



# 金融与发展

FINANCE and DEVELOPMENT

[www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)

2009年3月号

中国国内  
增长解决方案

对危机先知  
鲁比尼的采访

贸易融资枯竭

使监管制度到位

## 危机使 全球化停滞 重塑世界经济格局

Finance & Development, March 2009 - Chinese



MFICA2009001



《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

Jeremy Clift  
主编

Camilla Andersen  
Archana kumar  
James Rowe  
Simon Willson  
高级编辑

Maureen Burke  
Sergio Negrete Cardenas  
Natalie Ramirez-Djumen  
助理编辑

Luisa Menjivar  
创意主管

Lai Oy Louie  
美术编辑

Lijun Li  
Kelley McCollum  
Niccole Braynen-Kimani  
编务助理

编辑顾问

Bas Bakker  
Tim Callen  
Adrienne Cheasty  
Ana Corbacho  
Alfredo Cuevas  
Marcello Estevão  
Domenico Fanizza  
James Gordon  
Thomas Helbling  
Paul Hilbers  
Paolo Mauro  
Gian Maria Milesi-Ferretti  
Paul Mills  
Uma Ramakrishnan

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](mailto:publications@imf.org)

©版权所有，IMF 2009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：100142  
网址：<http://www.cfeph.cn>  
中文版刊号：ISSN 0256-2561



**金融与发展** 国际货币基金组织季刊

2009年3月号·第46卷·第1期

## 特 辑

### 处于危机中的世界

#### 8 重塑世界经济格局

到目前为止，经济和金融危机标志着全球化高速扩张的终结

*Jean Pisani-Ferry和Indhira Santos*

#### 13 深度影响

四个国家面临全球经济衰退带来的严酷的、破坏性强的影响

乌克兰：*David Hofman*

新加坡：*Roberto Guimaraes和Alessandro Zanello*

布基纳法索：*Isabell Adenauer、Norbert Funke和Charles Amo Yartey*

爱尔兰：*Siobhán McPhee*

#### 18 贸易融资困难重重

进出口融资成本上升、信贷资金规模下降，正在影响进出口贸易，新兴市场国家问题更为严重

*Thomas Dorsey*

#### 20 财富大变局

金融危机袭来，各国贷款人和借款人发现其对外账户出现惊人变化

*Gian Maria Milesi-Ferretti*

#### 23 需要落实的措施

需要改进金融监管的范围，完善流通资金的供应。本文提供了具体办法

*Laura Kodres和Aditya Narain*

#### 27 承担债务

中期的财政政策对经济从危机中复苏的作用

*Carlo Cottarelli*

#### 31 援救计划的数据支持

为何经过完善的统计信息是预防未来危机的关键因素

*Adelheid Burgi-Schmelz*

#### 44 一个新的布雷顿森林体系？

历史表明，改革国际金融体系既需要领导力也需要包容性

*James M. Boughton*





## 寻找解决办法

全球危机已经深刻地影响到世界各地的许多经济体，引起全球贸易的下滑以及全球化进程受阻。

本期《金融与发展》从多方面研究衰退——从对单个经济体的冲击到对世界各国贷款人和借款人对外账户的影响；并且还从政策转变和更长期的监管改革两个方面，提供了支持经济复苏和阻止未来出现危机的一系列建议。

本期内容涵盖了IMF的多项研究，对这场危机进行了深入的分析。这些研究内容包括一项关于贸易融资急剧下降的调查，并有大量有关金融动荡的直接和间接成本的数据。我们还从许多方面来讨论应该做什么，包括重新制定规章制度；填补巨大数据缺口的各种方法，以预防未来危机的出现；帮助建立早期预警

机制。

我们对经济学家努里尔·鲁比尼进行了采访，这位“国际游牧者”被认为对即将到来的全球危机发出了警报；同时，在“回归基础”专栏中，我们研究是什么造成了衰退。

各种观点讨论了政府和市场间界限的转变，金融部门改革的议程，以及对全球金融市场的监管。我们以历史的眼光来看待何时全球金融体系能够成功建立。加强政策管理将需要很长时间，但现在推动改革前进的力量非常强大。这需要领导力和包容性。

Jeremy Clift  
主编

### 观点

- 34 重构边界  
对政府和市场作用的反思  
*Roger Bootle*
- 36 未来新格局  
各国政策而非国际最高级别会议，将重塑世界经济体系  
*Brad Setser*
- 40 一张缠绕的网  
所有人都同意改革金融市场的治理，但是谁来做  
什么工作却不清楚  
*Amar Bhattacharya*

### 其他内容

- 3 简讯  
IMF寻求倍增资金  
脆弱性基金  
新的系列出版物
- 4 经济学人物  
认清危机  
*Prakash Loungani*对努里尔·鲁比尼的采访
- 47 IMF研究  
国内解决方案  
中国能通过睦邻政策保持经济持续增长吗？  
*Leslie Lipschitz*、*Céline Rochon*和*Geneviève Verdier*

- 50 小步骤  
精确地平衡小型经济体发展中的金融市场：以现实主义取胜  
*Mark Stone*和*Seiichi Shimizu*
- 52 回归基础  
什么是衰退？  
*Stijn Claessens*和*M. Ayhan Kose*
- 54 书评  
印度：崛起的巨人  
当市场发生碰撞时：全球经济变革时代的投资战略  
*Mohamed El-Erian*
- 56 数字聚焦：拉丁美洲的债务  
较低的对外负债率有助于拉丁美洲更好地应对全球危机

图片作品：第31页，Nigel Sandor/Illustration Works/Corbis；第34页，Luisa Menjivar/IMF。  
摄影作品：封面，Cover, Jorg Greuel/Getty Images；第3页，Viktor Drachev/AFP/Getty Images和Newscom；第4页，Andrew Testa/Panos；第8页，China Photos/Getty Images；第13页，ImageShop/Corbis；第14页，Viktor Korotayev/Reuters/Corbis；第15页，Roslan Rahman/AFP/Getty Images；第16页，Issouf Sanogo/AFP/Getty Images；第17页，Piotr Malecki/Getty Images；第18页，Byun Yeong-Wook/AFP/Newscom；第23页，Construction Photography/Corbis；第27页，Yang Liu/Corbis；第37页，Peter Macdiarmid/Getty Images；第38页，Enny Nuraheni/Reuters/Newscom；第40页，Newscom；第44页，Hulton Archive/Getty Images；第45页，Douglas Miller/Keystone/Getty Images；第47页，Zhang Zhitao/ChinaFotoPress/Newscom；第50页，Muajhid Safodien/AFP/Newscom；第54-55页，IMF Photo Unit。



THE SEQUEL TO  
THE ACCLAIMED  
*CULTURE MATTERS*  
NOW IN PAPERBACK

“OUTSTANDING.  
I devoured every word.”

—THOMAS FRIEDMAN, *The New York Times*

“It is not often that a book appears of such intellectual force and power that it can completely change the debate on an issue. Lawrence Harrison's book *The Central Liberal Truth* has done that for development theory.”

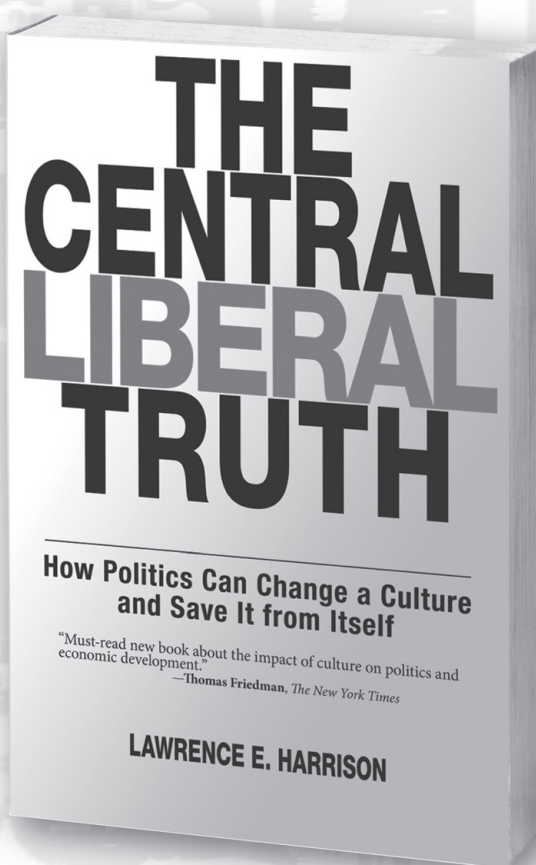
—ANDREW NATSIOS,  
former Administrator of the U. S. Agency  
for International Development

“*The Central Liberal Truth* is an impressive, persuasive, and indispensable book for anyone interested in improving the conditions of human life in poor countries.”

—SAMUEL HUNTINGTON,  
author of *The Clash of Civilizations and  
the Remaking of World Order*

“A book of enormous importance and startling originality.”

—FOUAD AJAMI,  
Director of Middle East Studies,  
Johns Hopkins University



Available wherever books are sold

[www.oup.com/us](http://www.oup.com/us)

OXFORD  
UNIVERSITY PRESS





亚马尔—欧洲天然气管道旁，一位白俄罗斯工人在工作。

## IMF寻求倍增资金

日本向IMF提供1000亿美元的额外资金作为借贷资源，用于应对目前全球经济与金融危机。IMF认为这些签署于2月13日的额外资金可扩大为其185

个成员国提供及时有效的国际收支援助的能力。

到目前为止，IMF已经提供了500亿美元，贷款给很多在此次危机中受影响的经济体，包括最近的白俄罗斯、拉脱维亚和巴基斯坦。随着2009年全球经济增长减缓并停滞的预期，IMF认为在随后的几个月当中还将收到更多寻求金融援助的请求。

除了日本提供的新资金外，IMF有近2000亿美元的借贷资金。IMF总裁Dominique Strauss-Kahn希望IMF的借贷资金能够增加到约5000亿美元，一方面用于预防危机的进一步恶化，另一方面为IMF应对各种可能发生的情况提供保障。IMF执行董事会正在考虑采用多种途径来增加基金组织的资金，包括增加提供给更贫穷国家的优惠资金。

## 脆弱性基金

世界银行行长罗伯特·B·佐利克呼吁发达国家将其经济刺激方案中的0.7%投入到“脆弱性基金”（Vulnerability Fund），用于帮助在全球性经济衰退中受到影响的发展中国家。佐利克是在今年1月在瑞士达沃斯举行的第39届世界经济论坛上发出此项呼吁的。

佐利克说，这项基金可以增加世界银行、联合国和各地区发展银行的现有资源，为安全网络项目提供资金。这些项目提供医疗、教育和食品方面的服务，帮助建设基础设施，以及支持中小型企业并为穷人提供贷款的小额信贷机构。

“非洲的穷人不应为源于美国的危机买单。”引自佐利克在1月22日《纽约时报》的论坛版的评论。



所提议的“脆弱性基金”可以推进发展中国家的安全网络项目。

## 新的系列出版物

IMF推出了一个新的系列出版物——“工作撷萃”，以展示在重要问题上对员工政策的分析和研究。

在最新的一期中，《在美国减少丧失抵押品赎回权的措施——方法和挑战》的作者John Kiff和Vladimir Klyuev认为，在美国，丧失抵押品赎回权已经达到了自大萧条以来的最高级别，尽管这给借贷双方都带来了巨大的损失。文章还给出了一个减少丧失抵押品赎回权 and 解决美国房地产市场更多问题的计划。

其他几期还研究了在危机下的财政政策以及如何衡量一个国家受通货紧缩的脆弱性。想要阅读“工作撷萃”，请浏览[www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=236](http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=236)。

## 2009年大事记

- 4月2日，英国伦敦  
20国集团峰会
- 4月14—16日，巴西里约热内卢  
拉美世界经济论坛
- 4月25—26日，美国华盛顿特区  
IMF和世界银行春季会议
- 5月2—5日，印度尼西亚巴厘岛  
亚洲发展银行年会
- 5月13—14日，塞内加尔达喀尔  
非洲发展银行年会
- 5月15—16日，英国伦敦  
欧洲复兴与发展银行年会
- 7月8—10日，意大利拉玛德莱娜  
8国集团峰会
- 10月6—7日，土耳其伊斯坦布尔  
IMF和世界银行年会



# 认清危机

Prakash Loungani 对经济学家  
努里尔·鲁比尼的采访

“权力50强”——《机构投资者》这样称呼其在2009年评选的金融界最有影响的50位人士。许多入选者是像伯南克和巴菲特这样的高层政策制定者或大公司的首席执行官。只有一位是经济学教授进入了这个榜单，名列第44位，仅次于沙特投资者阿尔瓦立德王子，这就是纽约大学的努里尔·鲁比尼。

鲁比尼的职业生涯经历了一系列精彩的转变，他起初就被经济学对公众舆论和政策的潜在影响所吸引。20年前，鲁比尼因其具有影响力的关于政策如何影响经济产出的研究而在学术界闻名。10年前，他作为亚洲金融危机的信息提供者和分析家，开始被学术界以外的人知晓。如今，他正变得妇孺皆知，《机构投资者》称赞他“预言了美国房地产市场崩盘将导致银行业破产，并使经济遭遇深度衰退”。

这段时间他穿梭于各地做演讲，主题是他所预见的这次崩盘的效应。“伊斯坦布尔、迪拜、阿布扎比、伦敦、莫斯科”——在列举他这两周的行程时，他停顿了一下：“我忘了这当中的一些地方，哪个城市呢？哦，对了，达沃斯！”





## 意大利影响

鲁比尼称自己为“国际游牧者”。他拥有伊朗血统，出生在伊斯坦布尔，在以色列和意大利长大，20世纪70年代末在米兰的Bocconi大学接受了本科教育。“那时候，意大利社会骚乱和政治动荡频繁。许多像我这样的人，即使是在他们年少时，就有社会意识并且对此有所担心……经济学为理解这个世界提供了一种方法，并且有望通过有效的政策将这个世界变得更好。”

Mario Monti是鲁比尼的榜样，他是Bocconi的经济学教授，在欧洲决策层中非常有影响（见《金融与发展》2005年6月号，对Monti的采访）。鲁比尼评价曾在耶鲁学习的Monti是“一个极具魅力的领导者和老师”，“他是一个严肃的学者，但同时也关注政策”。

当选择研究院时，鲁比尼和许多有前途的学生一样，面临着剑桥与坎布里奇（英文皆为Cambridge——译者注）的抉择。当时著名的意大利经济学家Piero Sraffa在英国的剑桥大学，受此吸引，意大利的学生有去那里留学的传统。不过到了20世纪80年代，学生们更倾向于去马萨诸塞州的坎布里奇，因为那里有另一个杰出的意大利经济学家弗朗哥·莫迪里亚尼，他就在麻省理工学院（MIT）执教。

鲁比尼选择了马萨诸塞州的坎布里奇，不过最后他去了哈佛而不是MIT。为什么？“我并没有去MIT”，他说道，“不过澄清一点，我没有任何敌意。事情就这么发生了。”事实上，鲁比尼鱼和熊掌兼得。在哈佛，他同其中的超级明星们相互切磋——“杰弗里·萨克斯、拉里·萨默斯、罗伯特·巴罗、格里高利·曼昆”。而如果去MIT，“我会听鲁迪·多恩布什、斯坦·费舍尔和奥利佛·布兰查德的课”。1988年哈佛毕业后，鲁比尼在耶鲁得到了他的第一份工作。

## 财政迷局

意大利抗击巨额和持久预算赤字的传奇影响了鲁比尼，他被此吸引去研究财政政策——政府如何决定它要有多少开支，它怎样偿付这种开支。当时，政府在开支的同时并未做出偿付，至少没有立即偿付。

“研究结果是非常惊人的”，鲁比尼说，“在20世纪70年代和80年代早期，欧洲许多国家的赤字占到GDP的4%，在一些国家，如比利时、希

腊和意大利，赤字差不多占到了GDP的10%”。结果是，政府债务显著增加：后来组成欧元区的这些国家的债务占其合并收入的比例“差不多翻番了，从30%左右到60%”。美国和日本同样出现顽固性的赤字。

关于政府赤字带来了什么后果，对此要有多少担心，学术界流行着两种观点。一种观点由诺贝尔经济学奖获得者布坎南提出，该观点认为政府预算赤字有一种长期化趋势，因为不同派别的政治家为争取特殊利益集团的选票，会许诺政府会保持一定规模的连续支出。

另一种观点的主要倡导者是罗伯特·巴罗。这种观点认为，在长期，赤字融资的政府倾向于做出正确的决策：在需要时，它们承担赤字，如在战争和衰退期间，之后在稳定时期偿还债务——虽然过程很漫长。这种观点被美国 and 英国政府行为的证实，这两国在相当长的历史时期都是大致按照这种模式运行。

鲁比尼的贡献是20世纪80年代与阿尔贝托·艾莱斯那和杰弗里·萨克斯合作的研究，研究的结果介于上述两种观点之间。鲁比尼仔细考察了各个国家的政策背景，以理解政府何时更可能被特殊利益所吸引，当然对那些对赤字有贡献的经济部门，他同样给予了关注。

在一系列论文中，鲁比尼证明了当权力被分散时，例如由许多政治派别组成的联合政府，更可能出现预算赤字超出控制的趋势。联合政府的任期越短，这种趋势就越明显。一旦经济环境不利，权力斗争导致联合执政破裂的可能性就越大，财政失控的状况就会进一步恶化。

这种将政治学 and 经济学结合的分析方法为更好地解释工业化民主制国家的政府赤字行为成为可能。它解释了为什么意大利这种几十年都由短命的联合政府执政的国家会发现其预算赤字很难得到控制。但它同时也阐述了20世纪80年代，日本无法维持其预算赤字控制的原因。那时日本的执政党并没有失去它的主要控制力，其内阁的预期执政期也很长，给这个举措带来了政策空间。

## 财政束缚

日本是控制财政赤字规模这一潮流的早期推动者。在20世纪80年代中期，这是工业化国家的共同特点。鲁比尼认为这可能是选民对20世纪70年代公共部门巨大扩张的反应。“在1985年前后”，他指出，“每个G7成员国都由中间偏右的政党

掌权”，财政紧缩之风盛行。普遍的观点是财政规则——清楚的基准——需要制止政府赤字不受约束的趋势。

此类规则中最有名的例子是1992年的《马斯特里赫特条约》，它对希望加入欧洲货币联盟的国家预先设定了条件。这些被称为“马斯特里赫特标准”的规则规定了预算赤字不得超过一国GDP的3%，政府债务不得超过GDP的60%。

1993年，鲁比尼发表了一篇如今非常有名的文章《过度赤字：关于“马斯特里赫特条约”的真识与谬解》（与耶鲁大学的同事Willem Buiter和当时还是学生的Giancarlo Corsetti合著），文中他批评这些标准体现了“矫枉过正的财政政策”。马斯特里赫特标准带来的问题是它们不为各种市场状况留有任何余地。即使面对衰退，各国政府还是被认为要保持它们削减赤字和负债的计划，直至达到标准的要求。

标准同样没有认识到政府的一些支出是投资形式的，如基础设施建设，这将在未来获得收益。鲁比尼和他的合著者得出结论，即标准的执行“将需要财政的过度削减，这样会对经济活动有负面影响”。他们建议“标准应废止或在相当宽松的条件下应用”。

一些欧洲国家发现，在任何情况下都很难达到规定的标准，但还是加入了欧盟。2005年，标准被放宽，给那些面临不利经济形势的国家的赤字增长留有余地。鲁比尼支持这种改变并且感觉雨过天晴：“我认为这种修正正是沿着我们早在1993年就指出的方向前进。这需要时间，但最终这种做法是明智的”。

## 亚洲神话

因为在政治商业周期和财政规则方面的研究，鲁比尼在学术界名声日隆。但1997—1998年的亚洲金融危机期间，他在学术界不同寻常的一种慷慨行为，才使他的知名度显著上升。那段时间他开始维护一个对所有人都免费的网页，并将关于危机的资料罗列并公布在网上。这其中有IMF和其他机构、报纸和杂志的文章、私人部门的分析，以及学术上的技术性论文。

很快，“鲁比尼的网页”成为遏制危机的前沿阵地。1998年1月，《纽约时报》肯定了这个网页的影响力，称“鲁比尼教授维护了一个网站……即使没有MBA学位的人也能从中找到有助于理解危机的信息。这个网站缺少新颖的设计，但它以分析、大量的相关链接和详细的年表对此进行了弥补”。如今，鲁比尼笑言：“记者关于设计的报导是正确的，它仅仅是一个链接列表，一点都不复杂”。

在亚洲金融危机期间，鲁比尼不仅汇集信息，

他还是个积极的分析家。与他的学生Corsetti和Paolo Pesenti合作，鲁比尼提供了对危机的最全面的分析。从学术标准看，它接近于实时。在1998年11月的文章中，鲁比尼和他的合著者表明亚洲金融危机的根源是“对私人项目提供公共担保的一贯传统，即使在没有明确承诺挽救的情况下……企业部门过于忽视正在进行的投资项目的成本和风险。”

鲁比尼指责执行政策的亚洲政府“陷入了普遍的商业部门网络和政治上的任人唯亲中”以及有利于问题公司的干预中。在这种环境下，市场在这样一种情绪中运行，即认为它们的投资回报将被保证免于灾难。银行同时“为项目开拓资金渠道，只要这些项目从社会角度来看并非完全无利可图”。

在那个时候，对危机的这种看法是有争议的，因为它似乎是在指责受害者。不过鲁比尼坚持他的分析结果。“我依然认为它是一个道德风险的问题”他说，经济学家保罗·克鲁格曼“关于‘正面朝上我赢，背面朝上纳税人输’的说法是正确的。因为投资者相信政府会保护他们免受过度投资带来的大部分损

## 危机先知

鲁比尼承认有其他人先于他发出危机警告，这些人往往和他一样大声疾呼。“拉古·拉詹在2005年做了一次强有力的演讲”，他说，关于金融系统承担的过度风险以及金融体系全面崩溃的可能性，“他的演讲值得给他带来巨大荣誉，部分是因为他当时还担任公职”，即IMF首席经济学家。拉詹回应了对他的恭维，授信鲁比尼代理其信念，并指出学术界经常在它们自己的约束下工作：“大多数学者……害怕谈论那些一切并不能够整齐纳入一个模型的事情。”

另一个令人印象深刻的预言者是国际清算银行(BIS)，它在其2007年6月的年度报告中指出世界经济处于巨大危险的边缘。《每日电讯报》总结了这个报告，标题为《BIS的警告：信贷热潮带来大萧条的危险》。鲁比尼说，与BIS这样的官方机构交换观点有助于他“坚持到底”。并且，他表示当许多华尔街分析师和媒体评论员承认他是正确的时候，他知道“战斗胜利了”。

高盛的Abby Joseph Cohen说：“鲁比尼最早提出（关于金融脆弱性的）警报”，市场参与者不再将他的观点视为“学院派经济学家对低概率事件的兴趣”。而《金融时报》的专栏作家Martin Wolf在其2008年2月的专栏中写道：“鲁比尼教授设想的可怕情形已经足以让人恐惧。不过他的想法值得认真对待。他第一次预言危机是在2006年6月。那个时候，他的观点极具争议性。但没过多久，争议就平息了。”



失，这些过度投资导致过高的外债和过高的经常项目赤字”。

对于如何化解危机，鲁比尼和他的合著者们提出了所需要的细致入微的政策建议。通过媒介，他们呼吁应改善财政收支状况，以吸收挽救金融和企业部门的成本。不过因为“在短期，危机将导致亚洲地区的

**“在过去的十年间，原来由他独立承担的亚洲金融危机的网页已经演变成一个由40人运营的网站，名为‘鲁比尼世界经济观察’，这个网站汇集和分析所有国际经济问题的信息。”**

投资和产出大幅下滑”，故而需要暂缓实施这些调节政策，“即使不惜暂时背负巨额财政赤字”。国际援助计划——如IMF领导落实的计划——将“扮演至关重要的角色”，他们写道，“这些计划将帮助缓解紧缩问题，并避免投资和消费的更剧烈的紧缩”。

鲁比尼对IMF的一贯支持远胜其他学者。他认为部分是因为早年“他从内部了解这个机构”。1985年，作为一个二年级的研究生，他进入IMF实习。之后在1999年至2001年，他作为美国财政部的顾问，数次重返IMF。2001—2002年，他在一项评估金融和企业部门隐患的研究中，与IMF的工作人员通力合作完成的大作（合著者是Brad Setser，现在外交关系理事会）已成为应对新兴市场危机的合理政策方面的标准文献，书名是《救助还是保释？应对新兴市场的金融危机》。

## 新兴问题

因为在亚洲和其他新兴市场危机方面所做的研究，鲁比尼为决策层和一些媒体所熟知。当他开始对迫近美国本土的危机提出警告时，他开始真正享有盛名。从2005年起，并在2006年更进一步，鲁比尼宣称金融和企业部门飙升的资产价格、放松监管的借贷活动以及巨额经常项目赤字令他思索：“嗨，等等。美国现在看上去像个新兴市场，为什么泡沫还没有破灭？”

鲁比尼是为数不多将他们的警告公布给观众的观察家之一，那些观众对此持怀疑态度，时常抱有彻头彻尾的敌意（见专栏）。2006年，世界经济正处于30年间最快增长的5年期间，美国经济表现良好，一扫互联网泡沫和9·11恐怖袭击的阴霾。2006年9月，在一

次如今著名的演讲中，鲁比尼告诉在场的IMF的全体职员，在接下来的一年里美国有50%以上的风险遭遇衰退。在过去的几年中，美国消费者经历了一场消费狂欢，许多人把自己的房产当作自动取款机。他警告说，如今“消费者倦怠”的丧钟已经敲响。

鲁比尼将2006年和2001年做了对比，那时美国经济由盛转衰：“今天的情况是，市场不再充斥着互联网产品，取而代之的是过剩的房产股票和消费者耐用品”。美国联邦储备委员会将无力避免衰退。他说：“基于同样的理由，2001年美联储的宽松货币政策失效”，如果市场存在积压，“你必须将它处理掉，但调整利率于事无补”。鲁比尼还预计，随着美国事态的发展，世界上的其他国家也无法幸免。

IMF研究部门副主任Charles Collyns说，当一年之后鲁比尼再次回到IMF演讲时，他所说的大部分都应验了。事实上，对鲁比尼一年前的言论，Collyns在2007年曾开玩笑道：“可能他还不够悲观”。Collyns还称鲁比尼的观点有助于说服IMF尽早对世界经济前景抱有谨慎态度。

## 寻找平衡

这些天，鲁比尼日理万机，尽力做到他所言的“全职学者、全职政策观察家和全职企业家”。他说需要更好地协调这些事务，但不知道应对哪一个进行缩减。

在过去的十年间，原来由他独立承担的亚洲金融危机的网页已经演变成一个由40人运营的网站，名为“鲁比尼世界经济观察”，这个网站汇集和分析所有国际经济问题的信息。鲁比尼说，作为一个企业家给他带来了洞察商业事务的全新视角，这是一个象牙塔里的经济学家所无法拥有的。他从前在耶鲁大学的同事罗伯特·席勒认同这种观点。作为一个同样成功的商人，席勒声称：“对一个学院派的经济学家来说，运作一个企业是件好事。”

他可能会被吸引进入奥巴马政府任职吗？鲁比尼认为不可能，他补充道：“在过去若干年里，我已习惯于在没有约束的情况下自由写作和发表观点。我很难适应这样的环境，即说每个字前都必须经他人过目。”相应的，他说，我乐于通过表达自己的观点而对政策产生间接影响。“我不愿夸大我的影响力，但我认为现在我写出来的一些东西，人们会去读它并且思考它。我乐在其中。”

Prakash Loungani是IMF研究部顾问。



处于危机中的世界

# 重塑

# 世界经济格局

Jean Pisani-Ferry和Indhira Santos

到目前为止，  
经济和金融危机标志着全球化高速扩张的终结。

在经济和金融风暴席卷全球背景下，全球化时代迎来了它的第一次危机。对于金融危机，各个国家和地区已经积累了相当多的经验，决策者可以据此制定补救政策。不过现在大多数人并没有关于全球性金融危机的记忆。20世纪30年代的那次经历令人恐惧，因为那时的各国政府既不能保持经济一体化，也无力开展国际合作来应对危机。

此次危机发生前，全球化就已经受到挑战。虽然全球经济状况异常良好，但不是每个人都能从国际自由贸易及资本和工作的流动中获利。尽管全球化受

到经济学家、企业和一些政治家的支持，但还是有批评家指出全球化更追捧资本而不是劳动，更青睐富人而不是穷人。

当下的危机和各国对其的反应已经开始重塑世界经济格局，并改变全球化进程中政治和经济力量的平衡。开放的市场、全球供应链、跨国公司和私有制这些全球化浪潮的推动力正受到削弱，贸易保护主义重新滋生。曾经自由扩张的跨国企业也将退回本土。

全球化在这场危机的产生和发展中究竟扮演了何种角色？世界经济将如何





中国东莞一家被查封的工厂。

转型？可能的应对政策是什么？这些是本文所讨论的中心问题。

### 不仅仅是监管失灵

起初，许多分析家没有充分把握危机的特征。焦点几乎都集中于对金融机构的市场监管，却甚少关注造成这次危机的全球宏观经济的根源。事实上，2008年11月，领导工业化和新兴市场经济体的二十国集团（G20）在华盛顿特区进行了一次紧急磋商。会后发布了一项公报，其内容仍然集中于制度和监管的失灵，补救措施也被认为是监管性质的，并据此列出了G20长期议程。

造成这种情况的部分原因是原本预计的危机并未发生：美元没有急剧贬值，美国的联邦债券也没有被抛售。但事实是，尽管微观经济的确失灵了，但对

AAA级的美国资产难以满足的胃口在很大程度上掩盖了这种影响。国际上对这些资产的巨大需求（这种需求主要归因于新兴经济体和产油国积累的经常账户盈余）以及错误的经济刺激与监管不力的大环境共同引发了这场危机（见《金融与发展》2008年6月号）。

然而，世界经济体系中复杂的内在联系掩盖了其运行过程，而且长期以来，人们都没有充分理解全球收支失衡、对安全的（或者说看上去安全的）金融资产的需求和这些金融资产的创造这三者之间的联系（Caballero，2009年）。国际层面的讨论因为政治色彩而更加复杂：自从伯南克在2005年提出“全球储蓄过剩”假说以来，美国一直坚称全球经济宏观问题的症结不在于它的经常账户赤字，而在于中国的高储蓄倾向。

第二个相关的错误要追溯到危机的早期阶段。直到2008年秋，人们还希望那些未受次贷危机直接影响



的经济体能从风暴中全身而退，并且有足够的能力拉动整个世界经济。

一些肤浅的理由支撑着这个“经济脱钩论”。IMF的研究结果表明：美国发行的证券类债务所造成的金融部门的损失，美国的银行承担了其中的57%，欧洲的银行承担了39%，而亚洲的金融机构仅损失4%（IMF，2008年）。这种说法解释了2007年夏欧洲和美国的银行拆借市场同时出现的流动性枯竭，而两者

### “当务之急是避免流向新兴和发展中经济体的资本枯竭，以及大量外汇储备耗尽这一衰退性组合。”

的跨大西洋金融一体化程度要高于其他任何两个地区（Cohen-Setton和Pisani-Ferry，2008年）。因此，由次级抵押贷款引发的银行体系滞塞以及随之而来的信贷问题主要发生在美国和欧洲。

不过很显然，现在世界上所有地区的经济增长都在严重下滑。随着2008年9月15日雷曼兄弟倒闭和它引发的资本市场的动荡，这种“脱钩”的希望破灭了。IMF为这次危机制作的“热点分布图”（Blanchard，2008年）生动地显示出，新兴市场和发展中国家几乎立刻就遭遇风险厌恶急剧上升的打击，结果是资本流入瞬间停滞。以中欧和东欧为代表的资本进口国的形势尤其严峻，由于这些国家本身收支就不平衡，所以被迫向IMF求助。但是，像韩国这样拥有相当数量外汇储备的国家，情况也同样糟糕。在这里，传输渠道是净资本的流动，而非对外资产和负债总值这种形式的资本市场一体化（一些国家基本不持有美国的资产，或者主要持有最近几个月有所升值的联邦债券）。新兴经济体的私人资本净流入在2008年底已经减少，目前预计2009年为1650亿，比2007年下降82%（IIF，2009年）。国际资本流动的剧烈波动再次成为危机扩散的重要因素。

最后，贸易必然是危机蔓延到东亚的主要途径。在该地区的GDP中，对北美和欧洲的出口比重占到了惊人的12%。这足以令“脱钩理论”成为幻想。贸易收缩不仅是危机蔓延的载体，还是一个加速器。2008年末的数据显示，世界贸易和工业生产都出现了两位数速率的下降。一些亚洲经济体发现其出口连续两年出现10%到20%的降幅。目前尚无法弄清哪些应归咎于需求的下降，哪些应归咎于投资的调整，还有哪些应归咎于贸易融资的不畅。但很明显，国际贸易的收

缩不仅是危机的扩散渠道，也加速了产出的收缩。

抛开蔓延的具体细节，危机已经显现，尽管存在区域一体化和新生的经济力量，全球经济还是缺少迅速摆脱负面冲击的能力。毕竟，在惊人的去杠杆化进程中，次级和Alt-A级抵押贷款上的损失共计约1000亿美元，换句话说，这个数额只占美国GDP的0.7%，全球GDP的0.2%——从任何标准来看，这都是个小数目。鉴于目前世界经济已经陷入衰退，当前的问题是全球化将为此承担多大的代价，以及各个国家和国际组织将如何应对正在进行的变革。

### 全球化：重塑还是毁灭？

这场危机已经开始影响到最近几年高速全球化的推动者——私有制、跨国公司、全球供应链和开放市场。

首先，在过去的几个月里，私营部门的国有化程度显著上升（见下表）。美国的50大银行中有23家接受了政府注资，欧洲的50大银行中则有15家。这意味着在这两个地区，银行在危机爆发前76%和40%的市值如今是靠纳税人承担的。其他行业，如汽车业和保险业，也同样受到了政府援助。不管政府的用意为何，曾经自由扩张的全球化企业的行为必将受到公共对其支持的影响。

其次，这场危机对跨国企业提出了挑战。企业谋求降低成本及网罗人才在很大程度上推动了过去25年间的经济一体化进程。然而从危机早期，伴随着世界各地银行的崩溃，这些全球化公司就被迫首先经受考验。昔日强大的跨国机构一下子陷入了要鉴别哪些政府会救济它们的痛苦之中。在某些情况下，各政府联合采取救助行动，如法国和比利时共同为德克夏银行（Dexia Bank）注资。不过在其他情况下，这些跨国企业将以破产告终，例如比利时和荷兰合资的富通银行保险集团。这不但表明出现存的监管体系不适合这种跨国经营模式，还体现出只有国家政府才有预算资源来拯救这些企业。公共援助面临将跨国公司转变成国内优胜者的风险。如今，没有任何一家接受政府援助的公司的首席执行官会重复Manfred Wennemer（一家名为Continental的德国轮胎生产商的首席执行官）的话。2005年，在为公司汉诺威分厂的裁员进行辩解时，他说：“我的职责是确保公司在全球范围内的80000名员工的职位”（《经济学人》，2006年5月18日）。

再次，国家对危机的回应可能导致经济和金融的分裂。有初步的证据表明，当政府要求银行继续贷款给国内消费者时，信贷却在海外市场被不成比例地分配。最近，荷兰政府要求在ING银行扩大国内信贷的



同时减少它整体的资产负债表，这一幕就出现了。因为发展中国家和欠发达国家的企业很大程度上取决于国外信贷，这令它们特别容易受到金融保护主义的攻击。此外，出于对就业这一正当理由的考虑，政府援助往往至少会含蓄地反映出对本国经济的偏倚。法国在汽车业救助计划上对本国劳动者的特殊待遇、美国在经济刺激法案中对“购买美国产品”的规定，以及英国首相布朗臭名昭著的关于“英国工作为英国人提供”的口号都仅是其中的几个例子。

最后一点同样重要。尽管2008年11月的G20峰会并没有讨论增加关税，但这种呼声从危机伊始就在一些国家中出现，从印度到中国，从厄瓜多尔到阿根廷。一年前有一个类似的趋势，即出口限制被称作是为了抵御全球高涨的粮价对本国消费者的影响。

很难说这些变化仅仅是对巨大冲击做出的短期反应，还是体现了一种新的令人担忧的趋势。至少，政治和经济力量的均衡已经显著改变。在全球经济活跃时，政治上的支持对全球化的作用有限，因此这意味着现在钟摆正摆向相反的方向。在这一背景下，有两个历史教训值得我们铭记。第一，解除贸易保护需要相当长的时间。国家间在战争时期建立起的贸易壁垒往往需要数十年才能被打破。第二，虽然最近这段时期贸易自由化取得了重大进展，20世纪30年代以来的贸易政策也不太可能出现严重逆转，但是向下螺旋式发展的贸易保护主义目前正在快速盛行。

综上所述，这些风险体现出全球一体化所面临的严重挑战。区域经济同样如此。欧洲内部在经济上的分歧正在加大；东亚的经济合作有限，这还不包括暴力冲突对这一地区的影响。

毋庸置疑，世界监管和经济格局将在此次危机后

被重塑。各国在促进国际合作时所面临的主要考验仍是在国内寻找解决办法的巨大诱惑。可只有在更深入的多边主义而非民族主义下，才能寻找到应对当前挑

“在严重的经济衰退中，各国难免会受到通过以邻为壑的汇率政策转嫁失业的诱惑。”

战的众多答案。那么国际市场的参与者和各国政府应该做些什么呢？

## 政策议程

证据显示，监管框架的改革只能解决部分问题。在2009年4月的伦敦峰会上，G20需要转向一系列更广泛的议题，包括贸易、金融一体化和宏观经济政策。此外，全球层面的政策合作需要一个合适的体制框架。为此，国际金融体制的改革必将再一次提上议事日程。因此，我们提出五点议题，前三点是关于世界贸易和宏观经济的议题，后两点是关于国际金融机构的任务。

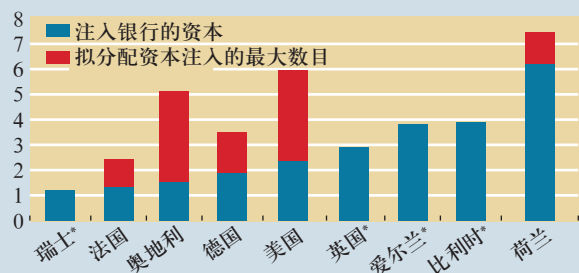
维持贸易一体化。当务之急是采取措施，避免危机及其蔓延进一步恶化。很明显，2008年11月G20会议关于“避免投资和商品劳务贸易出现新的壁垒，避免实施新的出口限制，或利用WTO不一致的措施来刺激出口”的承诺是远远不够的。G20峰会在许多地方给贸易保护主义可趁之机，比如运用关税、补贴和歧视性政府采购使得银行贷款给国内消费者，并且向制造和服务型企业施压，令其保留国内的工作岗位。相反，G20的各国政府应在行为准则上达成一致，即确定在危机时期哪些措施是可接受的，哪些是不可接受的（无论其对贸易的影响是直接还是间接的），同时委托WTO和OECD承担政策监控的任务。相同的原则也应适用于区域经济。

制定国家刺激方案和一揽子援助计划来支持，而不是削弱全球化。各国政府应当采取2008年11月G20会议所制定的计划，通过实施一揽子刺激方案，以促进世界经济的恢复，并审查迄今为止所做努力的规模和充分性。国际合作在这个领域形势微妙，正如爱尔兰官员所坦言：“在爱尔兰看来，最好的财政刺激来自我们贸易伙伴正在实施的措施。最终，这将激发对我们出口商品的需求，而无需我们付出任何代价”（Willie O’Dea，爱尔兰国防部长，《爱尔兰独立报》，2009

### 注入公共资金

银行日益依赖纳税人的资金。

(公共资本额调整的规模，占GDP的百分比)



资料来源：美国财政部，欧盟委员会，各国政府和Bruegel的研究。

注：数据截至2009年2月11日。数额仅限于一级资本注入。带\*的国家没有明确经济干预的最大额度。

年1月4日)。截至目前,各国宣布实施的一揽子计划在内容和范围上有很大差异,即便它们不包含任何扭

“给予新兴和发展中国家更大的话语权和代表权……意味着减少欧洲国家席位和美国放弃否决权。”

曲措施,其中的不少还是倾向于含有大量本土内容的工业供给措施,如基础设施建设。这是完全合法的,并且从某种意义上讲是不可避免的,因为各国政府要对那些希望从公共注资中获利的本国纳税人负责。但这种做法是低效的,因为贸易商品部门(与建筑业)是受危机冲击最严重的部门之一。作为权宜之计,G20应就关于国内一揽子刺激和援助计划的内容的一系列原则达成一致,同时要考虑行为准则中最有可能的扭曲因素。

避免汇率政策引发外部的不稳定。在严重的经济衰退中,各国难免会受到通过以邻为壑的汇率政策转嫁失业的诱惑。幸运的是,截至目前这种现象尚未大规模出现。但对于未来,G20应重申避免此类行为出现的必要性,并且要求IMF进行实时汇率监测并迅速报告这种侵害行为。各国在2007年达成的这一原则,在目前的情形下尤为适用。

树立对多边保险,而非自我保险的信心。当务之急是避免流向新兴和发展中经济体的资本枯竭,以及大量外汇储备耗尽这一衰退性组合。这种危险是现实存在的。大多数新兴国家正遭受资本流入的突然停滞(或资本流动逆转)带来的直接后果,尤以中欧和东欧为甚——这一地区直到近年才依靠外国资本实现经济赶超。另外,从危机中汲取的一个重要教训就是,为了保护本国,抵御此类事件的冲击,各国甚至需要更多的储备。这意味着在最糟糕的时候,包括已经有很高外汇储备的亚洲国家在内,经常账户盈余会遭受广泛冲击——一种国际性的“节俭悖论”。此外,除了因对美国金融资产的过度需求而加剧危机外,当危机源于对国际金融机构,尤其是IMF提供的多边保险失去信心时,外汇积累作为防范危机的措施从单个角度看代价高,从整体角度看效率低。进一步讲,我们需要重塑对金融系统的信心。外汇储备水平及重树信心所需的多边和自我保险的组合将是这次讨论的专题。虽然没有理由统一区域中各个国家保险组合的标准,但不管采取何种形式,这都将导致大量的资本节约。

使国际金融体系更适合现状。当下的改革中,新

兴和发展中世界在IMF中的配额和发言权明显不足以创建或重建其所需的所有权,这就是为什么进一步的监管改革需要提上议程。G20已经要求各国财长提交国际金融机构改革的议案,包括给予新兴和发展中国家更大的话语权和代表权。这种不可或缺的变化在某种程度上意味着减少欧洲国家席位和美国放弃否决权——如果权利再分配是在一个更广阔的范围内(如先前建议的那样),这一点会更容易实现。

由此看来,G20面临的任务非常艰巨。即便如此,它还是处理这些事务的不二之选。诚然,2008年11月宣言中的许多条款主要是金融市场发达的国家和地区的责任。相比之下,确保短期内危机不会造成经济的分裂,阻止世界贸易和金融成为经济收缩的巨大引擎,我们需要一个更广阔的平台,比如G20。如果G20的各成员国能够与现在的国际机构紧密联合,并运用其分析能力,这或许意味着危机将转变为一次机遇:全球化将更强有力,其治理也将更完善。

Jean Pisani-Ferry是欧洲智库Bruegel主任,Indhira Santos是该机构研究员,Martin Kessler为研究提供了帮助。

#### 参考文献:

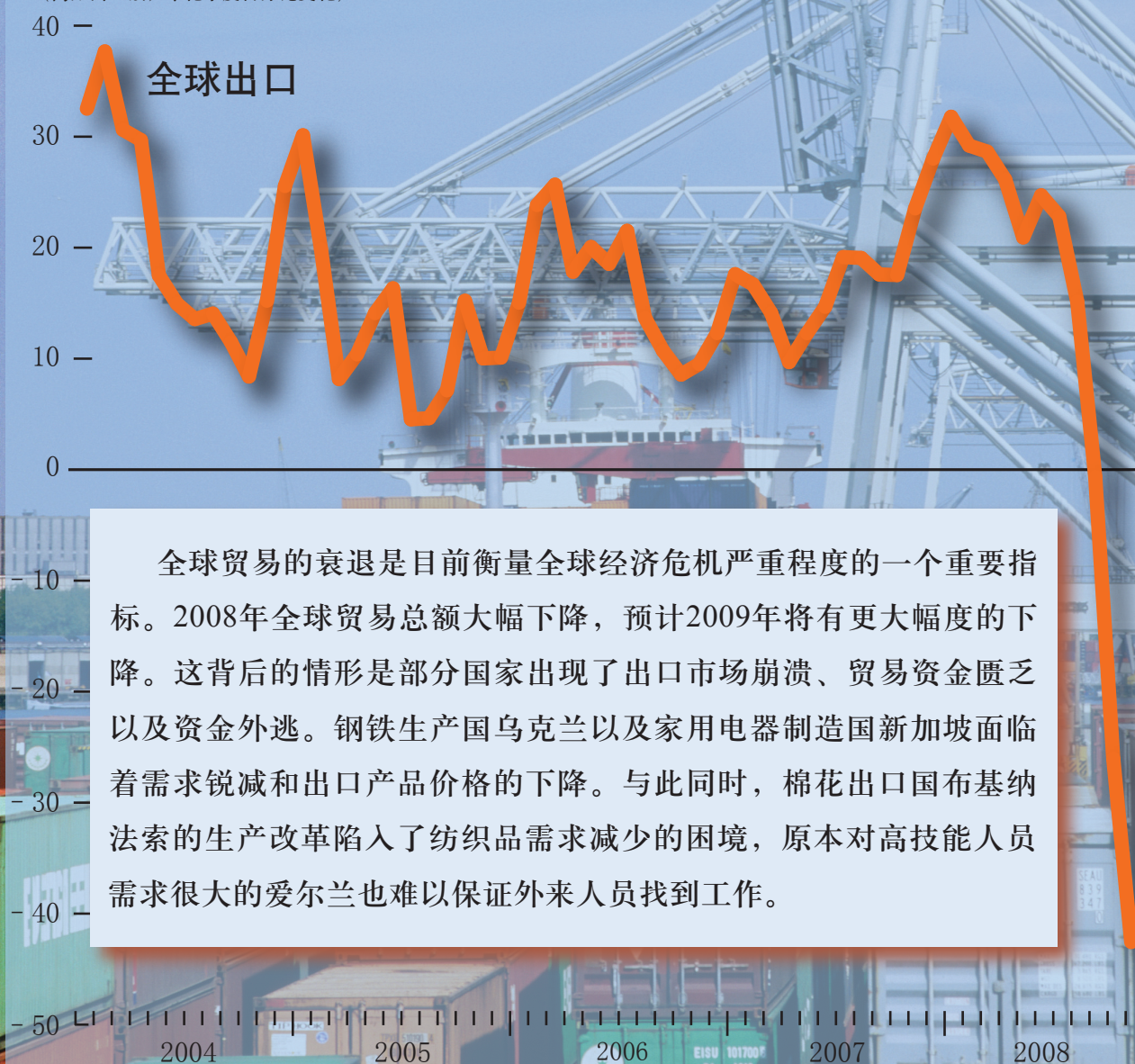
- Bernanke, Ben, 2005, “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, March 10, Richmond, Virginia.
- Blanchard, Olivier, 2008, “The World Financial and Economic Crisis,” Munich Lectures, CESifo Conference, November, Munich, Germany.
- Caballero, Ricardo, 2009, “A Global Perspective on the Great Financial Insurance Run: Causes, Consequences, and Solutions,” notes prepared for MIT’s Economics Alumni dinner, January 20, New York.
- Cohen-Setton, Jérémie, and Jean Pisani-Ferry, 2008, “Asia-Europe: The Third Link,” Bruegel Working Paper 008/04 (Brussels, Belgium).
- Institute for International Finance, 2009, “Capital Flows to Emerging Market Economies” (Washington).
- International Monetary Fund, 2008, Global Financial Stability Report, October (Washington).
- O’Dea, Willie, 2009, “Why Our Response to Crisis Isn’t Wrong,” in The Irish Independent, January 4 (Dublin).
- The Economist, 2006, “Germany’s Export Champions,” May 18 (London).



# 深度影响

四个国家面临全球经济衰退带来的  
严酷的、破坏性强的影响

(商品出口额, 年化季度百分比变化)



全球贸易的衰退是目前衡量全球经济危机严重程度的一个重要指标。2008年全球贸易总额大幅下降, 预计2009年将有更大幅度的下降。这背后的情形是部分国家出现了出口市场崩溃、贸易资金匮乏以及资金外逃。钢铁生产国乌克兰以及家用电器制造国新加坡面临着需求锐减和出口产品价格的下降。与此同时, 棉花出口国布基纳法索的生产改革陷入了纺织品需求减少的困境, 原本对高技能人员需求很大的爱尔兰也难以保证外来人员找到工作。

资料来源: Haver Analytics, IMF工作人员估算。



# 冶金业萧条

## 乌克兰的钢铁收入与世界经济趋势密切相连

David Hofman

世界钢铁价格对全球经济低迷极为敏感。因此，乌克兰等主要钢铁输出国的收入与世界经济趋势密切相连。在世界经济继续下滑的过程中，因全球汽车制造业和建筑业下降，进而导致钢铁价格下跌，乌克兰的钢铁收入也大幅下降，而且因为国内迟迟不做决策，前景堪忧。

乌克兰是世界第8大钢铁生产国，经济严重依赖钢铁行业的发展。经直接计算，其钢铁工业的收入占国民收入的12%左右，占出口商品总值的比例超过1/3。尽管这些数字反映钢铁业对乌克兰经济的影响很大，但还有许多其他经济活动都取决于钢铁业的发展，因此钢铁业的间接影响更大。从而，乌克兰GDP的增长趋势随着世界钢铁价格的变化而变化（见图）。

乌克兰经济与冶金价格密切相连，这种格局以前曾经促进了经济发展。2000年至2008年，钢铁价格大幅上涨，远远高于长期下跌时的水平，促使乌克兰取得令人称赞的出口增长业绩，进而使GDP显著增长。2001年至2007年，乌克兰经济年均实际增长率达到7.5%。出口收入和大量的资本流入刺激了国内信贷规模的增长，导致股票和房价飞涨。由于进口猛增、外部经常账户赤字急剧增加，通货膨胀出现螺旋式上升，失去控制。其间，政府的宏观经济政策失误，特别是实际上采取固定汇率政策，无法解决不断失衡的经济结构问题。

### 剧烈调整

尽管钢铁价格显然不能维持在2007年和2008年的高水平上，但几乎没有人预见到2008年下半年钢铁价格会大幅下跌。受全球经济危机的影响，近几年商品繁荣景象突然结束了，而且随着全球汽车销售量的暴跌和建筑业的急剧下降，钢铁业受到了特别严重的影响。

与8月份最高价位相比，2008年11月初的钢铁价格已经下跌了80%，已接近长期趋势价格水平。尽管钢



乌克兰顿涅茨克的一家钢厂。

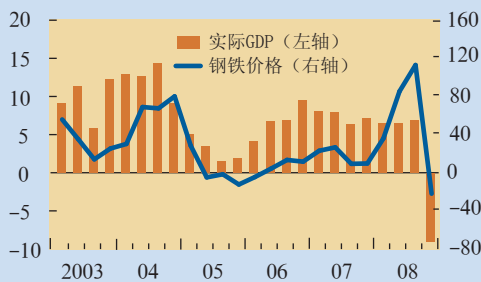
铁价格的调整速度是出乎意料的，但钢铁价格的急剧调整并非没有先例。确实，自20世纪70年代初以来，每当全球经济衰退时，钢铁价格都会暴跌，每次都使钢铁价格跌回或低于长期趋势价格水平。

钢铁价格的暴跌对乌克兰造成了严重的冲击。先是钢铁生产下降50%。2008年9月至12月，工业生产大约下降了25%；随后，出口急剧下降，经济业绩指标全面大幅下跌。GDP的初步统计数据表明，季节因素调整后的第4季度实际产量下降了9%左右。由于国际投资者更关注降低风险问题，可利用的外部融资也出现了市场危机情况。这一切使乌克兰债券的利差大幅拉大，去年股票市场的市值损失了大约75%。

### 紧密相联

世界第8大钢铁生产国乌克兰的经济严重依赖钢铁业的发展。

（逐年百分比变化）



资料来源：乌克兰当局，《冶金公报》。

### 难以维系的货币制度

在钢铁价格大幅下跌和无法进入国际资本市场融资的双重打击下，乌克兰严格管理的汇率制度难以维系。因担忧汇率波动和银行体系的稳定性，引起了存款的流失。近年来，乌克兰银行贷款迅速增长，居民对外汇也没有进行套期保值，银行体系本来就很脆弱，因此，存款的流失使银行体系陷入更加危险的境地。

为了应对钢铁价格暴跌的负面影响和外部融资的困境，乌克兰当局正在实施一项政策调整计划，该计划得到了IMF的支持。2008年11月，IMF批准向乌克兰提供164亿美元的贷款。

David Hofman是IMF欧洲部的经济学家。



# 需要重新启动

主要出口市场需求萎缩，  
新加坡电子工业遭遇寒冬

Roberto Guimaraes和Alessandro Zanello

多年以来，西方市场对新加坡生产的家用电器求之若渴，但在过去12个月中，需求却直线下滑。以前欧洲和美国的家电发烧友经常冲到商店，购买新一代电子计算机、智能电话和数码照相机。现在，却因为求贷无门和信心不足，只能猫在家里。全球经济低迷已经使新加坡经济受到重创：2007年经济增长接近8%，2008年仅为1.5%。

对全球事件的高度敏感性影响着新加坡的产业结构和专业化生产领域。新加坡1/3的经济活动是以制造业为核心，特别是信息技术产品、贸易服务和容易影响投资者信心的一些金融业务，这些都直接受到发达经济体经济增长的影响。

新加坡另外1/3的经济活动主要依赖地区经济的发展。电子与非电子行业都受到了严重的冲击（见图），而且金融海啸导致外部需求下降，对新加坡内向型的产业也产生了影响，如建筑业、公用事业。

## 承诺开放

从许多方面来看，新加坡参与国际贸易和金融体系的程度是超标准的。因此，当世界经济衰退时，其经济必然受到很大的影响。新加坡的出口占其GDP的230%。这个城市型国家是亚洲富有活力的金融中心，有100多家外国银行，金融资产将近GDP的6倍；新加坡已成为外国银行的地区运营基地；3家国内银行也是地区性公司和跨国公司流动资金的主要供应商。

然而，经济与金融一体化带来易受全球金融海啸和贸易伙伴经济周期影响的风险。例如，IMF一份最新研究报告表明，美国经济的减速几乎会导致新加坡经济以同样的速度下降。

## 双重冲击

实际上，目前的金融危机对新加坡产生了双重打



新加坡DVD播放器生产线。

击，即在贸易和金融两个方面产生不利影响。

贸易。与2007年同期相比，2008年第4季度的出口大幅下降25%，前两个季度也是下降的。出口产品普遍出现大幅下降的情况。电子产品出口（占出口总额的1/3）的下降始于2007年初，目前下跌时间已经创下

历史的最长记录。出口情况还在恶化，2008年初，出口大幅下降。同时，2007年还处于增长的石化和医药产品的出口，现在却直线下滑。特别是对欧洲和美国的出口受到了巨大的影响。然而，对亚洲的出口（占新加坡出口总额的一半以上），也开始出现明显的下降。

金融。全球金融危机对股票价格和信贷也产生了不利影响。2008年，新加坡股票价格指数下降了50%，而且呈现了大幅震荡的行情。由于出现了全球流动性紧缩问题，银行间美元贷款规模

大幅下降，而且只显露出谨慎的复苏迹象。在银行贷款成本上升的情况下，贸易融资规模下降，使贸易公司承受了更大的压力，导致贸易的进一步下降。

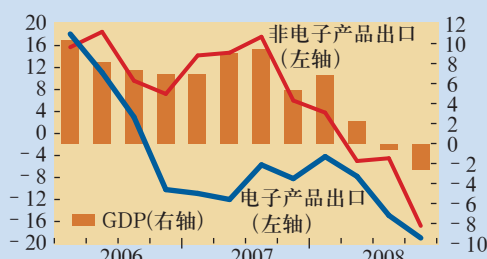
对于上述存在的问题，新加坡政府正在采取果断措施，以缓解全球金融危机的不利影响。新加坡中央银行已经实施了宽松的货币政策，并且建立了存款保险制度，以提振人们对银行体系的信心。在财政政策方面，2009年制定了适度扩张的预算，还出台一系列税收和支出措施，包括减税、增加基础设施投资支出和提供贷款担保，以救助企业和家庭。

Roberto Guimaraes是IMF亚太部经济学家，Alessandro Zanello是IMF亚太部助理主任。

### 网络故障

新加坡以信息技术为基础的电子产品出口大幅下跌，拖累该国经济。

（逐年百分比变动）



资料来源：CEIC，以及IMF工作人员的计算。

# 棉花价格暴跌

棉花价格陡然下跌使布基纳法索的棉花公司陷入困境

Isabell Adenauer、Norbert和Charles Amo Yartey Funke



布基纳法索博罗莫的棉花收获。

全球经济危机使纺织品需求下降，并导致棉花价格下跌。布基纳法索的棉农们起初并没有受到商品价格下跌造成的最不利的影响，因为一种新的生产者定价机制为棉花行业的稳定融资奠定了一个良好的基础。但是，随着经济危机愈演愈烈，在世界棉花价格继续下滑的时候，棉花公司面临着是销售棉花还是储存棉花的两难选择。

布基纳法索是撒哈拉以南非洲最大的棉花生产国，棉花占其出口总额的60%左右。该国棉花业提供了大约70万个就业岗位，占其人口的17%，间接受益的人更多。在一些非常贫穷的农村地区，出售棉籽是农民现金收入的主要来源，甚至是唯一来源。棉花种植面积的扩大刺激了粮食生产，主要是因为用棉花贷款购买的化肥还可以用于其他农作物。因此，在棉花种植地区，贫困人口减少了1/4。

## 棉花部门改革

过去几年，该国棉花生产面临困境，当棉花业即将复苏时，全球经济危机却不期而至。2005年至2007年，该国轧棉公司将皮棉加工成棉花纤维，然后以国际价格销售棉花，产生了相当大的亏损，部分原因是该国建立了棉花固定定价机制，防止将棉花价格下跌的不利影响转嫁给棉花生产者。2007年，因降雨不及时和国际棉价下跌，该国棉花产量下降40%以上。

随后，该国进行了一系列机制和政策改革。

- 建立了以市场价格为基础的棉花收购价格定价机制。在每个棉花种植季节开始的时候，以过去5年国际棉花平均价格为基础，确定棉花收购价格。
- 建立了平准基金，以支持棉花收购价格的定价机制。当国际市场价格低于收购价格时，对轧棉公司进行补贴。
- 2007年，政府对全国最大的轧棉公司SOFITEX进行注资，以弥补其亏损。注资后，政府对该公司的持股比例从35%提高到60%以上。

## 全球经济危机对棉花业的影响

全球经济危机以不同的方式对棉花业的4个利益攸

关方产生了影响，具体如下：

**生产者。**在2008年棉花种植季节开始时，按新的棉花收购价格定价机制为棉农确定了销售价格，使棉农没有受到当年国际棉价下跌的影响。因此，2008年的棉花生产没有受到当年国际棉价暴跌的影响，与3月份的最高价位相比，国际棉价下跌了40%（见图）。事实上，由于风调雨顺，当年棉花产量达到50多万吨，超出了预期。但是，如果经济危机导致纺织品需求继续下降，在今后几年使棉价继续走低，生产者将受到直接的影响。

**轧棉公司。**当棉花平均价格依然较高的时候，轧棉公司通过卖出1/3产品的远期合约，使自己保持了一部分盈利。对那部分没有进行套期保值的产品，轧棉公司现在面临着两难选择：是按目前的现货价格销售产品，还是储存已轧过的棉花，等待国际价格的回升。

但是，延期销售又面临棉价可能进一步下跌的风险。另外，需要为这个种植季节之后的棉花销售合同融资，因为银行将棉花作为贷款的抵押品了。

**银行业。**当地和国际上的银行都为棉花业提供贷款，而且当地银行承担了农作物贷款的主要风险。减少信贷规模或提高贷款成本，都将不利于棉花业的稳定发展。

**政府。**尽管政府计划从棉花业中逐步退出，但目前很难找到SOFITEX的战略合作伙伴。如果

棉价继续下降，棉花平准基金很快将用完，甚至可能要求政府支持。

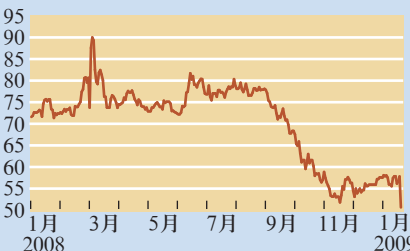
尽管该国棉花业目前经受住了全球金融风暴的袭击，但其未来的发展趋势取决于这个季节的棉花收成、国际棉价和金融状况。这就是为何对棉花业进行改革，以提高劳动生产率，比任何时候都显得更加重要。目前，该国正在进行棉花品种的基因改良试验，这将使棉花产量提高30%。该国还在探索与西非其他国家棉花生产者进行进一步合作的范围。

Isabell Adenauer、Norbert Funke和Charles Amo Yartey分别是布基纳法索在IMF的常驻代表、代表团团长，以及IMF非洲部经济学家。

### 纺织业低迷

2008年全球经济危机使纺织品需求下降，棉花价格下跌。

（国际棉花价格，美分/每磅）



资料来源：DataStream和IMF工作人员的预计。



# 人员还高度流动吗？

面对经济衰退，爱尔兰新的  
失业移民可能无处可去

Siobhán McPhee

20世纪90年代初，由于经济快速增长，爱尔兰从一个出国移民和几乎没有就业机会的国家变成大量需要劳动力的国家，成为了外国工人向往移民的国家。现在，全球经济衰退严重地影响了爱尔兰，对外籍工人的影响要大于对本国工人的影响。但还不清楚的是，这种逆转是否会造成非爱尔兰籍工人大批离去。到目前为止，许多人看来还准备留下，一方面是因为当地待遇优厚的社会福利，另一方面，几乎没有能找到工作的可去之处。

## 凯尔特虎

在20世纪90年代初期，劳工短缺首先出现在高技术行业，例如信息产业。在80年代移民出去的许多人又从英国、美国返回爱尔兰，以满足本国高技术人才的需要。那时爱尔兰经济繁荣，被称为“凯尔特虎”。由于经济持续增长，其他的行业也开始出现劳工短缺，都由外籍工人来补充。这些行业是餐饮、宾馆和娱乐业。护理行业的劳工尤为短缺，促使爱尔兰政府积极从菲律宾和斯里兰卡招募护士。

根据国家计季度调查(QNHS)的统计，2008年7月至9月，在爱尔兰的非爱尔兰籍工人已占全国人口的16%。2004年，当8个东欧国家（捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚）加入了欧盟以后，爱尔兰的移民工人绝大多数来自这些国家，主要是来自于波兰。

但是，全球经济衰退严重地影响了“凯尔特虎”的发展。根据QNHS的统计，2007年第3季度失业率为4.8%，2008年第3季度急剧上升到7%。爱尔兰的移民工人对生产下降的感受比爱尔兰籍工人更深。同样，在郡社会福利局进行失业登记的移民工人比爱尔兰籍的工人要多。爱尔兰籍工人的失业率为6.1%，非爱尔兰籍工人的失业率却高达9%。2007年10月至2008年10月，非爱尔兰籍工人的登记失业人数增长了1倍，而爱尔兰籍工人的登记失业人数上升了52%。

移民工人的高失业率并不令人感到十分意外。从东欧到爱尔兰来的移民绝大多数都在建筑业和金融业



在波兰卢布林的英语班。

就业，2008年这两个行业的失业情况最严重。但其他一些行业的就业情况却有所不同。餐饮、宾馆和娱乐业以前是吸收移民工人的主要行业，现在不再雇佣新人，但也没有裁员。另外，一些高技术行业裁员较多，特别是与建设业有关的工程和建筑设计。根据最新报道，一些爱尔兰人又开始向国外移民，去澳大利亚、新西兰，甚至中东产油国寻求工作。

## 移民可能无处可去

但现实的状况是，爱尔兰的移民从来就没有停止过，甚至出现了一些高技术工人返回爱尔兰，越来越多的外籍工人迁入爱尔兰（见图）。最近，爱尔兰籍高技术出境移民人数增加了，但没有出现外来移民大量离开爱尔兰的情况。在上世纪70年代后期至80年代，主要欧洲国家发生经济衰退时，爱尔兰也没有出现外来移民工人大批离去的情况。但时代不同了，移民工人过着流动性很大的生活。他们可以选择去更容易获得就业的地方，或者选择回国。但是，他们也可能无处可去。

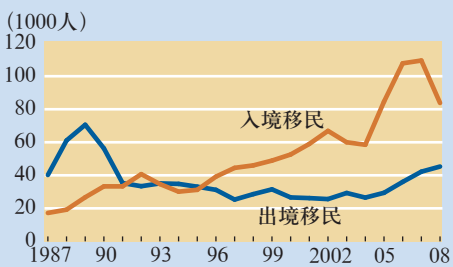
由于爱尔兰实行了条件比较宽松的社会福利制度，因此许多移民工人不愿离开爱尔兰。来自其他欧盟国家的移民工人只要在爱尔兰工作和纳税两年以上就可以领取爱尔兰的社会福利津贴。对于非欧盟国家的移民，必须在爱尔兰生活5年，并在5年期间都有工作，才能领取社会福利津贴。2006年，入境移民的人数达到了顶峰。因此，许多移民工人，可以说大多数移民工人都符

合享受爱尔兰社会福利的条件。与全球主要经济体一样，目前整个欧盟都处在经济衰退之中，到处都难以找到现成的工作岗位。因此，对于许多移民来说，与其冒险到处找工作，不如留在爱尔兰，以便安然渡过这次金融风暴。尽管2009年爱尔兰出境移民的增长率可能再次接近20世纪80年代的水平，但根据培训与就业局的预测，爱尔兰已经成为一个外来移民的国家。

Siobhán McPhee是都柏林大学地理、规划和环境政策学院公共政策专业的在读博士。

## 迈向绿宝石岛

爱尔兰经济高速发展时曾吸引了外国的工人。但是，在目前的经济危机中，出境移民人数上升，入境移民人数下降。



资料来源：爱尔兰中央统计局。  
注：2007年和2008年为初步数。





# 贸易融资困难重重

进出口融资成本上升，信贷资金规模下降，正在影响进出口贸易，新兴市场国家问题更为严重。

韩国釜山港没货可运的卡车。

在二战以来最严重的世界经济衰退中，最近几个月全球贸易大幅度下降，贸易下降反映了全球需求的急剧萎缩。但是，从2008年第4季度开始，贸易下降幅度远远超过全球经济的下滑幅度（参阅本期《深度影响》一文，第13页）。这表明，支持全球贸易的金融中介体系遭到了严重的冲击，包括金融制度、银行、金融公司等。

市场认为，贸易融资成本已快速上升，在某些情况下，可得到的信贷资金已经减少。但是，有关贸易融资的可用数据资料很少。为了弥补数据资料的不足，IMF会同金融与贸易银行家协会（Bankers' Association for Finance and Trade）对发达经济体和新兴经济体的主要银行进行了联合调查，以了解当前贸易融资情况和对贸易融资的预期（见专栏1）。

调查结果支持了市场的看法。在新兴市场经济体，获得贸易信贷的难度更大，贸易融资成本更高——许多区域性贸易项目属于发达经济体制造业供应链的组成部分，利润率很低。银行预计，2009年这种趋势将延续下去，因为导致这种趋势的原因很难消除。一方面，经济衰退导致贸易迅速下降，从而引起贸易融资的萎缩；另一方面，贸易下降导致违约率大

幅上升，使贸易融资成本相应上升。

## 贸易融资成本

并非所有的外贸都需要依赖诸如银行的中介进行融资（见专栏2），但是银行在促进商品全球流通方面发挥了重要作用。

对银行的调查情况说明了以下几点：

- 贸易融资价格急剧攀升。70%以上接受调查的银行认为，去年，各种信用证（LCs）的价格已经提高（见图1），这是由银行为进口商提供付款担保最常用的方式。大约90%的银行反映，以贸易商品为抵押的短期与中期贷款的价格提高了。

- 国际市场资金紧张是发达经济体和新兴市场国家贸易融资价格提高的主要因素。大约80%的银行反映，资金成本上升是贸易融资价格提高的原因之一（见图2）。在许多国家，对银行来说，资金成本提高的压力已经超过了大幅放松货币政策对资金价格下降的影响，美国和其他发达国家尤其如此。监管机构和银行自身对资本充足率的要求也使银行资金的成本与向客户进行贸易融资价格之间的利差进一步拉大。

- 对信用违约的担忧，即订约方风险，导致银行实行从紧的贷款方针。发达经济体中90%以上的银行和新兴市场国家70%的银行都表示，他们已经调整了对有关开证行的贸易信贷标准。银行还反映，需要对许多国家采取更为严格的贷款原则，如阿根廷、波罗的海国家、玻利维亚、厄瓜多尔、匈牙利、冰岛、韩国、巴基斯坦、俄罗斯、土耳其、乌克兰、阿联酋、委内瑞拉和越南等。

- 预计2009年贸易融资价格将保持当前的走势。调查报告认为，新兴市场国家和商品贸易很可能受到了全球金融危机最为严重的冲击。但是也有少数银行

### 专栏1

#### 银行调查

为了解决贸易融资信息缺乏的问题，IMF和金融与贸易银行家协会(BAFT)合作，对发达国家、新兴市场国家和发展中国家银行的贸易融资条件进行调查，包括将目前状况与去年相对比，并对2009年的形势做出预计。该项调查的重点是国际贸易融资的银行中介形式，如信用证和贸易信贷。BAFT和拉丁美洲银行协会、全球主要的贸易金融机构协会将调查问卷寄给许多银行，其中40家银行给予了回复，发达和新兴市场国家大致各占一半。



认为，由于银行业正在进行重组，特别是发达经济体的银行业，一旦全球需求回暖，贸易信贷规模就会增长，贸易贷款的利差就会收窄。但由于全球性和地区性超大型金融机构越来越少，可能无法提供比目前更多的贸易融资。

## 新兴市场国家遭受严重的冲击

尽管贸易融资成本

的提高是全球性的，但是新兴市场国家，特别是亚洲的新兴市场国家，可利用资金减少得更多。发达国家的银行反映，2008年最后几个月贸易融资的交易规模与2007年末大体相同。但是，新兴市场国家的银行反映，贸易融资的交易规模平均减少了6%。无论是发达国家还是新兴经济体的银行都预计2009年这种趋势将持续下去。发达国家的银行预计，交易规模不会有太大的变化，但新兴市场国家的银行则预计将平均下降10%。

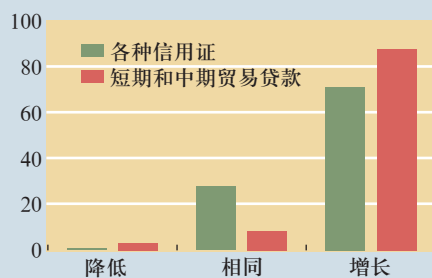
银行反映，目前的经济危机对发达经济体之间地区性贸易的影响不会太大。超过一半的银行表示，实

图1

### 贸易融资成本更高

从2007年下半年以来，70%的银行反映信用证的价格提高了，90%的银行反映贸易贷款的价格提高了。

(占做出回复的银行的百分比)



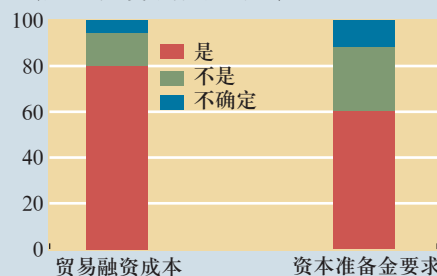
资料来源：IMF/贸易融资调查，2008年。

图2

### 什么因素影响贸易融资的价格？

大多数银行反映资金成本提高了，同时认为更高的资本准备金要求正在推动贸易融资价格的上升。

(占做出回复银行的百分比)



资料来源：IMF/贸易融资调查，2008年。

际上，对中东和北非的出口信贷资金增加了。但是，同样比例的银行认为，对南亚、韩国和中国进口的融资大幅减少。对于东亚贸易大幅下降的现象，一种可能的解释是，融资成本上升和风险增加的看法对全球附加值长供应链中的薄利产品造成了严重的冲击。薄利的制成品是东亚贸易中最主要的部分，由于进口商付不起更高的信用证费用，更高的融资价格就会抑制贸易融资规模，最终可能减少发达经济体占优势的高利润产品的贸易规模。

## 贸易融资价格的走向

### 专栏2

#### 什么是贸易融资？

贸易融资可以采取许多形式，具体形式取决于交易双方的信任程度和从银行融资的需要。

如果纯粹是进出口商之间的交易，可以通过预付货款（收到付款后发货）或未结算账户（付款之前发货）进行。否则，就需要银行充当中介。

银行提供金融产品，可以降低拒付风险。

跟单托收，出口商通知出口商银行发出单据和接受进口商的付款。这种方式加快了收款进程，但银行不提供付款保证。

出口商信用证（LCs，也叫押汇信用证），由进口商的开户银行发出其能够支付货款的保函。如果出口商不相信进口商的银行，出口商开户行可以开具保兑信用证。

银行还提供减少信用风险的产品。出口信用保险为出口商在竞争性市场中开展未结算账户项下的贸易提供保险。

最后，银行可以发放现货抵押贸易贷款（又称出口周转资金贷款）。这种贷款提供给流动资金不足的出口商，以满足资金周转的需要。

要解释贸易融资成本提高的原因是比较容易的，如银行资金成本上升、对资本充足率要求更高、信用违约风险增加等，但要预测未来却十分棘手。

由于官方基准利率的大幅下调会抵消一部分利差扩大的因素，资金成本很可能下降。但是，按资本充足率的要求增加拨备的影响可能更加持久。许多银行认为，银行拨备严重不足，银行所有产品的现有利差仍处于无法维持的低水平。根据银行自身内部资金配置和风险管理的要求，以及各国监管机构的要求，需要更多的资本抵御风险，这意味着在今后一段时期利差还要继续扩大。

然而，经济增长的前景也至关重要，世界经济短期的暗淡前景将产生贸易融资成本上升的压力，因为银行在确定利率时会考虑进出口商违约率上升的因素。

Thomas Dorsey是IMF战略、政策和检查部处长。

# 财富大变局

Gian Maria Milesi-Ferretti

金融危机袭来，各国贷款人和借款人发现对外账户出现惊人变化

金融危机仍在蔓延，已在全球范围内引起资产价格和汇率的剧烈变动。在发达经济体和新兴市场国家，股票市场的市值已损失40%以上。公司债和主权债的利差出现了意想不到的扩大。汇率大幅波动：多数新兴市场国家和一些发达经济体(如英国)的货币急剧贬值，而日元却大幅升值。汇率波动除了影响宏观经济运行以外，还严重影响到主要债权国和债务国的对外资产和负债状况。

以世界上最大的对外借款国——美国为例，这次危机对美国与世界上其他国家的对外资产和负债头寸产生了怎样的影响呢？初步测算表明，美国的对外净头寸——美国居民对其他国家的债权与其他国家对美国的债权之间的差额——在2008年出现了历史上最大的负值，已超过2万亿美元。这不但引发了美国财富市值的大幅缩水，对美国资产的国外持有者造成了损失，而且，财富缩水幅度已经大大超出了美国的净借款额（经常账户赤字），金额“仅仅”为6500亿美元左右。同样，资产价格和汇率的变化也严重地影响了拥有巨额经常账户盈余国家（如中国、日本和石油输出国）2008年的对外净头寸。

本文分析了正在发生的金融危机对借款国和贷款国对外净头寸的影响方式，以及可能产生的后果。本文首先介绍经济学家关于一国对外净头寸的计算方法；详细讨论了美国和债权国对外净头寸的变化情况；在结论部分，就这些问题的成因及其演变情况可能对解决全球不

平衡问题产生的影响，提出一些看法。

## 如何计算对外净头寸

首先，简单明了地解释一下人们对长期存在的“全球不平衡”问题而产生的担忧。“全球不平衡”问题是指，一些国家的经常账户出现巨大赤字并发生相应的对外负债（如美国），另一些国家的经常账户出现巨大盈余并持有相应的对外债权（如中国和主要石油输出国）。以赤字国家为例，说明这个问题的严重性。随着时间的推移，赤字国家会不断增加大量的对外负债，并为此支付利息（这就需要贸易盈余）。当赤字国对外头寸恶化时，其对国外资本的吸引力也会下降，进而引起本币贬值和对外借款成本上升。

显然，巨额对外负债的风险取决于国际环境。在国际金融体系不断一体化的时期，一国居民会提高海外投资的比重，这为国际借贷活动创造了更加宽松的条件。在金融动荡时期（目前就是金融动荡的一种极端状态），巨额对外借款的追索权风险会显著加大，对此，一些国家的案例已给予了生动的说明，如匈牙利和拉脱维亚。

为计算一个国家的对外净头寸，经济学家们通常用国际投资净头寸（net international investment position，简称NIIP，是指本国居民对其他国家的债权与其他国家对本国居民债权之间的差额）进行衡量。一国的NIIP会因以下两



个因素而发生变化：一是对外借款或贷款的净值（经常账户赤字或盈余的对应值），二是由于汇率和资产价格波动而产生的国家资产和负债价值的变化。例如，如果中国持有大量的美国国债，这些债券的价值因美国利率的下降而上升，那么中国的NIIP就会增加。相反，如果人民币对美元的汇率升值，就会使中国减少以美元计价的人民币资产价值，因此会使中国的NIIP恶化。不能把一国的NIIP与财富总量的计算相混淆，例如，如果一国企业提高了劳动生产率，企业的市场价值就会上升，也会因此增加国家的财富；但是，如果本国企业的一些股份为外国人所持有，这个国家的NIIP也可能恶化，因为其他国家自然会因此而增加一部分收益。

## 美国NIIP的演变情况

为什么美国的NIIP会恶化得如此严重呢？这会产生怎样的后果呢？

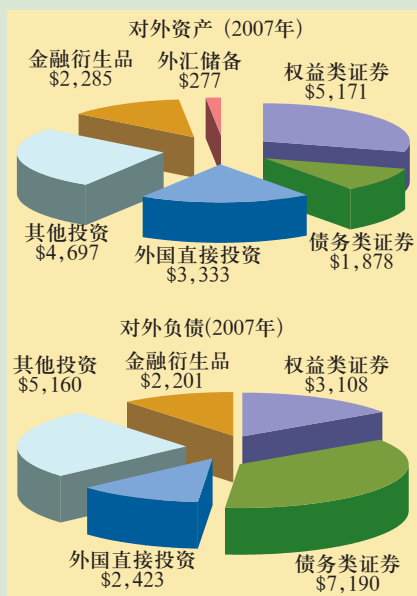
为了解美国的演变情况，首先有必要描述一下2007年末美国NIIP的特点。2007年末，美国NIIP的负值高达2.2万亿美元（见图1）。美国的外国资产主要是权益类证券和外国直接投资，而其对外负债则以债务类工具为主（如国债和公司债）。美国的权益类净头寸（权益类证券资产和外国直接投资的资产总额—权益类证券负债和外国直接投资的负债总额）的正值大约为3万亿美元，而债务类净头寸的负值为5万多亿美元。从货币构成看，美国的外国资产大多以外币计价，而其负债则几乎全部以美元计价。

在金融危机的冲击下，2008年，已坚挺多年的股票市值在世界范围内大幅下跌。与其他国家相比，由于美国是大量持权益类工具的多头，因此股票市值的下降对美国居民的资本净值造成了严重损失。在美国以外的市场，股票市值下降的幅度比美国还要大，

图1  
国际投资净头寸（NIIP）

2007年末，美国权益类净头寸为正值（3万亿美元），但债务类头寸为负值（5万多亿美元）。

（单位：10亿美元）

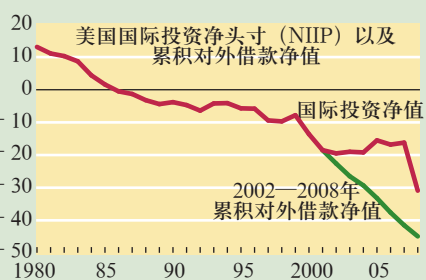


资料来源：经济分析局。

图2  
趋势逆转

2002—2007年，美国资本收益净值持续增长，但在2008年发生了逆转。

（占GDP的百分比）



资料来源：经济分析局，作者测算。

这进一步扩大了美国居民的净损失，也使美元有所升值。总体来说，股价下跌造成美国权益类证券组合头寸损失1.3万亿美元左右。另外，美国对其他国家的外国直接投资的美元价值也受到了美元升值的负面影响，这意味着美国的权益类净头寸进一步恶化。

虽然全球金融危机起源于美国债务证券市场，进而引发了债券价格的巨幅波动，但这些波动对美国债务净头寸的影响很可能是有限的。2007年末，外国人持有相当大数量的美国国债（2.4万亿美元）、机构债（1.6万亿美元）以及公司债（2.8万亿美元）。随着利率的降低，国债和机构债的价值上升了，而公司债（包括私募抵押贷款支持证券）的价值却下降了。公司债的净损失很可能已超过国债和机构债的收益。

然而，与此同时，美国居民持有的海外债券由于多种原因出现了损失，例如：新兴市场美元债券价格下跌；美元升值使美国持有的以外国货币计价债券减值；欧洲公司债价格下降；资产支持债券价值的下降（美国居民购买的，由在开曼群岛注册的法人实体发行的美国抵押贷款支持债券）。美国居民持有这些债务工具的净损失完全超过了外国居民持有美国债券的损失。

综上所述，美国对外投资净损失很可能高达1.5万亿美元——

如果以市值计算外国直接投资，这个数额甚至会更高。这个巨额损失再次说明：在大量持有跨国金融工具的世界，金融工具的价格波动是如何对借款净值或贷款净值产生不利影响的。这还说明，从外部获得系统性的超额资产收益率，以此作为对经常账户的调整方案是十分危险的。如图2所示，在2002年至2007年，美国曾经获得巨额的资本收益净值，使其能够维持一个相当稳定的NIIP，尽管那时也严重依靠大量的对外借款。这些收益既产生于美国投资者所持有的高收益率国外权益类资产（这些资产价

值的增长远快于国外投资者所持有的美国权益类资产），也得益于美元的大幅度贬值，美元贬值使美国所持有的外币资产换算为美元后的价值增加了。但在2008年，这两个方面都发生了逆转。

## 债权国NIIP的演变情况

2008年，哪些国家获得了对外净头寸的净收益？进一步讲，汇率和资产价格的剧烈变化对全球的资产和负债产生了什么影响？首先，需要注意的是，全球股市价格的下跌使所有国家的金融财富市值大幅缩水，同时，许多国家还遭受民用和商用房地产价格下跌的冲击。对那些国外投资者的本国股票持有量明显超过本国居民的国外股票持有量的国家（包括大多数新兴市场国家和欧元区国家）来讲，尽管其财富总量缩水了，但这些国家的对外头寸还是实现了资本净收益。我粗略估计，在欧元区，由于权益类资产价格变化而增加的对外净头寸约为1万亿美元，几个新兴市场大国，如巴西、中国、印度、韩国和俄罗斯，资本净收益约为2000亿美元。

那么，资产价格和汇率的变化是怎样对最大债权国（中国、日本及石油输出国）的对外头寸产生影响的呢？2008年，这些国家的经常账户都出现了大量盈余，在其他条件不变的情况下，这就进一步增加了这些国家的NIIP。当然，资产价格和汇率的变化也产生了重大影响。具体表现如下：

- 如果以市值计算，中国从持有的美国国债和机构债中获得了大量的资本性收益，而且因美国利率下降而提升了这些债券的价值。这些净收益应当加到上述权益类证券组合的净头寸之中（外国人持有的中国公司股票——包括美国人持有的证券存单，比中国居民持有的外国股票要多）。另一方面，人民币对美元及其他货币的汇率升值，提高了在中国的外国直接投资（FDI）的美元价值。两者相抵之后，中国的资本净收益是正值，因此，以市场价值计算，中国NIIP的增长超过了经常账户盈余的增长。

- 尽管日本的经常账户实现了盈余，但由于NIIP下降了，因此体现为资本的净损失。造成这种情况的主要原因是汇率的波动：2008年，日元大幅升值（名义汇率升幅高达30%以上）。由于日本的外国资产多以外币计价，负债以日元计价，因此，在与负债进行比较时，换算为日元的外国资产价值就下降了。

- 由于有关石油输出国对外资产规模和结构方面的信息极少，很难计算资产价格变化对这些国家对外资产价值的影响情况。根据全球权益类资产价格下降情况，这些国家的对外资产价值很可能也是下降的，

但无法精确计算下降幅度（有关海湾合作组织国家的主权财富基金损失估算情况，可参阅Setser和Ziemba，2009年）。

## 对解决全球经济不平衡问题造成的影响

全球NIIP的演变，更进一步讲，仍在继续的经济和金融危机，将对解决全球经济不平衡问题的前景产生什么影响呢？虽然用几小段话不可能讲清楚这个问题，但罗列几点普遍看法还是有必要的：

- 在这次危机之前，对外调整进程已经开始了，至少进行了部分调整。除了石油进口受到能源价格上涨到空前水平的影响以外，2005年底以来，美国经常账户的赤字一直在下降，这得益于美元在2002年达到峰值以后的大幅贬值。

- 随着权益类资产缓冲作用的大幅下降，美国巨大的债务头寸负值现在显得更加脆弱，这更加体现出进一步降低经常账户赤字的重要性。

- IMF的《世界经济展望》预测，石油价格的大幅跳水和美国需求的急剧萎缩将有助于美国减少经常账户的赤字，2009年，这一数额可能减少1500亿美元，甚至更多。

- 更概括地讲，随着全球供给和需求的大幅减少，国际贸易规模正在直线下降。美国和其他国家在贸易和经常账户收支方面的变化情况将取决于各个贸易伙伴国家经济衰退的严重程度和持续时间，这显然存在很大的不确定性。

对于主要的债权国和地区的看法如下：

- 石油输出国。在对外资产价值减少的同时，石油输出国的石油收入也大幅度减少。2008年，石油输出国的确还有6000亿美元的经常账户盈余，但2009年可能都没有盈余了。

- 日本。由于日元大幅度升值和国外需求减少，使经常账户盈余减少，但商品价格下跌将减缓经常账户盈余减少的程度。

- 中国。商品价格的下落将有利于中国对外账户出现盈余，但在抵御国内经济严重下滑风险方面，关键是实施大规模刺激国内需求的措施，这也有助于实现对外收支的平衡。

Gian Maria Milesi-Ferretti是IMF研究部助理主任。

### 参考文献：

Setser, Brad, and Rachel Ziemba, 2009, "GCC Sovereign Wealth Funds: Reversals of Fortune," Council on Foreign Relations Working Paper (Washington); see [www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS\\_WorkingPaper\\_5.pdf](http://www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS_WorkingPaper_5.pdf).





# 需要落实的措施

Laura Kodres和Aditya Narain

尽管可以将危机归咎于很多原因，但监管制度不健全仍是导致全球金融危机的关键因素。监管不仅残缺，而且缺乏执行力。为防范下一次系统性风险的积累，监管体制必须得到修复，从而为世界上相互联系的储蓄者和投资者提供一个健全的基础（即国际金融中介），并保证有一套清晰一致的方法，来处理金融市场出现的不稳定。用于为市场提供流动性的中央银行体系也必须加以重新审视。

IMF已经考察了一些领域，要注意

防范这些领域的系统性危机：

- 监管范围，或者说哪些机构和实践应包含在监管范围中；
- 顺周期性，某些监管和商业上的实践有放大商业循环的倾向；
- 信息差距，关于风险及其在金融系统中分布的信息的差距；
- 协调各国监管政策和法律框架以增强对跨国公司和跨国市场的协同监管与处置；
- 向市场注入流动性从而保证投资的资金平稳流动以及货币政策的有效传导。

需要改进金融监管的范围，完善流通资金的供应。本文提供了具体办法。



## 监管范围

从近期的危机中可以清楚地看到，必须将以往超出监管范畴的机构和市场纳入监管。在某些情况下，这些市场和机构不为法律制定者和监管者所知。它们中的某些实体能够获得短期融资，从而得以投资于较长期的资产，并提高相应的杠杆率（使用债务购买资产），当那些短期借款者收回他们的资金时，这种高杠杆的投资模式会在某种程度上威胁到金融系统的稳定。但是，没有必要将监管覆盖所有的金融中介，这将会限制它们给经济带来的某些益处——比如金融创新和高效融资。为避免使有效运行的市场和机构负担过重，清楚地识别特定缺陷很有必要。这样，更广泛的监管才能设法处理它们（所谓的市场失灵）。这可以通过一个双管齐下的方法加以解决：许多金融机构和金融活动将置于监管外部并且服从信息披露的要求。而那些构成系统性风险的将被移至内部加以审慎监管。

第一步，以往不受监管的金融实体和金融活动将被纳入新的监管范畴，包括：

- 从被监管部门中转移出的具有对应风险的机构：新的监管目标将是表外实体，如结构性投资工具，它可以被用于从银行和其他被监管企业那里获得高风险资产。

- 运用杠杆的投资公司，当这些公司需要去杠杆时，它们倾向于放大螺旋下降的资产价格，也就是说它们一旦认为杠杆率过高，就会过早地出售资产，以减少其对债务的依赖。

要阐明哪些经济实体对系统性风险有重要影响，哪些影响较小是一件困难的事，但杠杆较低且关联较少的理想的机构，相应的监管应较少。即便如此，监管者依然必须能够收集关于机构的充足的信息，以判断它们是否加剧了系统性风险。

## 顺周期性措施

经济周期是可预期的，但一些监管和制度方面的举措会加剧周期性变动。这些举措包括针对银行的资本供应和监管规则，也包括许多金融机构中的风险管理与补偿机制。

既消除顺周期性因素，又不否定金融机构以风险为依据的决策，是审慎监管所面临的挑战。此外，对于所有需要额外资本的补充监管应该是渐进的，以防止脆弱的金融体系遭到进一步破坏。

议程中的重要一环是减少资本监管的顺周期性——需要保存基金机构来消化损失。（例如，“核

心”资本被认为是股票发行所得的权益资本和扣除利润的公开储备的净值。）要激励企业在经济好转时积累额外资本，在经济衰退时用这些资金作为缓冲。这一点可以通过几种方法实现，不过最简单的方法是令资本需求反周期——令保持资产于指定水平所需的资本数量在繁荣时增加，在萧条时减少。理想的情况是，这些反周期的资本不是任意决定的，而是被纳入法规，作为一个自动的稳定器，在经济上升时能使监管者抵御来自企业和政治家的压力，让一切运转在向上的轨道上。

危机凸显了杠杆的负面作用。原则上，对风险权重不同的资本有不一样的要求，相较风险低的资产，风险高的资产需要更多的资本，从而控制过度的杠杆化。当然这种要求也有利于运用最大化的杠杆比率，比如总资产（包括表外实体）除以高品质资本的得到的比率。在经济上行时，该比率作为一个相对简单的工具，可以被用于限制金融机构的过度的杠杆化。

尽管公允价值账务处理方法要求机构以当前的市值对资产计价，大部分情况下这是一个良好的基准，但危机表明，在去杠杆化时期，这种计价法会加重价格的螺旋下降。如果一个公司不得不贱卖资产，可能会迫使其公司将类似资产定在一个新的低价位上，而这又刺激余下的公司出售资产，尤其是当它们被规定不得持有低价资产。因此，会计准则应允许金融公司为营业资产分配“估值储备”，该储备在经济增长时上升，以反映过高的估值，在经济下滑时作为缓冲器，以抵御估价反转到过低水平。同样，被充当抵押品的资产价值，如房产价值，往往也顺周期。所以会计准则手册需要的更多空间，以便在前瞻性和可衡量性的基础上报告更保守的估值。

另一个具有顺周期性特点的是金融体系的资金流动性，即金融企业获得可贷出资金的能力。这些资金往往在经济上升时充裕，在下滑时短缺。稳定资金保障的第一道防线是得到强化的金融公司的流动性风险管理技术。这些企业应被鼓励依靠波动较小的资金形式，如小额存款，而不是短期的批发资金。设置额外的以风险为基础的资本准备金要求，或施加某种形式的税费，可能将有效调整流动性，减轻系统性风险。同时应考虑采用一个更强硬的方法，即要求银行持有最小数量的高流动性资产。

## 弥合信息差距

无法辨别哪些风险分摊给持有者，以及分摊给了哪些持有者，这是危机中最令人不安的方面之一。理论上认为新的结构信贷产品将风险分散到了那些最佳



任的管理者手中。不过在许多情况下，监管者和其他市场参与者无法知晓各种风险的分布。更糟糕的是，风险往往被打散分块，这阻碍了将风险资产打包出售的机构和这些产品的购买者充分了解他们交易的资产的风险。此外，这些复杂证券定价的原始基准信息无法轻易得到，或者不能加以解释。

### “更多的注意力应放在收集信息上，这些信息将保证指标的创建，以预警面临的问题。”

对系统性风险及其预防的详尽分析需要填补信息差距。可能最需要的信息是那些对系统有重要影响的银行和非银行金融机构所暴露的风险的数据。信息披露（数据被当局收集但不公开）的水平和集中度，以及跨国跨市场金融机构间的联系，对观察系统性风险和脆弱性而言至关重要。

更多的关于资产估值技术、原始数据和假设的公共信息将带来更合理的定价，也令市场参与者能够更好地发现相关性及潜在的尾部风险（一种不太可能发生的结果，但一旦出现，后果是毁灭性的）。柜台市场上关于价格、数量和整体集中度的数据同样值得注意，因为它们通常不被记录，所以别人看不到交易信息，当市场遭受压力时，这会限制流动性。一个结算系统将能用于收集（或过滤）各种交易，使市场参与者和他人知晓他们正承担多少总风险。

更多的注意力应放在收集信息上，这些信息将保证指标的创建，以预警面临的问题。分析师必须仔细考虑那些提供风险状况的前瞻信息，无论是整个体系还是个别机构和市场的风险都要加以关注。直观上看，那些具有混合风险的指标（如基于期权价格的指标）比那些没有混合风险的更好。但由于这些指标基于市价，所以它们很可能只是反应了当前对未来风险的预期，而不能预测风险何时转变成系统性风险。

涵盖金融机构的更完善的信息披露规则的出现，同样有其合理性，它使信息更具体、更一致。尤其是因为大量风险都被置于资产负债表之外——躲开投资人，同样也躲避监管者，所以报告将不仅包含表内业务，还包含表外业务。对非银行金融机构，同样需要基本的关于杠杆和信息披露的衡量方法，以部分反映它们在系统性风险中的重要性。建模和估值技术应予以公开，使投资者能更好地判断他们所购买产品的风险。这些类型的信息披露旨在让市场更公平合理地运行。

在另一层面上，如果价格、交易量和其他的衍生

品柜台市场（OTC）信息能更容易获取，市场将运行得更好。市场缺乏一致的信息报告已经成为最棘手的问题，并且带来最大的不确定性。柜台市场上的一部分数据已经被收集，并且更多信息能够更经常地被公开，其中包括交易地点、涵盖的工具、交易对手的类型以及整体市场集中度。重点将由信息收集转向风险公开。必须要有关于信用违约互换（CDS）的更完善的信息，因为此类“保险单”正被许多相互关联方持有，所以很难分辨谁遭遇到不同公司的违约。目前正在建设中的CDS的结算中心将有助于减少交易对手的风险并提供一个收集信息的中央平台。

### 促进跨境协调

过去，在监管那些对全球和区域有重要影响的金融公司的过程中，并未考虑到与危机有关的系统性和全球性的风险。法规制定者无需承担全部责任。国际投资银行雷曼兄弟的倒闭、三家冰岛银行的破产和世界保险业巨头美国AIG公司的崩溃，都暴露出政策不协调已经打击了信心，破坏金融市场的运行。放弃国家利益所遇到的困难，以及其他制度、文化和法律上的限制，已经破坏了对金融组织的有效监管。

那些金融运行紧密结合的国家的决策者和政治家们，现在必须采取联合行动来解决国家间法律框架的不一致——最近银行倒闭使之暴露无遗。重要的是确保各国在许多基本方面下银行破产框架的兼容。例如，拥有一致的标准以启动破产程序是有益的，机构不仅可由本国监管者核准破产，还可由机构在该地区有业务的所在国的相应监管者批准。一整套启动银行决议的指导方针，包括触发机制、时限和程序，将有助于保持公司的专营权价值。针对存款人和投资者的跨管辖范围保护计划将会避免在不确定时期，存款从一地流向另一地。最后，基于某些客观标准的安排，比如令各国的资产数量和规模成比例，将保证损失的合理分配，从而在承担较少代价的同时，更好地监管所管辖范围。这也有助于减少公司因在本国无法解决成本问题而将业务转移到国外的状况。

在危机中，各国监管者在信息交换和跨境合作上已经步调不一——有时这对解决方案起反作用。跨境风险的披露是不完整的，金融体系间的联系程度被低估。监管者们必须决定什么样的信息对收集和沟通是至关重要的，并且要考虑到其与系统稳定性的关联。

有一些方法可以加强跨辖区的合作。例如，各国监管者组成的国际监管机构，通过这个途径，有生意往来的公司可以相互监督。该机构的负责人，即起领导作用的监管者（典型的是来自银行所在国的监管

者），将负责拟定一个关于公司风险集中度以及它的主要优势和弱点的清晰图景。主管监管者和其他适当的监管者将决定一个公司的活动是否是许可的。该机

“最重要的是，为借款者提供紧急流动性和交易中介的新方法的同时，还应有一旦情况恢复正常，将如何取消这些应急措施的安排。”

构将审查该公司的活动并根据需要作出特别要求。一般而言，把将系统风险最小化作为金融监管的明确目标将有助于将国际和国内金融企业的各个层面的监管结合起来。

鉴于其支离破碎的状况，一些国内的监管也需要加强协调与合作。如果国内也有多重监管者，那么也可以采取与国际监管机构类似的途径。国内机构有效降低系统性风险的能力并不取决于体制结构（即不管它们是一个或多个机构，抑或是在央行内部还是外部设立），而是取决于承担监管职责的部门间的密切的合作与协调。

## 向市场提供流动性

危机已经滋生了过多的向市场注入流动性的方式。央行已经增加了交易对手的数量，并且扩大了其所接受的抵押品形式，还延长了流动资金支持的期限。在某些情况下，新的便利手段已经被采用。但即使采取了这些行动以达到促进流动性需求增加的目的，央行还是没能让金融市场正常运作，部分是因为没有消除相应的遍布金融市场的不确定性。央行通过利率调节经济的中间过程正变得越来越复杂。央行必须考虑它们将影响哪些市场利率，还要考虑这些利率怎样转化为最终使用者的借贷利率。在新兴市场中，央行同样要在注入所需流动性和资本外逃风险两者间努力权衡。

因为货币政策的传导机制已经变得不太可靠，所以在银行调整资产负债表的过程中，各国央行必须集中精力去决定它们能通过何种方式直接支持金融中介。资产互换等释放银行资产负债表的行动会暂时允许银行提够其他贷款，从而直接支撑市场。准财政政策，如使用央行的资产负债表为具体的借款人提供贷款，将有助于保持信贷市场的运作。但如果长期使用这些政策会带来负面效应，特别是它们将钝化央行利率政策的市场信号作用，并且排斥没有优先权的借款

人（有可能挤出给它们的资金），还会扩大央行资产负债表的规模，它作为管理良好的机构的信誉将受到影响。

最重要的是，为借款者提供紧急流动性和交易中介的新方法的同时，还应有一旦情况恢复正常，将如何取消这些应急措施的安排。退出时机的选择必须协调一致，以避免流动性和信贷的骤然下降。带有这种动机的推出战略，即逐步断奶，使市场参与者从由央行融资恢复到正常贷款方式，可以最大程度的减少这种骤降的发生。调整央行金融工具的利率，以增加运用市场渠道融资的激励也可以起到类似作用。

## 监管体系的未来

许多国际论坛正就重新设计监管框架，避免今后可能出现的危机进行讨论。再三强调监管重建势在必行只是一个方面，同样重要的是牢记需要加强监管者的能力和自主性，以保证监管以及时可信的方式贯彻。只有提高强制力，才能使重新设计的监管体系变得有效，而这反过来要求确保监管当局的业务独立性，并保证它们获得充足的资源。

重新规划监管体系需要时间，但朝上述方向努力的动力是强劲的。市场越早洞悉正在制定的新监管规则的风向，投资者就会越早考虑新的投资环境。由于许多投资者预计会有严厉的监管改革，所以他们在将资金配置到不同金融机构和市场之前，会选择观望。不确定的监管范围将使人们难以界定哪些业务是高产的，又有哪些将因监管而不复存在。因此，推进各个地区监管的一致性（无论是跨境的还是在本国权限范围内的）将有助于恢复金融体系所急需的稳定。

Laura Kodres为IMF货币与资本市场部处长，Aditya Narain为该部副处长。

---

本文基于IMF货币和资本市场部所写的《金融危机的教训：未来的金融机构及金融市场的监管和流动性管理》。其他作者包括Luis Cortezarria-Checkley, Simon Gray, Barry Johnston和Ian Tower。欲查找《金融危机的教训》一文和该文所参考的论文，以及作者的详细列表，请登陆[www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)。



# 承担债务

Carlo Cottarelli

为了恢复经济增长、整顿金融部门，美国及其他发达经济体的政府均实施了前所未有的重大干预政策。然而，此次金融危机对财政资金的影响巨大：以债务占GDP的比重测算，预计这将是二战以来发达经济体政府债务增加量最大、波及国家范围最广的一次。而且，此次政府债务增加所产生的背景是：早已存在的养老金和医疗支出给政府带来了长久的压力，对不久后将迅速地转入人口老龄化的国家尤为如此。

各国政府几乎别无选择，只能实施干预政策，以保护其金融体系免于崩溃；出台财政刺激政策，从而抑制私有经济需求的紧缩。然而，此举或许并不能最终解决问题。我们不难做出这样的假设：在高利息成本和低经济增长的经济体中，政府的债务在GDP中所占的比率将滚雪球式地变得越来越高，最后导致投资方质疑全球政府资金的可持续性。迄今为止，总体来说上述情况尚未发生（尽管在很多国家，信贷违约已经日益增多）。而且，人们一直普遍认为政府违约的可能性会很小。但是，由于在防范金融和经济体系彻底崩溃中，投资方对政府信誉的信心至关重要，故而使投资者保持信心将具有举足轻重的作用。此外，债券持有者对财政偿付能力的怀疑本身也会削弱财政刺激措施的效果，因为他们会要求更高的风险补偿，从而提高利率。

那么，各国政府该如何应对使其需求远远超过国库库存的金融危机呢？本文介绍了关于金融危机直接和间接成本的量化成果，这一成果来自IMF财政事务部近期的研究。我们调研了财政部门的干预规模及间接的、无法控制的成本，如经济放缓和资产价格暴跌对国家税收的影响，以及旨在启动经济增长的财政刺激措施产生的间接成本。这篇文章通过以下两个方面将此次金融风暴置

于一个更为广阔的背景之下：(1)将此次危机与以往一些发达经济体债台高筑和需求减缩的情况相比较；(2)将正在蔓延的金融危机与早已存在的、更为严峻的人口老龄化带来的长期挑战相比较。文章最后总结了在维持现有公共支出偿付能力的同时，鼓励恢复正常经济增长的财政政策和可能实施的战略，并提出了IMF能够发挥建设性作用的几个主要领域。

## 直接成本及负债

此次金融风暴史无前例的规模和性质已经促使政策制定者在支持纷纭复杂的金融机构和市场中做出了卓绝的努力。这些干预之举主要涵盖了资金注入、资产购置、直接贷款或政府担保和中央银行担保。虽然考虑到在相关的资产收购后，资本净值或总赤字未必发生变化，但尽管如此，由政府直接承办的操作大都导致公共债务的增加——至少在没有津贴补助的情况下，特定资产交易反映了实际市场的价值。

## 中期的财政政策对经济从危机中复苏的作用

某展示橱窗，中国香港。



资金注入和资产购置，再加上政府直接贷款的总成本，平均已经占了二十国集团（G20）中发达国家GDP的5个百分点（见专栏）。然而，随着时间的流逝，最终财政政策的影响将取决于已收购资产出售的回报率。以往银行业危机的经验表明：这种回报率的差异很大，并且只有当经济已经恢复了稳定增长时，这种回报才凸显其重要价值。

除了已经对政府的债务总额产生直接影响的资金注入、资产购置和政府贷款外，中央银行信用贷款最高限额和信贷担保中，新产生的或有负债数额更大。实际上，很多国家都已提高了存款保险的限额，并且有些国家还为银行间的贷款和其他金融工具提供担保——有几次其数额相当于GDP的数倍。虽然此类担保的最终净成本在乐观预期中代价有限，但在实际情况中，可能产生的后果会更加多变并且可能更糟糕，尤其是在经济和金融危机迂回不散的时候。因此，将此铭记在心至关重要。

## 财政刺激

面对经济放缓，许多国家已经出台了整套的财政刺激政策。有时，媒体大标题上显示的数字的确醒目、令人难忘，然而，在关注政府顶着压力为民众提供救助的同时，一定要明了有多少措施是真正包含在次年财政预算以内的。这样，才能区别媒体大标题上的数字与实际用于救助的数额。有时这两个数目的差异悬殊。更正了这些数据后，虽然政府的财政拨款数目稍有减少，但是依然意义重大。例如，它平均占了2009年G20国家GDP的1.5个百分点。

迄今，几乎2/3的财政刺激政策体现在政府资金的支出措施上，尤其是强调增加对基础设施建设的支出。很多国家还宣布了保护弱势群体的计划——包括增加失业津贴，将现金发放给穷人，以及抚养儿童和赡养老人。一些国家已经加强了对中、小型企业的扶持，也

有国家已对特殊产业（如汽车行业）提供扶持。

在国家税收方面，采取的措施主要是针对家庭，通常是通过削减个人所得税和间接税。虽然一些刺激消费的计划可能产生经常性成本，比如新建基础设施项目的维护费用，但是大多数刺激措施在一个特定的阶段后都会终止。尽管很多税收政策是永久性的，但有一些措施却是自动调整的。现今的减税注定会被今后几年的增税所抵消。（比如在英国，眼下增值税的削减将被2010年开始实施的增税措施相抵消）。

## 危机对财政的其他影响

金融海啸所引发的全球经济衰退，也会通过自动稳定机制对政府的税收产生不利的影响。如果经济活动恢复得相对较快，减税的影响应该不会引起很大的关注。但是，如果此次经济滞缓转变为长期的萧条，对财政资金可持续性的影响将更为严峻。

此外，股价和房价暴跌，以及金融部门利润的巨大损失，已经引发了危机更加难以遏制的影响。这导致了诸如资本收益和企业利润等项目的税收锐减。此外，由于世界经济放缓，可能导致商品价格大幅下降，以致产生另一个不利结果——对商品生产商来说，那就是商品的营业收入暴跌。

养老基金体系（公立和私营的都包括在内）也已遭受了资产价格暴跌所导致的巨大损失。而且政府可能会面临公众压力，被要求补偿在金融危机中受到不利影响的养老金体系参与者。

## 提供贷款

综合考虑各种成本，很明显公共债务在短期及更长一段时间（见表）都将受到金融危机的严重影响。实

### 债务增加

经济危机将使发达经济体的公共债务剧增。（G20<sup>1</sup>中发达经济体收支差额和政府债务的变化占GDP的百分比；与前一阶段的对比差异）。

	2008 (A)	2009 (B)	2008—2009 (A+B)
财政收支平衡			
G20发达经济体	-2.3	-3.8	-6.1
G20新兴市场经济体	-0.3	-3.2	-3.4
G20	-1.5	-3.6	-5.1
公共债务			
G20发达经济体	4.4	10.0	14.4
G20新兴市场经济体	-2.0	1.9	-0.1
G20	2.0	7.0	9.0

资料来源：2009年1月的《世界经济展望》，并根据美国最终的经济刺激计划和英国最近经济扶持措施做了更新。

<sup>1</sup>如能得到数据，指整个政府；否则指IMF的《世界经济展望》公布的最全面的财政总额，同样做了相应更新。本表展示了：购买力平价GDP的加权平均值。

## 二十国集团（G20）

二十国集团（G20）包括19国的财长及其中央银行行长，即阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、中国、法国、德国、印度、印度尼西亚、意大利、日本、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、韩国、土耳其、英国和美国，以及由欧盟委员会轮值主席国和欧盟中央银行代表的欧盟。IMF的总裁和世界银行的行长，以及国际货币与金融委员会和发展委员会主席也都包含在内。这些国家的GDP约占全球的90%，贸易量占世界贸易的80%（包括欧盟内部的贸易），人口占世界人口的2/3。



际上，根据IMF对2009年1月经济增长的预测，如经济增长进一步下滑，我们的计划的收效将每况愈下。

- 预计与2007年相比，G20中发达经济体的财政收支平衡状况在2008—2009年间占GDP的比例将恶化6个百分点。其中一半是由于政府财政政策的刺激和财政部门的扶持，另一半是来自经济的自动稳定机制和无法控制的负面效应导致税收损失。对G20中的新兴经济体而言，经济的恶化程度稍轻，所反映出的危机对产量的影响较低，或许是因为其中的许多国家提供财政刺激的空间更小。也就是说，随着危机的蔓延，新兴经济体感受到的经济紧缩正在日益加剧。

- 预计G20中发达经济体政府的负债率将提高到14.5%，其中政府的一揽子财政扶持基金占一半。而G20中新兴经济体所受的影响较小。但是，预计2009年政府的债务将一反2002年起持续走低趋势。

## 纵观历史，此次危机或许并非如此异常

当前的危机已导致发达经济体的政府负债率为二战后上升最快，波及范围最广的。然而，以往此比率也曾上升至更高点——特别是二战期间；此外，尽管这主要由长期的经济衰退逐渐形成，但在大萧条时期，也曾出现过政府外债占其GDP比率普遍提高的现象。考虑到现今逐步蔓延的危机，追溯先前包括一些最发达的经济体（见图）债台高筑和经济减缩在内的主要特点，会对我们有所帮助。这些可能让我们以适度的乐观心态来审视如今的债务增加。

- 以前，一些世界上最大的经济体曾几次累积了巨额债务——超过GDP的100%，并且有时未曾经历经济与社会的动荡就减轻了此债务。

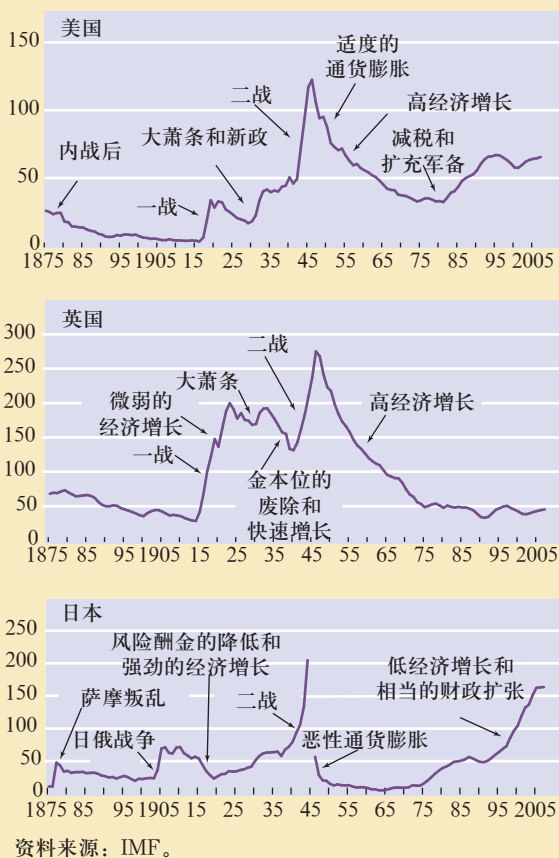
- 在过去的几个世纪中，在绝大多数情况下成功降低政府负债率的一个主要因素是持续和快速的经济增长。比如，二战后经济的快速增长使美国政府债务占GDP的比率从1946年的121%降到了1965年的50%。相反，过度保守的财政政策和一贯遵从金本位制度的做法，以及19世纪20年代和大萧条时期放缓的经济增长，使英国政府的负债率从1919年的130%上升到了1933年的178%。

当然，在考虑当前的经济前景和强调保持财政偿还能力的必要性时，我们应该更加谨小慎微。

- 对发达经济体而言，破坏性地减轻债务的方法并非无人问津。在大战之后或国内政局不稳时，政府会利用恶性通货膨胀来削减债务，并且，特别是在20世纪50年代之前，温和通胀在降低债务实际价值中也发挥了重要作用。在两次战争期间经济严重放缓时，也会有部分政府违约的事件发生。比如：19世纪20年

## 波峰和波谷

历史上，战争使公共债务增加  
(公共债务，占GDP的百分比)



代后期的意大利；美国废除金本位制度时，在1933年债务合同中取消了“黄金条款”，遏制了美国公共债务对其GDP25%的升幅。

- 以史为鉴，将两个重要的差异铭记于心至关重要。首先，在战争期间——过去一些政府债务最大数额和最快增长的时期——政府通过对经济实施包括资本控制在内的全面调控，以促成国内的债务融资；民众也都感受到肩负着支持战争的使命。第二，与过去的危机相比，当前的金融危机确实具有史无前例的特点，尤其是包含与财政部门义务担保相关的或有负债规模空前。

## 不容疏忽的更严重的危机：人口老龄化

今天的债务累积与以往经历相比，有一个更大的差异：当今世界中早已存在的养老金制度和医疗制度所面临的财政挑战。

虽然在当今大多数发达经济体和某些新兴经济体

的国家中，养老金制度和医疗制度已经得到了高度的发展（并且代价昂贵），但二战前的情况并非如此。举例来说，富兰克林·罗斯福在应对大萧条的施政方针中，最富盛名的功绩之一便是在1935年建立起了美国的社会保障体系（立竿见影地增加了养老金基金和延迟支付的养老金）。

现今，多数发达经济体和几个新兴经济体的国家都承受着人口老龄化对养老金和医疗制度成本的影响带来的长期财政压力。根据可获得的G20的数据显示，2005年到2050年间，预计养老金和医疗费用的支出占GDP比率将上升超过3个百分点。的确，这远比金融危机带来的压力更为严峻：以现在净价值计算，金融危机带来的负债压力还不及人口老龄化影响的5%。然而，与显而易见且迫在眉睫的金融危机带来的影响相比，老龄化问题具有步履缓慢的特征。我们将面临的威胁是：今天暂时忘却人口老龄化带来的严峻挑战，而延误了出台应对的解决方案，直到有一天，我们将为此付出更加高昂的代价。

## 经济复苏战略

基于这些考虑，尽管经济从危机中成功复苏既需要重建健全的金融体系，又需要在短期内实施国家所能承受的巨额刺激措施，各国仍应尽快明确其战略，以保证其财政偿还能力。

政策制定者们将不得不平衡两种对立的风险。

- **经济长期萧条和停滞的风险：**此时，不采取任何经济和财政措施的成本甚至比采取相应措施的成本更高；如果经济和财政状况进一步恶化，或许就有必要优先为财政部门提供额外支持，尽管这可能进一步扩大了对债务总额的需求。

- **对政府偿还能力丧失信心的风险：**

从这个角度来看，有必要密切关注诸如实际利率、通货膨胀预期值、债券和信贷违约的情况，以及债务到期等反映财政隐患的各种指标。

这两种风险的权衡将取决于特定国情。实际上在能否承担更大的经济刺激方面，各国的情况大相径庭。在制定这方面政策时，计划承担债务的能力和暗示偿还能力不强的各种指数都将作为相关的参考数据。

然而对所有国家来说，如果政府能够令人信服地明确其战略，保证其财政偿还能力，权衡这两种风险的成果都会得到改善。其中，保证财政偿还能力的策略应该建立在四项基础上。

第一，整套财政刺激政策应该尽可能由临时性措施组成，以免永久性地增加政府赤字。因为私人部门需求有可能长期低迷，所以可能不得不延长采取刺激

政策的时间。但是，决不能令刺激政策永久化。

第二，应该在一个中期的财政框架中制定政策，从而一旦经济形势好转，该框架便能巩固财政状况。一个（由财政责任法规、财政条例，或独立的财政委员会支持的）中期财政框架将有助于巩固支出和税收政策。但是，鉴于日益增强的经济前景的不确定性，财政框架应该具有充分的灵活性，以便在需要的时候提供额外的财政支持。

第三，各国政府应该实行结构改革，以促进经济增长——这是以往通过削减债务负担、成功巩固财政状况的众多案例中的一个重要举措。在财政领域中，这应包括实行支出改革，从而在保留高质量增长和高回报率的项目的同时，减少非生产性的支出。在税制改革方面，应该鼓励工作和投资；此外还要消除现行的多数税收制度中宁愿举债而不愿合理融资的偏见。

第四，需要制定一个明确的计划改革养老金和医疗制度，以应对人口老龄化带来的长期压力。调整的数额和速度将视特定的国情而定。可是，对于大多数国家来说，现在延缓此项改革，最终将迫使其采取更有力、更有难度的措施来应对。从某种意义上说，人口老龄化带来的巨大挑战或许也可以被看作是在当今金融危机席卷全球背景下产生的一个机遇：通过诸如提高退休年龄这样的措施来强调老龄化带来的压力。这对于排解市场上对于政府财政偿还能力的忧虑或许会大有帮助。

## 机遇与挑战并存

这些观点并不新奇——其中有些是IMF长久以来的建议政策。然而，每况愈下的财政状况已经彰显了实施这些政策的必要性。

从政治经济学的角度看，在经济严重疲软时，实行重大的财政改革可能是颇具挑战性的。但是，机遇与挑战共存。事实上，有些时候危机给政治上难于实施的改革点燃了希望之火。而且，危机可能为大刀阔斧的改革提供了广阔的空间。在此期间，可以把扶持经济的短期刺激政策与长久的改革措施相结合。

IMF和其他的国际金融机构一起，在推进财政改革中起到了重要的建设性作用。鉴于其会员国遍及全球，IMF在援助中具有不可替代性——通过提供国家政策和技术援助，向所有受到危机不同程度影响的成员国提供援助。在未来的几年中，其最受瞩目的援助措施将在养老金和医疗体系改革、中期的财政框架、预算报告和财政法规等方面展开。

Carlo Cottarelli是IMF财政事务部主任。





Adelheid Burgi-Schmelz

# 援救计划的数据支持

## 为何经过完善的统计信息是预防未来危机的关键因素

准确、详尽和及时的数据对制定完善的经济政策和财务决策至关重要。没有强大的数据支持，决策者无法进行有效的管理，商界领袖也可能身处黑暗之中，无法发现趋势变化的迹象和各种危险的信号。

每一场危机都暴露出各种漏洞，此次全球金融危机也不例外。危机蔓延的速度突出了那些能够进行早期预警和分析跨国金融联系的指标的重要作用。尽管新发明的金融工具由于过于复杂已经阻碍了对风险传播和转移的分析，但危机也同样有助于强调对某些带有特定目的的实体和表外业务（因为缺乏监控而使它们变得特殊）给予更完善的监测。

20世纪90年代中后期的危机推动了数据提供的长足进步——尤其是来自新兴经济体的数据变得更多、更及时。此外关于外汇储备和外债的数据提供也大为改善。

但随着这些差距被弥合，金融领域也进一步改变。一方面，非银行金融中介的发展速度远远超过以银行为基础的金融中介。与此同时，新的金融工具，包括衍生品和证券化资产，呈现出爆发式的增长。最近的危机暴露出在谁持有非银行资产负债表资产、谁拥有或有风险和衍生品头寸方面缺乏统一的数据。此外，新兴市场的私营实体已经进一步融入全球金融市场，这也使得新兴经济体私人部门资产负债表数据缺乏的问题变得突出。

本文总结了最近几年在加强统计数据的收集和发布方面所取得的成就，并对危机凸显的问题，即今后在加强国际合作和弥合信息差距方面所要进行的工作，提出了建议。

### 主要进展

在过去10到15年里，伴随着帮助受到冲击的国家分析问题所在这一项目的启动，经济和金融数据的协

调性和可用性已经有了重大改进。这部分是为了回应早期的危机，包括20世纪90年代墨西哥和亚洲的危机。当时，人们认为由于关键经济数据报告的不及时和不完整导致了问题的恶化。因此，在评估新兴经济体的主权风险上，分析家和决策者现在能够比20世纪90年代做得更好。

**数据的标准和公布。**各国政府在报告经济数据时，已经对其标准的设定做出了很大努力。20世纪90年代中期墨西哥的危机导致了两个关键标准的建立——数据公布特殊标准（SDDS）和数据公布一般标准（GDDS）。这些举措为经济和金融核心数据集的建立和公布提供了完整框架。SDDS规定已经或正寻求进入国际资本市场的IMF成员国应公开它们的经济和金融数据，而GDDS对关于统计数据的制作和公布提供了良好的建议。

后来，在经历了亚洲金融危机后，SDDS得到了强化，它包含了储备和外国通货流动性的数据的公布，还对外债和一国国际投资头寸的数据做出了要求。相应的，公布这些数据集的国家显著增加，这改善了跨国数据的可比性。

IMF的成员国很快认识到了这些标准的相关性和重要性。如今，IMF的185个成员国中有85%采用了这两种标准中的一种。

**数据统一。**除了提倡数据公布的举措，统计界已经推动了宏观经济数据库的一体化。1993年，如所在地（即确定哪些是居民）、经济部门、权责发生制以及评估方法这些概念在关键统计框架中被调整一致。这些框架有国民账户体系（SNA）和国际收支手册（BPM）。货币和金融统计及政府融资的相关手册也同样得到了统一。现在，这项工作仍在继续。2008年，国际统计界完成了SNA和BPM的更新，这有助于经济统计与日益发展的全球化相适应。

## 为漏洞评估提供帮助

在IMF关于漏洞评估的工作中，绝大多数集中于数据的质量和透明度。关于国际储备、外债和资本流动的及时、详细的数据提高了发现漏洞的能力，给决策者足够的时间落实补救措施。

关键的漏洞指标涵盖政府、金融、家庭和企业部门。当经济遭受压力时，一个部门的问题往往蔓延到另一个部门。例如，对一国的财政赤字的担心可能会导致汇率贬值或对持有政府债务的银行失去信心，从而触发银行危机。

数据公布措施与一致的经济统计系统的出现相结合，支持了相应统计数据的发展，使数据在国内和国家间都变得及时且具有可比性。IMF统计部通过其月刊《国际金融统计》和其他出版物提供全面的经济和金融数据。事实上，这些数据集在当前的危机发生之前已经做出了部分预警。例如，工业化国家跨国总资产和负债在GDP中的比重激增，全球跨境不平衡也更加广泛。

20世纪90年代中期以来，数据提供的进步从根本上完善了对新兴经济体的漏洞的分析。新兴市场经常需要依靠大量的对外借贷和其他形式的资本流入来支持其经济增长，所以它们特别容易受到投资者情绪波动带来的冲击。因此，IMF特别注意这些国家的脆弱性评估工作。

但正如最近发生的金融动荡所强调的那样，处于不同发展阶段的国家，危机会有相应的表现形式。目

前IMF正在加强框架建设，以展开对发达经济体金融漏洞的分析。

## 追踪跨境联系

当前这次危机在国家间的蔓延速度凸显了全球经济的相互依存性。为了支持对这些全球性联系的分析，IMF通过资产负债表法分析了债务漏洞（见专栏）。IMF还在双边伙伴国的基础上，追踪了国家间各种其他形式的资产和负债头寸，即所谓的交叉头寸数据库（from-whom-to-whom databases）。

- **贸易。**长期以来，IMF出版了基于季度和年度数据的《贸易统计趋势》，以提供关于贸易中商品的统计数据。

- **金融账户。**关于金融账户，从20世纪60年代起，国际清算银行（BIS）已经收集了国际银行业统计数据以及双边合作伙伴国家的信息，首先是在地理位置（所在地）的基础上，之后在合并集团的基础上，对主要金融中心的银行信息进行收集。

- **投资。**2001年以来，IMF通过投资组合同步监测数据（CPIS）来公布双边伙伴国投资组合头寸的年度数据。预定2009年底，关于双边头寸数据的直接投资同步监测数据（CDIS）将被作为参考标准予以实施。

随着CDIS的执行，构成一国国际投资头寸（IIP）大部分内容所需的交叉头寸数据库的框架也已经到位。外债联合中心、国际清算银行、经济合作与发展组织以及世界银行正推动交叉头寸数据集的建设，并提高外债数据的可用性。

## 对冲击的监测

结合资产负债表法，交叉头寸数据集将是一个潜在的强大工具，可以被用来研究冲击在各国间的传播。Pedro Rodriguez 在他最近的一篇论文(2008年)中强调了这一点，他运用IIP和CPIS的数据分析了经常账户增长和美国金融资产暴露的对照模式。

资产负债表法和交叉头寸项目都遭遇到挑战，即相关数据集不断增长的覆盖面、频率和/或及时性。此外，IMF已经制定了一些指标来衡量银行以及证券市场发展是否健全。

**银行的稳健度。**在这十年中的最初几年，方法论在发展，对数据也采取了试点收集，IMF统计部正开始数据的定期收集、定期公布目前金融机构的财务状况和稳健度指标数据，并在一个较小程度上公布它们的客户部门。这被称作金融稳健指标（FSIs）。FSIs捕捉某一经济体的银行集团的全球性活动，并且严格

### 资产负债表法

资产负债表法（BSA）主要关注资产和负债存量受到的冲击，这些冲击会引发资本流动的大规模调整。因此，这种方法可以作为传统流动分析的有效补充。IMF通过发展BSA来分析债务隐患。对每个部门，BSA提供了对金融资产和负债两方面的票据流通与票据到期间不匹配情况的观测。跨部门资产负债表矩阵显示了相应部门的情况，即哪些部门有要求权，哪些部门有负债。

从本质上讲，BSA分解了一国国民核算账户的金融资产负债表，并且对应收集了流动中的基金交易数据。尽管受数据所限，这种对跨部门联系的分析作为探测潜在漏洞的诊断工具，还是能提供有效的洞见。BAS矩阵主要被公布在IMF于2004年引进的标准化报告窗体（SRFs）上。迄今为止，超过100个国家采用了SRFs，所公布的数据刊登在IMF的月刊《国际金融统计》的《货币与金融统计附录》中。



依照监管和国际会计准则进行汇编。流动性的衡量方法和房地产的指标也包含在内。预计约有50个IMF的成员国将于2009年第2季度开始公布这些数据。

FSIs缺乏对银行部门定期和统一的报告一直是个明显的缺陷，其他金融机构的信息也同样不完整。

证券市场。最后，八国集团财长于2007年强调了确定证券市场的规模和关键环节的重要性，对新兴市场国家而言尤为如此。这也促成了《证券统计手册》（证券数据库工作组的一项重大举措）的编纂，证券数据库工作组由IMF（也包含BIS、欧洲中央银行和世界银行）领导。此手册首先将着眼于债务证券发行的统计，预计2009年上半年完成。

## 危机带来新的挑战

那么，有哪些新的领域值得关注呢？目前的全球经济危机显示出需要强化正在实施的措施，最近的事件同时也进一步向经济统计学家提出挑战，他们需要拿出更及时的数据，尤其是在四个关键领域：

部门的资产负债表数据。要提高获取各部门资产和负债数据的能力，包括非银行金融机构、非金融企业和家庭。危机强调了追踪部分金融部门活动的必要性，这些部门的数据公布体系还不完善，并且其中孕育了相当大的风险。非金融企业已经存在一些意想不到的漏洞，比如来自衍生品和外国货币的风险。尽管在一些国家已经取得了进展，但家庭资产负债表上的住房资产以及房价对家庭净值的影响与目前的危机息息相关。

在公共部门（包括各国央行），为应对危机而实施的干预措施所带来的成本需要被恰当地、透明地加以记录，并报告毛额和净额。一个坚实的会计框架（与公共部门的会计准则大致相同，符合IMF的《政府财政统计手册》，[GFSM]，2001年）是其核心组成部分。IMF正在监测已公布的干预措施的规模，并建议更广泛地使用GFSM框架。

最终风险/信用风险转移框架。危机显现出分析风险扩散和转移的复杂性，以及找出有多少债务的难度。这个问题还包括监控特定目的实体和表外业务，并评估通过信用违约掉期和衍生品这些金融工具传播的风险。此外，结构化产品，如抵押债务和资产支持证券，隐藏了系统中的风险。

统计部正在落实对金融公司表外项目的监控，但我们需要基于已有的经验建立一个有效框架来承担这些工作。

监测房地产市场发展的数据。房地产市场和房价的变化以及其对家庭和金融机构经济行为的影响，是

许多国家近期经济发展的中心问题。尽管部分国家已经拥有大量信息，但这并不是普遍现象，即便房地产市场在许多国家的重要性正在上升。

杠杆率和流动性。在金融体系和工业化国家实体经济的不当跨国金融联系带来的高杠杆率（资产与资本的比值）是眼下危机的另一个特点（Lane和 Milesi-Ferretti, 2006年）。

同样，本次危机所凸显出流动性风险。经济统计界总是倾向于用原始期限来衡量期限，但当资本流突然枯竭时，许多机构就会遭遇困境，因而我们需要对现存的期限衡量方法给予关注，以更清楚地鉴别循环信贷风险。

## 弥合差距

没有适当的数据，决策者如同盲人摸象。要弥合差距需要长期的努力和国际合作。

眼下的这场危机突出了超越传统统计数据制作方法的重要意义，这样我们才能以更多的创新手段更及时获取、更频繁地实体和金融指标，尤其是支持创设预警指标的努力，并强化统计数据库，从而弥合数据差距。

IMF通过两条途径来实现这一目标。在机构内部这一层面上，至少在对世界经济有重要影响的国家，IMF通过其数据联结计划建立一套及时且高频的指标。在国际层面上，IMF正在任命一个经济和金融统计的机构间小组，其他多边合作组织也参与其中。工作组计划建立一个有关经济和金融指标的国际网站——最初是服务于那些对世界经济有重要影响的国家——并在某些数据差距和漏洞的处理方面进行合作。

Adelheid Burgi-Schmelz是IMF统计部主任。该部的Robert Heath和Armida San Jose对本文亦有贡献。

---

### 参考文献：

Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).

Rodriguez, Pedro, 2008, Data Provision to the IMF for Surveillance Purposes (Washington: International Monetary Fund).

# 重构边界

## 对政府和市场作用的反思

Roger Bootle

经济学家应该对各种冲击习以为常。柏林墙倒塌时，基本上还没有关于怎样将实行中央计划经济体制的国家转变为实行市场经济的民主国家文献。那之后的若干年里，这一领域呈现出全新面貌，许多卓越的贡献推动了该领域的发展。

面对当前的金融市场动荡，我们急需一次类似的破旧立新。在西方，并没有很多民众——我们也希望，并没有很多经济学家——想要转变为中央计划和广泛的商业公有化，但政府和市场的界限正在被重新划定。

在某种意义上，我们已经碰到过这种局面，但这使问题变得更加令人困扰。20世纪30年代的事件带来了一场经济学的革命——不过其发展并未在那段给人类带来无尽苦难的政治革命前发生。

### 吸取教训

对于20世纪30年代大萧条带来的教训，不可能存在令所有人都满意的总结。但我仍尝试提炼其中的精髓。第一，在萧条的情况下经济会陷入泥潭，私人参与者，无论是居民还是企业，莫不如此。在这种情况下，整个社会中唯有国家政府有能力为集体利益充分地运转。此外政府有两个职责，一是尽力防范危机，二是危机一旦发生，它要让我们摆脱危机。

第二，各个金融市场是不同的。巨大的不确定性令市场屈服于本能冲动和羊群效应。鉴于金融市场对实体经济的重要性，不能对其放任自流。我们需要对其进行干涉、管理、监督和约束。

### 革命与反革命

二战后，直到20世纪80年代，这种关于市场与政府间宏观关系的凯恩斯观点一直广泛被许多西

方国家接受。不过该观点被之后的一场反革命推翻了。在知识分子的世界里，这一推动力来自米尔顿·弗里德曼，他热忱地争辩市场是理性和高效的。相较而言，政府是低效的而且时常不理性。更有甚者，政府甚至并不总是代表公共利益，它们可能堕落贪污，或屈从于某些集团的利益。

或许这种观点的转变最清楚地体现在弗里德曼颠覆了凯恩斯主义者关于大萧条的解释。凯恩斯主义者认为大萧条反映了资本主义的缺陷。大萧条因投资者信心的崩溃而起，与货币经济制度的特点相互作用。

那弗里德曼的观点呢？——政策失灵。美联储犯了太多错误——最重要的是收缩货币供应量。若非如此，只会出现普通的收缩，而不是萧条，更不是大萧条。

弗里德曼的学术观点在美国总统里根和英国首相撒切尔夫人的政策中得到贯彻，两位领导人似乎完全抛弃了战后的措施。被认为从属于公共领域（尽管一些自由市场的卫道士甚至质疑这一点）的对货币的适当控制，将保证宏观层面的稳定；而竞争、打破常规、私有化和低税率将保证微观层面的高效。

从2007年到2009年的金融体系崩溃来看，如此多原本在自由主义者眼中天经地义的事情现在看上去荒诞不经。凯恩斯可能已经被夸大甚至被神话，但现在的证据表明，弗里德曼也一样。

### 正确看待凯恩斯理论

关于市场和政府角色定位的问题，最近的事件会给我们哪些启示呢？我相信它们重申了20世纪30年代早期凯恩斯主义者所提出的教训。最重要的是，他们断言各个金融市场是不同的。抛弃凯恩斯





主义只会令我们身处险境。政府政策应受到控制，以防走向两个极端，并保持金融体系和经济的稳定。

企业高管的表现同样暴露出资本主义所存在的严重问题——一些在资本主义体系早期就为人熟知的问题。资本主义理论完全是在阐述自利行为将达到社会共同利益最大化。不过，企业大体上并非被它们的拥有者所运营，而是由聘用的经理人控制，他们拥有巨大的例行权力。学术上这被称为“代理人问题”。在银行业，尽管薪酬并非是危机的根源，但过度水平和超常结构的报酬依然是危机的重要帮凶——鼓励承担风险从而动摇整个体系。

### 更好的政府，而不是更大的政府

当然，此次危机并不仅仅是市场体系的失灵。政府失灵也难辞其咎。毕竟，如果你承认政府应该承担相应的责任（其中包括运用巨额的财政扩张），以保护经济体系不受萧条的冲击，你就将期望政府拥有和保持这样做的能力。

不过这意味着政府有权占据大量的财政资源。令人不安的是，许多西方政府在提供如此巨大规模的公共支持的问题上犹豫不决，因为它们生怕越过临界点，导致市场担心政府违约。不过这种担心源于各国政府过往的表现，它们曾经大肆借贷，并且令债务在GDP中的比重达到如此高的水平。具有讽刺意味的是，让政府在萧条时扮演救世主的角色，需要国家在平常时期将它从市场中抽取的资金最小化，并将债务占GDP的比率维持在一个低水平上。然而西方国家几乎无一例外地违背了这一点。

同样，在谈到需要进行更多监管的问题时，让我们澄清一点，市场其实已经承受了沉重的监管，不过仅仅是不当的监管。应对危机不是依靠更多的监管，而是更好的监管。

进一步讲，与其说这是微观监管的问题，不如说是宏观监管出现失误。失误不在于对特定市场的不当调节，而是对总体经济的错误管理——过度依赖信贷，容忍甚至维护房地产泡沫，以及在某些国家，包括美国、英国、西班牙和许多东欧国家，过度依赖国

外资金维持其巨额经常项目赤字。

不过，谁将为这些宏观管理负责？肯定不是私人部门。这是政府失灵——各国财政部和央行——它们不但欺骗自己，还欺骗他人，沉醉于建立在不稳固基础上的虚幻财富带来的浮华中。

### 不要矫枉过正

现在最大的危险是我们在资本主义受到冲击时对其全盘否定。在金融以外的世界，这次危机并未显出资本主义的大规模失灵——尽管资本主义身处危机是资本主义自身的产物。在西方经济体中，对绝大部分而言，生产商品和劳务并且分配它们的这种通常的商业模式仍然运营良好。这些事件带给这部分经济的唯一教训来自严重的代理人问题。驯服贪婪的经理人，

“失误不在于对特定市场的不当监管，而是对总体经济的错误管理。”

并使企业行为与其股东的利益一致，不用担心整体的社会利益受损，这是我们面临的严峻挑战。现在，整个高层管理人员已被证明不仅仅是贪婪的，而且是不称职的。最近的事件将危及民众对资本主义本身的支持。

我担心更大的危险是，在2007年到2009年的事件后，厌恶和失望的情绪将带来对市场的普遍觉醒，仅仅是我们需要更多的人做他们擅长的事——激励，发送信号，从而鼓励有限资源的最优配置，尤其是在环境保护、气候变化和道路使用这些领域。

我们确实需要修复金融市场，这意味着，政府以各种方式发挥更大作用。不过我们不需要更大的政府，也不指望通过干涉企业高管的权力来满足我们修正整体市场经济的需要。

Roger Bootle是总部设在伦敦的咨询公司Capital Economics的总裁。他的新书《市场的故障》将于2009年9月由Nicholas Brealey出版。

# 未来 新格局

Brad Setser

各国政策，而非国际最高级别会议，将重塑世界经济体系

亚洲金融危机之后，世界的主要经济体在重建国际金融体系中发挥了主要作用。十年后，它们决定再尝试一次。1998年修正世界“金融体系”的努力是因为一场源于新兴世界对外收支赤字放松的危机——那时发达经济体的银行和投资者心甘情愿地为这些赤字融资。第二次的努力将要应对始于美国的系统性金融危机，其先蔓延到那些借入美元购买美国证券的欧洲银行，接着令世界上绝大多数经济体受创。

美国房价的低迷导致大银行和交易者蒙受巨大损失，进而引发了当前的危机。但如果没有新兴国家的央行和主权基金资产的空前增长，美国、英国和许多欧元区国家的家庭赤字不可能如此长期地得到这么低利率的融资。私人投资者绝不会乐意为低速增长的美国的巨大赤字融资，他们想投资的是高速增长的新兴国家。

1998—1999年的努力从未使它“体系重建”之称名副其实：它建议设立新的机构或至少改造现存机构，以增进世界经济和金融的合作。很显然，这没有实现。取而代之的是层出不穷的帮助新兴经济体减少资本突然流动隐患的建议，为“纽约法案”管辖下的国际主权债券增加新的“重建”条款，以及IMF为一些国家设计的新的拆借工具，以应对其所面临的由资本突然流动所引发的危机。

但是，上次危机后出现的国际金融体系，与危机前存在的体系有本质不同。一个新兴经济体央行用空前增长的外国资产为美国巨额经常项目赤字提供低息融资的世界与一个美国的私人投资者为发展中国家赤字融资的世界是截然不同的。导致这场巨变的不是IMF，也不是G7，而是包括它们在内的整个世界。

## 决策，再决策

过往最重要的经验是，主要国家在危机期间和危机过后的决策，比审慎选择的公报语言，对国际金融体系的改变更大。1995年墨西哥无法为其以美元计价的债券提供再融资，美国决定给予墨西哥大量贷款；亚洲金融危机中，IMF决定率先提供大额融资，并将其贷款与亚洲联系起来——这两者共同导致了应对“资本账户”危机的架构。七国集团（G7）的“科隆公报”试图明确表达其对金融体系的设想，但这并未改变世界的汇率制度。该汇率制度源于阿根廷货币制度的崩溃、巴西的管理浮动汇率制度的成功、许多东欧经济体中货币发行局制度的持续、海湾国家继续与美元的挂钩，以及这一切中最重要的，2002年人民币保持与美元汇率联系的决定（即便美元已经开始贬值）。不约束影子金融体系（很大程度上不受或只受轻微





一家英国银行门外，存款者排队申请紧急央行资金。

监管的机构，它们逐渐在经济中扮演和银行一样的角色）的决定与金融稳定论坛所做的工作，在对监管制度的界定方面起了相同的作用。

1998年关于体系建设的辩论，以及随后关于预防和处理国际金融危机的全球框架的讨论，这当中还有三个教训值得我们铭记。

让合适的国家坐下来谈判并不能保证出现成果。只有有关国家就所需改革的性质达成广泛共识，真正的变革才会发生。最典型的例子是发达和新兴经济体都认同新兴国家应通过持有更多储备，并将基于外币的债务转变为基于本国货币的债务，从而减少可能导致危机的薄弱环节。绝大多数新兴经济体政府证明，其以本币为基准进行债务融资的能力大大超出十年

前许多人的预想——这得益于人们逐步意识到大部分新兴市场的货币被低估。无需怀疑这种变化的程度：上一次进入低迷时期时，俄罗斯只有100亿美元的外币储备，却背负1400亿美元外债，如今世界已经变得面目全非，当俄罗斯再一次陷入低迷时，它已经拥有6000亿美元的外汇储备，而只有区区350亿美元的外债。俄罗斯如今的安全隐患是现实存在的，但这些隐患已经不体现在政府的对外资产负债表上。其他如巴西这样的大型新兴经济体，其资产负债状况也与1998年大相径庭。

而在其他领域，真正的共识难以达成。召集相关国家进行讨论不是主要的问题。最大的困难在于当未经受危机的压力时，主要国家不同意，且认为没有必要去达成共识。如在讨论IMF何时向新兴经济体提供大量贷款的问题上，G7被认为是不二之选。然而G7不愿放弃让有大量前期融资的国家面临本国货币遭挤兑，或无力承担到期外债的选择，它们不愿承认IMF原有的准入限制已不再适用于主要的新兴经济体。关于期望新兴经济体借入大量储备以帮助处理资本的大幅波动的真正分歧则被掩盖，艰难的决定被留到了下一次危机。

G7对扩大汇率制度的讨论做出了努力，从而让新兴世界加入进来：即使在20世纪90年代，都可以很明显地

看出全球经济不可能局限在美国、西欧和日本。但是扩大对话，通过组建二十二国集团和之后的二十国集团（G20）将新兴世界纳入论坛，并不能让各国就国际汇率体系达成一致。美元对欧元浮动，并在绝大多数时间对日元浮动，英镑和加拿大元对比其更大的邻国的货币浮动。但是，从2002年起新兴市场外汇储备巨幅加速上升，原先任何关于货币金融体系由独立的、以通胀为目标的央行组成的，各国央行让本国货币对它国自由浮动以维护其货币主权的想法都被埋没。

不要回避棘手的问题……1997—1998年危机中，新兴经济体外汇储备的压力主要来源于跨国银行的信贷紧缩。只有阿根廷的危机是因为国际主权债券的偿付消耗了该国的国际收支平衡。即使在阿根廷，资本



外流更大的来源依然是本土银行面临的挤兑。然而，这些危机引发的讨论中，侧重于消除国际主权基金重建中的法律障碍的讨论最为激烈。而限制资本外流与短期银行信贷的联系，或对这个问题的讨论而言，风险监测与银行大量增加向世界新兴经济体贷款之间的联系，并未引起相应的重视。

但对这种联系应给予足够重视。决策者认为新兴经济体将通过出售可交易证券来获得融资，而非向国际上的银行直接借款。但到2008年第2季度末，跨国银行向新兴世界的借款（大部分流向私人的银行和企业）总计1.2万亿美元，这一数额轻易超过了国际主权债券的惊人储量。在当前的危机中，对新兴经济体而言，跨国银行贷款的快速下滑比到期的国家主权债券带来的压力还要大。忽略一个困难的问题并不意味着这个问题会自动消失。

……但也对你的设想提出挑战。强调原有漏洞的重现总是比设想新的风险更容易。令人震惊的是，在“结构”问题的辩论中，重点几乎完全集中在一种风险上，即单一新兴市场的危机可能蔓延到其他新兴经济体，进而影响全球经济。发达经济体的金融动荡可能远比其他新兴经济体对新兴国家的危害更大，这一风险却从未被认真考虑。

G7向IMF施加压力，令其更专注于新兴经济体在资产负债表，而不仅仅是财政方面的漏洞。对于美国和欧洲的金融部门是否过度借贷给家庭，相应的评估却并未得到推动。然而，新兴经济体对IMF监管程序不公的抱怨忽略了更重要的一点：没有证据表明IMF更密集的监管会带来差别。2007年，IMF赞扬美国金融市场的“高度创新”对“支持资本流入”的作用，其认为美国在创造复杂金融产品上的优势有助于提供相应资金，以维持美国巨大的对外收支赤字。IMF在报告的第四条指出：“核心商业银行和投行在正处于健康的财政状况下，系统性风险依然很低”。尽管其同时承认“当承受较高风险且信贷标准恶化的时候，金融创新在某些部门已经令风险评估变得复杂。”我们都会犯错，但这种说法甚至不是一种对正在形成中的风险的鲁比尼式的警告。

事后孔明，我们发现在那之后的几年中，如此多的关键议题被架构议程排除在外，令人震惊。我们讨论了如何帮助新兴经济体处理资本流动的不稳定，却没有探讨怎样处理波动的商品价格；我们讨论了主权债券的重组方式，却没有讨论调整住房抵押贷款证券和外币抵押贷款所带来的挑战。关于限制IMF向发展中国家贷款的讨论连篇累牍，却忽视了过度自我保险的风险。而发展中国家期望增加资产储备，从而致使对发达国家债务的需求增加（包括发展中国家增加



亚洲金融危机期间，印度尼西亚雅加达的消费者争购食品。

储备的愿望对发达经济体金融市场的扭曲，并掩盖这些国家庞大的财政和家庭赤字），发达国家如何管理由此带来的风险，关于这个问题的讨论，无疑未曾出现。

## 乐观的迹象

当前重建世界金融体系的努力会成功吗？

这次危机还处于早期阶段。过往的经验告诉我们，在极困难时期所制定的国家政策，往往比最高级的国际会议更有可能改变未来国际金融体系的格局。

但就所需的国际金融体系的变化达成共识的努力依然是重要的。一些迹象令人鼓舞：主要的新兴国家已经通过新的形式参与到讨论中来。G7还继续存在，不过对G20首脑年度会晤的关注似乎远远超过了对G7每年夏季定期会议的关注。

危机自身已经重构了美国、英国和欧洲的金融体系。政府在金融中介中发挥的作用远远超过以往。看上去这也必将导致监管结构的重大改变。

除非那些被认为是“太大而不能倒闭”的机构破产，依靠信贷市场约束它们将是一个错误。短期来看，应对当前危机的政策将优先于为避免下一次危机所采取的措施，而现在迫使机构持有更多资本无异于引火自焚。过去有多大的杠杆率，现在就有多快的去杠杆化。然而一段时间之后，大型机构需要持有更大的资本和流动性的缓冲品。

这是世界上成熟经济体必须要做的工作，但新兴经济体应坚持它们同样胜任这项工作。新兴世界明显倾向于让管理良好的机构处于世界金融体系的核心：对不少新兴经济体而言，相较俄罗斯当年的债券违约，雷曼兄弟倒闭所产生的信贷危机更加严重。



## 不太乐观的迹象

对于帮助建立世界经济增长更稳固的基础而言，更完善的监管并不意味着全部，另外三个议题将进入我们的视野：

- 宏观刺激政策的协调，
- 国际汇率制度的演变，以及
- 加强全球机构在危机中放贷的能力。

对于上述的每个问题，尚不清楚是否存在关于变革问题的真正的一致意见。

在美国和欧洲房地产繁荣的巅峰时期，这些重要的成熟经济体巨额的家庭赤字抵消了新兴世界的盈余。但是只要本已负债累累的家庭承担更多的债务，繁荣就能持续。当家庭无力承担时，各国政府就不得不介入并实施大规模的刺激计划。不过正如《金融时报》的Martin Wolf一直指出的那样，存在着这样一种风险，即负债累累的家庭直接导致负债累累的政府。

最显见的结论是，有大量债务和巨额赤字的国家不应承担所有繁重的任务以支撑全球经济增长。拥有高贸易顺差的国家同样要尽自己的责任，而非仅仅依赖赤字国家大型刺激计划的溢出效应。否则，一旦拥有大量对外收支赤字的发达国家的公共部门失去公信力，系统性危机很容易再次发生。

第二个议题，即汇率问题。这一问题在G20领导人的第一次会议的公报中甚至未被提及。这并不令人鼓舞，这表明各国不愿意讨论世界经济面临的关键问题。互联网泡沫破裂后，美联储降息的决定本应导致美元的疲软和出口的繁荣，而不是住宅投资的繁荣。但几个主要国家的通货随着美元相应下跌，这限制了美元的全面贬值。最终结果不是美国贸易赤字的减少，而是美元和人民币对欧元贬值，令中国的贸易盈余更大，中国进一步为美国债务融资。当家庭承担大量债务时，美国的监管者寻求其他方式——在边际利润率下降的同时，主要的机构通过加大杠杆（即借款购买更多资产）保持利润的上升。但是很难看清美国家庭的隐患是如何导致从各国央行流出的钱长时间未能到位。

如果大的新兴市场的汇率制度与世界上其他的经济体的制度格格不入，那么它们将很难融入世界经济，尤其当这些拥有巨额外部盈余的国家的货币与那些拥有世界上最大的外部赤字的国家的通货相挂钩时。据IMF推断，世界不平衡情况的减少可能反映出那些赤字国家通货的贬值——至于那些有大量盈余的

国家的通货是否也应该贬值，目前尚不清楚。而那些最大的石油出口国是否还要盯住美元，同样不明确。美元贬值油价上升，美元升值油价下跌已经出现太多次了。

最后一点，IMF缺乏足够的资源来稳定全球金融系统，或提供一个足够大的共同储备蓄水池，以真正替代国家的自我保险（或大额双边货币互换协议）。许多新兴经济体很可能会得出这样的结论：面对出口、商品价格和资本流动的剧烈波动，需要几乎难以想象的巨额储备，才能保持本国金融市场的稳定。新兴经济体如今拥有万亿美元的GDP和2000亿美元的外汇储备，现在这些国家无法确定IMF2000亿的信贷额度（3500亿美元的IMF信贷额度，包括日本新追加的）是否足够应对危机。在危机开始时，俄罗斯有近6000亿的储备，如果还是继续以每季度1000亿的水平下降的话，储备将耗尽。近期全球资本流动的波动很极端——数据显示新兴世界的私人资本净流入（年度）正转变为跨季度的巨额净流出。商品价格和出口收入的波动则没有那么极端。对任何一个主要的新兴经济体来说，2000亿美元的资金是杯水车薪。

## 明天的世界

今日的危机正猛烈冲击着世界经济的每个角落。那些曾经依赖私人资本流入的国家正饱受资本流动突然停滞之苦，其规模和1997—1998年间的危机等量齐观。虽然不依赖持续的资本流入，但那些经常项目盈余的国家同样在劫难逃：商品进口商与商品出口商都在世界贸易极度收缩的漩涡中挣扎。很显然，肯定有些事情出了错。毋庸置疑，目前需要一个更强大的金融体系——一个减少对发达和新兴经济体的过度融资的金融体系，一个较少出现突然逆转和骤然危机的金融体系。

未来的风险很难预计，但过去几个月难熬的经历应推动所有国家更努力地尝试——并仔细斟酌其希望看到怎样的脱胎于危机的新世界经济格局。这里的建议是：不能依靠美国的巨额对外赤字来推动全球的需求增长，也不能仅靠美国向世界供应大量的储备资产。这已经行不通了。

Brad Setser为外交关系理事会的地缘经济研究员。

所有人都同意  
改革金融市场  
治理，但是谁  
来做什么工作  
却不清楚



## 一张缠绕的网

照片为位于瑞士巴塞尔的国际清算银行总部。

*Amar Bhattacharya*

席卷全球的金融危机暴露了目前全球金融市场治理的严重问题。20世纪70年代以来，受成熟市场机构控制的世界金融市场呈指数增长，事实上世界金融市场的增长比其他任何全球市场都快得多。

世界金融市场快速扩张是国家对经济干预减少和金融创新这两种力量相互作用的结果。银行在世界金融市场急剧、持续的扩张和国际化日益增强等方面发挥了主要作用，但资本市场和证券化趋势也同样对金融转型有所助益。

但制度和结构却没有得到发展，更恰当地说是没有跟上市场扩张的步伐。制度和结构通过制定和实施监管规则对市场进行管理。市场活动和监管范围之间仍横亘着恼人的鸿沟，尤其是涉及成熟市场时。

当前的金融危机极大暴露了这些监管缺陷如何损害全球经济，并凸显了管理全球市场的全球手段的必要性。直到20世纪90年代，只出现过关于全球治理的更广泛议程（并是一个神秘的议程），金融市场改革已被普遍认为



是一项急迫的任务，是国际改革的重中之重。尽管有许多改革建议，但对于需要实施多大程度的改革、由谁来实施以及如何加强和协调国际合作，目前却未达成一致。

## 金融市场的迅猛发展

直到20世纪80年代初，各国的金融系统仍受银行控制，受到相对较严格的管理，而且与国际接触有限。20世纪80年代开始适度发行欧洲债券后，跨国的金融流动和联系开始急剧扩大。尽管20世纪80年代的债务危机抑制了发展中国家的一体化，20世纪90年代的金融危机重创了一些新兴市场国家，但这些危机对全球金融市场的发展和扩张的影响有限。

在国际银行迅速扩张的带动下，全球金融市场继续膨胀，从1970年的区区0.1万亿美元增加到1990年的6.3万亿美元，而到2007年，这一数目已有31.8万亿美元之巨。国际金融市场迅速扩张的同时，伴随一轮跨国并购的浪潮，国际金融业开始整合。银行进入了以往非银行机构的保留领域，如保险业、资产管理、投资银行和所有权贸易等。这模糊了银行和其他金融机构的界限，并催生了“影子银行”体系，致使大部分银行活动处于监管范围之外。复杂的证券产品（如证券衍生品）的迅速增长加剧了银行的杠杆作用，隐藏了潜在的风险。在2001年还是无足轻重的证券衍生品市场，2007年已增加到约50万亿美元。

## 亚洲危机敲响警钟

1997—1998年的亚洲金融危机引发了一系列关于改革的倡议，包括改革国际金融体系结构（见专栏），降低未来金融危机的可能性并减少为可能的金融危机所付出代价，以及减少跨国溢出效应。

在金融危机之后，一个工作组（所谓的Willard小组）随即成立。该工作组由来自22个发达国家、新兴市场国家以及国际金融机构（IFIs）的决策者组成，负责确定在促进金融系统透明度、增强金融系统和解决国际金融危机方面的改革重点。

随后，1999年七国集团（G7）的主要工业国要求Hans Tietmeyer（德国中央银行行长）考虑加强全球协调的制度方案。Tietmeyer提交了一份报告，建议成立一个由财政部长和中央银行行长组成的论坛，和另一个由决策者、监管者和IFIs以及最高机构中的标准制定者、管理者和监督者组成的论坛。这些建议最后导致在当年成立了两个目前引人注目的机构——二十国集团（G20）和金融稳定论坛（FSF），这两个机构将主要经济体的金融当局、管理机构和IFIs联系在一起。

自成立以来，G20已成为发达国家和主要新兴市场开展全球经济、金融以及国际金融体制改革对话的重要论坛。

FSF得到了国际清算银行（BIS）少数董事的支持，该论坛旨在将各经济体金融当局的高级代表、

## 一个监管者的网络

对全球金融市场的监督在这些年中有所发展，这反映了国际金融市场的变化，但监管范围和金融市场活动之间的差距仍在扩大。成立于1930年的国际清算银行（BIS）是协调全球金融治理时间最久的主要机构。BIS的55个成员包括发达经济体的中央银行和数量日益增多的新兴市场。

BIS主要得到十国集团（G10）的支持，该集团主要由10个发达经济体的财长和央行行长组成。G10成立了重要的委员会，其秘书处设在BIS。这些委员会在其各自领域发挥关键作用。负责银行监管的巴塞尔委员会负责制定银行监管的标准；支付和支付清算系统委员会负责支付、清算、结算和相关安排；全球金融系统委员会负责确认和

评估造成全球金融市场压力的可能来源，以及促进新兴市场稳定的措施。

BIS设有国际保险监督者协会的秘书处。该协会代表近140个经济体190项管辖权的保险业监管官员，约占世界保险费97%。BIS还设有金融稳定论坛的秘书处。

与BIS无关的国际证监会组织拥有109个成员，占全球证券市场的90%。另外的重要机构——国际会计准则委员会，负责监督国际会计准则的制定和协定。

当前，尽管金融管理机构对会计实践和信用评级机构实施了间接管理，但会计实践和信用评级机构并没有包括在任何全球管理机构之内或直接由其管理。

包括IMF在内的其他标准制定机构和全球合作论坛，负责制定货币和金融透明度准则；OECD负责为公司治理制定标准和良好的惯例；世界银行和联合国国际贸易法委员会联合制定破产制度和债权人权益标准。

IFIs、国际管理和监督集团联系在一起，重点关注金融市场的系统性风险并提出解决之道。FSF成员主要来自G7国家，每一个成员由各经济体财政部、中央银行和监管当局的高级官员作为代表。澳大利亚、香港特别行政区、荷兰和新加坡仅由中央银行作为代表。

FSF已成为全球金融的主要联系机制，连接全球金融治理所涉及的日益增加的分支机构，并实施被置于全球议程优先位置的跨境话题的技术工作。这些全球议程包括：全球标准和规则、高杠杆机构、离岸金融中心和存款保险系统。FSF建立了横跨国际金融机构和监管集团的系统化的清算工作，同时也提供一个评估和回顾金融市场发展和可能风险的论坛。

除FSF外，1997—2003年期间，IMF的许多工作和注意力投向促进国际金融体制发展的积极行动之中，如启动由IMF和世界银行金融分部联合实施的评估计划、关于标准和准则执行的报告，以及已放弃的主权债务重组机制。

所有这些努力均向新兴市场经济体倾斜，并没有将重点放在成熟市场的潜在问题。事实上，FSF和IMF均假定成熟金融市场已经足够健全，加强对这些市场的监督没有太大价值。将管理扩大到发达经济体系统的重要组成部分如对冲基金，同样遭遇来自一些主要国家和市场参与者的阻力。

## 当前的危机暴露了深层的缺陷

当前的金融危机引发了对金融市场作用和对金融市场治理失败的重新思考，尤其是对于发达经济体。许多人认为，金融市场的作用已超出其应发挥的作用，金融市场只是一种手段而不是最终目的。金融市场不加限制的全球化使国家和民众易受市场固有的反复无常性的影响。尽管这样的反思——尤其是关于在什么地方出了问题以及可以从危机中汲取的教训——仍在继续，但目前已能够确认三个主要的失误，这涉及到未来的改革。

首先，危机凸显了金融市场功能的根本缺陷。信息不对称、道德风险、代理人问题等金融市场的缺陷已广为人知，但危机还暴露出公司治理（部分与赔偿执行特点有关）、贷款发放以及处于欺诈边缘的保险业标准这些方面的弱点。危机还表明新的金融工具及其日益增加的复杂性（代表新的证券化产品如信用违约互换）如何放大顺周期性，并掩盖潜在风险。市场调整的两个重要支柱——通过金融机构实施的风险管理和市场准则——都没有发挥作用。

第二，金融市场管理存在广泛失灵。尽管金融市场管理强调资本的充足，但资本管理的方式允许重要

杠杆作用的累积并促进顺周期。此外，管理的不连贯（尤其是美国），激发了监管制度套利，加剧了风险。事实上，大量系统内的重要部门，如由银行创建的对冲基金和特别投资工具，都处于谨慎的管理范围之外。

第三，危机暴露出国际协调和合作方面存在的主要不足。IMF和FSF的监督仍然薄弱且不全面，很大一部分原因是由于这两个机构缺乏有效监管系统内重要发达经济体的关键功能。即使已充分理解所存在问题，如日益增加的宏观经济失衡加剧了问题的积累，对于实施必要的合作行动仍然没有一致的责任或措施。正如最近的危机所表明的，IMF缺乏资源和手段以积极应对系统的不稳定，这同样反映出其成员国关于该机构应发挥何种作用的不同观点。IMF中新兴和发展中经济体发言权和代表性不平衡，在国际清算银行和其他标准制定机构中更为严重，这破坏了全球金融治理的合法性和有效性。

## 提出新的改革建议

关于监管隐患的越来越多的共识带来了不同领域的众多改革建议。一个共同的主题是需要恢复监管和自由主义间的平衡，以支持反周期的谨慎调控全面覆盖金融机构，并使调控在全球的范围实施且具有连贯性。

这些建议强调，我们需要：（1）通过诸如补偿机制的改革，以及使贷款和证券发放方分散更多风险等措施，提高对谨慎地承担风险的激励；（2）更为从紧的资本管理，对杠杆的更为严格的限制，并建立内在稳定器阻止顺周期性和资本泡沫的积累；（3）更加关注对流动性的监督和资本风险；（4）监督复杂的巨型跨国金融机构的更好机制；（5）扩大金融监管范围，确保所有体系内重要的金融机构得到适当的监管；（6）更多地依靠交换贸易或电子贸易平台而不是买卖双方直接的金融衍生品交易，来提高透明度并减少衍生品和复杂金融工具的系统风险；（7）确保信用评级机构满足最高标准，并避免利益冲突。

尽管这当中的大部分方面可能会存在广泛共识，但仍存在许多细节的问题。那些主张更为严格管理的建议，不同于主张依靠市场原则管理的建议，后者认为应为金融创新保留空间。

## 谁将采取哪些措施？

金融改革的广泛议程提出了一系列更为复杂的问题，包括谁将要为什么负责，如何填补已有制度结构的漏洞，以及如何加强国际合作等。



最富有雄心的建议是建立一个全新的机构（尤其是大型跨国机构）或采用新的方法进行管理，通过一个世界金融组织、一部国际银行宪章和一套国际破产机制具体落实。如果这样的新机制并没有物化，有建议提出创建“监督者协会”能够集体负责有效监管。更一般地讲，由于在国家范围进行管理和金融市场全球性的特点，在需要通过管理机构改善合作和沟通的问题上已经形成了一致意见。


由于宏观金融联系在问题形成和危机解决方面的重要性，明确FSF和IMF的作用及加强两者间合作的问题也同样凸显出来。更重要的是对IMF进行重大改革，从而使IMF能够在降低金融不稳定的风险及应对危机时，发挥主要和有效的作用。IMF将需对其监督作用进行较大修正，尤其是在重要的国家和市场，并对IMF的工具和政策进行较大调整，从而为更多的成员提供必要的预防措施和危机支援。IMF被赋予更多的资源，其治理正在进行改革，以使其承担更多责任并更具代表性。目前也应重新审视IMF在国际货币体


系和资本流动不稳定的新世界中的作用了。这并不局限于在华盛顿的改革，所有成员国都需要平等地致力于增强机构的合作程度。

鉴于全球金融治理改革的广度、复杂性和政治障碍，需要一个在全球层面具有足够政治力和技巧性的指导小组来推动改革。G20将大部分体系内重要国家的财长和央行行长召集在一起，因此适合承担这一职责。将讨论提升至领导人层面将对解决跨界问题给予更多的政治推动力。

虽然G20能够发挥建设性作用，但它不能取代更普遍和合理的决策机制。关于这一方面，讨论范围应尽可能广泛，并服从适当机构的最终决策，对于G20（和其他相关论坛，如FSF）而言尤为重要。尤其是国际货币和金融委员会、IMF理事会以及作为世界领导者层面的最普遍的机构——联合国，将需要发挥关键作用。

Amar Bhattacharya是G24秘书处主任。



 COLUMBIA | SIPA  
School of International and Public Affairs

## PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | [www.sipa.columbia.edu/academics/degree\\_programs/pepm](http://www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm)

To learn more about SIPA, please visit:  
[www.sipa.columbia.edu](http://www.sipa.columbia.edu)



英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（中）是1944年联合国国际货币和金融会议的总设计师。

# 一个新的布雷顿森林体系？

James M. Boughton

历史表明，  
改革国际金融体系既需要领导力也需要包容性

当法国总统尼古拉斯·萨科奇和英国首相戈登·布朗在2008年10月呼吁制定一个“新的布雷顿森林”协定时，他们回顾了1944年7月在美国新罕布什尔州布雷顿森林召开的国际货币与金融会议所取得的成功。萨科奇和布朗所构想的新的布雷顿森林协定是按照1944年会议的方法，制定一个稳定21世纪国际金融的新的多边协议。1944年的会议成立了IMF和世界银行，稳定了20世纪后半叶各国之间的金融关系。2008年11月，在华盛顿召开的世界领导人峰会开启了制定上述协议的进程。怎样才能获得成功？获得成功需要怎样的领导并承担何种义务？历史提供了一些有用的借鉴。

20世纪，主要国家的政治领导人多次寻求制定全球经济和金融体系协议。其中许多次努力都失败了，但布雷顿森林会议是一个重大的例外。从这些努力中可以得出的主要教训是，应对危机的改革要想获得成功需要三个要素：有效和合法的领导与更广泛的参与相结合，清楚阐明且被广泛接受的目标，为实现这一目标而制定的切合实际的路线图。

巴黎，1918年至1919年

考察类似努力的一个有益的起点是第一次世界大战后，1918年至1919年召开的巴黎和会。尽管当时的主要目的是重新划分政治边界并制定原则以避免战争再次发生，但制定恢复自由贸易和资本流动的框架也在议程之中。美国总统伍德罗·威尔逊通过阐明作为指导原则的“十四点”，发挥了领导作用。所有胜利一方的同盟国首脑都出席了此次会议。尽管只有大国对会议的结果有重要影响，但其他盟国的参加增加了会议的合法性。

开放贸易和金融的经济目标被普遍接受，但由于开放贸易和金融并非此次会议最优先考虑的问题，所以实现这一目标的具体措施被搁置。协议框架被战争赔款、回归金本位的可行性和国际机构需要监督权等方面的分歧所破坏。美国国会拒绝批准参与新的全球组织——国际联盟。随后，1920年在布鲁塞尔召开的会议成立了经济和金融联盟，但其职能和权力有限。这些失败很



大程度上造成了以后几十年的各国的自给自足、国家间不稳定的金融关系和经济萧条。

## 伦敦，1933年

战争期间，最具雄心的事件是由国际联盟主办的世界货币和经济会议。在此之前，召开了两次相对成功的会议。其中一次于1922年在热那亚召开，主要内容是为一组主要由欧洲国家组成的经济体重新建立金本位制度。另一次会议于1930年在罗马召开，在那次会议上成立了国际清算银行。1933年的伦敦会议寻求为更多国家的货币重建固定平价制度。虽然得到国际联盟的支持，但主要由于缺少美国政府的支持，这一努力未获成功。三年后，美国与英国和法国签署了一个关于稳定性公约的协定，即目前所知的三方协议。该协议是一个防止法国法郎可能出现竞争性贬值的特别工作。尽管就其自身而言获得了成功，但由于该协议缺乏一套制度结构和可持续实施的机制，因此对于防止未来出现类似冲突收效甚微。

## 布雷顿森林，1944年

第二次世界大战期间，英国和美国财政部启动了在战后成立多国金融机构的计划，以克服两次战争中所采取的临时措施的不足。在1942年中期，英国的约翰·梅纳德·凯恩斯和美国的哈里·德克斯特·怀特开始准备各自计划的草案，并开始就于战争结束前制定一个共同提案交换意见。1943年年中，各国开始为召开布雷顿森林会议做认真的准备工作。凯恩斯建议将参与国限制在少数国家，并将英国和美国作为拟议机构的发起国。此时，美国提出更广泛的观点。怀特坚持会议代表应包括战时所有反对轴心国的45个同盟国，并给予其参与会议文件起草和作出关键决定的机会。1943年6月，来自18个国家的代表在华盛顿会晤并提出建议。1944年6月，在新泽西州亚特兰大市召开了17国参加的预备起草会议。几周后，所有45国代表在布雷顿森林开会。

布雷顿森林会议的非凡成功应归功于召开此次会议时的独特环境和为筹备此次会议所付出的努力。任何担心国家主权受到大国威胁的国家，提交给世界银行和IMF，都被相似的经济衰退和两次战争期间特有的战争特点有效化解。美国政府有相应的意愿，即主办此次会议、牵头IMF的规划、致力于使其本身成为主要债权国、满足其他国家需求（如接受“稀缺货币”条款，该条款旨在对主要债权国提出要求），是布雷顿森林会议取得成功的关键。凯恩斯和怀特在两

年半的合作过程中，对最初的提案作出许多修订，这些修订不仅仅使这两个国家能够彼此达成一致，而且使这一设计能够受到更多国家青睐。由于认真制定了切实可行的计划以及两个主要国家强有力的领导，参与国对协议条款毫无异议地达成一致。条款的合理性来自于包容性的程序和受到重大危机刺激做出类似行动的政治意愿。

布雷顿森林的设计者希望创建三个多边组织，而不是两个。拟议中的国际贸易组织被由于政治分歧过大，因此关于该组织的决定被推迟到战后作出，而这几乎造成了致命的影响。作为一个低效方案，1948年一些国家成立了影响力稍逊的关税和贸易总协定，而直到1994年才成立世界贸易组织。

## 固定汇率的终结，1971—1973年

20世纪60年代汇率面临巨大压力。1971年，美国官方结束美元与黄金的可兑换，很显然在这种背景下，各国需要新的货币秩序。IMF总裁Pierre-Paul Schweitzer主导提出了调整关键货币汇率的方案，其中包括使美元贬值。主要工业国就如何应对产生意见分歧，而发展中国家则被排除在讨论之外。1971年12月，在华盛顿史密森研究会召开的会议上，由10个工业国组成的十国集团（G10）（比利时、加拿大、法国、德国、意大利、日本、荷兰、瑞典、英国和美国）主导达成协议，同意对汇率进行调整。但该协议很快面临压力，其主导权重新转移至IMF。尽管G10无法制定出自己的解决方案，但它同意成立二十国委员会（C20）。这是一个部长级咨询机构，代表20个国家IMF执行委员会的支持者。



1971年，十国集团代表在讨论美元危机。

C20拥有已存在制度框架和秘书处的优势，并得到工业化和发展中国家的政治支持，但其缺少恢复支付系统稳定性的可行计划。法国和美国对汇率稳定性持有不同态度——前者希望回归固定平价，后者希望由市场决定汇率，以致于分歧太大而无法达成共识。两年以后，稳定汇率的目标被放弃，改为委托由IMF通过双边和多边的监管，对以前被认为是稳定的系统实行严格监督。委托管理权最终在1978年被写入第二次修订的IMF协议条款。

## 20世纪70年代的石油价格冲击

美国国务卿亨利·基辛格呼吁签署一个新的大西洋宪章，以协调工业国应对1973—1974年石油价格冲击。IMF、经济合作和发展组织（OECD），以及当时主要的富裕的工业经济体，通过制定成立金融便利以循环利用石油出口国剩余资金的建议作出回应。OECD计划成立一个金融支持基金，将从石油输出国所借的款项贷给OECD成员国。由于得到美国和主要欧洲国家强有力的支持，OECD迅速协商建立支持基金的条约。但在OECD这一金融组织最后起草组建之前，IMF就成立了石油信贷，将从石油出口国和富裕国家所借款项按照较低限制性条件贷给石油进口国（包括工业国和发展中国家）。对OECD建议的政治支持随即消失，而这一条约再也未能签署。

## 20世纪80年代呼唤新的布雷顿森林体系

1978年第二次修正案生效前，汇率体系已变得不稳定，并在随后几年其动荡进一步加剧。1982—1985年，来自法国、美国和其他国家的高级金融官员屡次呼吁建立一个“新布雷顿森林”体系，但没有任何国家曾经公开并清晰地提出类似会议的目标，或制定关于消除10年前存在缺陷的路线图。尽管得到法国总统弗朗索瓦·密特朗和美国财政部长詹姆斯·贝克等高层的支持，但该建议从未付诸实施。相反，五国集团（G5）（法国、德国、日本、英国和美国）已很大程度上取代G10作为工业国主要的筹划指导委员会，在1985年至1987年期间暂停持续五年的美元贬值中发挥了作用，并寻求在新一轮平衡中稳定汇率。

## 近期改革

1998年，美国国会倡议召集国际金融机构咨询委员会，建议IMF停止较长期贷款并将对重债穷国的债

务一笔勾销。这些重债穷国正在实施得到世界银行认可的有效发展战略。这些建议引发了公开的讨论——最为重要的是在G7（G5加上意大利和加拿大）和国际货币和金融委员会、IMF政策制定咨询机构以及C20后继机构的讨论。这些讨论最终导致2005年实施多边债务减免倡议和IMF政策支持手段。

## 我们能够从中学到什么

过去一个世纪，国际金融体制随着各个时期环境的变化而发展。正式会议偶尔会成为这一发展过程中的重要部分。然而，在大多数情况下，制度对世界经济的变化调适源于工业国集团内部讨论和主动行动之间的相互影响。当问题被明确认定而且主要国家认可所需采取的解决方案时，在这些工业国集团的内部商讨通常会为改革提供必要的领导力。在大部分成功的努力中，领导力来自愿意包容、倾听和吸纳更大范围的外部参与者观点的较小的内部集团。

对国际金融体制每一次重大的调整尝试都是为应对危机。这些尝试即使获得成功，也只是部分成功。这一观察结果得出更为广泛但相互关联的三个关于金融和其他领域改革尝试的教训。

- 一些重要的目标不可避免地搁置，如布雷顿森林会议中的贸易组织和20世纪70年代关于汇率的系统规则。即使最好的“新布雷顿森林”体系也将只能解决少数问题。不管被搁置目标是什么，都不可能在下一代实现——至少要等到下一次重大危机时才可能实现。

- 金融危机通常发生在其他可能更为严重、更引人注意的危机出现时。去年，世界经济遭遇了一系列问题，包括金融危机、粮食、能源和其他基本商品价格的大范围波动。长期来看，气候变化和许多发展中国家持续的极度贫困化正在使危机进一步迫近。如果关于国际金融法案的修改占据当前的议程，我们可能会失去寻找处理其他问题更好的解决方案的机会，或许一延误就是很多年。

- 决定哪些国家参与商讨，对何种问题需要完成、何种问题需要搁置，具有重大影响。只有金融市场的主要参与者——工业和新兴市场国家能够为金融体系制定出新的规则。但是，这些国家本身不能为商品贸易制定新规则，也不能独自应对气候变化或极端贫困。下一次布雷顿森林会议所包含的参与者越多，其成果就将越可能长远地造福于人类。

James M. Boughton 是IMF历史学家。



# 国内解决方案

中国能通过睦邻政策保持经济持续增长吗？

中国广州的一处建筑工地。

Leslie Lipschitz、Céline Rochon和Geneviève Verdier

正如大多数旅游者寻求冒险一样，经济学家和政治学家正对中国存有一种好奇心：这是一个巨大的、人口极其庞大的国度，有着多层面的古老文化与历史，而近几年来，中国已经完全融入到全球经济之中，其产出与出口的急剧增长对全球经济产生了巨大影响。而且，该国的政治力量之大，也足以影响到世界其他国家。即便在当前的全球经济危机之中，中国仍然保持了较强劲的增长势头，但是，就业水平的大幅下降正促使当局对其政策选择作出深刻反思。

IMF最近的一项研究（Lipschitz、Rochon和Verdier，2008年）试图用一个正式的增长模型来回答发展中国家经济增长进程中的一些普遍问题，以及在中国这一特例中与增长的驱动力有关的具体问题。

- 中国的赶超进程有何非同寻常之处？其大量的、不可忽略的未充分就业的劳动力是成就了还是抑制了它的经济业绩？

- 中国工业非同寻常的竞争力究竟反映了其基础结构特征还是重商主义以邻为壑的（至少在过去几年是如此）汇率政策？

- 为什么中国尽管国内储蓄率非常高，仍然能有稳定的外国直接投资流入？

## 过渡性的赶超型增长模型

在许多国家，产出（以及因此而来的收入）是由资本与劳动力在商品与劳务的生产中共同创造的。但是，产出的创造更多地依赖于令这些生产要素得以结合的制度与技术环境。对于许多国家来说，从计划经济向市场经济的转型使制度与技术环境发生改变，并

导致劳动力和资本的生产率稳定增长。这种生产率的增长使得资本回报率提高，鼓励了投资，并进而提高了劳动生产率，使得工资即使在将来也可保持稳定。于是就形成了一个制度完善、技术改进、回报率提高、投资增加、就业增长以及收入提高的内生性进程。显然，中国经济自1978年改革开放以来就属于这样一种发展模式。然而，这是一个转型的进程：在某一点上，制度与技术环境将力图达到发达经济体的水准，此时轻易取得增长收益的时代就会终结，而经济的增长率将会回归到与发达经济体更类似的水平上。

这种赶超进程的另一方面也很重要：农业经济中的劳动者将被吸引出来（由于农业生产力提高以及劳动力流动性增加）并投入到高增长的经济（通常是制造业）中。将这种劳动力“后备大军”投放到生产力高的就业岗位，是高增长的赶超进程的一个重要组成部分，尤其在人口众多而生产力较低的农业部门占比较大比重的国家。

就中国而言，其传统因素是与众不同的（见专栏）。中国长期以来增长率和投资率都非常高。尽管起初较低的资本与劳动力比率可能通常与较高的资本回报率和持续的投资有关，但通过举借外债与通过较高的国内储蓄，一样可以轻易地为这种投资筹措到资金。何况中国的国内储蓄率极其高——最近几年超过了国内投资的增幅。

## 营利主义战略？

对中国持批评态度的人（如Goldstein和Lardy，

2005年)认为,非常高的储蓄率反映出汇率被低估这使收入分布偏离于工资而趋向于利润,从而抑制了消费。中国对货币市场的干预肯定影响到了名义汇率,但不清楚的是,中国工业极大的竞争力是靠这种政策,还是靠其经济的基础结构特征得以维持的。

让我们对下面的推想实验作一考察。如果中国工业部门的工资是均衡的——即工人的工资是按照他们的边际产品的价值支付的,且政府使得人民币升值30%,实际工资确实会相应上涨(即名义工资因人民币产品价格而缩减了)吗?如果是这样,那么,当这种影响不能完全传导给买家时,可能最终必然会迫使就业急剧减少,并给实际工资带来下降的压力——除非能以某种方式使劳动生产力也同时提高。

另一种有关汇率低估的更微妙的论调出自于一种不均衡的状态,因而与应用正规模型得出的结论背道而驰。试想中国的起始状况,劳动者那时得到的报酬低于其边际产品的价值,而且当时存在着人民币币值实际高估的自然趋势——即根据汇率调整后的中国相应单位劳动力成本增加了——这种趋势是通过防止汇率高估的干预政策被人为放慢的。在这种情况下,汇率高估会加快形成新的可持续均衡,而汇率政策实施上的拖沓正在使一个不可避免的进程减慢——该进程可能还带有产生短期竞争优势的目标。诚然,顺着

这些思路而得出一个论点可能还要有最初不均衡的证据——最显而易见的是不断增加的通货膨胀压力——相佐证。

关于中国的争论大多数聚焦于作为中国增长战略之一部分的汇率政策问题。这些争论与其说热烈,倒不如说分量不足。原因是我们都力图更精确地使问题定形,而未能将起作用的基本力量涵盖进来。

## 关于中国的一个实际增长模型

我们曾构建了一个传统的真实新古典主义增长模型,用以反映中国经济的某些显著的特征,并用一些看上去能合理反映中国现状的数字作为参数。

- 中国经济的模型不会对它举借外债时的利率产生影响,但会影响到其工业产品在世界市场的价格。

- 生产所需要的国内和国外两种资本是生产的补充物。外国资本可以在全球市场上以固定利率获得。国内资本只能通过国内储蓄来得到。(由于能从境外获得的会讲熟练的中国话的技能型工人的可供量非常有限,如果有人认为国内资本就是人力资本,那他就会有敏锐的洞察力。)

- 模型聚焦于城市产业部门。但是,由于无论怎么看城市的工资都超过农村地区,农村地区大量富余劳动力都愿意移居到城市。移民的速度取决于劳动力流动的速度。

其中后两个特征推动着模型的建立。例如,如果具有累积的国内资本,就会提升劳动力和外国资本的回报率,促进移民、就业以及外国投资。由于外国资本的可获得性不受限制以及具有大量农村劳动力储备,国内资本就成为稀缺的要素;国内资本也赢得了丰厚的回报,并带来了高额的储蓄率。

我们通过不同的实验——生产力受到的冲击、外国需求以及利率——应用该模型来阐释这一机理。结果为我们提供了丰富的信息。在劳动力处于流动的状况下,来自农村地区的过多的劳动力会使工资以及实际利率的变动减轻。与工资和实际利率的提高相比较,外国需求的任何增加都更可能带来就业增加和外国投资的增长以及更高的储蓄(这是对稀缺的国内资本回报增长的一种回应)。因而,该模型似乎反映了中国当前历史的主要特征——高储蓄与大规模的外国直接投资,以及看起来会维持在非常有竞争力的低水平的工资。而且,这种特征出自于一种“真实”的模型——一种没有机会去影响名义汇率的模型。然而,该模型的解释范围是有限的:它不能对可能预示着失衡的其他发展趋势——例如外汇储备的大量积累——加以解释。

## 中国经济要点

经济增长、储蓄、投资和外国投资都很高。

- 直到2007年,中国10年的平均增长率达到9.6%,但在此次危机中,增长率将走低。

- 2007年的国民储蓄率达到54%,相比之下,其他样本新兴市场经济体的平均储蓄率为33%(这仍大大高于发达经济体的储蓄率)。

- 2007年的投资率为43%,其他新兴市场经济体的投资率平均为29%;发达国家的投资率则非常低。

- 中国的净外国直接投资从1990年的不到30亿美元增长到2007年的1200亿美元以上。

制造业的工资按国际标准衡量非常低,但相对于农村经济部门仍非常高。

- 尽管可靠的近期数据难以获得,但2002年的数据显示,中国制造业的工资只相当于美国工资水平的3%——而亚洲其他新兴经济体的工资水平则为美国的33%。

- 2007年,农村居民人均收入只及城市居民的30%。20世纪90年代后期以来,这个比率呈现下降趋势。

中国庞大的农村劳动力大军驱动着国内人员迁移。

- 中国农业部门储备的富余劳动力大军估计可能达2亿人之多(见Banister,2005年)。

- 国内人员迁移受到农村地区的大量富余劳动力以及城乡劳动力工资的巨大差异驱使。



该模型还为研究当前全球动荡对中国经济的影响提供了一个视角。这里主要考察的是用数字表示的中国劳动力市场的特征，因为它具有较高的弹性；这一特征与中国经济对出口型生产行业的依赖相结合，带来了根据外部需求对产业部门就业的冲击进行调整的负担。外国对中国货物需求的下降给贸易条件施加了下降的压力，迫使中国企业降低价格、压缩利润，并使产业部门工资降得更低。而更重要的是，在最近几年劳动力向产业部门的流动趋势如此显著的经济体中，制造业部门的就业也因此而大大减少，大量劳动力不得不返回农村。对于政府而言，抑制劳动力逆工业化的流动可能是政策上必须做的。

由于该模型出自新古典主义而不是凯恩斯主义，因此它没有从短期政策分析入手。尤其是对回应渗透在需求中的凯恩斯主义的恰当政策——即不会伤及价格竞争力的政策——的任何评价在一定程度上是推断得出的。但是，结果表明，如果中国政府要找一个恰当的时间来刺激内需和减少经济对外国需求的依赖，现在正当其时。刺激内需的政策——财政刺激是各种手段之一——也许是缓解制造业部门就业岗位丧失的唯一途径。

## 政策结论与告诫

模型的实验表明，对于结构性特征类似于中国的国家来说，或许可以在相当长的时期内保持工业部门相当低的工资、国内资本高回报和快速的出口引导型的增长的局面。但是，当基本特征发生变化时，危险就来临了，而政府当局或者仅仅由于惯性，或者由于国内利益集团的推动，会抵制去适应这种变化。在面

临新的不平衡（如价格和工资压力）时力图坚持低工资战略（在这种战略下，实际汇率被不适当地定值）

**“结果表明，如果中国政府要找一个恰当的时间来刺激内需和减少经济对外国需求的依赖，现在正当其时。”**

是一种危险的战略。它可能带来通货膨胀上升的风险，并使通货膨胀预期变得根深蒂固，从而使扭转通货膨胀的代价高昂。在国外需求朝不利的方向发展时，它还会使国家冒过于脆弱的风险。

在当前外部需求急剧下滑的情况下，中国刺激内需的政策可能是维持增长与就业的唯一途径——当然，中国是不受外部融资限制的极少数新兴市场经济体之一，这种限制会阻碍这类政策的施行。而且，中国积极的刺激需求政策可能是一种“睦邻”的战略，对全球需求和解决当前的全球危机都是一种贡献。

Leslie Lipschitz是基金学院院长，Céline Rochon是牛津大学赛德商学院讲师，Geneviève Verdier是基金学院的经济学家。

## 参考文献：

Banister, Judith, 2005, "Manufacturing Employment and Compensation in China" (Beijing: Javelin Investment Consulting Company).

Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy, 2005, "China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity," Working Paper 05-2 (Washington: Peterson Institute for International Economics).

Lipschitz, Leslie, Céline Rochon, and Geneviève Verdier, 2008, "A Real Model of Transitional Growth and Competitiveness in China," IMF Working Paper 08/99 (Washington: International Monetary Fund).

## 《中国公共财政：推动改革增长，构建和谐社会》

楼继伟、王水林 编

中国财政经济出版社，2009年3月出版，

ISBN：978-7-5095-1117-6，定价：40元

世界银行出版的新书《中国公共财政：推动改革增长，构建和谐社会》指出，中国在过去10年保持了9%左右的年增长率，使得贫困人口的比例从60%降低到目前的10%以下。但经济在快速增长的同时也增加了收入和基本服务机会的不平等，加大了对自然资源的压力。在“十一五”规划中，中国政府谋求解决这些问题，通过把重点从一味追求增长速度转变到更加平衡的经济和社会发展上，这要求加强公共财政。

本书包含公共财政和发展领域的国际顶尖专家、中国高级官员和政策实践者的贡献，探讨了中国公共财政的很多方面。本书作者为财政部原副部长、现任中国投资有限责任公司董事长楼继伟和世界银行高级经济学家王水林。



# 小步骤

## 精确地平衡小型经济体发展中的金融市场：以现实主义取胜

Mark Stone和Seiichi Shimizu

从理论上说，规模较小的经济体的金融市场应该具有提供重大利益的潜力，包括更有效的货币与财政政策、更高的风险转移能力、更多地为企业提供融资以及更深刻地融入到全球经济中。但是由于迄今为止的跨国研究都聚焦于发达国家和新兴市场经济体金融市场的发展，用于探究较小经济体金融市场发展的分析性基础原理较为鲜见。而且，较小经济体金融市场发展所需的政策一般都更具有国别特殊性，这是因为不同小经济体的国情有较大差异（见专栏）。

本文探讨分析上的差距，并为在小型经济体中发展“必要的”金融市场——外汇、货币、政府债券和股票市场——提出政策建议。这种市场之所以必要，是因为它们提供着最基本的金融服务。尽管我们知道所谓“放之四海而皆准”的方法并不适用于这些国家，本文还是概括出了小国发展金融市场可遵循的步骤和顺序。

### 浅层次的市场

与较大的经济体相比，小国的金融市场一般都比较小，所提供的服务范围也较窄。与新兴市场经济体相比较，小国的外汇市场交易量尤其小，其处理的远期交易（根据预先确定的汇率进行货币的远期买卖）还不及新兴市场经济体的50%。货币市场较薄弱，大多数都以隔夜银行同业现金交易为主。只有25%的小国拥有发达得足以与外国机构打交道的二级政府债券市场。拥有一个股票交易所的小国仅有40%，而这当中的许多交易所交易量小到对经济影响微乎其微。迄今为止的区域一体化在深化市场方面的成果良莠不齐。但也有正面的样板，一些小国（克罗地亚和约旦）就建立起了良好的市场，从中获得了种种好处。

为什么小国的金融市场得不到发展？许多小国所面对的内部障碍大多是其决策者也无法控制的。



斯威士兰姆巴巴纳股票交易所的职员在标记股票价格。

银行是市场发展的关键，因为它们是大多数金融市场中的主要玩家。但是，大多数小国的银行部门规模较小，没有竞争力：它们的银行部门中，平均只有六家甚至更少的银行占有重要地位。单一的实体经济也使它们转移风险的机会受限。由于经济规模较小，可能没有能力收回提供高质量的基础设施和成熟监管的成本。企业的数量少、规模小也是另外一个先天掣肘因素。

政策措施有助于克服阻碍市场发展的其他障碍。银行业部门过度的流动性使得所有银行都处于货币市场的卖方，并带来了美元化，这使本币金融交易的规模减少，而这个问题可通过在长期内实施适当的政策加以解决。对机构制度上的限制（例如金融市场中的参与者数量受限以及金融信息披露的不足）可以在中期得到缓和。市场的发展还会受制于管理当局直接控制下僵化的政策、政治意愿的缺乏以及可能不会从市场发展中获得实惠的利益集团。

### 何为较小的经济体？

本文所定义的较小经济体，是指那些GDP和人均GDP低于某一下限的国家。这一下限可以视为限制这些国家金融市场发展潜力的标志。对金融市场基本信息的一份评价指出，大多数GDP低于400亿美元和人均GDP不到10000美元这一下限的国家的金融市场相对都不发达，其中很多根本就没有金融市场。

较小经济体在全球GDP中占有2%的份额；总人口为9.6亿人，占世界总人口的15%。许多国家都属于较小经济体。一些较小的经济体也有发达的市场，它们或已跻身新兴市场国家的行列，或者有机会成为其中一员。处在这组国家另外一端的是36个较小的经济体，它们各自拥有不足100万的人口，使其难以实现经济规模。



## 什么措施起作用，什么不起作用？

小国如何才能从促进金融部门发展中受益？从单个国家的经历、跨国比较以及IMF和其他机构所做的调研中可以得到许多启发。

随着市场的深化，外汇市场发展的驱动力从中央银行和政府转变为市场参与者。在早期阶段，政府消除各种障碍，如取消外汇上缴要求和放松资本控制（乌干达）。下一步是引导中央银行进行角色转换，从对市场进行限制转变为支持市场，如前南斯拉夫马其顿共和国的做法。这就有必要相应减少中央银行对市场流动的直接控制，建立一个市场友好型的贸易机制，将造市的功能完全转交给市场，确定以市场为基础的外汇运营方式。最后一个阶段是市场驱动型的发展，政府部门的作用主要限于提供谨慎的支持（塞尔维亚）。

货币与政府债券市场应该一体化发展，原因是银行一般处于这些市场的主导地位，同一种基础设施通常能同时支持这两个市场，而且银行在货币与财政政策及其运行中都发挥着共同的作用。市场发展的初期阶段主要涉及银行同业存款，这一阶段的政策一般关注于政府采取的清障措施和银行业系统的发展，如在博茨瓦纳那样。一旦证券交易走上正轨，中央银行就能在政府和市场参与方的密切协作下，通过转向支持市场的货币运作方式（突尼斯），如回购协议，以及通过向市场支持的财政融资，如市场驱动的国库券拍卖（塞尔维亚），来推动市场的发展。市场竞争参与者本身在走上正轨的成熟市场上的领导作用与公共机构所发挥的作用一起，确保了系统的稳定性。

证券市场与其他必要的金融市场多少有些不同。在这个市场中，参与者本身发挥着更大的领导作用，而政府政策的覆盖范围更广一些。对于缺乏有活力的股票市场的小国来说，主要挑战在于建立公司融资的替代来源。随着市场发展起日常性交易，政策就应关注于机构制度和基础的公司治理，如克罗地亚、毛里求斯和肯尼亚。最终，随着各级政府机构信息提供的完善以及对市场稳定的推动，市场参与者本身就能在深化而活跃的二级市场的发展中起带头作用（牙买加、约旦和斯里兰卡）。

区域一体化通过缓解规模不经济，有潜力去解决某些市场发展的障碍，但是迄今的经验证据良莠参半。成功的一体化的广义先决条件似乎是区域经济与政治的联系、发达的一体化银行业部门、既有的本地市场以及对克服利益集团干扰的政治支持。区域一体化一般应成为本地市场的补充而不是取代

这种市场。大多数成功的区域一体化的例子是市场引导的，并涉及证券市场（如波罗的海各国）。当单个的市场参与者与市场一体化发生利益冲突时，政府干预能见成效。联合起一个已经实现必要的规模经济的既有区域市场，可能比试图使各国较小的市场实现一体化来得更有意义。

## 应汲取什么经验教训？

深刻的经验教训是，对于通常处于独特环境下的较小的经济体来说，市场发展政策应该较为现实且要量身定制。有效实施这些政策要分三步走。首先，必须判定建立更活跃的市场是切实可行的——即必须有足够数量的参与者在不断前行的基础上形成市场参与的双方。第二，必须相信在长期，市场切实发展的诸多好处胜过了公共部门为此付出的成本。对于许多小国而言，为市场发展付出的稀缺的政府资金和人力资源的机会成本可能较高。最后，必须把更活跃的金融市场对系统性金融稳定的任何潜在影响作为制定政策的因素加以充分考虑。

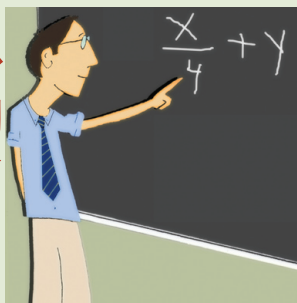
在发展潜力有限或者面临风险的情况下，金融市场有没有其他出路？将银行部门的能量充分释放出来会有助于弥补缺乏发达市场的不足。例如，银行可以发售货币与外汇产品，帮助企业管理其流动性。推动基于市场的银行贷款的政府政策也能弥补股本融资的短缺。富有的个人和具体的投资者小团体是企业融资的另一来源，可以通过政府政策来推动其发展。

最后，当前的金融动荡是否应该迫使人们对小国金融市场的作用加以反思？迄今为止，全球金融市场对运作的倚重通过金融联系给较小经济体带来的影响看上去还不太大，这主要是由于私人资本流量在这些国家所起的作用相对较小。而且，较小国家的金融机构没有购买有毒资产，而正是这些有毒资产造成了发达国家和许多新兴市场经济体目前的紧张状况。因此，在发达国家和新兴市场经济体中正在出现的问题似乎并没有改变较小经济体中发展金融市场的广泛趋势。较小的经济体能够更好地摆脱基础条件的拖累，探索将自己市场发展的潜力发挥到极致的道路。

Mark Stone是IMF货币与资本市场部副处长，Seiichi Shimizu是该部门高级经济学家。

---

本文根据《在较小经济体中发展必要的金融市场：传统因素与政策选择》编写。IMF不定期刊物第265号（华盛顿，2009年）。



# 什么是衰退？

Stijn Claessens和M. Ayhan Kose

一年多来，我们几乎没有一天不会听到有关美国、欧洲或者日本的可怕的经济消息。失业率上升、企业利润下降、金融市场动荡不定以及房地产部门垮台等等。有没有一个词汇来描述这种状况呢？有，就是“衰退”。

还在发展的全球经济危机与许多国家的经济衰退相伴而行。这种局面与历史的记录是相符的。在过去40年中，发达国家多次发生了同步的经济衰退——20世纪70年代中期、80年代初期、90年代初期以及21世纪之初。由于美国是世界最大的经济体，并与其他许多国家有着强有力的贸易与金融联系，这些全球同时发生的衰退现象许多是与美国的衰退同步的。

随着时间的推移，尽管美国的衰退变得较和缓了，但目前的衰退可能会改变这种趋势。已经长达16个月之久的衰退——并伴随着消费与投资的急剧下降——可能会成为20世纪30年代大萧条以来持续时间最长、影响最深远的一次衰退。

## 所谓衰退

对衰退没有官方定义，但有一种普遍的共识，即指经济活动在一段时期的下降。如果下降的时间非常短，也不能认为是衰退。在习惯上，大多数评论者和分析专家采用一国的实际（经通货膨胀调整的）GDP——该国生产的所有货物和服务的价值（见《金融与发展》2008年12月号“返归基础”）——连续两个季度下降来定义衰退。尽管这个定义是有用而又较硬性的尺度，它还是存在缺陷。仅仅关注于GDP过于狭隘，通常最好应该考虑采用范围更广的一套经济活动指标，从而确定一国是否确实遭遇了衰退。使用其他指标也能提供对经济状况的更及时的测量。

民营研究机构国家经济研究局（NBER）使用对

衰退的广义定义，并结合考虑了一些经济活动衡量指标，以确定发生衰退的日子，为美国衰退的起始与结束日编制了一个大事记。NBER商业周期定测委员会将衰退定义为“遍布于整个经济活动的急剧下降并持续数月以上，一般可从生产、就业、实际收入和其他指标中观察到。经济活动达到高峰时为衰退起始日，经济活动达到低谷时为衰退终结日。”与这个定义相一致，委员会关注于一套综合性指标——不仅包括GDP，而且包括就业、收入、销售以及工业生产——以分析经济活动的发展趋势。

尽管在衰退开始之前数月，经济疲软的信号就会显现出来，但确定一个国家是否真正走入衰退往往也要花费时日。例如，NBER委员会花了一年的时间才宣布美国此次衰退开始于2007年12月。这是可以理解的，因为确定这个日期的程序涉及到要在对许多变动因素（这些变动因素往往在最初宣布之后又会被修订）进行收集汇编和筛分过滤之后，再去确定在一个延长的时期内经济活动广泛地下降了。此外，不同的经济活动衡量指标可能展示给人们的是相互矛盾的经济行为，增加了甄别一国的经济活动是否确实遭遇广泛下降的难度。

## 为什么会发生衰退？

理解造成衰退的根源是经济研究中经久不衰的一个课题。发生衰退的原因多种多样。一些原因与用于生产商品和劳务的投入品价格的急剧变化有关。例如，石油价格暴涨可能是衰退即将来临的前兆。由于能源价格高昂推涨了总体物价水平，导致总需求的下降。衰退也可能由于一国决定通过实施紧缩的货币与财政政策来抑制通货膨胀而引发。过多地使用此类政策可能导致对货物与服务需求的下降，最终导致衰退。



有一些衰退，包括此次衰退，是由金融市场的问题引发的。资产价格暴涨以及信用快速扩张往往是与债务的迅速累积同时发生的。当企业和居民债务扩张过度，并面临偿债困难时，他们就会减少投资和消费，这反过来又会导致经济活动的减少。这种信用膨胀不会都在衰退中结束，而一旦信用膨胀结束，这种类型的衰退往往会比其他类型的衰退代价更高昂。衰退还可能导致外部需求的减少，特别是对于出口部门较为强大的国家。衰退对大国（如德国、日本和美国）的不利影响可以被这些国家的地区贸易伙伴迅速觉察到，尤其在全球同时发生衰退时。

由于衰退有许多潜在的诱因，对它们加以预测是一项挑战。与衰退有关的众多经济变量的行为模式——包括信贷量、资产价格以及失业率——都有文献记载，尽管它们可能是衰退的诱因，但也可能会是衰退的结果——或者用经济用语来说，是内生于衰退中。尽管经济学家使用大量变量来预测经济活动的未来行为方式，但没有人能够可靠地预测到是否正要发生一场大衰退。某些变量的改变——例如资产价格、失业率、特定利率以及消费者信心——似乎对于预测衰退很有用，但经济学家仍然不能精确地对衰退的大部分细节进行预测，而只能对衰退的持续时间和波及范围的严重程度作出预测（见《金融与发展》2008年9月号“图表释义”）。

## 衰退不多见，但代价高昂

在1960—2007年间，发达经济体发生了122次衰退。尽管这听起来吓人，但衰退并不是频繁发生的。的确，经历衰退的时间所占比例——在一个完整的样

本时期内，通过一国处于衰退的季度数所占百分比衡量——一般为10%左右。尽管每次衰退都具有不同的特点，但它们都表现出一些共同的特征：

- 一般持续时间约为一年，而且常常导致较大的产出代价。特别是，衰退通常与GDP下降2%相关联（见图）。在一些衰退的例子中，产出的代价一般接近5%。

- 消费的下降幅度往往都不大，但工业生产和投资比GDP下降的幅度更大。

- 衰退通常与国际贸易和出口的下降，尤其是进口在衰退时期的急剧下降同时发生。

- 由于对商品和劳务的总需求急剧下降，失业率几乎毫无例外地猛增，而通货膨胀率轻微下降。由于住房与股票价值受到侵蚀，衰退一般与金融市场的动荡相伴。

## 什么是萧条？

当前美国的衰退是该国1960年以来经历的第八次衰退。美国在这段时期所经历的衰退一般持续约11个月的时间，最长的（1973年和1981年）持续了16个月，最短的（1980年）持续了8个月。产出从高峰到低谷的下降幅度平均为1.7%，只有一次最严重的衰退（1973年）导致了稍高于3%的产出损失。尽管每次衰退中投资和工业生产都下降了，但只有三次衰退引起消费下降。

人们不禁会问，如何对衰退与萧条加以比较，尤其是与20世纪30年代的大萧条相比较？萧条没有一个正式的定义，但是大多数分析家认为，萧条是极其严重的衰退，其GDP的降幅超过10%。自1960年以来，在发达国家仅经历过少数几次短暂的萧条。最近的一次于20世纪90年代初发生在芬兰，官方记载的GDP下降了约14%。这次萧条与芬兰最大的贸易伙伴苏联的解体同时发生。在大萧条时期，美国经济在4年的时间内萎缩了约30%。尽管目前这次衰退看上去很严重，但迄今产出的代价还是大大低于大萧条时期。

Stijn Claessens是IMF研究部副主任，M. Ayhan Kose是该部高级经济学家。

建议进一步阅读：

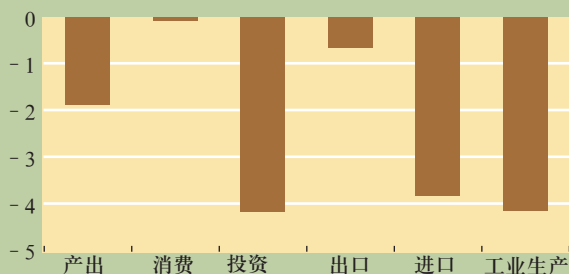
Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, “What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?” IMF Working Paper 08/274 (Washington: International Monetary Fund).

——, forthcoming, “American Recessions: Domestic and Global Implications” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

### 衰退的代价高昂

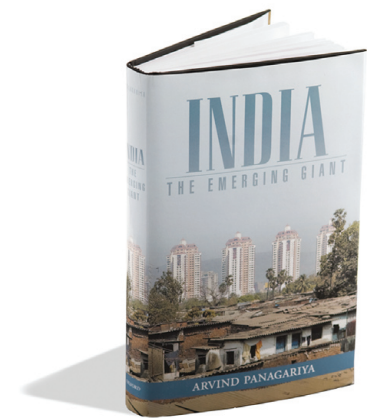
衰退以产出（实际GDP）、投资、进口和工业生产的实质性下降为特征，而通常消费的降幅较小。<sup>1</sup>

（百分比变化）



资料来源：Claessens、Kose和Terrones（2008）。  
<sup>1</sup>21个发达国家在1960—2007年间发生的122次衰退的平均值。

## 揭秘神话



Arvind Panagariya

### 印度：崛起的巨人

牛津大学出版社，牛津和纽约，2008年，545页，39.95美元（精装）。

Arvind Panagariya写出了一部可能是最全面的、通俗易懂而又切合当前实情的有关印度经济的著作。该书从一位领军的国际贸易经济学家的分析架构中获取了大量信息素材，并充分汇集了有用的真实世界的详细资料。它所囊括的内容范围广泛——但其中的不同要素都被分别链接成一个相互关联的整体。它是一部上乘的应用经济学的专著，但它也反映了印度的政治经济状况。本书给出了一个简洁的政策结论：Panagariya并不怯于抨击在他眼中那些其思想导致印度经济误入歧途的人，而且他使用了分析性论据与详尽的证据相结合的强有力的方法予以回击。最后，尽管本书完成于当前的全球经济危机之前，但它得出的基本结论依然与危机前一样令人信服。

这10年全球的“金发女孩经济”状况（Goldilocks global economy，结束于2007—2008年）是对“印度神话”的一种激励，与之相伴的是对印度最近经济业绩表面上的成就的错误判断。印度神话“书评”编辑Archana Kumar。

的贩卖者为印度经济描绘了一幅不可能实现的浮华画卷，这对于印度的现实毫无助益。

被一些商学院教授和学院派经济学家从学术声誉上所认可的印度神话的一个表象是，它提出了这样一个命题：与中国和其他亚洲工业化经济体那种基于比较优势的传统经济发展道路不同，印度探索出了另外一条成功的发展路径。该命题偏激地认为，印度增长的动力是其高端的服务业和目前的制造业部门，以及其全球化的、在全世界都有影响力的企业。更有甚者，Dani Rodrik和Arvind Subramanian将目前经济的成就部分地归功于过去为打基础而实行的统治性政策，而对于1991年后的市场化改革在带动经济业绩改善方面的作用则轻描淡写。

Panagariya正面抨击了这些论调。他强调指出，英迪拉·甘地灾难性的经济政策（从20世纪60年代中期到80年代初）阻碍了印度在劳动密集型经济活动中的比较优势的发挥，并使至今仍难消除的破坏性规章制度（不仅仅是有关劳动力市场的）处于牢固的地位。因而他更看好亲市场的改革，不仅仅是爆发于1991—1993年和1998—2004年的改革，还包括20世纪80年代后期的改革。

### 改革的差距

对印度的增长动力和无增长的停滞状态的解析也贯穿于全书的内容。尽管对基于信息技术的服务业和制造业所取得成就的吹嘘受到了欢迎，但如果把印度低工资、低技能、劳动力充沛这一事实比作汪洋大海，它们只不过是其中一个高工资的、资本或者技术密集的水滴。印度要增长，必须猛力搅拌这盆劳动力富集的水，然而实情则不是这样。农业停滞不前，经济的跛行不进展源自于极高的外部保护，甚至更多地源自于导致国内市场相互分割

的严厉的国内限制。非贸易性的、创造就业岗位潜力巨大的服务业部门也由于国内制约因素而变得功能残缺。基础服务部门（如银行、保险和房地产）也因外部保护而陷于困境。而至关重要的是，印度引人注目的发展差距正出现于制造业部门，因为国家和邦一级的各类政策都图谋靠劳动密集型产业生产的方式来维系。印度要摆脱贫穷，必须进行产业革命，对此，Panagariya立场鲜明。这就意味着要使农村赤贫的人民走到众多制造业中（起初）工资较低的工作岗位。这正是东亚的做法，而印度并没有这样做。

不过，对于印度这个“崛起的巨人”，Panagariya还是持乐观看法的。他相信，印度的市场化改革仍保持着前进的势头，而且这种改革还将扩大和深化，印度的经济业绩将更充分地发挥其潜力，使印度各阶层人民更广泛地得到实惠。

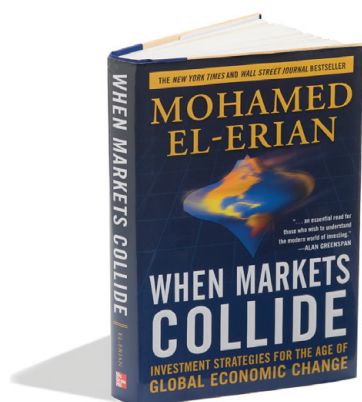
我很难完全接受这种乐观看法，原因有三。首先，全球“金发女孩经济”时代的终结已经暴露出印度改革的落后和增长基础的脆弱。其次，印度目前正在为政府自2004年以来在改革方面无所作为买单。第三，也是最重要的，由政治官僚精英所领导的印度政府仍未进行过改革。的确，国家和邦一级的政府机构目前的状况已变得很糟糕。据印度前部长、颇具影响力的时事评论员Arun Shourie称，印度民族的倒退犹如“被白蚁挖空”一样，这种局面与其由城市中私营部门专业人士所引领的前进步伐水火不容；前者会拖累后者走向倒退。这种状况现在依然存在。但结局是，迫切需要的市场改革不能再继续绕开政府本身的改革。从政治上说，这是一个难啃的骨头。

Razeen Sally

国际政治经济欧洲中心主任  
布鲁塞尔



## 我们何以走到 这般境地



Mohamed El-Erian

### 当市场发生碰撞时

全球经济变革时代的投资战略

麦格劳希尔出版社，纽约，2008年，304页，27.95美元（精装）。

这部及时的、信息含量丰富且具有较强可读性的著作将对全球经济和金融市场结构转型的大量分析与市场参与者和决策者的行动计划结合在一起。这种方法反映出作为PIMCO共同主席、哈佛管理公司前总裁，曾任IMF高级官员的作者极为丰厚的阅历。PIMCO操作着全球最大的债券基金的运作。

本书首先对异常和令人困惑的问题作了简洁的综述，使读者对转型的症状有一个简明的印象，这些症状包括著名的利率难题：即便在货币政策已经收紧的情况下，美国仍然在经历着长期利率的下降。本书探讨了这一症状的基本诱因——工业国和新兴市场国家间相互作用的重要性与传导渠道发生了剧烈变化，而且金融市场的业务也迅猛扩张了。这些因素反过来对应该如何评价市场发展、投资决策和政策回应有着极大的影响。

作者令人信服地阐述，我们不应该对异常现象和它们所暗含的信息视而不见，因为这些异常现象突

出了风险和收益格局的基本变化。本书为认识和理解异常现象与转折点提供了一个系统的框架，并解释了为何处在干扰声中时难以观察到它的迹象。作者援引行为科学准则和神经系统科学来解释为何我们一般没有能力将罕见的事件内在化，尽管它们有极大的影响。这种分析很好地阐释了凯恩斯的格言，即“放弃一种旧思想比树立一种新思想更加困难”。本书为从纷扰中甄别出异常现象的迹象指出了几个具体步骤。

El-Erian应用这个框架对全球体系普遍的重新调整进行了探讨：全球体系不再足以用来评价主要工业国的发展；新兴市场经济体的作用同样至关重要。而且，基本情况受到空前的跨境资本流动、数量激增的新产品与新工具、新的金融市场参与者以及诸如主权财富基金等新的资本汇集手段的影响。简而言之，全球经济活动的资金来源更加多样化，可投资基金更多。作者对诸如增长、贸易、价格形成以及可能对市场参与者所采用的方法产生影响的资本流量等主要变量的驱动因素的实际和预期变化进行了详细论述。

### 对投资者的纪律约束

作者对市场参与者应该如何使自己处于既能从经济上升中获利，又能对经济的下降加以管理的地位，如何设计出与前瞻性的现实相符，同时又能对资产组合加以保护的资产配置计划进行了考察。他用一个有条不紊的资产配置程序引导读者步步深入。他认为，必须确保投资者比过去任何时候都对风险管理更加负责，并论述了对一项投资组合对主要市场风险要素的敏感性加以经常性监督的必要性。（有一个关于限定继承权的风险和“帕斯卡之赌”及其对购买限定继承权

的影响的令人愉快的论述。

“帕斯卡之赌”认为一个事件具有诸多后果的可能性极小。）

至于政策，作者认为，转型削弱了传统方式和工具的有效性，侵蚀了传统产业的信息含义。这表明，必须改变传统的方法。他为多边机构，如IMF，提出了一个具体行动计划，该计划可以通过可持续的方式加强此类机构的作用。

鉴于正在进行的转型，以及“以不可思议的方式改变风险与收益的配置”的不确定性，本书提供了一个强有力的分析框架，以便为近来的和正在发生的盘根错节的发展描绘出一个进程。验证本书优缺点的证据是，它完成于2008年初，而且它的断言已被证实为完全正确。作者向人们提出了警告：空前的杠杆作用和放松管制有导致风险日益增加的危险。高杠杆作用和放松管制反过来表现为争攀高收益，并且犹如投资者和金融中介不可持续的行为所导致的结果那样，有导致严重的市场意外事件和资源错配的风险。尤其自雷曼公司破产之后，危机深化和蔓延的速度证实了本书所分析的各种关系，也证实了这样一种认识，即全球衰退的程度取决于银行部门和金融市场在近期内能在多大程度上得到稳定。本书还清楚地预期了在这样一种环境下决策者所面对的限制因素，以及可能发生的决策失误会带来什么样的综合影响。

简而言之，在当前这个前所未遇的时刻，我们有必要读一下这本书，以便了解我们目前的处境，我们何以走到这般境地，我们还会走向哪里。

Manmohan S. Kumar  
IMF财政事务部副主任



# 拉丁美洲的债务

较低的对外负债率帮助拉丁美洲更好地应对全球危机

在过去的五年中，很多国家的外债都在增加，特别是欧洲。但IMF与世界银行的数据显示，在拉丁美洲，其外债占GDP的比率有明显的下降。外债是指一国居民对非本国居民承担的负债。对于拉丁美洲的10个经济体来说，其外债占GDP的比率平均从2003年的59%下降到了2008年的32%。

但这并不意味着拉丁美洲没有受到此次危机的影响。和其他地区一样，拉丁美洲面临着很多挑战，但在全球资金紧张的环境下，降低对外负债率是推动该地区从目前的危机中复苏的因素之一。

**外债的组成。**在欧洲和亚洲，银行持有很大一部分的对外债务。2008年，在欧洲，银行持有54%的国外借款，亚洲有45%。相比之下，在拉丁美洲，银行债务所占比例相对较小（16%），政府以及非银行的私有和公共部门持有外债的比例都比欧洲和亚洲要高。

## 外债数据库

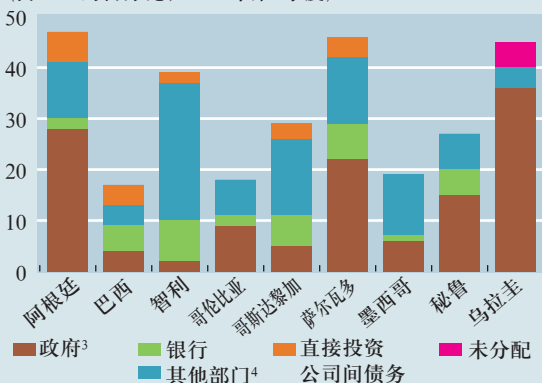
大部分数据来自季度外债统计（QEDS）数据库，并结合了IMF和世界银行2004年的数据，主要是那些签署了IMF的数据公布特殊标准（Special Data Dissemination Standard, 简称SDDS）的成员国。目前，QEDS数据库包含有58个SDDS成员国的详细外债数据（根据种类和期限，以及其他细目分类）。正在努力把QEDS的数据扩展至数据公布一般标准（General Data Dissemination Systems, 简称GDDS）的成员国。截至2009年2月，GDDS的40个成员国同意在不久的将来向QEDS数据库提供相关数据。可以登陆[www.worldbank.org/qeds](http://www.worldbank.org/qeds)获取QEDS数据库的数据。

拉丁美洲已经将其外债占GDP的比率从2003年的59%降至2008年的32%<sup>1</sup>

	债务总额 (百万美元)	债务占GDP的百分比	
	2008年9月	2008年9月	2003年12月
阿根廷 <sup>2</sup>	155,842	46	127
巴西	272,966	16	43
智利	68,459	38	58
哥伦比亚	45,525	18	48
哥斯达黎加	8,814	29	32
厄瓜多尔	17,752	32	59
萨尔瓦多	10,369	47	57
墨西哥	211,904	19	23
秘鲁	35,864	27	49
乌拉圭	12,494	44	98

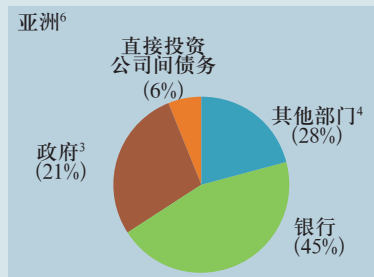
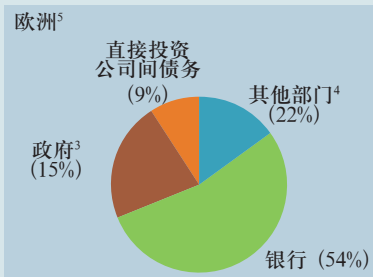
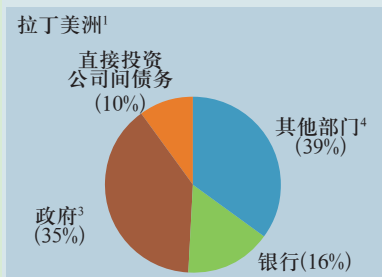
在拉丁美洲，大部分债务由政府和其他非银行机构所持有<sup>1</sup>

(占GDP的百分比，2008年第3季度)



在欧洲和亚洲，银行机构持有大部分债务

(外债总额的百分比，2008年第3季度)



资料来源：QEDS数据库，各国当局；IMF的《国际金融统计》；IMF的《世界经济展望》数据库。  
注：2008年GDP数据是基于《世界经济展望》的估计。

<sup>1</sup>仅涉及拉丁美洲加入SDDS的成员国（没有厄瓜多尔的部门细目分类数据）。  
<sup>2</sup>包括阿根廷在2005年的债务结构调整中未兑换的279亿美元的债务。  
<sup>3</sup>包括金融主管当局。

<sup>4</sup>包含非银行金融机构、非金融机构、居民，以及为居民服务的非盈利性机构。  
<sup>5</sup>此处，欧洲指35个加入SDDS的成员国。  
<sup>6</sup>此处，亚洲指10个加入SDDS的成员国。

该文由IMF统计部的Eduardo Valdivia-Velarde和Lily Seo撰写。



# 轻松订阅 《金融与发展》

如果您希望定期获得《金融与发展》以下5种版本中的一种——英文、阿拉伯文、中文、法文和西班牙文，可以通过以下方式订阅：

## 网络在线：

请登陆网站：[www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)

## 传真：

请将订单传真至：(202) 623-7201

## 电子邮件：

请发电子邮件至：[publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)

## 信函：

International Monetary Fund  
Publications Services  
PO Box 2245 Williston, VT 05495-2245 USA  
Telephone: (202) 623-7430

发展中国家的读者可以免费订阅《金融与发展》，  
发达国家的读者须支付20美元的邮费。



请完整填写以下信息：

请选择《金融与发展》的版本： <input type="checkbox"/> 英文 <input type="checkbox"/> 法文 <input type="checkbox"/> 西班牙文 <input type="checkbox"/> 阿拉伯文 <input type="checkbox"/> 中文	
全名：	地址：
工作单位：	
	城市：
电话：	州/省份：
传真：	邮编：
E-mail：	国家：

组织机构——请选择一项

<input type="checkbox"/> 政府	<input type="checkbox"/> 国际机构或者非政府组织
教育机构 <input type="checkbox"/> 教员 <input type="checkbox"/> 学生	<input type="checkbox"/> 媒体
<input type="checkbox"/> 其他 (请注明)	

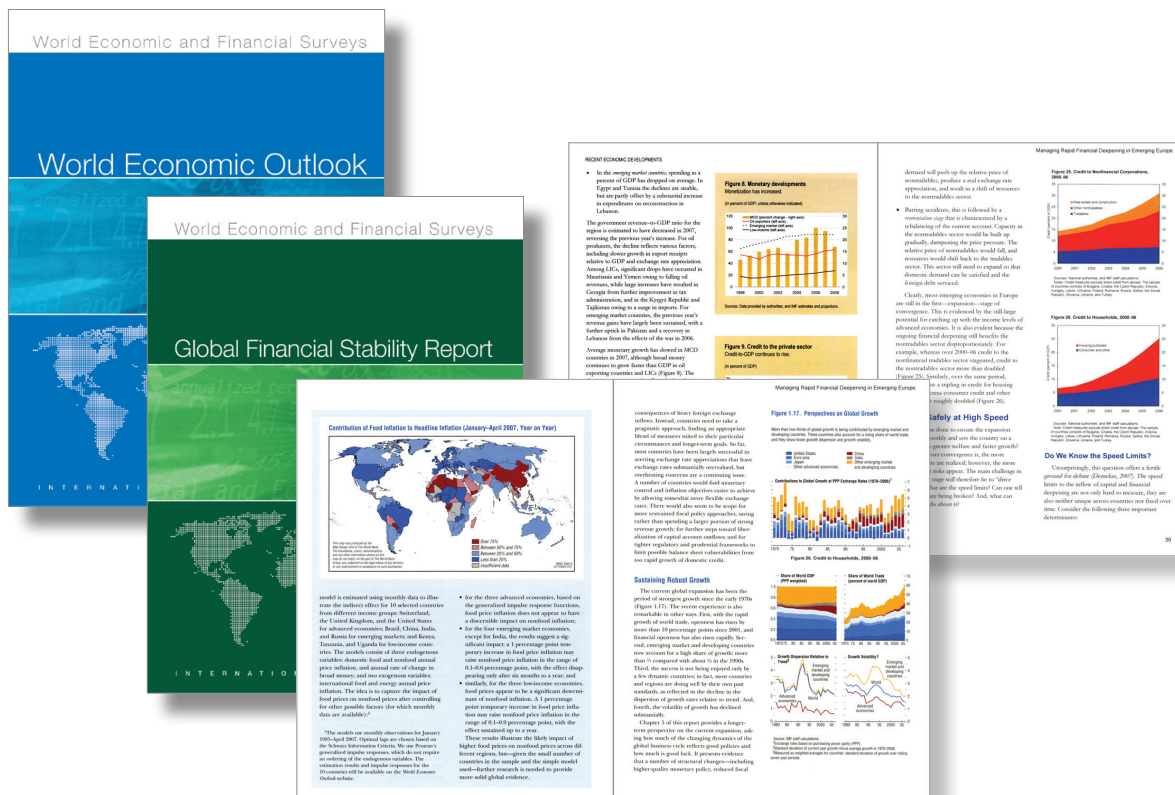
付费方式 (发展中国家的读者无须填写)

- ☐ 直接付费，确保支付给国际货币基金组织。  
☐ 信用卡付费：Visa/万事达/美国运通

卡号：\_\_\_\_\_ 到期时间：\_\_\_\_年 / \_\_\_\_月

签字：\_\_\_\_\_ 订购日期：\_\_\_\_\_

# 尽职调查



## PERSPICUOUS 分析错综复杂的因果关系

IMF的《世界经济展望》(WEO)和《全球金融稳定报告》(GFSR)  
全面评估了当前国际经济情况，  
并对中期经济情况进行了全球性的预测。

请登陆[www.imf.org/external/pubind.htm](http://www.imf.org/external/pubind.htm)阅读

《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》的部分内容。

订阅IMF的这些核心出版物，请登陆[www.imfbookstore.org/WEO](http://www.imfbookstore.org/WEO)和[www.imfbookstore.org/GFSR](http://www.imfbookstore.org/GFSR)，  
并在结账时使用优惠代码：FD0903。