，需要出台政策处理波动性加剧和资产调整的影响，同时克服结构性流动性不足和系统脆弱性。中央银行官员的清晰、时机适当的沟通战略至关重要。与过去的紧缩周期相比，当局目前可以利用更多工具。不过，如果出现不利冲击，可能需要应急后备支持，以解决某些市场局部的抛售风险，管理有序的解退或清盘。加强监督将有助于降低影子银行体系（特别是房地产抵押贷款投资信托部门）杠杆率过高的相关风险。

对于新兴市场经济体，外部压力的主要传导渠道很可能是通过债券和外汇市场的流动性压力，而不是通过银行融资渠道。此外，外国投资者对美国货币政策预期变化的反应将继续影响当地市场。如果出现大规模资本外流，一些国家可能需要明智地利用其政策缓冲，以确保有序的市场运作。在相关增长前景减弱、美国名义利率上升、资本流动反退的情况下，新兴市场为维持抗冲击能力，必须更加重视解决国内脆弱性。政策制定者应认真监测和控制公司杠杆率的快速上升。当地银行监管机构需防范影响银行资产负债表的外币融资不匹配情况（包括公司外币借款）。此外，建立充足的缓冲和解决宏观经济失衡问题可能是有益的步骤，因为其能够缓解波动性加剧和风险溢价上升带来的影响。

控制中国金融体系的风险是一项重要而具有挑战性的任务。需要控制大范围的信贷增长，以抑制金融稳定风险，并促使中国经济摆脱对信贷刺激下的资本和房地产投资的增长模式的依赖，实现经济再平衡。必须对影子银行活动实施更严格的审慎监督，并通过持续的金融放开（例如，放开存款利率）消除监管套利动机，并纠正“高风险公司贷款和储蓄产品有隐性担保和救助保证”这样一种普遍认识。如果信贷损失不是由贷款者和储蓄者来承担，国家就会面对庞大的、不可预见的财政成本。

日本当局需要履行财政和结构政策承诺，彻底完成大力度的政策行动，以避免下行风险。如果主权债务动态得不到改善，需要通过这些政策来控制政府债券风险溢价的急剧上升。为缓解稳定风险，还需提高市场结构的抗冲击能力（例如，通过修改衍生工具市场的停板制度），并解决地区银行的风险问题。

欧元区在进一步缓解债务积压和增强银行资产负债表的同时，还需加强金融架构并完成银行业联盟议程。需要全面恢复投资者对欧元区银行资产负债表的信心，并加强流向有生存能力企业的信贷资金：按照计划，第一步是进行彻底的、现实的、透明的资产负债表评估。需要建立可信的资本后备支持，以弥补所确定的任何不足，并在公布评估结果之前沟通这方面的信息。应使用更系统的方法解决公司债务积压问题，包括清理公司债务，改善公司破产框架，以及积极利用非银行信贷来源。欧洲中央银行进一步的货币支持以及欧洲投资银行对有生存力企业的信贷支持非常重要，能够为私人资产负债表的修复提供时间。

全球银行补充资本的情况依然存在差异，因为各机构处于资产负债表修复的不同阶段，并在不同



的经济和监管环境下运作。关键任务是改善资产负债表的可信性、透明度和强健度，同时避免各国未经协调的监管措施和不确定性给银行带来不必要的压力。需进一步开展工作，评估市场发展变化情况以及影响交易商-银行业务模式的监管举措可能以什么方式影响市场流动性的成本和供给。随着金融市场的利率上升、波动性增大，至少需要更加警惕交易流动性压力的影响并加强对这种影响的监督。

如果能够适当处理这些政策挑战，并按承诺实施有关改革，那么，加强金融稳定的过程应会平稳完成，为金融部门的活动和经济增长提供更稳健的平台。但如果不能实施必要改革，解决上述许多政策挑战，各地区间可能产生深远的溢出影响，可能影响促进稳定工作的顺利进行。

对于解决信贷增长疲软所采取的政策。IMF认为，如果政策能有针对性地解决信贷疲软的根本限制因素，则最为有效。IMF通过分析工具发现，信贷市场的限制因素在不同国家有所不同，并且随时间推移发生变化，因此需要根据各国具体情况进行仔细评估。更好的有关新贷款的数据也有助于识别限制因素。在很多情况下，需求面和供给面的政策是互补的，但其相对规模和顺序可能很重要。此外，政策制定者应认识到信贷支持政策的财政成本及对金融稳定的影响。主要风险集中于信用风险的上升，包括放松信贷发放标准，以及让现有贷款保持“常青”的风险。当经济复苏依然疲弱时，缓解这些风险可能是不必要或不适当的，因为这可能有悖于信贷政策的目标（信贷政策往往鼓励承担更大风险）。不过，政策制定者需不断权衡信贷支持政策的近期收益与长期成本。

对于银行融资结构对金融稳定的影响，以及监管改革倡议是否会增强银行融资结构的稳定性、多元性和抗冲击能力的分析中，IMF报告发现，健康的银行对股权的依赖程度较高，对债务的依赖程度较低（特别是引起全球金融危机的短期批发融资），并且以存款为主要融资来源。各种改革都在正确地促进这些有益特征，但它们之间可能有潜在取舍关系。一方面，银行有压力使用更多有担保的融资（这会加剧“资产负担”）和存款，以降低对批发融资市场波动的脆弱性。另一方面，自救权和存款人优先权能以无担保批发债务持有者的利益为代价，为纳税人和存款人提供更好的保护。数值分析显示了随着新的受保护债权人的比例增加，无担保债务成本所受影响。在当前的状况和存款人保护条件下（特别是对于资本充足的银行），无担保债务的成本上升幅度将比较小；但是，如果显著扩大存款人保护，影响会相当大。谨慎实施改革能缓解这种矛盾：巴塞尔协议III和场外衍生工具改革应按计划实施，但政策制定者应当监测抵押品需求的上升，确保具备足够的无负担资产，以便能对无担保优先债权人实施有意义的自救。

### 加强财政平衡是各国首要任务

在10月的《财政监测报告》中，IMF指出，发达经济体经济增长持续低迷，债务比率居高不下，发展中经济体的脆弱因素不断出现，这为全球财政形势笼上了一层阴云。在发达经济体，随着预算赤字不断削减（日本显然是例外），平均公共债务比率预计将在2013至2014年逐渐趋于稳定，但仍将达到历史峰值（约为国内生产总值的110%，比2007年水平高出35个百分点）。模拟分析表明，这些经济体如能将总体预算水平保持在基金组织工作人员中期建议的水平上，那么，到2030年，其平均债务占国内生产总值的比率将降到约70%，尽管某些国家的这一比率仍将保持在80%以上。

然而，巨大的债务存量、不确定的全球环境、疲弱的增长前景，以及日本和美国等系统重要性经济体具体的中期调整计划的缺失，都将加大实现上述目标的难度。美国联邦政府关闭以及至今未能提高债务上限均加剧了不确定性。政府短暂关闭的影响可能有限，但长时间关闭可能会非常有害。如果不能及时提高债务上限，则可能会产生更严重的后果。与此同时，在新兴市场经济体和低收入国家，财政脆弱性因素在不断累积。究其原因，在新兴市场，是由于金融波动加剧，潜在增长率下调；而在低收入国家，则是由于商品价格可能下降，援助可能减少。

因此，加强财政平衡和加固信心依然是政策议程的首要任务，尽管各国的形势紧急程度有所不同。在债台高筑的发达经济体，财政整顿应以可信的、基于周期调整项的中期计划作为支撑，从而使自动稳定机制有空间发挥缓解意外冲击的作用。在融资允许的情况下，这些经济体财政整顿的速度和内容应有所调校，其目标应是减轻短期经济活动风险，同时改善长期增长前景。而那些财政空间缩小甚或消失的新兴经济体，则应利用总体上仍较为有利的周期性条件，开始重建其财政缓冲。由于潜在增长

和利率前景存在不确定性，这些经济体需采取更主动的行动应对市场情绪的突然转变。尽管如此，其重建财政缓冲的速度应由债务和赤字水平来决定，同时还要将融资情况考虑在内。低收入国家可获得的优惠资金的减少，以及资源丰富型国家商品价格的下滑，都突出表明，须加强国内财政收入筹划，并提升资金使用效率。

税收改革能否以及将如何促进公共财政的增强，是IMF报告的研究重点之一。税收一直都是一个敏感话题，如今也比以往更显著地处于全世界政策辩论的核心。主要的难题在于，在降低发达经济体债务比率，以及满足发展中国家日益增多的财政支出需求方面，税收如何能最好地发挥作用？我们应如何——特别是在困顿时期——兼顾公平与效率，从而保障长期增长？

在实践中，到目前为止可以看出，财政整顿对收入措施的依赖程度高于人们最初的设想。但各国做出的选择往往只是权宜之计，而非出于构建更强健、更公平的税收制度的考虑，从长期看来，这可能会导致越来越多的问题。例如，为解决环境层面的问题或纠正金融部门低效问题，原本更有效的方法是扩大税基和增加税种，但现下的方法却是提高税率。虽然很多国家进行了相当部分的调整工作，但增长前景并未改善，有鉴于此，当前的政策设计应重在消除长期存在的税收扭曲因素并推动潜在增长。

各国能否更多、更好、更公平地开展税收？IMF的研究结果表明，在很多发达经济体，提高财政收入的空间受到了限制，并且，在税收比率已经很高的经济体，很大一部分调整举措都不得不落在财政支出方面。然而，很多经济体（包括财政整顿需求最大的一些经济体，如美国和日本）依然能够筹集大量的财政收入，同时又能限制经济增长所受到的扭曲和负面影响。扩大增值税的税基从经济效益上来看是首选举措，并且在大多数情况下易于与贫困群体保护措施相结合。在新兴和低收入国家，提高财政收入的潜力往往巨大，加强征管仍将是一个核心挑战。各国早就应认识到，国际税收框架已经难堪大用。尽管难以量化，但对这一框架的改革也可以带来大量财政收入。这对于发展中国家尤为重要，因为它们更多地依赖于公司税收，而这些税收又往往来自于一大批跨国公司。

对于很多发达经济体来说，从收入分配顶层筹集更多的财政收入（在某些经济体，这可以满足相当一部分财政调整需求）似乎还是有操作空间的。无论是先进国家还是发展中国家，大多都有充足理由从房地产税收中获得显然多于其他来源的收入，尽管这种做法在房地产市场具有合理弹性的情况下才最为适宜。原则上，针对财富的税收也能带来可观的潜在财政收入，且效率成本相对较低。此类税收在以往表现并不理想，但随着公共利益的增长，国际合作的加强，此方面的支持将增多，逃税机会将减少，因此情况将得到改善。国际税收改革的难度将加大，因为改革不仅要应付那些千方百计减少纳税的投机行为，而且还要解决更根本的问题，例如：如何在各国间分配税基，以及如何通过加强税收合作来更好地实现互利。

即便是设计最佳的税收改革，也难以摆脱政治上的限制。历史经验表明，行之有效、长期持续的税收改革往往都是在局势较好的时期实施的，因为，在这样的时期，丰厚的财政收入可用来补偿改革受损方。但在困顿时期，改革若能与各国制度状况相适应，并辅之以广泛的政治共识构建以及宣传策略，那么也是可以顺利实施的。在当前的税收时代，对此类改革的呼声自然会日益增多。

（完）

（编译、整理、责任编辑：王砚峰）

2013 年第 74 期（总第 1394 期）

2013 年 10 月 9 日（星期三）

地址：北京阜外月坛北小街 2 号  
中国社会科学院经济研究所

E-mail: [tsg-jjs@cass.org.cn](mailto:tsg-jjs@cass.org.cn)  
[kingwyf@263.net](mailto:kingwyf@263.net)

邮编：100836

电话：(010) 68034160

传真：(010) 68032473