

统一发稿时间: 2007年5月29日美国东部时间00:01, 格林威治时间04:00, 在此之前不得发表、播放或传输。

2007年全球发展金融

摘要

世界经济增长正在减缓, 金融市场发出的信号表明发展中国家所面临的融资条件正在发生改变。随着这些发展得以显现, 2007年可能将成为发展中国家资本流入的调整年。从2001年-2002年的严重紧缩中恢复之后, 私人资本的流动经历了几次全球性的金融市场动荡并且经历了全球货币政策放松与紧缩的整个周期, 2006年达到了6470亿美元的历史新高, 比2005年增加了17%。2005年-2006年, 全部资本流动, 包括官方信贷机构的贷款, 徘徊于GDP5%的水平, 低于亚洲金融危机前1995年-1997年5.25%的水平。

发展中国家已经占到世界产出和贸易增长的很大份额, 这一事实正逐步为国际投资者所认识。2006年发展中国家的经济增长超过了7%, 比高收入国家3%的增长率的两倍还高。这种经济的扩张在中国和印度特别明显, 中国的产出增长达到了10.7%, 而印度的增长也达到了9.2%。但是, 这种强劲的表现大体是很普遍的, 所有发展中国家的增长都至少达到了5%。甚至发展中国家中的石油进口国都几乎达到了5%的强劲增长, 尽管石油价格已经连续三年高企。

大多数发展中国家利用了良好的外部条件来实施国内政策, 以降低其对于金融动荡和资本流动逆转的脆弱性。特别是有些国家已经减轻了外债负担, 延长了债务的期限。有些国家利用充足的外汇储备购回了大量未偿还债务, 并且按照更优惠的条件对现有债务进行了再融资。主权债市场经历了巨大的变化, 因为发展中国家的政府已经从对外借款转向了通常以本币计值的对内借款。贷款人对发展中国家借款人的信用评估依然是正面的, 这反映在新兴市场债券和银行贷款的利差上, 其一直徘徊于历史最低点。

通过这些措施, 大多数发展中国家已经明显地提高了他们应对伴随国际信贷环境改变的中度冲击的能力。但是, 对于国际金融市场的逐步恢复以及增长的放缓和持续的货币紧缩趋势有理由保持警惕。特别是, 尽管最可能的结果是温和调整, 从而减缓增长速度、使增长更加持续(在本报告的最低预测中进行了简要描述), 这些拐点在本质上还是有风险的。美国住房业的纠正正在多大程度上扩大到经济中的其他部门, 经济过热的发展中国家能否成功抑制通货膨胀和减少经常项目的不平

衡，当前对于金融市场长期风险的温和评估的持久性，这些都是不确定的领域，会导致为放缓增长速度而进行的调整产生不连贯或中断。

2006年的强劲增长可能意味着一个周期的顶峰

尽管目前的增长出现了放缓的迹象，2006年的全球GDP增长了4%。更加紧缩的货币政策、许多国家进一步出现产能紧张、投资周期的普遍成熟化，都导致了主要高收入国家和中国在年末工业生产的放缓。美国更加显著的增长放缓导致了主要压力的减缓。美国的房产价格在某些地方已经出现了增长放缓或下降，没有出现突然的抛售。同时，美国的储蓄出现了缓慢增长，经常项目赤字在2006年第四季度降低到了GDP的5.9%。

由于政策行为和市场导致的对长期风险的重新估值，长、短期国际利率水平上升，风险溢价，尤其是次优资产的风险溢价在最近几个月上升了。有迹象表明商品价格已经达到了周期的顶点，石油价格从2006年中期的高位出现了些许下降，铜和锌的价格下跌，而这两种金属在所有金属价格中曾是上升最快的。按照历史方法，金融条件依然保持支持性状态，但是，流动性依然充足。结果，向增长放缓所的转变相对平稳。发展中国家经济增长预计将逐步放缓，从2006年的7%降低到2009年的6%左右，所有地区增长放缓，但是将继续保持强劲增长。同时，高收入国家的增长在2007年将放缓（主要体现为美国经济增长的放缓），但在此之后的2008年和2009年会出现加速，主要是因为美国的复苏以及日本和欧洲继续以接近他们潜在增长率的水平增长。

资本流动的增长主要是由股权投资所导致的，而私人资本使官方资本黯然失色

资本流动的组成继续呈现其显著的转变，即：从债权融资到股权融资的转变以及从官方债务向私人债务的转变。股权资本流动总额在2006年达到了4190亿美元，占资本流动总额的比例从2004年的三分之二上升到了将近四分之三，股权资产组合和外国直接投资都获得了可观的收益。新兴市场的股票价格表现继续超出成熟市场很大的差额，同时也表现出更大的波动性。世界范围内的直接投资资本流入在2006年达到了1.2万亿，其中总额（3250亿）的四分之一是流向了发展中国家。在过去的两年中，从国际金融机构和巴黎俱乐部债权人的官方渠道的贷款净额出现了全面下降，而私人贷款上升。一些国家将充足的外汇储备用于偿付所欠官方债权人的借款，并且从私营部门获得更优惠的资金来源。2005年-2006年，偿还巴黎俱乐部和多边机构（尤其是国际货币基金组织）的本金超过了贷款的发放，大约为1460亿美元，私人债务流动净额达到4320亿美元。

低收入国家的地方或区域性债券市场的发展，正如2007年2月份召开的七国集团财长会议所指出的那样，有潜力促进金融基础设施的发展并提供其他的融资来源。肯尼亚、尼日利亚、赞比亚以及其他一些国家的地方债券市场已经吸引了外国投资者的兴趣。外国投资者在这些市场上的参与提供了重要的潜在的好处，特别是使投资者群体更加多样化，提高了流动性，并且还带来了新的风险，尤其是当这些

市场的某些领域为外国投资者所主导的情况下，使得它们相对于投资者意识突然变化而变得更加脆弱。在提高机构质量、促进公司治理和经济政策方面所取得的进展，最终将对发展中国家如何有效管理这些风险产生主要影响。由于这些国家在面对内部和外部冲击时的高度的脆弱性，建议这些国家的政府最好应该改善外国投资流入的数据收集、加强对外资流入的监测程序。

企业融资的全球化为发展中国家提供了重要的好处

随着发展中国家的政府放松了资本管制，以及国际资产组合管理者通过向新兴市场企业证券的分散而提高了收益率，发展中国家的企业融资全球化经过多年的酝酿之后，从2002年开始出现加速发展的态势。随着这些变化，更多发展中国家的企业进入世界资本市场来拓宽融资渠道，借款的期限更长，并且通过使用复杂的融资工具改善风险管理。私营企业是增长的主要因素，2002年-2006年，私营部门借款占全部银行借款的60%以上，占新发债券的75%。印度、哈萨克斯坦、俄罗斯联邦、土耳其等国的金融机构，特别是商业银行成为这些国家银行业中出现的主要的外国信贷大量增长的主要生力军。银行利用国际借贷市场为不断增长的国内贷款组合融资，以及满足提高的资本充足率要求。面临着激烈的竞争压力和流动性充足的市场，国际银行情愿缩小利差，延长期限以及放松信贷标准。

越来越多的企业选择在世界主要股票交易所交叉上市，以方便外国投资者交易，并且建立渠道方便满足将来的资金需求。企业往往通过绕过不发达的当地资本市场，遵守主要金融中心所规定的更高标准的会计、报告、信息披露和企业治理方面的要求而从中受益。通过满足这些标准，企业可以降低它们的资本成本。但是过度依赖于国际资本来源也存在一些缺点：

随着新兴市场企业的规模扩大以及国际业务的扩张，他们将面临更大的利率风险和货币风险。尽管很多企业的风险管理有了进步，但是在两个方面仍然存在一些特别的问题。首先，一些企业持有的不断增长的日圆负债可能没有对货币的变动进行充分的对冲。第二，在很多新兴市场的企业中，建立一套企业范围的风险管理框架的能力受到了限制，如衍生产品市场的不发达造成难以度量、加总和对冲风险。而且，在信贷周期的现阶段，信用风险可能会被大幅度地低估。

由于银行在国内货币体系中的重要作用，银行大量的外币借款需要引起政策制订者的特别关注。如果相应的政策和监管框架促进健康的银行做法、稳健的信贷配置和适当的风险管理，那么发展中国家的银行的外币借款有助于金融市场的深化和现代化。如果监管不严的话，系统风险可以非常大——并且这些风险决不会仅局限于高风险借款人所在的国家。有些国家，特别是那些欧洲和中亚的转轨经济国家，正在经历信贷膨胀，突出的就是那些没有进行金融健康程度和持久度检验的银行。越来越担心有些银行——特别是爱沙尼亚、匈牙利、哈萨克斯坦、拉托维亚、俄罗斯和乌克兰的银行——他们的外汇风险暴露有可能会影响金融稳定。

保护全球化给发展中国家和他们的企业所带来的好处需要发展中国家的政府制订适当的政策，既包括宏观经济政策也包括监管政策。企业有关在海外市场融资的决策应当主要依靠市场力量，公共部门必须要防止企业财务困难对银行部门的溢出效应从而增加系统性风险的情况发生。政策制订者必须要对两个现实问题予以高度关注。第一就是发展中国家的企业的全球化是由强大的市场力量和市场趋势所主导的，而这与世界经济的总体全球化是分不开的。这是一种长期的趋势，并且没有减缓的迹象。综合来说这是一个好的发展趋势，值得决策者和监管者予以持续的支持。第二是政府必须要关注短期波动和风险管理。需要通过市场决定的汇率、更大的企业透明度以及对银行外币借款的政府监管来减少过度的企业外汇借款和财务困难出现的可能性。

国际金融机构和那些超国家组织（尤其是那些证券和会计领域的组织）可以帮助建立进入发达国家金融市场的明确、统一的规则。国家和地区性的证券监管体系采取的是不同的标准、规则和系统。对于企业来说，遵守多套规则的成本是非常高的。市场压力和国际监管者的措施已经在某些领域带来了一定程度的统一，特别是会计规则，但是在管理主要交易所中的跨境招股和上市方面，还需要在官方监管和市场激励之间进行平衡。这样做的话，还需要进一步梳理和协调各国在公司治理、信息披露、金融会计准则和处罚机制等方面的规定。

在扩大援助规模方面进展缓慢

发展中国家的私人融资可能代表了一种强大的长期的趋势，但是这种趋势并没有影响所有的国家。60%的发展中国家（135个国家中的79个）在1980年到2006年之间从来没有进入过外部债券市场；仅有8个国家频繁进入外部债券市场。

大多数低收入国家无法立即进入私人债券市场，并且很多国家继续高度依赖于优惠贷款和赠款来满足融资需求。2002年在蒙特雷召开的联合国发展融资大会上，官方援助机构承诺增加他们提供的新援助，数额要超过当时所计划的大规模的债务减免。援助机构随后承诺在随后的十年中大量增加援助，尤其是对低收入的撒哈拉以南非洲国家的援助。

2006年在实现这些目标方面几乎没有进展。除了债务减免，官方发展援助的支付净额停滞不前，而在以前的三年中平均每年增长16%。

在过去的几年中，出现了一些新的援助机构。有些国家，如巴西、中国、印度和俄罗斯，现在既是捐赠国也是开发援助的受捐国。由于这些国家对他们的捐赠活动的包括不是很全面，因此对大多数新捐赠国所提供的援助不是非常清楚。但是，在援助项目中出现新的参与者表明，需要在援助机构之间进行更好的协调和对捐款进行更好的监控，因而捐款可以被用于最需要的地方，从而也可能更有效。

在管理即将到来的调整时需要保持和扩大良好的政策

目前的条件比以往任何时候都更有利于推动可持续增长和减贫。发展中国家注定将从他们的企业进入世界主要金融中心中获益匪浅，利用他们深入的流动性的金融资源、广泛的投资者基础和现代化的交易平台。连续第四个年头，发展中国家（包括撒哈拉以南非洲国家）的经济增长强劲。低收入国家进入私人债务市场的能力大大提高，主要是由于最近的债务减免激励发挥作用，其大大降低了这些国家的债务负担并且提高了他们的信用。这种难得的收益值得保护。

这样做的关键要求就是要将那些为发展中国家经济增长提供了肥沃土壤并且将新兴市场带到更广泛的投资者视线之内的良好的政策和框架予以持续和扩展。从二十世纪九十年代早期以来，这些基础性的改善，包括在弹性汇率方面的进步、资本控制的放松，与机构的改善、监管能力的提高以及公共企业的私有化是一致的。还要付出更大的努力来发展一个监管良好的、具有流动性的当地资本市场，从而为发展中国家提供应对外部冲击的良好保护，保证对国内银行和其他被监管的金融机构的外汇借款进行审慎监管。这种结构性的改善将大大降低企业出现财务困难的可能性和脆弱性，促进新的市场机构有序增长以及在日益开放的发展中国家经济中促进有效管理宏观经济的监管能力的提高。尽管有向发展中国家金融流动的周期性因素，这些改善意味着新兴市场主权和企业新近向全球市场融资的能力的提高可以逆转该周期。在全球贸易周期的低谷，全球金融市场对于坏消息极其敏感，并且不能排除市场对于没有预计到的经济和政治事件产生强烈反应的可能性。由于一些中等收入发展中国家（特别是那些欧洲国家和中亚国家）的经常项目存在大量赤字、围绕异常复杂的结构性产品功能发挥的不确定性因素、以及他们在投资者意识转变方面所具有的能力，都使得对未来的展望蒙上了阴影。这些就是今年《全球发展金融》的主题和关心的问题。