

二〇〇六年第四期 总第四期  
二〇〇六年六月

## 目 录

### 【AFDC 动态】

AFDC 承办世界银行《2006 全球发展金融》发布会 .....	2
-----------------------------------	---

### 【观点摘登】

世界银行《2006 全球发展金融》报告主要观点 .....	3
-------------------------------	---

### 【媒体报道】

《中国证券报》06 年 6 月 8 日：需警惕全球资本流动激增风险 .....	10
---	----

《东方早报》06 年 6 月 9 日：发展中国家资本流入量创纪录 .....	11
--	----

《国际金融报》06 年 6 月 8 日头版：人民币大幅升值条件尚不成熟 .....	12
---	----

《第一财经日报》06 年 6 月 8 日：世行专家称中国经济增长已达临界点 ...	14
---	----

### 【AFDC 近期活动】 ..... 15

## 【AFDC 动态】

### AFDC 承办世界银行《2006 全球发展金融》发布会

2006 年 6 月 7 日上午，由上海国家会计学院和亚太财经与发展中心承办的世界银行《2006 全球发展金融》发布会在上海国家会计学院举行。世界银行《2006 全球发展金融》主要执笔人、发展经济学高级经济学家曼索尔·戴拉米博士和世界银行全球经济趋势研究组负责人、高级经济学家汉斯·蒂莫博士出席发布会，介绍了报告中的主要观点。

《全球发展金融》是世界银行每年发布的、对全球经济有着重要影响力的研究报告。曼索尔·戴拉米博士在演讲中指出：2005 年是发展金融标志性的一年，主要体现在：私人资本流动达到创纪录水平；南南流动是发展金融的重要方面；对最贫困国家，援助国加大了援助力度，然而，风险和脆弱性依然存在。面对资本流量猛增带来的巨大发展潜力，全球社会应具备不同的应对策略：对于发展中国家来说，应注意对货币和汇率政策的管理协调一致；以稳健的财政政策促进价格稳定；对内债和外债管理采取整合方式；自觉改善经营环境和治理；对商业借贷采取审慎方式，同时保持债务的可持续性。对于国际政策制定部门而言，则应开展多边合作以防止对全球不平衡做出无序市场反应；逆差和顺差国家之间应共担责任；承认国际储备货币国家和其他国家之间的结构不对称。在援助国的义务方面，履行增加援助的承诺，确保根据发展优先重点分配援助资金则是其中重点。

蒂莫博士在演讲中预计，2006 年发展中经济体在油价上涨的情况下仍会保持强劲增长，但外部环境会朝不利方面转变，发展中国家更易受到冲击；大多数发展中国家采取的稳健政策有利于软着陆，但风险很大。在政策问题上，各国需要

继续保持审慎；建立促进调整适应高油价的政策；遏制可能缺乏未来可持续性的追加开支负担。在随后的记者专访会上，两位世行专家就中国记者提出的若干涉及中国政策与金融发展的问题，如人民币汇率浮动、发展中国资本市场，原油、有色金属等全球稀缺资源市场走势及应采取的国别政策等，一一做了解答，并就全球发展中国家开展多边合作，携手共同发展寄予了良好的期望与祝福。

## 【观点摘登】

### 世界银行《2006 年全球发展金融》报告主要观点

5月30日，世界银行发表《2006 全球发展金融》报告；6月7日，由亚太财经与发展中心和上海国家会计学院承办的世界银行《2006 全球发展金融》发布会在上海国家会计学院举行。以下为世界银行驻中国代表处提供的报告的主要观点。

#### **概要与政策信息：资本流动激增带来的发展潜力**

2005 年是全球发展金融标志性的一年，无论是在官方领域，还是私人领域。流向发展中国家的国际私人资本创下历史新高记录，达到 4910 亿美元。2005 年，私人资本流动全面增加，长期债券发行、银行贷款和股票投资增长强劲。私有化和跨境并购浪潮吸引了大量外国直接投资（FDI）。各国政府和私人机构纷纷利用良好的金融市场状况，进行未偿债务再融资，筹集未来借贷资金，而亚洲和拉丁美洲的本币债券市场也吸引了追逐更高收益率和货币升值潜在收益的国际投资者。与此同时，发展中国家的金融一体化继续深化。发展中国家之间的资本流动（所谓的南南流动），比北南流动的增长速度更快，尤其是在 FDI 方面。私人资本流动的有力增长得益于金融创新的支持，特别是本币融资和结构性金融工具，例如信贷违约掉期和其它衍生产品，这些产品使得投资者更有能力管理新兴市场资产带来的风险。

2005 年，在一系列主要的国际论坛上，发展金融占据了中央舞台。在距实现千年发展目标（MDGs）还有 10 年的时刻，人们对有力推动发展援助工作的期望不断攀升，重点是撒哈拉以南非洲地区，该地区是唯一无法按计划实现任何一项目标的地区。人们普遍认为，有必要大幅度增加援助，进一步减少重债穷国（HIPC）的债务负担，向它们提供更多资金，在实现千年发展目标方面取得进展。为实现这些目标，过去几年来，捐赠国加大了援助力度，采取步骤改进援款分配，即向最贫困国家，特别是撒哈拉以南非洲国家提供更多的发展援助。捐赠国还为贸易便利化提供了定向支持，并制订提高援助效益的框架。总的来说，以赠款和优惠贷款形式提供的援助金额已有增加，而官方机构的非优惠贷款援助净额则大幅度下降。

2005 年，全球经济增速强劲，达到 3.6%，发展中国家的增速连续三年超过 5%。总体而言，全球经济和金融状况保持良好态势，不过也存在几个潜在的不稳定因素，特别是石油价格

高攀且变化不定，国际金融失衡继续增加，以及一些主要工业化国家的短期政策利率上升等。国际金融市场经受住了几大信贷事件的考验，其中包括美国两大汽车公司信用等级下调，以及受到美国监管当局关注的信贷衍生产品合同积压案的和解。私人资本流动的上升趋势似乎延续到了 2006 年的前几个月，短期的前景良好。但是，未来的外部环境很可能不如最近几年这么有利，关键取决于全球储蓄和投资方式进行必要调整的进程和动力，以有序地解决大规模的、不可持续的全球金融失衡问题。

私人资本流动的激增，给各国和国际的政策制定者提供了一个推动发展的重大机遇，但其前提是他们必须能够应对三大挑战。第一项挑战是，确保更多的国家，特别是较贫困的国家通过改进自身的宏观经济绩效、投资环境和援款使用方式，获得更多有利于发展的国际资本。第二大挑战是如何制订相关政策，解决全球不平衡问题，从而避免出现突然的逆向资本流动。这些政策应考虑到在决定全球金融流动性和资产价格变动方面，发达国家和发展中国家之间的金融关系和汇率关系越来越具有相互依赖性。第三大挑战是如何确保官方和私人发展金融得到有效管理，实现受援国的发展目标，同时推动它们更多地参与全球金融市场。这些内容就是今年《全球发展金融》报告的主题和关注。

## 私人资本流动继续全面激增

来自官方和私人渠道的资本流入净额从 2004 年的 4180 亿美元增加到 2005 年的 4720 亿美元。尽管官方贷款净值为负数，流向发展中国家的私人资本净额则连续三年扩大，2005 年达到 4910 亿美元，创历史最高记录。对新兴市场债务和股权的需求依然强劲，许多发展中国家的经济基本面得以改善，在主要工业化国家的短期利率较高但长期利率保持低位的情况下，投资者追逐更高的收益率，刺激了这种需求。劳工汇款也增强了发展中国的财力，过去 10 年来，劳工汇款继续保持稳定上升态势。私人资本流动的增加范围很广，涉及大多数债务和股权类型，也涵盖大多数发展中国家。长期债券流动（比 2005 年增加 190 亿美元）、中长期银行贷款（增加 280 亿美元）和股票投资（增加 240 亿美元）等表现出最强劲的增长。许多发展中国家发行债券的成本下降，原因是工业化国家的长期利率保持低位（虽然欧元区、美国和其他国家的短期利率上升），新兴市场主权债券的利差继续减少。2006 年 5 月，这些利差降至历史最低点，为 174 个基本点。短期借贷与 2004 年大致保持相同水平，比 2003 年增加 140 亿美元左右，与 1998–2001 年期间出现的短期债务流量为负数的情况截然相反。

私人资本流动的增长也是广泛的，所有地区都实现了增长：俄罗斯联邦和土耳其的资本流动激增，使流向欧洲和中亚地区的资本在 2005 年达到 1920 亿美元，高于 2004 年的 1600 亿美元。该地区占发展中国家私人资本流动的 39%，几乎是 2001 年所占比例的两倍。强劲的债券和股票交易活动，使得流向拉丁美洲和加勒比地区的私人资本从 2004 年的 590 亿美元增加到 2005 年的 940 亿美元。但是，该地区占流向发展中国家的私人资本比重从 2000 年的 45% 降至去年的 19%。流向东亚和太平洋地区的资本从前年的 1250 亿美元增加到 1380 亿美元，尽管中国吸收的 FDI 下降，其原因是流向几个区域经济体的资本显著增加。

2005 年，大多数发展中国家的信用等级继续提高，信用评级机构的信用升级数目明显超过信用降级数目。此外，信用升级的步幅从 2004 年的 31 个上升到 2005 年的 46 个。许多发展中国家利用有利的金融状况，在国际市场上发行期限更长的债券，有些情况下是以本币计值。其它一些发展中国家则利用以较低利率发行的新债券收益，回购现有债务。此外，许多国家提前融资，以满足未来的资金需求。2005 年，对发展中国家提供的银团贷款创下新纪录。银行贷款总额为 1980 亿美元，比 2004 年增长 77%，涉及众多行业的 1255 项交易，主要是石油和天然气项目以及石油进口融资。与此同时，新兴市场经济体繁荣的股票市场推动股票投资达到 610 亿美元的历史记录，高于 2004 年的 370 亿美元。但是，私人资本流动依然集中在几个国

家。2005 年，大约 70% 的债券融资和银团贷款流入 10 个国家，其中三个国家（中国、印度和南非）几乎占所有股票投资的 2/3。2005 年私人资本流入净额的增加没有扩大国内投资，而是增加了发展中国家的官方储备资产（与 2004 年创历史记录的增长几乎持平），同时私人实体积累的外国资产急剧增长，达到 2580 亿美元，再创历史新高。

发展中国家开放资本项目，给资本外流增加了机会，使得发展中国家的居民能够进行多样化国际投资，提高投资回报率，降低风险。

## **全球增长推动了资本流动的激增，但是严重的风险依然存在**

过去几年来，尽管国际油价高涨，但是全球增长令人惊讶地保持了很强的抵抗能力。虽然从 2003 年初到 2005 年底石油价格翻了一番，但是全球 GDP 在 2005 年实现了 3.6% 的强劲增长。发展中国家一马当先，其 GDP 增长 6.4%，比高收入国家的增速快一倍以上 (2.8%)。

与以往相比，此次石油价格上涨对经济增长和通货膨胀的影响相对较弱。全球经济增速仅降低 0.5 个百分点，发展中国家的经济增长 0.7 个百分点，低于 2004 年。其影响之所以降低，反映了几个因素，其中主要是石油密集度的下降、产品市场和劳动力市场更加灵活、汇率政策的灵活性以及可信度更高的货币政策。非石油商品价格的提高，抵消了石油价格提高对某些国家贸易条件的影响。

但是，石油价格的提高给大多数发展中国家的对外状况和财政状况带来了重大影响。对于石油净出口国而言，石油价格的提高意味着对外盈余和财政盈余的大幅度增加，以及外汇储备的增长。对于石油净进口国来说，健康的经常项目顺差和充裕的外汇储备使其能够应对石油进口成本的大幅提高。对最贫困国家，特别是撒哈拉以南非洲国家的外援增幅较大，给它们提供了额外的外汇来源。但是，那些对国内能源价格进行补贴的国家财政赤字增长令人担忧。

虽然石油价格居高不下，在 2006 – 2008 年期间，预计发展中国家的经济增长仍将保持在 5% 以上，远远高于过去 20 年的增速，而且通货膨胀压力将得到遏制。自去年《全球发展金融》报告发表以来，这种相对有利的前景面临的主要风险基本上保持不变。全球经济失衡以破坏性方式爆发的可能性依然是风险之一，尤其是对重债国家以及与美国经济联系密切的国家而言。另一项风险是一次剧烈的供应冲击可能使石油价格进一步攀升，对能源依赖程度最高的发展中国家造成潜在的严重后果。如果非石油商品的价格下降，也会对某些最贫困的国家造成类似的结果，这些国家都已从金属和矿产价格上涨中获益。此外，另一种可能性是，由于目前全球金融市场上流动性过剩，投资者可能因此低估新兴市场资产（债务和股权）的风险。在几个新兴市场国家，选举可能带来政策方向的重大转变，政治风险重新成为投资者重点关注的问题。最后，还有一种风险是，禽流感可能变异成为一种很容易在人与人之间传播的病毒形式，而且公众对其免疫力有限。根据最终疫情的严重程度，这种流感大流行可能导致 1400 万至 7000 万人死亡，全球 GDP 增速降低 2 – 5%（后者就意味着全球经济衰退）。

## **资本流动正在转型：发展中国家之间的金融一体化**

二战结束之后的大部分时间里，发展金融的特点一直是资本从工业化国家单向流入发展中国家。但是，由于发展中国家在越来越大幅度上融入全球经济，它们本身也已成为资本流动的重要来源。过去 10 年来，随着发展中国家收入水平的提高，以及对贸易和金融市场采取越来越开放的政策，它们已经成为其它发展中国家获得 FDI、银行贷款和官方发展援助 (ODA) 的一个重要来源。

总体而言，近年来发展中国家之间 FDI 的不断增长，有时也弥补了高收入国家 FDI 流量的减少。但是，南南国家之间的资本流动也特别为低收入国家打开了机会的大门，原因是发展中

国家的投资者通常更能够处理好贫困国家遇到的特殊风险。发展中国家的银行在向低收入国家提供跨境贷款方面扮演着越来越显著的作用——低收入国家 27% 的外国银行资产由发展中国家银行持有，而在中等收入国家这一比例仅为 3%。南南国家之间的 FDI 对许多低收入国家具有重要意义，特别是那些与主要投资者地理位置临近的国家。

与北南国家之间的资本流动相比，南南国家之间的资本流动金额虽然相对较小，但在今后几年内，后者有可能改变发展金融的面貌，特别是如果发展中国家的经济增长继续超过发达国家，更深程度的贸易和金融一体化趋势继续保持下去的话。

## 金融创新

发展中国家的债务发行市场如今已不仅仅是以美元计值的高收益主权债务工具（这些工具一直是新兴市场资产级别的定义），布雷迪债券就是一个例子（一旦已宣布的回购计划完成，将下降到初始余额的 6%）。如今，新兴市场资产级别包括一系列以本币和外币计值的金融工具，可以同样吸引美元和欧元投资者，也可以让主权国家和公司借款人在现金和衍生产品市场上满足融资需求。

信贷违约掉期（对违约提供保险的衍生产品）在新兴市场上以新的形式出现，这对于发展中国家债务资本的定价和供给可能产生重要影响，投资者可以按照一种新的方式承担风险，提高了市场测算信贷风险的能力。将银行贷款和交易活动的信贷风险向其它市场参与者转移，通过这种方式，信贷衍生产品或许从根本上改变了传统的信贷风险管理贷款业务方式。虽然这一市场的出现有助于金融系统通过更多的市场参与者分散风险，但它还是一个相对不成熟、可能比较脆弱的市场，原因在于存在基础设施方面的缺陷，缺乏足以应对动态市场的监管框架，而且少数交易者集中参与新兴市场，如果一个参与者失败，就存在给市场造成不稳定影响的风险。

## 国内债务市场

自 20 世纪 90 年代的金融危机以来，发展中国家的本币债券市场已成为长期发展金融的一个主要来源，目前已是新兴市场债务增长最快的部分。这些市场很大程度上受到国内机构投资者和散户投资者的推动，已经从 1997 年的 1.3 万亿美元发展至 2005 年 9 月的 3.5 万亿美元。其快速增长使主要的发展中国家得以通过减少外汇币种和期限的不匹配，改进债务管理。充满活力的国内债券市场也改善了金融中介服务，有利于国内经济增长，因为政府和企业都可以更容易地获得长期资本。然而，要将新兴经济体的本币债券市场提高到成熟市场的标准，需要做出类似于东亚国家那样的共同努力，这些努力已经取得了早期成果。但是，本币债务市场也给政策制定者带来了新的挑战。国内债务市场的发展需要现代化和专业化的债务管理程序（即内债和外债的综合管理），尤其是在几乎没有资本管制的国家。

## 欧元的全球作用

自 1999 年 1 月 1 日启用以来，欧元发挥着越来越重要的国际作用。欧元已经成为全球债务市场的一个主要发债货币，成为外汇交易的中介，也是政府持有外汇储备的一种重要储备货币。欧元区消除了汇兑风险，建立了一个以欧元计值的泛欧洲证券市场，欧元区国家和其它国家的政府和私人借贷者都被吸引而来，其中包括巴西、哥伦比亚、中国、墨西哥和土耳其。如今，欧元债券市场可以在一些重要方面与美元固定收益市场相媲美，其中包括规模、深度和产品范围。

欧元越来越多地用于债务发行，原因在于欧元是许多投资者的本币。作为外汇储备计值货币，欧元则没有那么受欢迎，原因是：作为外汇交易和货币干预的工具，美元占据主要地位，

此外美国国库券市场的流动性更强。但是，如果美国经常项目赤字情况足以削弱市场对美元的信心，更多的官方外汇储备将会转向以欧元计值的资产；如果这种转变突然出现，就可能在一段时间内带来金融不稳定。

## 官方资本流动净额继续减少

2005 年，官方赠款和贷款净流量连续第四年出现下滑，官方贷款的大幅减少超过了双边援助赠款的增量。2005 年，官方贷款净额为负 714 亿美元，连续第三年出现发展中国家资本净流出的状况。在三年时间里，发展中国家向债权人偿还了 1120 亿美元贷款，这很大程度上是因为中等收入国家对非优惠贷款的偿还。与此相反，在此期间，援资金（由优惠贷款和赠款构成）大幅度增加，特别是对低收入国家的援助。

过去几年来，官方贷款净额的大幅减少很大程度上反映了债务国向国际货币基金组织 (IMF) 的巨额还款，以及向双边政府债权人的巨额提前还款。发展中国家对 IMF 的债务，已经从 2001 年净增 195 亿美元，降至 2005 年净减 411 亿美元，这意味着在 2001 – 2005 年期间，IMF 的贷款净额减少 606 亿美元。出现这种大幅下降的原因是，1997/8 年印度尼西亚和俄罗斯获得的紧急援助贷款，以及 2001/2 年阿根廷、巴西和土耳其获得的紧急援助贷款，现在都已大笔偿还。2005 年官方贷款大幅下降反映了以下国家的巨额还款：阿根廷 (24 亿美元)、巴西 (168 亿美元)、印度尼西亚 (10 亿美元)、俄罗斯联邦 (23 亿美元) 和土耳其 (42 亿美元)。此外，IMF 的贷款总额从 2002 – 2003 年的 300 亿美元左右，下降到 2005 年的区区 40 亿美元。这反映出国际金融稳定的显著改善以及有利的全球经济和金融状况。IMF 的信贷余额从 2002/3 年的 710 亿特别提款权，下降到 2006 年 3 月的 235 亿特别提款权。尽管 IMF 的信贷余额处于低水平，今后几年，IMF 的贷款净额可能继续下降，印尼、土耳其和乌拉圭都已安排偿还巨额贷款。

2005 年，双边政府债权人贷款净额下降 270 亿美元，这主要是因为下列国家向巴黎俱乐部提前偿还巨额贷款：俄罗斯 (150 亿美元)、波兰 (56 亿美元) 和秘鲁 (20 亿美元)。在国际石油价格上涨之后，由于国内财政收入大幅增加，俄罗斯利用国内的财源，提前向巴黎俱乐部偿还了 150 亿美元。秘鲁和波兰提前还款资金来自于私人资本市场，实际上是用私人债务取代官方债务（巴黎俱乐部）。2006 年，预计向巴黎俱乐部的巨额提前还款势头还将继续。俄罗斯联邦正在谈判讨论提前偿还从前苏联继承下来的大约 115 亿美元巴黎俱乐部债务，这样，俄罗斯对巴黎俱乐部的债务余额将从 2005 年初的 365 亿美元左右，降低到 100 亿美元左右。波兰已经宣布，打算向巴黎俱乐部提前偿还其 123 亿欧元债务的一部分，这些债务的期限在 2005 – 2009 年之间。

## 向最贫困国家提供更多的贷款和债务减免

2005 年，OECD 发展援助委员会 (DAC) 成员国的官方发展援助 (ODA) 净支付额大幅增加，达到 1065 亿美元，比 2004 年的 796 亿美元有所提高。ODA 占捐赠国民民收入总值 (GNI) 的比例，已从 2001 年的 0.22% 上升到 2005 年的 0.33%，仅仅低于 20 世纪 90 年代初期 0.34% 的峰值。但是，2005 年创下增长 270 亿美元的历史记录，主要是因为巴黎俱乐部债权国对伊拉克（近 140 亿美元）和尼日利亚（略微超过 50 亿美元）的债务减免。不过，即使不考虑免债，ODA 也实际增长了 8.7%，快于 2002 – 2004 年 5.6% 的年平均增速。

2006 – 2007 年，随着债务减免降至更正常的水平，ODA 占 GNI 的比例可能下降，然后在 2010 年之前又将逐步回升。捐赠国已经承诺，到 2010 年，ODA 将增加 500 亿美元，其中 50% 定向用于撒哈拉以南非洲地区。根据这些承诺，到 2010 年，ODA 应该占 GNI 的 0.36%。按照这种增速类推，要到 2030 年才能实现联合国确定的 0.7% 目标，比“千年发展目标”确定

的 2015 年的最后期限晚 15 年。

2005 年，国际社会在减少一些最贫困国家的债务负担方面取得了重大进展。在“重债穷国减债动议”(HIPC) 和“多边减债动议”(MDRI) 框架下提供的债务减免，将大幅度减轻符合条件的贫困国家的债务负担。在 2006 年 5 月之前达到完成点的 18 个国家，按照“HIPC 动议”，其债务存量总额将从占 GDP55% (在 HIPC 减债之前) 的平均水平降至 13% (在 MDRI 减债之后)。

过去几年来，债务减免和其它特殊用途赠款（用于技术合作、紧急援助和救灾以及行政管理成本）占 ODA 的比例不断上升。2001 年以来，ODA 占 GNI 的比例不断提高，这反映出特殊用途资金的增长，而不是更灵活形式资金的增长。捐赠国已将援款重新分配给最贫困的国家，特别是非洲国家，而且援助资金继续从优惠贷款转向赠款，目的是避免不可持续地增加受援国的债务负担。

## 为了确保经济稳定，发展中国家必须有效地管理资本流动

与 20 世纪 90 年代资本流动激增的情况相比，当前私人资本流动的激增伴随着国内政策和全球金融状况的大幅改善。在这一过程中，各国政府迄今都尽量避免出现总需求过度扩张、经常项目巨额赤字和实际汇率大幅升值的情况。但是，管理资本流动的政策议程既广泛，又复杂，依然存在重大挑战。

## 有效的宏观经济政策

在这个回合里，由于更加灵活的汇率制度和有利于价格稳定的货币政策框架的支持，针对资本流动而采取的应对措施有所改进。几乎在所有发展中国家，通货膨胀率都大幅降低，从 20 世纪 90 年代中期 11% 的中间值，下降到 2002 – 2005 年的 4.5%。与此同时，更加灵活的汇率制度给货币政策带来了更大的自主权，使得有关当局能够降低本国的利率水平。灵活的汇率和较低的利率极大减少了举借短期外债的动力，而短期外债正是导致 20 世纪 90 年代出现金融危机的一个主要脆弱性。各国政府还采取步骤，加速发展国内资本市场（特别是本国债券市场），建立更加多元化的金融市场，使之能够应对证券资本流动的波动性。这些发展情况，加之出现从债务融资向股权融资（特别是 FDI）的过渡趋势，使得发展中国家的外债头寸净额明显好转。发展中国家的外债与 GNI 比率从 1999 年 44% 的高峰，降低至 2004 年的 34% 左右；与此同时，自 20 世纪 90 年中期以来，大多数发展中国家的短期债务，相对于其长期债务和外汇储备而言，已经出现下降。

许多国家的资本管制和汇率限制错综复杂，在简化这些措施方面，已经取得了进展。但是，在逐步开放资本项目的同时，必须进一步加强宏观经济政策，发展本国资本市场和市场监管的相应制度，建立一个有力的风险管理体系，应对汇率制度更灵活、资本项目更开放所带来的需求。资本项目一旦开放，就难以逆转。重返资本管制政策应该被看作最后的政策举措，只是用来抑制汇率的过度波动，或者是在利率和干预外汇市场等政策证明无效时，用来调节资本的大量流入。

虽然近年来在政策方面进行了较大改进，资本流动的激增依然给发展中国家带来了重大风险。经济和金融稳定今后面临的风险很可能改头换面，与过去遇到的风险有所不同，也可能暴露出现在还无法预料的制度和宏观经济的薄弱环节。可能出现麻烦的一个警告信号是，随着证券投资流入的激增，许多发展国家的股票市场价格和估值大幅攀升，尤其是在亚洲，从而导致资本价格出现泡沫的风险增加。其它可能出现麻烦的迹象是，东欧一些国家的汇率升值，经常项目赤字增加。如果几种风险同时出现，则单个风险的影响就会放大。

## 外汇储备的谨慎积累

许多发展中国家，尤其是主要的石油出口国和亚洲新兴经济体，它们的经常项目已经从逆差转为大规模的顺差，进一步扩大了外汇储备需求。其中许多国家积累的外汇储备，远远超过采取干预措施和保持流动性所要求的储备水平，这部分反映出它们希望对全球金融冲击进行自我保险。但是，随着外汇储备的增加，在利用储备进行干预、投资和提供保险与国内资金成本之间如何保持平衡，也越来越重要。对于外汇储备额较大的国家来说，允许本国机构投资者在全球范围内实现投资组合的多样化，同时确保对它们进行更有效的监管，则可以提供一条可行的资本外流渠道，同时提供进一步分散风险的机会。这样就可以把目前集中在中央银行帐面上的货币风险转移给国内的机构投资者，后者的投资时间更长，更有能力应对这些风险。对许多发展中国家来说，比起通过经常项目进行调整以吸收外汇储备，这种方式也更加可取。除了允许机构投资者获得在海外投资的更大空间，还应该参照韩国的做法，考虑允许本国居民投资于获得批准的国际资产。

## 审慎管理石油出口收入

石油出口国在管理波动性强的出口收入方面面临特别的挑战。虽然目前预计石油价格将居高不下，但仍然存在较大的不确定性，石油出口国应该节省部分意外收益，将其用于减少债务以及生产性物质和社会投资等。一些国家已经将石油收入的一小部分投入一个稳定的多元化金融资产组合（被称为“未来资金”），从而降低石油收入过度消费的风险，减少发生“荷兰病”的可能性。这些资金需要有严格的治理和法律框架，有效地将专项石油财富与受短期议程引导的政治决策相分离。政府必须制定和遵守这些收入的投资、保护和最终使用目标。严重依赖石油收入的国家还应该考虑使用金融衍生产品，减少未来收益的波动性。

## 提高公司部门的标准

越来越多的发展中国家已经做出较大努力，满足透明度、公司治理和金融系统监管和监督的国际标准。虽然这是一种全球趋势，每个国家都采取不同的方式，调整国际标准，以适应本国的企业环境。例如，有些国家正在颁布各种规范，制定合规目标，配合执行规定最低强制标准的有关法律；其它国家则是利用各种规范，在即将进行监管改革之前，提高公众的意识。截至 2005 年底，至少有 60 个国家通过了公司治理的国家规范，其中包括所有经历了亚洲金融危机的国家以及中国、哥伦比亚、土耳其和乌克兰。这表明，各国越来越认识到公司治理在提高投资者信心方面的重要性，这种认识有助于提高全球资本市场的抵抗能力和稳定性。当前的重点是，在国家层面有效地执行和实施这些新的国内政策和机构改革。

## 多边合作是解决全球金融失衡的关键所在

国际社会应该继续努力，加强发展中国家的各项政策，推动实现稳定，保持一个有利于发展中国家以均衡的方式扩大和利用资本流动的金融环境。影响稳定的一个主要风险是全球支付体系的不断失衡，市场随之担心有可能出现通过突然改变汇率和全球利率，无序调整失衡的现象。这种变化可能会造成国际金融市场的不稳定和混乱，结果将给所有国家带来不利影响。

虽然采取协调政策对外汇市场进行干预——类似于 1985 年 9 月的“广场协议”——既不可取，也不可行（原因是过去 20 年来，全球金融市场的状况和市场参与者发生了变化），但是要解决目前的全球失衡问题，进行一定程度的多边合作还是必要的。这种做法基于逆差国和顺差国的共同利益，应该反映国际储备货币和其它货币之间的结构性不对称。核心问题在于如何形成共识，采取汇率和总支出综合调整措施，增加顺差国的需求，从而重新平衡全球总需求，同时避免引发全球经济衰退。一般而言，关键国家之间进行政策协调并无必要，理由是浮动汇率、配套的货币政策（主要针对国内的通货膨胀目标和经济发展目标）以及独立的中央银行等

因素，都能够在影响世界经济的冲击面前，推动经济进行调整。然而，如果解决全球支付失衡的融资渠道的可持续性受到质疑，正如当前形势一样，那么开展多边合作，预防突然、无序的市场反应，就是非常可取的举措，尤其是考虑到全球失衡的不断增加在一些国家带来了贸易保护主义政策的压力。

特别是对于发展中国家来说，开展多边合作，它们可以从中获益良多；反之，则受损多多。如果出现经济不稳定，全球金融失衡出现无序发展，这些国家就会遭到不成比例的重创。世界经济正在走向一个多极化的国际货币体系，其中美国、欧元区、日本以及包括中国在内的几个关键新兴市场经济体，都发挥着重大影响。因此，新兴市场经济体的政策制定者应该努力强化制度，推动有利的政策机制，在世界金融和生产体系一体化程度和相互依存度越来越高的情况下，提高自身的参与能力。

## 【媒体报道】

编者按：为了帮助更多相关人士了解全球经济的发展状况，特别是全球发展金融领域的动态，亚太财经与发展中心和上海国家会计学院精心组织了世界银行《2006 全球发展金融》报告发布会，300 多位来自上海相关部门的政府官员、企业高层管理人员以及学术界的代表到现场聆听了报告。同时，报告会也引起了上海新闻界的广泛兴趣和关注，共有近 10 家媒体的记者到场进行了采访。以下就是关于此次报告会的部分新闻报道。

### 《中国证券报》06 年 6 月 8 日：需警惕全球资本流动激增风险

昨日，世界银行年度报告 2006 年《全球发展金融》的主要作者曼索尔·戴拉米在亚太财经与发展中心与上海国家会计学院联合主办的发布会上演讲时称，全球经济增长推动了资本流动的激增，全球需要警惕其背后风险。

曼索尔·戴拉米指出，2005 年流向发展中国家的私人资本净流量达到破纪录的 4910 亿美元，其原因在于私人资本流动全面增加，长期债券发行、银行贷款和股票投资增长强劲。私有化和跨境并购浪潮吸引了大量外国直接投资，各国政府和私人机构纷纷利用良好的金融市场状况，进行未偿债务再融资，筹集未来借贷资金。不过，其中存在的风险也不容忽视，曼索尔·戴拉米认为主要是石油价格高攀且变化不定，国际金融失衡继续增加，以及一些主要工业化国家的短期政策利率上升等不稳定因素。

曼索尔·戴拉米还提醒发展中国家谨慎积累外汇储备。他认为，随着发展中国家外汇储备的增加，在利用外汇储备进行市场干预、投资等方面如何平衡十分重要。对于外汇储备额较大的国家，允许本国机构投资者在全球范围内多样化投资非常明智，这样就把央行的风险转移到国内机构投资者上，而后者应对市场风险的能力更强。（记者 陈继先）

## 【媒体报道】

### 《东方早报》06年6月9日：发展中国家资本流入量创纪录

世界银行近日与上海国家会计学院、亚太财经与发展中心联合发布其《2006全球发展金融报告》。报告指出，流向发展中国家的私人资本达到创纪录的水平，2005年达到4910亿美元。该报告还预测，中国的外汇储备将在2012年达到2.9万亿美元。

发展金融研究组负责人、报告主要作者曼索尔·戴拉米介绍，报告的主要研究成果包括，2005年是全球发展金融标志性的一年，不但私人资本达到创纪录水平，南南流动也是发展金融的重要方面，此外，对于最贫困国家来说，援助国加大了援助力度，风险和脆弱性依然存在。

报告显示，私人资本流动继续全面激增，来自官方和私人渠道的资本流入净额从2004年的4180亿美元增加到2005年的4720亿美元。流向发展中国家的私人资本净额则连续三年扩大，2005年达到4910亿美元，创历史最高纪录。

曼索尔·戴拉米表示，私人资本包括外商投资、股票投资、来自主权国家和公司的债券以及国家商业银行的借贷。其向发展中国家流动的驱动因素是私有化、

企业并购、外债再融资，以及投资者对亚洲和拉美地区本币证券市场的强烈兴趣。

在演讲中，曼索尔·戴拉米展示了世界银行对中国的一项预测，中国的外汇储备将在 2012 年达到 2.9 万亿美元。

他指出，发展中国家在过去几年里外汇储备不断增加，动因是经历了上世纪 90 年代东南亚金融危机，“所以他们要给自己一个保险，使自己有一个缓冲的余地”。

针对中国经济是否过热，世界银行全球经济趋势研究组负责人汉斯·蒂莫在接受上海东方早报记者时表示，从宏观角度分析，中国经济目前既没有过剩，也不存在通胀失控的问题。（记者：王立伟）

## 【媒体报道】

### 《国际金融报》06 年 6 月 8 日头版：人民币大幅升值条件尚不成熟

“从全球市场基本面来看，目前人民币大幅升值的条件仍不成熟。”世界银行全球经济趋势研究组负责人汉斯·蒂莫昨日接受本报记者采访时表示。

蒂莫是在由世界银行、上海国家会计学院和亚太财经与发展中心联合举办的《2006 全球发展金融》上海发布会期间发表上述言论的。本周末，八大工业国(G8)会议将重点讨论全球经济失衡问题，以美国为代表的发达国家认为，人民币币值被低估是中国出现大量贸易顺差的根本原因，外界对人民币升值的呼声也日益升温。但蒂莫认为，目前人民币升值的条件并不成熟。他指出，美国的“双赤字”是全球贸易失衡的重要原因，一方面，美国应缩减国内投资与支出，逐渐缓解“双

赤字”局面；另一方面，中国应加快拉动内需增长，刺激国内消费。在以上两种转变同时实现的前提下，人民币逐步实现缓慢升值才是合理的。

对于中国经济是否过热，蒂莫认为，中国宏观经济并未出现过热情况。从宏观角度来分析，中国通货膨胀并未出现失控状况，商品价格呈上下波动趋势，且波动区间不大。但不可否认，电力、石油等资源不足对经济产生制约，房地产行业发展过热，经济发展出现不平衡状况。目前中国出口量仍在以每年 20% 左右的速度大幅增长，这种通过出口而不是消费来推动经济增长的模式亟待调整。

（记者：魏红欣）

## 【媒体报道】

### 《第一财经日报》06 年 6 月 8 日：世行专家称中国经济增长已达临界点

“中国经济从总体上来说并没有过热，但经济的高速增长已经达到了极限，达到了一个临界点。”昨日，世界银行全球经济趋势研究组负责人汉斯·蒂莫说。

在由上海国家会计学院和亚太财经与发展中心主办的《2006全球发展金融》发布会上，汉斯·蒂莫和该报告另一位负责人世界银行发展金融研究组负责人曼索尔·戴拉米接受了《第一财经日报》等媒体的采访。

## 中国经济需要调整

汉斯·蒂莫认为，从宏观角度来分析，中国经济并没有出现过热的情况，因为通货膨胀并没有出现大的失控的情况，各种物品的价格(变化)也都是正常的波动；中国的劳动力也没有出现大量的过剩。从这些来看，中国经济并没有出现过

热的情况。

“但是，我们也看到中国经济也确实达到了一个增长的极限，达到了一个临界点。”汉斯·蒂莫认为，支持中国经济快速发展的几个重要因素都出现了一些矛盾，比如，现有的基础设施已经很难满足经济快速增长的需求，从去年曾出现过的电力再到道路设施的紧张情况，这些都不足以再支持经济的高速增长。

汉斯·蒂莫认为环境方面也对中国经济增长产生了一个很大的限制，“在自然资源的供应上已经出现了一些摩擦；另外在房地产方面，土地资源已是非常稀缺，但房地产行业却出现兴旺快速的发展，这也是一个比较矛盾的情况。”

汉斯·蒂莫表示中国经济需要纠正和调整经济发展中的一些不平衡，如经济增长主要靠出口推动，而不是依靠国内消费等。

## 人民币可以“健康”升值

对于人民币汇率问题，汉斯·蒂莫认为，人民币升值的时机是需要建立在市场基本面调整的基础上的，一个由投机资本进入中国所引起的人民币升值是不健康的。

“现在有很多人认为人民币需要升值，认为升值后世界上的贸易和金融等问题都能解决，但我并不持这个观点，当然人民币紧跟美元走低的做法也是不合理的。”汉斯·蒂莫说。

《2006全球发展金融》报告显示，2005年，流向发展中国家的国际私人资本达到创纪录的4910亿美元，发展中国家出现大量的资本流入，一方面是对发展中国家的长期看好，但同时也让发展中国家面临风险，因为发展中国家的金融体系仍然相对脆弱。 (记者：洪其华)

**AFDC近期活动**

“发展金融衍生产品市场” 培训班

2006 年 8 月

中国上海

**亚太财经与发展中心联系方式**

地址：中国上海市青浦区蟠龙路 200 号

邮编：201702

电话：021-69768060

传真：021-69768233

电子邮件：[secretariat@afdc.org.cn](mailto:secretariat@afdc.org.cn)

网站地址：[www.afdc.org.cn](http://www.afdc.org.cn)