

FD

金融与发展

FINANCE and DEVELOPMENT

www.imf.org/fandd

2008年6月号

商业周期出现离散趋势

Johnson论粮食和燃料价格

对场外交易市场的阐释

对雅克·波拉克的采访

信任 危机

.....更多的问题



《金融与发展》是IMF的季刊，用英文、阿拉伯文、中文、法文、俄文和西班牙文出版。

英文版刊号 ISSN 0015-1947

Laura W. Wallace
主编

Jeremy Clift
Elisa Diehl
Archana Kumar
James Rowe
Simon Willson
高级编辑

Maureen Burke
Natalie Hairfield
助理编辑

Luisa Menjivar
创意主管

Lai Oy Louie
美术编辑

Lijun Li
Kelley McCollum
Randa Elnagar
编务助理

编辑顾问
Bas Bakker
Eduardo Borensztein
Adrienne Cheasty
Alfredo Cuevas
Marcello Estevao
Domenico Fanizza
James Gordon
Paul Hilbers
Paolo Mauro
Jan-Willem van der Vossen
Jeromin Zettelmeyer



欲知广告事宜，请与IMF出版部联系。
地址: 700 Nineteenth Street, NW
Washington, DC, 20431, U.S.A.
电话: (202)623-7430
传真: (202)623-7201
电子邮件: publications@imf.org

©版权所有，IMF 2008年。翻印本刊文章应向主编提出申请。地址:

Finance & Development
International Monetary Fund
Washington, DC, 20431, U.S.A
Telephone: (202)623-8300
Facsimile: (202)623-6149
Website: <http://www.imf.org/fandd>

本刊对非经济目的的翻印一般会迅速免费予准。

本刊的文章及其他材料仅为作者本人观点，并不反映IMF的政策。

中文版由[中国财政经济出版社](#)翻译出版。
地址: 北京海淀区阜成路甲28号新知大厦
电话: 88190915 88190916
传真: 88190916
邮政编码: 100036
网址: <http://www.cfeph.cn>
中文版刊号: ISSN 0256-2561

特辑

金融市场危机

8 信任危机……更多的问题

为所有市场参与者设计更好的激励机制是深化金融稳定的关键

Laura Kodres

14 爆发：美国次贷危机蔓延

美国抵押贷款市场早已沉疴在身，或许其中任何单个问题都不足以兴风作浪，但如此众多的问题同时爆发就足以引发全球危机

Randall Dodd和Paul Mills



19 观点：亚洲：看待次级债危机的一个角度

也许口号有所不同，但此次的危机同1997年的亚洲金融危机有着许多相似之处

Khor Hoe Ee和Kee Rui Xiong

24 银行需要更多的资本准备

次贷危机使巴塞尔协议Ⅱ的实施更加迫切，也更加困难

Jaime Caruana和Aditya Narain

29 观点：巴塞尔协议Ⅱ有助于防范风险还是加剧风险？

对于巴塞尔协议Ⅱ是否助长了繁荣—萧条周期的两种观点



24

其他

36 离散到什么程度？趋同到什么程度？

发达国家和新兴市场经济体的商业周期可能趋同，但两者之间已出现离散趋势

M. Ayhan Kose, Christopher Otrok和Eswar Prasad

41 货币调控

为了使汇率干预发挥作用，各国中央银行需要联合行动

Atish Ghosh

46 资本的故事

低收入国家私人投资的急剧增长，是个说不尽的成功故事

Thomas Dorsey

50 看得到，但还无法实现

目标期限过半，许多千年发展目标可能无法实现日益引起关注

Zia Qureshi



50

其他内容

- 2 简讯
- 4 经济学人物
James L. Rowe 对宏观经济学家雅克·波拉克的采访
- 34 返回基础
什么是场外交易市场?
Randall Dodd
- 44 图表释义
缩小技术差距
- 53 书评
发展中国家和转轨国家的增值税,
Richard M. Bird 和 *Pierre-Pascal Gendron*
生活的逻辑: 非理性世界的理性经济学,
Tim Harford
- 55 国家聚焦: 阿尔及利亚
- 56 直言不讳
Simon Johnson: 自动“失稳器”
为什么较高的粮食和燃料价格能够使发展缓慢的世界经济失去平衡

美术作品: 封面和第8页, *Terry Widener*; 第14页、第17页、第24页和第29页, *Richard Downs*。
摄影作品: 第2页, *Nelson Ching/Bloomberg News/Landov* 和 *Konrad Steffen/MCT/Landov*; 第3页, *Nancy Palmieri/AP Photo*; 第5页, IMF图片; 第6页, IMF档案; 第19页, *Kristina Cooke/Reuters/Landov*; 第36页, *Ulrich Baumgarten/Vario Images/Alamy*; 第41页, *M. Spencer Green/AP图片*; 第46页, *Steve Raymer/Corbis*; 第50页, *Mike/Zefa/Corbis*; 第53—54页和第56页, IMF图片。

危险的行为者

2007年夏发生在美国的次贷危机虽已过去将近一年, 但至今仍然许多地方令人感到吃惊, 而且不仅仅在美国。在这些市场上, 银行提供贷款, 发行短期商业票据、市政债券甚至学生贷款。目前已发展为全球性的金融动荡, 继续加深人们对全球金融稳定的担忧, 促使我们不得不问: 危机是如何传播的? 怎样才能使此类金融危机发生的可能性降到最低, 并确保其不再传染?

6月号的《金融与发展》从不同的角度探讨了这个问题。我们的开篇文章“信任危机……更多的问题”认为, 问题的根源以至解决的办法, 都在于“激励, 激励, 激励”。但是, 文章认为, 鉴于市场、规制与监督体系中错误的激励机制已经根深蒂固, 这种疗法实施起来决非易事。错误的激励机制鼓励商人、投资者与贷款机构以涉及过多风险的方式经营, 这些方式往往以不透明的、复杂的证券作掩护, 而且杠杆率过高, 信用标准不严格。

关于决策者针对重构激励机制方法的争论, “爆发: 美国次贷危机蔓延”的作者认为, 应该牢牢记住这些目标: 适度的杠杆率、改善流动性管理、推动市场的流动性、促进尽职勤勉以及增加透明度。作者指出, 一个关键的教训是, 单个银行层面上的风险管理不应该把关注重点放在对机构加以保护这样一个狭隘的角度上, 从而忽略了更广角度上的系统性风险。其他两篇文章围绕支撑银行系统所应采取的步骤展开的争论进行了探讨。争论的核心就是正在实施的所谓的巴塞尔协议Ⅱ——有关银行为应对当前和潜在金融风险和经营风险而必须准备的资本额度的国际标准。

通过新加坡金融管理局, 我们可以看出, 1997—1998年的亚洲金融危机与美国次贷相似之处与不同之处——并使我们深思亚洲和新兴市场经济体为何普遍能够保持其对当前金融动荡的应对方力。

* * * * *

最后, 随着6月号《金融与发展》的出版, 我将离开作为主编而供职了6年半的《金融与发展》。在领导本刊的出版过程中, 应对各种挑战是我莫大的享受——尤其要使本刊一年4期都能引人入胜, 使方方面面的读者都能领略到国际社会面临的重大金融、经济与发展问题。衷心希望您能从这支杰出的队伍所奉献的这本期刊中得到享受, 并再次感谢您几年来给予的意见、建议与支持。

Laura Wallace
本刊主编

正在消融的冰山

冰川正在以空前的速度消融，联合国环境规划署敦促各国就一项新的减排协定达成一致意见，以帮助遏止作为全世界千百万人生命源泉的水源的枯竭。据联合国环境规划署所支持的世界冰川监测服务机构（WGMS）称，来自9座山峰近30个参照冰川的覆盖范围的数据表明，2004/2005年到2005/2006年期间，冰川消融与变薄的平均速率加快了两倍多——这种发展趋势至少部分是由于污染排放增加导致的全球气温上升造成的。

“最新的数据部分表明，这种加速的趋势还没有出现终结的迹象。”WGMS主任Wilfried Haeberli警告说。



格陵兰的冰川正在以空前的速度消融；欧洲已经发生了一些最为剧烈的冰川融化事件。

数钱

印度从其生活在其他国家的侨民得到的侨汇高居世界各国之首。2007年，生活在境外的印度人向其家乡汇回了270亿美元。据世界银行《2008年移民与侨汇年鉴》称，中国、墨西哥和菲律宾依次是随后最大的侨汇接受国。高级经济学家兼该报告合作者Dilip Ratha称，“在许多发展中国家，侨汇是穷人的生命线”。

尽管南—南移民与南—北移民的规模相当，但是富国仍然是侨汇的主要来源，其中主要是美国。2005年，美国依然是最大的移民国家，其次是俄罗斯1210万人，德国1010万人。该报告注意到，尽管国际移民中自愿移民占主导，但还是有1350万难民和寻求庇护的移民，占全球移民数量的7%。

鉴于移民汇款规模迅速增加，引起了高层决策者的关注。2007年，全世界记录在案的汇款流量估计达3180亿美元，其中2400亿美元是汇往发展中国家的。在这种汇款流量中，还不包括非正规渠道的，加上这种渠道，汇款数量还会大大增加。



中国香港特别行政区一所汇款中心用菲律宾比索进行交易。

加大在基金组织的发言权

作为国际货币基金组织改革的重大步骤，本机构最高决策实体——理事会——于4月28日通过了一项决议，以扩大其185个成员国中2/3以上的成员在基金组织的投票权。此举将增强新兴市场经济体和发展中国家对基金组织的参与权和发言权，并使成员国在基金组织的份额与其在世界经济中的实际经济分量相符。此外，代表非洲选区的执行董事将能够各自额外任命一名副执行董事。

“这种改变将使IMF的份额和投票权结构更具有活力，并且更具有前瞻性。”IMF总裁多米尼克·施特劳斯·卡恩说。这一决议得到了基金组织95%的成员国的支持。

国家代表制度的改革是2006年新加坡年会所批准的一项两年规划的一部分。这次年会批准了对中国、韩国、墨西哥和土耳其份额的最初特别增资。一个国家在IMF份额的多少决定着该国在其中的投票权。

越小越好

IMF一项新的研究分析了国家规模与政府规模、债务和经济表现之间的关系，发现，平均而言，与大国相比，小国都具有大政府和更高的公共债务。政府规模较小、公共债务较低的国家一般经济增长更快、应变能力更强。

该分析引用42个较小经济体新的财政数据集表明，规模小的国家政府的支出，包括用于货物与服务、工资和薪金以及资本投资的支出一般较高。

这份名为“小国的大政府、高债务及其财政调整”的08/39号IMF工作论文认为，实现财政调整的最有效方法就是减少支出。该研究的结果还指出，改善治理结构也有助于小国减少公共债务和外债，从而支持财政调整。



马萨诸塞州一名艺术品店的店主正在为客户提供帮助。在过去的10年，服务业取代了农业成为妇女就业的主要部门。

更多的妇女就业

妇女比以前更多地就业，然而，与男性相比，她们可能生产率更低、收入更低、更经受不住意外打击，而且没有社会保护、基本权利或者对工作的发言权。国际劳工组织的一份新报告如是说。

然而10年以前，农业还是妇女就业的主要部门，而如今服务业为妇女提供了重要的就业岗位：在2007年就业的妇女总数中，36.1%在农业，43.6%在服务业，相比之下，男性在这两个部门就业的比率分别是34.0%和40.4%。

《2008年全球妇女就业趋势》指出，在过去10年中，妇女就业人数增加了近两亿，或者说增长了18.4%，2007年达到120亿人，而男性就业人

数为180亿人。但是，同期内，妇女失业人数也从7020万人增加到8160万人。全世界妇女的失业率为6.4%，高于男性5.7%的比率。

报告还指出，在就业方面处于劣势——无论是无报酬的家务劳动者还是自主营业的劳动者，而非赚取工资或薪金的劳动者——的妇女所占比率自1997年以来从56.1%下降到51.7%。但是，就业上处于劣势的妇女还是比男性的比率高，尤其在最贫困的地区。

2008年大事记

6月3—4日，法国，巴黎

气候变化，前景与稳定性/OECD

6月9—11日，南非，开普敦

ABCDE大会：人口、政治与全球化

6月26—27日，瑞士，巴塞尔

国际清算银行第七次年会：货币政策挑战

7月7—9日，日本，北海道

主要工业国家8国集团北海道洞爷湖峰会

8月3—5日，澳大利亚，墨尔本

APEC关于结构改革的部长级会议

9月2—4日，加纳，阿克拉

关于援助有效性的第三届高级论坛



订购单

发展中国家的读者可以免费订阅一份杂志，其他人须支付邮费。

• 是的，我有资格获得一份免费的杂志，因为我居住在发展中国家。

全名

工作单位

部门

地址

城市

邮编

电话号码

E-mail

国家

电话号码（如果不同）

传真

• 如果你不是居住在发展中国家，你可以付费订阅。请在网站(www.imfbookstore/f&d)上查看订阅信息和国家名单。

付费方式

直接付费，确保支付给国际货币基金组织。

信用卡付费：Visa卡/万事达卡/美国快递。

卡号 _____ 到期时间 _____ / _____
(月) (年)

签字 _____ (对所有订单) 日期 _____

请将填好的表格寄往：

国际货币基金组织

金融与发展

PO Box2245

华盛顿，VT05495-2245 美国

或：

传真：[+1\(202\)623-7201](tel:+1(202)623-7201)

E-mail:publications@imf.org

网站：www.imfbookstore/F&D

电话号码：[+\(202\)623-7430](tel:+(202)623-7430)

精巧模型的 影响

James L. Rowe 对宏观经济学家雅克·波拉克的采访

雅克·波拉克是20世纪杰出的经济学家，他的开创性研究构成了IMF（国际货币基金组织）基本的经济学方法，而他差点成为一名会计师。1932年，当他被阿姆斯特丹大学录取时，这个18岁的年轻人计划加入家族会计师事务所。但是荷兰有一项严格的新规定，要求立志做CPA的人毕业后从事会计工作之前必须取得经济学学位。结果，波拉克2005年在对IMF的口述记录中说到，其目标“随着环境的改变而改变了”。像大萧条时期许多学生一样，波拉克开始关注高失业和经济低迷。在一边学习研究生经济学课程，一边从事会计工作一年之后，他对成为CPA失去了兴趣。

实际上，他作为一位经济学家和国际公务员工作了70年，这项工作在他正式退休以后还延续了近30年。他在国际联盟濒临困境时期加入了该组织，并且大约10年以后，继续被新成立的IMF聘用，他在IMF帮助实施了一种国际经济合作模式，该模式是他在1944年参加的布雷顿森林会议上提出的。

波拉克做了30年的IMF高级官员，他对国际货币体系的发展，包括特别提款权（SDRs）——国际储备资产的建立，作出了重要贡献。但是波拉克和同事们一致认为，他对经济学和IMF最长久的贡献是以他命名的经济模型。波拉克模型用货币形式解释了一国的国际收支，从而使经济学家领会了一国国际经济失衡的原因。通过指出国内信贷创造国际收支问题的来源，该模型也使IMF能够为一个国家修正这些问题提出应对措施。

波拉克在1947年加入IMF（他94岁时还在那里保留着一个办公室），监督着以固定汇率为基础，以黄金和美元为中心的国际货币体系。私人资本的作用很小，在19世纪60年代之前人们主要担忧国际流动性——是否存在足够的美元来推动对全球增长和繁荣至关重要的国际贸易。这种货币体系转变为汇率随着市场力量自由浮动，而黄金基本上已经不再发挥作用。

用。如今，私人资本流动支配着国际金融体系。

从1958年到1979年，作为IMF的高级官员，波拉克有时是标明该货币体系蜕变的痛苦的经济政治决策的一部分：1965年和1967年IMF对英国贷款的谈判，SDR的产生，20世纪70年代初全球固定汇率体系的消亡。后来，从1981年到1986年他是荷兰派驻IMF的执行董事，其支持者包括两个寻求IMF援助的社会主义经济体。

大萧条

也许波拉克在大萧条时期发现他适合做个经济学家，他的第一份重要工作，即他1937年的博士论文，研究了利于公共工程消除经济低迷。写作过程中，他寻求了简·丁伯根的指导，后者将于1969年分享第一个诺贝尔经济学奖。丁伯根已经为荷兰经济构建了一个计量经济模型，并很快将为美国经济构建一个。1937年丁伯根为国际联盟进行商业周期的计量经济研究，已经从阿姆斯特丹迁到了日内瓦，他邀请波拉克作为助手参加他的工作。

这对波拉克而言是一段激动人心的时光，他的办公桌就在丁伯根书桌的右角。“我有机会就像通过渗透作用一样吸收他的研究方法，”波拉克在他的第一部论文集的前言中写到，“我相信，在那个办公室中学到的数学和经济学比我的全部学生生涯所学的还要多。在日内瓦的研究处于经济学和计量经济学的最前沿……适合期刊论文的主题像复活节早晨的彩蛋一样容易发现。”

1939年初，在丁伯根返回荷兰之后和第二次世界大战之前不久，波拉克在日内瓦用英语完成了他的第一部作品。在他的第一篇论文中，他依据丁伯根建立的美国计量经济模型计算了普通工人、高收入者和农民的边际消费倾向，然后得出了一个凯恩斯乘数的估



计值——这个概念说明了增加支出对收入和产出的最终影响。

为战争结束作准备

由于战争席卷了欧洲，波拉克及其同事转移了工作重心。他们已经在期待这场战争的终结，希望从结束第一次世界大战并且波拉克所认为的“拙劣”的凡尔赛协定和两次战争期间许多国家实施的不好的经济政策中吸取经验教训，并应用于接下来的和平年代。

到1940年夏季，半个法国已经被占领，德国军队抵达瑞士边境。“美国的一些重要人物，”波拉克讲到，希望维持国际联盟的工作，即使美国不是成员国，并且说服美国政府把国际联盟的经济学家安置到普林斯顿大学高级研究院。

这意味着把10位经济学家及其家属用巴士从日内瓦经过被占领的法国转移到佛朗哥控制的巴塞罗那，“当所有外交关系都非常紧张的时候跨越两个边境”，然后乘火车到葡萄牙，并将在那里乘上一艘船。波拉克告诉《金融与发展》，这是一段“痛苦的”旅程，一开始他们的巴士就和一辆货运火车相撞，使

巴士被扔在一片洼地，精心安排的计划全打乱了。

这支队伍终于成功抵达美国，并且在普林斯顿安顿下来，接下来的3年波拉克在那里准备了一些关于以下主题的报告，如粮食救济，向国际社会借款重建的国家的收支平衡，20世纪20年代的欧洲汇率贬值。1943年4月，波拉克作为经济学家在荷兰驻华盛顿大使馆获得一份工作，据报道，同一天纽约时报披露了英国和美国的战后经济重建计划。他成为布雷顿森林会议之前的筹备会议中的荷兰代表和1944年7月布雷顿森林会议的荷兰代表团成员之一。他说，建立了所谓布雷顿森林机构（IMF和世界银行）的国家一致认为，这次战后阶段比第一次世界大战之后“处理的更好”将是至关重要的。“事实上，的确如此”。

加入起步阶段的IMF

布雷顿森林会议之后不久，波拉克加入了前一年刚成立的帮助欧洲和亚洲国家处理战争损害和避难问题的联合国救济善后总署。但是1946年美国停止援助该组织之后，波拉克说他当时“迫切需要一份工作”。

组建中的IMF的首任研究部长是Edward M. Bernstein，他作为美国财政部的官员曾经是布雷顿森林会议中的关键人物。他为波拉克提供了研究部统计室主任的职位，他认为如果IMF的第一任总裁Camille Gutt批准这项聘任之后，计量经济研究将集中到统计室。Gutt（比利时前财政部长）在波拉克担任大使期间认识了他，当时比利时和荷兰正在合作拟定美元与比利时法郎和荷兰盾之间的汇率，该汇率将由盟国在使这两个国家摆脱德国的控制之后使用。Gutt批准了这项聘任，但是提出一项不寻常的附加条件。他刚把一些部门领导的任命书递交给执行委员会批准，觉得暂时无法递交波拉克。Gutt告诉波拉克，如果他愿意冒事后聘任的风险，可以在1947年7月1日开始工作。“因为我没有任何其他好的选择，所以我接受了”，波拉克说到。

他利用这段时间进一步研究了他于1939年建立的开创性的世界经济模型。它是一种只包含8个国家（美国、英国、法国、比利时、捷克斯洛伐克、挪威、荷兰和瑞典）的简单构造，但这是首次有人建立这种模型。他把该模型扩展为包括25个国家，并增加了几个行为方程，最终作为一部著作于1954年出版。它的结论之一是：大萧条期间世界贸易下降的一半以上是由



雅克·波拉克（后排左起第二位站立者）在IMF早年的一次研究部的会议上。

美国需求减少造成的。该模型及其技术是IMF工作人员早期对世界经济建立计量经济模型的基础，从这个意义上说，它是IMF目前使用的更为复杂的模型的前身。

“这个贸易模型是开拓性研究，但这正是其过人之处”，彼得森国际经济研究所的John Williamson说，他是20世纪70年代末波拉克在IMF的同事。“以前没有先例，”他补充道，但是有很多后继者，“它们很快变得越来越复杂”。然而，Williamson指出，波拉克的这个异常简单而有力的关于货币供给和一国收支平衡关系的理论完全不同，这个于1957年发表的模型经受住了时间的检验。

波拉克模型

波拉克不仅对一国国际金融失衡的来源提出了新的看法，而且他的模型也表明了IMF可以向各国推荐的用于调整失衡的政策措施。“从波拉克模型中得出的论文肯定有上百篇，利用它的基金项目也有数百个”，IMF中东中亚部门主任Mohsin Khan说。它的特点是“把理论和实际工作相结合”，Khan补充到。Khan在Harry G. Johnson的指导下于伦敦经济学院完成了有关国际收支货币分析法的博士学位论文，后者曾经建立了一种相似的理论。

近期的诺贝尔奖获得者米尔顿·弗里德曼提出，一种理论的力量在于它的预测力和简洁性——虽然需要的信息条件很少，却和竞争模型的作用一样，甚至更好。波拉克基本模型在简洁性以及数据要求方面非常精巧，只使用了四个方程式。在1997年纪念该模型诞生40周年的一篇文章中，波拉克说它的简洁性很大程度上是由现实驱使的：

- 战后初期数据和计量经济模型很少。

- 只有限定于一些关键变量的模型才可能具有“广泛的，一般的适用性”。

- 政策重心应该是当局可以控制的影响国际收支的变量——在这种情况下，是国内信贷创造。

波拉克以如下命题为出发点：在一个对外开放和实行盯住汇率的经济体中，货币供给并非像当时大多数人认为的那样是一种当局可以独立使用的政策工具，因为它将反映该国的国际收支平衡，即它与世界其他国家的金融关系的总和。

正如Khan解释的：“他的模型得出了货币储备的国内部分（国内信贷）的变化

与国际储备的变化之间的正规关系，从而可以应用于政策制定。特别是，从实际操作的角度来看，波拉克模型可以得出与某个预期的国际收支水平相对应的国内信贷值。这就是被基金项目使用的框架。我们选择一个国际收支（或国际储备）目标，并推导出相应的国内信贷水平，从而得出基金项目中常用的‘信贷限额’”。

波拉克模型和世界贸易模型为IMF早期的发展发挥了重要作用。后来，当波拉克承担了更多责任的时候（在1958年继Bernstein之后成为研究部主任，并于1966年被指定为经济顾问），该机构的其他需要经常主导他的日程。“IMF的研究必须解决IMF的实际问题”，他解释到，例如黄金的作用，一国适当的储备水平，汇率平衡，或者一国取得出口波动补偿贷款（Compensatory Financing Facility）的合理方案（该贷款于1963年设立，以帮助遭受出口暂时性下降损害的成员国）。“我每天大部分时间都在到处扑火，并且在这个过程中更加了解国际货币体系和国际货币基金组织。”

他在IMF工作期间及其之后完成的大量论文的主题包括：1949年欧洲主要货币贬值的影响（1951）；二次大战之后国际储备普遍不足（1952）；发展中国家汇率机制的选择（1988）；转型经济和汇率问题（1991）。在20世纪60年代和70年代的大部分时间里，他领导基金组织从事国际流动性问题的研究，包括SDR的创立。他的研究成果已经出了两个合集（波拉克，1994；波拉克，2004）。而且，波拉克“对于基金组织的一代又一代经济学家来说，不仅是老板，而且是专业的导师。雅克·波拉克使IMF成为把严谨的经济研究应用于实际政策问题的机构，他在这个方面比其他任何人的贡献都大”，IMF历史学家James M. Boughton说到。为了铭记波拉克的贡献，IMF研究年会以他的名字命名。

但并非总是道路艰难。波拉克有时候突发奇想地寻找这些所谓的“沉闷的科学”的有趣的一面。他用经济学工具研究流行的桌面拼字游戏以便设计一种有规律的方法使总分最高（见专栏）。

不同寻常的退休

波拉克从IMF退休前最后的工作为稳定国际货币体系提供了很多保障。20世纪60年代全球性美元短缺导致了1969年SDR的产生，它是一种可以在国家之间偿付的储备资产，而不用依赖主要国家的收支失衡。例如，美元储备的供给取决于损害了美元价值的美国国际收支赤字。IMF发行SDRs的方式可以像美联储这样的国家中央银行发行美元一样。但是SDR刚发行出来，全球流动性短缺就消失了——很大程度上是由于美元失衡。

到20世纪70年代末，流动性短缺可能已经结束

拼字经济学

在1955年手术后的长时间康复期内，雅克·波拉克用流行的桌面拼字游戏消磨时光。不久，他就把这种构建单词的游戏引入了经济学分析——援引了凯恩斯乘数和马歇尔利润最大化等一般概念来构造使玩家总分最大化的公式。

经验不足的玩家会犯的原则性错误是想使每一轮的得分最高，这种战略用经济学语言来说包含着一种成本：“付出了同一字母用于其他单词可能得分的代价”，波拉克在1955年《美国经济评论》中的一篇文章中认为。

波拉克构建了一个利益最大化公式用于说明在每次游戏中如何最有效地利用100个字母块来造词，这些字母按照顺序从1到10赋值，像E这样的常用字母被赋值为1，Q和Z之类的少用字母被赋值为10。他提出了三个规则：

- 赋值为1和2的字母应该每一次都使用，赋值为3的字母可以每一次都使用。

- 赋值为4和5的字母只能在得分至少为两倍的时候使用，但是玩家不应该坚持用它们取得三倍的得分。

- 赋值为8和10的字母几乎总是应该用来取得三倍得分。

这些规则的推导可是比较复杂，但是“在实际应用中很简单，即使对于初学者而言也如此”，他总结到。在这篇文章发表之后很久，波拉克提到他确实运用了这些规则。令人难过的是，他总是败给完全不关心拼字经济学的妻子。

了，但是波拉克认为SDR仍然可以发挥重要作用。那时，美国经济表现不佳，美元在困境中挣扎，国际金融体系处于动摇边缘。“对我而言，1978年9月是向新任总干事Jacques de Larosière提出一个激进建议的最佳时机，de Larosière对此非常支持，”波拉克讲述到。这个提议是建立一个特殊的“替代”账户，各国可以把不想要的不稳定的美元存入该账户，并兑换成SDR。该账户将把SDR强化为一种主要资产，并且在波拉克这样的支持者看来，有利于国际金融稳定。

De Larosière “发现美国财政部副部长Anthony Solomon对此很感兴趣，1979年我们和IMF副总裁William Dale秘密进行着此事。”IMF委员会赞同这个提议，并且似乎有把握在1980年4月召开的汉堡临时委员会政策会议上获得批准。波拉克在1979年末正式退休之后又停留了几个月帮助de Larosière创建该账户。但是对该提议的支持突然消失了，一定程度上是由于美元坚挺了。波拉克说，那些反对改革的国家支持建立该账户是因为他们没有其他解决方案，并非因为他们喜欢这个建议。当美元走强的时候，“他们看到了维持现有体系的希望”，而“对这个体系进行根本性改变的机会被错过了”。

波拉克离开基金组织之后的退休时光非常短暂。1981年他接受了荷兰政府提供的他四年前曾经拒绝过的职位：荷兰的执行董事，类似职务还包括南斯拉夫、罗马尼亚、塞浦路斯和以色列。在这五国中，南斯拉夫是最花费时间和挫折最多的——苏联解体后东欧国家将面临的某些困难的一种预兆。除了这些问题，他告诉《金融与发展》，他发现作为董事会的成员，小国的执行董事“扮演着董事会良心的重要角色”。

最近几年，包括从1987年到1997年分担IMF Peter Jacobsson基金会主席的工作，波拉克支持“把IMF改造为更具常规性和谅解性的金融机构”。Boughton指出，“波拉克在如何调整IMF的资产负债表方面做出了开创性的工作。他的目标是取消本国货币持有量的作用，把IMF重组为完全以SDR为基础的金融机构。这个想法没有（或者尚未）被接受，但是它使资产负债表的调整更加明晰，更像一家常规的银行。”

James L. Rowe，《金融与发展》高级编辑。

参考文献：

Polak, Jacques J., 1994, *Economic Theory and Financial Policy, The Selected Essays of Jacques J. Polak, Vols. I and II* (Brookfield, Vermont: Edward Elgar).

———, 2004, *Economic Theory and Financial Policy, Selected Essays, 1994–2004, ed. by James M. Boughton* (Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe).

———, 2005, *Oral History Interview by John LeGloahc, International Monetary Fund Archives, Washington*.

信 任



危 机

……更多的问题

Laura Kodres

这次次贷危机是近十年来成熟的金融市场遭遇的最严重的冲击，但这一冲击还远远没有结束。在危机形成的过程中许多因素都在推波助澜，名义利率偏低、流动性过剩、金融市场波动、自满情绪四溢，这些都促使各类投资者追逐更大的风险。长期不变的金融市场环境预计还将持续、全球增长强劲、先前膨胀的网络泡沫似乎已成为久远的过去。总之，许多人都相信金融市场将旧貌换新颜。因此投资风险更大的资产和战略蔚然成风，但对于潜在的风险和对这些风险的薄弱资金支持却常常无人问津。

尽管官方再三警告“惟利是图”有可能危及金融稳定，但私人部门依然有强烈的追逐风险的动机。至2007年春天，甚至一些大型金融机构的高层经理也开始公开表示担忧，尤其对那些次级抵押贷款支撑的结构性证券、宽松的贷款契约和如火如荼的杠杆收购更是心怀不安。但是，在利率依然很低和流动性依然充足的情况下，对AAA级结构性信贷产品的需求和获取高额回报的冲动并没受到影响，这一状况一直持续到2007年中期（见图1）。监管机构由于缺乏充足信息，只得暂停了定价过高的证券的交易。因此，发行和出售这类产品的竞争加剧——像查尔斯王子、花旗集团的董事长和CEO今年7月初告诉媒体的那样——高层经理觉得“只要音乐还在播放，那么人们就会歌舞升平”。

像先前许多信贷危机一样，在狂热

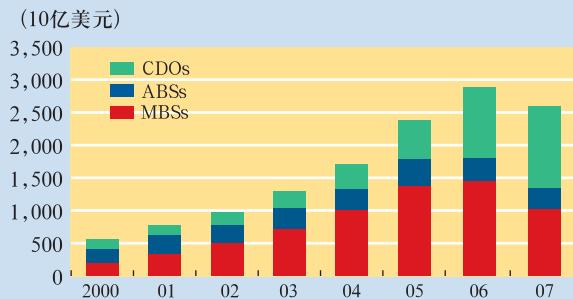
的借贷浪潮中放松借贷标准都是引致损失的导火索。尽管这一事件是由美国抵押贷款的逾期拖欠引起——尤其在次级市场更甚——但这场危机的连带效应却十分严重。由于结构性信贷产品刚处于萌芽时期，因此既不透明又错综复杂，这就使得公众不了解这种产品被何种机构持有，以及这些产品的规模和杠杆作用有多大，金融机构自身甚至也持有一些此类产品。危机的不断蔓延也震惊了许多投资者，让他们身心俱疲。但解决这一问题不容易，因为引发危机的根源早已深植于私人部门的行为之中，在某些情况下，规则章程甚至也火上浇油。这一问题应当予以足够重视，因为危机将大范围波及众多国家的平民百姓。

为所有市场参与者设计更好的激励机制是深化金融稳定的关键

图1
结构性信贷产品越来越受到青睐

欧洲和美国的发行量激增。

(10亿美元)



资料来源：Inside MBS & ABS；摩根大通集团；欧洲证券化论坛。

注：CDOs=债务抵押债券；ABSs=资产抵押证券，包括汽车、信用卡等，不包括MBSs；MBSs=按揭抵押证券，不包括美国机构的MBSs。

拨开迷雾

这场危机为何如此严重？这是复杂的结构性信贷产品市场经历的第一次低迷时期的考验。市场对高回报的AAA级证券的强劲需求促使结构性信贷产品发行商四处寻觅质量低下的抵押贷款以满足外界对其产品的需求——将未来现金流分割成许多“份额”，向投资者先支付其中一些份额，加强消投资者对其产品AAA等级的信心（见专栏）。这些评级高、回报也高的证券在全球保险公司、养老基金和其他众多小型银行中非常畅销。对于像投资于对冲基金等风险偏好更大的其他投资者而言，这些结构性证券的低利率部分的回报似乎也颇具吸引力。

在流动性充足的稳定的金融环境中，投资者不会太在意其所购买的复杂的结构性产品的风险，他们会认为在必要的时候可以将这些产品退回或出售。他们委托评级机构对风险进行恰当的评估。现在回顾那一时期，人们对评级机构过于倚重，而对产品说明和基本工具的独立调查又过于轻视。

这些复杂的产品遭遇了双重困境：一方面是其基本抵押品——大多是在这轮投资浪潮后期推出的次级抵押贷款——的降级，另一方面是投资者对这些结构性产品的不甚了解，他们并不清楚在经济低迷时期，或者起初给贷款提供的“诱惑性利率”到期后这些不同结构的产品会如何运作。而且对贷款或其他类型的证券的相关性没有进行充分的压力测试，而这些相

关性会在信贷周期低谷或美国房价整体下滑时普遍上升。此外，尽管评级机构一再强调其只评估实际违约风险（即信贷风险），这些产品中还包含有流动性风险和市场风险——但这些风险却常常被投资者忽略。流动性风险是指持有者无法按照现价快速出售证券，市场风险则指诸如利率变化等其他市场条件会影响证券价值。

虽然投资者对其承担的风险可能不会完全了然于胸——尽管他们要对这些风险负责——但信用评级机构的自身利益也大大助长了结构性信贷产品的激增。这些结构性产品需要对其不同档次的风险都进行评级。如果不同档次的大小或特征达不到满足不同档次所须达到的评级，评级机构就会建议通过改变结构（比如，增加超额抵押）来达到要求。这些结构性产品（评级的需求方）和评级机构（评级的供给方）之间的共谋至少已经破坏了评级的独立性。

流动性缺乏

当外界发现银行给这些流动性差、难以估值的结构性信贷产品的融资出现漏洞时，形势就变得更为严峻。许多这类产品都由主要银行的表外实体持有——主要是结构性投资工具（SIVs）和中介工具——以利用银行的表外业务允许具有更大的杠杆作用，要求的资本较少的优势。这些中介工具由短期资产抵押商业票据（ABCP）融资，而SIVs的负债只有1/3由ABCP构

什么是结构性融资？

结构性融资通过将风险投资工具（比如，债券、贷款或抵押证券）汇集进而将这些工具背后的风险汇集（如市场风险、信贷风险），再将由此产生的现金流分割成不同“档次”或者份额支付给不同的证券持有者。从这一汇集后的集合中对不同档次的持有者进行支付要遵循一定顺序，先从“优先”档次（风险最低）开始，经过一系列环节后最后支付“股权”档次（风险最高）（见图）。

如果这个集合的一部分预期现金流没有实现（比如由于欠债），在缓冲现金流耗尽后股权档的持有者将最先遭受损失。如果集合的现金流继续减少，那么其他类型档次的持有者（“中间层”档次）也将开始受损。

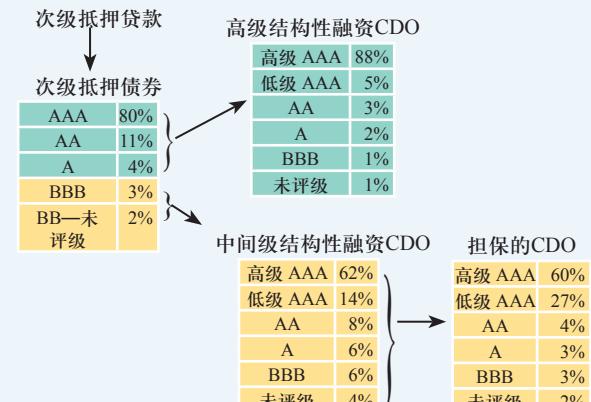
通常，位于资金结构顶端的超级优先档和优先档都被赋予AAA等级，这就意味着这类档次遭受损失的可能性很小。

在2007年7月次贷危机爆发前，结构性信贷金融产品都是呈指数增长。比如，美国和欧洲几种结构性信贷产品

的发行量就从2000年的5000亿美元激增至2007年的2.6万亿美元。

错综复杂

结构性信贷产品是弱势档，最终要被抛弃。



资料来源：IMF工作人员的估计。

注：CDO=债务抵押债券，百分比代表债券在有评级的档次中所占比例。

成，其他2/3则是长期资金。这种方式的最大问题就在于不透明——ABCP投资者不知道这些实体持有的这类产品的确切数量，不但如此，投资公众或一些银行监管机构对这些机构的资金战略也不了解。

当投资者开始丧失信心，许多ABCP的持有者都争相出售他们手上这种由流动性极差的结构性信贷支持的产品，缩短原来的持有期或者要求更高的回报，尤其当他们认为这些产品背后是次贷时更是如此。许多SIVs和中介工具与发行银行间的信贷额度安排都很松散，以防ABCP的购买者不愿展期。2007年7月ABCP市场的蒸发使得银行间市场陷入大范围流动性困境，直到这时，一些银行才明确规定信贷额度，或者将SIVs和中介工具纳入表内业务，以维护其在投资者中的形象。由于各银行不清楚自己的流动性需求，于是开始储藏流动性，使得银行间流动性匮乏问题更加严重。

央行最初还向金融系统提供紧急流动性援助，但对流动性的需求已是长期性的，需要央行重新设计供给方式。各主要央行通常是通过改变其操作方式——其中一些央行动作幅度很大——以应对流动性的持续蒸发。央行有时不得不接受新的担保方式来使银行间市场继续运作，但有些担保质量十分低劣。

尽管央行提供了流动性支持，有的甚至还降低了政策性利率，但危机却持续向纵深蔓延。目前，主要金融机构的损失已不仅限于与美国次贷（贷款及相关结构性产品）有关，这些机构还遭遇了杠杆贷款及其自身与这种贷款相关的结构性产品的损失，此外，还有以其他形式出现的美国次贷损失、商品房损失和公司贷款损失。像以往一样，当经济形势恶化时，信用危机就浮出水面。据IMF估计，全球所有金融机构遭受的与美国次贷有关的损失可能高达9450亿美元

（IMF，2008）。但由于估量误差的存在——有关损失的信息不准确，以及市场价格可能过分压低了抵押证券和现金流的价值——所以还将有进一步损失披露。

“尽管央行提供了流动性支持，有的甚至还降低了政策性利率，但危机却持续向纵深蔓延。”

投资者信心大打折扣，金融机构表内业务恶化，需要筹措更多资金以维持偿付能力，但它们发现筹资成本又进一步抬升。无论是权益资本还是发债筹资都变得格外昂贵。这一点从市场偿债风险的评估中就能反映出来。对于主要银行而言，违约风险比2007年初平均高了2.5倍，尽管这一风险在贝尔斯登案（美联储介入，让摩根大通向该公司提供资金支持）后有所收敛，但仍居高不下（见图2）。因此，信用违约互换开始活跃。此外，根据检验连带效应的方法，多重违约的概率也大大增加，如果有一家银行倒闭，那么会有五家银行一起关门。这就意味着风险在主要银行中的波及面开始变大。

每况愈下

最近出现的许多演变趋势都在使这一境况恶化。第一，各交易方越来越依赖定量风险检测，尤其对信贷风险的检测，但却没有一个风险管理的全面方案。虽然近年来定量分析各种风险——尤其是信贷风险——的技术日益成熟，但复杂的结构性产品却极难评估，因为这一产品除了信贷风险，还包括流动性风险和市场风险。许多机构无法确定将这类风险归入其风险管理系统的哪一类别，因为信贷风险和市场风险通常都分别评估。即便操作层能够很好地了解这些风险的复杂性和相互联系，但操作层却无法与高层进行有效沟通，或者有关信息不被高层接受。这样，这些风险有时就一带而过，没引起人们的重视。

第二，金融机构（主要是银行和对冲基金）越来越多地根据每日结算价格制定决策，这样，逐日结算则导致价格更快下滑。当每日市场结算价格低于预先设定的某一临界点时——通常是止损点，如根据止损机制或边际要求确定，或者根据监管机构所设的保护投资者（如养老基金）的规定——价格就会迅速下滑。虽然公允价值会计法在正常时期行之有效，但在资金紧张的时候就另当别论，此时如果还是以市场价

图2
全球金融稳定的威胁

自2007年夏季以来银行倒闭的风险激增。



资料来源：彭博资讯；IMF工作人员的估计。

¹在15个所选大型综合金融机构中 (LCFIs)。

²以天为单位，估算15个样本LCFIs倒闭的最大概率。

格计价就会造成价格不稳定。再加上决策机制的刚性，两者可能会导致市场动荡。随着市场的流动性越来越差，又缺乏活跃的购买者，资产价格持续走低，金融机构不得不以越来越低的最新价格为其证券定价或评估其证券，这样，当底线被突破后，这些机构又不得不变卖资产——进一步把市场推入下滑通道。

第三，大范围使用大规模的短期融资来维持“起源到分发”的商业模式增加了不稳定因素。在这一商业模式中，贷款被立即打包成证券化产品出售给其他投资者，这样，（证券化了的）信贷增长更多依赖投资者持有资产抵押票据和证券来向新的证券化资产提供融资的意愿，而较少依靠银行稳定的短期和长期存款头寸来支持传统贷款。在这一结构性转变中，以稳定长期存款形式存在的流动性减少，相反，银行更加依赖“陌生人的仁慈”。这种大范围的不稳定性使危机恶化，平时运行良好的资金市场干涸，通过证券化产品带来的信贷增长急剧下降。在全球范围内分散风险的想法并没有如其所愿地把一个地方的信贷风险分散到最能妥善处理它们的人手中，相反，最终却把所有将证券化产品打包的银行都暴露于风险之下。

激励，激励，激励

那么，怎样做才能化解这场危机？在房地产市场中，每一个房地产经纪人都会告诉潜在顾客，成功投资的三个要诀是“位置，位置，位置”。那么在全球金融市场中，答案则是“激励，激励，激励”。许多激励机制都能影响金融市场行为——一些是连续市场操作的必要条件，另一些则由法律法规制定。这些机制都具有很强的刚性。

风险管理问题。除非主要金融机构的治理结构发生改变，否则业务经理和风险管理经理在高层经理眼中就不会有相同的地位，高层经理往往容易忽视风险—收益平衡中的风险部分。理想状态是，根据风险变化对交易者进行支付，而根据周期变化对管理层进行支付。这将有助于解决两个共生问题：一方面风险得不到充分重视，另一方面尝到甜头的交易者又把赌注押在高风险公司上，把赚取的高额利润继续投资这些公司（风险可能不会立刻显现，在分红后才能被发觉）。应该对提出出色的风险管理分析报告的经理予以奖励——哪怕高层不会根据这些建议采取行动。

为了促使这些变革得以实现，要么需要股东坚持把这些内容作为长期绩效考核的一部分（这样的话他们自己就得做到目光长远），那么需要监管机构实施这些内容，以维持金融稳定，由于金融稳定具有“公共产品”性质，单个公司不会采取行动。

起源到分发模式。在一个周期的繁荣期，贷款的发行者可以将贷款转让给其他投资者，他们自己却不用承担贷款风险。由于他们没有风险，所有也没有动力审查借款人的支付能力。最极端的例子就是所谓的“ninja”贷款——贷款对发放对象没有收入、就业状况和资产的要求。

如果能通过监管机构要求，或者由于证券化产品的潜在投资者坚持要求放贷机构限制贷款的未来风险，那么更好地遵守信贷规范的激励机制就会建立起来。但是，不管哪种途径都很难实现。不过就算表内贷款的风险敞口一直存在，还是有很多办法可以抵消这些风险。通常做法是使用衍生工具，一些复杂的方法很难运用于贷款，因为这使得核查工作变得困难。此外，还可以要求贷款发放者确保贷款质量（可以通过预先设定借款人的贷款额与抵押物的价值比率或者还贷收入比实现）、公开表上风险并追踪监测贷款。这些方案的实施需要耗费大量时间，而且需要更多监管。据报道，美国银行监管机构去年夏天发布了更为严格的新规定，要求放贷银行限制高风险的抵押贷款的发行，许多州也将这一规定应用于非银行抵押贷款的发放。

表外机构。出于规避监管的目的，许多金融机构都把一些资产及其融资工具放在其表外机构中操作，因为表外机构的风险对于母机构的投资者和监理机构来说不那么透明。为全球范围各国银行制定的加强资本充足率的规则——巴塞尔第二资本协议——有助于降低银行向表外机构转移业务的冲动，但这就需要监管机构充分利用它们的酌处权明辨风险是否真的转移到了这些表外机构中，以及银行是否有资格享受资本减免待遇。但除此以外，衡量一家金融机构是否针对其表外机构的或有信贷额度持有适额资本的规则，还需要考虑其子机构的治理水平如何。

评级机构。由于评级机构的顾客是需要进行评级的贷款发放者，这就会促使这些机构对贷款背后的的安全性给出足够高的评级，以确保贷款那能够吸引买家，并确保在条件恶化时级别不会下降得太快以显示评级系统的稳定性和可靠性。这种逆向激励在一定程度上已有所缓解，因为需要准确、可靠的信贷风险分析来确保被评级证券的信誉以及对这种证券的最终需求。

在最近一系列事件后，评级机构已达成一致在其不同业务之间建立“防火墙”，这样，进行最初评级的部门和负责随时调整评级的部门之间就可以彼此形成制约。这一想法的出发点固然是好，但有关这些复杂产品的经验实在太少，而且收集信息和分析这些复杂产品所需的规模经济表明，在同一个机构中维持两

个独立的部分不但成本高，而且效率低。也有建议认为监管机构应该审查评级机构的分析结果，并为结果的准确性把好第二道关，但同样，稀缺的经验和额外支出可能抵消潜在收益。

大额融资。最后，金融机构有防范系统性流动性问题对自身造成伤害的动机。稳定的低利率环境和银行资产负债表上越来越多的可交易资产推动了大额融资的发展。这意味着大额融资变得更加便宜和有效——但只是在“好年景”容易获得大额资金。当形势恶化，提供大额资金的投资者就会转向质量更高的资产，使得银行更难获得稳定的资金来源。如果形势足够糟糕，许多主要金融机构就会寄期望于央行介入来提供资金。

当然，如果只有一家机构遭遇资金问题，那足以让这家机构如坐针毡，但一旦大多数机构都面临同样困境，那么单个机构的压力就会减轻很多。由于这些机构无法确定其遭遇的资金问题是否会波及整个系统，甚至让央行作出反应，因此它们还是有一定动机去完善其自己的流动风险管理系统，可是一旦它们发觉央行会前来救援——央行也的确是这样做的——完善风险管理的工作就会裹足不前。

因此，如果系统稳定至关重要但各机构却没动力准备充足的流动性来保护自己，那么就需要一些监管机构或调控机构来进行监督。监督的形式可以因国而异，也可以根据金融机构的类型来设计，但得促使金融机构为不利的流动性事件承担更多的保险费用，这一费用目前太低。

一种办法是要求这些机构持有更多的可以作为贷

款担保的短期流动性资产，这些资产可以来自其他机构，也可以来自央行。这种流动资产比率在世界许多地方已普遍采用，但应根据新型流动性工具加以更新或提高比率。其他办法还包括提高保险金额或者提高或有流动性融通的成本。银行已经购买了这种保险，但它们对这些合同在系统性问题中的可靠性表示怀疑。因此，如果能通过公开渠道获得这些保险或许更加有效。但从理论上说，一个公共机构（如中央银行）汇集的流动性风险会更倾向非公开的保险。

* * * * *

关于次贷问题何以会严重到威胁全球金融稳定的地步，最近的一系列事件引出了许多难以回答的问题。但是，要想找到矫正早已根深蒂固的激励问题和结构问题——这些问题既存在于市场之中，又存在于监管体制之内——的可行方案则更是难上加难，这些问题已经严重破坏了金融中介机制的运作，威胁到许多国家公众的金融财富，而这些公众大多都远在这场危机震中的千里之外。

Laura Kodres，IMF货币与资本市场部处长。

参考文献：

International Monetary Fund (IMF), 2007, Global Financial Stability Report, October, World Economic and Financial Surveys (Washington).
_____, 2008, Global Financial Stability Report, April, *World Economic and Financial Surveys (Washington)*.



IMF 调查

访问IMF调查在线杂志，请登录
www.imf.org/imfsurvey

爆发：美国

Randall Dodd 和 Paul Mills

美国抵押贷款市场早已沉疴在身，或许其中任何一个单独问题都不足以兴风作浪，但如此众多的问题同时爆发就足以引发全球危机

引发次级抵押贷款危机的原因已经明朗。这次危机首先由担保业大量存在的糟糕做法引起。危机造成的损失在复杂的传导链条中的各个环节被层层放大，起初是发放了一笔有风险的住房贷款，这笔贷款后来成为资产担保证券，紧接着这种证券又成了按信用等级出售给投资者的债务抵押债券（CDO）的一部分。

但是这些损失是如何传导到全球金融体系的其他部分的就不那么明朗了。就像一场瘟疫中看不见的病毒在人群中传播一样，当一个不透明市场中的中介机构遭受的损失引起人们对其他地方的流动性和偿付能力的担忧时，金融危机就开始爆发。传染病是通过人与人之间的密切接触、害虫和被污染的食物进行传播，同样，金融危机也是从相互联系的市场和机构开始传导，此时，其他市

场和机构还没有被波及。

次贷危机的源头有很多，其中一些令人吃惊，危机的影响在这些领域已经显现——如银行间拆借市场、短期商业票据市场，甚至市政债券市场。

美国的次贷病毒

向收入较低或信用等级较低的借款申请人提供贷款无可厚非。但出于谨慎起见，放款人必须要控制风险，这就需要更加仔细地对借款申请人进行评估、给抵押物设置更高的标准、根据风险等级相应调高利率。

然而，在最近的次贷和“Alt-A”放贷（风险介于优质贷款和次级贷款中间）中，这些标准在逐步放松。许多次级抵押贷款都是“ninja”贷款——借款者没有收入、没有工作、没有资产。更



次贷危机蔓延

有甚者，这些贷款起初以很低的“诱惑性”利率或其他条件发放，如只需支付利息或负的摊销支付方式，使得这些贷款对于借款人来说似乎更容易承担。这让借款人刚开始能够申请到很多抵押贷款，但当具有诱惑力的利率到期后或开始偿还本金时，借款人就要面临更大的支付困境。

这种风险放贷背后的理由是，自20世纪30年代以来，美国房价就持续攀升，且没有出现过全国大范围下滑。因此，由于抵押资产市场价格走高，任何潜在的偿还问题就算不能完全消除，也能极大缓解。如果借款人到期无法还款，那么房屋的增值可以利用其再次融资，或者即便房屋被没收并将之拍卖，房屋增值也足以支付该笔贷款、累计利息和罚金。在“房价持续走高，贷款额与抵押物价值比率持续下降”的假设下，一切都相安无事。

住房贷款证券化的过程（在这一过程中，贷款产生的收入和本金通过信托转移给投资者）让这一问题雪上加霜。尽管由美国政府资助的企业（GSEs）——房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）——发放的过手抵押证券（MBSs）都拥有同样的保险标准，但由华尔街的大公司发放的MBSs却有不同的贷款标准。这就使人们对所披露的信息的了解以及非常必要的维持信心的成本十分高。投资者的尽职也没有增加到足以对这种日益增大的信息成本作出补偿的程度。

因此，投资者越来越多地依赖信用评级机构的评估。但是，尽管这些机构长期跟踪债券、对债券的评级不失公允，但次级住房MBSs和CDOs毕竟是全新的，也更加复杂。CDOs是一种以证券、贷款或信用衍生品的汇集为基础的结构型信用证券，组合中的现金流被分成了不同“部分”，也称“档次”，不同档次的偿还方式和回报水平都不尽相同。

由于次级抵押是全新的，有关它们过去表现的信息少之又少，当要了解这些抵押——无论作为个体或一个集合——在经济不景气时期如何运作时，这方面的缺陷就凸显了出来。对次贷的乐观态度使得90%以上证券化的次级贷款都转换成了证券，这些证券都拥有最高的AAA评级（IMF, 2008）。

市场对放款人、券商甚至信用评级机构的激励机制并没有让人们这些难以捉摸的证券心怀疑虑。恰恰相反，激励机制提高了交易数额，但也让投资者忽视了信贷质量，也不再小心谨慎，因为所有参与者只

要能成交就能得到回报，风险最终会由其他人——最后的投资者——承担。

这种结构型投资品的复杂性——将证券分割成若干档次，不同档次单独出售，且风险级别不同——让评估更加困难。像其他投资者一样，评级机构使用的模型不仅无法预测个体的违约情况，也无法预测美国房地产市场的违约是如何同时发生的。这些缺陷使得不同档次间的信用风险难以量化和区分。有观点认为等级高的优先档次几乎与高风险的低等级档次没有联系。然而，随着贷款质量明显恶化、证券等级日益下降，所有档次的价值都很快随之下跌。

“这种风险放贷背后的理由是，自20世纪30年代以来，美国房价就持续攀升，且没有出现过全国大范围下滑。”

当这些证券开始发行并进行交易时，更多问题就接踵而至。如果其他相关市场——与次贷有关的MBSs市场、CDOs市场、以资产为抵押的商业票据（ABCP）市场、信用衍生品市场——的交易中断，那么许多结构型信贷市场脆弱的杠杆作用、浅层次的资本化、多头空头投资和流动性不足等问题都会暴露无遗。投资者利用杠杆作用大量举债或使用衍生工具提高资本回报，但如果杠杆作用太大，就会使投资策略很容易受大幅度变化的市场价格的影响。抵押物的提供者、做市商、对冲基金和银行表外的结构型投资工具（SIVs）都发挥着很大的杠杆作用。风险管理的主要策略就是加快交易速度并止损。但这一策略有赖于市场的流动性，当市场失去流动性后，这一策略就不再可行。

当交易向一边倾斜时——所有人都试图买进或卖出，这对任何金融市场都是挑战。但一些市场的流动性要远远优于其他市场。即便在1987年美国股市崩盘后以及在5年前科技繁荣之后的熊市中，美国的股票交易市场仍然保持着流动性。但对于那些与抵押证券有关的场外市场和信用衍生品场外市场来说，情况就不是这样了。因为这些市场没有做市商，而正是做市商在每个交易日中将报价与询价配对来保持市场的流动

性。在经济不景气的时候，他们便不再发挥做市商的作用，这样，由于缺乏交易平台，以每日市价结算的资产组合的仓位就无法自由增加或减少（见本刊第34页“什么是场外交易市场？”）。由于MBSs市场和信贷市场越来越不稳定，做市和持有一定数量证券的风险也越来越高。这就使做市商不再愿为交易者提供交易平台。

病毒的蔓延

如果这些问题中的任何一个单独出现，尽管可能比较棘手，但还有可能自我矫正，而且只限于次贷市场。次级抵押本身的直接损失相对来说并不大，只相当于美国股价下跌2%—3%造成的损失。但这些问题环环相扣，并传导到了金融系统和经济体中其他许多关键部门。总而言之，IMF在2008年4月发布的《全球金融稳定报告》中估计，一旦加上商品房市场等其他损失，全球损失可能高达9450亿美元。这次危机的传播速度和波及范围令人吃惊，由次贷危机随后引出的10方面发展趋势也令分析人员困惑。

2006—2007年发放的次贷和Alt-A贷款质量堪忧。逾期借款和取消的抵押赎回权越积越多，2006—2007年间发放的贷款质量之低令分析人员震惊。经济

的良好运行粉饰了这些损失，但有两点已经变得明朗。第一，只有在房价持续上涨的情况下众多借款人能够负担得起他们的抵押借款，因为房价的上涨使得他们能够在具有诱惑性的利率到期前继续获得融资。但是，随着现在许多地区的房价持续走低，借款人就无法获得再融资，因此逾期借款和取消的抵押赎回权急剧增加。第二，大量借款人、经纪人和评估人共同推动房价上涨，借款人通过房贷申请从中渔利。如果房价不能持续上涨，那么这些抵押贷款中有很多都是无法承担的。尽管可调整的次贷利率造成逾期借款增加，但利率本身并不是罪魁祸首。

资产抵押证券等级下滑的程度和速度。投资者已经认识到，结构型信用证券的信用等级很可能比公司债券的信用等级遭遇更快、更严重的下降（下图）。次贷证券不仅可能遭遇更为频繁的降级，这些证券的等级也有可能一次性下调幅度较大，因为这些证券的等级对日益严重的信贷损失预期非常敏感。因此，投资者对评级机构的信心开始动摇——自2007年8月以来，AAA级美国住房MBSs的信贷息差几乎与BBB级的公司债券一样高。

这一状况对那些持有最优AAA级CDOs份额的银行来说尤为糟糕（这些银行是这些CDOs的担保人）。许多银行都没有分析资产抵押风险的专业经验，只能依赖于评级机构的尽职调查。因此，当2007年6月这些AAA级证券的评级开始下降，这些银行就开始遭受损失，而且每况愈下。

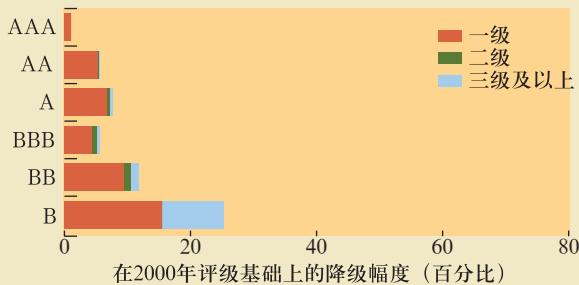
2007年8月货币市场基金的恐慌。其他市场的第一轮震荡始于7月，这时次级MBS的评级开始被大规模调低（由于逾期借款的增加），华尔街贝尔·斯登公司旗下的两支对冲基金试图对这些证券进行大规模平仓。8月，法国的一家银行BNP Paribas宣布其中止一些货币市场基金撤回资金，更大规模的银行间震动就此开始。由于担心发生挤兑，货币市场基金为了保护自己，将其资产组合从中长期银行存款和商业票据（主要是公司IOUs）转向隔夜和超短期票据。这一行为激发了市场对短期流动性的强烈需求，并造成ABCP市场的暴跌（ABCP是一种短期票据，主要对表外投资进行融资，这些表外投资一般都投资于长期资产）。这样，欧洲和北美洲的银行要想筹措到比隔夜融资时间更长的资金就变得格外困难。虽然这个时候人们还没有对银行的偿付能力产生怀疑，但此时长期借款的回报已不足以弥补可能出现问题的借款的风险。

“隐藏”的银行系统。ABCP市场的崩市使得SIVs浮出水面，事实上，许多银行都直接资助了一些实体，或对这些实体提供了大量后备贷款承诺。这样，这些表外实体就参与了流动性的转移——参与短

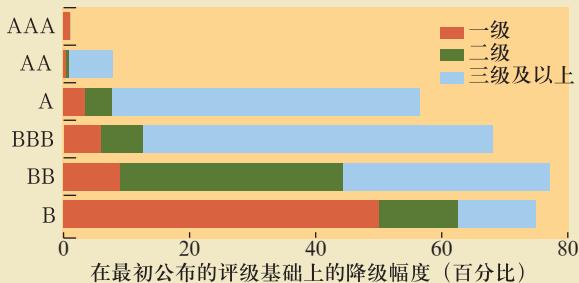
速度放缓

AAA公司证券的级别下调幅度很小，一次性仅调低一个等级以上……

（公司证券降级幅度，2001年）



……但是，许多次级证券的评级急剧下滑。



资料来源：标准普尔。

期ABCP的出售并购买长期资产，非常类似于银行传统的吸收存款发放贷款这类表内业务。但是，这些实体不在银行资产负债表之列，因此其资金数量不需达到银行监管要求的那么多。当ABCP市场崩市后，银行不得不借款给这些实体并马上开始考虑是否将其正式纳入资产负债表。一些银行的确是这样做的，拓宽了其表内业务并提高了资金要求；而另一些银行则没有，这就引发了资产出售并使投资者遭受损失。尽管评级机构和监管机构都知道这些实体的存在，但直到2007年8月才开始对这些实体的规模（资产超过1万亿美元）及其购买的风险资产开始进行广泛审查。

银行的流动性承诺。由于银行在大额资金市场的自我融资能力开始下降，于是它们就开始通过持有更多的现金类资产和缩短向其他银行拆出资金的周期来“储藏”流动性。银行越来越关注它们已经做出的借款承诺的数量，包括向其他银行的承诺、向对冲基金的承诺和向公司实体的承诺。与此同时，银行发现通过向证券市场出售贷款来筹资也变得日益困难，于是它们不得不在账本上保留更多贷款。银行在贷款流程的两头都遭遇了流动性约束：一方面，它们得持有贷款准备出售；另一方面，它们又得履行贷款承诺，而这些承诺正是它们后悔不该做出的。不巧的是，此时又恰逢银行间不愿互相拆借。结果，银行间市场陷入了前所未有的流动性泥沼。

银行的流动性急速下降。当人们对信贷的担心日益加剧，且流动性资产开始被储藏起来，即便是那些有偿付能力的银行也难以维持充足的资金。英国的北岩银行要求英格兰银行提供紧急资金，因为其已无法将其账上的抵押证券化或将抵押出售，也无法从其他银行筹资，由于缺乏流动性资产该银行连几周也无法坚持。同样，尽管监管机构已证实贝尔·斯登公司的监管资本已超过要求的数额，但该公司同样也遭遇了大额资金市场流失的困境。虽然纽约联邦储备银行和JP摩根大通商量了救援方案，贝尔·斯登公司还是在3天内就耗尽了其170亿美元的准备金。北岩银行和贝尔·斯登公司仅仅是众多案例中的两例，暴露了大额资金市场脆弱的信用度，也示范了当一个公司信誉败坏和市场流动性欠佳时，公司现金流失的惊人速度。

担心信誉受损在一定程度上也解释了银行为何不愿动用相互保留的后备贷款额度。它们担心这会引起流言认为它们的流动性正在下降。出于同样的原因，银行也不愿动用央行的紧急流动性支援。因此，联储

推出了一种贴现窗工具，允许更多银行匿名申请流动性。其他央行也在寻求如何保证其工具的使用不会让市场人心惶惶。

次级信贷风险向债券保险公司集中。一些先前专门为市政债券和基础设施债券提供信贷保护的债券保险公司（即“单一”保险公司）从2003年开始向资产抵押证券和CDOs提供保险，以巩固那些最安全档次的

AAA等级。但是随着逾期抵押借款和取消的赎回权日益增多，这些证券的价值急速下降，增加了这些保险公司的负债，进而降低了这些公司的信用等级，或者受到信用评级机构的监视。其中最大的两家公司Ambac和MBIA估计损失已达230亿美元，该两家公司被要求追加更多资本。

市政债券市场和助学贷款市场的崩市。单一保险公司的严重问题对市政债券市场和助学贷款抵押证

券市场造成冲击。美国2.6万亿美元尚未偿付的市政债券中，超过一半是由于单一保险公司的担保才获得AAA信用等级。这些担保可以使200多万尚未偿付的各种债券都变成AAA级证券。

近年来，市场逐渐从传统的固定利息债券转向其他创新工具，例如拍卖利率证券(ARSS)。尽管在借款人看来ARSS是一种长期证券，但放款人却认为这是短期证券，因为这种证券的利率经常根据荷兰式拍卖的安排而调整，在这一安排中，持有人可以出售该证券。在正常情况下，该证券的利息成本对于证券发行人来说较为低廉，而该投资对于机构和公司资金经理来说又具有较高的流动性。但是保险公司的问题使人们对ARSSs的信用等级越来越表示怀疑，更糟糕的是，券商本应进行出清申购以保持市场秩序，但当它们发现自己持有的证券过多时，就会停止这种申购。因此，拍卖一次又一次流拍，许多市政不得不支付更高的利率。

许多专门从事助学贷款业务的公司也使用ARS技术，当拍卖流拍后，它们要么被迫停业，要么削减发放新的贷款。

抵押市场在这场危机中依赖于美国政府资助的企业。美国当局非常积极地利用联邦机构和政府资助的企业支持该抵押市场。这些支持有：抵押再融资（联邦住宅管理局），极大增加了流向需要流动性的抵押银行的贷款；购买更多MBSs（联邦住房贷款银行），购买更多抵押、发行并购买更多的MBSs (GSEs)；扩充流动性以遏制来自更多交易方的更大范围的抵押担保（美联储）。总而言之，美国当局几乎动用了一切



可操作的杠杆来维持抵押贷款的运行。

银行被迫削弱杠杆作用规模。银行遭受了损失，把那些失败的SIVs和对冲基金的资产吸收到其资产负债表内，还得被迫履行其贷款承诺。因此，它们不得不更严格地分配资金。由于资本受损且外部筹资又十分困难、昂贵，银行不得不削减自愿贷款数额，并紧缩其已经延长的贷款期限——无论是提供给消费者的房屋净值贷款还是提供给对冲基金的贷款都无一例外。商业银行本来就有杠杆作用——其持有的现金只是全部资产的很小一部分——因此，资金稍许减少就能引发贷款总额大幅度下降。据估计，金融系统在这场危机中亏损的4000亿美元可能致使贷款总额缩减2万亿美元，并导致GDP下降1.2%(Greenlaw等, 2008; IMF, 2008)。

反对的声音：令人吃惊的不见得都是坏消息

尽管这场次贷危机的蔓延造成了许多始料不及的负面效应，但毕竟还有一些惊喜。

第一，迄今为止，这场危机对新兴经济体的影响有限，且全球增长依然强劲，对商品的需求也很旺盛。并不是所有新兴市场都免受牵连，像哈萨克斯坦和冰岛这些国家的银行部门就遭遇紧缩，新兴市场债券开始增加，一些新兴市场的股票市场在经历了几年高速增长后开始急剧下滑。但目前为止还没有爆发大规模危机，资金方面也没有大幅度波动。实体经济也没有出现收缩的迹象。

第二，主权财富基金试图向遭遇流动性困境的商业银行和投资银行注资的意图传递了一个积极的信号，那就是，这些长期投资机构将发挥作用稳定全球金融市场。2008年3月，这些基金向银行和保险公司提供了45亿美元的资金。但由于亏损持续增加，近期不太可能有新一轮注资。

可能的救治方案

尽管政策还在制定当中，但为了解决眼前问题并防范危机再次发生，应牢记以下重要方面：

- **约束杠杆作用。**杠杆效应在现代金融市场的关键部门作用过大，但杠杆作用又非常容易受到价格变化和市场流动性匮乏的影响。就像我们看到的那样，放任杠杆效应使得信贷紧缩的问题恶化，而且贸易的不景气又造成价格波动。政策制定者可以通过提高资金或抵押要求来加强对杠杆作用的谨慎约束。

- **改善流动性管理。**一些主要机构在应对资金冲击方面比预期的要差。主要市场参与者需要改善其在

流动性方面的做法。

- **培育市场流动性。**场外市场的流动性和价格发现的过程都很脆弱。需要逐渐提高这些市场的流动性的可靠程度——如规范做市商的报价职责（像美国国债市场那样）。

- **促进尽职调查。**投资者在投资结构型证券时缺乏尽职调查并过多依赖信用评级。当机构投资者的基金经理开始运作新型资产时，这些投资者尤其需要更加尽职。为了加强监督，结构性信贷产品应当更加简单，以便投资者能够进行独立评估。

- **增加透明度。**由于结构型信贷投资工具的市场价格缺乏透明度，这就使由危机所暴露出的责任和评估问题被进一步扩大，进而又助长了危机蔓延。改善价格和交易信息的公开度有助于发现价格和评估市场价值。此外，应当给予银行适当的监管激励，促使其巩固与表外机构的业务往来，以防其操纵银行。

痼疾

这场危机的蔓延给我们的教训是什么？第一，证券化虽然转移了银行面临的一部分风险，但这部分转移的风险没有想像的那么多，而且是以损害透明度为代价的。此外，损失要积累到一定量后才会引起人们的重视，这期间有很长时滞。第二，在资金紧张的情况下，场外市场不见得更具流动性。银行间市场受到的冲击程度和冲击持续时间比任何在2007年8月之前做出的预测都要糟，这就意味着这些机构必须在很长一段时间内维持自食其力。第三，单个银行的风险管理只注重该机构自身的安全，在很大程度上忽略了系统风险。因此，个体为了生存所做的理性选择会导致集体的非理性后果。最后，在一个充斥着各种风险和变数的世界里，救治危机异常困难。尽管各国央行要求加快创新以便防患于未然，但危机依然存在。与这场瘟疫的抗争远比诊断者想像的要艰难得多。

Randall Dodd, IMF货币与资本市场部顾问；Paul Mills, IMF货币与资本市场部高级经济学家。

参考文献：

Dodd, Randall, 2007, "Subprime: Tentacles of a Crisis," *Finance & Development*, Vol. 44 (December), pp. 15–19.

Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap, and Hyun Song Shin, 2008, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown," paper presented at the U.S. Monetary Policy Forum Conference, February 29.

International Monetary Fund (IMF), 2008, *Global Financial Stability Report*, April (Washington).

亚洲：看待次级债危机的一个角度

也许口号有所不同，但此次危机同1997年的亚洲金融危机有着许多相似之处

Khor Hoe Ee 和 Kee Rui xiong

危机的周年纪念日，通常是吸取历史教训的最好时机，作为亚洲金融危机10周年的2007年也不例外。人们召开大量的会议，分析10年前的那次事件，并着手于预防同类事件的再次发生。

但是，当新的危机爆发时，研讨似乎没有尽头。危机的中心发生了变化，从亚洲换为欧美；名称也发生了变化——证券化、次级按揭贷款和抵押贷款（CDOs），这似乎与主宰亚洲金融危机的盯住汇率制度、公司过度负债、国外债务有着本质不同。但导致这两次事件的根本原因是相似的。一个是由投资者对资产安全和价值的恐慌触发的，一个则是以流动资金的运营和银行系统破产的增加为特征。

政策制定者如何才能够更好地确定危机前的预警信号？在平静的时期，针对反复出现的问题，怎样才可以减轻风险并减缓未来危机的影响呢？本文分析了亚洲金融危机和当前的次级债危机，总结经验教训，探讨了截至目前亚洲抵御次级债危机的背后因素。

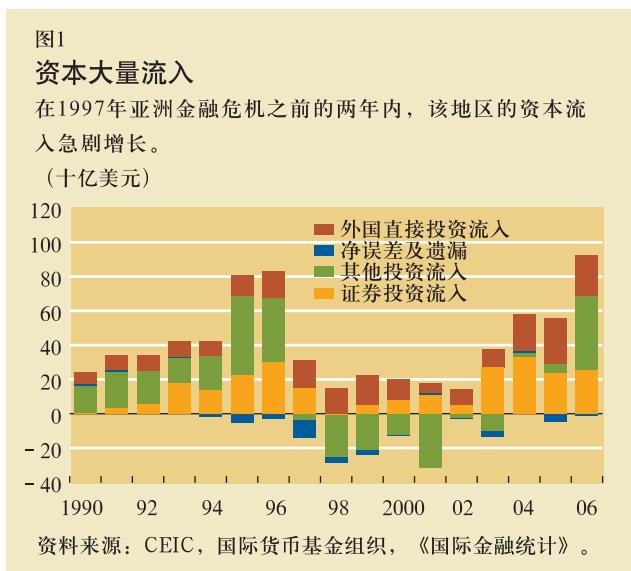
早期预警信号

流动性过剩和过量的、鲁莽的信贷扩张，是这两次危机的共同背景。亚洲金融危机之前，资本大量涌入该地区（见图1），导致了银行贷款和企业借款的急剧上升。外国投资者买入高收益的亚洲证券或以美元计价的债券，想当然地认为亚洲经济会持续高涨，盯住汇率

制度会保持不变。在此次危机之前，同样有大量资本流入美国，支撑它的经常账户赤字。作为中介的金融机构将这些充裕的流动性转化为消费信贷和抵押权，最终转变为按揭债券（MBS）和抵押贷款（CDOs）。对收益的追求点燃了投资者对这些结构性产品的需求欲望，然而许多人仅仅是基于对信用评价机构评出的3A级债券的信任，就做出了购买决定。

当大通摩根以每股两美元的价格，收购在次级债危机中损失严重的贝尔斯登时，一张两美元的钞票，被贴在了贝尔斯登纽约总部的大楼上。





当然，这其中也存在着债权人对于收益的追求，大量的流动资金往往导致宽松的信用标准。在亚洲金融危机期间，借款给大型企业或者大型工程表现出的鲁莽的信贷行为，使得财富的发展有着很大的不确定性。在次级债危机中，对收益的追求导致次级市场抵押贷款的泛滥，出现了所谓的“忍者（没有收入、没有工作、没有资产）贷款”。

资产价格的快速上涨，是这两次危机的另一共同前兆。例如，在2001—2006年这五年间，美国的资产价格上涨了50%。事实上，在过去的危机中，资产价格泡沫已经同随意放贷相联系了。根据Minsky著名的金融不稳定假说（1992），一段繁荣时期后，杠杆交易就会增加。Minsky把借款人分为三类，他们支付本金和利息的能力依次下降：1. 套期保值者，这类借款人能够通过现金流偿还债务；2. 投机型借款人，这类借款人只能支付利息，但本金需要续期；3. 蓬齐（Ponzi）借款人，这类借款人既不能归还利息也不能归还本金，并且为了归还利息，只能借新债或者出售资产。投机型借款人和蓬齐借款人的增加，先是引发了资产价格泡沫，然后大部分的放款机构开始意识到借款的增长是不可持续的，最终导致金融系统的突然紧缩甚至于崩溃。

这样的金融不稳定在两次危机中都出现了。次级按揭贷款的增加，意味着投机型借款人和蓬齐借款人的增加，这就将美国困在表面良好但暗藏危机的房价循环中。当房价上涨时，由于贷款抵押品的升值，债权人感到非常安全，这反过来又刺激了房屋的需求和价格。同样的，由于亚洲经济的蓬勃发展和宽松的信贷政策，许多企业的贷款耗费在了无法获利的工程上，而这些工程只是由进一步的贷款支撑着。这两个

不可持续的循环，注定是要解体的（见图2）。

资产市场的泡沫一旦形成，想要把它压制下来是很难的。判断信贷增长是在哪一个时间点上由良好转变为了过度，也是非常困难的。不过，这两次的危机似乎都暗示了当资产（尤其是房地产）价格长期上涨和信贷急速增长时，都需要加强监察的力度，同时搜寻可能存在的市场扭曲。

反复出现的问题

除了共同的症状，次级债危机和亚洲金融危机暴露出了同样的问题，可以视为潜在的痼疾。

首先，在这两次危机中，金融机构鲁莽的信贷行为，反映了传统的委托代理问题。在亚洲金融危机中，银行经理无视股东的利益，他们不加选择地给同一公司或工程提供贷款，要么是出于政府的命令，要么是由于该公司或项目与对银行有重大影响的股东有关。在次级债危机中，MBS和CDOs的投资者希望抵押贷款者能够维持信用标准。但在“贷款并证券化”模型中，借款人几乎没有担心信用标准的必要，因为他们根本不打算还款。相反，抵押贷款者借得款项后，立即将它们出售给银行，银行将它们包装为有价证券。债权人寻求证券化费用的最大化，而不是贷款的利息收入。由于几乎没有或者很少拥有基本贷款的所有权，信用标准大幅下滑，当房地产市场急转直下时，较高的拖欠率就出现了。

也存在着传统的道德风险问题，因为债权人和借款人几乎无法从他们的活动中感受到任何风险。亚洲金融危机前，一些银行系统和大型项目还自满于政府事实上会作为最后担保人为他们提供救助（克鲁格曼，1998），鼓励银行借款而不考虑这些项目商业上的可行性。同样地，许多公司以极低的利息借入外币，认为盯住汇率制度会长久保持不变。在当前的危机里，投资者和银行将短期资金投资于长期的、结构复杂的金融产品，如MBS和CDOs，认为在具有高流动性的银行同业间和货币市场上，采取发行新债券偿还旧债的方法总是有用，因为在某些必要的情况下，银行可以为市场注入流动性。

在危机中反复出现的委托代理问题和道德风险问题，或许暗示着它们本身就是金融系统的组成部分。不过，对于政策制定者来说，有责任制定出体制和政策，用以减少这些风险和它们的波及范围。

不同的政策反应

虽然次级债危机还在发展之中，但现在已经进入

管理和解决阶段了。令人感到惊异的是，现在所采取的措施与十年前有着巨大的不同。

在次级债危机中，主要的中央银行进行积极干预，通过提供流动性来遏制金融市场的混乱和金融风暴的发生。与此同时，美国联邦储备委员会大幅降息用以放松货币环境，美国国会通过了一系列的财政刺激方案。在亚洲金融危机期间，由于大量的资本流出和外汇储备枯竭，最初采取了紧缩的货币和财政政策用以固定汇率，这却导致了实体经济螺旋式的下滑。只有当汇率稳定在一个较低的水平上时，政府才开始采取扩张性的财政政策来支撑实体经济。

在银行的资本调整上，是由公共部门还是私人部门参与，也存在着很大的分歧，至少是在解决危机的最初阶段。在亚洲金融危机时，许多亚洲政府接管不良贷款，并为银行注入新的资本金，而IMF为各央行注满其几近枯竭的外汇储备。只有在稍后的阶段，以外国完全买下当地的银行为表现形式，私人资本才有实质性的注入。在此次的危机中，银行的资本调整是通过直接配售给主权财富基金，或主权财富基金注资银行的方式来实现的。有两个例外值得注意，北岩银行被英国政府收归国有，美联储对贝尔斯登出手救助，但这有可能要承受贝尔斯登受损资产的潜在损失。然而，如果次级债危机进一步扩大，政府有可能

被迫采取更为直接和更为强大的方式，用来稳定经济和银行系统。

向亚洲学习

不过，亚洲自金融危机中恢复过来，其中有两个关键行动值得发达国家借鉴。第一是减少借款者阶层的杠杆效应，在金融危机中，他们的问题以痛苦的方式暴露了出来。在亚洲金融危机中，这些企业借款人和银行都过度依赖杠杆效用和外国债务。美国次级债危机中，也有同样的实例：

- 美国的居民部门，债务占可支配收入的比例，从1990年的80%左右上涨到现在的140%左右，并且许多家庭以低初始利率和高重置利率承担着贷款；
- 许多银行进行资产负债表外投资，被迫将这些媒介纳入银行的资产负债表。
- 投资银行以较低的资本，从事高杠杆比率的经纪自营商交易；
- 对冲基金和其他的投资公司利用宽松的货币政策，过度借款。

由于对冲基金和银行的联系更为密切，所以目前减少杠杆效用可能是危险的。例如，最初的经纪佣金已经占据了投资银行收入的较大份额，而许多对冲基

金正是银行自己拥有的。显然，监督和监管机构在检测和限制过度的风险，尤其是对无法规管的法人实体杠杆效用的增加，必须更加提高警惕。与这些法人实体有关的登记、执照发放和相关信息的收集等方面，都必须加以改进。

第二个值得借鉴的关键行动，是校正宏观经济的不平衡。当前的经济减慢和美元贬值，可能带来消费和房地产投资的减慢甚至减少、居民储蓄率的上升以及经常账户赤字的减少。这同发生在许多亚洲国家的情况相似，除了在那里是房地产和其他投资不得不被大幅削减。

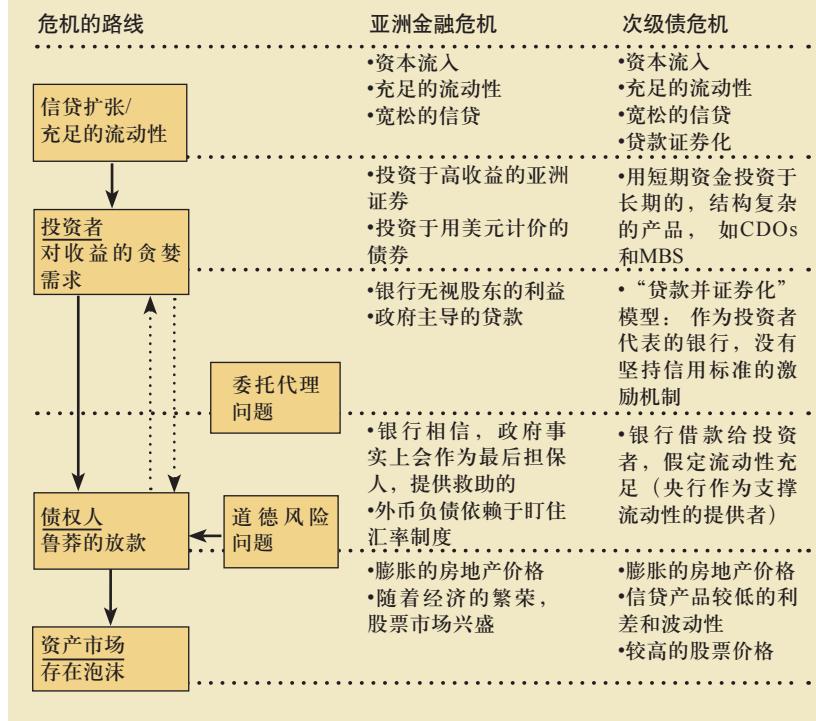
到目前为止，亚洲的一切还算正常……

先明确一点，亚洲并没有从当前的危机中免疫。在整个地区，亚洲股票市场都已在卖出，波动性显著增加，信贷扩张已经开始。此外，亚洲的增

图2

相似的路线

1997年的亚洲金融危机和当前的次级债危机，都遵循着相似的路线。



长可能被美国的经济低迷所拖累。

不过，尽管受到疲软的出口和金融市场混乱的影响，亚洲的经济增长保持的不错。一方面是由于宏观经济基本面比10年前更为健康——主要反映在主权信用评级的增加上。亚洲国家削减了国内消费、改善了财政赤字并且改革了经济；用于大型项目和房地产开发的资金不再过多，展现出了更为平衡和高效的经济；发展本国货币的金融工具，有助于减少亚洲金融危机背后的货币错配；中央银行也改进了对资本流入的管理，减轻了由于汇率高估、信贷扩张和资产泡沫所带来的危机。

另一个原因是亚洲公司的资产负债表有所改进，在大多数经济体，债转股的比例大幅下降，外币借款再也不是公司资金来源的重要组成部分（见图3）。

亚洲相对于次级债危机的复原，也突出了其在银行体系改革方面取得的进展。亚洲银行有限地暴露在次级资产和抵押资产之下，再加上资本雄厚的资产负债表，使得亚洲的银行同业市场在美国和欧洲已经沸腾的时候，仍旧能够保持冷静。总体上看较低的贷存比率（见图4），与几乎不存在的资产负债表外金融，帮助银行避免了当前信用风暴下的流动性和资金压力。

此外，多数亚洲经济体已经加强了它们的对外立场：他们管理经常账户盈余、保持巨额的外汇储备、将出口多样化。即使亚洲市场有着显著的投资组合外流存在，以及需要解除在次级债危机期间进行的贸易，亚洲货币的看空压力仍旧不大，反映了其强大的外部立场。2007年，大多数亚洲国家的货币保持坚挺，并将这种趋势带进2008年，通过抑制通货膨胀，特别是大宗商品价格上涨来协助其经济的发展。

与美国、欧洲某些国家，如英国、爱尔兰、西班牙相比，相对适度的房地产升值，是大多数亚洲经济体的最后一个优势（见图5）。包括新加坡在内的亚洲国家，当有房地产价格泡沫的威胁出现时，都采取行动对房地产市场进行降温。因此，紧随经济增长放缓和金融市场风暴之后的另一个风险——楼价崩溃，已经减弱了。

……亚洲仍然面临危机

虽然如此，亚洲的决策者仍旧必须留意由次级债危机引发的问题所带来的余留风险。包括标准普尔报告所宣称的对银行可能形成的“三重打击”：更多与次级债危机相关的损失；对亚洲金融市场产生的负面冲击，会影响银行业；对亚洲经济的负面冲击，也会影响银行业。

到目前为止，这种冲击仍然是无迹可寻。亚洲银行更多的是参与传统的银行贷款业务，没有参与类型更为复杂的金融产品业务，正是这些业务严重伤害了许多发达国家的金融部门。然而，美国和欧洲的经济下滑导致的实体经济下降，将会使贷款质量显著恶化。

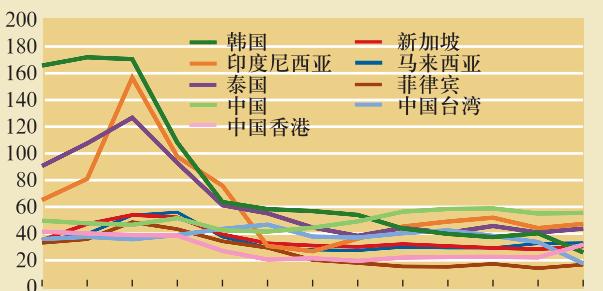
截至目前，亚洲各经济体对美国的经济下滑和金融风暴应付自如。大多数分析指出，该地区的GDP增长只有微小的减速。亚洲经济可能会更多的受到美国经济严重下滑的影响，导致出现无法还本付息的贷款，最终引发负信用循环。

长期看来，资本市场的信心一旦恢复，流入亚洲新兴经济体的资本可能成为脆弱性的一个来源。如果亚洲被视为一个“安全避难所”，资本的流入量可能

图3
改善了资产负债表

自1997年的金融危机后，许多亚洲经济体公司的债权与股权比例得到了很大改善。

（债转股，百分比）

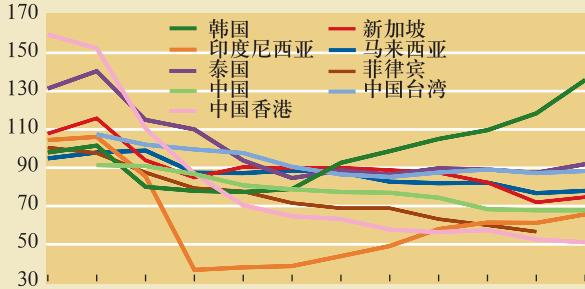


资料来源：Thomson 国际。

图4
银行更为强大

总体来讲，较低的贷存比率使得亚洲银行避免了当前信用风暴下的流动性和资金压力。

（贷存比例，百分比）



资料来源：CEIC。

超过以前。资本流入会对经济和金融市场产生积极的影响，但由于它们的波动性，必须加强管理以减弱它们对实体经济的影响。

次级债危机对亚洲的经验教训

亚洲可以从次级债危机中吸取许多经验。第一，尽管危机的形式会发生改变，但是它们的本质相同。亚洲需要留意预警信号：充裕的流动性，急速增长的信贷规模以及房地产价格的持续上涨。这对于亚洲新兴国家尤为重要，资本流入增加了管理流动性、信贷增长规模和资产市场波动的难度。决策者和管理者也应该留心传统的行为问题——委托代理和道德风险问题，这些有时可能是本意良好的政策和措施的副产品。中央银行和监管部门也需要增加宏观调控手段，以认识和解决在当今世界金融体系中不断出现的问题，如流动性、杠杆效用、金融风暴。尽管预测下次危机发生的时间、地点是不可能的，但决策者的任务是减轻风险。

第二，亚洲需要找到进取和审慎、创新和谨慎之间正确的平衡关系。对于进取的过分强调，也许是导致次级债危机的一个原因。Korean Herald去年为亚洲金融机构提供的一篇文章写道，Barry Eichengreen曾建议为了和伦敦竞争金融中心的地位，美国管理当局应当放松对金融体系的约束。由竞争浪潮推动的放松管制的浪潮，是亚洲新兴经济体必须避免的陷阱。

需要明确一点，亚洲应该继续发展它的资本市场，鼓励金融机构的增长，并将此作为其更为广泛的

经济和金融发展的一部分。然而，次级债危机证明了金融创新——无论是新的产品、新的结构还是新的市场参与者，都是带有风险的。由于亚洲金融市场拓展到了新的领域，决策者必须将如何处理金融创新所带来的风险这个问题，放在适当的位置上。

在试图平衡创新和谨慎时，决策者可能会需要以下几个关键原则的协助：

- 在任何时候，都应该保持信用标准，特别是在流动性充裕和经济快速增长的时期。放松信用标准通常会引发潜在问题——委托代理和道德风险问题，最终会导致金融不稳定。

- 透明度是至关重要的，金融监管和市场规则必须有效。次级债危机已经说明，当证券化变得复杂，金融产品的结构不够透明，并且被任何潜在投资者，包括银行资产负债表外工具所持有时，普通的贷款也可以成为危机和不确定性的重要来源。管理者要保证拥有新产品的全部信息，企业乐意允许监管者和市场分析者去认识和监控增加金融系统风险的行为。

- 金融之间的联系必须是可以认知的。次级债危机和信贷危机说明了金融市场和产品之间日益增加的复杂性和连通性。决策者和管理者必须保证有足够的资源投入到金融监督、管理和风险管理上（减轻由金融市场创新和发展所带来的风险）。

第三，宏观经济基本面是至关重要的。薄弱的经济基本面，如公司资产负债表较高的负债经营率、巨额的经常账户赤字，导致了1997年市场信心的丧失。2007—2008年间，良好的经济基本面使得亚洲能够相对较快地从此次危机中恢复过来。应该鼓励新兴市场经济体保持强劲的资产负债表、可持续的经常账户余额，并有足够的外汇储备来缓冲震荡。

亚洲长期健康的增长前景应意味着该地区已作好准备，去引领下一次的经济繁荣。当有金融地雷埋在亚洲发展的道路上时，其所面临的挑战是确保发展不出轨。该地区应利用好建立在1997年和当前危机经验教训之上的更为稳固的基础。

Khor Hoe Ee,总经理助理（经济方面的），Kee Rui xiong,新加坡金融管理局的经济学家。

参考文献：

Krugman, Paul, 1998, "What Happened to Asia?" (unpublished; Cambridge: Massachusetts Institute of Technology).

Minsky, Hyman, 1992, "The Financial Instability Hypothesis," Levy Economics Institute Working Paper 74 (New York).



银行需要更多的资本

Jaime Caruana 和 Aditya Narain

银行的监管者通过制定资本充足率来对银行进行监督，以此判断银行是否随时持有足够资金以防不测。新的资本充足率框架（即巴塞尔第二资本协议，简称巴塞尔协议Ⅱ）作为一条国际准绳正迅速被银行监管机构采用，银行需要遵循该框架下的资本要求应对眼前的金融风险和操作风险。这些对风险管理的资金管理做出的严格要求是为了确保银行能够有效评估和管理它们的风险，从而加强国际金融的稳定性。

那么，这些能够缓冲银行受到的市场和操作冲击且行之有效的指导规则为何在最近的市场动荡面前却无力回天？

答案直指巴塞尔协议Ⅱ实施效率低下，不同国家不仅实施该协议的力度不同，且实施得并不充分。虽然这场危机爆发时巴塞尔第一资本协议（简称巴塞尔协议Ⅰ）还在运行，但危机引起了两大问题：第一，巴塞尔监管框架——尤其是巴塞尔协议Ⅱ——是否能够有效解决银行风险管理实践中存在的主要问题？第二，即使巴塞尔协议Ⅱ得以贯彻实施，其是否能够有效治愈或防范当前和今后金融市场的紊乱？本文探索了这些问题的答案，发现有效贯彻巴塞尔协议Ⅱ无论对加强各个国家的金融系统还是整个国际金融体系都大有裨益。

为风险投保

早期对资本充足率的规定是杠杆比率，这一比率把表内资产限制在一个简单的多种可得资金范围内。时至今日，这一比率仍被一些国家作为衡量银行资本实力的辅助工具。

1988年推出的巴塞尔协议Ⅰ通过一个简单风险权重公式引入了最基本的风险区分度（见专栏1）。其中一处关键创新就是将表外业务纳入风险权重框架之中，具体做法是把这些业务与表内信贷同等对待。尽管巴塞尔协议Ⅰ最初是针对那些活跃在国际舞台上的巴塞尔委员会成员国的银行而

设计，但世界大多数国家很快都将其作为资本标准。

但巴塞尔协议Ⅰ的缺陷也是众所周知的——比如，这一协议的风险权重框架不能有效区分同一资产类别中不同的信用级别，而且仅以是否是OECD成员国的标准来衡量国家风险。此外，该协议没能很好地反映



准备金

次贷危机使巴塞尔协议II的实施更加迫切，也更加困难

与银行证券化相关联的风险，而在巴塞尔协议I推出后银行证券化发展得十分迅速，这一缺陷在最近的市场波动中常常成为众矢之的（见图1）。

其他一些因素也迫使该框架做相应变更。银行业在风险评估技术和经济资本模式方面都处于领先地位，需要一个更坚实的监管框架来对这些进步做出反应。因此，有关方面开始行动，于2004年6月出台了巴塞尔协议II，并计划在2006年年底前付诸实施。但巴塞尔协议II所做的远不止这些，它还将原先没有计划在内的风险纳入其框架范围。而且，该协议还增加了两个额外“支柱”理念，使其不再仅仅是资本规则（见专栏2）。这样，巴塞尔协议II就在四个方面比巴塞尔协议I有了长足进步。其中最重要的是设置了一系列对风险更加敏感的资本要求，其他进步则包括设计了更有效的激励机制以改善风险管理；建立了一个更为健康的监管框架；通过市场激励机制规范银行行为，要求其操作过程更加透明。

反映框架的复杂性

根据金融稳定研究所2006年发布的一份调查报告显示，约100个国家计划在未来几年采用巴塞尔协议II。由于利益所在，这些国家已呼吁其银行和监管机构做相应准备。

巴塞尔协议II通过支柱1制定的一系列方法措施将运营环境复杂程度各异的银行都纳入同一大框架下。这一标准化的方法采用的风险权重依据于外部机构的评级，相比之下，像巴塞尔协议I之类的其他方法则过于简单，风险权重直接由监管机构设定。另一方面，巴塞尔协议II的基本原理和进阶内部评级方法所采用的风险参数都是由银行的内部模型生成。尽管关于巴塞尔协议II的探讨多集中于其进阶法，但越来越多国家的银行还是采用标准法（这种方法对于许多银行来说都十分合理，且具有很强的可行性），特别是在该协议刚开始实行的几年尤其如此（见图2）。

为了减少从巴塞尔协议I向巴塞尔协议II转变过程中产生的风险，进阶法需要1—2年的时间才能分阶段实施，在这段时间里巴塞尔协议I还会继续发挥

专栏1

资本准备金要求的计算

巴塞尔协议I规定银行必须持有相当于其风险加权的资产的8%的资本。这一数字通常被称作资本充足率。许多国家为了显示其良好的国民环境，都将这一比率设在8%以上。为了衡量风险加权的资产以控制信贷风险，银行资产负债表上的所有资产都按0%—100%的等级被赋予风险权重。至于那些表外敞口风险，首先通过一个转换因子将其转换成对等的银行资产，然后再进行风险加权。

在巴塞尔协议II中，风险加权的资产的8%的最低资本数额这一要求并没改变，但风险权重的设定却发生了变化，要么根据合格的外部机构提供的评级，要么根据银行自己的模型或内部评级系统来确定。此外，能够降低风险敞口的缓冲空间也大大拓宽（如抵押和保证）。巴塞尔协议I无法防范操作风险（即由不充分的内部流程、人员、系统或外部事件导致损失的风险），但巴塞尔协议II却根据银行的年收入或银行自己的损失估算模型为这种风险安排了相应资本。计算市场风险所需资本的方法没有改变，可根据监管规定或银行自己的模型计算。但在所有运用内部模型的情况下，对数据、流程和制度的要求都会非常高。

专栏2

巴塞尔协议II的三大支柱

- 支柱1（最低资本准备金要求）是一系列计算银行为防范重大风险所需持有的最低资本数额的规定和计算方法，这些主要风险有信贷风险、市场风险和操作风险。

- 支柱2（监管审查程序）阐述了银行、董事会和监管者在发挥各自作用和承担相应责任的时候应遵循的4项原则。该4项原则适用于银行、董事会和监管者鉴别和评估其所面临的风险（这些风险包括但不限于支柱1中所提及的风险，还有信贷集中风险，银行账面的利率风险和战略风险）以及持有与其风险资产相应的足够资本数量。支柱2旨在大力加强银行风险管理

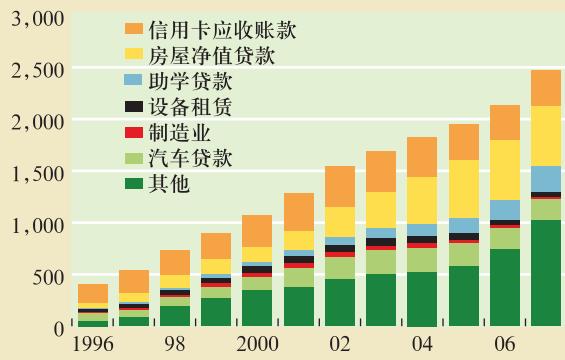
- 支柱3（市场纪律规范）试图通过与其他市场参与者建立坚实的伙伴关系，从而进一步加强监管。这一支柱要求银行对支柱1中的风险详加披露，以便于其他利益相关者对银行进行监管。

图1

风险转移

在过去10年中银行证券化敞口风险快速发展，极大转移了银行的风险资产组合。

(全球资产抵押证券未偿余额，10亿美元)



资料来源：证券业与金融市场协会。

图2

普遍的选择

在未来几年，越来越多的国家会根据巴塞尔协议II的标准方法来确定风险参数。

(实施巴塞尔协议II的国家数量)



资料来源：金融稳定研究所（2006）。

转型期尚未结束

当金融危机于2007年8月初现端倪之际，大多数国家和地区尚未贯彻实施巴塞尔协议II框架。

(巴塞尔协议II实施时间表)

	信用风险(标准法)	信用风险(进阶法)
澳大利亚	2008年1月	2008年1月
加拿大	2007年11月	2007年11月
欧盟	2007年1月	2008年1月
中国香港	2007年1月	2007年1月
日本	2007年3月	2008年3月
韩国	2008年1月	2008年1月
新加坡	2008年1月	2008年1月
南非	2008年1月	2008年1月
美国	NA	2009年中期

资料来源：监管机构的官方网站和公告。

注：NA=未公布。

作用。在开始实施新协议的1—3年里会先设置一个资本底限，以防资本要求大幅下滑。这一底线随着转型期的结束会被逐渐撤销，但监管机构仍可对个别银行保留此要求。

出于多种原因，如立法的滞后、银行及其监管机构需要对人员进行培训并达到规定的要求，实施日期在不同国家差异较大。欧盟成员国早在2007年就实施了标准法，并于今年开始采用进阶法，但美国的银行最早在2009年中期才能实施进阶法。现今开始实施巴塞尔协议II的银行大多还处于转型期，要么两种协议并行，要么才开始采纳资本底限（见表）。也就是说，2007年夏天当这场危机在金融市场初现端倪之际，该协议的许多规定都没得到贯彻落实。

推波助澜还是平息风浪？

正如一些对金融市场危机的分析和报告评论的那样，市场问题远远超出了资本充足框架的范围。最近的局面是多方作用的结果，如极低的利率诱发的套利行为、糟糕的保险环境、不透明和复杂的金融产品、投资者职责的放松、扭曲的激励机制、风险管理的缺失以及脆弱的价值评估和信息披露。这场危机也凸显了对基础资产的质量进行全面评估的重要性，如果不进行这些评估，任何监管制度都会很快失去作用。

巴塞尔协议II并不能解决最近市场事件暴露的所有问题。尤其值得注意的是，尽管该协议认识到银行的资本水平可以影响其保持、尤其在危机中保持流动性的能力，但该协议并不是一个衡量流动性的标准。该协议要求银行计算资本充足率时，既要考虑其自身的流动性，也要考虑其所在市场的流动性。目前还需要做大量工作来进一步规范流动性的供给——巴塞尔委员会正致力于这些工作。

但巴塞尔协议II却以其他方式发挥着举足轻重的作用，这也是为什么IMF会大力支持这一协议的贯彻实施（见专栏3）。在巴塞尔协议II的框架下，由于风险和资本更加紧密的联系，银行需要持有更多资本以防范脆弱的保险环境导致其信贷风险增加。支柱2促使银行改善其监督和管理技术。支柱3则督促各个银行公开信息，包括银行风险、风险评估和资本充足水平。

巴塞尔协议II也能够有效解决由于巴塞尔协议I对证券化现象（如资产抵押证券、抵押证券、利率互换、信用衍生工具和流动性便利）的忽视而造成的激励扭曲问题。巴塞尔协议I强大的逆向激励促使银行越来越多地放弃低风险的表内业务，但它们对高风险资产证券化的资金准备又不充分。这一扭曲现象的弊病在这场次贷危机中暴露无遗。

巴塞尔协议II更加全面地平衡了各国不同的计算资本的方法，从而大大加强了对银行证券化过程的资本监管。巴塞尔协议II的支柱1提供了几种计算银行资本的方法，以供银行根据各自证券化产品不同的种类估计所需持有的资本数额。该协议也提高了高风险资产证券化的资本要求。如果银行消极履行或违反规定，监管机构可采取支柱2列举的一些措施。最后，根据支柱3，巴塞尔协议II还提供了对证券化风险的不同披露模式。

次贷危机正好提供了一个检验巴塞尔协议II证券化框架有效性的契机。巴塞尔委员会正在审查这一框架，以便进一步加强特定证券化产品的资本要求和压力测试要求，测试的内容主要是从表外业务转向表内业务引发的法律、信誉和流动性风险以及这些项目的信息披露。

对顺周期的思考

即便在最适当的时期实施巴塞尔协议II也绝非易事，在当前商业周期已出现明显下滑征兆的情况下更

专栏3

IMF对巴塞尔协议II的态度

由于巴塞尔协议II无论在风险的敏感性、风险管理 and 市场纪律方面都有所提高或加强，因此IMF一直在大力支持巴塞尔协议II的贯彻落实。但是，像巴塞尔委员会一样，IMF也认为各国应根据各自的国情来选择合适的框架，包括一个有效的银行监管框架。

IMF同时也谨慎应对各国对巴塞尔协议II部分地、不完全地或有选择地实施。该框架的不同部分相辅相成，因此需要一并实施。选择性实施或不适当更改这一框架会导致这一框架的激励机制扭曲。这会使巴塞尔协议II对风险的敏感性大打折扣甚至产生对安全性的错觉，最终不但不能支持、反而还将损害金融稳定。

认识到该框架的有效实施和金融稳定之间的紧密联系，IMF正积极倡导设计一个衡量巴塞尔协议II有效实施程度的计算方法。在方法的设计过程中，IMF与来自发达国家和新兴经济体的一些监管机构进行了磋商，这些国家或经济体都是巴塞尔委员会的国际联络组成员。这一方法即可作为评估工具，又可作为检验手段，目前正在由自愿的裁决机构做实地检测。根据该方法对实施效果进行检验将作为IMF的监督手段之一，尤其被IMF金融部门评估计划所采纳，以应用于实施新框架的国家。

是难上加难。在这样的大环境下，顺周期问题日渐成为人们关注的焦点，由于顺周期会对金融稳定产生影响，因此需要对其进行监测（见本刊第29页，“巴塞尔协议II有助于防范风险还是加剧风险？”）。

巴塞尔协议II对风险敏感性的提升引发了人们对顺周期的关注。导致顺周期行为的一个原因就是低下的资本化程度和脆弱的风险管理。当有经济衰退的迹象出现时，资本充足率不高的银行往往就会鲁莽地缩减贷款，而那些没有认真评估风险的银行也会手忙脚乱。巴塞尔协议II对风险敏感性的增加提高了有关方面的风险意识，也提高了对潜在问题的洞察力，这在一定程度上有助于缓解顺周期效应。但是，任何一个对风险敏感的资本框架在借款人的信誉加强或恶化时都会引起资本要求的波动。

在内部评级计算法中，潜在的顺周期因素被进一步放大，并且可能通过评级系统的不同组成部分——PD（违约概率）、LGD（违约损失率）、EAD（违约敞口）——进行传播。在经济衰退时期，借款人的信用等级可能下降，这就需要更多资本以应对更高的信用风险或减少信用敞口。

根据风险变化制定资本要求的行为具有顺周期倾向，巴塞尔协议II不但能够促使金融机构识别这一倾向，而且能够以较有远见的方式来解决这一问题。比如，支柱1要求根据借款人的支付意愿和支付能力评定其信用等级，而不是根据借款人的经济状况——这一模式至少能覆盖一种产业或地理区域内的一个商业周期。同样，巴塞尔协议II对LGD的估算反映了经济衰落情况，对PD的估算则至少能反映一个经济周期。对评估资本充足率的压力测试有一项专门要求，要求综合考虑经济或行业衰退情况、市场风险事件和流动性状况等，以便鉴别未来不利的经济变动。该框架除了这些笼统的压力测试外，还呼吁考虑小范围的经济不景气（连续两个季度零增长）现象，并进行具体的信用风险压力测试，以评估温和的经济不景气对银行风险参数的影响。所有这些因素都能确保银行经理意识到风险成因会随周期和环境压力而变化，并在制定决策和资本战略的过程中，将这些因素考虑在内。

一家银行采用的评级方法也反映出该银行应对商业周期对其评级体系产生的影响的能力。一些银行在实施巴塞尔协议II时可能更愿以时点估算PDs，这种方法会把当前情况考虑在内。而另一些银行则更愿意采用整个周期通盘考虑的方法，这将涵盖该周期内预期的经济状况。这两种方法各有优势，有时可以两者结合起来使用。值得注意的是，PIT模式下的波动幅度大于整个周期的波动幅度，因此可能放大顺周期效应。而TTC却大不相同，该方法不太可能使周期问题更加

严重，因为通过这一方法得出的资本数额可能足够整个周期使用。

虽然巴塞尔协议II框架并没有清楚规定使用PIT法还是TTC法，但该框架强调银行应确保资本配置的稳定性，在制定筹资策略时应考虑自身需求，尤其在资金紧张的经济条件下更是如此。根据一些大型跨国银行在这场次贷危机中的经验，在资金紧缺时期能够快速得到资本的好处足以抵消在整个周期内持有多余缓冲资本的成本。如果巴塞尔协议II要把顺周期效应降至最低，那么银行就得明白，采用PIT方法就意味着在经济良好时期要持有更多资本保持足够高的资本水平以防不测。

根据风险进行资本监管只是顺周期行为的一方面原因，与此同时实施的逐日结算制也推波助澜。比如，根据国际会计准则（IAS）39中的公允价值条款，金融资产和负债要以市场报价计算价值，若没有市场报价则采用价值评估方法估价（根据模型）。在经济萧条期，由于缺乏市场活力和统一估价方法，公允价值的可靠性和可验证性都值得怀疑，这种方法可能把一些资产的价值引入下降的价格螺旋并增加资本的不稳定性。监管机构已经注意到了这些意外的效应，这场危机也要求相关方面对此进行深入分析研究。

另一个与顺周期有关的问题是IAS39关于受损资产的会计准则与监管条款明显冲突，而监管条款原本可以有效发挥反周期作用。这一冲突源于会计准则无法很好地反映预期损失（准则通常基于已发生损失）。如果能在这一领域进行更多经验交流，那么各个国家都能受益，会计准则和监管条款不必牺牲各自的目标就能达成一致。在这一领域，会计实践、风险管理、监管实践还有很大的合作空间。

充足的资本

这场次贷危机迫切需要银行拥有强健的资本制度——这一制度促使银行持有足够资本以应对其面临的风险，包括商业周期风险。许多大型跨国银行在这次经济下滑中不得不相互争夺资金。那么，银行监管机构该如何行动？第一，在采用新框架前要精确计算转型可能产生的影响，这一点非常重要。如果监管机构得到授权，应适当放宽转型银行的资本底限。第二，在这样的环境下有效实施支柱2显得更合时宜。支柱2明确要求银行根据其自己所在的商业周期选择符合其内部评估的资本充足率，而这又反过来要求监管

机构在审查这些评估结果时也要考虑商业周期因素。总而言之，银行在经济状况良好时也需要持有缓冲资本，为经济萧条期准备更多资金。

支柱2在很多方面都发挥着该框架的核心作用，给较具规则性的支柱1披上了一层坚实的监管方法外衣。支柱2还建立了健全的法则来定义银行及其监管机构在评估资本充足率时应发挥的作用和承担的职责，比支柱1涵盖的风险面更广。这些规则具有很大灵活性，各国监管机构在制定银行资本充足率的监管审查程序时有很大自主空间。而且当监管机构发现银行的资本充足率不足以应对银行所面临的风险时，可以根据这些规则采取一系列“快速补救措施”。这些措施的形式很多——比如，要求银行加强风险管理系统，紧缩银行的风险敞口，持有更多缓冲资本等。

工作进展

巴塞尔协议II在许多国家还在推广之中。当该框架完全实施之后，许多银行风险管理的漏洞和成熟金融市场的监管痼疾就能迎刃而解。巴塞尔委员会正在进行的审查工作将继续推进这一进程，委员会期望加强对复杂金融产品的资本要求。

实施巴塞尔协议II的困难从金融市场的骚动中就可见一斑，而且转型过程要尽量把副作用降至最低。银行及其监管机构应该充分利用该框架下的条款降低顺周期效应，如采纳压力测试为低靡时期做准备；如果有转型影响的研究允许，应放宽转型银行的资本底限；使用评级方法时把商业周期考虑在内；稳妥可靠地推进支柱2，确保缓冲资本数额与银行的风险组合相适宜；分享资本管理经验，应对会计准则变化带来的不稳定性。

但有一点我们要牢记在心，巴塞尔协议II并不能面面俱到地指导银行该如何运作。资本要求无法让银行不出差错——也不能取代银行进行风险评估并对银行进行有效管理。资本要求能够并且应当创造良好的风险承担激励机制，并在总体上支持良好的风险管理。像会计准则和市场激励这些银行运营环境的组成部分也是很重要的风险来源。如何在相互对抗的作用力——会计、风险管理、监管——中达成一致，对于政策制定者而言依然还是一个有待解决的开放性课题。

Jaime Caruana，IMF货币与资本市场部顾问兼主任，
Aditya Narain，IMF货币与资本市场部副处长。

巴塞尔协议Ⅱ有助于防范风险还是加剧风险？

巴塞尔协议Ⅱ是一套关于银行应该持有多少资本金以防范当前以及未来风险的准则（指导方针），对于巴塞尔协议Ⅱ准则是否加剧了繁荣—萧条的周期循环存在两种观点。

当前金融市场的动荡——始于2007年夏美国次级抵押贷款市场，并迅速蔓延至欧洲市场——已经暴露出对金融机构的监管存在明显的弊端。因此，在2008年国际货币基金组织—世界银行春季会议上，高层金融领导签署了一系列措施以加强全球监管机制，包括金融稳定论坛的一项提议，要求对金融机构的资产和流动性给予更加严格的监管。

目前，从全球来看，银行管理者执行的是巴塞尔协议Ⅱ准则，该准则规定了银行持有资本金数目的国际标准，这个资本金是银行必须储备起来的，用以处理当前和潜在的金融和运作上的风险。巴塞尔协议Ⅱ要求银行提取更多的资金以防范更高的风险。巴塞尔委员会正在进行的一个审议可能会对复杂的结构化产品和资产负债表外工具进一步提高资本金要求，这是近几个月来压力最大的一项工作。2006年，金融稳定研究所的一项调查表明，约有100个国家计划在未来几年内执行巴塞尔协议Ⅱ的准则，尽管准则的实施在地区间会存在差异。欧洲大多数国家已经实施了新准则，美国也被列入于2009年实施新准则的名单中。

然而现在的呼声使实施规则更加艰难。毕竟，为什么该规则没有缓和当前市场紊乱所带来的结果？（关于这个问题更多的疑义，请见本刊第24页“银行需要更多的资本准备”。）究竟该项规则能否为金融危机的解决提供一个万应灵药，或者相反会加剧危机，这个长期的争论再一次成为前沿和核心问题。

问题的关键是：该规则是否过于顺应周期了？也就是说，这些规则在“好年景”时对资本准备金要求过于宽松，在“艰难时刻”又过于强硬，因而加剧了繁荣—萧条的周期性循环。为了更加明确这个问题，《金融与发展》求助于两位专家，看一看他们的意见。



1

处于正轨的银行业

Jesus Saurina, 西班牙银行金融稳定部主任

没有什么比管理糟糕的银行更具有顺周期性。当经济处于增长的时候，即使管理很差的银行，它们虽然没有充足的资本和准备金，也能够扩张它们的业务。但是，当经济周期转到更差的情况时，管理差的银行不得不立即转变它们的指导策略，避免进入低谷（Caruana,2005）。

1988年，关于银行资本的首个国际协议——巴塞尔协议 I——关于银行监管的巴塞尔委员会(BCBS)——正式启用。在当时，它标志着向前迈进了重要一步。然而，它为资本准备金要求设立的规定非常简单，而且，活跃的国际性银行最终能够避开它的规定。实际上，巴塞尔协议 I 对资本准备金要求的主要问题在于，它们对风险不敏感。给予非金融公司的贷款只需要8%的资本准备金，而不管该公司的风险（即公司的杠杆率、利润、偿付能力、经济环境）有多大。这与银行管理其贷款组合和经济资本的方式不同（更多地考虑对风险的精确衡量）。

2004年6月，BCBS公布了一个对信贷机构的新的资本准备金要求框架，即巴塞尔协议II，该准则最终在2006年6月发布。简而言之，巴塞尔协议II将资本准备金要求与银行可能承受的风险更加紧密地联系在一起，这也是巴塞尔协议II较巴塞尔协议 I 重大而又必要的改进之处。

顺周期是否会加重危机？

在讨论巴塞尔协议II期间，某些分析者表示出对新资本框架潜在的顺周期性的关注（见Taylor和Goodhart, 2006）。在良好的经济形势下，信贷风险（由借款者违约的可能性来衡量）可能较低，这时，对资本准备金的要求同样也较低（这时是与风险紧密联系的）。相反，在经济不景气时，银行会面临更高的资本需求量。如果银行资本在经济衰退时受到限制，这将对整个经济带来不良影响，从而迫使银行在必要时削减贷款。

在经济衰退时，银行增资将会更加困难，因为这时它们的利润以及提高资金储备的能力会下降。它们在增加资本、发行次级债方面也会面临更大的困难，因为存在高度的不确定性。更高的资本准备金要求

（因更高的风险）与增加新资本的难度结合在一起，会导致金融机构减少它们对公司以及居民的贷款，这将加速经济衰退，或者将有碍于经济复苏。

但是将巴塞尔协议II或者任何一个以风险为基础的资本充足率要求加诸于经济繁荣—衰退周期——也就是加剧金融机构内部的顺周期性至少会导致三个结果。

第一，资本准备金要求在经济衰退期必然提高，在经济繁荣期将下降。但是，巴塞尔协议II包含了一系列抑制这个结果的方法，但仍然比在巴塞尔协议 I 准则下资本准备金要求对风险的敏感度更高。尽管用来评价违约概率的时间范围是一年，银行还是期望用更长的时间范围来确定信用等级。实际上，依据指定的时间范围（一年）所判断的违约概率与根据整个经济周期内估算的平均的违约概率是有显著区别的。

“根本问题在于还不明确巴塞尔协议II是否促使经济繁荣或者经济衰退”

经验证据表明，对于抵押贷款组合（或者任何贷款组合）来说，利用平均违约概率比利用某一时点上的违约概率估算出的资本准备金要求随经济周期而波动的幅度更小（Saurina和Trucharte, 2007）。因此，如果银行利用更长的时间范围来估计它们的资本准备金要求的波动幅度（因为资本量与风险成一定比例，而风险随着经济周期的变化而变化），就像巴塞尔协议II所估算的，这个幅度会很小：资本准备金需要量从最高点到最低点的相对变化不超过5倍。

因违约而造成的损失，或者叫LGD（损失严重程度的一个指标），是促成资本准备金需要量的另一大风险，它也会显出顺周期性；也就是在经济衰退时期，随着贷款回收率的骤然下降，损失会增加。然而，巴塞尔协议II也考虑了这个问题，它规定了经济周期中任何一个时点上的违约损失。这样，LGD就成为经济周期中的一个因素，因此，它们在经济上升时期和衰退时期都是很相似的。

此外，为经营风险规定的资本准备金要求（至少有两个不太精确的替代选择）将是反周期的，因为资本直接与银行的毛收入成比例。巴塞尔协议II的支柱 1 也规定，借款者的信用等级必然与银行对借款人偿付能力的评估相符，即使是在不利的经济条件下。实际上，支柱 1 明确要求银行对在经济衰退不严重的情况下（连续两个季度零增长），它们的信贷组合进行压力测试。支柱 2 要求银行管理者在评估银行资本充足率时要考虑到所处的经济周期的阶段。因此，通过支柱 2 的审查过程，银行监管者就必须考虑如果银行没

有考虑经济周期，支柱1中的潜在的顺周期性。总之，即使考虑了支柱1和支柱2，也远不足以解释资本准备金需要量的顺周期性。

第二，银行的实际资本必然是顺周期性的。几乎没有哪一家银行持有的资本正好与其正常的最小需求量相等。事实上，多数银行都持有缓冲资本，以为扩充它们的资产负债表（通过增加贷款，就会产生新的商业机会等等）留有足够的空间，而不需要募集新的资本或者改变股利政策。这些缓冲资本也会掩盖一些迹象与破产成本，使监管者的干涉最小化。

通过支柱3，巴塞尔协议II强调银行应向投资者增加风险透明度。因此，支柱3使得银行管理者很难降低他们的资本水平。如果普通股股东、优先股股东、次级债投资者以及债券持有者和存款人关心银行的中期预测，那么，他们将可能迫使银行管理者考虑在整个经济周期内的资本水平。在经济衰退时期，增加资本，无论是第一层次的还是第二层次的，的确要花费高的代价，也包括管理者的行为。尽管在扩张时期，银行的缓冲资本量可能会下降，但是缩减幅度是很小的。因此，即使在经济良好的情况下按常规削减资本量，也很难说银行是否会大大降低他们的资本水平。

第三，贷款方的行为取决于需求因素，与银行的资本无关，或者可能取决于供给因素，而并不直接与银行的缓冲资本相关。国际经验证据并不是决定性的。例如西班牙，运用一组平行面板数据推断的结果是，银行的缓冲资本对银行信贷并没有显著的影响（Banco de Espana, 2006）。相比较而言，另两个因素——利益和风险状况以及需求因素却是很重要的。非金融企业可以同时求助于贸易信贷、短期和长期的资本市场，甚至借助于私募来弥补银行贷款的减少。

根本问题是，巴塞尔协议II是加速借贷市场的繁荣还是使之衰退尚不明确。某种程度上的顺周期是必然的，也是适宜的，如果银行资本与所发生的风险紧密相关，这也是谨慎的监管所要求的。

考虑会计规则

对于不相信我的论证的读者，还有可以用规章制度来解释，它存在于巴塞尔协议II框架内外。Jimenez和Saurina(2006)认为，银行管理政策的实证证据是基于反周期的贷款——亏损条款，或者，基于反周期的资本要求（支柱2）。这种观点简单但是很有说服力。如果银行和借款者过度乐观，那么，在经济繁荣时期也会发生贷款失误。只有在经济回升时期，信贷风险才会在整个银行证券组合中上升。

因此，会计条例和银行监管者都应该承认风险的发展情况，并且相应加强贷款——损失条款，或者是贷款——损失的资本准备金。这样，将更有助于将银行管理者的动机与投资者（特别是存款人）的动机结合起来。同时，他们将推动宏观经济稳定（也就是熨平经济周期）。

然而，会计准则的实施者并不一定在董事会上考虑谨慎性。2005年欧盟已经正式采用国际金融报告准则（IFRS），现在已经普及到欧盟各国，这项准则就相当具有顺周期性。发生的损失（无论从单独一项贷款中认定的损失还是潜藏在同类贷款集合体中的损失）与预期的损失无关——因为，它们不具前瞻性。因此，控制贷款——损失准备金的IAS 39，并不与基本信贷风险的测定尺度相一致，与银行和监管者使用的管理办法也不一致。此外，自2007年夏所经历的发展表明，公允价值是如何变得极具顺周期性，尤其是当流动性消失时。

“某种程度上的顺周期性是必然的，也是适宜的，如果银行资本与所发生的风险密切相关，这是监管的谨慎性所要求的。”

令人吃惊的是，由巴塞尔协议II的顺周期性（尽管巴塞尔协议II包括了处理顺周期性的机制）以及会计准则的顺周期性被如此普遍地忽略带来了众多争论。因此，现在正可以做更多的工作来讨论IFRS对促进经济繁荣以及打破贷款循环的可能性。

参考文献：

Banco de Espana, 2006, Financial Stability Report, 05/2006 (Madrid), Box III.1.

Caruana, Jaime, 2005, Monetary Policy, Financial Stability and Asset Prices, Occasional Paper 0507 (Madrid: Banco de Espana).

Jiménez, Gabriel, and Jesús Saurina, 2006, "Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation," International Journal of Central Banking, Vol. 2 (June), pp. 65–98.

Saurina, Jesús, and Carlos Trucharte, 2007, "An Assessment of Basel II Pro cyclicality in Mortgage Portfolios," Journal of Financial Services Research, Vol. 32 (October), pp. 81–101.

Taylor, Ashley, and Charles Goodhart, 2006, "Pro cyclicality and Volatility in the Financial System: The Implementation of Basel II and IAS 39," in Pro cyclicality of Financial Systems in Asia, ed. by Stefan Gerlach and Paul Gruenwald (Houndsmill, Basingstoke: Palgrave Macmillan).

本文的观点未必代表西班牙银行或欧元体系的看法。

2

重新监管风险

Avinash D. Persaud, 智能资本有限公司主席; 全球风险专业人士联合会理事

回到10年前正处于亚洲金融危机之时的1998年5月,我那时正在JP摩根的新加坡交易层工作。因为街道上的暴乱,我去往雅加达的行程被取消了。区域通货完全崩溃。当地股市暴跌。信用评级机构通过降低信用等级积极地做出反应。当地所吹嘘的政策、经济稳定都在我眼前消失了。在摩根斯坦利交易层,我们不能将视线从电子显示屏上转移,那里一点一点传达着信息。我感觉到一种最原始的牵引力和负罪感,就像试图更靠近地看一场事故一样。

对于像我这样受过训练的经济学家来说,真正不解的是,当我告诉已经耗尽全力的卖方,他们资产的长期价值正疯狂下跌时,他们并没有被激发。他们继续抛售,因为他们的风险模型已经亮出红灯,他们停止交易的损失正使他们的形势逐渐封闭,或者加速贬值,这意味着他们不再持有他们的资产。

我回到伦敦后,从一个投资者那里听到相似的一个故事:“在价格下跌如此快时我想坚持,但是我的风险机制将我推出,并且不让我进入。”简言之,因为这些风险机制被市场价格煽动,并且评级也与价格相关并加速了价格下跌。因而市场被卷入恶性循环,就像现在一样。之后,我给这个市场行为命名为“流动性黑洞”,因为价格下跌并没有激发人们像在正常时期那样寻求讨价还价,而是进一步促使卖方抛售。尤其使人迷惑不解的是,那些用来降低风险的金融机构的不同机制反倒使价格大幅下跌成为系统性的崩溃。

风险敏感度介绍

摩根斯坦利为银行业率先开拓了风险敏感度模型。基本上,我们在Markovitz均方差模型中运用短期价格数据,通过模型倒推,得出市场风险的估计量,银行就有充足的信息进行运作。在我们的营销学中十分重视这个推导过程。它显示了摩根斯坦利的计算、信息化、智能,它的管理者也给人留下极深的印象。直到1995年4月,这些模型已经成为银行业管理市场风险的标准化行为。

但是这些模型假设统计是独立进行的,如果每家公司都使用这些模型,模型就不起作用了。银行和其他机构只在有利的部门使用这些风险敏感度模型,这些部门在过去提供了更好的风险回报交易,而那些没有提供风险回报的企业就被迁出。但是,当一家银行的风险敏感度模型检测到短期风险上升,所偏好的证

券组合价格会不稳定,并试图避免它的发生时,其他银行也会在同时努力地做同样的事,结果加重了价格的不稳定和相关性,引起了更多的由模型驱动的抛售行为。流动性随着这个黑洞骤然消失。利用风险模型对安全部门进行观测会使这些安全领域也变成风险领域:日益增加的价值高估、高度的相关性、价格更容易波动。其对立面也是这种情况:对风险的监测也会创造出安全。这也是为什么阿根廷违约的传染效应有限的原因。投资者已经早早地撤离新兴市场部门。量子物理学家运用海森堡不确定性原则可以标注出一条平行线。对安全性的观察创造出的风险及其他副作用的程度,与所用的方法或者涉及的部门没有关系,而是与风险模型中信息的多样性有关。

风险和亚洲金融危机

针对亚洲金融危机所采取的许多政策是很奇怪的:它们似乎想在政治上或者文化上获胜。(当然,从当前危机的有利之点来看,国外官员发表意见,要求亚洲各国政府提高利率,迫使业绩差的银行破产,这是很奇怪的事。)监管者的反应是相似的,即他们忽略了事实上正在发生的事,他们甚至呼吁更广泛地使用价格驱动风险模型,更充分地信任最普遍的信息处理方式,即利用信用评级和公开可获得的价格。

“但是特别使人困惑的是,金融机构用来降低风险的专门机制使价格下跌成为系统性的暴跌。”

我最直接地体会到,尽管风险敏感系统可以帮助银行在市场不活跃时期管理它们的风险,但这些系统就像安全带一样,当你飞快驾驶时它们并不起作用。它们并不是能够阻止危机产生的工具:它们使危机更严重。这一教训促使我在1999年写了一篇文章,“将放牧人赶下悬崖:令人烦恼的群体行为间的相互作用以及市场敏感度风险管理实践”。成熟的风险管理者从这个故事中会产生共鸣,而监管者却聚集起来,对市场风险敏感度模型的批判(模型过于理论化或者太极端)置之不理。

巴塞尔协议II(以下简称“巴II”)的支持者认为,不同于巴塞尔协议I,巴塞尔协议II结合了银行使用的市场风险工具,这是很好的。我认为这是对监管职责的遗弃。如果监管的目的是调整银行的内部控制,使其更接近于规章条例,那么,为什么最初极端地、不惜重金地忙于管理?让银行自己进行风险控制吧!我们超越标准的公司法对市场进行控制的原因是市场一再失灵,并伴随着破坏性极强的连锁反应。如果监管的目的是避免市场失灵,那么,我们就不能利用风险模型,因为模型是有赖于市场价格作为金融监管的工具。

的。市场价格是不能将我们从市场失败中挽救出来的。市场价格也不能用来预测市场的崩溃；如果它们能够做到，那么市场失败就不会发生。风险敏感度分析作为一项监管准则，听起来似乎很合理，如果仔细想一想就不会这样认为了。

历史告诉我们，最大的市场失败与通过经济周期对市场风险的评估有关。很多迹象表明，银行和市场低估了经济上升时期的风险，而高估了经济衰退时期的风险。当眼前的危机再一次显现出来时，信用评级机构以及它们的评级就如同该周期中的其他人一样。因此，经济周期被信用周期的盛衰所扩大，信用周期是与风险的察觉和偏好相伴随的。只要银行和市场存在就会有这种情况。在经济上升时期，市场参与者总是看到某种新的迹象，告诉他们经济上升快要走到尽头，或者是这一次不同于以往。回想18个月以前，信贷利差接近纪录的低点。

当前的信用困境只是一种系统性的失败，管理应该尝试避免这种困境。在另一时间里我们可能会对监管者应如何做加以争辩，但是注意到这一点是十分有用的，即无论什么时候监管者抱怨周期不可能出现时，我们已经预测到以通货膨胀为目标的中央银行会采取某种行动，即使这样做十分困难。当前，人们期望以通货膨胀为目标的中央银行采取措施，以制止通货膨胀上升的预测，而不是乘当前周期之风去学点什么。正如昼夜相互交替这一事实那样清楚，用管制资本的方法来衡量取决于市场价格的风险将意味着资本的管制将随着周期的变化而变化，而不是对周期产生影响。

在经济鼎盛时期，无论是使用市场价格还是通过信用评级机构做出的评级，巴塞尔协议II支柱1中规定的风险模型都会告诉银行，它们的经营风险很低，拥有优质资本，而当周期逆转时，实际情况会截然相反。即使在新规则下将表外对风险敏感的资本和复杂的工具搁置一旁时，情况也是如此。那些争夺资本的机构以及为资本付出高昂代价的机构（它们正毁损它们未来的利益），例如，花旗银行、瑞士联合银行、美林，根据它们的内部风险模型可能只在早期的12个月拥有充足的资本。

体现于巴塞尔协议II支柱3中的市场规则将对那些仍然长期过度持有资本的银行给予惩罚。在经济鼎盛时期，银行面临的压力是寻找新的收入来源，而不是利用良好时期增加它们的储备金。英国诺森罗克风险管理实践被金融市场称赞，然而不到6个月，它们就被发现并不让人满意。2007年6月，Charles Prince主席和首席执行官说出了一句永远让人记得的话，它描述了市场风险模型和市场规则对银行行为的影响：“只要音乐在演奏，你就不得不站起来舞蹈。”

促使银行业衰退

如果说通常应对风险的方法还不够顺应周期性，那么，作为支柱1之基础的特殊方法则推进了顺周期性，并使风险集中，促使绩差的银行频频出错。一个良好的银行能向别人不愿为其提供贷款的人贷款，这是因为这样的银行对贷款人具有较深的认识。出于同样的原因，这类银行也不会向其他银行的贷款者提供贷款。在巴塞尔协议II下，银行没有动力遵循这种方法经营。巴塞尔协议II不抱怨那些对信贷拥有长期知识的信贷风险官员，而是考虑运用计算模型，使用更

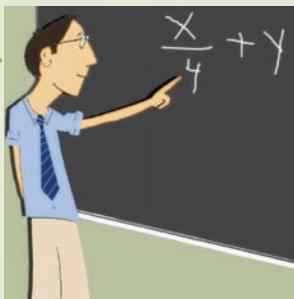
“简而言之，巴塞尔协议II是不好的经济政策。它试图使用市场价格来预测市场失败，并且破坏了风险评估的自然性和流动性导致的多样性。”

加复杂的可公开获得的信息。但是，这是伪科学。任何一个系统，如果其中的市场参与者对降低风险和管制资本都拥有相同的感觉，并且使用着相同的信息（公开可获得的风险评级、价格、价格驱动模型），那么，这个系统将引领银行进入和退出市场，而且，最终将导致系统崩溃。

简而言之，巴塞尔协议II是不好的经济政策。它试图使用市场价格来预测市场失败，并且破坏了风险评估的自然性和流动性导致的多样性。它导致的结果正是管理必须避免的：行为的顺周期性。哲学家Sir Karl Popper认为，真正的科学是可用以证伪和预测的。那些批判利用对价格敏感的风险测量尺度、公共违约数据库以及信用评级已成为一种趋势的人，那些持有当风险转移给其他人时风险不会改变这一观点的人预言，这种同质性将把风险转移到他们再也看不到的地方，将无助于缓和繁荣期，当繁荣期结束时，最终将导致系统性崩溃。巴塞尔协议II正是推进这一趋势的一种体系。让我们记住巴塞尔协议II的支持者所说过的，对巴塞尔协议II的批判还是远不可及的，这一系统目前比以往任何时候都远离了安全。

参考文献：

- Nugée, John, and Avinash D. Persaud, 2004, “The Dangers of Being Risk-Averse,” Financial Times, September 16.
- , 2006, “Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products,” Oxford Review of Economic Policy, Vol. 22, pp. 66–77.
- Persaud, Avinash D., 1999, “Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction of Herding Behavior and Market-Sensitive Risk-Management Practices”; available at <http://www.erisk.com/ResourceCentre/ERM/persaud.pdf>



什么 是 场

Randall Dodd

金融市场是自身经济结构和体制结构的混合体，对如何制定和“揭露”价格起了重要的决定作用。这些因素同样塑造了市场的稳定和秩序。随着2007年8月风暴发生，数月之后，许多次级抵押贷款（CDOs）和一些金融衍生品的持有人浮出水面，某些类型的市场可以迅速变得不稳定、无序或以其他方式失调。

尽管最近一些电子交易方式的出现模糊了传统的界限，但组织金融市场不外乎两种基本方式——交易所和场外交易（OTC）。

交易所交易

作为股票和衍生品交易场所的交易所，最早是作为贸易交易场所出现的。其中，最著名的是纽约证券交易所。芝加哥交易所自1851年就开始进行期货交易，最近，它与老对手——芝加哥商品交易所合并，成为世界上最大的金融衍生品交易所。全球有100多个证券和衍生品交易所。

交易所的含义比它的物理位置要丰富的多。它们制定规章制度，用以管理交易、提供信息管道以及交易时和交易完成后的结算设备。一个交易所为所有的市场参与者集中了买入和卖出的信息，在其中的某个报价上，交易者可以决定买入或卖出，或者给出另一报价。信息传播的媒介由交易所决定，可以是声音、手势或电子信息。当两个参与者达成一致时，是通过市场传达出该笔交易的成交价。这是公平竞争的环境，只要交易者遵守交易规则，它允许任何市场参与者低价买入，高价卖出。

电子交易的出现意味着交易所不用是个实体场所。事实上，许多传统的交易场地正在倒闭，订单和成交信息的传达都是完全电子化的。伦敦证券交易所和纳斯达克证券交易所是完全电子化的，世界第二大的期货交易所——Eurex，也是如此。许多其他的交易所也在逐步淘汰场内交易，开始同时提供场内交易和电子交易。纽约证券交易所买下了Archipelago电子平台，成为它逐步电子化的其中一步。衍生品交易所，如巴西的BM&F和CME集团，同时提供场内交易和电子交易。

场外交易

与交易所不同，场外交易（OTC）市场从来就不是一个“地点”。尽管它们组织良好，却没有那么正式，交易网络集中在一个或更多的经纪商身上。经纪商同做市商的作用相同，为其他经纪商或自己的客户报出他们买（询价）或卖（出价）的价格。这并不意味着他们会给予其他经纪商和自己的客户相同的报价，他们也没有必要对所有的客户报价一致。此外，OTC证券的经纪商也可以通过离开某个市场而导致流动性（买卖证券的能力）枯竭。简而言之，与交易所相比，OTC市场不够透明并且遵守的交易规则也少。目前这场危机所涉及的所有证券和衍生品，都是通过OTC市场进行交易的。

最初，OTC经纪商通过电话报出买价、卖价、讨论成交价，逐渐发展到使用即时信息。尽管该过程由于电子布告板的使用而被加强了，但由于只有两个交易者可以直接得知报价和成交价，所以无论是客户和经纪商之间，还是经纪商和经纪商之间，其通过电话进行磋商的过程，都是双边贸易，市场中的其他人是无法得知该项交易的。虽然一些经纪人市场会公布成交价和交易额，但并不是所有人都能看得到电子屏幕，也不是所有人都能以公布的价格成交。尽管双边谈判是高度自动化的，但由于它并不是对所有人都公开，因此，这种贸易安排不能看作是一项交易。

OTC市场有两个重要方面。在客户市场上，双边贸易发生在经纪商和他的客户（如个人、对冲基金）之间。在中间经纪商市场上，经纪商之间相互报价，并且能将自己同客户进行交易时所招致的风险，如比自己想要的头寸更大，迅速地告知其他经纪商。经纪商同其他经纪商和自己的大客户之间有直接电话连线，因此，一个市场参与者可以先向某个经纪商询问价格，然后挂断电话，继续向另外一个经纪商询问价格，如此循环下去，能够在几秒钟之内得到多个报价。一个投资者可以通过多次呼叫而得知客户方面的意见，但客户却无法通过经纪商看透市场。

一些OTC市场，特别是中间经纪商市场，都采用价格经纪人来帮助市场参与者获得关于市场的全局观

外 交 易 市 场 ?

念。经纪商把报价发送给价格经纪人，经纪人可以通过电话播放信息。价格经纪人也会给他们的客户（经纪商）提供电子布告板，使得他们能够对其他所有在该经纪人网络内的经纪商及时更新报价。布告板会公布买入价、卖出价，有时还会公布成交价。通常来讲，终端客户是无法看到经纪人的电子布告板的，因此，他们无法得知有关市场内价格变化和买卖价格的全部信息。有时经纪商可以通过布告板进行交易，有时布告板仅仅是用来提供价格信息的，经纪商必须通过价格经纪人进行交易，或者通过直接致电另一位经纪商来完成交易。经纪商也可以直接致电价格经纪人或其他经纪商来公布价格，或者询问没有在布告板上公布的价格。

电子交易平台的发展，改变了许多OTC市场的交易流程，有时甚至模糊了传统OTC市场和交易所的界限。许多情况下，电子经纪平台允许经纪商和非经纪商直接提供报价，并通过电子系统直接完成交易。对直接参与者而言，这再现了交易所多边贸易的特点。与交易所里每个交易者待遇一致不同，电子平台可以按照规模、信用评级等对客户进行区别对待。此外，交易的结算和交割仍将是买卖双方的事情，而场内交易则是由交易所来协调和保证交易的。

OTC市场和金融危机

OTC市场的结构有助于解释目前的危机中抵押贷款（CDOs, 把风险和潜在的资产分为若干部分，将每部分单独出售）和其他结构化证券所面临的问题。信贷衍生工具、商业票据、市政债券、证券化的助学贷款，也面临着同样的问题。所有的这些证券，都是通过OTC市场进行交易，在正常时期，它们的流动性和功能良好，但当市场骚乱来临时，它们无法抵御，

并且其流动性和功能变差。这导致了两个严重的并发症：无法估计手中持有资产的价值，无法将它们付诸交易。

在一个没有流动和秩序的市场中，是没有价格披露这一过程的，因此，也没有简单权威的方式来估计证券和衍生品的价值。金融机构，如商业银行、投资公司，有一个无法解决的问题：当用以估量资产和衍生品价值的市场价格不复存在时，继续汇集信息披露和报告需求就成为了难题。

不仅没有市场价格，而且没有基准价格（类似资产的估计价格）。因此，一度通过市场价格（或至少是有可比性的基准价格）来定价的资产，现在可以归咎于模型的数据不够充足。对这种价值观依赖的加剧，进一步削弱了市场信心，因为交易者不知道自己所持有资产的价值，以及其他交易者资产的价值。

经纪商一方面面临着资产负债表上长期债券的紧缩，另一方面又面临着流动性资产过多，从市场上退出了。暴涨暴跌使得继续做市更加危险也更加昂贵。没有了经纪商，就没有了交易，特别是对如抵押贷款、信贷衍生工具、市政债券这类的证券而言更是如此。没有了买家，投资者就不可能通过减仓来减少损失，也不可能卖掉这些证券，通过用更多的贷款抵押品筹措资金以持有其他资产。就是通过这种方式，OTC市场的流动性缺乏助长了金融危机的广度和深度。

许多OTC市场都没有回复到正常的交易条件下。中央银行为市场注入资金（资金的流动性），但是这并不能直接恢复交易者买卖的意愿（交易的流动性）。除非政策制定者改变经纪商做市场的习惯，否则想让市场回到2007年夏天交易流动性过剩的水平，会需要很长的一段时间。

Randall Dodd , IMF货币与资本市场部顾问。

“与交易所相比，OTC市场
不够透明并且遵守的
交易规则也少。”

不仅没有市场价格，而且没有基准价格（类似资产的估计价格）。因此，一度通过市场价格（或至少是有可比性的基准价格）来定价的资产，现在可以归咎于模型的数据不够充足。

对这种价值观依赖的加剧，进一步削弱了市场信心，因为交易者不知道自己所持有资产的价值，以及其他交易者资产的价值。

经纪商一方面面临着资产负债表上长期债券的紧缩，另一方面又面临着流动性资产过多，从市场上退出了。暴涨暴跌使得继续做市更加危险也更加昂贵。没有了经纪商，就没有了交易，特别是对如抵押贷款、信贷衍生工具、市政债券这类的证券而言更是如此。没有了买家，投资者就不可能通过减仓来减少损失，也不可能卖掉这些证券，通过用更多的贷款抵押品筹措资金以持有其他资产。就是通过这种方式，OTC市场的流动性缺乏助长了金融危机的广度和深度。

许多OTC市场都没有回复到正常的交易条件下。中央银行为市场注入资金（资金的流动性），但是这并不能直接恢复交易者买卖的意愿（交易的流动性）。除非政策制定者改变经纪商做市场的习惯，否则想让市场回到2007年夏天交易流动性过剩的水平，会需要很长的一段时间。

离散到什么程度？ 趋同到什么程度？

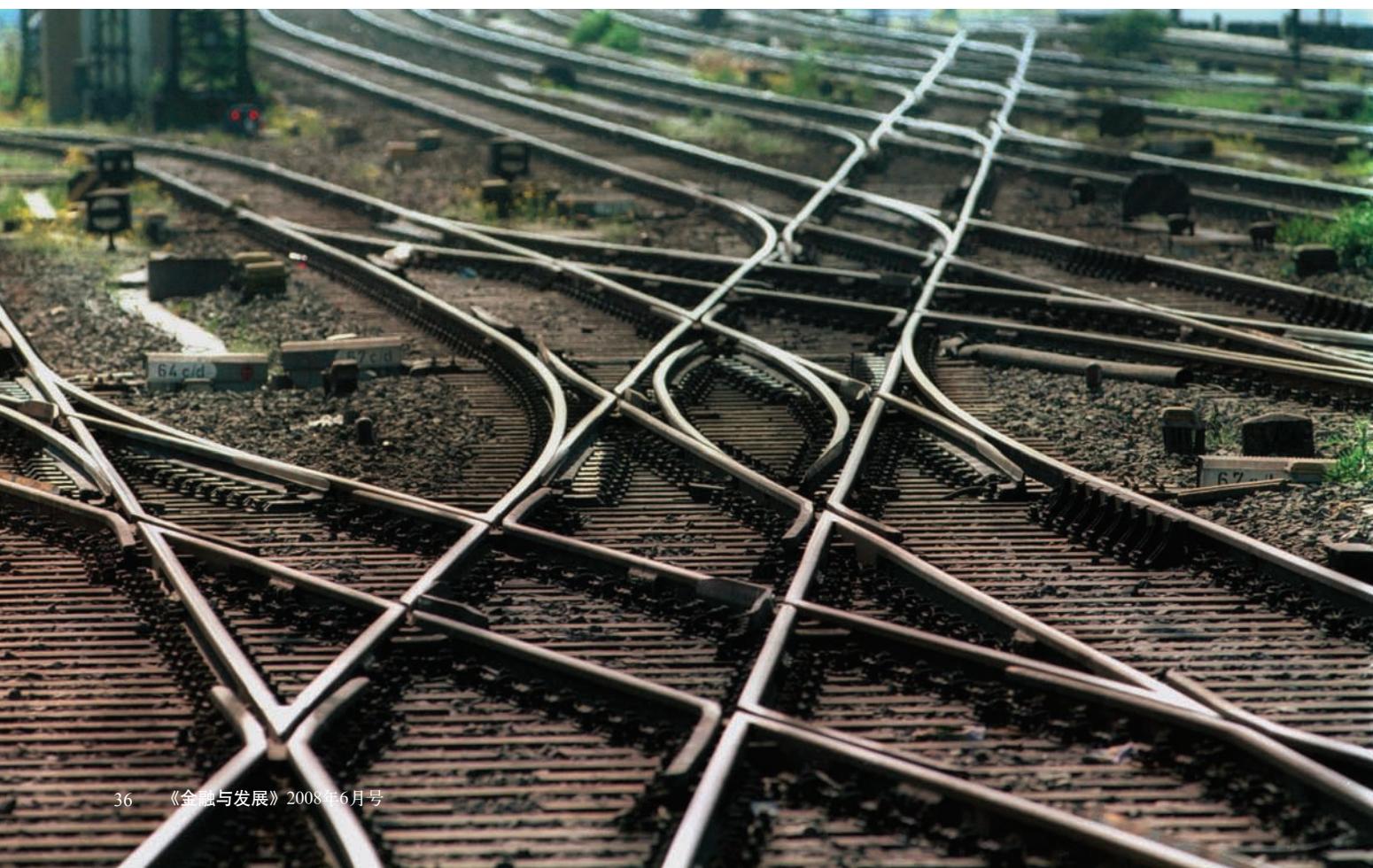
M. Ayhan Kose、Christopher Otrok 和 Eswar Prasad

发达国家和新兴市场经济体的商业周期可能趋同，但两者之间已出现离散趋势

最近几十年全球经济景象发生了巨大变化。其中一个推动力是随着全球贸易和金融联系的加深而不断发展的经济一体化。仅在过去20年里，国际贸易总量就已经增加了3倍以上，跨国资本流动规模也增加了9倍多。

第二个重要动力是新兴市场国家的日益崛起。虽然美国仍是世界最大和最具影响的经济体，但是新兴市场经济体在过去几十年已经取得了巨大进步。对各国货币购买力差异调整以

后的新数据显示，新兴市场经济体总体占世界总产出的比例从20年前的25%增加到将近40%。基于它们不断增加的经济影响力和比主要发达国家更快的经济增长，新兴市场经济体已经成为世界经济增长的重要推动者。值得关注的是，按市场汇率计算，2007年中国对全球GDP增长的贡献已经超过了美国。从2000年到2007年，新兴市场经济体占据了世界经济增长的大量份额（见图1）。



世界经济秩序的重大变化引起了对传统观念的质疑，该观念认为当美国经济打喷嚏时，世界其他国家都会感冒。实际上，一个引起激烈争论的问题是，全球商业周期正在趋同还是新兴市场经济体已设法摆脱美国商业周期波动的影响。传统观念受到质疑是因为，尽管美国和许多发达国家的经济增长相当缓慢，新兴市场的增长却持续强劲（见图2）。一些观察家甚至认为，美国和其他发达国家已经越来越依赖来自于快速增长的新兴市场的需求。

毋庸置疑的是，全球金融市场是密切联系的，而且全球金融体系中的一个部分受到冲击，经常会对其他部分迅速产生重大影响。但是金融市场冲击不断增加的溢出效应是否真正转化为更紧密的商业周期联系（即在GDP等实际宏观经济变量方面的溢出效应）还是一个值得探讨的问题。目前尚且无法判断，深度发展而紧密关联的金融市场是降低了世界经济内在的脆弱性，还是仅仅作为一种放大冲击并强化其效应的机制。从国际宏观经济和国际金融的稳定性来看，这个问题相当重要。它对于试图调整政策的应对其他国家的冲击的决策者而言也具有重要意义。

我们该如何预期？一方面，新兴市场经济体和发达国家更紧密的经济联系会使它们的商业周期结合得更紧密。另一方面，新兴市场经济体自身已经成为世界经济增长的发动机，这意味着美国和其他发达国家的发展所产生的溢出效应减少，因为新兴市场经济体的经济增长一定程度上使世界商业周期避免了发达国家经济低迷（和繁荣）的影响。这两种情况看似合理，因此问题最好通过数据检验来解决。

由于美国经济正濒临（或者已经在）衰退，这个讨论显得非常紧迫。人们对可能存在的国际溢出效应问题日益关注，而国际金融市场危机的迅速扩散（例如美国住房抵押市场危机对全球的影响）使这种关注不断升温。

在本文中，为了解决国际商业周期波动是更加趋同还是趋于离散的问题，我们采用了一种新的方法。我们得出了一个出乎意料的令人吃惊的答案。由于我们的研究是以历史数据为基础（1960—2005年），该分析从这些与当前的讨论相关的数据中揭示了一些有趣的内容。

测度商业周期

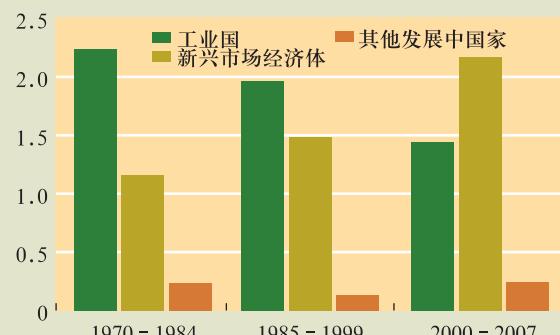
测度商业周期的传统方法是观察国民产值或

GDP围绕经济增长率的某个稳定趋势的波动。当然，即使一国经济增长率的这种潜在的变动趋势也会随着时间而改变，从而很难确定商业周期的拐点。而且，产出只是经济活动的指标之一。

长期以来，人们利用一组更多的宏观经济变量来识别国家商业周期的拐点。实际上，美国商业周期的官方判定机构——国家经济研究局商业周期测定委员会——为了确定美国的商业周期，不仅要观察GDP，还要分析工业生产、就业、收入和批发零售的情况。

图1
增长的经济实力

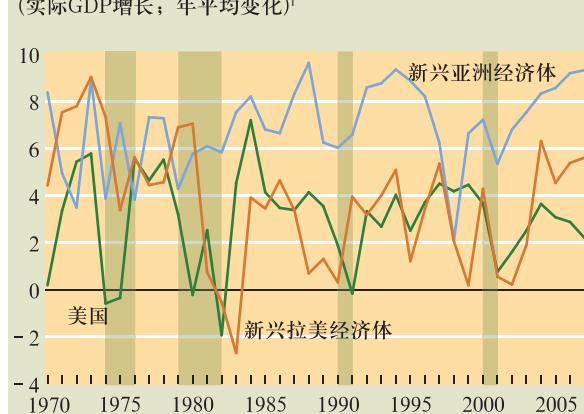
新兴市场经济体已经成为全球经济发展的动力。
(对全球经济增长的贡献，按PPP汇率计算；阶段平均值，%)¹



资料来源：IMF，世界经济展望数据库以及工作人员的计算。
¹PPP=购买力平价。

图2
新的传统理念？

过去美国打喷嚏新兴市场经济体就会感冒，但是近年来情况似乎正在改变。
(实际GDP增长；年平均变化)¹



资料来源：IMF，世界经济展望数据库以及工作人员的计算。
¹美国衰退期用阴影表示。

我们采取了一种类似方法，从而能够同时分析每个国家3个关键性宏观变量的波动：产出、消费和投资。这种方法有助于我们得出更加精确可信的有关全球和国家商业周期的估计值。

“最惊人的结论是全球因素对于工业国和新兴市场经济体波动的相对重要性都在随时间而下降。”

即使最终能够确定商业周期，但还存在一个问题：这些波动是由国内因素（例如货币政策或财政政策）还是外部因素引起的。外部因素可能是全球性危机（例如石油价格重大变动），也可能源自某个大国（例如美国）并向其他国家溢出。我们如何才能区分这些不同来源的商业周期波动？

我们采用了一种较新的计量经济方法，把这些推动国家商业周期的因素划分为全球因素、组别因素和国家因素。这种方法无需对溢出效应的规模、方向或时间做任何限定性假设就可以反映商业周期的溢出情况。全球因素代表所有国家共同的波动和每个国家的全部3个变量。组别因素反映了某个特定国家群体的共同波动。国家因素表示某个特定国家的全部3个变量的共同波动，但是仅限于该国家。

我们采用这种方法依据的数据集比以前大多数国际商业周期研究中使用的更加全面。我们的数

据集包含106个国家，它们占世界总产出的90%以上，而且时间跨度是1960—2005年。我们把样本国家分为三组：23个工业国家、24个新兴市场经济体和59个其他（低收入）发展中国家。新兴市场经济体与摩根斯坦利新兴市场指数所抽取的经济体相同，但是并没有包括转型国家（它们在20世纪90年代以前的数据很难获取）但包括了中国香港特别行政区、新加坡和委内瑞拉。把通常混合在一起的非工业国区分为两组对于我们的分析非常重要。

影响商业周期的因素是什么？

我们首先分析了1960—2005年间各种因素对商业周期波动的相对重要性。在观察某个特定变量时，我们不是分别给出每个国家的结果，而是给出每个国家组的平均值或者所有国家的平均值。

共同因素（全球因素和各组别因素）对世界商业周期波动有显著影响（见图3）。它们对产出波动的共同影响平均大约为17%。鉴于在我们分析中国家组的大规模和多样性，而且我们测度的是3个宏观经济变量的共同波动，所以这个数值虽然看似较低，却已相当可观。共同因素对于解释国家商业周期的重要作用意味着确实存在“世界商业周期”。

有趣的是，由共同因素解释的产出波动的比例大于消费波动的相应比例。这是一个意外的发现，因为根据主流经济学理论，全球化将使各国的收入来源多样化，并且使他们的消费增长率比GDP增长

图3
发挥作用的共同因素

共同因素对全球商业周期波动的影响负有重大责任，从而证明了国际商业周期的存在。

（商业周期波动的平均份额，%）

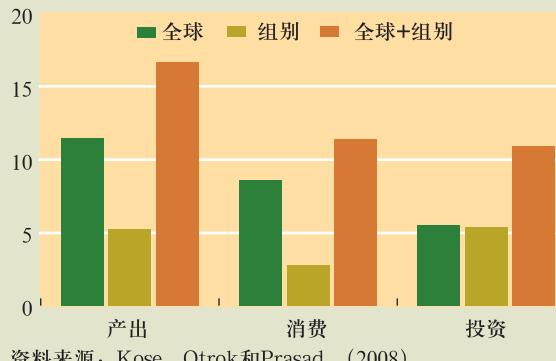
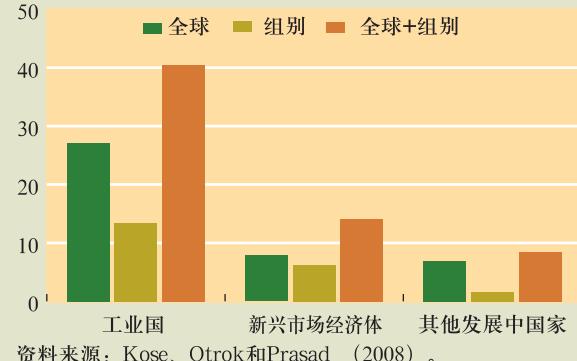


图4
一体化的影响

全球因素对工业国产出增长的影响最大。

（产出增长波动的平均份额，%）



率具有更强的相关性。然而，我们的结论与其他新的证据相符合，即金融全球化并未使新兴市场经济体和其他发展中国家在风险共担方面取得更为有利的结果。

对工业国而言，可以由全球因素解释的产出增长波动的平均份额最大（见图4）。这一点与预期相符，因为工业国与世界贸易和金融的一体化程度最高。一般而言，全球因素对新兴市场经济体商业周期的重要性稍低，而对其他发展中国家商业周期波动的影响最小。

改变中的格局

在过去20年，各种因素的相对重要性有没有随着全球一体化的发展而变化？为了验证这个问题，我们把样本分为两个阶段：1960—1984年和1985—2005年。贸易和金融流动的全球一体化实际上是在20世纪80年代中期开始的，当时许多国家为促进商品和资本跨国自由流动做出了更大的努力。例如，在我们的样本中，过去20年取消贸易限制（如关税和配额）的国家的比重从30%跃升到80%。20世纪80年代中期以来，这种发展使全球贸易和资金流动的绝对值和相对于世界收入都出现了迅猛增长，从而我们有理由把样本划分为两个阶段—全球化前和全球化。

趋同假说认为全球因素的重要性将随着时间而增加，而离散假说预测它会下降。我们有什么发现？最惊人的结论是全球因素对于工业国和新兴市场经济体经济波动的相对重要性都在随时间而下降（见图5）。对于工业国，全球因素的平均贡献从28%迅速下降到9%。新兴市场经济体的下降幅度也很大，从13%下降到4%。相对而言，组别因素对于这两个国家组越来越重要，几乎完全抵消了全球因素重要性的下降。组别因素对于工业国的相对贡献从17%增加到31%，而对于新兴市场经济体从3%增加到9%。因此，在工业国和新兴市场两个组别内部存在商业周期的趋同，但是在两个组别之间则存在商业周期的离散。

对于全球范围商业周期趋同程度的一个有效测度工具是全球因素和组别因素的份额差异之和。这两个共同因素的重要性对所有3个国家组都相当稳定。换句话说，国际商业周期的同步性并没有改变，但是同步的层面已经从全球层面转变为特定国家群体层面。

我们在观察消费和投资波动时得出了类似结论。我们也检验了结论的敏感度，以确保我们的结

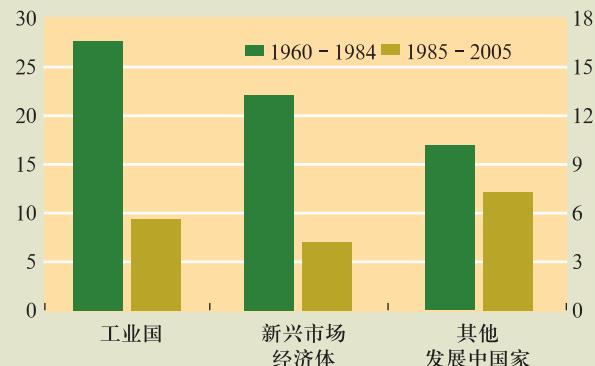
论并不只是由危机事件或一小群国家导致的（比如在亚洲）。我们也确认这些结论对于是否改变样本划分为全球化前和全球化阶段的年份并不敏感。

最后，我们考察了每个国家的结果，而不仅是分析各组国家的平均值。以上讨论结果在国家层面上更具说服力——全球因素的重要性下降了，而各个组别因素的重要性对于大多数工业国和新兴市场经济体是增加的。例如，在工业国中，从第一阶段到第二阶段有16个国家全球因素的方差贡献是下降的，有6个国家保持不变，只有1个国家是增加的。组别因素的相对重要性恰好相反，有13个国家是上升的，而2个国家是下降的。新兴市场经济体也十分相似，全球因素的相对重要性对于12个经济体是下降的，只对其中两个经济体是上升的。相对而

图5

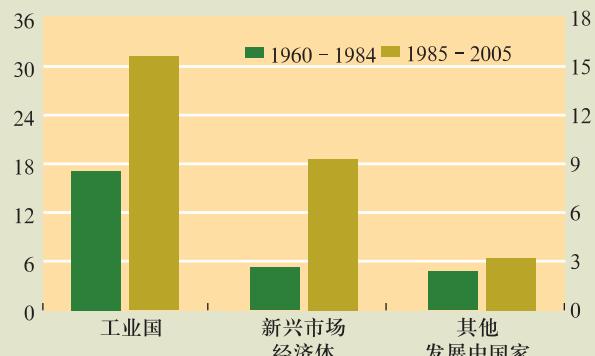
混装包

全球因素在解释商业周期波动方面的重要性下降……
(由全球因素解释的平均产出差异, %)



……但是每个国家组别的特点因素越来越重要。

(由组别因素解释的平均产出差异, %)



资料来源：Kose、Otrok和Prasad (2008)。

注：工业国的差异份额在左坐标，新兴市场经济体和发展中国家的在右坐标。

言，组别因素的相对重要性对于14个新兴市场经济体是增加的，对于任何新兴市场经济体都没有下降。

对结论的详细解释

我们的结论该如何解释？当然，1960年到1984年有许多重大的全球危机：两次石油危机和20世纪80年代同时出现的反通货膨胀事件。但是20世纪80年代中期以来（全球化阶段），普遍性的重大危机越来越少，并且它们对国际商业周期波动的解释作用已经下降。

另外，组别内部的联系得到加强。首先，工业国和新兴市场经济体组别内部的一体化程度已经超过全球一体化。特别是，过去20年里，新兴市场经济体组别的内部贸易几乎已经是这些经济体贸易总量的两倍。与此同时，新兴市场与工业国之间的贸易份额下降了。实际上，新兴市场经济体与发达国家的贸易占新兴市场经济体贸易总量的比例已经从70%下降到50%。其次，各个国家组别内部的金融联系也随着时间的推移不断加强。

而且，生产和贸易格局的多样化发展已经使各个国家组别内部的产品部门结构相似度越来越高。随着这种变革，在解释新兴市场国家和工业化国家的商业周期方面，特定类别的冲击已经变得越来越重要。意料之内的是，全球因素和组别因素对于解释其他发展中国家（受全球化影响最小的国家组别）的经济周期的重要性几乎没有随着时间而改变。

与当前金融危机的关系

这些结论对于有关国家商业周期存在全球趋同还是离散的讨论具有什么含义？我们的发现说明这

个讨论需要一种不同的解决方法。与趋同假说相反，不断发展的贸易和金融一体化与全球商业周期趋同没有必然的联系，全球因素重要性的下降证明了这一点。但是其他层面确实存在趋同的证据。工业国之间和新兴市场经济体之间日益加深的经济一体化已经与国家组别的商业周期紧密相联。

总之，随着时间的推移，工业国之间和新兴市场经济体之间存在着商业周期趋同，但是这两组国家之间同时存在着商业周期的背离或离散。

至于有关近期美国经济衰退可能产生的溢出效应的讨论，不能把我们的发现理解为对离散假说的全面背书。首先，我们的结论来自于众多的工业国，而不仅仅是美国。第二，已往的商业周期表明，美国经济的长期严重衰退比短期温和衰退具有更大的溢出效应。虽然我们这里记录的长期变化表明新兴市场经济体整体日益成为一个独立的全球经济增长发动机，它们与全球商业周期相背离的可能性依然取决于美国经济低迷的持续时间和严重程度。

“过去一年全球金融市场
的混乱已经清楚表明，在
金融市场紧密联系的时
代，长期金融脱钩存在
的可能性很小。”

而且，我们的分析包括了由实际宏观经济总量引起的关联性，但是没有考虑金融关联。换句话说，这些结论不能说明金融方面存在离散趋势的可能性（或者不存在的可能性）。过去一年全球金融市场的混乱已经清楚表明，在金融市场紧密联系的时代，长期离散趋势存在的可能性很小。

M. Ayhan Kose, IMF研究部金融研究室经济学家。
Christopher Otrok, 弗吉尼亚大学副教授。Eswar
Prasad, 康奈尔大学贸易政策系Nandlal P. Tolani高级
教授。

本篇文章基于作者即将发表的IMF工作论文“全球商业周期：趋同还是离散？”



货币调控

交易员在芝加哥商品交易所欧元—美元期权交易大厅。

发达国家政府大多不插手外汇市场，而让市场力量决定本币价值。他们这样做的部分原因是出于意识观念，即相信市场总能正确定价。但是他们不愿意干预的部分原因是他们曾经，特别是20世纪80年代中后期，试图支持主要货币，或者阻止其迅速升值而产生明确的复杂后果。

近期对美元及其他主要货币急剧波动的关注（西方七国集团在2008年4月IMF-世界银行春季会议上就此发表的声明中对此有所体现）使汇率市场干预的可能性再次成为重要问题。然而，如果政策制定者决定干预外汇市场，会产生作用吗？

在教科书的世界里，影响汇率很容易。为了提高汇率，中央银行只要增加政策利率。因为追逐高回报的投资者的货币需求增加，所以汇率升值。中央银行能够通过降低利率降低汇率。现实问题是这些行为将付出以下代价：它们要求中央银行货币政策的首要任务是实现汇率目标，而不是更加通常意义上的控制通货膨胀、支持经济活动或在金融部门紧

张时期提供流动性等国内目标。

为避免这一问题，中央银行开发了一种所谓“冲抵”的技术把货币政策对汇率的作用与其对国内目标的作用分离。这个想法是利用不改变货币供给或政策利率的国内公开市场操作（买卖政府债券）抵消中央银行外汇买卖。例如，如果美国政府为支持美元进行干预（利用它的某种外汇储备购买美元），那么这种操作将使美元退出流通并使货币供给下降，这等同于提高利率——如果经济处于衰退的边缘，这并非什么好消息。为了“冲抵”这项操作，美联储将从公开市场上购买美国国债注入美元，从而使货币供给和利率恢复到原有水平。

但是如果冲抵操作意味着利率没有变化，那么它为何会影响汇率？实际上，在具备完全资产替代性、充分信息和市场完全自由流动的情况下，它不会影响汇率。

本文研究冲抵操作如何影响汇率并对这种操作的效果进行实证检验。本文重点关注主要货币——美元、日元和欧

为了使汇率干预发挥作用，各国中央银行需要联合行动

Atish Ghosh

元——因为这些货币庞大的市场规模意味着在这种条件下的干预效应很可能不同于发展中国家和新兴市场国家中央银行的干预。

途径种类

经济学家确定了冲抵操作影响汇率的三个主要途径：证券投资平衡、信号和微观结构途径。

通过证券投资平衡途径，相对资产供给影响风险溢价，从而影响汇率。假定某个中央银行正在试图使本币对美元贬值，它首先用本币购买美元，因为这样会使货币供给增加，通过销售以本币表示的政府债券换取货币的方式“冲抵”这种干预手段，从而使货币供给恢复到原有水平。总的结果是以本币表示的债券供给量增加。如果资产不是完全可替代的，债券供给量增加会提高它们的风险溢价，从而导致汇率贬值。

虽然，有证据表明资产并非完全可替代的，对证券投资平衡途径如何运作的详细描述表明，它在实践中可能只适用于主要货币。流通中的股票资产规模非常庞大，从而要求政策干预的幅度也非常大，以期对风险溢价以及汇率产生显著影响。

通过信号途径，中央银行向市场传达它的政策意图或与未来货币供求（或者与之相当的利率走势）有关的非正式信息。一种良好的预期循环将会出现：例如，如果中央银行可信地传达了有关汇率过高的观点，并愿意在必要情况下调整政策利率，那么市场预期将引起本币抛售，从而使汇率如愿贬值。

但是为何中央银行不能直接公布它的意图或信息？为何需要政策干预使这种公布更加可靠？一个原因可能是政策干预使中央银行“说话算话”。设想某个中央银行通过购买外币使本币贬值。如果本币随之贬值，那么它就会遭受外币购买力的账面损失。即使对于较大的中央银行，这些损失也会引起政治麻烦——这使市场相信中央银行将遵照由冲抵干预发出信号的政策意图行事。

近期一些研究表明市场微观结构——每时每刻不断涌现的买卖定单流——会影响资产价格，因为这些定单流把信息含蓄地传达给市场。通过改变这些定单流，中央银行的政策干预可以影响汇率。

类似的，如果中央银行的政策干预能够成功地影响汇率，某些市场参与者可能“随大流”并放大政策干预的效应，触发汇率的关键技术水平或支撑点被打破。如果存在大量专业交易人员（即基于专业分析进行交易的市场参与者），最初的干预会产生更大的效应，特别是在汇率被认为远离其均衡水平的情况下。

最后，即使冲抵干预对汇率水平只有很小的或者

暂时的影响，反复进行干预将对多变的汇率产生长期影响。实际上，当市场秩序混乱和波动太大的时候，中央银行经常实施政策干预。

一些干预政策选择

中央银行面临的一个选择是公开干预还是秘密干预（尽管因为对定单流的上述影响，没有任何干预可以完全秘密进行）。当公开干预的时候，信号途径无疑是最有效的。但是中央银行会希望首先通过秘密干预悄悄试水——以便测定市场深度和潜在波动性。如果政策干预没有成功地使汇率朝预期方向转变，这种做法有利于维护中央银行的信誉。

在某些经济条件下，人们更倾向于选择秘密干预。假设中央银行有某些非正式信息，一旦向市场公开将引起汇率的突发性剧烈变动（例如，中央银行提前注意到贸易收支的“不良”数字）。在这种情况下，公开干预将使该信息曝光，从而导致汇率不合意地突然变动。通过秘密干预，中央银行只透露部分信息，从而使汇率朝预期方向变动——从而在公开信息（如贸易数字）时避免了汇率的突然波动。

另一个选择是应该单方面实行干预还是与一个或更多中央银行协同合作。协同干预当然看来最为有效。在证券投资平衡途径中，发挥重要作用的是相对资产供给：如果一国流通股票资产增加，另一国下降，与只有一个国家的股票资产变化相比，显然对相对资产供给具有更大的影响。同样，在信号途径下，发挥重要作用的是相对货币供给（或者利率差额——一个国家与另一个国家的利率差异）。如果协同干预发出的信号是两国利率将按照预期朝相反方向变动，那么它对利差以及汇率的影响相应地将会更大。协同干预虽然更有效但可能更难以实现，因为它要求各国中央银行在汇率的目标水平和动态变化，以及操作和配套合作方面达成协议。但是即使没有协同干预，为了使干预成功，中央银行的政策或声明至少不能与其他中央银行相冲突。

历史记录的含义

那么冲抵干预在实践中的效果如何？经验证据比较复杂。虽然20世纪80年代的许多研究（例如Jurgensen报告（1983））发现它的作用有限，近期的证据——特别是基于事件研究的证据——却更加令人鼓舞。20世纪80年代中期以来有五次重要的协同干预事件：1985年广场协议是为了加强非美元的5国集团货币；1987年卢浮宫协议是为了使美元对其他6国集团货

币升值；1995年7国财长会议是为了支持美元；1998年美国和日本共同干预支持日元；2000年欧洲中央银行、美联储和英国、日本、加拿大中央银行支持欧元。当然，其中四次是成功的，因为它们代表了该货币的大致转折点（与预期方向相符）——尽管很难说如果没有进行干预的话会发生什么（例如，到1985年美元汇率已经非常高，无论如何都可能开始贬值）。

与冲抵干预的信号途径一致的是，这些事件成功的一个关键因素是利差会很快随着政策干预同方向变动——或者至少不会反方向变动。一个重大失败也突

显了这个效应：1987年4月的卢浮宫协议没有成功使美元升值。虽然同年夏季，美国与德国的利差最初增加了，但是由于担心通货膨胀的压力，德国开始提高它的利率。再加上美国贸易赤字，结果造成美元迅速贬值和1987年10月的股票市场崩盘，因为市场期待美联储为了应对美元疲软带来的通货膨胀压力而收紧货币政策（提高利率）。

因此理论和经验表明，冲抵干预可以是有效的——但条件是在必要的时候可以期待获得应急性支持政策。这样，冲抵干预可能不会构成一种完全独立的政策工具。尽管如此，如果实施得比较可靠，特别是如果中央银行之间相互协调，它就可能为实现政策目标提供某些额外的灵活性。并且特别在金融紧张时期，由于中央银行想方设法达到各种国内外目标，他们可能发现自己在政策工具箱里到处寻找任何能够发挥作用的工具。

Atish, IMF研究部处长。

参考文献：

Dominguez, Kathryn, and Jeffrey Frankel, 1993, "Does Foreign Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect," *American Economic Review*, Vol. 83 (December), pp. 1356–69.

Evans, Martin, and Richard Lyons, 2002, "Order Flow and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 110 (February), pp. 170–80.

Fatum, Rasmus, and Michael Hutchison, 2006, "Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25 (March), pp. 199–219.

Ghosh, Atish, 1992, "Is It Signaling? Exchange Intervention and the Dollar-Deutschmark Rate," *Journal of International Economics*, Vol. 32, pp. 201–20.

—, 2002, "Central Bank Secrecy in the Foreign Exchange Market," *European Economic Review*, Vol. 46 (February), pp. 253–72.

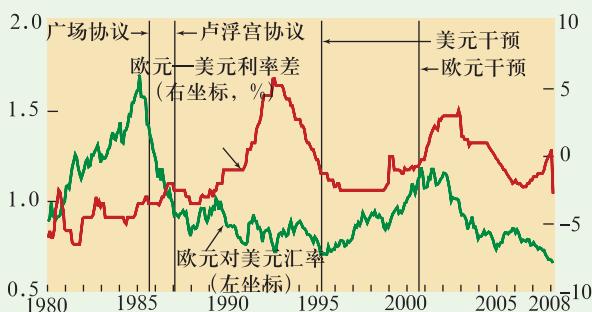
Ishii, S., J. Canales-Krilljenko, R. Guimarães, and C. Karacadag, 2006, "Official Foreign Exchange Intervention," *IMF Occasional Paper No. 249* (Washington: International Monetary Fund).

Jurgensen, Philippe, 1983, "Report of the Working Group on Exchange Market Intervention [Jurgensen Report]" (Washington: U.S. Treasury Department).

Mohi-uddin, Mansoor, 2008, "Does Co-ordinated Intervention Work?" (unpublished; Union Bank of Switzerland).

转折点

20世纪80年代中期以来，五次重要的协同干预中有四次成功地使货币朝预期方向变动。这些案例成功的一个关键因素是支持性利差。



资料来源：IMF，《国际金融统计》。

注：纵坐标代表协同干预的主要事件。在欧元出现之前的年份，欧元对美元的汇率和利率差是按照德国马克对美元的汇率计算出来的。

缩小技

技术进步——货物和服务的生产、销售以及运输到市场方式的改进——是人类进步和发展的核心。得益于技术进步，发展中国家的绝对贫困人口份额，从1990年的29%减少到2004年的18%。

随着发展中地区收入的增长，技术进步也有所进展。

(平均年度变动百分比，1990—2005年)



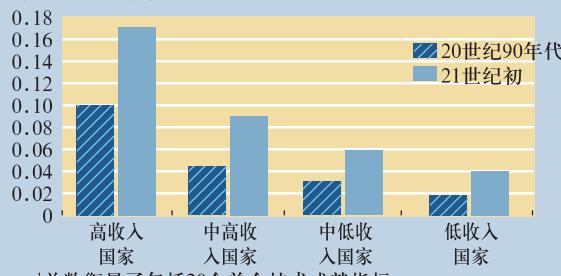
¹全要素生产率的增长概括了所有对GDP增长的影响——例如技术——而不是资本和劳动力的增长。

²欧洲和中亚的数据取自1995—2005年。

因此，尽管目前富裕国家和贫困国家之间的技术差距仍然很大，但已有所缩小。低收入国家只使用了高收入国家所用技术的1/4。

……但高收入国家和低收入国家之间的技术差距依然很大。

(技术成就指数)¹

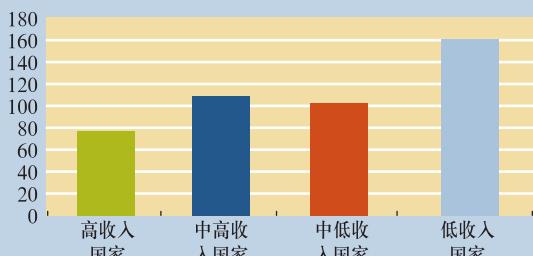


¹总数衡量了包括20个单个技术成就指标。

20世纪90年代至21世纪初，发展中国家（即低收入国家、中低收入国家和中高收入国家）的技术进步超过了高收入国家的技术进步。当然，低收入国家的初始技术水平起步非常低。

在低收入国家，技术进步非常迅速……

(技术成就指数变动百分比，21世纪初和20世纪90年代)¹



¹总数衡量了包括20个单个技术成就指标。

发展中国家所享有的强劲的技术进步主要来自采用和吸收现存技术。与其经济规模相比，这些国家对世界创新的贡献相对较少。

大多数低收入国家很少活跃在全球技术前沿

(1990—2005年科学创新和发明的密集度；指数，高收入国家=100)¹



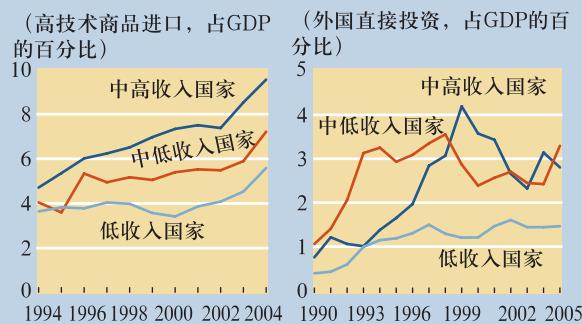
¹技术成就指数的一个次指数。

Andrew Burns (世界银行) 提供。基于世界银行和《2008年全球经济展望》。

术差距

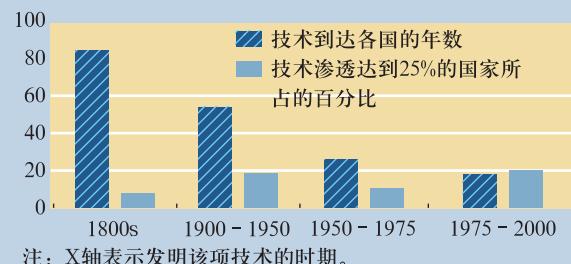
通过增加从国外获取的技术，促进了发展中国家之间的技术融合。在过去15年，外国直接投资水平以及高技术、商品货物的进口占GDP的百分比成倍增长。部分是由于同居住在国外并且受过良好教育的移民人口接触的结果。

市场开放刺激技术转移。



部分由于开放度增加的结果，更新的技术——例如移动电话、计算机和互联网现在发展更为迅速。20世纪初，新技术需要50年以上的时间才能到达大部分国家，而目前只需16年。由于许多发展中国家缺乏必要的技术能力掌握新的甚至较为陈旧的技术，因此技术在这些国家内部传播缓慢。

各国之间技术扩散加速，但在国家内部的渗透仍然缓慢。



在国家内部技术扩散较慢意味着，尽管单个城市可能是技术的领先者，但国家整体的技术使用水平可能很低。例如，在印度的城市地区，每两个家庭中就有1个以上拥有移动电话，然而在农村地区，每10个家庭中只有1个拥有移动电话。

在许多国家的农村地区，例如印度，较慢的技术扩散限制了其技术成就。

(印度每100人中的电话用户数)



尽管更好的宏观经济和教育政策，以及诸如电子网络、道路基础设施、电话线路、卫生设施网络等陈旧技术的传播促进了发展中国家的技术扩散，然而进步仍然缓慢，吸纳新观点和新技术的能力仍然不强。

缩小差距

为继续追赶上收入国家，发展中国家必须采取以下措施：

- 通过贸易开放、外国直接投资和移民人口的参与，维持与国外技术的联系。
- 进一步改善投资环境，以让创新企业成长。
- 投资授权技术和基础设施建设，例如道路、电力和电话。
- 通过经济发展改善教育质量并扩大教育的数量，而不仅限在主要的中心地区。
- 通过加强技术分发系统以及面向研发项目的市场建设，加强技术扩散。

资本的故事

低收入国家私人投资的急剧增长，是个说不尽的成功故事

Thomas Dorsey

在过去的25年里，世界各个低收入国家（LIC）的私人资本流入大幅度增长，就发展而言，这是个好消息。资本流入与类资本流入（如援助捐赠和汇款，这些可以代替资本流入），以低收入国家对外直接投资的急剧增长为代表，正处于历史最高点。

自1980年以来，政府对政府的援助捐赠和贷款的增长同低收入国家的GDP仅仅存在线性关系，而以私人主要来源的投资增长则是低收入国家GDP的四倍，外国直接投资的增长甚至更为强烈，这些都刺激了发展。承诺给予低收入国家的官方援助目前还没有到位，而联合国的千年计划——包括减少贫困，改善生活水平，其实现仍旧遥遥无期，在这种情况下，私人投资的大幅增长出现了。

低收入国家是一个差异化的群体，只有人均收入低这个共同点把它们联系在一起。印度是最大的低收入国家，拥有10亿人口，2006年的GDP是7720亿美元。印度与巴西、俄罗斯、中国一起，作为主要的新经济体，被称为“金砖四国”。多米尼加是最小的低收入国家，有7万人口，GDP是2000万美元。低收入国家遍布世界各地：非洲、亚洲、加勒比海、东欧、拉丁美洲和南太平洋地区。

低收入国家的资本流入，是一个没有被很好认知和研究的课题。到目前为止，对于资本流动的研究，都集中在了规模较大的新兴市场，部分原因是由于低收入国家在发展中国家资产和负债项目上的资本流动，只占据了很小的份额（5%—20%）。目前，对于低收入国家的研究主要集中在资本外逃和官方现金流量上，注重官方债务和官方债务减免。

但是IMF新开展的一项工作，就是要修正对于低收入国家资本和类资本流入的忽视（Dorsey等,2008；详见专栏）。本文查看了这种融资上的戏剧性改变与世界上较贫困的国家有多大的关系，并检验了这一改变是否有下降趋势。



评估新的资金流动

相比其他发展中国家，如果低收入国家仅仅是作为较贫困的经济体收到与其规模相一致的较少的资金流入，那么，有关低收入国家资本流入特征研究的缺乏，也就没什么要紧的。然而，事实却是，流入低收入国家的资本组成与流入较高收入国家的有着很大不同。与高收入国家相比，政府贷款和外国援助对低收入国家来讲更为重要，而银行贷款、股票销售、债券及其他证券不像在新兴市场那么重要。

就本研究而言，我们将低收入国家定义为有资格从IMF获得优惠贷款（所谓的减少贫穷促进增长信贷办法）的78个国家。

关键术语解析

- **资本流入：**是指对其他国家债务的净变动情况（例如FDI，证券投资流动，如股票或国库券以及贷款）。
- **类资本流入：**总的来说，类资本流入包括经常项目转移支付（官方的和私人的），债务减免和其他资本账户的资本转移。

国际收支平衡表的其他项目流动可以代替资本流入，即使它们不会导致财产所有权的转变。外国援助（捐赠和官方转移支付）和债务减免可以代替官方（政府对政府的）贷款；对外汇储备的应用可以代替新的借款；而私人转移支付，例如汇款，在某些情况下可以代替官方发展援助。

- **资产流出：**评估资本流入和类资本流入的益处及其他影响，部分的取决于这些资金是如何运用的。这些资金可以用于出口也可以用来获取外国资产。本研究集中在国际储备的变化和其他金融资产的积累上。净误差及遗漏项，有时被认为是变相的或是无记录的资本流入，也被包括在资本外流中。



越南的汽车工厂里，工人们在装配发动机，该工厂的部分融资由外国投资提供。

我们发现，流入这些国家群体的资本或类资本，从1980年占低收入国家GDP的4%，上升到2006年占GDP的10%还多（参见图1）——这种增长几乎完全是由私人部门为来源的资本驱动的。事实上，20世纪80年代，私人部门的资本流入，如FDI和汇款，就已经约占到总流入的一半，成为近10年来资金流入的决定性来源。

许多国家改善了经济政策，推动了投资和贸易环境自由化，经济表现更加稳定，进而吸引了资本流入。

许多低收入国家，特别是非洲，感受到了官方债权人（包括国际货币基金组织和世界银行）债务减免所带来的刺激效应。尽管每个国家的情况有所不同，总体而言，新的资本流入与经常账户余额的改善，与

没有产生新的无法负担的借款有关。

就官方资本流动而言，政府对政府的捐助和贷款只是与低收入国家的GDP保持同样的增长步伐，占总资本流入的份额在稳步下降。但在官方资本流入上，有一个明显的趋势，就是捐助代替了贷款（参见图2）。与宣布的援助政策相一致，官方经常项目转移支付（捐赠）几乎翻了两番，在20世纪80年代早期占低收入国家的GDP大约0.5%，到2006年上升到1.3%。

与此相呼应的是，给予低收入国家的官方借款（债务减免净额），从20世纪80年代至90年代占低收入国家GDP的1.5%，下降至2006年的0.2%。如果不将债务减免从官方借款中剔除（也就是说，将债务减免作为一项资本流出），官方借款在2006年就变为负的了（衡量负债和官方债权人的变化）。

对于私人资本流动的研究表明，自20世纪80年代以来，它们增长了4倍之多（见图3）。低收入国家资本流入转变的最大特征是，在1980—2006年间，外国直接投资占低收入国家GDP的份额增长了10倍多。在20世纪80年代早期，资本流入平均只占低收入国家GDP的0.2%，而到2006年，已经稳步上升到超过3%。

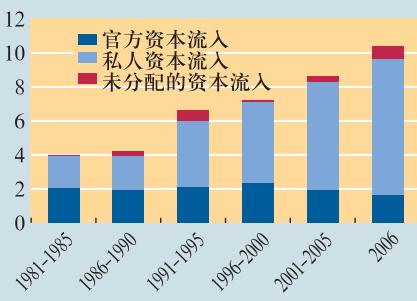
私人经常项目转移支付上只有不太明显的上升，包括工人的汇款和其他私人转移支付。自20世纪80年代以来，这些项目占低收入国家GDP份额增长了3倍多，从20世纪80年代早期占GDP的1.1%，上升到2006年占GDP的3.6%。除私人资本流入以外的外国直接投资和私人转移支付，在20世纪80年代至90年代，平均只占GDP的0.5%，2003—2006年，刚刚增加到GDP的1%。

与增加的资本流入相一致，低收入国家也积累了官方储备（见图4）。储备存量从1995年相当于3.1个月出口的商品和服务，上升到2006年相当于6.5个月出口的商品和服务。这种自我保障可能是借贷减少的一个因素，较高的储备使得低收入国家放弃借款，倘若发生冲击，可以动用官方储备。

图1 呈阶梯状上升的资本

以来自私人部门的资本为驱动力，低收入国家的资本流入大幅度上涨。

（占低收入国家GDP百分比）

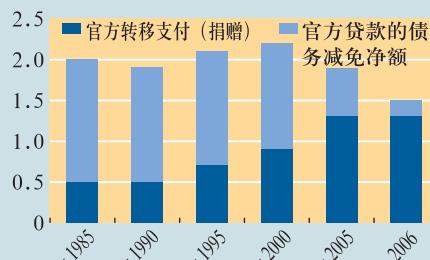


资料来源：IMF，世界经济展望数据库。

图2 没能实现

承诺给予的官方援助并未实现，但是捐赠代替了贷款。

（占低收入国家GDP的百分比）



资料来源：IMF，世界经济展望数据库。

源于非洲的故事

是印度或其他的亚洲低收入国家导致了这种结果么？换句话讲，同样的结论是否也适用于非洲国家？这是一个公平问题，鉴于低收入国家之间的巨大不同和地区、规模

上的差异，以及其他因素都可能影响经济上的分析和表现。印度大约占了低收入国家全部GDP的一半，非洲、东亚和南亚的低收入国家大约各占低收入国家全部GDP的1/5，其他所有地区（加勒比海、高加索地区、欧洲东南部、中亚、拉丁美洲、中东和太平洋岛国）的低收入国家占了剩下的7%。

正如结论所示，这三个较大地区的资本流入都显示出了增加的私人资本流入和较为平稳的官方资本流入。非洲、印度、东亚和南亚低收入国家的私人资本流入是大致相当的，从20世纪80年代占GDP的1%—3%，增加到2006年的占GDP的6%—10%。

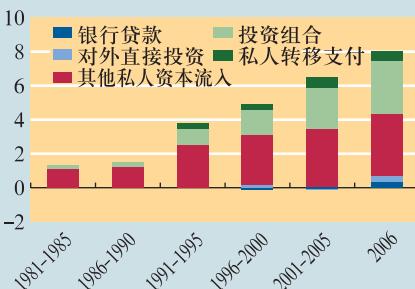
不同地区间私人资本流动的组成部分有所不同。FDI是非洲低收入国家资本流入最重要的源泉，而对东亚和南亚的低收入国家（包括印度）来讲，私人转移支付是资本流入最重要的源泉。不过，这3个地区所有的组成部分都有了大幅增长。

在这3个地区，官方资本流入的起始水平是不同的——非洲低收入国家的水平明显高于东亚和南亚的低收入国家，而印度的水平非常的低。近几年来，流入非洲低收入国家的私人资本已经与流入亚洲低收入国家的相融合，说明数十年来，投资非洲的不利因素已经不复存在。

私人资本流入的增加也是广泛地建立在低收入国家的其他多样性上的。例如，私人资本大量涌入矿产和石油资源丰富的国家，而矿藏不丰富的国家其比例也大致相同。矿藏和石油资源丰富的国家，有着较高的外国直接投资水平，而矿藏不丰富的国家，有较多的汇款和其他私人转移支付(Dorsey等,2008)。私人资本流入增加，以及其他方面的资本流入，即低收入国家在负债和负债减免上的不同历史，有着大致平行的趋势。

图3
一路领先

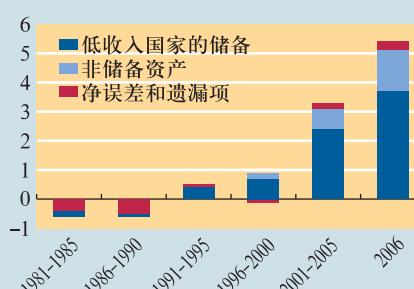
对外直接投资导致私人资本流入的增加。
(占低收入国家GDP的百分比)



资料来源：IMF，世界经济展望数据库。

图4
防范冲击

低收入国家建立起由储备支撑的缓冲体制。
(占低收入国家GDP的百分比)



资料来源：IMF，世界经济展望数据库。

故事背后的故事

这些巨大转变的产生原因各异。私有化或允许外国公司收购国内的公司，可能会给FDI创造出一次性的机会。另外，一些低收入国家过去曾经限制外国公司的首次投资，现在也变得更加开放。这些政策是很难量化的，但近年来已经有了自由化的趋势 (Reddy, 2007)。

总体投资环境的改善也起了作用，包括贸易政策和影响商务设立、运营的成本和交易的政策 (Busse和Groizard, 2006; Bénassy-Quéré、Coupé和Mayer, 2007; Naudé和Krugell, 2007)。随着对FDI的直接管理，低收入国家有向贸易自由化转变的趋势，而商业环境也与FDI的增长相适应。

更广泛的政策考虑也鼓励了对低收入国家的投资。过去的10年间，低收入国家的通货膨胀、财政状况和对外贸易差额都有了很大改善 (Selassie等, 2006)，这又巩固了投资环境。其他因素，如政策稳定性等是难以量化的，但毫无疑问，当环境改变时，会吸引更多的FDI。

世界其他地区的经济发展也促进了FDI的增长。发达经济体和新兴经济体投资收益率的降低，催生了对于更高投资收益的寻求，包括“尚待开发”的低收入国家市场。另外，主权财富基金资产的增加，也推动了在原来没有被涉足的领域，如低收入国家，对于新投资机会的追求。

汇款与移民向外迁徙有着密切的联系，但政策因素也起了作用。较低的交易成本 (Suro等2002; Fajnzylber和Lopez, 2007)、外汇管制的缺失、黑市汇率升水以及不稳定的宏观经济环境，也助长了汇款的增加。然而，这些研究大部分是建立在对中等收入国家的移民之上的，至于是否同样适用于低收入国家，仍需要继续探讨。

无论在什么情况下，汇款的波动性都小于官方资本流入和其他私人资本流入 (Buch和Kuckulenz, 2004)，而且汇款趋势与国家接受的捐赠相反 (Chami、Fullenkamp和Jahjah, 2005)，有关这一点，大家已经达成共识。

政策影响

决策者是否应该关注这些流入资本的规模？毕竟，大规模的资本流入或资本流入增加通常会引起关注，这些资本流入是金融上无法负担的经常账户赤字，还是增加了国家应对资本账户危机的脆弱性？在评估资本流入时，一些重要的因素需要考虑在内。

- 流入的资本，是否是巨额的或扩大的经常账户赤字；
- 这些资本是否创造了潜在的无法负担的债务积累；
- 国家应该在多大程度上以国际储备的形式保存这些资本流入。

以上面的每一条标准来看，低收入国家的资本和类资本流入都是良性的。低收入国家的经常账户赤字总量从20世纪90年代大约占GDP的3%，缩小至2006年的近乎平衡。而储备积累从20世纪90年代末期的近乎为零，稳步增长至2006年大约占GDP的4%，这为外部冲击和资本流入的减少提供了一些保障。只有小部分的资本流入是由债务创造的，因为它们是由对外直接投资和转移支付主导的。并且没有抵消非储备资产外流的迹象（例如，资本抽逃）。不过，考虑到低收入国家的问题，应该对这种趋势及政策影响进行谨慎的解读。IMF的工作人员预计，将不得不对由于长期滞后和巨大差距而无法获得数据的国家，开展数据修补工作。

底线是资本和类资本流入低收入国家的这种趋势似乎不会带来巨大的危机，但是确实给决策者带来了挑战。

第一，从官方资本向私人资本的转变，意味着低收入国家的政府不能够再直接决定外来资金的用途

了。这些私人资本的流动更加稳定，并且这种私人对私人流动的转变，能够让低收入国家的私人部门意识到这种趋势是很好的机会。由于私人资本所具有的优势，私人部门可以决定是将资金节省下来，还是将资金用于其他用途，政府对于这些资金的影响将逐渐减弱。

第二，对低收入国家而言，较高的资本流入意味着更加稳定和更加多样化的融资渠道。不过，私人资本流入可能会越来越成为低收入国家外部脆弱性的来源，因为它们能够以不通过低收入国家决策者的方式迅速抽离。这些新增的资本流入会要求管理当局重新考虑其政策，以解决对于可持续发展、相对价格和竞争力的影响以及相伴随的政策和机构改革的关注。

然而，就低收入国家的管理者而言，如果它们不能监管私人资本流入的话，他们很难对这种资本流入转变作出合适的反应。国家收支平衡表方面的弱点可能会破坏低收入国家经济决策的基础。从某种程度上来讲，低收入国家的决策者无法得到实时更新的数据，可能会导致政策决定趋于盲目。因此，为了低收入国家的管理当局优先考虑这些迅速增加的私人资本流入，应当实时更新收支平衡表的数据。

第三，尽管数据上存在不确定性，低收入国家的对外部门政策需要着重考虑与这些新的资本流入有关的政策。较强的债务管理和良好的捐赠关系对于鼓励和管理官方借款是相当重要的。然而，对私人资本流入而言，低收入国家能够保持一个稳定的宏观经济环境，良好的商务氛围以及高效的国际转移支付机制，似乎更为重要。

Thomas Dorsey，IMF政策制定与检查部处长。

参考文献：

- Bénassy-Quéré, Agnes, Maylis Coupet, and Thierry Mayer, 2007, "Institutional Determinants of Foreign Direct Investment," *World Economy*, Vol. 30, Issue 5, pp. 764–82.
- Buch, Claudia, and Anja Kuckulenz, 2004, *Worker Remittances and Capital Flows to Developing Countries, Discussion Paper 04-31* (Mannheim: Center for European Economic Research).
- Busse, Matthias, and José Luis Groizard, 2006, "Foreign Direct Investment, Regulations, and Growth," *World Bank Policy Research Working Paper 3882* (Washington).
- Chami, Ralph, Connell Fullerkamp, and Samir Jahjah, 2005, "Are Immigrant Remittance Flows a Source of Capital for Development?" *IMF Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 52 (April), pp. 55–81.
- Dorsey, Thomas, Helaway Tadesse, Sukhwinder Singh, and Zuzana Brixiova, 2008, "The Landscape of Capital Flows to Low-Income Countries," *IMF Working Paper 08/51* (Washington: International Monetary Fund).
- Fajnzylber, Pablo, and J. Humberto Lopez, eds., 2007, *Closer to Home* (Washington: World Bank).

International Monetary Fund (IMF), 2005, *World Economic Outlook, April* (Washington).

Naudé, W.A., and W.F. Krugell, 2007, "Investigating Geography and Institutions as Determinants of Foreign Direct Investment in Africa Using Panel Data," *Applied Economics*, Vol. 39, pp. 1223–33.

Reddy, Yaga Venugopal, 2007, "Point of View: Converting a Tiger," *Finance & Development*, Vol. 44 (March), pp. 20–23.

Selassie, Abebe Aemro, Benedict Clements, Shamsuddin Tareq, Jan Kees Martijn, and Gabriel di Bella, 2006, *Designing Monetary and Fiscal Policy in Low-Income Countries, IMF Occasional Paper 250* (Washington: International Monetary Fund).

Suro, Roberto, Sergio Bendixen, B. Lindsay Lowell, and Dulce C. Benavides, 2002, *Billions in Motion: Latino Immigrants, Remittances, and Banking* (Washington: Pew Hispanic Center and Multilateral Investment Fund).

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 2005, *Economic Development in Africa: Rethinking the Role of Foreign Direct Investment* (Geneva).



在加纳，医生正给一个男孩治病。

目标期限过半，许多千年发展目标可能无法实现日益引起关注。

Zia Qureshi

世界各国首脑在2000年曾经保证在2015年之前实现8个联合国千年发展目标（MDGs）——包括贫困、健康、教育、性别和环境（见专栏1）——以期提高生活水平。虽然在某些方面已经取得了很进展，但是大多数地区和国家的很多目标依然无法实现。

现在扭转这种情况是否太晚？还不算晚。对于大多数国家，如果它们及其发展伙伴付出更大努力，大部分MDGs还是能够实现的。抱着这种想法，2008年下半年安排了一系列高层国际会议——为中期报告确定基调——试图为实现MDGs加油鼓劲。本文分析了在哪些方面取得或者没有取得进展及其原因。它还关注了应着力推进以使其发生改变的6个优先领域，这6个重点在由IMF和世界银行共同发布的今年的《全球监测报告》中逐个列出。拟议的日程强调了相关主题的广泛性和可持续性。它还呼吁推动落后国家的经济增长和确保经济增长的利益惠及穷人。它也强调经济发展与环境可持续性相结合的必要性。

一半满的还是一半空的？

实现千年发展目标的期限已过半，形势复杂。与人类发展领域（完成初等教育、儿童死亡率和孕产妇健康）或者性别平等（在初等和中等教育的性别平等

方面取得了较大进展，但是在高等教育和更广泛地赋权于妇女方面进展缓慢）相比，经济增长或者基础设施网络扩张（收入性贫困或洁净水的获取）更有利于目标的实现，影响也更直接（见图1）。不同国家、地区、收入组别和制度状况之间的进展也存在显著差异——脆弱的饱受战争冲突影响的国家总是落后的。如果当前趋势持续下去，世界作为一个整体将实现减贫目标，但却可能错失实现其他大部分千年发展目标的机会，即使不是全部目标。

在地区层面上，撒哈拉以南非洲地区在所有千年

专栏1 千年发展目标

1. 消除极端贫困和饥饿
2. 实现普及初等教育
3. 提高性别平等并赋权于妇女
4. 降低儿童死亡率
5. 改善孕产妇健康
6. 战胜HIV/AIDS、疟疾和其他疾病
7. 确保环境可持续性
8. 为发展建立全球伙伴关系

发展目标上都严重落后。南亚可能能够实现减贫目标，但是在大部分人类发展目标上进展非常缓慢。其他地区情况稍好，但是按照目前的趋势，任何地区都不可能实现所有千年发展目标。

在国家层面上，许多国家可以列出他们努力实现千年发展目标过程中的突出成绩和重大事件，但是大多数国家目前都脱离了实现大部分目标的轨道。

贫困和饥饿。全世界正在实现MDG1下的第一个目标——到2015年使极端贫困人口（日消费低于1美元）比例减半。这一成功来自于过去5年发展中国家年均7%以上的经济高速增长。由于国内改革和更有利于贸易、金融、技术和移民的全球环境，大部分低收入和中等收入国家过去10年经济增长加速。总体而言，发展中国家极度贫困人口的比例有望从1990年的29%下降到2015年的10%（使用依据2007年12月公布的新的购买力平价指标修订的贫困人口数）。

1990—2004年间发展中国家极度贫困人口减少了2.78亿。贫困人口绝对数量的大规模减少是在不考虑同一时期发展中国家人口增加10亿的情况下实现的。在经济增长最强劲的地区贫困人口减少最多。但是进展并不平衡，落后的国家集中在非洲。虽然在全球层面上将实现减贫目标，撒哈拉以南非洲却可能无法实现。过去10年这个地区出现了经济增长，但是大约20个国家依然被低增长所困扰。

在非洲以及其他地区，脆弱国家减贫进展最缓慢——它们受到战争冲突的折磨和管理水平低下、生产力落后的阻碍（见图2）。事实上，总体来说，这类国家出现极度贫困的几率增加了。脆弱国家（大部分在撒哈拉以南非洲地区）人口占低收入国家人口的不足1/5，而占这些国家贫困人口的1/3以上。

千年发展目标1也要求将饥饿人口减半。在减少儿童营养不良方面已经取得了很大进展，但是营养不良发生率似乎无法减半，特别是在撒哈拉以南非洲和南亚，那里35%的5岁以下儿童发育不良的情况很难改善。这一目标上缺乏进展的影响很大，因为减少儿童营养不良就有很大可能改善儿童的健康状况和教育水平，以及最终改善个人和家庭福利。近期粮食价格迅速上涨反而增加了采取有力措施对抗营养不良的紧迫性。

人类发展。在当前形势下，大部分与人类发展有关的MDGs很难在全球层面上实现。有些地区将实现其中某些目标，但是撒哈拉以南非洲和南亚很可能严重落后。实现健康目标的前景最不乐观，无论在全球层面上还是在某些地区，在减少母婴死亡率和提高基本卫生设施的可及性方面都存在巨大差距。HIV患病率在非洲略有下降，但在其他地区却增加了。教育目标的前景较好。世界可能无法实现普及初等教育的目

标，但是将接近这一目标。

回到正轨

实现千年发展目标的动力将越来越集中到低收入国家，特别是脆弱国家身上。许多中等收入国家，特别是那些聚集了大量贫困人口的国家，在实现某些目

图1

得与失

全球范围内各国在MDGs上的进展和前景差异很大。

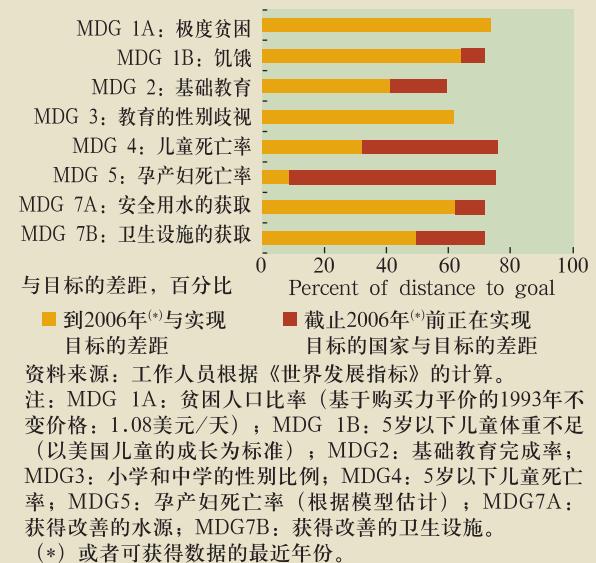
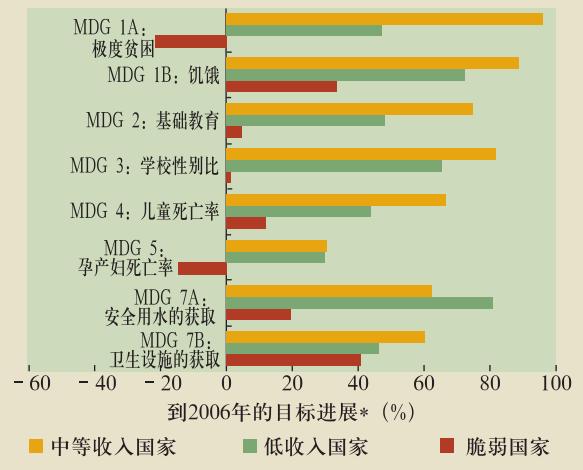


图2

领先和落后

脆弱国家在MDGs进展方面最落后。



标方面也将面临重要挑战。怎么办？《全球监测报告》提出了六方并举的议程。

保持和扩大增长势头。为了实现千年发展目标，全面有力的经济增长必须成为战略核心，包括共同致力于推动落后国家的经济增长。穷国必须实现7%以上的GDP年均增长，以消除严重贫困。虽然非洲的经济增长状况已经改善，但是只有1/3的人口生活在过去十年达到这一GDP平均增长水平的国家。各个国家促进经济增长的具体措施不同，但有3个方面是最基本的：有效的宏观经济政策；有利的私人投资环境，包括有权使用主要基础设施；良好的治理（在脆弱国家也包括较好的治安）。在许多低收入国家，有活力的农业部门是实现全面有力的经济增长的关键——并将有助于缓和食品价格上涨的压力。发展中国家经济增长的风险来自于金融市场的混乱，并与发达国家的经济减速有关，需要谨慎监督并作出适当的政策反应。

在人类发展方面取得更好成果。除了投入更多资源外，改善治理结构、加强责任机制、健全支出管理对于改善教育和保健水平并确保穷人和得不到服务的人口受益也很重要。必须更加重视消除营养不良，特别是儿童营养不良，以便为取得更好的人类发展成果奠定坚实基础。政策干预必须考虑健康和教育成果、

专栏2

环境如何配合

环境的可持续性对于经济持续增长和减贫至关重要。它也提升了人类发展目标，例如健康、营养和教育程度的提高。因此，穷国的经济发展可以通过提高对现代能源（发展中国家人口的1/3尚未通电）和清洁高效技术的利用能力，以及减少对砍伐森林等损害环境的行为的依赖性，为环境的可持续发展做出贡献。

自然资源管理：大多数发展中国家高度依赖自然资源。一般来说，自然资本占其国民财富的40%以上，而高收入国家仅占5%。森林砍伐的损失集中在拉美和撒哈拉以南非洲，每年消失的林地与巴拿马或塞拉利昂的面积相当。中东地区许多国家的淡水存量将很快降到临界水平以下。低收入国家主要城市的空气污染物浓度平均来说几乎比高收入国家高3倍。有效地管理自然资源（下层土、土地、水、空气质量）对于经济长期可持续增长至关重要。

气候变化的影响：由于穷国严重依赖自然资源和发展不足，它们更易受到气候变化的影响，适应能力较差。20世纪90年代，每年平均有2亿人受到气候灾难的影响，而发达国家只有大约100万人。预测表明，到2080年，撒哈拉以南非洲、南亚和拉美部分地区将因为全球变暖而导致60%的农业产出损失。

营养以及环境因素—水和卫生设施、污染以及气候变化之间的密切联系。例如，环境危害导致的健康问题会使各国的GDP年增长率下降1.5%—4.0%。

综合考虑发展和环境的可持续性。环境的可持续性必须与核心发展任务相整合，使协同效应最大化（见专栏2）。这些年，各国不断把能源的可及性和能效、污染控制、改善供水和卫生设施系统、森林资源和土地使用管理、保护鱼类和生物多样性纳入他们的发展战略。当前全球变暖的威胁迫切需要把防止气候变化纳入发展战略。发展中国家需要资金和技术转移的支持以实现向气候适应性强碳排放低的经济增长的转变。

按比例增加援助和提高援助效率。如果官方发展援助（ODA）目前的趋势持续下去就可能出现大量援助资金短缺。由于经济改革，当许多国家扩大生产能力以有效利用增加的生产性资源的时候，援助正在停止，实际上在下降。2007年主要工业国ODA的实际水平下降了8.4%，超过了2006年5%的实际下降水平。这种趋势必须改变。援助架构随着新的资金来源和援助模式的出现而改变，包括像中国和印度这样新的捐助国、全球不同层次的基金以及私人捐助者的作用越来越大。这种新架构推动着更多的资金来源和创新，但是也对援助效果和连贯性提出新的挑战。

利用贸易实现有力、包容性的、可持续的经济增长。2008年国际社会必须在多哈贸易谈判中取得成果。当前的高粮价为打破农产品贸易自由化的僵局创造了机会。必须增加贸易援助以帮助穷国加强与贸易有关的基础设施和服务，使它们能够从贸易机会中获利。贸易政策的目标应该是，通过消除环境产品和服务业中的贸易壁垒，帮助对环境有利的技术转让。

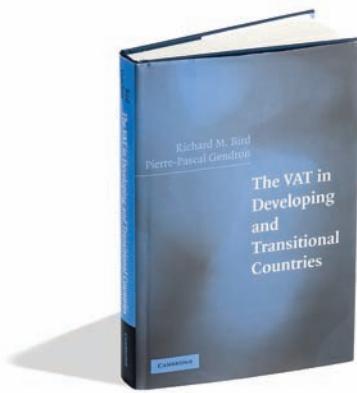
利用国际金融机构的支持实现包容性的可持续发展。国际金融机构在支持这项议程方面发挥着重要作用。在更加复杂的国际金融和发展架构中，这些机构的协调和影响作用越来越重要，即使它们直接融资的作用下降了。

关键的一年

为了避免较大落差，实现千年发展目标的进度必须加快和扩大。国际社会对于千年发展目标中间点的关注使2008年成为向目标冲刺的关键一年，计划今年召开的高层国际会议将为达成优先行动方案提供一个必须把握的机遇，并将成为取得进展的里程碑。

Zia Qureshi,世界银行负责发展经济学和首席经济学家的高级副行长办公室高级顾问。

最低的税收选择



Richard M. Bird和Pierre-Pascal Gendron

发展中国家和转轨国家的增值税

剑桥大学出版社，英国坎布里奇和美国纽约，2007年，278页，70美元（精装）

由Richard M. Bird和Pierre-Pascal Gendron撰写的《发展中国家和转轨国家的增值税》是一部可读性极强的著作，本书对发展中国家和转型国家中有关采用和实行增值税的重大问题的综合论述全面而具有创见。

对于进行这样的分析来说，本书作者占据了尤其有利的地位。Bird是加拿大最为著名的公共财政经济学家，也是公认的增值税专家。他曾在IMF和世界银行就职，并独自在50多个国家工作过。Gendron也是一位公共财政经济学家，曾就职于加拿大政府，并广泛参与了财政与税收事务的咨询工作。

本书给人的感觉是，现行增值税多种多样、较为复杂，而且围绕这一税种产生了大量的问题。但是作者还是得出了这样的结论：增值税是适用于发展中国家的一种财政

工具。在本书一开始，作者就提出了这样的问题：发展中国家和转型国家是否应该全部开征增值税？并肯定地回答“是”。

尽管本书余下的部分没有突破许多新的基本理论，但它还是支持了这些论点，并对有关发展中国家如何才能更好地实施增值税的一种微妙观点提供了支持。本书指出，关于不同增值税在设计上的特征，尤其它们运作结果之间的关系，目前普遍缺乏实证分析，由此产生了一系列问题，有待进一步探讨。

本书的主要结论论证了一个与税收政策和管理思路相对立的新鲜而有见识的、可行的观点，无疑反映出作者在过去许多年里在世界至少25%的国家广泛工作的阅历。

更好的选择

在对全球增值税增长的一片赞扬声中，作者在第一章中指出，政府税收确实必须以某种方式来增加，这一点很重要，但有时被忽略了；在一个不完美的世界中，开征增值税也许是最不完美的办法。作者注意到，面对资本流动性的日益增加，对于发展中国家和转轨国家来说，税收收入有可能由公司所得税来承担，而全球的个人收入税是非常有限的。因此，在税收设计中，重大的选择是在薪金税和增值税之间做出的。按照作者的观点，与薪金税相比，增值税更适合用来调节非正规经济。

本着对增值税的信任，作者继续讨论了两个主题，它们是发展中国家和转轨国家在对税收进行适当设计时涉及的基本问题。首先，像生活中一样，在税收设计中，只求还好不求最佳是错误的——面对空前增长的法律、政策与管理上的复杂性而试图解决所有增值税问题是

注定要失败的。其次——这个问题与第一个问题有关——作者告诫发展中国家不要试图涉及其他国家以前没有成功涉足的领域。

作者认为，行政管理能力低下的国家最好是关注于基本权利，把实行最前沿方案的事情——例如遏止欧洲类型的竞技比武的失误、解决数字化销售中的问题以及税收财务服务——留给在财力和管理能力上更有承受力的国家来办。正如他们正确指出的，在发展中国家，“税收实际上是……受行政能力支配的，而且政治上是必要的。”

说到发展中国家增值税的具体设计特征，作者总体上坚持传统的意见（他们指出，在某些情况下又不同于20年前的传统意见）。这包括诸如对增值税的登记采取高门槛限制了纳税人数量，尽可能弱化减税，避免多重税率，使用适当的审计方法取代高科技的计算机系统以及避免免税。

第八章是本书最精彩的部分，论述了人们对省级增值税日益高涨的兴趣并越来越多地使用。作者就当前这方面的实践状况和理论问题为我们提供了一个简明的概述和分析。本章的结尾以现实主义为特色，并恰到好处地细心注意到

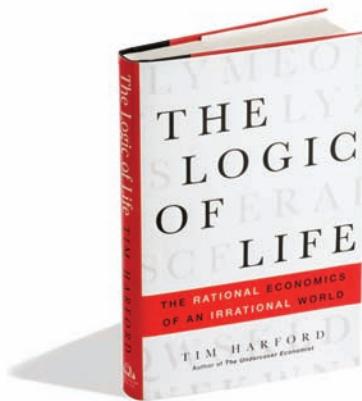
“（省级增值税）是否能在诸如印度这样的国家令人满意地运作尚有待观察，在这类国家，邦政府具有某种较大的财政权限，然而，中央政府与邦政府都面临着严重的行政能力限制。”

《发展中国家和转轨国家的增值税》定会给任何一位对税收设计、公共行政管理或一般发展问题感兴趣的读者的书架增添价值。

Victoria Perry
IMF财政事务部处长

书评编辑Archana Kumar。

理性解释“天性”



Tim Harford

生活的逻辑

非理性世界的理性经济学

兰登书屋，纽约，2008年，272页，25美元（精装）

亲爱的经济学家：

我感到自己被当前四处泛滥的“各种各样的经济学”书籍淹没了。在读了Tim Harford的前一部著作《秘密的经济学家》以及《透露观点》、《无视事实》、《群体的智慧》，以及当然还有《怪异经济学》之后，我到底应该听劝读一下《生活的逻辑：非理性世界的理性经济学》，还是应该坚持读我的经济学教科书？您是否能够告诉我这么多的此类书籍是如何写出来的？

流行经济学中的迷失者
亲爱的流行经济学中的迷失者：

是的，《生活的逻辑》非常值得一读。

首先，其他书籍可能会选择诸如结婚与离婚、肥胖症、赌博、嗜好或者您的老板等等漫无边际的事作为假设——是的，所有这些事情确实关乎人的一生？而且目前其他经济学研究除了这些问题外，还对诸如城市人口变化动态、工业革命的起源以及为何我们的智人祖先可能使尼安德特人灭亡等等之类的问题提供了令人亢奋的解释。

其次，在别的地方您可能看

到对CEO们为什么能拿这么高的工资的理性解释（暗示：并不是因为“他们值这么多钱”），或者为什么《性别与城市》的Carrie Bradshaw会悲叹曼哈顿的男人太少，而且也不移居到比如阿拉斯加的安克雷奇。Harford解释道，

“妇女数量众多可能决定了她们与其去竞争奇货可居的男性，不如移居到男人虽穷，但人数更多的地方去。”如果这种说法听起来在政治上过于荒谬，那么，试想一下，根据生物进化论，有权势的男人就能更好地保护家庭，而更年轻的妇女就能生育更多的子女。

第三，在别的地方您可能被介绍给一个比如著名的角色定型的杰出人物，他坚信自己确实能比虚构的更强大，从电脑怪人“耶稣”克里斯·弗古森变成扑克冠军，他在2000年和2004年世界扑克系列赛中的赢局比十年中任何一个使用John von Neumann的扑克模型的对手都要多（注：在拉斯维加斯可别用这一手）。您也可能被介绍给头顶诺贝尔桂冠的托马斯·谢林，他用博弈论将世界从核战争以及禁烟中拯救出来（任何一个吸烟者可能都会告诉您后者比前者更难）。

于是，在《秘密的经济学家》之后，Tim Harford再次向我们讲述了他在前沿性研究中的游历，即从一个“经济学家培育的新品种”，到坚信一个简单的承诺：我们在对激励做出回应。Gary Becker和谢林明显受到Harford的影响，他们俩将理性选择的视角应用于大多数不可能使用的生活领域。加上一大群现有的新思想者（Daron Acemoglu、Ed Glaeser、Lena Edlund、Michael Kremer、Mark Granovetter、Justin Wolfers等），您会得到一个令人眩晕的、有关奇闻佚事的集子，它们由一个关键假说粘在一起：有关生活的许多问题、浪漫故事、加法、城市化，甚至种族隔离都能被说成

是人类理性的曙光。

但是，您可能会问，理性是所有事物的动因吗？非理性的行为不也是构成人类天性的主要成分吗？正如Dan Ariely从最近的行为经济学中总结出的一部著作《墨守成规的非理性：促成我们决策的隐藏因素》中指出的，我们不可能对我们所面临的不同抉择的价值都进行理性的计算。例如，关于老实在太在公共小吃店中行窃、官方供应但是没有钱以及病人使用昂贵的药品比用廉价的普通药品的结果更好等等问题的思考。换句话说，我们不能将

“激励经济学”——亦称Harford市场诀窍最佳模型——与“情感经济学”对立起来，在情感经济学中，经济行为有可能会因对诸如情感、冲动与社会道德等因素的错误理解而受影响？

这正是《生活的逻辑》所要纠正的地方。我们可能正处在从理性选择出发的好时机，但是，对标准的人类理性假说的解释依然惊人地多。一旦您去探究工作中所隐藏的激励因素，并想搞清如何加以应对的时候，那些看上去不能说明的东西乍一看会形成您的感觉。纽约人和伦敦人花费更多的钱在城市生活，这种消费方式超过了他们工资的涨幅，这也是实情，就拿迪士尼的股东来说，如果即便他的时间只花在看《猫和老鼠》上，他也会觉得在迈克尔·艾斯纳任期的13年中向他支付8亿美元的薪水是理性的。

至于您的最后一个问题，您注意到越来越多的最好的卖方都在用经济学这把透镜来解释一切事物，这是对的。这证实了——如果必须证实的话——成功带来了仿效者，而经济学家是对激励做出最初回应的人。幸运的是，重拾《生活的逻辑》的应该是一个无头脑的人。如果您对人类的天性如何恰当地与“沉闷的科学”放在一起感兴趣，此举便是理性之举。

Gilles Bauche

IMF对外关系部顾问

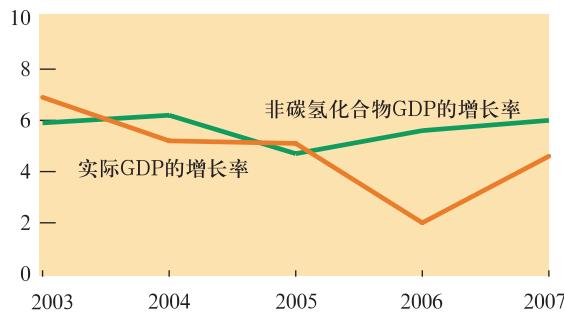
阿尔及利亚



阿尔及利亚对其碳氢化合物资源进行了很好的管理，经济获得了强劲增长，宏观经济得到了稳定。目前必须加大以市场为导向的改革深度，尤其是金融部门，从而实现经济多元化，进一步减少失业。

阿尔及利亚近期经济的强劲增长是由碳氢化合物产量的增长以及服务业、建筑业、公共事业的加速发展推动的。

(百分比)



汇率是有管理的浮动汇率，尽管粮食价格一直上升，但是总的通货膨胀率依然在控制之中。

(百分比) (2000年的指数=100)



……大量的预算盈余——尽管已经实施了艰巨的公共投资项目，以解决基础设施紧迫和社会需求问题。

(占GDP的百分比)



资料来源：阿尔及利亚当局和IMF工作人员的估计。

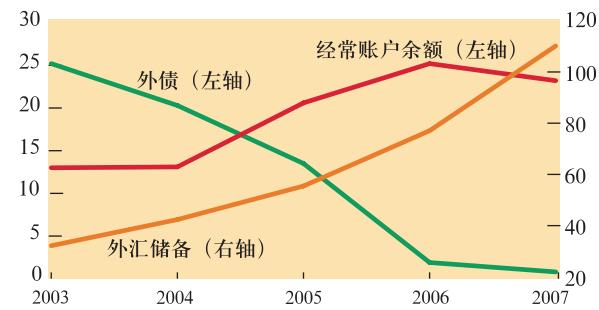
随着非碳氢化合物部门就业机会的增加，失业已经减半，尽管年轻人中间失业率依然很高。

(百分比)



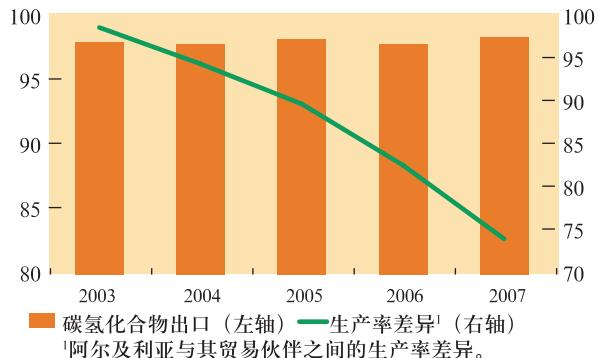
创最高纪录的石油价格带来了巨额的经常账户盈余，外汇储备急剧增加，外债大幅度减少……

(占GDP的百分比) (10亿美元)



阿尔及利亚最为优先考虑的应是提高生产率以及经济的多元化，进而从碳氢化合物中摆脱出来。

(占总出口的百分比) (2000年=100)



自动“失稳器”

为什么较高的粮食和燃料价格能够使发展缓慢的世界经济失去平衡

经济学家喜欢“自动稳定器”这一术语。通常，“自动稳定器”指的是能够自动加以调节以抵消其他变化，并使系统更加稳定的装置。一个明显的例子就是失业救济。由于经济发展变缓而导致人们失业，失业保险能够为失业人口提供可代替的收入，从而有助于保持较高的消费水平而不是相反。当经济紧缩时，下调收入所得税同样发挥了类似的作用，但同时也会出现财政赤字加大的结果。

自动调节可以在不对法律进行任何改动的情况下进行：自动稳定器被嵌入系统之中并自动启动。并且这些自动稳定器是可靠的。在某种程度上，任何导致经济萧条的动向，都能通过自然恢复的方式加以自动抵消。

全球版本

几个特殊的自动稳定器被嵌入全球经济系统之中。最为重要的是，当主要的经济体如美国经济增长放缓时，这一系统如何应对。一种影响就是将长期利率降低。长期利率自2007年夏以来已有某种程度的降低。随着时间的流逝，较低的利率不仅将巩固投资基础，而且有助于全球房地产市场的逆转。

但是商品价格一直以来是另外一种重要的自动稳定器。一般而言，由于美国和其他经济体增长放缓，对商品的需求和价格下跌，例如石油。这是一个很好确定的事实。商品价格的下降有助于保持购买力，从而使美国和其他发达经济体的商品需求更高。较低的通货膨胀同样意味着美联储和其他中央银行降低利率的空间更大，同时意味着如果必要，政府增加财政支出的空间就更大。当然，对于商品出口国而言，商品价格的下降并

不是好消息，但总体上来讲，商品价格下降将有利于稳定全球经济增长。

粮食和石油

但目前，商品价格正在上涨而不是下跌。当许多国家考虑实施反经济周期政策时，更高的价格则带来通货膨胀的压力。更高的价格同样会对穷人造成直接的危害。几年来，石油、金属和食品价格持续攀升（见直言不讳，《金融与发展》2007年12月号）。这一趋势部分反映出新兴市场的强烈需求，特别是以前低收入国家新的中产阶级的成就和变化的体验。需求的增加可能是持久的，并且需要与商品生产中更高的投资相适应。

过去几年，更高的能源和粮食价格同样反映了包括美国和欧盟在内的发达经济体的政策。这些经济体试图通过补贴和不合适的保护主义政策鼓励生物燃料的发展。由于上游和下游的生产商认为生物燃料使其未来更加不确定，并阻碍生物燃料的投资，因此与石油价格有关的联系增加。与食品的联系比较简单，土地正在越来越多地用于生产农作物以作为机器的燃料（替代汽油或柴油），而不是用于人类（直接用于人类消费的卡路里或动物饲养）。

在某种情况下，不利的天气同样带来了影响。这可能是气候模式暂时变化或更大变化的一部分。例如，在澳大利亚进行了一场有关这一问题的引人注目的讨论。石油市场仍旧紧缩，受不良天气和世界各地政治危机可能导致石油供应中断等流言的影响，石油价格上涨。

再如，过去6个月，随着全球经济增长放缓，大部分商品的价格上涨而不是下跌，也就是朝着我们预期的相反的方向前进。为什么？



Simon Johnson，IMF研究部
经济顾问和主任。

当前的金融动荡增加了将商品作为一种有用资产的吸引力。尤其是，随着美元在低利率环境中贬值，金融炒家预期商品（例如石油）价格将上涨（至少在美元项目下）。这些预期能够以导致价格“超调”的方式而自我实现（与经济基本原理保持一致），这些预期至少在一段时期是危险的。

“我们不能让生物燃料的发展而使未来生物燃料价格不确定性加剧的情况继续下去了。”

因此尽管最近能源和食品价格的上涨可能只是暂时的，但同样对世界最为贫困人口带来了真正极大的负面影响，这些世界最贫困人口将其收入的50%以上用于购买食品和燃料。

新兴市场政府和发展中国的自然反应是缓冲全球能源和食品价格的增长，也就是，没有全部或立刻将价格增长转嫁给消费者，这在很大程度上避免了对穷人产生突然影响，特别是那些由于粮食和燃料价格上涨而使生活水平大幅度下降的穷人，并避免导致社会不稳或使情况更坏。政府通过一系列措施，例如实施价格控制以及对粮食出口加以限制，以缓冲价格增长。过去几年宏观经济政策取得成功的必然结果是：许多国家缓冲价格上涨的能力比过去有所增强。

这一切可能听起来非常有利。但总的来看，截至目前为止，我们所看到的力量造成今年大米价格增长近50%。这是一种全球的影响，对穷人的影响最大。

所有都是联系的

最近，主要货币的突然变动导致商品价格增长，尤其是随着最近美元贬值而导致油价上涨。在此背景下，七个主要工业国集团最近呼吁外汇市场避免突然超调将有所帮助。但由于经济放缓，美国的通货膨胀下降，欧洲中央银行仍然担心由于商品价格上涨而引发通货膨胀。因此，在货币政策存在较大分歧的背景下，协调干预措施不可能解决所有问题，更不可能阻止问题的发生。

应用同样的逻辑，采用一种统一的方法来干预超调的商品市场是否有意义呢？毫无疑问，当公共部门发觉市场已经走得太远或太快，公共部门有权利和责任以透明的方式告知私营部门，即所谓“政府呼吁”。但公共部门是否可以通过可信赖的政策行动支持这样的预警呢？

这一点很难看出。没有任何相当于中央银行的商品市场愿意介入外汇市场，记住那些银行最终控制市场两方面的货币供应。一些国家的政府部门拥有一些商品的战略储备，但相对于全球贸易流动而言，储备并不多。

如果有一些的话，全世界政府最近的行动特别是关于限制主要粮食产品出口的行动，进一步使经济失衡。这样的限制将破坏全球贸易，推动价格上涨，并可能导致抢购和囤积。

唯一可能进行公共干预的商品市场就是石油市场。石油市场拥有具有市场支配力的大量生产商，石油市场的干预在某些方面是有效的。毕竟，过高的油价将导致较大的全球经济问题（通货膨胀、经济萧条或更可怕的梦魇：滞胀），大的问题似乎将导致较大的全球经济放缓和过低的油价。这样的极端情况当然不符合石油生产商的利益。

三种途径

从广泛的角度而言，我们能够考虑通过至少三种途径或者通过至少可以在三类国家进行的政策变化解决商品价格问题。富裕国家能够通过削减补贴或减少保护，改善或提前结束其生物燃料政策，石油生产商应致力于增加剩余生产能力，中等收入国家可调整其内部价格机制并朝向其目标中的补贴迈进。

生物燃料的发展增加了未来化石燃料价格的不确定性，抑制了上游和下游的能源投资，随之导致更大的价格突涨（发展中国家避免将其传递给消费者），我们不能让这一情况再继续下去了。我们已经通过自动失稳器建立起了全球能源系统，而这并不是一个好的观念。

危险的交易

我们同样须要改变降低风险的途径，并在农民和国家层面实施保护措施。世界范围内，正在采取意义重大的举措以鼓励灾难保险并发展强有力的期货市场。这些措施能够极大地帮助农民确信，如果他们基于目前的价格进行投资，能够保持商品的价格稳定并获得收益。

我们应当考虑采纳类似价值观应对影响——包括在宏观经济层面由于石油和粮食价格的变化而影响进口和出口的数量。仅仅基于国家稳健的中期基本政策和已出现的可测算的消极影响，各国应更加有信心在需要的时候获得融资。保险对你的车和房子都有意义。对于你的国家为什么不行呢？

管理石油收入的膨胀：财政制度的作用

By Rolando Ossowski、Mauricio Villafuerte、Paulo A. Medas和Theo Thomas

近几年，石油生产国受益于不断上涨的石油价格。对于这些国家来讲，石油出口和石油收入的增长具有重大意义。它们的发展揭示了政府如何根据不断变化的石油市场状况管理其财政政策以及特定的财政制度所发挥的作用。在这篇论文中，IMF专家研究分析了石油生产国对近期石油价格高涨的财政反映以及特定的财政制度在财政管理中所发挥的作用，评估了部分国家的经历，进而他们得出了一般性的经验。在以上过程中，他们将设计特定财政制度最佳实践方面的发现与更广泛的财政管理建议联系在一起。

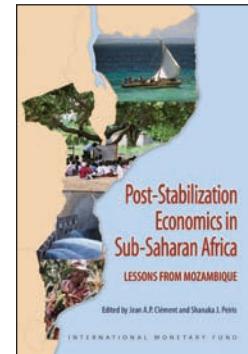
30美元，英文，2008年，46页，简装，ISBN 978-1-58906-718-9，库存号# S260EA

撒哈拉以南非洲地区的后稳定经济学：莫桑比克的经验

Jean A.P. Clément和Shanaka J. Peiris 编

在撒哈拉以南非洲地区，莫桑比克是一个经济成功的事例。其惊人的成就为其他处于后稳定经济阶段的低收入国家提供了宝贵的经验，其中包括它们如何有效地管理不断增长的针对减贫的外国援助。而对其他撒哈拉以南非洲国家的特定意义在于本书讨论了莫桑比克在巩固宏观经济和金融稳定方面所取得的进展，在确保长期可持续发展方面所面临的挑战，在自然资源利用方面所建立的良性循环，为维持经济增长所实施的第二阶段的结构改革。本书还提供了有关撒哈拉以南非洲地区后稳定经济学问题的最近研究概要。

28美元，英文，2008年，405页，简装，ISBN 978-1-58906-677-9，库存号# PSESEA



侨汇的宏观经济影响

Ralph Chami、Adolfo Barajas、Thomas Cosimano、Connel Fullenkamp、Michael Gapen和Peter Montiel

这是第一部有关侨汇对其接受经济体整体宏观经济影响的全球研究著作，本书解决了政策制定者面临的两个主要问题：如何控制侨汇的宏观经济影响以及如何挖掘其发展潜力。本书证实侨汇使家庭摆脱了贫困，改善了家庭成员的福利，确保他们能够抵御收入冲击。尽管如此，该项研究还提出了大多数政策制定者都会忽略的挑战，即侨汇流量给他们带来的挑战，政策制定者必须制定政策推动侨汇，提高收益，与此同时，减少其负面影响。

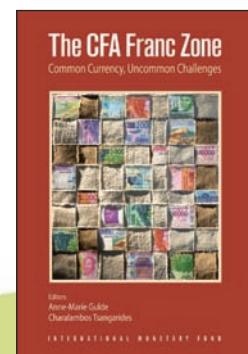
30美元，英文，2008年，92页，简装，ISBN 978-1-58906-701-1，库存号# S259EA

CFA法郎区：共同的货币，不同的挑战

Anne-Marie Gulde和Charalambos Tsangarides 编

IMF非洲部包括的国家大约1/3是CFA法郎区成员国。对于政策制定者和学者来讲，随着其他大多数国家对固定汇率的放弃，确保CFA法郎区可持续发展的适当政策框架所存在的问题，无疑是有趣的。然而，在公开领域很少有针对这一问题的学术研究。本书试图填补这一空白，进而汇集了相关领域的研究：加强地区监管，以及如果继续执行这一安排，要明确的当前挑战以及主要的政策要求。本书是以IMF众多经济学家的经验研究为基础，其他一些专家也做出了贡献。

37.5美元，英文，2008年，410页，简装，ISBN 978-1-58906-675-5，库存号# CFZCEA



欲了解更详细的信息或者订购图书，请登陆网站www.imfbookstore.org/FD0806，或者发送电子邮件至publications@imf.org，图书优惠代码P0806GNO-FD。