

· 外论摘编 ·

全球金融危机对拉美的影响^{*}

何塞·安东尼奥·奥坎波

本文认为，尽管作为2008年9月爆发的金融危机最严重阶段特点的总的流动性问题已经得到解决，但是工业化国家的信贷及生产活动却正在迅速下降，其金融系统仍处于资本不足状态。在金融危机向拉美传播的外部途径中，侨汇减少并非是最重要的。最普遍的负面影响是国际贸易量下降和初级产品贸易条件明显恶化，然后是私人外部融资受制约的阶段。拉美经济以比过去更强的承受力面对危机，主要因为公共外债减少及国际储备水平提高，但这只能部分缓解此次自20世纪30年代大萧条以来世界经济最严重形势的影响。

一 引言

人们普遍认识到，世界经济正经历着自20世纪30年代大萧条以来最严重的金融危机。尽管工业化国家能够避免其生产活动像大萧条时期那样严重萎缩，但它们仍明显处于二战以来最严重的经济衰退之中。此外，“衰退”与“萧条”之间的界线从来就没有彻底搞清楚过。危机正波及世界各个角落。鉴于中国近数十年作为世界经济活力的堡垒作用，其出口在2008年11月和12月起出现萎缩以及同年最后一个季度其经济几乎停滞不前，都明显地证明这场全球危机是非常严重的。

在拉丁美洲，基于金融繁荣、初级产品价格的异常上涨及移民劳工汇款增加的异乎寻常地结合，形成的2003~2007年间明显有利的形势，也明确无误地结束了。2008年拉美地区数个经济体出现了明显的经济放缓，其中包括哥伦比亚、墨西哥、委内瑞拉，以及中美洲和加勒比地区几乎所有最小的经济体。如同人们观察到的，拉美自2007年第

作者简介：何塞·安东尼奥·奥坎波（José Antonio Ocampo），哥伦比亚大学教授，“政治对话倡议”（IPD）联合主席。曾任联合国负责经济与社会事务副秘书长，拉美经委会秘书长，哥伦比亚财政部部长。

三季度起出现的资金大量减少与美国金融危机的第一阶段相吻合。与此同时，2008年年中，初级产品价格开始下跌。但是，2008年9月中旬爆发的全球金融危机才引起极其深刻的变化，造成信贷瘫痪、风险溢价大大提高、初级产品贸易价格急剧下跌以及工业化国家严重衰退。即便像巴西和秘鲁那样直至2008年第三季度仍保持高增长势头的拉美经济体，也都碰壁了。

回顾过去，发展中国家的独特现象是，在危机的第一阶段具有一定程度的隔离能力，这是由于初级产品价格的重新上涨、外汇储备达到较高水平使得外国资本相对安全，以及亚洲经济大国的持续活力。这就形成了一种由国际货币基金组织（IMF）及其他机构散布的观点，即发展中国家“脱离”了工业化国家的不利趋势。但是，根据卡尔沃（Calvo）所使用的术语，引发2008年9月全球金融危机的“风暴”造成了那个“秋老虎”。因此，很明显这个“脱离”的观点只是虚构的。

本文分析的是全球危机对拉美的影响。在引言之后，第二部分是对美国金融危机的一些思考；第三部分提出危机传播的3个外部路径，这与造成先前繁荣的投资机制发生逆转有关；第四部分是对拉美国家脆弱性的几点思考；最后部分提出简短的结论。

正如本文第二部分将阐明的，在本文完稿之际（2009年1月），国际形势仍极不稳定。由于资金严重不足，全球金融部门尚未找到一个稳定点，信贷仍处于收缩阶段。与此同时，经济活动和国际贸

本文译自西班牙文“*Impactos de la Crisis Financiera Mundial sobre América Latina*”，原文载联合国拉美经委会杂志 *Revista de la CEPAL*, No. 97, April 2009。本文是为联合国发展计划《国家、民主和市场：关于拉丁美洲民主的地区报告》课题所写。原文版权归联合国拉美经委会文件和出版中心所有，本译文已获得该机构及作者的书面授权。本译文并非联合国拉美经委会官方译文，译者承担中文翻译责任。

何塞·安东尼奥·奥坎波
全球金融危机对拉美的影响

Journal of Latin
American Studies

易加速下降。这表明，人们至今无法得知危机的程度及其持续时间。同时，新的一揽子宏观经济计划正在推出，其中包括美国金融救助计划的第二阶段、奥巴马政府宣布的财政计划、英国政府宣布的新一揽子金融救助计划。因此，本文的许多思考受制于未来的不可预知性。

二 全球金融危机

2009年1月，美国次级抵押贷款证券化引发的危机已有一年半了。而且，距2008年9月14日周日开始的那个倒霉的一周也已过去了4个月，那天美国5大投资银行之一的雷曼兄弟公司破产，救助另一个5大投资银行之一的美林公司，使其成为美国银行的子公司；在3月已得到救助的贝尔斯登公司也已进入与摩根大通公司合并的程序中。该周继续救助第一大保险公司——美国国际集团（AIG），强制出售第一大储蓄和信贷银行——华盛顿互助银行和最大的商业银行之一——瓦乔维亚银行的资产。其他许多小银行已经陆续破产，这种状况还将继续。此外，一些像高盛和摩根斯坦利（日本三菱UFJ金融集团在10月份获得了该公司20%的资产）这样的独立银行变成了投资（控股）银行公司，以此应对美联储的监管。9月17日星期三和18日星期四，美国金融系统濒临全面崩溃，并开启了所谓的信贷“冻结”周期，在此最紧急时刻它意味着银行间信贷活动瘫痪和短期商业票据发行停止。这一周，还引发了欧洲一些银行陆续破产，至今尚未结束。值得指出的是，在此之前一些英国银行已经面临困境。

正如伟大的经济史学家查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）所指出的，在资本主义的历史中，金融危机不断发生。此外，自20世纪60年代以来，随着全球经济自由化的不同进程，各种金融动荡日益频发。以美国为例，这次危机是近几十年来的第三次银行危机。第一次是拉美债务危机，它被巧妙地处理为让拉丁美洲为危机买单，它甚至未被记录为美国主要银行的一种风险。第二次是20世纪80年代末，美国储蓄和信贷体系的危机。第三次就是目前正在经历着的这场危机。对此还应加上证券交易的重大损失，包括1987年10月的“黑色星期一”、本世纪初出现的科技股泡沫的破裂，以及美元的3次明显下跌，其中最近一次直至9月危机才暂时扭转了下跌现象。

从根本上讲，危机频发是由于金融体系自我调节的能力缺失，其必然结果之一是，金融自由化措施蕴含了危机的萌芽。正如25年前明斯基（Minsky）所指出的，根本问题是金融繁荣增加了信心，导致金融机构采取风险愈来愈高的做法，即融资债券高于经常性收益，或者从资产负债平衡的角度看，提高了资产负债率（高杠杆率）。这种运作模式的逻辑在繁荣时期是没有问题的，因为可以用较少的资本来获取利润，它是由资产价格自动膨胀造成的。因此，当繁荣期结束时，所有机构过度负债，金融实体资本化程度偏低，于是埋下了金融中介机构和债务人破产的种子。这一逻辑如今再现。毫无疑问，这次危机成为一个“经典论证”：哪怕再成熟的金融市场也没有能力自我约束。

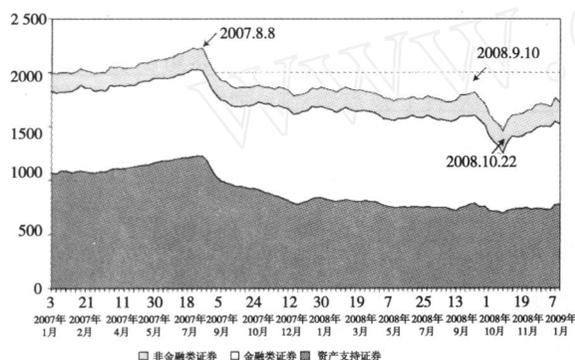
自上世纪末亚洲、俄罗斯和拉美的一系列金融危机之后，面对许多发展中国家经历过的崩溃，正统经济学终于接受了这样的观点：金融自由化措施应该伴随更好的约束和谨慎的监管。在上世纪80年代债务危机之后，拉美一些国家已经这样作了。但是，这一建议在世界金融资本主义中心国家中并未得到执行，这些国家继续放松管制。结果导致1999年彻底废除了20世纪30年代规定的投资银行和商业银行之间的界限，并在2004年对投资银行资本金要求实行自由化，导致随后数年杠杆率倍增。此外，对“金融创新”没有约束，例如低质量的抵押及其证券化或金融衍生产品的蔓延，其中突出的是新的信贷保险，可以称之为“债务违约风险调换（信用违约掉期）”。也没有打算通过审计遏制那些未包括在管理最严的企业（银行）的资产负债平衡表中的金融资产倍增的打算；亦没有针对如替代投资基金（对冲基金）那样的新中介机构的任何管制。

对此，还得加上许多一直专门从事调期的非金融代理机构，通过发行债券吸收短期资金以便放贷，或者进行长期投资，这就产生了一种“影子银行系统”。这是传统上赋予商业银行的功能，它在危机中变得很成问题了。其最糟糕的表现形式之一是从银行撤走存款，尽管在目前的危机中该问题并非完全不存在，但它可以通过实行存款保险的方式得到杜绝。然而，由于非银行机构因其范围有限不能得到这样的保险，因此如今该问题就表现为从共同基金、替代投资基金及其他基金中大规模撤资。

经济主管部门的第一反应是着力于改善流动性

提供的方式，降低央行的干预利率，有效地承担其最后贷款人的作用。2007年8月，在得到抵押贷款支持的金融证券市场崩溃开始不久（图1显示了这种崩溃的一个方面，即证券化的商业票据市场的崩溃），公布了获得美联储再贴现的第一批措施。2007年9月，央行首次降低了干预利率。在世界主要央行中，美联储在上述两个方面态度积极，英国央行紧随其后，而欧洲央行则采取了更加保守的态度。信贷额度日益增加，一些从未获得高额信贷的中介机构可以使用这些贷款。继贝尔斯登公司破产之后，2008年3月，美国朝这方面迈出了第一步，允许投资银行获得美联储特殊信贷额度。

图1 美国：流通中的有价证券
(单位：10亿美元)



资料来源：Sistema de la Reserva Federal, frb_ _ cp - 1 Series, Washington D. C.

在危机的第一阶段，自2007年8月中旬至2008年3月贝尔斯登公司破产，危机在蔓延，抵押贷款支持的证券市场出现了明显的恶化。事实上，许多这样的证券集中在金融中介机构手中，它们甚至未被列在资产负债平衡表中，致使对其所持的有价证券的质量产生相互怀疑，最终成为危机的最具决定性的因素。最初，美联储设立的信贷额度的使用是适度的，但自2008年3月以后被扩大了，此时可以视作危机第二阶段的开始。与此同时，美联储手中的公共债券总额减少了，先前又没有安排有贷款资质的私人机构，以保持其持有的证券资产的总规模（表1）。2008年3月干预利率下降非常明显（在3~4个百分点之间），并传导至短期国债、银行同业市场和银行系统的存贷款利率，但是资本市场（企业债券和州与地方政府债券）的利率和抵押贷款利率实际上维持不变（表2）。

2008年9月中旬，危机的第三阶段开始了，崩溃程度震惊了当局和市场本身。信贷瘫痪令央行

采取了完全出乎意料措施，包括决定通过一家有限责任公司购买有价证券（实际上就是纽约联邦储备银行管理的一个基金），其资金由联邦政府支持。这就是自3月份起为管理贝尔斯登有价证券而制定的机制，而后又被用于管理AIG的有价证券。这些措施标志了政策焦点的转变：从支持银行系统的流动性转向重新刺激信贷。该目标逐渐包括降低商业信贷和抵押贷款（用于购买汽车、接受教育和信用卡）的利率。

结果是信贷的新额度大量增加，并越来越面向市场的所有机构：除商业银行和投资银行外，现在又增加了抵押中介、共同基金以及对冲投资基金。在9月10日当周至11月12日这周间，美联储批准的向私人部门放贷额和收购私人部门有价证券额增长了将近9000亿美元，并在此期间的最后一周达到了最高水平。对此，还要加上向全球其他中央银行提供的贷款额度。在两个多月的时间里，美联储的全部证券增加了1.3万亿美元（略高于GDP的9%）。投入的这些资金来自联邦储备银行持有的政府存款和储蓄银行在美联储的准备金余额（全球正在囤积流动资金的例证之一），它现在已经可以生息了。由于银行储备是基础货币的一部分，因此基础货币在8月至11月间增加了70%。虽然幅度较小，但其他工业化国家的中央银行也出现了相似的情况。

除了中央银行的这些措施之外，还有各国政府推出的银行拯救计划。但在危机一开始，各国政府之间缺乏协调。在美国，执政党反对布什政府提出的7000亿美元救市计划，但最终该计划因得到反对党的支持而于2008年10月初在国会获得通过。在欧洲，各国政府宣布了一系列互相竞争的举措，特别是在存款保险方面。总体而言，2008年10月7日英国提出的举措规范了救市计划。首先，利用公共基金集中向金融机构注资，这在某些情况下意味着将其中的一些金融机构完全国有化（包括美国的按揭巨头房地美和房利美，以及AIG集团）。其次，扩大存款保险和国家担保的信贷额度，特别是银行间的信贷额度。第三，设立购买“不良”资产的基金。尽管最后一项措施是美国最初批准的救市计划的核心，但随后它却被放弃了，原因是购买那些错综复杂的资产操作起来有诸多困难。2008年11月末宣布的花旗银行救助计划和2009年1月英国新救市方案代表着一种介于第二项和第三项措施之间的模式，即政府扩大对机构继续持有不良资

表 1 美联储持有的证券资产

(10亿美元)

一周	2007年 8月 8日	2008年 1月 2日	2008年 3月 12日	2008年 9月 10日	2008年 11月 12日	2009年 1月 28日
贷款总额	850.6	891.7	869.2	888.3	2 198.2	1 989.9
持有的联邦证券, 不包括贷款	787.3	724.1	697.5	361.7	271.2	376.2
向私人部门发放的贷款和购得的证券	22.3	102.0	130.5	428.1	1 313.4	1 105.4
传统贷款额度 ^a	22.3	62.0	70.5	132.9	193.8	89.5
贷款拍卖		40.0	60.0	150.0	415.3	415.9
联邦证券的贷款				115.9	200.0	125.1
对投资银行的贷款					64.9	32.1
资产支持的商业证券					80.2	14.6
对美国国际集团 (AIG) 的贷款						38.3
其他					82.3	0.0
持有有限责任公司商业证券的净有价证券					249.9	316.2
持有梅登雷恩公司 (Maiden Lane) 的净有价证券 ^b				29.3	26.9	27.0
持有梅登雷恩公司和 的净有价证券 ^c						46.7
外币形式的实名资产 (与各央行兑换)	41.8	66.6	42.4	99.6	615.0	510.3
浮动	- 0.9	- 1.0	- 1.2	- 1.0	- 1.5	- 2.0

a 执行回购协议, 一级额度、二级额度和固定额度, 以及当日国债贷款; b 该有限责任公司是为管理贝尔斯登公司的证券而创立的; c 该有限责任公司是为管理美国国际集团的证券而创立的。

资料来源: Sistema de la Reserva Federal, *Federal Reserve Statistical Release*, H. 4. 1, Washington D. C., 2009.

表 2 美国所选利率

一周	2007年 8月 10日	2008年 3月 28日	2008年 9月 12日	2008年 10月 31日	2009年 1月 16日	2009年 1月 16日
干预利率						
联邦基金利率	5.25	2.18	1.99	0.82	0.10	0.20
再贴现率	6.25	2.50	2.25	1.68	0.50	0.50
伦敦银行同业拆借利率	5.43	2.67	2.82	4.70 ^a	1.11	1.14
国库券						
1月期	4.82	1.22	1.53	0.28	0.04	0.03
10年	4.79	3.52	3.66	3.92	2.30	2.56
3个月期存款						
(二级市场)	5.43	2.74	2.79	3.45	0.85	1.05
优惠贷款	8.25	5.25	5.00	4.43	3.25	3.25
企业债券						
AAA	5.78	5.51	5.46	6.42	4.89	5.10
BAA	6.66	6.93	7.05	9.49	7.97	8.15
州和地方政府债券	4.59	4.96	4.54	5.35	4.80	5.13
传统抵押	6.59	5.85	5.93	6.46	4.96	5.12

a 截至 2008年 9月 15日当周。

资料来源: Sistema de la Reserva Federal, *Federal Reserve Statistical Release*, H. 15, Washington D. C., 1997.

产出现的过度损失提供担保 (像花旗银行那样的部分资产)。奇怪的是, 直到 2009年 1月, 此前的救市计划都没有包括减轻借贷人 (尤其是贫困的按揭持有者) 负担的措施。尽管有部分美国民主

党成员施压, 但那时也没有对破产法作出任何修改, 以允许至少对小额按揭贷款重新进行谈判。

已经采取的措施旨在纠正因 2008年 9月中旬的金融崩溃而产生的一些最明显的扭曲。危机爆发

后的一个月，银行同业利率上升了将近 2 个百分点，而后从 10 月中旬趋于正常（表 2）。商业票据的发行从 10 月 22 日的最低点恢复过来（图 1），从 11 月中旬开始美联储信贷额度的压力有所缓解（表 1）。建立基础货币的节奏虽有所放缓，但却没有停止，自 2008 年 8 月至 2009 年 1 月，累计发行了 8 550 亿美元，接近美国 GDP 的 6%。

另一方面，与政策目标相反，安全投资转移最初表现为超短期国库券的利率下降，并且几乎替代货币。这一过程与市场利率上扬同步（或者换言之，全部风险溢价大幅度提高了）。然而，从 11 月份起，全部利率都开始下降，尽管这些利率仍高于长期国库券的利率。总之，虽然自 2007 年 8 月中旬起，美联储利率下降了 5~6 个百分点，但有些利率仍然高于此前一个时期（低级别的公司债券，州和地方政府的债券），其他利率略有下降（高级别的公司债券）。

这表明，尽管美国的政策克服了作为危机第三阶段特点的总流动性不足问题，但是截至 2009 年 1 月，这些政策仍没有重新刺激信贷。2008 年的最后几个月，当银行贷款收缩的时候，信贷进入全面萎缩的过程。政府向银行注资成为稳定金融体系的主要措施。但到 2009 年初这一过程并没有结束，甚至最终有可能对更多的机构实行彻底的国有化，在英国尤其如此，在美国和欧洲的一些国家也可能如此。此外，尚不清楚的是，在缺乏产业振兴政策的情况下，这种注资是否足以保证提高信贷活力。

与此同时，经济活动逐步直线下降，2008 年第四季度和 2009 年第一季度，工业化国家的经济活动年均下降了 5%~6%。分析家们业已形成共识，美国货币政策的有效性极其有限，其实它已坠入“流动性陷阱”，主要表现为囤积最具流动性的证券（包括商业银行在美联储的超额准备金）和对短期国库债券的强劲需求。因此，政府关注点就从此前提到的非常规的货币措施直接转向刺激信贷降低信贷成本以及一揽子财政方案。美国已经宣布了规模最大的财政刺激方案，总额高达 8 000 亿美元（接近 GDP 的 6%）。在其他国家，中央银行继续降低利率，但在欧洲并没有得到完全实行。

最近的一系列事件表明，以金融体系总流动性不足为特点的危机第三阶段之后，自 2008 年 11 月随着该问题的消失，危机进入了第四阶段。在该阶

段，金融机构仍存在资本严重不足和信贷萎缩的问题，其主导因素是工业化国家的生产活动崩溃，并蔓延至全球。

2009 年的形势将取决于改变上述问题的方式。按照 2008 年年末的大多数预测，2009 年下半年，以美国为首的工业化国家的经济将趋于好转。这是乐观的看法。如同美国的大萧条和日本 20 世纪末“失去的 10 年”一样，发展中国家过去的经历表明，像当前这样的危机蕴含了较低的杠杆和资产平衡表的巨变，衰退的影响趋于强烈而持久。2008 年唯一被证明正确的是联合国作出的悲观预测。据此认为，衰退将持续 2009 年全年，工业化国家的 GDP 将下降 1.5%，全球 GDP 将下降 0.4%。如果考虑到关于经济活动的最新报告（包括 2008 年第四季度中国经济明显衰退的数据），现在看来甚至联合国的预测还是乐观的。2009 年 1 月末，甚至连一般在经济预测方面总是处在乐观的机构行列中的 MF 也指出，按市场价格计算的全球 GDP 有可能下降 0.6%，这比仅仅两个月前发布的预测下降了近 2 个百分点。此外，私人部门的预测则更加悲观。

需要强调的是，危机期间的主要问题之一是各国政府间缺乏协调，但明显的例外是各国央行不约而同地采取了改善流动性供应的措施。最近缺乏协调的例证之一是，欧洲在推行更具扩张性财政政策的认识方面缺乏共识。总而言之，应当谨记欧洲拥有比美国更发达的自动稳定器（尤其是在比较慷慨的失业保险方面），所以美国陷于采取积极的、庞大的财政措施的责任之中。此外，争论较多的还有：一揽子财政计划是否应当集中于扩大支出，以便确保对总需求产生影响；或者一揽子财政计划是否应该包括对总需求的影响更不明确的税收措施。

另外，非常清楚的一点是，必须完善全球宏观经济政策协调、并对金融全球化进行管理的机制。实际上，危机已经表明，必须在欧洲，甚至或在美国建立新的管理体制，因为美国的管理和监督体制审慎而复杂，涉及到联邦和州的许多机构。

根据美联储 H. 3 系列，在 2009 年 1 月的最后两周中，基础货币升至 1.698 万亿美元，约是 2008 年 8 月数额（8 430 亿美元）的 2 倍。

2009 年 1 月 30 日公布的数据表明，2008 年第四季度美国的 GDP 下降了 3.8%，不过分析人士预计这一数字可能会被进一步下调。

三 危机传播的外部路径

正如本文导论所言，2003~2007年拉丁美洲经济的强劲增长建立在金融繁荣、初级产品价格上涨和移民劳工侨汇增加等因素不同寻常地结合在一起的基础上。因此可以说，这些积极因素的逆转就变成了危机向拉美传播的外部路径。

(一) 侨汇

在上述三个路径中，所有信息中有关移民劳工侨汇变化的信息最零碎。不过，从拉美国际收支统计中可以清楚地发现，侨汇迅速增长结束于2006年。在过去的2年中，侨汇增长比较缓慢（平均为3%），其中墨西哥在2008年略有下降。在此背景下，美国建筑业下跌就变成危机通过侨汇传播的最重要的路径，因为有相当比重的房地产建筑工人是墨西哥移民（13.8%，接近墨西哥占美国劳动力比重5.1%的3倍左右）。西班牙建筑业的衰退也可能产生了相似的影响，因为它是哥伦比亚和厄瓜多尔移民的一个重要目的地。

但是，很难作出拉美国家侨汇收入明显下降的预测。按照世界银行的预测，2009年侨汇收入最多也只是停滞了。甚至，伴随侨汇接收国的货币贬值，使用侨汇的购买力还有可能增长。因此，有趣的是，侨汇继续流入可以成为稳定家庭消费的因素。

(二) 国际贸易

在2003~2006年的经济繁荣期内，世界贸易总量年均增长9.3%，是按市场价格计算的全球GDP增速（3.8%）的2倍多。然而，这两个指标的增速对经济周期都非常敏感，而且比全球GDP的增速更易变动。其结果是，无论是在生产活动的繁荣时期，还是在其衰退时期，国际贸易都变成了一种放大机制。2007年和2008年的贸易增速大幅度下降，2008年9月其增长仅为2%。实际上，现有的部分数据表明，2008年第四季度世界贸易萎缩。据世界银行预测，2009年世界贸易将下降2.1%，而按照联合国的悲观预测，世界贸易将下降3.1%。

贸易量的萎缩将是危机向拉美和加勒比国家传播的主要机制，但主要影响那些在出口结构中制造业和服务业占主导的国家和地区，如墨西哥、中美洲和加勒比地区。另一方面，初级产品的价格趋势将成为南美洲出口变化的决定因素。

近年来，无论是在其持续时间（5年）还是上涨幅度和范围方面，世界经济经历了一个多世纪以来初级产品价格最惊人的暴涨。但如表3所示，矿产品和能源产品的价格上涨幅度要强于农产品价格的上涨水平。它揭示了这样一个事实，在2008年第二季度的高峰期，矿产品的实际价格远高于20世纪70年代（能源产品价格上涨高于矿产品）。而农产品价格几乎没有达到70年代的水平。

其结果是，在发展中国家，矿产品出口国的贸易条件得到了非常明显的改善，农产品出口国的贸易条件基本保持不变，而制成品出口国的贸易条件则恶化了。在拉美，贸易条件得到最显著改善的是安第斯国家——从委内瑞拉到智利，所有主要的矿产品出口国；阿根廷、巴西和巴拉圭这些农产品出口国的贸易条件则略有改善，包括2008年在内；而像中美洲国家和乌拉圭这样的主要石油进口国的贸易条件恶化了；以制成品为主的出口与石油出口相结合的墨西哥的贸易条件略有改善（图2）。

表3 初级产品的实际价格（按照制造业价格指数扣除通货膨胀因素，1945~1980年=100）

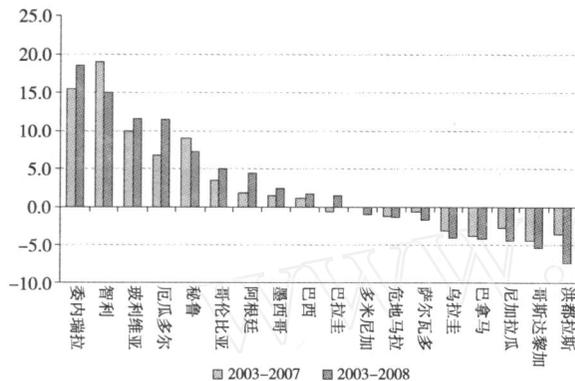
	全部非石油产品	全部农产品	热带农产品	其他农产品	金属	石油
1945~1970	98.4	98.9	100.1	97.5	96.4	64.6
1971~1980	104.1	103.0	99.6	106.4	109.4	192.1
1981~1990	81.1	75.5	63.1	88.2	106.6	246.3
1991~1997	75.3	73.7	57.9	89.9	82.4	139.5
1998~2003	69.4	67.0	50.7	83.6	80.4	193.7
2004	75.1	69.1	52.8	85.7	102.8	290.7
2005	80.3	72.1	59.5	84.9	118.3	410.7
2006	96.0	76.1	63.8	88.5	187.8	487.0
2007	102.4	80.7	69.7	91.9	202.3	518.7
2008年第一季度	121.0	100.8	94.2	107.5	214.0	687.3
2008年第二季度	123.3	102.1	99.1	105.0	221.5	860.7
2008年第三季度	112.7	94.2	88.5	100.0	198.1	810.0
2008年10月	87.9	77.3	66.6	88.2	137.0	503.4
2008年11月	80.3	72.6	58.3	87.0	116.3	374.2

资料来源：José Antonio Ocampo, María Angela Parra, "The Terms of Trade for Commodities in the Twentieth Century", in *CEPAL Review*, No. 79, Santiago, Chile, March 2003. 作者根据同一来源对数据作了更新。

矿产品和农产品之间的这种差异表明，决定这两类产品价格的因素是大不相同的。能源和矿产品问题的核心是，上世纪80年代中期至本世纪初期，这类产品的市场价格疲软导致投资率低下。但由于近5年发展中国家经济迅速增长，造成需求旺盛，

以及中国对矿产品的需求增加,使得这类产品的价格明显上涨,投资反应积极。但在现有的矿产项目中,都存在着投资决策和增加产量之间的严重滞后。至于农产品价格,尽管2008年上半年食品危机发出了警告,但是供需失衡非常小。在此情况下,一个重要的传播途径是,高能源价格演变成农产品价格上涨,因为它被用于生产生物燃料或替代生产该产品。

图2 拉丁美洲和加勒比部分国家贸易比价的损益
(GDP的百分比)



资料来源:作者根据拉美经委会的数据整理。

2007年下半年和2008年上半年,初级产品价格骤涨、美元贬值和金融投机推高了初级产品价格。2008年中期,价格上涨趋势逆转便开始了同年9月的金融崩溃。在信贷体系崩溃之后,初级产品价格,尤其是能源和矿产品价格进入自由落体状态。即便如此,这些产品的实际价格仍然高于20世纪70年代的水平。相反,热带农产品的价格已经跌至90年代的低点。温带农产品价格的降幅则比较平缓。

初级产品价格的前景并不乐观。2008年11月,其价格业已跌至世界银行最近的预测之下:它预测2009年能源产品价格下降25%,非能源产品价格下降23%。而且,对其截至11月的累积下降水平,还得加上12月份初级产品价格的累积下降。

国际贸易萎缩也许是全球危机向拉美传播的最重要的途径。因为当前拉美经济的开放指数提高了,舍此别无其他路径。它带来的最大益处是,石油进口国际贸易条件恶化趋势将会逆转。历史的经验表明,危机中孕育着机会,它与更具竞争力的汇率对生产结构多样化产生的影响联系在一起,但要抓住这些机遇就必须实行拉美经委会倡导的更加积极的生产性开发政策。

(三) 资本流动

在过去的40年里,资本向发展中国家流动的最显著特点之一是改变了影响经济繁荣的因素:20世纪70年代是银行财团向公共部门贷款,90年代这一作用由发行国际债券来承担,而在最近的形势下则变成了证券资本。

通过对拉美主要经济体外部收支平衡表(表4)的考察,我们能更好地辨别最近一次经济繁荣期内资金流动的实质。表4显示出两大变化:其一是资产增加,尤其是国际储备以及海外直接投资和海外证券投资增加,它超过了所分析的7个国家按美元市场价计算的GDP的增速(在2003~2007年间几乎翻了一番);其二是负债结构明显变化,其主要特点是负债减少,股市的证券负债增加。后者包括国际投资基金对拉美国家和当地证券市场的投资。因此,这一过程的相互作用便形成了国内股市和债券市场的繁荣,2001~2007年其增长占GDP的15%。随后我们将对股市的价值进行评估。

还需要强调外部收支平衡表的另外两大特征。一是资产增加而负债减少,其结果是外部金融净负债明显下降,2003~2007年其降幅达GDP的10%。这是拉美地区最大7国的一大特点。2007年年底,上述7国中有3国(阿根廷、智利和委内瑞拉)的金融项目净余额为正值,有2国(哥伦比亚和秘鲁)的金融项目接近平衡。二是储备资产的积累相对于负债项目而言好像涨势强劲,但相对于证券负债总额而言却涨幅有限。这表明,储备资产的积累抵消了证券负债项目的增长。实际上,2007年年底,拉美地区2个最大国家的储备资产仅占证券负债的较小部分,另外4国(墨西哥、智利、秘鲁和委内瑞拉,后3国涨势更为明显)近年来的储备增长不及其证券负债的增加。

这种外部收支平衡表的改善无疑是该地区应对不利国际环境的主要资本。这表明,未来高额公共外债负担将会减弱,或者更确切地说,它将在少数国家中减弱。但需要强调的是,外部融资中最活跃的部分即证券流动,近年来再次呈现出很强的波动性。另外,下面还将看到,一些私营企业的债务已变成脆弱性的新动因。

在整个繁荣期内,外部融资作为拉美地区外汇余额的来源,它的相对重要性趋于提升。资本项目余额(2002年中期至2004年中期实际为零)由此重现,并开始超过经常项目余额,成为国际收支盈余来源之一。自2006年中期至2007年中期,资本流入变成真正的雪崩。实际上,2006年第四季度

表 4 拉美 7 国外部收支平衡表 (按当前价格计算的 GDP 的百分比)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
资产							
总额 ^a	26.5	29.7	31.9	31.5	31.4	32.4	37.5
对外直接投资	5.8	6.9	7.0	7.2	7.0	7.5	7.9
证券资产	2.1	2.4	3.2	3.2	3.5	3.9	4.8
金融衍生工具	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
其他投资	12.1	13.3	13.4	12.6	11.4	10.8	12.5
国际储备 ^a	6.6	7.1	8.3	8.5	9.5	10.0	12.3
负债							
总额 ^a	62.4	65.4	70.4	66.4	61.5	60.3	65.6
外国直接投资	24.5	25.5	28.6	28.1	26.7	25.6	27.2
证券负债	19.8	20.1	23.1	22.9	22.8	23.8	28.0
股本	5.5	4.9	7.2	8.4	10.4	13.0	16.9
债务	14.3	15.2	15.9	14.5	12.3	10.9	11.1
金融衍生工具	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
其他投资 ^a	18.0	19.8	18.6	15.4	11.9	10.7	10.2
资产—负债	- 35.8	- 35.7	- 38.4	- 34.9	- 30.1	- 27.9	- 28.1
直接投资差额	- 18.8	- 18.6	- 21.6	- 20.9	- 19.7	- 18.0	- 19.2
金融差额	- 17.1	- 17.1	- 16.8	- 14.0	- 10.4	- 9.9	- 8.9
储备资产占债务的比重	20.3	20.4	24.0	28.3	39.1	46.5	57.9
储备资产占证券负债的比重	33.1	35.5	35.9	37.0	41.6	42.1	44.0
国内资本市场占 GDP 的比重	34.2	32.1	38.7	39.8	43.8	44.5	49.1
金融资产—负债							
阿根廷	- 0.3	19.8	20.1	22.0	29.5	26.2	29.0
巴西	- 34.9	- 36.4	- 35.2	- 31.0	- 24.1	- 23.8	- 28.9
智利	- 3.2	- 1.5	3.9	13.5	17.3	27.6	42.7
哥伦比亚	- 13.8	- 13.6	- 14.5	- 10.2	- 5.2	- 3.1	- 0.9
墨西哥	- 17.6	- 16.7	- 18.6	- 18.4	- 19.3	- 21.1	- 16.7
秘鲁	- 29.4	- 27.9	- 26.4	- 21.3	- 14.4	- 7.6	- 6.8
委内瑞拉	23.9	35.9	48.7	44.6	49.3	50.8	51.3
储备资产占证券负债的比重							
阿根廷	2.2	- 14.2	1.7	19.6	67.6	72.8	93.4
巴西	18.1	13.1	13.6	15.7	23.1	28.6	35.4
智利	142.4	145.8	108.3	98.9	93.3	98.3	83.6
哥伦比亚	78.8	88.1	84.2	91.8	102.7	96.8	114.6
墨西哥	30.8	41.6	42.7	39.0	35.8	30.0	29.0
秘鲁	131.1	125.4	105.2	114.4	91.7	98.2	97.5
委内瑞拉	131.1	125.4	105.2	114.4	91.7	98.2	97.5

a 该项目已剔除对 MF 的负债。

注：按当前美元价格核算的 GDP 根据联合国拉美经委会数据计算；国内资本市场根据国际清算银行数据计算。上述数据仅涵盖拉美最大的 7 个经济体（阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和委内瑞拉）。

资料来源：根据国际货币基金组织“国际金融统计”（在线）数据计算。

至 2007 年上半年，拉美地区最大 7 国（委内瑞拉除外）的国际收支余额接近 1 130 亿美元，其中资本项目余额约 1 000 亿美元（近 2/3 流向巴西，其余流向另外 5 国）。

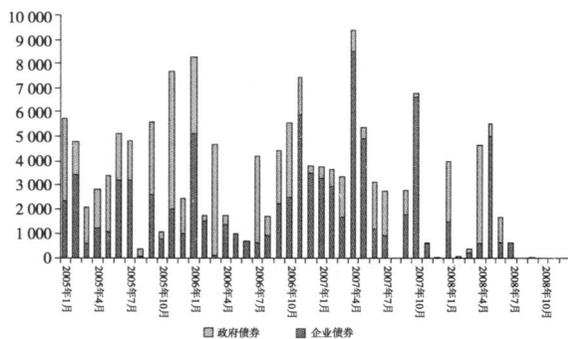
图 3 再现了在国际市场中拉美债券的月度发行

轨迹，它表明融资在 2006 年中期至 2007 年中期达到了最高水平；此时的债券发行量增加但不稳定，私营企业债券发行的主导地位增强（约占发行量的 70%）。一般而言，企业债券的发行成本高且平均期限短于政府债券，因此需要更频繁的债务周

转，所以企业债券发行更易受资本状况变化的影响。

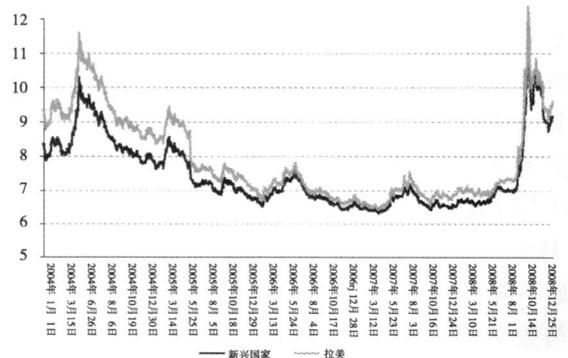
图 4 显示了繁荣期内的另一大因素：外部融资成本大幅下降。自 2004 年中期起，与整体新兴市场一致，拉美债券的国家风险溢价系统性地低于亚洲危机之前的水平。另外，这类风险溢价最初高于新兴市场的平均水平，而后趋向于接近该平均水平。此外，尽管这一时期美联储利率上升（自 2004 年 9 月起），但美国长期国债利率作为国际债券市场的定价基准并没有受到很大影响。因此，风险溢价下降导致外部融资成本降低，从 2004 年上半年的 10% 降至 2007 年 4~5 月间最低时不足 7%。这一趋势曾发生过两次变化：一次是 2005 年 3 月，起因于整个市场利率的普遍上升；另一次是 2006 年第二季度，动因是一场更具新兴市场特点的动荡，其震中位于上海。另外，需要补充的是，拉美融资成本普遍下降，但在智利和墨西哥这两个繁荣期前就被视作低风险的国家，其融资成本的降幅较小。

图 3 国际市场债券发行量 (百万美元)



资料来源：联合国拉美经委会根据摩根大通公司数据计算。

图 4 拉美与新兴国家主权债券收益率



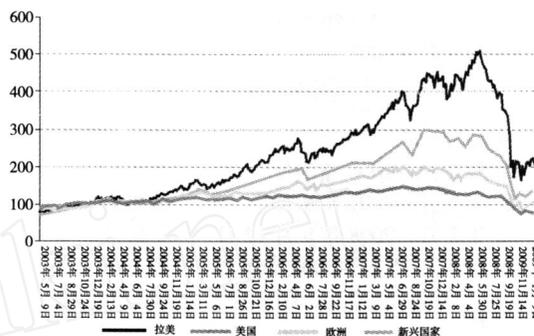
资料来源：作者根据摩根大通公司数据计算。

金融市场的这种“繁荣”通过 3 条不同的途径向拉美经济体传播。其一，外部融资成本下降形

成迫使国内利率下降的压力；其二，反映在汇率上的压力有时以补偿形式出现；其三，风险投资的巨大欲望演变成股市膨胀。拉美股市的大繁荣始于 2004 年中期，彼时拉美国家的风险溢价开始大幅下降。平均而言，从 2004 年中期至 2007 年中期，拉美最大 7 国以美元计价的股价翻了四番（图 5）。

图 5 股票市场指数

(2003 年 7 月 ~ 2004 年 7 月 = 100)



资料来源：作者根据摩根斯坦利公司数据计算。

随着时间的推移，国际金融危机以复杂的方式蔓延开来，并在拉美各国中产生了不同的影响。初期影响始于 2007 年第三季度，表现为资本流量急剧下降和债券发行量大幅萎缩（图 3）、融资成本小幅上升（图 4）以及股市小幅下挫后又逆转（图 5）。另外，较之于发生在 2006 年 5~7 月间的市场波动，2007 年 7~9 月间的市场波动加剧，且二者的效果不尽相同。一种形式是，突出并反映了所谓的“政治风险”因素，在阿根廷和委内瑞拉表现为利差和利差波动加大。另一种形式是，巴西和哥伦比亚的情况与 2006 年 5~6 月间的情况相似，汇率对利差的短期走势更敏感；墨西哥则表现出上述两大变量之间的强关联性，但其波动性要低得多；智利和秘鲁则属于受影响较小的经济体（表 5）。

然而，通过“秋老虎”使得这种动荡发生了。“秋老虎”的特征是融资成本再次下降，资金流量回升。但后者低于前期水平，且变得更无规律可循，恰如债券月度发行量的表现。不同于全球形势（2007 年 10 月短暂复苏后，再现下降态势），以美元计价的拉美股价恢复上扬之势，并在 2008 年 5 月实际上还达到了峰值，但这在很大程度上反映了巴西雷亚尔的大幅升值。

2008 年 6 月，市场出现了新一轮恐慌，明显早于 9 月份的金融崩溃。实际上，新一轮恐慌与初级产品价格大跌相吻合。拉美许多新兴跨国公司是初级产品或钢材、水泥等初级工业制成品的生产

表 5 拉美 (所选国家): 繁荣期内利差与汇率的波动性

	阿根廷	巴西	智利	哥伦比亚	墨西哥	秘鲁	委内瑞拉	EMBI
利差波动 ^a								
2006年 5月 ~2006年 7月	26.2	19.6	3.6	27.7	14.7	10.1	20.9	16.4
2007年 7月 ~2007年 9月	60.6	21.9	14.5	31.6	15.0	23.5	64.6	25.0
2008年 6月 ~2008年 9月 12日	58.5	24.2	7.0	24.3	22.1	24.0	48.0	24.5
2008年 9月 15日 ~2009年 1月	352.4	79.4	61.4	104.7	82.4	92.6	306.6	126.5
利差均值								
2006年 5月 ~2006年 7月	362.8	249.3	81.0	215.4	134.3	167.5	207.6	
2007年 7月 ~2007年 9月	414.2	187.3	105.6	167.3	111.9	151.3	389.2	
2008年 6月 ~2008年 9月 12日	632.5	226.5	173.0	211.5	168.5	190.1	623.4	
2008年 9月 15日 ~2009年 1月	1 572.6	450.7	323.5	502.6	384.0	470.1	1 492.2	
汇率波动 ^b								
2006年 5月 ~2006年 7月	0.56	3.24	2.11	3.12	1.81	0.57	2.24	
2007年 7月 ~2007年 9月	0.78	2.95	0.91	4.51	1.21	0.57	0.00	
2008年 6月 ~2008年 9月 12日	0.59	3.16	2.74	5.99	1.55	2.17	0.00	
2008年 9月 15日 ~2009年 1月	3.63	8.20	6.28	3.64	7.70	1.86	0.00	
汇率均值								
2006年 5月 ~2006年 7月	3.07	2.20	535	2494	11.16	3.26	2.59	
2007年 7月 ~2007年 9月	3.14	1.92	520	2041	10.96	3.15	2.15	
2008年 6月 ~2008年 9月 12日	3.03	1.62	507	1818	10.26	2.89	2.15	
2008年 9月 15日 ~2009年 1月	3.32	2.23	628	2260	12.87	3.09	2.15	
汇率与 EMBI 的关系								
2006年 5月 ~2006年 7月	0.789	0.832	0.796	0.885	0.755	- 0.388	0.477	
2007年 7月 ~2007年 9月	0.818	0.658	0.364	0.789	0.930	0.059	0.000	
2008年 6月 ~2008年 9月 12日	- 0.145	0.440	0.752	0.788	0.177	0.375	0.000	
2008年 9月 15日 ~2009年 1月	0.751	0.876	0.901	0.678	0.901	0.808	0.000	

EMBI 新兴国家债券指数; a 标准差; b 变化系数。

资料来源: 作者根据摩根大通公司数据计算。

商, 这一事实可以解释上述巧合。债券发行量在 6、7 月间急剧下滑, 8 月后债券发行在市场中已不见踪影。在 2008 年 9 月金融崩溃之前, 融资成本已经提高了 0.5%。与 2007 年第三季度发生动荡时相比, 利差波动差异不大。阿根廷和委内瑞拉与拉美其余大国之间的差距加大了, 巴西和哥伦比亚的汇率再次表现出较大的不稳定性。拉美股市大幅下挫, 但在 9 月逆转之前, 其平均水平仍高于 2004 年中期的 3.5 倍。

2008 年 9 月中旬的金融崩溃加剧了上述趋势。各类信贷停滞, 资本通过各种无法预料的渠道撤离。为了满足美国共同基金和对冲基金的赎回需求, 全球各地都在抛售证券, 先从日本开始, 而后其受益者之一巴西也从利差交易业务撤出了。这使得拉美各国货币大幅贬值, 国际市场中的美元和日元升值。此外, 汇率震荡导致期货市场损失惨重, 巴西和墨西哥尤为如此。2008 年第四季度拉美资本净流出总量尚不得而知, 但大多数拉美国家

储备量减少已经反映出资本的净流出。可以准确地知道其他影响: 融资成本大幅度提高 (图 4), 股市降幅远远超出发达国家 (图 5); 利差波动性增强, 拉美各国都加强了其与汇率变动的关联性 (图 5); 目前巴西、智利和墨西哥属于汇率最不稳定的国家, 哥伦比亚的汇率则表现出比过去所有危机都更稳定, 其原因可能是对流入资本的储备金要求减少了波动性较大的资本量; 阿根廷和委内瑞拉与其他拉美最大经济体之间的利差差异明显加大, 达到了 10 个百分点或 10 个百分点以上。

与美国利率的变化一致 (表 2), 融资成本在 10 月末达到峰值 (10 月 23 日为 12.35%), 随后开始下降, 12 月中旬之后大致稳定在 9% ~ 10%, 这与繁荣期 (始于 2004 年) 之前的水平相差无几, 比美国金融危机前的水平高出 2 ~ 3 个百分点。

布斯蒂略 (Bustillo) 和贝略索 (Velloso) 近期的文章对国际金融危机对拉美经济体的影响进行了详细分析。

9月中旬至10月末, 外汇市场所受到的压力最大, 尽管此后拉美货币贬值较小, 但市场依旧波动较大。股市同样趋于稳定, 而且事实上拉美股市是在高于2004年中期的水平之上趋于稳定的, 这与拉美国家在过去发生的情况不同(图5)。

尽管与美国金融危机第三阶段特征的整体流动性不足相联系的金融崩溃的最糟状况似乎已经得到缓解, 但是其影响还将长期存在。所有的当前预测均认为, 在最近的将来, 私人资本流量将继续维持低水平。例如, 国际金融协会的预测指出, 2009年流入新兴经济体的私人信贷资本将为负值, 而2007年此类资本的净流量超过了6000亿美元。但是, 2008年出现的证券资本大规模撤出将得到遏制。所有的研究均表明, 最关键的问题是拉美地区大型企业的“滚动还债”。因此, 这些企业对初级产品和初级工业制成品的严重依赖, 以及融资期限的急剧缩短, 将成为资本项目的主要薄弱点。

上述问题以及工业化国家至今未完全解决金融危机所导致的巨大不确定性表明, 外部私人融资的疲软还将持续一段时间。但是, 拉美的资本项目危机可能会弱于此前的几次危机, 其原因在于外债和储备水平等初始条件的好转。此外, 新形势出现的另一个附带有利的影晌是, 繁荣期内一些拉美国家面临的巨大升值压力得到了缓解。这些内容都将是下文关注的重点。

四 拉美国家的脆弱性

20世纪70年代以来, 拉美历史不仅具有其经历的多场正面或负面大的外部波动的标志, 而且还具有其强化而不是弱化这些波动对国内经济活动影响的宏观经济政策的标志, 这就是顺周期的宏观经济政策。这一做法的主要问题在于, 在经济周期的有利阶段会出现一系列漏洞, 多为公共或私人部门赤字, 由此推高债务水平, 并相应地催生国际收支经常项目赤字, 而且该赤字还因本国货币升值而进一步扩大。只有当特殊的外部条件终止时, 上述漏洞才暴露出来, 此时必须进行宏观经济大调整, 即紧缩性的财政政策(缩减开支和增加税收的不同程度的组合)、紧缩的货币和信贷政策、大幅调整汇率。

与过去的这种做法相比, 有人认为, 近期的经济繁荣使得宏观经济发生了重要变化, 它表现为将平衡宏观经济放在最优先地位。该观点的论据是,

繁荣期内拉美地区的特点是公共帐户更加健康, 经常项目保持盈余。

但是, 对拉美近期经济史作出的这种阐释还需要通过几方面的验证。美洲开发银行发表了一篇最恰如其分的文章, 它基于伊斯基尔多(Izquierdo)、罗梅洛(Romero)和达尔维(Talvi)的研究, 并与早些时候一篇文章中的观点相吻合。根据这一不同观点, 有利于繁荣的对外部门的强劲是近期经济向好的原因, 因为总体上看经济政策仍然是顺周期的。不同于过去的最重要的常见因素是, 公共部门外债减少了, 国际储备增加了。

表6概括了财政指标的变化。人们可以看到, 2008年只有3个国家(巴西、哥伦比亚和多米尼加)的中央政府赤字占GDP的比重超过了2%。此外, 除了巴西、哥伦比亚、阿根廷和乌拉圭以外, 几乎所有拉美国家的中央政府债务占GDP的比重都要明显低于危机初期。不过, 这些积极的财政表现首先归因于额外的财政收益而非财政政策, 因为财政政策仍然是顺周期的, 但个别国家例外。最突出的是智利, 10年前它就在财政方面遵循结构性平衡规则, 并在经济繁荣期间通过两个专用于储备高铜价带来的财政盈余的稳定基金(经济和社会稳定基金及养老金储备基金)得到强化。

表6还显示, 拉美地区所有经济体的初次支出对GDP的弹性都大于1。根据逆周期规则, 经济繁荣时, 支出增长应明显低于GDP增长, 也就是说支出对GDP的弹性应当小于1。另外, 除智利外, 还有萨尔瓦多和危地马拉。尽管还有其他国家的弹性小于1, 但它们在经济繁荣时期的实际初次支出的增长却超过了它们长期的GDP增长率。

财政政策的顺周期行为与20世纪90年代末开始引入的复杂的制度工具背道而驰, 后者包括制定数目繁多的财政责任法, 建立稳定基金。预先分配资源和改变相关游戏规则表明, 迄今为止这些财政制度的作用是有限的。

对外账户的变化也揭示了这样一种模式, 它与坚持国际收支中的经常项目应保持盈余的政策主张相去甚远。贸易比价明显改善再次成为对外部门的决定因素。图6展示了整个地区经常项目收支变化情况, 包括按照贸易比价进行调整的前后两种统计, 并以经济繁荣前一年作为基准年, 即2003年。由此可以发现, 经常项目盈余完全归因于贸易比价的改善。按照这一变量函数进行调整之后, 在整个繁荣期内则是经常项目赤字增加, 在2008年其占

GDP的比重达到了 5%，远高于 20 世纪末危机之前拉美经济的同类数据。

表 7 给出了更为详细的情况。如表所示，截至 2008 年经常项目顺差的国家只有 3 个能源出口国（玻利维亚、厄瓜多尔和委内瑞拉）和阿根廷。另外两个矿产品出口国（智利和秘鲁）截至 2007 年保持了经常项目盈余，但其在 2008 年却大幅度下降。表 7 还表明，按照贸易比价变化进行调整后，上述两国的经常项目实际上在 2007 年已经出现了赤字。巴西的情况与此类似，只是调整后的变化是在经常项目略有顺差的情况下发生的。按照贸易比价进行调整后，2008 年经常项目略有顺差的国家只有玻利维亚和乌拉圭。因此，后者的经常项目赤

字归因于进口能源价格上涨。此外，这一现象还表明，矿产品和能源产品价格大跌，使得以此为主要的出口国将在未来几年内面临一个重要的调整过程。

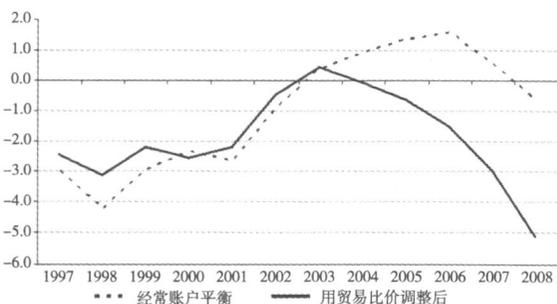
如同过去一样，对于经济繁荣时期经常项目恶化的基本解释之一是货币实际升值的趋势。如表 7 所示，这种情况在巴西、哥伦比亚和委内瑞拉尤为严重，在一些较小的国家（危地马拉、多米尼加和乌拉圭）也有存在。智利也曾有过比索升值的情况，但幅度较小。明显的例外是玻利维亚和秘鲁，阿根廷直至 2006 年也是一个例外，但在表 7 可以看到其实际货币贬值主要是官方对近年来通货膨胀率的低估。繁荣时期美元的实际贬值有利于 3 个美元化国家（厄瓜多尔、萨尔瓦多和巴拿马）。

表 6 拉丁美洲的财政指标

	中央政府盈余或赤字 (占 GDP 的比重)		中央政府债务 (占 GDP 的比重)			实际初次支出 增长率
	2007	2008	2007	2008	1998 ~ 2008 年间的变化	2003 ~ 2007
阿根廷	0.6	1.0	55.7	48.0	10.4	11.9
玻利维亚	2.3	3.0	37.1	30.7	- 24.4	5.0
巴西	- 2.0	- 2.6	32.7	30.1	5.9	9.0
智利	8.8	6.9	4.1	3.5	- 8.6	2.5
哥伦比亚	- 3.0	- 2.7	35.2	33.2	11.1	7.9
哥斯达黎加	0.6	- 0.5	27.7	23.5	- 19.4	5.1
厄瓜多尔	- 0.1	- 0.1	27.5	22.6	- 34.4	10.3
萨尔瓦多	- 0.2	- 0.6	34.5	31.2	- 2.1	0.4
危地马拉	- 1.5	- 1.2	21.7	19.3	2.9	2.9
洪都拉斯	- 2.9	- 1.9	17.4	17.4	- 57.6	7.4
墨西哥	0.0	0.0	21.1	20.4	- 7.4	5.9
尼加拉瓜	0.6	0.8	42.2	34.6	- 89.6	6.4
巴拿马	1.2	- 1.0	53.2	46.6	- 15.4	8.2
巴拉圭	1.0	0.5	17.3	12.1	- 8.4	4.4
秘鲁	1.8	2.3	27.2	22.8	- 14.4	7.4
多米尼加	0.6	- 3.2	19.0	16.7	- 1.5	10.2
乌拉圭	- 1.7	- 1.0	50.7	39.9	15.9	6.4
委内瑞拉	3.0	- 1.8	19.3	14.0	- 15.4	13.4

资料来源：作者根据拉美经委会数据计算制作。

图 6 拉丁美洲：根据贸易比价调整前和调整后的经常账户（以 2003 年为基准）



资料来源：作者根据拉美经委会数据制作。

另外，图 7 表明，与过去相比拉美经济唯有公共部门外债和国际储备积累表现出了持续不断的改善。为了修正实际汇率变动对 GDP 的影响，图 7 的数据以 2000 年的汇率为基准。从中可以发现，由于直至 2006 年债务维持在最低水平及随后国际储备的积累，净外债状况有了很明显的改善。公共部门债务的减少源于两方面因素：财政政策方面的明确决策（减少外部融资，更多利用国内正在增长的资本市场）有助于高负债穷国的计划和阿根廷债务重新谈判计划。

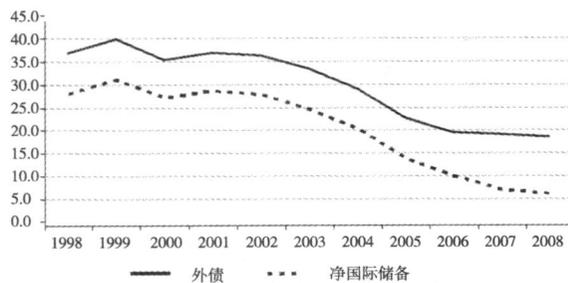
表 7 拉丁美洲：对外部门指标 (%)

	经常账户盈亏 (占 GDP 的比重)		用贸易比价调整后的 经常账户盈亏 ^a (占 GDP 的比重)		外债 (占 GDP 的比重)		国际储备中的净外债 (占 GDP 的比重)		贸易比价的 变化	汇率变化 ^b
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2003 ~ 2008	2003 ~ 2008
阿根廷	2.7	3.5	0.9	- 0.9	47.2	42.8	29.6	27.5	21.9	13.3
玻利维亚	13.4	12.0	3.5	0.3	41.3	13.5	0.7	- 30.9	49.6	5.3
巴西	0.1	- 1.9	- 1.0	- 3.6	14.9	14.2	1.0	- 0.1	13.7	- 42.3
智利 ^c	4.4	- 3.0	- 14.6	- 18.1	34.1	33.4	14.3	13.0	72.2	- 14.2
哥伦比亚	- 2.8	- 2.7	- 6.3	- 7.8	21.7	19.0	11.5	9.4	47.8	- 32.8
哥斯达黎加	- 5.7	- 7.0	- 1.3	- 1.6	32.0	29.4	16.3	16.9	- 14.5	- 3.3
厄瓜多尔	3.6	3.0	- 3.1	- 8.5	38.1	31.8	30.4	21.1	45.4	15.8
萨尔瓦多	- 5.5	- 5.9	- 4.8	- 4.2	44.5	40.8	33.7	30.1	- 7.7	4.5
危地马拉	- 5.1	- 4.6	- 3.8	- 3.2	12.6	12.0	- 0.3	0.0	- 6.3	- 16.6
洪都拉斯	- 9.9	- 14.9	- 6.4	- 7.4	24.6	22.5	2.4	4.9	- 9.8	- 4.9
墨西哥	- 0.6	- 1.4	- 2.1	- 3.8	12.2	11.8	3.7	3.7	9.2	0.4
尼加拉瓜	- 18.3	- 25.8	- 15.5	- 21.4	59.1	51.2	39.9	34.7	- 9.9	- 2.0
巴拿马	- 7.3	- 7.3	- 3.5	- 3.2	42.5	36.4	32.5	28.9	- 8.4	9.9
巴拉圭	0.4	- 2.1	1.0	- 3.7	25.8	19.5	5.2	0.6	3.3	- 26.1
秘鲁	1.4	- 3.8	- 7.7	- 11.1	30.4	27.1	4.5	3.9	42.6	1.9
多米尼加	- 5.4	- 12.7	- 5.5	- 11.8	18.4	17.3	11.3	11.9	- 5.4	- 25.1
乌拉圭	- 1.0	- 3.5	2.1	0.5	52.9	40.7	35.1	21.6	- 16.5	- 23.6
委内瑞拉	8.8	12.6	- 6.7	- 6.0	23.2	17.9	8.5	5.9	163.8	- 30.3

a 以 2003 年数据为基准；b 正数表明货币贬值；c 净外债计算包括了主权基金中的资产累积部分。

资料来源：作者根据拉美经委会数据计算制作。

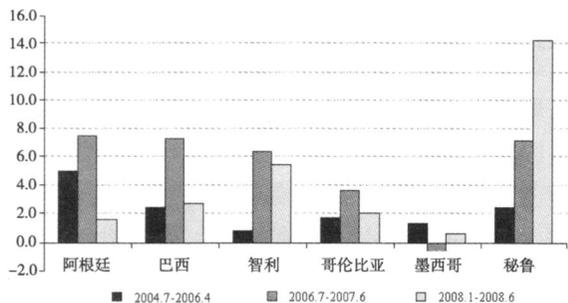
图 7 拉丁美洲的外债、总外汇储备及净外汇储备
(2000 年汇率)



注：智利的数据包括了主权基金的资金。

资料来源：作者根据拉美经委会数据制作。

图 8 外资大量涌入时期拉丁美洲
部分国家的储备积累 (占 GDP 比重)



注：智利的数据包括向主权基金转移的资金。

资料来源：作者根据国际货币基金组织“国际金融统计”(在线)的数据计算。

此外，外汇储备的增加则是经常项目盈余积累(正如所看到的，多数是由初级产品价格上涨造成的)和外部资金大量涌入的结果。后者反映在图 8 中，该图计算了在外资大量流入的 3 个时期中，拉美 6 个最大经济体外汇储备累计占 GDP 的比重。从中可以看到，阿根廷有时采取外汇储备积累政策(其外汇储备主要源于经常项目而非资本项目的盈余)。图中除墨西哥以外的所有国家都对市场进行了积极的干预，以储备在 2006 年中期至 2007 年的外部资金流入高峰期内的部分资金。智利、秘鲁和其他一些国家则是在 2008 年上半年开始干预市场。面对外资涌入时的这种“惧怕波动”心理，是近期经济繁荣期拉美国家宏观经济管理方面的最大考量之一，实际上发展中国家都是如此，尽管在一些情况下这一做法无法避免货币的实际升值。

关于智利的情况，计算包括了稳定化基金。由这类基金总额加上国际储备总额，计算出该国外债指数。

在公共债务和外债方面的这种有利局面是拉美地区面对此次危机的主要资本。首先，除了几个例外（巴西和哥伦比亚是最明显的例外），各国政府在运用逆周期财政政策方面拥有比过去更大的余地。很显然，由于在经济繁荣期储备了相当数量的财政收入，智利拥有最大的余地。在一些国家中，增加的国际储备数量已经被用于缓解危机对出口部门和无法得到融资的私人企业的影响。在危机最严重的几个月中，增加的国际储备还使提供流动性政策成为可能。其次，中央银行开始降低其干预利率，这一倾向在 2009 年初开始趋于普遍。对汇率的压力比过去更快地体现出来，使得一些国家（最突出的例子是巴西、智利、哥伦比亚和墨西哥）得以迅速纠正业已存在的币值高估现象。对此，还要加上财政、产业及社会政策广泛的覆盖面。但是到目前为止，除了部分货币急速贬值外，上述政策建议在宏观经济效果方面还是较小的。

五 结论

这场全球危机已经对拉美产生了预期中的影响。由各种外部有利条件特殊结合所支撑的经济繁荣已经结束，所有培育经济繁荣的外部因素现在都正在朝相反的方面起作用。其中，可能下降的侨汇是最不重要的因素，在一些国家中，它将通过本币的实际贬值得到抵消，这将对侨汇受益家庭的国内消费能力产生积极影响。

这场危机最主要和普遍的影响是在贸易领域。所有拉美国家，尤其是墨西哥、中美洲和加勒比地区，正在遭受实际贸易量萎缩的影响。南美国家，特别是矿产品和能源产品出口国，已经受到贸易比价严重恶化的冲击。在数个小国中，能源价格下跌会部分抵消国际贸易下滑的负面影响。

从外部融资的角度看，与危机最严重阶段（2008 年 9 月中期到 10 月末）流动性短缺相关的最严重问题可能已经得到解决。但是，私人部门还将面临对外融资严重受限的阶段，人们至今还不清楚其持续的时间和程度。多边融资只能部分弥补私人融资的不足，除非借助类似专门大规模发行 MF 特别提款权的做法。这样融资的好处将取决于使用

该基金资金的相关条件，关于这方面的内容尽管还没完全形成，但是已经取得了一些进展。私人资金短缺尤其将影响大型私人企业，它们对债务周转的需求非常明显。

拉美经济比过去更有能力应对危机，但它弱于一些针对近期经济繁荣期的管理的乐观研究中所强调的东西。除个别明显的例外（其中突出的是智利），绝大多数国家的财政政策依然是顺周期的。此外，大多数国家的经常项目已经出现了恶化趋势，其中多数是因币值重估引起的。公共部门外债减少和通过储备积累吸收外部资金涌入的决策，是应对能力强于过去的 2 个主要因素，它完全有别于过去经济繁荣时的管理方式。人们还不清楚在这场危机中，上述两个因素对逆周期宏观经济政策的实行能提供多大的实际空间。到目前为止，唯一明显的现象是，拉美国家中一些货币币值高估的情况得到了迅速纠正。

过去的危机表明，货币的实际贬值意味着生产结构多样化的机遇。这也可能是目前情势所能提供的最重要的机遇。因此，应当通过积极推行促进生产发展的政策加以把握。

区域市场同样也提供了一个多样化的机遇，即某种意义上全地区的、非单个国家的“进口替代”。这类机遇取决于其他一些因素。实际上，近几十年来，拉美区域内贸易是严重地顺周期的，一体化进程也处于薄弱期，甚至是危机期。更严重的是，在现有的一体化协议框架下进行的汇率调整所出现的巨大差异，以及各国自行采取的保护主义措施都有可能加剧一体化进程正在经历的困难。

与过去不同的是，拉美国家在实行逆周期的财政和货币政策方面具有更大的空间，这类政策已经开始得到适当的运用，但其空间是有限的。毫无疑问，除了在一些经济繁荣期明显地采取顺周期政策的国家外，这类政策空间要避免采取过分紧缩政策的要求。总之，拉美比过去有更充分的准备应对危机，但这也仅仅是局部缓解世界经济自大萧条以来正在经历的最严峻形势所产生的影响。

（翻译：赵丽红、郭存海、岳云霞、孟群；
校对：吴国平；责任编辑：张颖）