



金融与发展

俄罗斯的
财富逆转

FINANCE and DEVELOPMENT

www.imf.org/fandd

2009年6月号

危机震撼 欧洲

未来面临艰难抉择

科利尔：《最底层的10亿人》
处于后危机时代的世界
奇异衍生品

Finance & Development, June 2009 - Chinese \$8.00



MFICA2009002

《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
James Rowe
Simon Willson
高级编辑

Maureen Burke
Glenn Gottselig
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

© 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
电话：(202)623-8300
传真：(202)623-6149
网址：<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



特 辑

危机震撼欧洲

- 8 处于经济危机压力下的欧洲
全球紧急危机正考验着欧盟的凝聚力
Marek Belka
- 12 光环褪去
许多中东欧国家感到难以适应新的经济形势
Martin Čihák和Srobona Mitra
- 15 两次危机的比较分析
俄罗斯仍然是资源依赖型经济体，必须以顺应市场的方式实现经济多样化
Erik Berglōf、Alexander Plekhanov和Alan Rousso
- 19 观点：欧元压力测试
那些试图放弃欧元的国家正面临重重阻碍
Barry Eichengreen
- 22 观点：欧元最美好的时光来临了吗？
对于那些幸运地加入欧元区这一高级俱乐部的国家来说，欧元已然成为一个安全港
Charles Wyplosz



本期还有

- 25 经济衰退无法控制
无论用何种方法来衡量，当前的全球经济衰退都是二战以来程度最深和最为同步的
M. Ayhan Kose, Prakash Loungani 和 Marco E. Terrones
- 29 为后危机时代的世界做准备
评估IMF在未来国际金融体系中的作用
John Lipsky
- 34 资产价格暴涨：如何才能对其进行最佳的控制？
并非所有资产价格暴涨的后果都是一样的——要根据资产是如何持有的，以及谁将遭受可能的泡沫破灭的影响来采用正确的应对政策
Giovanni Dell'Ariccia
- 37 完美风暴
奥利维尔·布兰查德对金融危机根本原因的分析
- 40 玩火
不少新兴市场国家的公司都签订了奇异衍生品合约，损失惨重
Randall Dodd



考验欧洲的时期

2007年中期开始的金融危机所引起的经济低迷已经发展成为全球性的、同步的经济衰退。严峻的金融形势、财富的缩水以及巨大的不确定性，使得各方面的需求都大幅下降。与世界其他地区一样，欧洲陷入了严重的衰退，并且其情况可能会变得更糟。

本期《金融与发展》重点关注危机对欧洲发达经济体和新兴经济体的严重影响。其原因有二：一是危机的全球化性质，其对金融部门和实体经济均造成了巨大冲击；二是欧洲紧密的区域和全球性的贸易联系，危机对其影响甚深。

IMF欧洲部主任Marek Belka在本期的重点文章中写道，除了满足应对危机管理的直接需求外，欧洲必须重新审视其框架（欧盟正是建立在此之上的），因为其中很多已经显露出缺陷或者已经缺失。而其中最为紧迫的是检查欧盟金融稳定框架。

危机也正考验着欧盟中东欧的新成员。但是在许

多方面，一个关键的欧盟制度证明了它们的信心——欧元。Charles Wyplosz和Barry Eichengreen都对这个共同货币的未来进行了讨论。

在本期内容中，IMF的经济学家们把眼前的这次衰退定位为二战后最严重的一次；IMF的第一副总裁John Lipsky研究了IMF在后危机时期的作用；Giovanni Dell'Ariccia对我们从如何对资产价格上涨进行控制，以防止其引起如此严重的浩劫中得到的经验教训进行了论述。此外，我们还与牛津大学经济学家保罗·科利尔探讨了如何在这场危机中对低收入经济体进行援助；同时，非洲开发银行行长Donald Kaberuka也撰文论述了非洲的政策决策者们应如何进行准备，以从全球经济复苏中受益。

Jeremy Clift
主编

- 43 融资新途径
当资金匮乏时，发展中国家可能尝试采取创新手段以增加资本
Suhas Ketkar和Dilip Ratha
- 46 是对冲，不是对赌
拉丁美洲的公司常采用新方法使自己免受汇率波动的影响。但其中也有少数公司利用这些方法进行投机——从而造成了巨大损失
Herman Kamil、Bennett W. Sutton和Chris Walker
- 48 拉丁美洲：何时实施财政刺激政策才是正确的？
全球经济危机期间，有些国家实施财政刺激政策是恰当的，但有些国家却没有明确的答案
Nicolás Eyzaguirre、Benedict Clements和Jorge Canales-Kriljenko
- 50 观点：论监管理念的有关问题
基于风险的监管试图激励创新、奖励正确的行为，但却助长了全球金融危机
S. Raihan Zamil

- 32 图表释义
未知疆域
当扩张性货币政策抗击危机
Koshy Mathai和Simon Willson
- 52 返归基础
什么是财政政策？
Mark Horton和Asmaa El-Ganainy
- 54 直言不讳
启动发动机
非洲决策者应该通过促进私营部门的发展，为全球的复苏做好准备
Donald Kaberuka
- 56 数字聚焦
云霄飞车
最近物价的猛涨与狂跌不是空前的，也不是绝后的
Thomas Helbling、Nese Erbil和Marina Rousset

其他内容

- 2 简讯
私立教育；IMF帮助保护最脆弱群体；算一算；IMF检查贷款工作；在海滩上；增长之路
- 4 经济学人物
仍旧是最底层的10亿人
Glenn Gottselig对保罗·科利尔的采访

摄影：封面，Alik Keplicz/Associated Press；第2页，Stephen Jaffe/IMF；第2页，Aftab Ahmed/PPI Photo/Newscom；第3页，Newscom；第3页，Hoang Dinh Nam/AFP/Newscom；第4页，Michael Spilotro/IMF；第8-9页，Ints Kalnins/Reuters/Newscom；第12-13页，Daniel Mihailescu/AFP/Getty Images；第15页，Denis Sinyakov/AFP/Getty Images；第19页，Image Source/Corbis；第23页，Piotr Malecki/Panos；第25页，George Hammerstein/Solus-Veer/Corbis；第29页，Peter Macdiarmid/Getty Images；第32页，Bettmann/Corbis；第32页，Newscom；第33页，Lance Nelson/Corbis；第33页，Alex Wong/Getty Images；第33页，Paul J. Richards/AFP/Getty Images；第34页，Kristoffer Tripplaar/Sipa Press/Newscom；第37页，Jim Reed/Corbis；第40页，John Gress/Corbis；第43页，David H. Wells/Corbis；第48-49页，Enzo & Paolo Ragazzini/Corbis；第50页，Reed Saxon/Associated Press；第54页，Yuri Gripas/Reuters/Newscom。

简讯

私立教育

世界银行一份题为《教育公私合作伙伴关系的作用和影响》的新报告称，越来越多的证据表明，与私营部门签订合同提供教育服务具有较多益处，包括具有更高的效率、可增加选择机会、提高入学率等。这一发现尤其适用于在传统教育体制下只能获得低水平教育服务的家庭。

该报告描绘了发展中国家更多地利用私营教育组织，如宗教组织、本地社区、公民社会组织（CSOs）、私营的营利机构和非营利学校，以改善教育服务的提供。研究发现，这样的合作在提高教育普及率、扩大公平、改善学生学习方面卓有成效。



全球经济危机开始以来，贫穷国家的教育系统面临着威胁，这促使世界银行今年将投向中、低收入国家教育的融资翻番，达到40多亿美元。

IMF帮助保护最脆弱群体

为抵御全球金融危机的负面影响，世界各国纷纷采取了经济调整措施。通过发展或加强社会安全网，IMF力求这些措施考虑到最脆弱群体的需求。

社会支出在尽可能的情况下都得以保留或增加。例如，巴基斯坦通过现金转移支付和定向电力补贴的形式增加支出以保护穷人。低收入国家大约1/3项目为社会支出和其他优先事项支出。

结构性改革被设计用于保护最脆弱群体。例如：在匈牙利，低收入者被排除在减少救济金之列。IMF正在与世界银行和其他捐助者紧密合作，以确定外部融资用于社会保障并促进社会安全网改革。



2009年大事记

6月25—26日，瑞士巴塞尔
国际清算银行第八次年度会议
6月22—24日，韩国首尔
世界银行发展经济学会年
7月8—10日，意大利拉奎拉
八国集团峰会
8月19—21日，美国怀俄明州杰克逊谷地
堪萨斯城联邦储备银行年度经济研讨会
9月10—12日，中国大连
世界经济论坛2009年新领军者年会
10月6—7日，土耳其伊斯坦布尔
IMF和世界银行年会
11月8—10日，印度新德里
世界经济论坛印度经济峰会
11月13—14日，美国华盛顿特区
IMF第10届雅克·波拉克研究年会
11月14—15日，新加坡
亚太经济合作组织经济年会

算一算

国际清算银行、欧洲中央银行和国际货币基金组织联合发布了《证券统计手册》的第一部分，其中包括债券问题。

该手册是第一本专门编制并公布证券统计数据的出版物。该手册的第一部分旨在帮助国家和国际

机构获得相关的、一致的和国际间可比较的证券统计数据，用于金融稳定性分析和货币政策制定。

该手册可能逐渐扩展到包括债务证券持有和其他种类证券的发行和持有。要下载该手册，请登陆 www.imf.org/external/np/sta/wgsd/index.htm。

IMF检查贷款工作

IMF已完成对其贷款的重要检查，以增强其防范和化解危机的能力。改革重新制定了IMF与其成员国合作的方式。

作为一揽子改革计划的一部分，IMF为发展良好的新兴市场经济体制定了新的信贷额度。一旦一个国家被批准加入IMF灵活信贷额度项目，资金拨付不分阶段进行，也没有先决条件。截至目前，哥伦比亚、墨西哥和波兰已获得累计780亿美元的信贷。

在IMF涉及的一些地区，参与金融活动被认为是耻辱的，因此IMF取消了过去阻碍与某些国家对

话以及阻止其他国家寻求金融援助的程序。新的贷款框架将重点放在国家结构性改革计划的根本目标上，而非根据特定的截止日期所需采取的特定行动。新的规则将适用于IMF所有的贷款项目，包括那些与低收入国家的项目。

在相关发展中，二十国集团（G20）4月达成协议，将IMF资源增加三倍，达到7500亿美元，对低收入国家的优惠贷款规模翻番。可贷资源的扩大以及贷款制度改革的实施，将使IMF在应对正在蔓延的全球危机方面发挥更大的作用。

在海滩上

在首届珊瑚金三角倡议峰会后，来自120个国家的环境专家于5月中旬在印度尼西亚再次聚首，召开了一个关于海岸和海洋资源管理的重要会议。

召开世界海洋大会，旨在关注保护海洋生态系



统健康的措施，以及其在调节全球气候变暖方面发挥的重要作用。

在峰会上，六个亚太国家（印度尼西亚、马来西亚、巴布亚新几内亚、菲律宾、所罗门群岛和东帝汶）签署协议，制订行动计划以确保海洋和海岸资源的可持续共享。

亚洲开发银行(ADB)副行长Lawrence Greenwood称：“世界海洋大会和珊瑚金三角倡议正在帮助该地区集体应对由于气候变化、不可持续的捕鱼方式和陆基污染对海洋和海岸资源所带来的威胁。亚洲开发银行大力支持这些努力”。

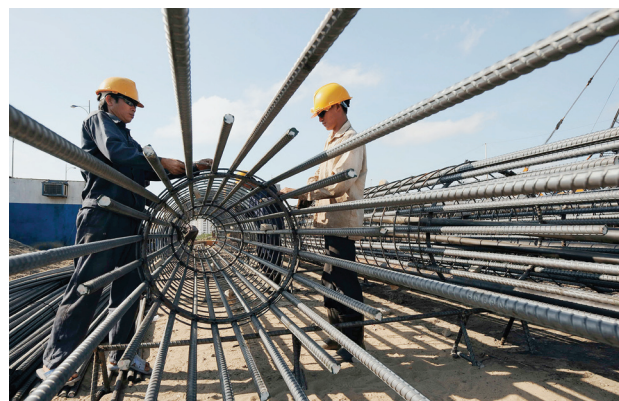
亚洲开发银行是动员各国和国际金融资源用于这一地区合作计划的主导机构，并为该计划提供技术和资金支持。

增长之路

世界银行已启动两项数十亿美元的基础设施投资倡议，以帮助发展中国家抵御全球金融和经济危机。

由国际金融公司（主要面向私营部门投资的世界银行集团的成员）建立的世界银行基础设施恢复和资产平台以及基础设施危机基金，将在未来三年启动超过550亿美元的资金，用于发展中国家的基础设施项目。

全球金融危机抑制了基础设施项目的投资，尤其是发展中国家。基础设施项目被普遍认为是创造就业岗位以及为未来生产和增长奠定基础的关键。基础设施作为减贫催化剂的作用已被联合国千年发展目标所



承认，千年发展目标提出在2015年前实现获得水资源供应和卫生设施的目标。

仍旧是 最底层的10亿人

Glenn Gottselig对牛津大学经济学家保罗·科利尔的采访

《金融与发展》（以下简称F&D）：在最近一次向IMF的经济学家所做的演讲中，您谈到了世界上最底层的10亿人口的宏观经济学。您认为各国共同面临的宏观经济挑战是什么？

科利尔：我认为从总体上讲，与中等收入国家相比，最底层的10亿人口的国家，低收入国家，不仅普遍地缺乏好的政策，而且它们面临着各不相同的问题。因此，在这些国家中的好政策与中等收入国家的好政策可能是不同的，而且人们还没有充分地认识到这个问题。让我们先看看低收入国家和中等收入国家之间的主要差异何在。这些差异将催生不同的战略和不同的应对措施。

最突出的差异是，低收入国家的资金严重匮乏。这意味着这些国家必须经历一个长期的高投资发展阶段。目前，非洲各国投资占GDP的平均比例不到20%，但如果它们要实现赶超，投资率需要达到30%。因此，非洲国家必须将投资率从不足20%提高到30%以上。这将是一个巨大的变化。

F&D：我们如何才能做到这一点？

科利尔：这就是说，我们应当将提高有效投资能力提到议事日程上来。我将之称为投资于投资的阶段。从某种意义上说，这既是宏观经济学的内容，同时也是微观经济学的内容。如果我

们只是说希望渺茫，因为低收入国家没有投资能力，那么这些国家将被归入我称为“波洛尼厄斯”经济学的范畴：“既无借款人，又无放贷者”。“波洛尼厄斯”经济学总是被人们嘲笑。从本质上讲，在《哈姆雷特》中莎士比亚将波洛尼厄斯描写成一个夸夸其谈的弄臣。对于低收入国家来说，既无借款人又无放贷者将是毁灭性的，因为这些国家可能永远无法通过融资将投资率提高到30%以上。

当然，在提高投资率和扩大借款的同时，我们并不希望再次出现债务危机，因此投资必须比现在做得更好。这就是投资于投资的战略，以培育进行富有成效的投资的能力。所以从某种意义上讲，IMF本身无法做到这一点。这主要属于微观经济议题，正因如此宏观经济问题取决于微观经济问题。IMF需要与专司微观经济议题的机构合作，这里主要是指世界银行。当然，从原理上看IMF也在这么做，但在实践中做得还不够。这两个机构需要继续努力，共同形成一个关于投资于投资的核心计划，即通过与有关国家政府合作，利用三年左右的时间果断地提高富有成效投资的能力。

尽管资金匮乏是低收入国家最突出的特征，但这并非唯一的区别性特征。通常来说，它们资源丰富，但需要提高储蓄和投资率。这些国家在开采资源的同时也正使本国的自然资源枯竭，而由于商品价格大幅波动，收入流变得极难预计。在这种环境下，低收入国家需要储蓄与投资战略，这正是其区别性特征。

消除绝对贫困——最底层的10亿人的唯一目标——有别于40年以来这10亿人以外的其他人的目标。我们必须专注于这一首要目标。这些国家必须进行赶超，这就是说，这些国家的发展速度必须快于其他发展中国家。因此，这些国家需要保持一定的投资率，至少要相当于成功的发展中国家的投资率。

低收入国家的第三个区别性特征是，追求新生活，让贫穷成为过去。一般来说，这些国家过去都是粗放管理，因此通常缺乏良好的声誉，对投资者来说更是如此。在这种情况下，低收入国家需要技术保障，我的意思是这些国家需要建立某种机制，预先承诺今后需要采取的措施，从而建立起国家的信誉。IMF的核心工作之一正是通过贷款计划中内在的条件提供此类技术保障。

最后一个区别性特征是，按公平与效率的标准衡

量，低收入国家实际执行公共支出的能力不足。因此，在低收入国家建立符合公平与效率的公共支出制度，应被列入IMF和世界银行的议事日程。

F&D：现在全球发达经济体的政府都将政府支出优先用于应对低迷的经济。在这种情况下，使援助资金继续流入发展中国家的重要意义何在？

科利尔：由于私人资金的转移规模正在减少，现在正是向最贫穷国家转移公共资金的时机。私人资金以两种方式进行转移，即外汇汇款和私人投资，但这两种私人资金的转移速度都在迅速下降。这次金融危机并不是由低收入国家造成的，但这些国家却受到严重的损害。这种情况很可能催生致力于发展的公共机构。回顾20世纪40年代，那时就出现了类似的情况：在欧洲战后重建中，私人资金无力承担此任，所以各国通过建立公共机构输入公共资金，从而实现了欧洲重建任务。而现在，那些穷国也需要援助和国际公共机构的努力。这正是眼下解决危机的正确方法。

F&D：近几个月来，作为世界主要国家政府的论坛，二十国集团（G20）发挥了更加显著的作用。您认为这有利于最贫穷国家的发展吗？

科利尔：非常有利。在过去的几十年中致力于解决国际问题的国家越来越多。60年前，所有的国际问题都由美国来解决，接下来，欧洲是由出现问题的地区转变为能解决问题的地区。现在，一个全新的国家集团开始参与解决国际问题，如巴西、中国、南非。我正在海地工作，在过去五年中，巴西维和部队的9000名士兵维持了该国的秩序与和平。巴西对西半球最贫穷的国家作出了巨大的贡献。

G20认识到，虽然姗姗来迟，但现实还是发生了令人欣慰的变化，从60年前的一国集团（G1）到八国集团（G8），再到现在的G20。这是值得庆贺的，同时这种国际制度架构没有得到及早的认可。

F&D：您认为，IMF在帮助低收入国家中应当发挥什么作用？

科利尔：低收入国家的好政策与发达国家的好政策是不一样的。G8好比是同温层的云，而低收入国家则是极低的云层。因此，天空中并没有我们大家都期望的所谓“稳健”模式，现实世界就是存在差异。

我认为IMF有三个不同的作用。第一，作为低收入国家的一个资金来源。第二，通过制定资金计划，为援助国提供一个承诺框架。第三点我认为IMF最重要的作用，即提供总体和协调框架，以协助低收入开发领域的许多不同参与者，包括各种机构和各国政府。

但我的基本看法是，宏观对策的正确性取决于其能否解决微观和制度性问题。在将微观和制度性条件视为给定的基础上，提出的所谓正确的宏观对策——IMF一直是这么做的——是经济发展的错误宏观对策。

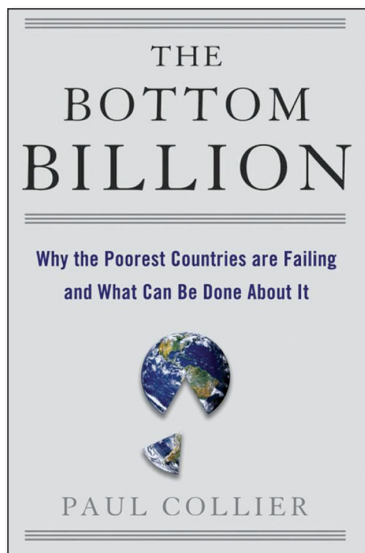
这就是说，IMF不能避开微观和制度性问题。显然，IMF不能包办一切，所以必须学习如何与其他机构一起努力。对策中应包括微观和制度性问题，以解决低收入问题。这需要联合团队，特别要与世界银行进行合作，来共同制定指导方针。

F&D：在提高公共部门投资水平和效率方面存在哪些障碍？

科利尔：一方面是确定投资项目，另一方面是投资项目的执行。我们知道低收入国家在确定投资项目方面做得非常糟糕。当然，确定项目时有一种经济方法，称为成本—效益分析法。但我常常怀疑这是否是一种切合实际的方法，是否还有更加有效的捷径。

由于对项目工程的成本—效益分析是在分散、零碎的基础上实行的，所以这并不总是一个令人称心如意的办法。眼下，我们研究低收入国家问题的主要目的是尝试使这些国家成为中等收入国家，而且我们试图尽快采取行动。因此，每次分析一个项目的零散做法，实际上无法在单个项目以外发挥整体作用。

例如，大型交通运输干线项目可以将非洲内陆与沿海地区更好地联系起来。在过去40年，这类交通运输干线项目并没有上马。为什么？因为如果我们采用成本—效益分析法，通常会否定这类项目。但即使我们想投资，这类项目也无法通过成本—效益测试。因为这种测试是在不同国家逐个进行的，经济体的所有其他所有问题都是作为已知条件。我认为更有意义的是尽快了解中等收入国家公共基础设施的主要特征——它们所经历过的就是低收入国家将要做的。因此，如果我们此时此刻还没有明智的公共投资计划，可能就需要这种捷径。



2007年首次出版，《最底层的10亿人》向开发与援助的传统观念挑战。

F&D：决定成败的因素是什么？

科利尔：我刚刚完成了对世界银行所有项目的数据分析，从成千上万个数据中我们可以观察成功与失败之间的区别。我特别分析了后冲突环境问题（post-conflict environments）。答案是，在决定成功与失败的区别时，监督是最重要的。

现在来看，不可否认的是，低收入国家正处于后冲突环境下。冲突发生后，私人部门已经在冲突期间从正常环境的所有领域中撤资。在冲突期间，国家受到掠夺，私人部门学会撤离，经济环境不再正常。作为后冲突重建工作的一部分，我们要劝说私人部门回到正常的

的社会结构中来。如果为了尽快增加收入而用高税收损害正常部门，将严重阻碍后冲突经济重建的基本进程。

在后冲突环境中，公共部门和私人部门都面临着一些共同的问题，而且低收入国家的一个主要问题是资本品的成本很高。资本品包括建筑部门制造的基础设施。在低投资率的低收入国家，建筑部门规模很小，因而后冲突现象再次成为极端的例子。在冲突期间，因为没有建设需求，建筑部门萎缩了。整个社会都在受到破坏。因此一旦冲突结束，建筑部门必然规模很小。但是，后冲突环境极其需要重新建设。因此，小规模的建筑部门无法满足巨大的重建需求，这样必然得到一条几乎垂直的建筑部门供给曲线。

这就是具有宏观含义的微观经济学，因为这意味着即使公共部门或私人部门花费了大量投资，我们还是没有购置多少资产，因为花费的资金都散落在垂直的供给曲线上。因此，低收入国家的政策重点是拉平建筑供给曲线。

F&D：您认为应该怎样办？

科利尔：还是要从宏观角度具体到微观角度，并以此来分析建筑部门的生产链。在这些国家的体制环境下，法律常常存在瓶颈，因此妨碍土地进入建筑市场。原材料进口方面也存在瓶颈，如水泥就是典型的例子。建筑技能方面同样存在瓶颈——我们需要最基本的建筑技能，这也意味着我们需要在培育此技能的教育能力方面进行投资。最后，我们还需要企业组织，即专业化的建筑公司。

典型的是，国内建筑部门不鼓励引进外国建筑公司，这造成了倒洗澡水时，连婴儿都一起泼出去的局面。因为这些经济体中的建筑部门可以产生大量的就业机会。在后冲突情况下，这是一个具有巨大价值的部门。用专业术语讲，在后冲突环境中，年轻人的影子工资（shadow wage）是负的。因此即使年轻人干不了什么活，也值得花钱雇佣他们。但实际上，我们可以在建筑部门高效地雇佣年轻人。

F&D：资源丰富的发展中国家应该怎么办？

科利尔：这可能是最近几个月来我研究得最多的一个问题。与面临自然资源消耗和价格危机问题的国家相比，资源丰富国家的情况有所不同。资源消耗、价格波动与资源丰富并存，但每个问题的含义却不同。自然资源消耗显然对储蓄有影响。因为如果耗光了某种资产，就需要创造一些抵补资产。也许不是一一对应的抵补，但肯定需要创造。这就意味着资源丰富国家的储蓄率要高于其他低收入国家。

我已建议典型的低收入国家的投资率应当达到国内生产总值的30%左右。对于消耗自然资源的低收入国家来说，投资率还应当更高一些。这些国家怎样才能提高储蓄率呢？不比挪威，低收入国家资本不充裕，工人人均资本不高。事实上，这些国家的工人人均资本在全球是最低的。因此很显然这些国家需要将储蓄转化为股本。我们需要投资于投资的阶段，这又回到我先前的观点。而对于资源丰富的低收入国家来说，投资于投资阶段显得更加重要。

现在我们谈谈如何应对价格波动问题。我们知道，标准的方法是提高储蓄的流动性。但是，我不得不讲我的研究结论：只能接受实体经济中的价格波动，而不是通过提高主权基金的流动性来试图平抑这种波动，除此之外，资源丰富的低收入国家别无选择。在这个问题上，我并不想走极端，因为这将完全消除流动性基金作用。但我的看法是，平抑波动的目标应当比稳定公共支出的实际操作更加谨慎。

如果我们同意公共支出将大幅增加，那么在公共支出中，是应该引导投资的增加，还是引导消费的增加？现代经济学教科书告诉我们，扩大公共消费是一个馊主意。这里有一个习惯形成的问题：一旦形成了习惯，如果减少公共消费，社会反响大，代价高昂。

然而，增加投资是不错的主意，因为你可以大幅增加投资，而且只是将很小一部分用于增加股本。这样可以稳定公共消费，从而也几乎是稳定了股本，而投资却大幅增加了。

现在，低收入国家仍然必须在不降低投资收益率的条件下增加投资。这将使投资于投资问题复杂化，

因为对于资源丰富国家来说，这意味着其必须具有调整投资率的能力。但请记住，这些国家将在较高的投资率上波动，如35%。从最极端的情况讲，其将在25%至45%间波动。这20个百分点的波动的危害性要小于-1%至19%的波动。

F&D：全球经济危机将如何对低收入国家产生不利的影响？

科利尔：其主要影响出现在公共部门，因为商品价格下跌将导致政府收入的相应下降。我的最新研究表明，相对于GDP的下降，商品价格下跌的刚性取决于原先的结构性政策。因此，这不仅仅是一个国家事后如何反应的问题——如果该国受到经济下行的冲击，其可以设计政策以减少商品价格下跌对宏观经济的不利影响。有效的微观政策是使公司能够自由地快速进入和快速退出。这就是我们利用世界银行全球运营调查数据库进行研究所得出的结论。公司进入和退出越自由的国家，商品价格下跌对GDP的影响就越小。

G20已经通过IMF进行了增资，我想这只是为了维持国际收支平衡。我认为为了维持国际收支平衡，各国应扩大财政赤字来直接支持公共部门。然后我们要考虑各部分的公共支出所带来的问题。

如果增加投资是最理想的政策，那么，正如我在前面提及的，这些国家都将面临投资减少所带来的冲击。遗憾的是，没有任何一个低收入国家的投资接近最理想的状态。极低的投资率使这些国家进退两难。从长期来看，通过减少公共投资应对危机的策略将完全使我们误入歧途。最近公共支出出现周期性的增加，看来在习惯形成之前，公共支出会再次减少。因此，在这些国家习惯于高水平的公共消费之前，其应当减少公共消费。而公共投资则应得到保护。

我认为在扩大财政赤字的同时，更加激进的政策是对公共支出的结构进行大幅度的调整，将消费支出转变为投资支出。这又回到了承诺问题。这些国家的可信度低，在此环境下削减投资的同时扩大财政赤字，很容易使人们理解为民粹主义的信号。正确的应对措施是在扩大财政赤字的同时，避免发出可能对经济不利的信号，而是发出刺激经济的信号，即政府将通过扩大投资、减少公共消费，为未来的发展提供保障。

最后一点是，负面冲击常常也是进行重大政策调整的机遇。危机就是机遇。我认为对于政府来说，必须抓住的重要机遇是采纳投资于投资的理念，运用有效措施提高投资能力。这次危机是政策调整的时机，我们应将政策的重点转向培育长期投资能力。■

保罗·科利尔是牛津大学经济学教授、非洲经济研究中心主任。Glenn Gottselig是《金融与发展》的记者。

处于经济危机 压力下的欧洲

全球经济危机正考验着欧盟的凝聚力

Marek Belka



全球经济危机使欧洲迈向“日趋紧密的联盟”的历史性进程遭受到严重挫折。多年来，在大欧洲计划的稳步推进下，欧盟吸纳了新的成员国，消除了民族隔阂，并且带来了更大的繁荣。这次危机是欧盟成立以来所面临的首次重大考验，暴露出了盛世掩盖下的结构性问题。尽管随着时间的推移，国家和地区的应对措施增强了协调性，但力度太小且行动太迟缓。欧洲的机构和决策者们能否应对危机，并且能否保持向“更多国家的欧洲”的方向前进？或者将导致“更少国家的欧洲”？抑或将导致“许多小欧洲”？欧洲各国在经济危机期间所做的抉择将决定欧洲在可预见未来的命运。尽管东欧和西欧面临不同的问题，但各国必须共同应对许多挑战，这一点至关重要。

在金融方面需要采取的措施

发达的欧洲正在经历二战以来最严重的经济衰退。决定性的和史无前例的政策措施有助于防止金融业彻底崩溃，并避免危机对产出造成更加严酷的后果。但是，欧洲的前景依然暗淡，且最终的复苏很可能是乏力而脆弱的。除了需要立即应对危机以外，欧洲必须重新审视其框架（欧盟正式建立在此之上的），因为其中很多方面已经显露出缺陷或者已经缺失。

当务之急是检查欧盟的金融稳定框架。对于避免未来危机的发生以及在危机产生时将代价降到最低而

言，这一点至关重要。尽管决策者们通常都迅速采取措施应对危机，但许多国家常常对类似的问题给出不同的解决方案，从而给其他国家造成了困难。

存款担保是这方面的一个例子。为了应对危机，许多国家提高了担保额度，其中一些国家政策比较谨慎，而另一些则决定提供无上限的担保。这种不正常的竞争影响了存款的配置，并且导致各国决策者之间关系紧张——然而最重要的是，其损害了公众对欧盟处理危机的信心。尽管为解决这些问题，欧盟作出了许多尝试，但这还远远不够。例如，存款保险协议规定了最低下限，却没有规定最高额度，而后者将有助于解决竞争带来的问题。

欧洲的监管框架已经滞后于金融市场一体化的发展。尽管当前的框架正逐步朝着“更多国家的欧洲”的方向演变，但其仍无法充分预见系统风险。为防止各国因为只考虑自身利益而导致欧洲的金融市场分裂，我们需要建立“更多国家的欧洲”，尤其是在监督与管理及分担支持跨境机构的成本的协定等方面。

从危机中得到的另一个教训是，急需建立全欧洲范围的审慎宏观监控机制，以避免繁荣和萧条的周期（其现在正对全球经济造成严重的伤害）。欧盟委员会最近提出的建议（基于IMF前总裁雅克·德·拉罗西埃尔提交的一份研究报告）将是实现这些目标的一个重要步骤，但最终欧洲还需做更多的工作。

更紧迫的任务是，在解决其他问题的同时，欧洲



拉脱维亚首都里加，一位女子经过商店橱窗。

金融体制需要在损失认定、隔断遗留问题资产、压力测试，以及调整尚存的金融机构的资本结构这些方面取得更迅捷更有效的协调进展。如果不采取这方面的措施使金融业恢复健康，欧洲各国政府和中央银行支持宏观经济的政策效果将受到影响。

受到威胁的欧元区

经济危机加剧了欧元区的紧张局势。在欧元区的16个成员国中，许多国家的经常项目和财政出现了大量赤字，同时其经济增长受阻、债务率高企。现在，这些国家融资更加困难，甚至面临恶劣的增长前景。在这种状况下，一些分析家开始质疑欧元区能否维持，而另一些分析家则呼吁各国增进“团结”，例如发行欧元区债券以促进国内融资或增强财政实力。这些问题既复杂又敏感，但如果其得不到解决，就可能产生巨大的破坏力。

促使经济复苏的结构性改革将缓解这些紧张状况，并且有助于欧洲应对由经济危机造成的日益增长的社会压力。根据欧盟《里斯本议程》有关提高竞争力的要求，欧洲在市场的开放和自由化方面已经取得了重大进展，这带动了生产力的提高，扩大了就业。但是，近几年这一前进步伐变缓慢了。尤其不幸的是，经济危机的爆发引起失业率上升和私人投资萎缩，从而威胁到了对未来的经济增长。若要振兴欧洲

经济，第二轮结构性改革势在必行。

经济危机有时会动摇政治家的决心，但经济危机也可能是战斗的号角，是破旧立新的机会。例如，1992年至1993年汇率机制（ERM）危机发生后，意大利进行了全面改革；20世纪70年代末，“令人不安的冬季”（“winter of discontent”，源自莎士比亚的《查理三世》，以萧瑟的寒冬比喻惨淡的境况。1978年冬英国工人大罢工，当时的报章把这次事件叫做the Winter of Discontent。——编者注）之后，英国进行了革新；20世纪80年代初，宏观经济下滑和全球能源供应危机后，爱尔兰和荷兰启动了结构性改革。

现在应当优先处理的是扩大仍受保护行业的竞争，使劳动力市场更加灵活；缩小签订永久劳动合同的受到良好保护的内部者与签订临时劳动合同的弱势外部者之间的差距。理论和实证研究都表明，如果同时进行这些改革，将得到最佳的效果：劳动者受益于更低的价格、公司受益于更低的成本、政府账户受益于更快的增长和更高的税收收入。

平衡预算

经济衰退的代价、应对衰退的财政刺激措施，以及政府对金融体系的支持，都凸显了巩固欧洲财政框架的必要性。尽管《稳定与发展公约》（其规定了预算赤字的最高限额）和各国的财政准则已促使财政状

况有所改善，但这仍然不够。欧元流通近10年以后，太多的国家远未保持平衡的预算和适度的债务水平，因此都陷入这场危机。要摆脱经济危机，财政赤字和债务占GDP的比率将上升到令人担忧的高水平。随着金融市场开始再次仔细考量财政绩效，潜在的增长预计将下降，且人口老龄化在加剧，因此欧洲的公共财政必须尽快、持久地进行改善，以便能够安然度过未来的经济危机。只有树立坚定的政治意愿并且进行财政框架的变革，欧洲才能真正实现这个目标。迈向这个目标的一个重要步骤是提高中期赤字和债务指标的约束力，并使宏观经济预测更加符合实际情况。

从繁荣到低迷

新兴的欧洲国家也深陷于经济危机之中。自从苏联解体以来，新兴欧洲地区发生了迅速的演变，并与发达的欧洲建立了更加紧密的金融和贸易关系。这促使该地区缩小了与发达的欧洲国家在经济和收入上的差距。但是，这种一体化也使其更加脆弱，特别是该地区严重依赖于资本流入（见图）。

欧盟新成员国具有获得低息融资的能力，即所谓的光环效应（见本期《光环褪去》一文），已经不复存在。依靠银行进行外部融资将保证更稳定的资金流入，这种观念早已过时。高通涨和经常项目高赤字的国家，或通过跨境贷款实现信用膨胀的国家，受到经济危机伤害的程度最深。经济复苏不仅依赖于这些国家所制定的正确的政策，而且依赖于欧洲其他国家的经济发展和所作出的选择。

从短期看，宏观经济政策应当反映欧洲的实际情况，即无论东欧还是西欧，整个欧洲越来越像是一个经济体。在分享统一市场好处的同时，欧洲各国也分

担相互影响的冲击，这些冲击通过贸易、金融市场、跨国银行等反馈环节对所有国家产生连锁反应。例如，通过外国银行总行风险敞口和潜在的汇率波动所导致的贸易下降等途径，新兴欧洲信贷市场的紧缩现在影响到发达的经济体。这不仅要求各国宏观经济政策的协调，还要求采取更加具体的措施，例如欧洲中央银行加强对新兴市场国家货币的支持（如货币互换协议），并且采取区域性更强的债务管理方法，以避免在主权债务市场上的过度集中。

定制化支持

一些国家的经济复苏可能晚一些，而另一些国家，特别是那些已经制定出合理的国内政策的国家，则会更早复苏，但其仍将处于全球经济继续衰退的风险中。IMF将密切参与这些地区的政策制定，与欧盟、其他多边的和区域性的合作伙伴共同合作，提供金融支持和政策建议。为满足该地区各国的不同需要，IMF采取以下定制化支持措施：

- 对受到危机打击最严重的国家，IMF将扩大金融支持，帮助其减轻财政调整和修复银行体系的代价。现在已获得IMF支持计划的国家包括白俄罗斯、匈牙利（见专栏）、拉脱维亚、罗马尼亚、塞尔维亚和乌克兰。

- 向“无辜的旁观者”提供保险。这些国家经济基本面是好的，但仍然处于受危机蔓延影响的风险中（如波兰）。

- 向不需要金融支持的国家提供政策建议。

经济危机给新兴欧洲留下了一系列令人烦恼的问题，其中一些是内部问题，但其他大部分问题是欧洲议程中没有解决的问题。受固定汇率或高额外债的

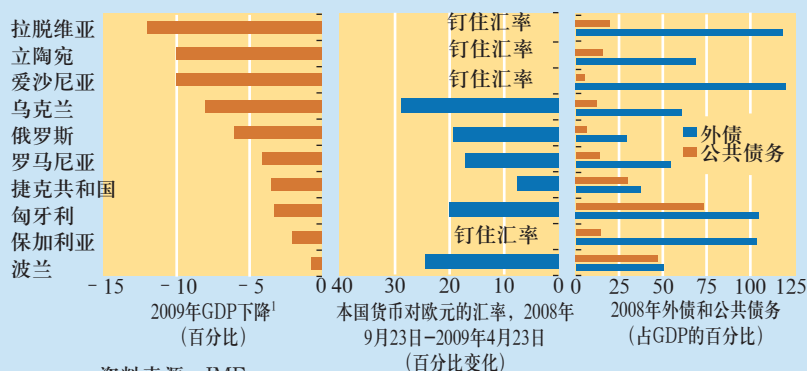
约束（抑者兼而有之），绝大多数国家必须小心谨慎，并控制赤字，限制货币政策的运用。与欧洲其他地方一样，金融部门需要做的事很多，在很多情况下还需要重新调整银行体系的资本结构。鉴于设在欧洲发达国家的母银行持有跨国银行的主要股份，新兴欧洲面临的资本结构调整问题显然比整个欧洲更为突出。要解决这个问题，欧洲必须重新修订其金融监管框架。

适应后危机世界

从长期来看，更基本的问题是新兴

变化图

中东欧国家受经济危机的影响极为不同。



兴欧洲的商业模式。与短期的危机应对措施同样重要的是，这些措施正在许多领域引发“退出问题”——从中央银行的流动性操作到政府对金融和实体部门提供的担保。

但最紧要的后危机问题也许是，在经过这么多年充足的资本流入之后，新兴欧洲将如何适应后危机世界的现实。大规模的资本流动使经常项目积累了大量赤字，并对财政政策和私人部门形成了预算软约束，这造成了许多国家不可持续的信贷增长。当然，外资迟早将再次被吸引到经济增长较快的地区，但与过去相比，资本流动量将减少。

适应这种新的现实绝非易事。这需要各国对宏观经济政策和结构性政策进行正确的组合，从而获得和保持国际金融市场的信任，并且保护欧洲新兴经济体的增长潜力。尽管有时是痛苦的，但这些国家的政府需要团结起来共同促进结构改革，包括采取措施改善商业环境；提高劳动力流动性；从非贸易性生产转化为贸易性生产，使国家经济实现多元化。对现有的和未来的欧盟成员国来说，这与欧盟实现劳动力、商品和服务市场的一体化以及使《里斯本议程》重新焕发活力紧密相关。新兴欧洲各国政府也需要加强财政账户，并与欧洲其他国家一起，对金融治理进行投资。

对欧元区准入标准的反思

有助于这个进程的一个途径是，重振似乎是经济危机牺牲品的欧洲框架：欧元区准入程序。像固定汇

率一样，不可能人人都赞同欧元。但是，制定加入欧元区清晰的路线图可以帮助政策稳健的国家过渡到后危机世界。无疑这并非易事。那些想加入欧元区的国家必须与目前的欧元区成员国、欧盟和欧洲中央银行紧密合作。

从更基础的层面来讲，我们要在东欧国家入盟的渴望与欧盟标准之间权衡。

如果欧盟现有的义务和目标不复存在，东欧国家可以选择不同的政策应对危机。例如，一些国家可能已决定对金融子公司和银行的分行加强监管。而具有灵活运用财政政策空间的另一些国家，可能已经颁布了更多反周期的财政刺激政策，就像大多数欧元区国家所做的那样。

更长期来看，或许存在这种情况，欧盟不但明确制定欧元区准入的路线图，而且重新修订加入欧元区的标准（过去这些标准考虑更多的是一组同质化程度很高的国家）。例如，有些观点认为，价格稳定标准应当有所区别：进行经济赶超式增长时，不可避免地会出现结构型通货膨胀，这应当受到鼓励；而由于实行宽松的宏观经济政策导致的通货膨胀，则不应当受到鼓励。其他人对汇率机制Ⅱ（ERM Ⅱ）成员资格的必要性提出质疑，他们认为对那些已经坚定地实行固定汇率机制的国家，这一点就更没必要（那些希望采用欧元的国家，必须先加入汇率机制两年而不引发经济紧张）。

当然，对于新兴欧洲的许多小型开放经济体而言，很难说在政策制定框架中必须要有这种差异。我们有充分的理由制定欧盟成员国必须遵守的章程和承担的义务。如果要进行修改，即使是临时性的修改，通常也要付出一定代价。尽管如此，讨论看来仍然是值得的，并且应尽快进行。

迈向更加强大的欧洲

如果现在作出正确的抉择，欧洲将变得更加强大。欧洲经济一体化已经取得了巨大的成功，现在这项成就可能面临风险。应对风险的关键在于如何处置危机，保住已经取得的发展成果，并且修补欧洲的架构和改革议程。面对这项挑战，我们需要进一步的协调合作和“更多国家的欧洲”。如果欧洲各国政府都取得了成功，该地区将出现更加强大的机构，以及更加充满生机与活力的经济体——不仅能够更好地面对今天的挑战，而且能够更好地面对未来的挑战。■

Marek Belka是IMF欧洲部主任。他于2001—2002年任波兰财政部长，2004—2005年任波兰总理。

面对危机：匈牙利

当2008年年末全球金融动荡加剧时，匈牙利是欧洲新兴经济体中最先求助于IMF的国家之一。在过去10年的大多数时间里，该国经常账户和财政出现大量赤字，导致外债和政府债务达到很高的水平。资本流入弥补了经常项目赤字，但刺激了信贷（这些信贷资金以外币为主）的快速增长。2008年10月，匈牙利政府的债务发行突然面临困境，各银行都争相获得外币融资，汇率因此大幅贬值。

在IMF、欧盟和世界银行的支持下，匈牙利制定了经济计划，旨在强化政府财政和保持金融稳定，以便为有效地和可持续地提高国民生活标准奠定基础。到目前为止，由于该国据此计划实施的宏观经济和财政政策，政府和外部融资已经稳定，从而避免了信贷严重萎缩对经济的影响。展望未来，继续推行稳健的政策为匈牙利提供了经受住当前困难的最佳机会。

光环褪去

许多中东欧国家现在感到难以适应新的经济形势

Martin Čihák 和 Srobona Mitra

新加入欧盟的中东欧国家曾经有过短暂的大好时光。当时，欧盟成员国加速推进经济和金融一体化，经济快速增长，资本大规模流入。这也创造出了一种“光环效应”（halo effect），尽管一些国家的问题在不断积累，但光环效应还是掩盖了这些国家借入外部资金时付出更多代价的问题。

但好景不长，欧盟新成员国经济的初步恢复受到了全球金融危机的影响，其中一些国家深陷危机。2007年全球金融危机爆发时，开始新兴欧洲国家看上去没有受到什么影响，因为这些国家没有直接持有美国次贷资产。但是，随着2008年危机的深化，中东欧一些国家出现了出口下降和资本停止流入问题，经济开始疲软。经济金融一体化曾经在经济繁荣时期帮助新兴欧洲国家追赶欧洲发达国家，然而不幸的是，在全球经济趋于恶化时，这却使这些国家的经济更加脆弱、更加容易受到冲击。

如今，欧盟的新成员国不仅必须克服当前的危机，而且还要巩固最近几年的收益。这些国家需要推行更加审慎的政策和更强有力的政策框架，尤其是在财政政策和金融监管方面，而且还必须在相当困难的全球经济环境中实施这些政策。有利之处是这些国家的经济具有灵活性，这可能有助于使它们比欧洲其他发达国家更快地进行调整。

加快追赶速度

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是在2004年加入欧盟的八个新成员国。这表明欧盟在人口（19%）和地域（22%）上的扩大，达到了其自成立以来的最大规模。但是，其相应的经济产值增加并不多（9%）。罗马尼亚和保加利亚是另外两个前苏联阵营国家，于2007年加入了欧盟。对所有这些国家来说，获得欧盟成员资格，是它们向市场经济转型过程中的重要里程碑。

经济一体化程度的提高和改革的成功，使这些欧



盟新成员国的经济快速增长，增幅比根据经济基本面所作的预期平均高出1%（见图1）。经济快速增长提高了欧盟新成员国经济总量占全球经济总量的比重。大规模地进入西方市场导致欧盟新成员国的出口快速增长，也改善了进入其国外市场进行融资的条件，有助于刺激其国内消费。

欧盟成员资格特别有利于斯洛文尼亚和斯洛伐克共和国。这两国经过努力，满足了《马斯特里赫特条约》的所有条款，从而加入欧元区。2007年1月，斯洛文尼亚成为第一个使用欧元的新成员国。在人均收入方面，该国是新成员国中最高的，达到了2006年欧盟人均收入的80%，与希腊持平，并超过了葡萄牙。斯洛伐克共和国于2009年1月加入欧元区，是最新的加入者，该国是新成员国中经济状况最上乘的国家，劳动生产率高，出口强劲，经济增长的后劲很足。现在斯洛伐克共和国、斯洛文尼亚和捷克共和国将被认为是发达国家，而不是新兴经济体。

笼中之虎

欧盟新成员国在经济稳定与改革方面取得的一定成绩以及被接纳加入欧盟，看起来都有助于加快利率的趋同，虽然其他有利的国际条件（低利率、流动性充裕、对新兴市场国家的投资者队伍不断扩大）也起到了作用。这刺激了外部资本以直接投资、银行贷款和投资组合的方式大规模流入新成员国。

如今在新兴欧洲银行体系中，外国所有者所持股份比例高于欧洲发达国家和世界其他地区的新兴市场国家。一些总部在欧洲发达国家的外国银行进入了新兴欧洲的金融市场，其主要方式是在那些新近私有化的银行中获得股份。目前，这些外国银行控制了新兴欧洲的大部分银行资产（见图2）。外资银行可以利用母公司提供的资本潜在地进入更大规模的资产池，这让欧洲地区的其他投资者们感到放心无虞。这种状况是否会延续下去，还有待于观察。

在资本流入银行的同时，信贷也快速增长，但增

长速度在新成员国之间有所不同。三个波罗的海国家的贷款增长率大大高于其他新成员国，后者中大多数的贷款增长率与其金融发展状况基本上是吻合的。贷款的快速增长也导致了新成员国实质性的金融深化。

引擎过热

但是，一体化程度的提高和大量资本流入也导致了新的脆弱性。在几个欧盟新成员国，资本流入带来了外债的高企和经常项目的过度赤字（见图3）。通货膨胀的加剧、经常项目赤字的扩大、房地产泡沫的膨胀以及贷款的快速增长，加大了人们对经济过热问题的担忧。在那些以欧元和其他外国货币（主要是瑞士法郎和日元）进行贸易和收回贷款的国家，因为经济过热将逐步形成货币错配问题，所以人们对资产负债表风险的担忧尤其显著。的确，在大多数欧盟新成员国，外币贷款的比重超过了西欧、拉丁美洲和东亚新兴市场国家的水平。货币错配加大了私人部门在汇率贬值方面的脆弱性，积聚了银行信贷风险。

金融一体化程度的提高还使新兴欧洲国家受到源自于其他地区风险的影响。这些国家已经大大加强了与其他地区的金融关系，与其他地区的金融关联度越紧密，经济减速的可能性也就越大。国际性银行的跨境敞口大部分来自欧洲发达国家，虽然这有助于增强金融机构的媒介作用，但这也催生了传播风险的新渠道。

不再特别

尽管不断增长的经常项目赤字和高水平的公共债务已经发出了预警信号，但市场还是低估了风险，而且继续持有中东欧国家的风险头寸。这集中反映在市场认为一个国家由于加入欧盟所以可能在危机中获得

援助。根据这种看法，反映国家风险程度的债券利差低于应有的利差——这就是著名的光环效应。的确，市场对欧盟新成员国主权资产的定价要比根据宏观经济标准预计的水平低大约50—100个基点。

全球金融危机爆发后，一切都发生了变化，不仅消除了光环效应，而且还充分暴露了新欧盟成员国之间的差异（见图4）。2008年早些时候，由于向发达国家出口的萎缩、资本流入的急剧下降，危机在整个新兴欧洲国家间迅速蔓延。所有主权借款人的融资成本都在飙升，融资渠道迅速减少。虽然那些更严格地遵守《马斯特里赫特条约》的国家的债券利差扩大得并不多，但它们也没有完全幸免于难。

这场危机使得人们进一步审视每个欧盟国家的外部不平衡和国内经济过热等问题。IMF在2009年5月发布的《地区经济展望：欧洲》中指出，那些高通胀、经常项目赤字和依靠银行资本流入的国家受到危机的打击最为严重。换句话说，对每个国家所受危机的初始影响而言，资本流入嘎然而止的风险至少与固守《马斯特里赫特条约》所面临的风险一样大。

骤然减速

金融危机已经导致所有新兴市场国家经济的骤然减速，欧洲新兴国家同样未能幸免。根据IMF 2009年春季发布的《世界经济展望》预测，2009年这些国家经济将萎缩近3%。由于宏观金融之间的关联性，欧盟新成员国的脆弱性变得更加严重：收入增长减速、利率和汇率不稳定、资产价格的修正对金融部门产生了反作用。为了应对危机，欧盟新成员国在货币政策、汇率政策、金融部门政策和财政政策等领域都转变了调控方向。

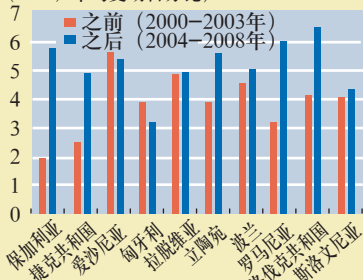
这些国家的货币正变得越来越脆弱，那些为了弥

图1

促进经济增长

取得欧盟成员国资格的中东欧国家经济增长迅猛。

(GDP, 年均变动百分比)



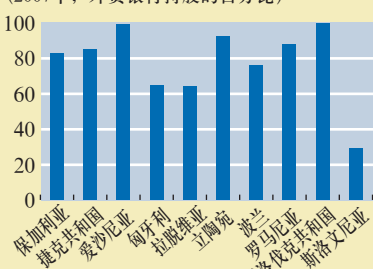
资料来源：Čihák与Fonteyne, 2009年。

图2

外资银行控股

西欧银行控制了中东欧银行体系的大部分股份。

(2007年, 外资银行持股的百分比)



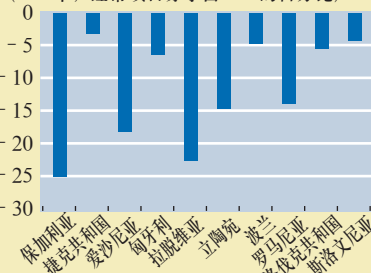
资料来源：欧洲复兴开发银行。

图3

巨大的不平衡

欧盟许多新成员国出现经常项目的巨额赤字。

(2007年, 经常项目赤字占GDP的百分比)

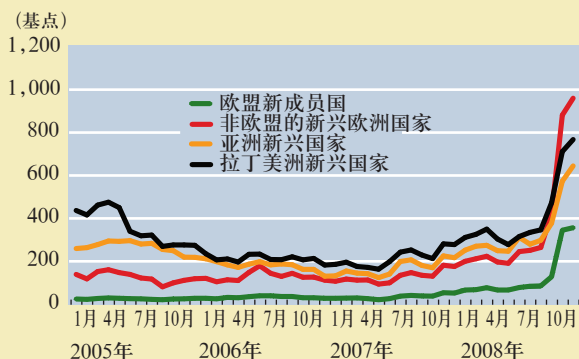


资料来源：IMF, 《世界经济展望》数据库。

图4

光环褪去

与其他地区的新兴市场国家相比，中东欧国家的主权债的利差已经开始上升。



资料来源：彭博资讯；IMF工作人员的计算。

注：新欧盟成员国和非欧盟新兴国家的利差以欧元计；其他国家的利差以美元计。

补预算赤字而借贷的政府发现，要么无法从金融市场借款，要么融资成本相当高。然而，欧盟成员资格使新兴欧洲国家具有一些便利，其在危机期间被证明大有裨益。其中一个为欧盟的国际收支平衡便利，它提供了一种安全的缓冲器；另一个是欧洲中央银行与少数新成员国家建立的回购协议制度安排。匈牙利、拉脱维亚和罗马尼亚已经向欧盟和IMF申请资金支持，波兰已被允许使用IMF的灵活信贷额度，这个新便利是为具有良好记录经济体设计的。

更强健、利差更分化

欧盟新成员国将通过危机变得更强健吗？在某些方面，这些国家的经济比欧洲发达国家的经济更加灵活，这可能使其更易进行调整。

危机导致各国逐渐重视稳健政策的实施，而对欧盟水准的政策框架的采纳似乎已经对稳健的宏观经济和结构性政策的实施起到了推动作用。在宏观经济政策方面，这种证据更强有力，因为《马斯特里赫特条约》和《稳定与增长公约》已经起到了锚定货币和财政政策的作用。

里斯本议程（欧盟关于促进增长和扩大就业的战略）看来也对新成员国产生了一些作用。欧盟中较小的成员国和财政状况较好的国家，在结构改革方面取得了更大的进展。与欧洲发达国家相比，新兴欧洲国家限制性就业保护政策较少、最低工资标准较低、集中的劳资集体谈判较少，而且失业津贴标准不高。

但是，欧盟新成员国家之间的收入差异突出表明，国内政策是经济表现最主要的驱动器。这场危机

已经放大了市场对各个国家之间差异的认知，而且导致其对每个国家的风险进行重新定价，这反映为各主权债券利差越来越分化。

关于新成员国金融健康状况的记录是复杂的。在全球危机的冲击下，迄今为止这些国家银行体系的表现还是不错的——没有出现系统性的破产倒闭，存款者也没有普遍丧失信心。但是，银行系统的前景正在受到挑战。由于本国货币贬值和经济合同违约率上升，贷款违约率必定上升。由于无法建立起应对危机的缓冲机制，银行将不得不削减信贷。当房价下跌和经济环境趋紧导致收入不足时，家庭无法从银行那里获得借款。平均占GDP 60%的家庭消费无疑必将因此受损。

新欧盟成员国应该采用什么政策来摆脱危机呢？银行部门是发生危机的中心，所以，银行是经济复苏的关键。

- 新政策应该包括支持信贷的措施，比如政府通过先收购尚有活力的银行股权进行资本结构调整。在外国投资者持有银行部门绝大部分股权的情况下，若缺少与外国母银行的监管机构的密切合作，进行资本结构调整的企图将一事无成。

- 在现行金融监管框架下，每个国家要在重大范围实施更有效的监管。例如，根据《巴塞尔协议II》的框架，政府对经营不佳的银行实行更严格的资本充足率的规定，并且对贷款损失采取更有远见的拨备政策。

- 欧盟新成员国必须维护各国在金融政策框架方面已经取得的进展，并通过与外资银行所在国的中央银行、监管机构和财政部进行更紧密的跨境合作，以巩固这些进展。

- 应该强化结构改革，以避免长期的劳动生产率 and 经济增长的下降。更强有力的政策制度最终会减少与加快金融一体化相关的脆弱性。

总的来看，新兴欧洲国家与发达欧洲国家之间必须进行紧密合作。这场危机为欧洲地区巩固政治、经济和金融方面的关系提供了一次机遇。尽管欧盟有力的政策框架可以为中东欧国家提供宝贵的支持，但是新兴欧洲国家能否从“大萧条”以来最严重的这场经济危机中尽快复苏，最终还要取决于这些国家所采用的政策。■

Martin Čihák为IMF欧洲部的高级经济学家，Srobona Mitra为该部门经济学家。

参考文献：

Čihák, Martin, and Wim Fonteyne, 2009, “Five Years After: European Union Membership and Macro-Financial Stability in the New Member States,” IMF Working Paper 09/68 (Washington: International Monetary Fund).

莫斯科克里姆林宫救世主塔。

两次危机的比较分析

Erik Berglöf、Alexander Plekhanov和Alan Rousso

俄罗斯财富的逆转十分惊人。就在2008年下半年全球经济危机猛烈冲击这个国家之前，俄罗斯似乎战无不胜。近10年来，俄罗斯取得了令人印象深刻的经济成就：审慎的宏观经济管理政策、财政和国际收支经常项目顺差、世界上第三大外汇储备国，以及中产阶级的不断壮大，这些都仅仅是该国取得的一部分成就。

但现在，俄罗斯的情景已经发生了戏剧性转变。2008年第4季度和2009年第1季度产出急剧下降，几家大银行濒临倒闭，主要工业集团正苦苦挣扎，加之失业率也在令人担忧地攀升，这使人们开始重新审视俄罗斯。更有甚者，俄罗斯将近1/3的储备——主要用于当卢布逐渐贬值时稳定其币值——已经蒸发掉了。

似曾相识

我们以前在哪听过这个故事？舆论

和经济绩效的双重转变，以及当前危机的其他几个特征，令人不禁回想起1998年的金融危机。从1995年到1998年年初，许多受人尊敬的西方分析家将俄罗斯描绘成在全球获得成功的典范。根据这些分析家的说法，由于第一个改革团队的早期努力，在鲍里斯·叶利钦总统和代总理叶戈尔·盖达尔的领导下，俄罗斯在不到五年的时间内已经变成了一个以市场为导向的民主国家。

在那之后（就像2008年这样），莫斯科给人一种新兴都市的感觉，年轻的专业人员云集于此，以图发财致富。俄罗斯的股票市场尽管规模小且流动性不足，但仍然是世界上业绩最好的市场之一。此外，中产阶级正在形成之中。当时人们认为俄罗斯是如此之大、如此之重要（并且有如此强大的核能力），以至于绝不会失败。因此1997年下半年到1998年年初亚洲金融危机在新兴市场国家蔓延时，舆论认为关于俄罗斯会受到

俄罗斯仍然是资源依赖型经济体，必须以顺应市场的方式实现经济多样化。

此影响的担忧是没有道理的。现在我们知道了故事的结局：1998年8月，俄罗斯出现违约、货币贬值和恐慌情绪。

从几乎正好相隔10年的这两次危机中，我们能够学到什么东西呢？自从受到上一次重大经济危机的冲击以来，俄罗斯在许多方面都取得进步。回首1998年的往事，我们可能得到的是一些慰藉，因为今天的俄罗斯比10年前更为强大。但某些担忧也是不无道理的：这次经济的复苏可能不像上次那样迅速和全面。

我们能够确定的结论是，俄罗斯所做的还不足以使自身不再发生危机，从很大程度上讲，这主要是指由于石油价格暴跌而造成的危机。俄罗斯仍然是资源依赖型经济体，其必须采取有意义的措施，从而以顺应市场的方式实现经济多样化。

石油依旧重要

这两次危机最初都是由于石油价格暴跌造成的，而石油价格是俄罗斯经济的关键外生变量。如何摆脱对石油、天然气和其他商品的依赖，实现经济多样化，仍然是俄罗斯面对的最主要的长期挑战。

在1998年危机之前，石油和天然气的出口几乎占俄罗斯出口收入的一半，正好是联邦政府收入的1/5。到2008年，石油和天然气在出口收入中所占的比例达到了68%，自然资源的收入正好是联邦政府收入的一半。原油精炼工业占总增加值的10%以上，其对GDP的实际贡献甚至更高，因为大约60%的工业生产集中在与之密切相关的部门，如石油精炼、化肥以及冶金工业部门。粗略的估算表明，自然资源及其相关产业在经济增加值中所占比重从1997年的约15%提高到2007年的20%左右。此外，自然资源的贸易，以及石油、天然气和矿产品的运输也是服务业增加值的重要组成部分。

与1998年相比，俄罗斯如今更加依赖于自然资源，那么其经济是如何受到石油价格冲击的影响呢？亚洲经济危机之后，乌拉尔石油的价格从1997年年初的每桶23美元下降到1998年6月中旬的不足9美元，下跌了60%以上。而当前的石油价格水平远远高于历史

“俄罗斯所做的还不足以使自身不再发生危机，从很大程度上讲，这主要是指由于石油价格暴跌而造成的危机。”

上的低价：按实际价格计算，几乎比1998年年中的油价高出3倍，相当于2005年初期的价格，那时俄罗斯的经济正以每年7%的速度增长，并积蓄着外汇储备（见图1）。但是从相对价格来看，这次价格的调整速度更快、幅度更大：乌拉尔石油的价格已从2008年8月每桶138美元下降到2009年前四个月的平均每桶44美元，几乎下跌了70%。

同样的问题

对于俄罗斯经济来说，石油的重要性是1998年和2008年两次经济危机中的一个共同主题。另一个相似之处是实体经济部门、金融部门和政府财政都受到了严重影响。不过，这三个部门的初始状况、三个部门之间的关系，以及导致1998年经济危机和2008年经济低迷的事件先后发生的顺序，却大相径庭。

实体经济。在1998年遭受危机冲击之前，俄罗斯就曾经历过一次经济衰退。虽然到1997年中期时，莫斯科的经济已经转为快速增长，但是据估计在1997年，79个地区中有43个的产值是下降的。相形之下，

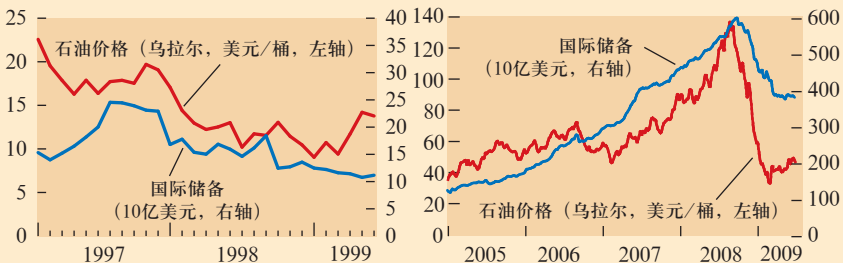
在过去十年间，俄罗斯经济出现了快速的、强劲的和各地区共同广泛的生长。2008年上半年，该国产值的年增长速度为8.2%，1999年至2008年经济增长了82%。许多人都认为俄罗斯经济过热了。

早在1998年8月信用违约冲击金融系统并引发卢布严重贬值之前，实体经济部门就出现了问题。虽然未能获得官方调整季节变动后的数据，但据粗略的计算，1998年前三个季度产值急剧

图1

资源依赖

俄罗斯的经济状况仍然与石油价格密切相关。



下降，尽管金融危机之后俄罗斯几乎立即迎来了强劲的复苏（见图2）。简而言之，石油价格的下跌对已经苦苦挣扎的实体经济不啻是雪上加霜，这令公共财政出现巨额赤字，只能通过发行利率极高的短期债券（GKO）临时弥补。国内外金融机构都大量地买进这种债券。俄罗斯短期债券市场的崩溃触发了本国的金融危机和卢布的急剧贬值。

1998年经济的低迷从实体部门逐渐扩散到公共财政，再扩散到银行系统。与此不同的是，2008年俄罗斯经济的这三个部门同时都受到了冲击。快速增长的实体部门受到了双重打击，即商品价格暴跌和全球对制造业产品需求的显著减少，后者包括对钢铁成品和半成品需求的锐减。银团贷款市场受到金融危机的冲击，致使某些私人部门借款者的外债的再融资面临极大挑战，而其他借款者甚至根本无法进行再融资。许多证券组合投资者迅速逃离俄罗斯（这种情况在新兴市场更为普遍），贸易融资开始断流。财政收入急剧下降：按年率折算，2008年1月至2月政府名义财政总收入下降了9%，扣除价格因素后，实际下降了将近20%。

政府财政。1998年在金融危机之前，俄罗斯的实体部门萎靡不振，而在危机之后，银行部门和政府财政几乎没有给予实体经济部门任何支持。1997年政府财政收入总额（包含预算外资金）仅占GDP的27%，其中联邦政府收入不足一半。因此，财政刺激措施的实施余地很有限。

到了2008年，政府在经济中的作用大幅提升。政府一般财政收入占GDP的比重达到39%，其中联邦政府收入的比重为58%。2004年，俄罗斯利用一部分国家石油收入建立了石油平准基金，之后又分拆为储备基金和国家财富基金。到2009年年初，该基金已经积累到2250亿美元（占GDP的17%），并且大部分对外公共债务已经偿还。尽管财政收入大幅下降，但与1998年相比，俄罗斯政府仍有更多的空间实施财政刺激政策。

金融部门。1998年，金融部门在大量投资于GKO的同时，对私人部门贷款总额仅占GDP的9%，贷款与存款比率为76%。那时几乎没有消费信贷，一年期以上的项目融资总额不足GDP的2.5%。在这样的环境下，银行系统的崩溃对实体部门的影响是有限的。如果有什么不同的话，那次金融危机促使银行再次改变了对企业和消费者的融资模式。

然而到了2008年年中，俄罗斯向私人部门提供的国内贷款已经占GDP的42%，其中约1/4贷给了消费者。贷款与存款的比率达到150%左右，大部分的贷款资金源自于银行的外部融资（截至2008年9月底，为2000亿美元），其主要方式是来自外国母银行的银团

贷款或信用额度。大公司也积极进入国际金融市场，公司外债累积为3000亿美元左右。

在2000年年底至2008年第3季度期间，俄罗斯各银行贷款的年均增长速度超过了50%，这几乎与乌克兰贷款增速一样（该国私人部门贷款占GDP的比率已达63%，银行系统正面临严重困难）。从这个意义上说，俄罗斯尚算适度的贷款占GDP的比率多少会给人造成误解，因为其反映了名义GDP出现的前所未有的高增长，1999年到2008年，随着商品价格的快速上涨，俄罗斯按美元计算的GDP增加了8倍。

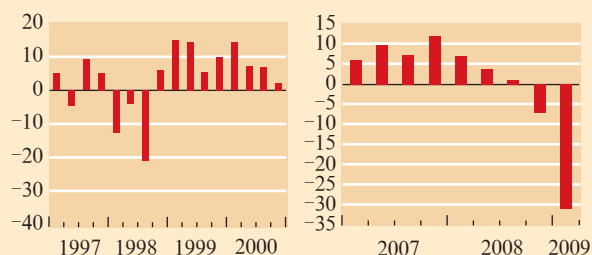
对银行和监管机构来说，贷款的高增长率使其难以确保适当的风险管理模式和程序真正发挥作用。俄罗斯央行的流动性支持可以暂时使银行延缓问题贷款的还款期，但银行基础资产的质量最终将取决于实体经济的状况。因此，很有必要为银行系统的结构改革和资本构成调整制定应急计划。

图2

危机剖析

俄罗斯经济在1999年迅速复苏。2009年是否也会如此，尚有待观察。

（季度GDP增长率，已剔除季节因素，折算为按年度计算的百分数）



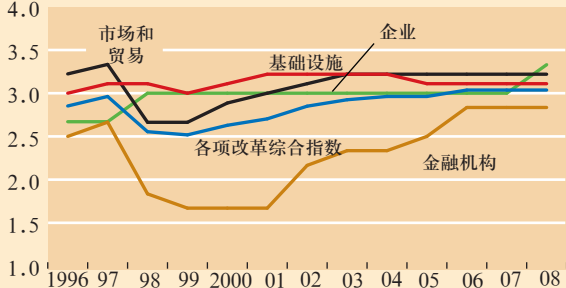
资料来源：俄罗斯联邦国家统计局；俄罗斯政府；欧洲复兴开发银行的估计。

图3

经济转型

1998年危机之后，某些改革的力度逐渐下降。

（转型指数，1996—2008年，最小值=1，最大值=4.33）



资料来源：欧洲复兴开发银行转型指数。

注：欧洲复兴开发银行跟踪研究转型国家几个领域的改革（企业结构改革、市场和贸易、基础设施和金融机构）并将各项改革指数的等级分为1至4+，数值越高表示改革越深入。

到目前为止，支撑如今日益庞大的银行系统的努力主要集中于提供急需的流动性，因为银行已经感到无法从国际市场获得融资。此外，2008年9月，很多银行（特别是中等规模和地区银行）都面临个人储户和

“与10年以前的情况不同，俄罗斯政府现在有充足的资金来实施大规模刺激需求的财政政策，并对那些受危机严重冲击的人们提供定向的社会性转移支付。”

公司客户迅速提取存款的问题。对此，政府当局采取的措施是扩大存款保险范围，并通过提供抵押贷款和非抵押贷款大规模地向银行注入流动性。

从积极的方面来看，俄罗斯在以外币标价的债务方面未出现太大问题。其只有25%的国内公司贷款和1/9左右的消费贷款是用外币标价的，比其他大多数欧洲新兴市场要少很多。这与1998年7月的情形大不相同，当时俄罗斯债务美元化的比率高达42%。

因此，最近卢布的贬值并没有立即对中型公司的资产负债表和银行贷款的质量产生剧烈的负面影响。但与此同时，日趋严重经济衰退和过快增长的银行系统预示着今后的不良贷款发生率将可能迅速上升。

不同时期，不同的应对之策

不同的情形在某种程度上说明了1998年与2008年的另一个重要差别：应对政策。1998年，俄罗斯不仅缺乏应对危机的资源，可能还缺乏相应的政治意愿。实际上，最重要的是当时政府没有采取某些措施。确切地说，面对实行宽松的货币政策以摆脱金融危机的要求，政府不为所动。俄政府和中央银行行长Viktor Gerashchenko（这有些令人意外）顶住了来自许多利益相关方要求印发货币的压力，而实体经济很快就复苏了。

而这次金融危机则有着本质的不同，它是源自俄罗斯以外，而且俄罗斯政府掌握了更多的资源。因此，俄罗斯政府应对危机所采取的财政政策和金融政策也更为有力。

俄罗斯2009年预算修正案提出了大量的财政刺激措施，2009年的联邦预算赤字占GDP的比重预计将高达8%，2010年预计为5%—6%。赤字主要由积累的财政储备来弥补。附加的可自由支配的支出占GDP的4.1%，分别为：扩大需求方面的一揽子计划（主要是

增加社会支出）占GDP的2%左右；增加供给方面的一揽子计划（由对具体企业和产业的定向扶持支出组成）占GDP的1.3%；支持银行的一揽子支出计划占GDP的0.8%左右。

1998年的金融危机导致许多结构性改革出现倒退——主要发生在金融部门，但也出现在自由市场、贸易一体化、企业私有化和结构性改革等方面（见图3）。但同样引发争议的是，那次金融危机也催生了许多重要的中期结构性改革，包括电力部门的结构改革、税制改革、存款保险制度的引入和养老金改革。

现在就评价当前危机对改革议程将产生何种影响还为时尚早。失业率的急速上升（估计2009年2月为9.5%）、收入的下降、通货膨胀的高企（年度通胀率达13%）、制造业产品需求的疲软，以及基础设施短期需求的减缓，都可能引发政府采取行政措施，如价格管制、关税调控、贸易壁垒，以及对受困企业的定向补贴。从政治层面来说，其中某些措施是非常具有诱惑力的。有些措施已经在小范围内试行，例如俄罗斯最近提高了二手车的进口关税。

危机将如何彻底终结？

鉴于俄罗斯在工业部门和基础设施方面所需的大量投资，与1998年一样，其从当前危机中恢复的速度将取决于外部因素，最主要是全球经济复苏的速度、石油价格的变动趋势，以及国际市场上的融资成本。

但由于俄罗斯政府的作用日益突出，且其金融系统与实体经济之间的联系也已大大增强，因此相较1998年，该国的复苏速度将更加取决于其采取的应对政策。

与10年前的情况不同，俄罗斯政府现在有充足的资金来实施大规模刺激需求的财政政策，并对那些受危机严重冲击的人们提供定向的社会性转移支付。不过，如何以积极的方式分配公共支出，从而在刺激总需求的同时又不产生新的瓶颈，这对俄罗斯而言仍是一个挑战。值得特别关注的是，该国政府管理大型基础设施项目的能力仍然有限。与20世纪90年代相比，如今俄罗斯的金融部门在经济中发挥着更为重要的作用，银行系统的崩溃对实体经济造成损害的潜在代价会非常高昂，错误的财政政策的代价也可能同样不菲。今后几个月，俄罗斯政府必须很小心地应对危机。■

Erik Berglöf是欧洲复兴开发银行首席经济学家，Alan Rousso是该行战略与分析部主任，Alexander Plekhanov是该行经济学家。

欧元压力测试

那些试图放弃欧元的国家正面临重重阻碍

Barry Eichengreen

如果眼下的信用危机是这80年来世界经济遭遇的最严重的经济冲击，那么它也肯定是欧元区成立10年以来面临的最严峻的考验。而这正是早期对欧元持怀疑态度的人所警告的，同时也是最优货币区理论着重指出的“非对称冲击”。

尽管现在住房价格在欧元区普遍下跌，但其中某些国家的降幅要比另一些国家更显著（见图1）。尽管危机意味着整个欧元区的银行都蒙受巨大损失（通常来自那些与住房有关的相同的投资），但某些国家所遭受的损失要比其他国家更严重。危机导致整个欧元区的失业上升，但相较其他国家，某些国家的失业率更高。其结果是，某些欧元区国家遭遇比其他国家更高的（实际或潜在的）通缩压力。一些欧元区国家同样受到更大的公共财政压力，各国主权债券和与之相关的信用违约互换的利差的扩大印证了这一点（见图2）。

在这种情况下，不同的欧元区国家大概会偏好于不同的货币政策回应。但欧元区成员国必须接受一刀切的政策，这是货币联盟的内在属性决定的。这种紧张关系已激发起人们重新开始1999年之前的争论，即组建欧洲货币联盟是否是个好主意？而这也引发了人们讨论和思索一个或多个欧元区国家或许会在当下选择放弃欧元的可能性。本文权衡了这种举动的影响，发现尽管其存在风险、代价高昂且难于处理，但这种变化并非不可能出现。

面临诱惑

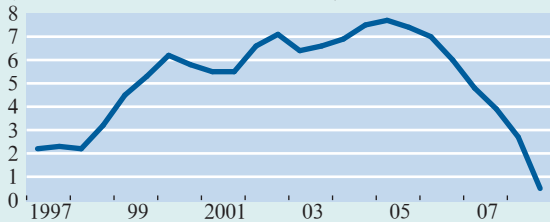
2008年4月以来，在线预测市场Intrade提供了一份交易合同：截至2010年12月31日，如果有任何一个

图1

错误的邻居

尽管现在住房价格在欧元区普遍下跌，但其中某些国家的降幅比另一些国家要显著。

（欧元区住宅房地产价格，年百分比变化）



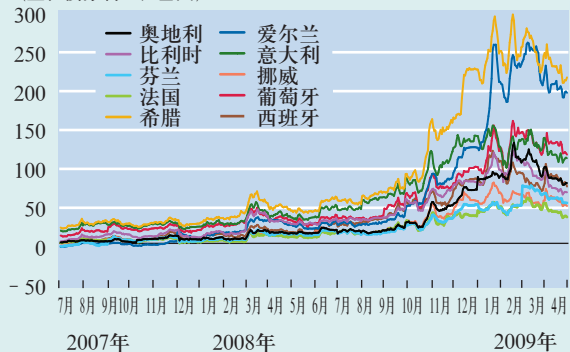
资料来源：欧洲中央银行基于半年期国家数据的计算。
注：欧元区住宅房地产价格合计数是通过覆盖90%以上的欧元区的整个时期GDP国家序列计算的。

图2

压力点

一些欧元区国家主权债券利差的扩大反映出其公共财政压力的增加。

（主权债券利差，基点）



资料来源：Datastream，以及IMF工作人员的计算。

注：利差的计算以德国10年期债券为基准。

欧元区国家宣布打算放弃欧元，该合同就产生回报。到2009年4月中旬，该合同的定价显示在某一公认的交易冷清的市场中，该事件发生的可能性为20%（见图3）。

毋庸置疑，这种诱惑是存在的。这些国内需求降至冰点的国家的决策者可能会设想，如果他们还拥有本国货币，他们或许会令其贬值，甚至积极推动其贬值，以刺激出口。那些极度担心其政府债券拍卖失败的决策者可能会想象，如果他们仍然拥有独立自主的国家中央银行，他们会令其成为主权债券的最后购买人。

不过所有这些关于企图恢复本国货币的论点都有相应的反驳意见。虽然各国能从货币贬值中获得暂时性的竞争力，但包括经济和政治在内的许多代价将会是永久性的。除此以外，货币贬值会加剧欧盟的紧张局势。我们有理由相信，贬值发起国的欧盟伙伴国可能会认为，前者出口的不仅仅是商品，还有该国所面临的问题。我们只需看看欧元区国家在英镑对欧元贬值时的反应，便不难想见一旦获得了关于此种危险的证据，这些欧盟伙伴国会对贬值发起国采取怎样的针对性措施。推而广之，货币的低迷（就像所有其他不利因素那样）给政府施加了压力，迫使其支持处于困境中的国内生产者，给予后者贷款减免和其他补贴。这样一来，这就威胁到了欧洲在经济上所取得的非凡成就，即建立一个真正的单一市场，来自不同欧盟国家的生产商在此公平竞争。关于货币操纵和竞争性贬值的诸多抱怨将置此成就于危险境地之中。

条约义务

除此以外，单方面放弃欧元以“窃取”竞争优势的国家将危及其作为拥有良好信誉的欧盟成员国的地位。在欧盟商讨政策时，这些国家将不受欢迎。里斯

本条约（不可否认，此条约还尚待批准）中包含的条款之一是各国可以令人信服地退出欧盟，但其中并无关于退出欧元体系的条款。这意味着为了退出欧元体系，各国必须同时退出欧盟，从而废止其作为成员国的一系列条约义务。原则上这没有例外，但鉴于欧洲人对其联盟的高度评价，各国不会对其成员国地位掉以轻心。

我们也很难断言，重新使用本国货币真的能令欧元区政府更容易地管理其财政状况。Hallerberg和Wolff（2006年）指出，那些未加入欧元区的欧洲国家，其主权债券利差（10年期政府债券利率相对于德国相应利率的差额）、预算赤字，以及公共债务对GDP的比率上升得更快。Eichengreen（2007年）进一步指出，欧元区以外国家的主权信用等级具有更高的

“脱离先前存在的货币联盟的主要例子集中于那些贸易和资金流动相对封闭的国家。”

敏感性。显而易见，投资者和评级机构宣称，在欧元区财政政策的实施受到《稳定与增长公约》相互监督和制裁的情况下，他们能更轻松的作出决策。事实上，欧洲中央银行（ECB）和典型的国家央行不同，前者在非救助规则下运作，即被禁止从各国政府那里直接购买债券。

因此，即使短期内债务和赤字上升，投资者还是有理由相信这一趋势将不被允许持续下去。利差因此也不太可能填平。遭受危机的政府如果重新使用本国货币并将国家央行脱离欧洲中央银行体系和ECB，从而使其在短期内更方便地为本国赤字融资，这将令市场融资的代价更加高昂。

在决策者的权衡中，首位的考虑事项（更短期的灵活性）是否将支配第二位的（更高昂的长期的成本），目前还非常不明朗。最近的一些评论已经指出，如果欧元区的重债国家发现它们被迫拖欠债务（作为危机的结果），这时它们有可能脱离欧元区，以使政府获得融资渠道。但是，政府的目标不仅仅是为其眼下的支出融资，还包括实现财政关系的正常化，以及重塑其良好的信用。这样，结论就不遵循先前的推断。放弃欧元只能是饮鸩止渴。

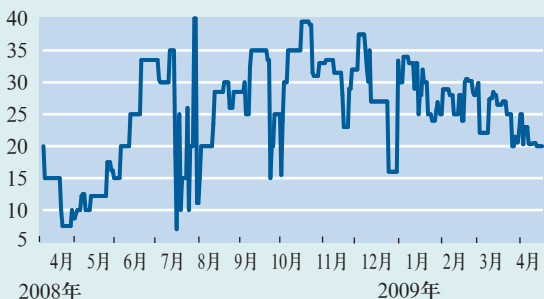
而且哪怕撇开这一切不谈，即使退出欧元区的诱惑依然存在，各国也几乎无法克服其中的技术壁垒。议会或国会将直接通过法案，规定今后该国和其他雇主将使用新的国家货币向工人和养老金领取者提供支付。但由于工资和其他收入重新以本国货币计价，居

图3

存在可能性

一项在线市场预测表明欧元区国家在2010年底退出统一货币的概率是20%。

（合同价格，按点计算）



资料来源：www.intrade.com。

民的抵押贷款和信用卡债务同样也需要重新以本国货币计价，因此货币贬值将会对家庭产生负面的资产负债表效应，导致财务困境和破产。

但随着抵押贷款和其他银行资产重新计价，银行存款和其他银行资产负债表项目也就必须重新计价，以避免造成对金融部门的破坏。随着政府收益以本国货币计值，不仅是公共部门的工资和养老金，其他政府负债（尤其是公共债务）也应由本国货币计值，以防止资产负债表效应损害政府的金融头寸。

违约行为

从技术上讲，我们无法阻止一国的立法机构通过法案，要求该国的银行、企业、家庭和政府以这种方式更换其合同的货币单位。国内投资者受制于本国法律，后者可由国内的有关当局修订，但外国投资者的债权则是个单独的问题。“合同的连续性”规定意味着外国人可以继续要求以欧元支付，而他们可能要求强制执行其债权。由于单方面更换公共债务货币单位在技术上是一种违约行为，因此即使脱离欧元区也无法避免债务违约。如果政府一意孤行并且要求更换货币单位，那么其进入国际金融市场的能力将在不同程度上受到削减。如果政府不要求更换货币单位，本国货币对欧元的贬值将导致本国货币计值的外债上升，从而严重损害公共部门资产负债表。

在民主社会中，无论决定采取这两种方式中的哪一种，都需经过讨论。议会将对此进行审议。与此同时，市场参与者将意识到政府正考虑重新引入国家货币，从而该货币有对欧元贬值的可能。毫无疑问这些参与者将采取对策。由于预计国内存款将以本地货币重新计值，而随后该货币欧元将贬值，那么市场参与者将会把存款转移到其他欧元区银行。

系统性的银行挤兑肯定会接踵而至。投资者一旦预计该国货币单位将被更换，就会把对该国政府债券转换为对其他政府的债权，从而导致债券市场危机。如果诱因是国会议员间关于是否放弃欧元的辩论，ECB将不可能提供最后贷款人援助（lender-of-last-resort assistance）。而如果政府的财政状况羸弱，那么它将无力借款以救助银行并赎回其债务。

正如我在别处探讨的那样，这将是所有金融危机的源头。哪个投资于自己生存的明智的政府会愿意招致这种危险呢？又有哪个负责任的政府会审议这种可能性呢？

坦率地说，脱离先前存在的货币联盟的主要例子集中于那些贸易和资金流动相对封闭的国家，这些国家的银行和金融体系欠发达或监管严格，所以在进行

审议和筹备工作时，资本外逃的规模有限。捷克和斯洛伐克货币联盟的分崩离析、卢布区的解体就是这方面的前车之鉴。事实上，这些经济体的金融财富寥寥无几、汇率管制依然存在，并且尚处于向世界其他地区开放的早期阶段，这使其有可能在未出现彻底崩盘的情况下就退出联盟进行磋商。

“单方面放弃欧元以‘窃取’竞争优势的国家将危及其作为拥有良好信誉的欧盟成员国的地位。”

更普遍来说，Nitsch（2004年）对大样本案例的研究表明，更开放的经济体最不可能退出货币联盟。

（Nitsch关注的是贸易开放而非金融开放，但这两种开放形式是正相关的。除去其他因素，高报或低报货价很明显是资本流动的变相渠道。）显然，欧盟成员国尊重所有形式的贸易和金融交易，这种极度开放使其一直处于这个阵营中。

那么，人们是否难以想象某一成员国可能会离开欧元区呢？如果说过去一年中的经济事件给我们带来了某些教训，那就是许多我们曾经认为难以置信的经济事件发生了。但如果这不是无法想见的话，我们可以断言退出欧元区的事件极不可能出现。■

Barry Eichengreen是美国加州大学伯克利分校George C. Pardee和Helen N. Pardee政治经济学教授。

参考文献：

Eichengreen, Barry, 2007, “The Break-Up of the Euro Area,” NBER Working Paper 13393 (September).

Hallerberg, Mark, and Guntram B. Wolff, 2006, “Fiscal Institutions, Fiscal Policy and Sovereign Risk Premia,” Discussion Paper 35/2006, Deutsche Bundesbank (Frankfurt).

Nitsch, Volker, 2004, “Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Currency Unions Fall Apart?” CESifo Working Paper 1113 (January).

欧元最美好的时光来临了吗？

Charles Wyplosz

对于那些幸运地加入欧元区这一高级俱乐部的国家来说，欧元已然成为一个安全港。

几年前，正当我们准备庆祝欧元10周年华诞时，最常提到的话题就是这个新货币还未经受过严峻的考验。其前景如何，我们确实知之甚少！金融危机——现在已变成经济危机——使欧元区面临诸多不同的考验。许多欧洲人认为，实践证明实行单一货币是正确的，并且目前欧元处于完全的优势地位。我个人赞成前一种观点，但对后一种看法深感疑虑。

人们一直认为，创建单一货币最主要的理由是避免对汇率的投机性攻击，因为币值的大幅度波动威胁着欧盟商品和服务的单一市场。这就是为何在放宽资本流动管制的同时决定采用欧元的原因(Baldwin 和 Wyplosz, 2009年)。

从这次危机中得到的最大教益是，欧盟达到了这个目的。瑞典克朗和英镑的汇率深度下跌。中东欧大多数国家的货币大幅度波动。这其中的一些国家已请求IMF给予援助，但它们的麻烦还远未结束。与此同时，欧洲一些发达经济体正处于极其困难的时期，如奥地利、希腊和爱尔兰等，其中有的是银行陷入困境，有的是公共财政虚弱，或者兼而有之。但它们唯一不必担心的是货币问题，因为这些国家没有自己的货币。欧元表现不错，但并非完美无缺。

欧元是避风港吗？

然而，欧元并未使某些欧盟成员国免受投机压力，这种压力表现为各国政府债券利差的大幅上升。在过往的金融危机中，政府债券利差的上升往往会对汇率造成压力，常常导致货币贬值或低估。对利差的一般解释是利率平价原理：利差发出货币贬值预期的信号（尽管众所周知，利率平价原理在实证上的成功是有限的）。

欧元区内出现的利差反映了市场看

法，即认为有的国家可能放弃使用欧元，有的政府可能部分或者完全不履行偿还债务的义务，抑或是两者兼备。媒体议论过某些国家退出欧元区的可能性，但大多数观察家排除了这种可能性，理由是退出国付出的代价太高，得不偿失，在经济危机过程中退出更是如此。因此，很可能出现这样的情形，利差主要反映了（可能出现也可能不出现的）违约风险。问题在于欧元区内出现这种情况是完全正常的。事实上，在危机产生前，非常小的利差有时反倒显得奇怪，甚至会让人认为市场对巨大公共债务不够敏感。现在看来，市场又太敏感了。

欧元悲观论变成了乐观论

未加入欧元区的欧盟成员国现在看到了单一货币造成的差别。1992年丹麦决定不加入欧元区，但在这次危机中欧元所提供的保护对其产生了影响：丹麦全体公民曾两次投票反对采用欧元，现在他们或许会放弃长期持有的反对态度，转而同意加入这个货币联盟。

英国也爆发了短暂的争论，但结果只是巩固了其反对使用欧元的普遍立场。瑞典的情况也差不多，其全体公民也曾投票反对使用欧元。

由于或好或坏的种种原因，2004年加入欧盟的其他一些国家现在仍未达到加入欧元区的标准。被货币联盟俱乐部拒之门外使其中的许多国家对是否加入欧元区犹豫不决，但如今的危机已使其重新考虑原先的意愿。然而，这些国家也同样面临严格的准入条件，即著名的《马斯特里赫特条约》。

《马斯特里赫特条约》是将近20年前在与现今截然不同的环境下制定出来的。当时，经历了价格长期不稳定之后，通货膨胀刚刚得到遏制（这对有些



国家来说几乎是不可能的)。那时人们认为欧洲中央银行（ECB）需要尽快树立起反通货膨胀的声誉。这意味着，要想加入欧元区，一国必须证实其对价格稳定所作出的明确承诺，这使得欧元区的准入条件更加苛刻。

但如今ECB已在市场上取得了高度的诚信，因此这种谨慎是不必要的——甚至根本不需要。新成员国的央行行长都将加入程序完善的欧洲中央银行理事会。如果根据过时的标准，将申请加入欧元区国家存在的微不足道的风险视作“尚未准备就绪”，以及当前由于危机导致的货币大幅贬值造成的对欧盟单一市场的重大曲解，那么这两方面将导致《马斯特里赫特条约》最终被束之高阁。但现有的欧元区成员国已经重申，不管出于什么理由必须遵守规则，这或许并不出人意料。ECB也必须严格地照章办事，即使其认为需要向许多身处压力下的中东欧国家的央行提供货币互换额度。

单一的市场需要单一的监管者

从这场危机中得到的另一个重大教训也许还不能列入议事日程。从一开始我们就知道，如果有多少个成员国就有多少个监管者的话，单一货币区的运行是

非常危险的（Begg等，1998年）。长期以来银行基本都是国有的，这就减少了集中管理信息和作为国际贷款的最终贷款人的需要。

但是，在银行跨境经营并由多国股东共同拥有的情况下，单一货币必然导致银行体系越来越泛欧洲化。当然，事实也正是如此，这在很大程度上得益于欧盟委员会的努力。不幸的是，两家大型跨国银行——富通银行和德克夏银行——成为了金融危机的牺牲品。这导致混乱的紧急干预措施和混乱的后果。

人们希望金融危机将有助于减少各国对集中监管的阻力。为了推动这方面的进程，由雅克·德·拉罗西埃尔领导的一个委员会最近提议成立一个欧洲系统风险委员会和建立欧洲金融监管系统，其地位要高于欧盟各国的监管机构。但最初的反应表明，此类对现行制度的有限（虽然拥有潜在拓展空间）修改将不会符合欧盟各国政府的要求。

对危机的应对措施

到目前为止，欧元区是如何实施宏观经济政策的呢？对金融危机引发银行间市场的崩溃，ECB采取了迅速而有力的应对措施，向市场注入大量的流动性，数量之大，是以前无法想象的。这很快演变成了两种

不同的核心职能。为了使金融市场的境况秩序井然，ECB应提供所需的流动性；但要提供流动性就不能对利率进行干预，而根据货币政策的目标，仍然需要保留干预利率的职能，因此这就引发了争论。

ECB追求的两个中间目标出现了暂时的脱节：确定政策性利率并缩小银行间市场利率与政策性利率之间的差距。出现两种截然不同职能是有一定逻辑必然性的，但只在特定情况下。确实，货币政策传导的关键渠道就是市场利率，因此对于货币政策来说，传导问题至少与政策性利率一样重要。相信这种两种职能的作用有助于解释为何ECB花了14个月才开始降低政策性利率（在2008年7月ECB最后一次提高利率后，同年10月才第一次降息）。

事实上，与经济增长和失业问题相比，ECB更关注通货膨胀，因为自2006年以来价格水平逐步走高。同大多数其他机构的预测一样，ECB并未预料到这场金融危机最终会引起经济衰退。人们认为货币政策滞后了，ECB应当早早就开始降低政策性利率。当然，这一点从现在来看是显而易见的，但当初并非如此。尽管如此，与其他一些主要国家的央行相比，ECB实行宽松货币政策的时间还是晚了一些。这样评价ECB可能不是很公正，但从一定意义上有助于解释为什么有些欧洲国家不情愿放弃货币政策独立性。

各国也没有采取什么体现国家特权的财政政策。许多国家的政府相信，自动稳定机制——与大多数其他国家相比，欧洲大陆国家自动稳定机制的作用更大——足以抵消金融危机对宏观经济的影响。迄今为止，自主决定的财政刺激措施的力度仍旧相当微弱，欧盟国家几乎没有例外。

财政应对措施的无所作为，部分原因在于《稳定与增长公约》的约束，其对成员国的预算赤字规定了一个最高限额。随着经济衰退的进一步恶化，该公约已被悄悄地搁置起来，因为其允许在“异常情况”下各成员国有一定的灵活性。虽然公约很好地提供一个有用的标杆以限制经济滑坡，但是一旦经济衰退结束，再对此进行调整就很难了。可是与此同时，由于利率目前处于零下限，欧元区并不积极应对经济活动中正在出现的萎缩问题。经济增长的恢复不得不依赖于私人支出或者出口。在拉动经济方面，欧洲仍无法取代美国这个火车头。

正当欧元展示其有效性并随时准备吸引新成员加盟的时候，决策者们却在宏观经济政策和处理潜在的新成员国问题上采取审慎的态度（有人认为审慎过度）。他们是否是担忧新成员国不能同舟共济？是否是考虑到对差异很大的经济环境进行协调存在诸多困难？抑或是担心缺乏共同的分析框架？

为欧元作最后的辩护

与此同时，欧洲出现看好欧元前景的声音。例如，2008年9月德国财长佩尔·施泰因布吕克指出：“美国将失去在全球金融体系中超级大国的地位……在设置全球金融标准和确定全球交易的金融产品方面，美国将不再是唯一的霸主……尽管美元仍将是一种非常可靠和重要的货币，但欧元也是这样的货币，人民币和日元同样如此。所以我认为，这也许是出现某些变革的起点。”

欧洲的许多国家将中国关于美元霸主时代渐行渐远的说法视作表明同种观点的重要信号。许多欧洲国家认为，只有经历过重大冲击之后，主要货币才会失去其往日的地位，而当前的金融危机是一个重要机遇。这些国家认为，金融危机毕竟是由美国而引起的，而且充分说明盎格鲁撒克逊式融资方法的失败。它们进一步指出，美国的银行体系在经济大萎缩中摇摇欲坠，这将为推广更加审慎的欧洲模式留出空间。

时间将证明一切，但我担心欧洲国家正将自己置于一种非常令人失望的境地。审慎固然是美德，但必定要付出代价，风险—收益的权衡正体现了这一点。问题并不在于金融监管是过多还是过少，而在于规则制定和执行的质量。历史（以及当前的讨论）并不说明欧洲在制定与执行规则这两方面具有比较优势。美元也许已经失去了一些光泽，但欧元区应对金融危机的迟缓，以及从长期看趋于下降经济增长率，将无法使欧洲走上一条提升经济与金融实力之路。

亚洲正逐渐显示出自己的经济优势，但亚洲金融市场要想挑战纽约和伦敦的金融市场依然前途漫漫，而且届时亚洲将出现人口下降问题。此外，国际金融机构内部权力的重新平衡，必定将终结欧洲代表占有过多席位的历史。

在欧洲仍高擎审慎的灯塔且一种货币不再吸引（与容纳）该大陆内众多皈依者的情况下，断言这场危机将催生出一种监管更健全的（比以往更具统治力的）盎格鲁撒克逊金融体系，并且该体系将进一步塑造亚洲与世界其他地方的新兴市场，这是不太现实的。■

Charles Wyplosz 是日内瓦研究生院的教授。

参考文献：

- Baldwin, Richard, and Charles Wyplosz, 2009, *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill.
- Begg, David, Paul de Grauwe, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig, and Charles Wyplosz, 1998, “The ECB: Safe at Any Speed?” Monitoring the European Central Bank (London: Centre for Economic Policy Research).

经济衰退无法控制

M. Ayhan Kose, Prakash Loungani 和 Marco E. Terrones

美国职业棒球赛的高潮是争夺称之为世界职业棒球大赛的冠军，这说明在当今，只要谈及棒球，美国就代表世界。同样，20世纪60年代美国的经济衰退也可以说是全球经济衰退。当时美国经济在全世界经济总量中占有相当大的比重，因此世界上大多数其他国家的经济周期都取决于美国的经济状况。

究竟是什么原因导致眼下的全球经济衰退？尽管在20世纪60年代，美国等发达经济体的经济占全世界经济总量的比重曾高达75%左右，可现在却只有差不多55%。因此，我们不能想当然地认为发达经济体的商业周期与全球商业周期是同步的。不过与此同时，根据贸易和资金流量来衡量，当今世界各国的一体化程度比20世纪60年代更高。这使风

险溢出和传播效应更大，增加了各国的同步波动和全球商业周期的几率。

令人惊讶的是，对于什么是全球经济衰退，学术上居然没有一个被普遍认可的定义。我们对全球经济衰退的定义是，全世界实际人均GDP下降，同时全球经济活动的其他各种经济指标也普遍下跌。根据这个定义，第二次世界大战以后共出现过四次全球经济衰退，分别是：1975年、1982年、1991年与2009年。毫无疑问，目前的经济衰退是四次中最为严重的：其经济总量（取决于衡量方法）的下跌预计为其他三次全球经济衰退平均下跌幅度的4—6倍，失业人数可能增加到前三次的两倍多。今年，世界贸易的急剧下降使前三次全球经济衰退相形见绌。以前没有哪次危机能

无论用何种方法来衡量，当前的全球经济衰退都是二战以来程度最深和同步性最高的一次。

阿拉伯联合酋长国，迪拜的天际线。



使如此多的国家同时陷入经济衰退。简而言之，借用棒球术语，这次经济衰退“飞出了球场”（out of the ballpark，引申意为“无法控制”——编者注），已成为全球性的经济衰退。

如果采用GDP总量指标而非实际人均GDP指标衡量，2009年则是自1960年以来唯一一个全球经济衰退的年份。

确定衰退时期

在确定某个国家何时开始处于经济衰退时，经济学家通常采用统计方法确定经济活动关键指标（如一国实际GDP）的峰值与谷底出现的时间。通过将此理念运用于研究20世纪60年代以来的全球经济状况，我们采取购买力平价加权平均法计算了从1960年至2010年世界实际人均GDP的年度数据（见专栏1）。其中，2009年至2010年的估计数是根据IMF最新的增长预测作出的（IMF, 2009年）。人均指标被用来说明各国人口增长率之间的巨大差异。新兴经济体和发展中经济体的GDP增长速度高于工业化经济体，但同时其人口增长率也更高。

我们的程序计算出过去50年间全球经济活动的四个谷底年份：1975年、1982年、1991年和2009年。在这四个年份中，世界实际人均GDP都是下降的（见图1中的上图）。那么在这几个时期中，究竟发生了哪些重大事件呢？

在1973年阿拉伯国家石油禁运后的短期内，原油价格暴涨（上涨了三倍多），在随后的1975年出现了全

球经济衰退。此次经济衰退标志着全球开始了较长时期的滞胀，美国出现了低增长和高通胀并存的情况。

1982年出现经济衰退时，全球发生了各种重大事件，包括若干发达经济体采取了从紧的货币政策；原油价格快速上涨；许多拉美国家遭受了债务危机等。

1991年的经济衰退反映了世界各地出现的众多问题：美国储蓄与贷款业遭遇困境；若干斯堪的纳维亚经济体出现银行危机；许多欧洲国家汇率危机产生反作用；东欧转型经济体面临挑战；海湾战争和随之出现的石油价格上涨造成了不确定性。

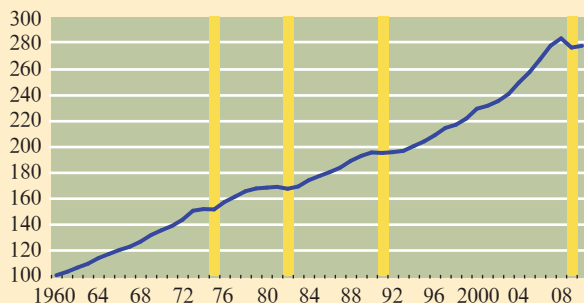
如果采用市场加权，而非购买力平价加权，也不会对分析造成什么实质性的影响，因为前者只是强化了发达经济体的重要性。在采用市场加权的情况下，1991年的经济谷底就移到了1993年，这是因为1992年至1993年许多欧洲国家正处于由汇率机制危机引起的

图1

处于经济衰退中的世界

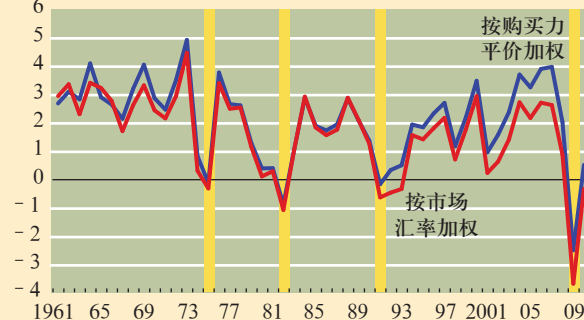
自第二次世界大战后，全球实际人均GDP下降过4次……

(1960年=100)



……迄今为止，这次衰退中全球实际人均GDP的下降幅度最大。

(相较于上年的百分比变化)



资料来源：IMF工作人员的计算。2009—2010年的数据引自《世界经济展望》（2009年4月）的预测数。

注：黄色阴影区表示全球人均GDP（按购买力平价加权的实际人均GDP）下降的时期。采用购买力平价法进行加权计算时，所用汇率是指在购买同样货物和服务情况下，一国的货币换算为美元的汇率。按市场汇率法进行加权计算时，所有汇率是指本国货币与美元的市场汇率。

专栏1

全球GDP估值：购买力平价法与市场汇率法

各国均用本国货币单位来公布经济数据。要对各国的统计数据（例如GDP）进行比较，必须将本国货币换算成某种通用的货币。在进行统计数据的货币换算时，大多数经济学家不是采用市场汇率（通常为美元汇率），就是采用购买力平价（PPP）汇率。市场汇率法是按公开市场中的主导汇率对货币进行换算。而购买力平价法是按在购买同类商品和服务情况下，将一个国家的货币换算为另一国家货币。尽管采用购买力平价法计算起来比较困难，但其反映出这样一个事实，即低收入国家的非国际贸易商品与服务的价格低于高收入国家。因此，采用购买力平价法计算的低收入国家产值要高于按市场汇率法计算的结果。

经济低迷期。无论采用哪种加权法，目前的预测都说明2009年的全球经济衰退将是50年以来最严重的一次（见图1中的下图）。如果采用GDP总量指标而非实际人均GDP指标，2009年则是自1960年以来唯一一个全球经济衰退的年份。

再看衰退的严重程度

1978年，美国国民经济研究局（NBER）建立了商业周期测定委员会，任务是确定美国处于经济衰退的时期。自2002年起，欧元区成立了经济政策研究中心（CEPR）以履行类似的职责。

NBER和CEPR均为私人研究机构，其并不是采用纯统计的方法，而是通过观察分析一整套宏观经济指标来确定经济周期的高峰与谷底，并且判断是否具有更多的证据说明将出现衰退。因为对于经济发展趋势来说，各种指标会显示出相互矛盾的预兆，所以这种判断方法很难应用于实际。

我们通过选取若干全球经济活动的指标来判断全球的情况。这些指标分别是实际人均GDP、工业生产、贸易、资本流动、石油消费和失业（尽管只能获得少数经济体的失业数据）。采用这种判断方法得出的全球经济衰退日期与用统计方法得出的结果相同（见图2）。

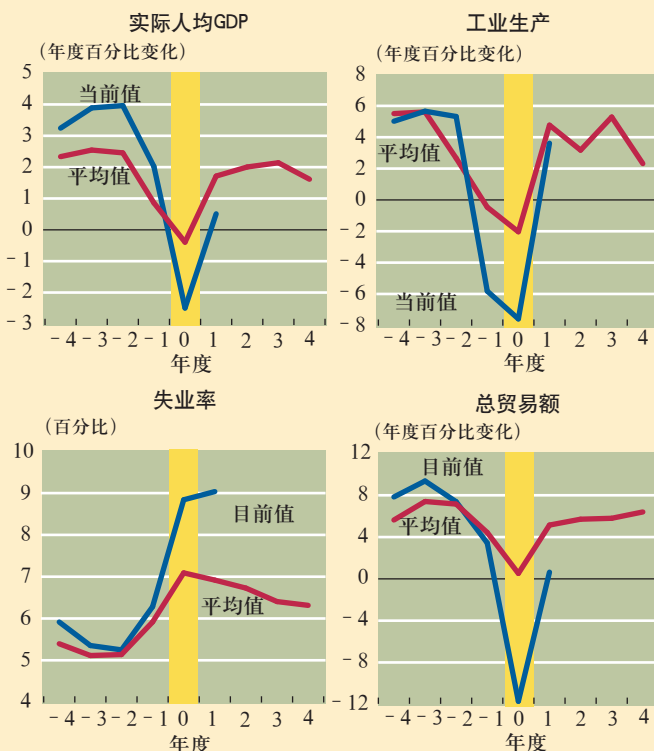
1975年、1982年和1991年，全球经济依次出现衰退。在经济衰退出现的前两年，世界工业生产和石油消费减缓；前一年，世界贸易和资本流动开始下降；而在经济衰退的当年，登记失业率急剧上升。与国内经济衰退的表现相类似，在出现谷底的次年，尽管大多数其他指标恢复至接近正常的增长率，但失业率仍居高不下。尽管大多数经济指标下降程度更加剧烈，但对于眼前的经济衰退而言，其模式还是与之前的经济衰退中观察到的情况相类似。

对全球经济衰退的定量分析结果也支持这个观点（见表）。在历次全球经济衰退中，没有哪两次是完全相同的。1975年和1982年经济衰退时，几乎所有经济指标的下跌幅度都比1991年严重。事实上，尽管发生了经济衰退，但1991年的世界贸易增长仍然强劲。此外，1991年全球工业生产和石油消费保持平稳，而在前两次全球经济衰退中，这两个指标都大幅下跌。在某些情况下，世界经济很不稳定，但实际状况还没有严重到足以认定那些年出现了全球经济衰退（见专栏2）。

图2

史无前例

根据各种计算方法判断，目前这场全球经济衰退的程度超过了二战以来发生的前三次衰退的平均程度。



资料来源：IMF工作人员的计算。

注：图中数据包括以0年度为衰退谷底的前后四年间的变化情况。

每次衰退各不相同

每次衰退中，全球经济活动关键指标的表现是不同的。但几乎所有的计算方法都说明，当前的全球经济衰退是二战后的四次衰退中最为严重的一次。

（除另有说明外，均为百分比变化）

指标	1975	1982	1991	2009 ¹	平均值 ²
人均产出(按PPP加权计算) ³	-0.13	-0.89	-0.18	-2.50	-0.40
人均产出(按市场汇率加权计算) ³	-0.33	-1.08	-1.45	-3.68	-0.95
工业生产	-1.60	-4.33	-0.09	-6.23	-2.01
进出口总额	-1.87	-0.69	4.01	-11.75	0.48
石油消费	-0.90	-2.87	0.01	-1.50	-1.25
失业率（百分点的变化，仅涉及发达经济体）	1.19	1.61	0.72	2.56	1.18
资本流动（两年内流入与流出的均值占GDP百分比的变化）	0.56	-0.76	-2.07	-6.18	-0.76
人均消费	0.41	-0.18	0.62	-1.11	0.28
人均投资	-2.04	-4.72	-0.15	-8.74	-2.30

资料来源：IMF，《世界经济展望》（2009年4月）。

¹预计数。

²1975年、1982年、1991年三次经济衰退的平均值。

³PPP是指购买力平价，表示在购买同样货物和服务情况下，一种货币需要换算为另一种货币时的汇率。市场加权的汇率是指两种货币的市场汇率。

接近了，但还不是全球经济衰退

对世界上很多国家来说，1998年和2001年像是经历了经济衰退。但统计法和判断法都表明，无论从年份，还是从世界范围来看，这两次都未进入经济衰退期。根据统计法，这两年不属于经济衰退，因为这两年里世界实际人均GDP并没有下降。1997年至1998年，许多新兴经济体（特别是亚洲新兴经济体）经济呈现大幅度下滑，但发达经济体的经济是增长的。相反，2001年许多发达经济体出现了温和的经济衰退，但主要新兴市场国家（如中国和印度）的经济却保持了强劲的增长。

此外，在1998年至2001年期间，大量全球宏观经济指标表现出的特征混杂不清，但基本上支持按统计方法得出的推论——这个时期并未出现全球经济衰退的特征。例如，这些指标并未说明1998年全球经济出现了普遍的经济疲软现象。在2001年，虽然工业生产的确下降了，而且全球失业率略有上升，但是全球贸易和石油消费都是增长的。

不过，目前经济状况的严峻性是毋庸置疑的。正在发生的全球经济衰退将改写过去半个世纪全球经济衰退的历史。全球工业生产急剧下降、失业率快速攀升，这说明全球金融危机对实体经济产生了巨大的影响。在当前的这场危机中，预计工业生产将下降6%以上，失业率预计将提高2.5个百分点，仅这两个指标的变化幅度已经远远高于前几次经济衰退。

贸易与资金流量暴跌

最令人震惊的是，预计2009年全球贸易和资本流动将出现剧烈的萎缩。虽然过去20年国内制造产业链的全球化已经成为推动全球贸易增长的主要力量，但现在看来，全球化进程也加速了跨境贸易流的急剧萎缩。据预计，本次全球贸易的下跌幅度是1975年和1982年无法比拟的。在过去20年，全球资本流动的增长远远超过全球贸易的增长，2007年全球资本流动升至前所未有的高水平。可是到了2008年第4季度，由于全球金融危机从发达经济体向新兴市场与发展中国家蔓延，资本流动突然枯竭。1982年和1991年，全球资本流动也呈现出大幅下滑态势，但与目前预计将出现的大规模下滑相比，实在是小巫见大巫。

2009年经济衰退的严重性还可以用人均消费指标来佐证。据预计，人均消费下降的程度远远大于1982年时的情况，而且与其他两次经济衰退期间消费增长的情况形成了鲜明对照。在历次经济衰退中，人均投资都是下降的，但预计当前经济时期人均投资的下降

程度将轻松地超过前几次。正如由金融压力引起的国内经济衰退程度比其他衰退更严重那样，世界范围的金融危机引起的全球经济衰退将对实体经济造成严重伤害。

国内经济衰退的同步性

国内经济衰退怎么会与全球经济衰退同步发生呢？这丝毫不令人惊讶，在四次经济衰退中，陷入经济不景气的国家比例急剧上升。我们将实际人均GDP下降国家的年度波动率进行加权平均，可以计算出同步化指标。虽然1975年的衰退主要是由工业化国家经济下滑造成的，但新兴国家与发展中国家在其余三次经济衰退中的作用不可小觑。1982年，许多拉美国家的经济衰退导致了全球经济活动的下滑，而1991年转型经济体的经济下跌则起了关键作用。1991年经济衰退的持续时间较长，在此期间，继1990至1991年美国出现经济衰退后，欧洲国家又发生了汇率危机造成的经济衰退。

2006年至2007年全球经济欣欣向荣，这段时期陷入经济困境国家的数量为有史以来最低，但随之出现的是命运大逆转。预计2009年，所有发达经济体、大约半数的新兴市场国家和发展中国家都将陷入衰退。目前，各国经济衰退在时间上的同步性达到了过去50年以来的最高程度。尽管当前的衰退显然是由发达经济体经济活动的急剧下跌引起的，但许多新兴国家和发展中国家也加剧了经济衰退的深度和同步性。

从任何角度看都是最严重的衰退

预计2009年世界实际人均GDP将下跌2.5个百分点，如果确实如此，2009年将是二战之后最为严重的全球经济衰退之年。预计几乎所有的经济指标都将出现急速下滑，下滑程度远甚于前几次全球经济衰退。除了严重性之外，这次全球经济衰退还具有最高的同步性——不仅所有的发达经济体都处于经济衰退之中，而且许多新兴经济体和发展中经济体亦难逃厄运。■

M. Ayhan Kose 是IMF研究部高级经济学家，Prakash Loungani 是该部门顾问，Marco E. Terrones 是该部门副处长。本文是基于即将出版的IMF研究报告《全球经济衰退与复苏》撰写的。

参考文献：

International Monetary Fund, 2009, World Economic Outlook (Washington, April).



为后危机时代的 世界做准备

John Lipsky

如果按预期执行当前的计划，后危机时代的世界有望深化多边主义，促进政策协调，提高对金融体系的有效监管。今年4月召开的G20峰会之后，IMF将在新的全球环境中扮演关键角色，并努力确保其拥有相应的手段和资源，以全面应对新角色的挑战。

全球金融危机带来了空前的挑战，对此我们需采取（并且在许多方面已经采取了）前所未有的应对措施。各国用以前过往只出现在想象中的方式共同采取应对行动。G20的新进程强化了这种联合行动，并被充分体现在2008年11月和2009年4月的伦敦G20首脑峰会中。这两次会议既有实质性的内容又具有象征意义——G20的工业化国家和新兴市场国家都做出了重要的承诺，在宏观经济和财政金融政策方面进行更紧密的合作。

IMF发现自己处在这个新议程的中心。特别是IMF认识到，如果各国想继续从全球经济开放和一体化中受益，确保利益的广泛分享，并控制今后发生危机的风险，就必须进行制度性的变革。这两次首脑峰会作出了一些重要承诺以进一步加强全球宏观经济政策的协调，

并加强金融监管（包括扩大监管范围和加强跨境合作），以及反对在贸易和金融政策方面实行保护主义。

在这个背景下，国际社会希望IMF某些关键领域发挥领导作用。但在这次危机后的国际金融结构中，IMF究竟应当发挥什么作用？必须进行怎样的变革才能保证IMF成功扮演其新的、更重要的角色？

取得成功的工具

自从IMF成立以来，该组织与世界经济一起发展演变。特别是在国际宏观经济出现压力的各个重要关头（例如布林顿森林汇率制度的终结和前苏联经济互助委员会[COMECON]的解体），IMF都被推向新的发展领域。尽管经历了重大改革，但人们越来越清楚地看到，IMF缺乏一些全面有效的必要工具，特别是在防止金融危机方面。在银行主导金融业、主权债构成国际债务流动主体、证券化融资方兴未艾的时期，IMF增加了许多相应的工具。但众所周知，近年来以更复杂的融资技术为中介，私

评估IMF在未来国际金融体系中的作用。

照片为报道伦敦G20峰会的记者们。

人资本跨境流动呈现爆炸式的增长。随着实体经济和金融行业之间网络的发展越来越复杂，各国的金融一体化也在不断深化。这些助推了全球经济在2003年至2007年期间出现历史性的发展，但这方面的发展也以当前的金融危机而宣告中止。此次危机起源于美国住房市场，虽然这是一个狭窄的局部问题，但随即急剧扩散到世界的每个角落。

更有效地防止金融危机

最明显的是，IMF缺乏足够强大和有吸引力的预防危机机制（成员国提供各种保险政策），这是它的政策工具组合和全球金融体系的主要缺陷。一些国家在遭受危机后向IMF寻求融资时，这些政策工具的缺乏限制了IMF在为平抑（有时是痛苦的）经济调整而提供融资这一方面的作用。除了增加成员国应对宏观经济危机的最终成本以外，这也意味着IMF经常与政治上棘手的紧缩计划相关联。许多国家（特别是亚洲国家）选择建立强大的外汇储备作为自我保险的缓冲器。尽管这可能对单个国家是合理的，但在过去十年中，这种做法也加剧了全球经济失衡，而现在又为当前的经济危机推波助澜。

几年来，IMF设法建立一种预防危机的机制。虽然有几次不成功的尝试，但从为应对当前危机提供资金方面，我们还是可以看到其所作的努力。2009年3月，IMF采用了一个灵活信贷额度机制（FCL），即对于经济政策力度非常大并有良好记录的国家，可以允许其不按IMF过去的政策条件进行大规模的快速融资。这也许是布雷顿森林体系结束以来，IMF与其成员国互动中产生的最大变革。墨西哥、波兰和哥伦比亚已经从这个新机制获益，三国总计获得了大约780亿美元的融资，专门用于预防危机。这些融资活动一经宣布，市场反映非常积极。三国中有两国利用灵活信贷额度机制争取的缓冲空间实施宽松的货币政策，但其汇率依然走强（见图）。由于有了良好的开端，我们相信在不远的将来，很可能有更多的国家都会照此办理。

但是，这个新的机制并不适合所有国家。对于有些国家来说，风险防范机制或许会使市场信心大增，但其可能仍然需要强化政策和政策框架。针对这些国家，IMF已经提出《高准入预防危机贷款方案》（或简称HAPAs）。这又提供了一项保险政策，但需以采取必要的政策措施作为条件。

更集中和更灵活的限制条件

对于这些项目和IMF的其他项目来说，重中之重

是保持限制性，以确保接受融资的国家进行必要的政策调整，并使IMF贷款保持周转使用的性质。但这些制约条件越来越集中、越来越简化，从而鼓励一些国家在问题尚不严重之时尽早与IMF沟通。有时，人们会认为贷款限制条件过于繁多。尽管这样可能有好处，但对于计划的成功与否来说，并非所有的条件都是至关重要的，并且在执行时，政策措施出台的时机和性质等方面缺乏足够的灵活性。近年来，IMF已经努力对贷款条件进行简化，并取得了重大突破。而随着其取消过去的结构性操作标准，取而代之的是在更广泛地考察进展的基础上采用更灵活的基准方法。按照这个方法，IMF在对其所支持的项目进行政策评估时将不再使用详细的项目清单法，但其仍将提供各国当局通常高度重视的健全有效的政策框架。

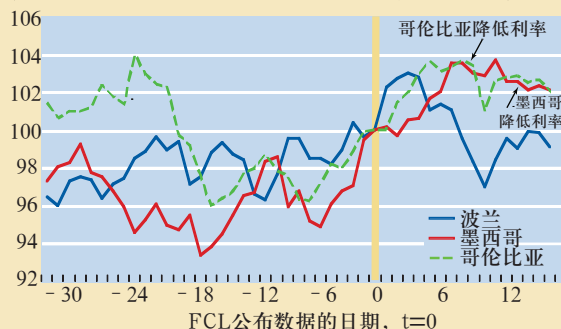
需要更多的资源

如果IMF缺乏足够的资源，这些改革几乎不会产生效果。因为在一个私人资本大规模流动并可能迅速改变流向的世界里，必须有足够大的融资规模才能对市场产生影响。但是，IMF的融资规模与这个要求相去甚远。在这次危机期间，IMF已经大幅增加了贷款总额，并根据各国遭受全球金融风暴打击的程度，扩大了融资计划的规模。例如，三个新兴市场国家——匈牙利、罗马尼亚和乌克兰，每个国家所接受的IMF的融资都超过了150亿美元。包括低收入国家在内，各国融资准入限制已放宽了一倍，以保证满足这些国家的需要。在今后两至三年内，IMF还打算以更优惠的

缓冲空间

使用灵活信贷额度国家的货币的表现好于同一地区其他国家。

（相对于同一地区其他国家的货币表现；FCL公布的数据=100）



资料来源：IMF工作人员的计算。

注：蓝线是每波兰兹罗提兑换捷克克朗、匈牙利福林和罗马尼亚列伊的未加权平均数；红线是每墨西哥比索兑换巴西雷亚尔、智利比索和哥伦比亚比索的未加权平均数；绿线是每哥伦比亚比索兑换巴西雷亚尔、智利比索和墨西哥比索的未加权平均数。

条件为低收入国家融资60亿美元，这些国家，特别是撒哈拉以南非洲国家，经历了几年的强劲增长。至关重要的是，我们不能让这场危机破坏这一增长进程。

世界各国的领导人承诺将保证IMF有足够的资源，即使危机比预期的程度更深、持续的时间更长。G20首脑一致同意将IMF的贷款能力提高两倍，从而达到史无前例的7500亿美元，并在中期将向低收入国家提供优惠贷款的能力至少提高一倍。

G20要求IMF增加特别提款权（SDRs）的总规模，这将向全球提供2500亿美元的流动性。尽管相对于整个全球的流动性来说，2500亿美元还是个很小的数字，但这会对新兴市场和低收入国家的国际储备产生重大影响，从而有可能为其实施反周期宏观经济政策增加喘息之机。

改善和扩大监管

尽管改革IMF贷款机制是非常重要的，但要成功地预防危机，最终还是要依靠强有力的监管。在遭受危机袭击之前，IMF已经进行了金融监管方面的重大变革，主要是：强调重视金融风险及其与宏观经济状况的联系；强调重视危机的跨境冲击。但这次危机清楚地表明，在这方面IMF还需要做出更多的努力。IMF是最先向金融业提出危机警告的机构之一，且提前预测到世界经济将出现下滑，并呼吁全球实行财政刺激政策并清理银行资产负债表。但IMF没有充分预见到危机影响的深度，也低估了各国与国际经济联系的紧密程度。此外，IMF的权威性不够，因此各国决策者常常忽视它的警告。IMF要从这次经历中吸取经验，采取若干措施提高效率，扩大双边和多边监管的范围：

- 为了响应国际货币与金融委员会和G20首脑会议的共同要求，IMF与金融稳定理事会（FSB）合作，提出了一项重要倡议，即早期预警模拟的发展。这种模拟预计将每年举行两次，主要用于跟踪风险，并对全球各国间的相互关系进行更加系统的观察。最终我们可以据此采取更及时和更有效的政策来应对危机。2009年10月，IMF—世界银行秋季年会将在伊斯坦布尔召开，会上将首次对这个模拟方法进行全面的说明。

- IMF还在强化其制定的金融部门评估项目。其重点是更加重视跨境和系统性问题，在监管方面进行更加密切的双边合作。

- G20首脑还要求IMF定期对各国处理危机需要采取和正在采取的措施进行评估。在这个背景下，IMF已开始公布G20财政监控情况，后者跟踪各国财政刺激政策的实施情况。并且，IMF将与FSB和其他国际

组织一起，对G20首脑关于加强金融监管承诺的落实情况进行监督。

- IMF还被指派了监督在FBS和其他标准机制同意下的调整和监管改革的执行情况。

需要强调的是，有效监管是一个双向通道，在观察和政策建议方面，各国也要向IMF开放。从这个意义上说，这场危机可能已经产生有益的结果，例如G20已经承诺公开和公平地接受IMF的监督。

改革治理结构

为了全面有效地担负起新的角色，IMF必须公平地代表所有国家，并得到所有国家的承认。根据这个指导思想，IMF正在推进自身治理结构的改革，以保证其决策结构反映当前的全球现实。IMF第二轮增资改革计划最迟在2011年完成。通过这项改革，新兴国家和低收入国家将被赋予更大的话语权。这是一项重要变革，但增资的重要性也不应被夸大：充满活力的新兴市场国家已经成为真正的全球事务参与者，在政策讨论中，它们的意见越来越受到重视。从这个意义上说，增资只是反映了业已存在的现实。

接下来的改革是什么？

全球各国都在努力应对当前的危机，但是，正在进行的改革同样也针对后危机时代的世界。要求通过任何制度性变革来消除经济周期或金融业压力，这显然期望过高。此外，经济和金融政策将不可避免地主要由各国政府制定。然而，希望通过全球金融体系变革（包括IMF的改革）减少未来危机的频率和影响深度，并非不切实际。如果能够完成正在进行的改革，我们将确保从推进全球经济的开放和一体化中获得的利益被保留和扩大。

预计还会有哪些方面的改革？举例来说，尽管最近几个月来全球进行了治理结构的重大改革，但形势仍然存在相当大的变数。强化G20的作用表明，国际决策程序的范围有了较大的扩充。但是，可能至少还存在两个缺陷。首先，绝大多数国家被排斥在G20之外：IMF165个成员没有直接参与决策过程。其次，G20没有投票表决机制，决策比较困难，如果不是压倒性多数赞成，就无法做出决定。这些缺陷都需要解决。而通过采用新的决策机制，加上IMF最近进一步发挥的主导作用，我们可以在更大的范围内对一系列更广泛的国际经济和金融问题做出共同的决策。■

John Lipsky是IMF第一副总裁。

未知疆域

当扩张性货币政策抗击危机

当前的全球经济衰退可能没有大萧条时期那么严重，部分原因是由于世界各地的政策制定者们对此的积极回应。80年前，政策制定者们起初并不认为有必要放宽货币供应，因此他们承受了对随后发生的萧条的大部分指责。本图展示了从那时起政策思想是如何发生了根本性的变化。

当2007年中期危机爆发时，美国联邦储备委员会（简称美联储）的反应是大幅削减其目标的政策利率——联邦基金利率，即银行间隔夜拆借利率——以及引入特殊的融资机制，以确保金融体系的所有部门都有流动性。同时，金融体系中过多的钱将推动联邦基金利率低于目标，并可能引发通货膨胀，因此美联储出售美国国债，以吸纳流动性。

在2008年9月雷曼兄弟倒闭后，金融和经济形势急剧恶化。美联储进一步削减了政策利率，引入了更多的融资机制，并且现在容许其资产负债表规模在过去几个月里增加了一倍多，抽取银行准备金，进而基础货币。然而，更广泛的货币总量仅略有增加，因为银行谨慎的行为。

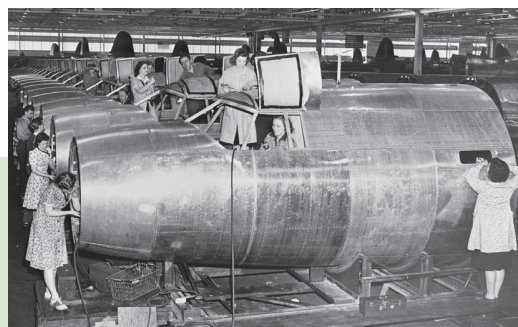
扩大其资产负债表使得美联储很难把联邦基金利率维持在政策目标附近。2008年12月，美联储把目标下调到0—25基点的范围内。虽然已经没有削减利率的空间，但美联储保持了通过改变其资产负债表的构成和规模来管理货币政策的能力。由于通货紧缩的威胁，这项能力至关重要。

大萧条，大反思

美联储在1930年实行的紧缩政策，加速了大萧条的爆发。在1937年，它又过早地刹车，使得复苏受阻并使经济陷入衰退。在这期间，尽管美联储扩大了货币供应量，但是这远远低于现在它所选择的做法。

为发动世界大战融资

在二战期间，美联储购买国债。当时，政府不得不大规模举债以为其巨大的国防预算融资。随着美联储协助为创记录的预算赤字融资，基础货币在20世纪40年代经历了剧烈的动荡，但比起2008年秋的增长来说，这算不了什么。



(美国调整后的基础货币，逐年百分比变化)



基础货币

资料来源：圣路易斯联邦储备银行。

本文由国际货币基金组织的Koshy Mathai和Simon Willson撰写。



超出本图

尽管美联储已经把其资产负债表的规模增加了一倍，但现在它准备进一步增加，使得基础货币（蓝线）将向上延伸至另一页。2009年3月，美联储宣布将大规模增加购买美国住房机构房利美和房地美的抵押担保证券和债务，并开始购买美国长期国债。购买行动已经开始，但还将更进一步。

抽身之策

由于急剧的经济衰退和通货紧缩的风险，几乎无人置疑美联储急剧扩张基础货币的行动。但是策略性的出路可能很困难。

一旦经济开始复苏，银行将不再对将其储备用于贷款感到勉强，美联储将有必要在通货膨胀之前快速收缩基础货币。而要确定这样做的准确时间是困难的。

但即使明确了何时开始收缩货币供应量，如何做却不那么明确，因为美联储现在已经有部分资产，而这些资产却是相对长期的和非流动性的，因此并不能很容易地快速出售。美联储正考虑一系列的政策选择——其中部分需要新的立法——来对待这个问题。

现金至上

本图中的蓝色粗线展示了调整过的美国基础货币（即经济中的现金总量，以及银行可用于借贷和消费的准备金）的年增长。排除2000年到来时人们害怕“千年虫”问题而储备现金，从二战到2008年年末期间，美国基础货币的增长一直非常稳定。

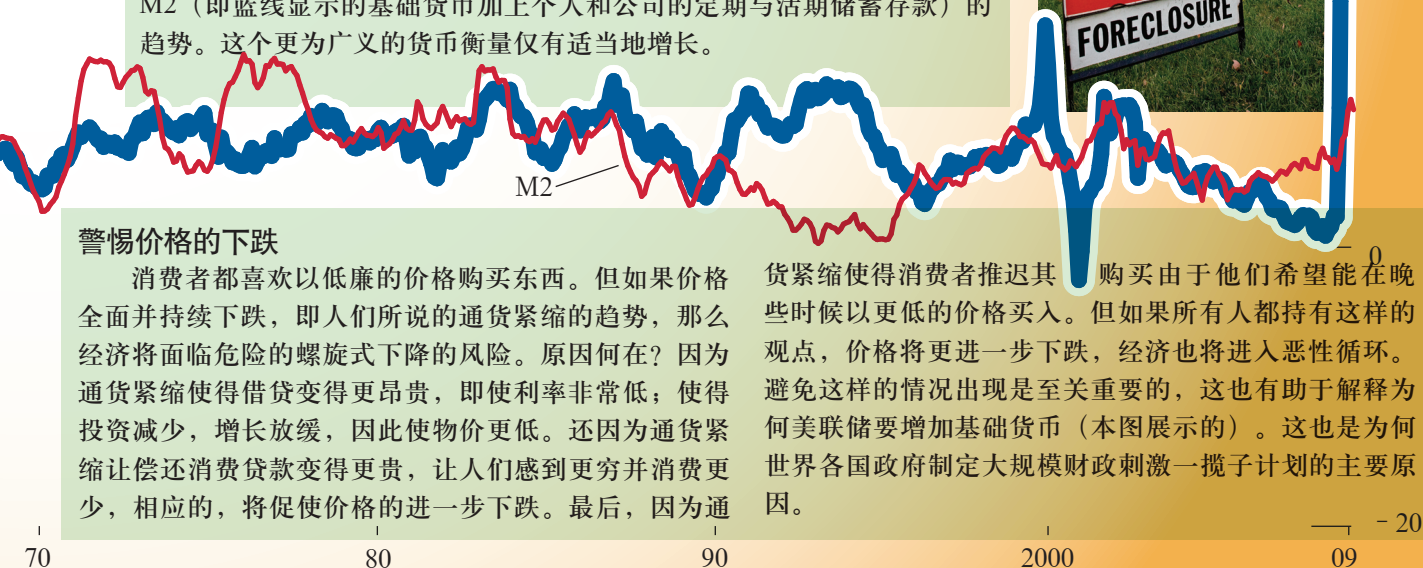
本图中的红色细线展示了没有出现通货膨胀威胁的原因，即使基础货币呈爆炸式的增长。所有存入银行的储备仍然还在。红色细线展示了M2（即蓝线显示的基础货币加上个人和公司的定期与活期储蓄存款）的趋势。这个更为广义的货币衡量仅有适当地增长。



警惕价格的下跌

消费者都喜欢以低廉的价格购买东西。但如果价格全面并持续下跌，即人们所说的通货紧缩的趋势，那么经济将面临危险的螺旋式下降的风险。原因何在？因为通货紧缩使得借贷变得更昂贵，即使利率非常低；使得投资减少，增长放缓，因此使物价更低。还因为通货紧缩让偿还消费贷款变得更贵，让人们感到更穷并消费更少，相应的，将促使价格的进一步下跌。最后，因为通

货紧缩使得消费者推迟其购买由于他们希望能在晚些时候以更低的价格买入。但如果所有人都持有这样的观点，价格将更进一步下跌，经济也将进入恶性循环。避免这样的情况出现是至关重要的，这也有助于解释为何美联储要增加基础货币（本图展示的）。这也是为何世界各国政府制定大规模财政刺激一揽子计划的主要原因。





未完成的开发项目，美国马里兰州。

并非所有资产价格暴涨的后果都是一样的——要根据资产是如何持有的，以及谁将遭受可能的泡沫破灭的影响来采用正确的应对政策。

在市场经济中，资产价格的暴涨是相当普遍的现象。据史料记载，最早的一次资产泡沫是1637年在荷兰发生的郁金香热事件：郁金香价格被炒到最高时，其价格相当于当时一个熟练工匠年收入的10倍多。而最近的一次则是过去10年美国住房市场的繁荣，房地产价格泡沫的破灭引发了现今的全球经济危机。

但并非所有资产价格暴涨的后果都是一样的。其中有些导致了危机和金融灾难事件；有些却促使了经济增长，并留下了可长期使用的固定资产，如19世纪40年代英国发生的“铁路热”。目前这场金融危机的范围和严重性再次引发了关于经济政策是否要干预资产价格暴涨和杠杆率提高的讨论。如果真这样做，应当将其列入货币政策的范畴吗？这会给监管措施带来负担吗？财政政策应在这其中发挥怎样的作用？尽管经济学家和决策者将继续进行这场讨论，但现在我们可以得出一些初步的结论。

杠杆作用下的价格暴涨更加危险

资产价格暴涨本身也许不是什么大问题，但问题是谁持有这些资产并承担风险，通过什么融资方式导致资产价格暴涨，以及泡沫的最终破灭将如何影响金融机构。与资产价格暴涨有关的融资杠杆率、银行和其他金融中介的参与程度，将决定对资产负债表影响的程度，以及泡沫

破灭对信贷供给的危害。

正如我们最近几个月所知，当银行参与制造资产价格暴涨，且当这些暴涨的价格又是通过使用高杠杆的机构提供信贷支撑时，泡沫破灭的代价就更加高昂。这是由于当资产价格下跌时，借款人和银行的资产负债表状况急剧恶化（特别是在到期期限普遍不匹配的情况下），从而导致信用冻结，这会对经济活动造成严重影响。在资产价格上涨期间，抵押品价值上升，银行相应放宽信贷约束。信贷额度的增加反过来又为资产价格的上升推波助澜。由于抵押品价值的下跌阻止了借款人获得新的贷款，这将进一步压低资产价格，因此，这种螺旋式下降必然导致资产价格的下跌（Kiyotaki和Moore,1997年）。

相反，在杠杆率和银行参与有限的情况下，泡沫的缩小并不会对经济造成重大的破坏。例如，2001年网络泡沫破灭后，只出现了比较轻微的经济衰退。在那次资产价格暴涨中，银行扮演了次要的角色。股价暴跌确实具有财富效应，但当时并没有造成借款人和放贷者资产负债表不断恶化的负反馈（即当前金融危机的特征）。因此，那次股价暴跌没有引起银行体系严重受损，也没有出现我们现在看到的信贷供应被削弱的状况。

如果决策者们已经确定资产价格暴涨正在形成，并考虑在对实体经济造成严重影响之前实施紧缩政策，在此情况下他们应当采用什么工具？

更坚定地重点放在宏观金融稳定上

第一种方法是传统的货币政策。但央行的银行家们都很谨慎，他们中的绝大多数都审慎地运用利率政策以控制资产价格的暴涨。那些赞同善意的取舍的人认为，央行的政策重点应当是控制通货膨胀（而且如果被授权，其将把重点放在增长问题上）。对经济状况进行监控时，资产价格可以作为有用的信息（例如，资产价格迅速上涨可能是反映全面通货膨胀压力的一个信号），但其本身不应当被作为调控目标。

这种观点有以下四个主要论据：

- 货币政策的作用是控制通货膨胀。
- 很难判断是否出现了资产价格暴涨。
- 货币政策也许是一种过于滞后的工具。
- 政策干预弊大于利。

对于上述理由，支持这种观点的人认为货币政策更加适合于泡沫破灭后刺激经济的恢复，不应在资产价格暴涨刚开始形成的时候就采取干预措施。

但正如目前经济危机所表现的那样，资产价格泡沫破灭的成本有可能极其昂贵。而且这也向我们昭示，在金融体系受到严重损害时，传统的政策杠杆——降低利率和对经济体注入流动性——并不能很好地发挥作用。此外，尽管投机性的资产价格暴涨确实很难加以判定，但只要密切关注参与提供信贷和银行体系的情况，其难度就会下降。另外，虽然发现“恶劣的”资产价格暴涨有难度，但我们仍最好在做出判断（如是否将引发通货膨胀）的基础上采取政策措施。因为如果风险确实存在，不采取措施可能会导致发生灾难性的情景。其后果是——系统风险积累到某种程度，可能预示着经济将出现急剧下降，而且到了某种程度，监管也无法完全防止系统风险的积累——中央银行无法采用善意的有取舍的措施来控制资产价格和信贷膨胀。价格稳定应当是更宽泛的管理下实现宏观金融稳定的一个目标。

但货币政策过于滞后，单靠它无法有效制止投机性暴涨。你想让上百万人因你的银行的高杠杆率而失业吗？另外，在资产价格暴涨期间，预期资产收益率远远高于受利率边际变动影响的水平。资本账户的放开进一步限制了利率的有效性——例如个人与公司可以从国际性银行的分行寻求贷款。经济开放的小国和金融业更发达的国家尤为如此，因为这些国家的银行更加容易从国外获得信贷。更紧缩的货币供应还有可能吸引国外资本，并进一步刺激优质资产的需求。

由于资产价格暴涨可能引起重大问题，即大量银行的破产倒闭，采用审慎的和行政的措施可能是针对性更强的解决方案。因此，这些措施应当成为综合政策的核心内容。

更完善的监管可以补救

一个主要问题是，现行的监管手段不能抑制金融市场

的顺周期性和杠杆率的积累。事实上，情况恰恰相反。

在大部分情况下，审慎监管不能防止经济状况良好时系统风险的积累和形成，反而使经济衰退加重。现有的监管制度规定，银行在经济衰退、风险上升时必须持有更多的资本，尽管此时资本已经耗尽。由于违约率可能是反周期的，因此巴塞尔协议II下的银行内部评级方法将导致上述问题（Repullo、Saurina和Trucharte，2009年）。这会迫使银行削减贷款规模，并因此使经济低迷的局面更加恶化。

为了更加行之有效，监管应当对公司提供激励，从而消除宏观经济冲击的影响。然而如何设计有效的反周期审慎政策，是一个经济学家和决策者最近才开始研究的领域。

在设计这些政策时（IMF，2009年），监管当局应当考虑下述因素：

- **建立缓冲机制。**反周期的资本监管规定和贷款损失准备金制度，可以在控制资产价格暴涨时发挥重要作用。
- **限制杠杆率。**为防止在资产价格上升过程中出现杠杆率过高的问题，需对应风险加权资本金要求设定相对简单但明确的杠杆率限制。
- **限制不动产贷款的波动率。**通过反周期的贷款与价值比率限制，可以降低不动产贷款的波动幅度。例如其可以根据经济增长情况、房屋定价方法或者住房贷款总额来降低不动产贷款的波动幅度。更加严格的贷款监管规定可以限制未经套期保值的外币信贷的迅速增长。
- **限制承担的风险。**我们可以针对特殊的风险来源制定政策，例如对某类贷款，我们可以提出更加严厉的贷款条件和抵押担保的要求，并加强对外汇风险敞口的限制。
- **不鼓励过度借贷。**我们可以取消隐性的外汇担保，或对特定贷款实行财政刺激措施，还可以开展公众风险意识宣传教育活动（Enoch和Ötger-Robe，2007年）。

- **监控问题银行。**最后，应当采取措施，提高经济体承受泡沫破灭的能力。这些措施包括对潜在的问题银行进行更集中的监控，更坚定地实施风险管理政策的信息披露规定。值得我们铭记的是，在金融危机发生前，广为流行的观点是资产证券化已经将风险从银行体系中转移出去了。

制定和实施上述监管准则并非易事（请参阅本期《处于经济危机压力下的欧洲》），特别是在全球化世界的背景下。金融一体化限制了单方措施的有效性，因为个人和公司可以将资金转移到离岸中心和外国银行的总行，从而规避监控规定。

当然，我们还需要开展更多的国际合作。如果各国监管机构共同努力去堵塞漏洞（例如，防止将国内的外币贷款转换为直接的国外信贷），那么监管措施将会更加有效。由于金融体系越来越一体化，这种国际合作也越来越重要。

通过税收来抑制资产价格暴涨

决策者可以采取的最后一个工具是财政政策。财政政

策可以有助于抑制资产价格暴涨。通过减少总需求，从紧的财政政策可以遏制脆弱性的形成。税收尤其能够影响资产的价格。但是，税收政策也是反应滞后的工具，而且对于是否应当采用加税的办法来抑制资产价格暴涨，目前还存在争议。

尽管如此，当前的金融危机仍然应当促使决策者重新审视有助于杠杆化的长期措施，如允许减免抵押贷款的利息。虽然大多数观察家都认为在目前的金融危机中财政政策几乎不起作用，但许多国家的税收规定明显推高了家庭和公司的债务水平，这可能增加了宏观经济的脆弱性。税收规定还会影响关键资产价格的上涨和波动性。这所带来的问题是，确定的税收政策是否会在抑制和支持资产价格方面发挥作用。对抵押贷款实行税收减免政策的效果就是这方面的实例。

今后的对策

新出现的资产价格暴涨可能难以发现，而且也不易提出有效的对策，这也说明为什么决策者已打算避开对公司采取政策措施。

正如大家都已熟悉的这段痛苦经历，银行融资造成的资产价格暴涨可能会导致泡沫破灭，这将损害对经济体的信贷供应。其他原因造成的暴涨（如股票市场的暴涨）可以更加安全地让其自我调节与消化。目前金融危机的教训是明晰的：如果资产价格暴涨是由金融体系提供高杠杆率而引起的

膨胀，决策者在决定袖手旁观之前应当反复斟酌。

是否进行政策干预，取决于资产泡沫的融资方式和风险的承担方式。由运用有限杠杆率的融资方式和少数金融中介参与所导致的资产价格泡沫，可以在不对经济造成重大损害的情况下被挤出。过度使用杠杆率无异于为资产价格的上升煽风点火，此时经济体所遭受的风险更大，而且风险主要集中在银行体系中。

各种政策工具的混合使用可能是抑制资产价格暴涨的最好办法。今后，货币政策必须更多地考虑如何控制资产价格暴涨和保持金融稳定的问题。但是，应对之策必须动用更多的资源来支持灵活而审慎的新措施，从而控制金融媒介的顺周期性变化。■

Giovanni Dell’Ariccia是IMF研究部的副处长。

参考文献：

- Enoch Charles, and I. Ötör-Robe, 2007, Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe (Washington: International Monetary Fund).
IMF, 2009, “Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management,” (Washington); see <http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4316>
Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, “Credit Cycles,” Journal of Political Economy, Vol. 105, No. 2, pp. 211–248.
Repullo, Rafael, Jesús Saurina, and Carlos Trucharte, 2009, “Mitigating the Procyclicality of Basel II”; see ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/repullo/RST_G20_ebook.pdf

■ 2009 ■ 年会 ■



世界银行集团 ■ 国际货币基金组织

时间：2009年10月3—5日

地点：土耳其 伊斯坦布尔

欲知更多的信息，请联系：
Annual Meetings Program of Seminars
IMF—World Bank Group
Washington, D.C. 20431 U.S.A.

电 话：[1](202) 473-3394
传 真：[1](202) 623-4004
Email: seminars@worldbank.org
网 址: www.worldbank.org/pos

欢迎来到 土耳其 伊斯坦布尔 参加2009年系列研讨会

发人深省的思考 →

明确设定的议程 → 鼓舞人心的行动

该系列研讨会是首屈一指的全球论坛，您可以同来自世界各地的有影响力的私营部门的管理人员、185个国家的高级别决策者，以及其他在国际发展和金融领域的领导人进行强有力的、有建设性的对话，以在全球经济方面加强合作。

2009年的主要议题

- ◆ 全球危机与应对政策
 - ◆ 金融危机与穷人
 - ◆ 危机、复苏与结构性改革
 - ◆ 新兴欧洲与中亚
- ◆ 国际金融体系的未来
 - ◆ 环保的危机回应
 - ◆ 危机后私营与公共部门的角色

完美风暴

奥利维尔·布兰查德对金融危机根本原因的分析

在2008年11月的一次演讲中，IMF首席经济学家奥利维尔·布兰查德对始于住房抵押贷款证券的金融危机，如何演变成20世纪30年代以来最严重的经济衰退，进行了阐述。

在金融危机刚开始的一段时间里，其对实体经济的影响有限。但好景不长，从2007年下半年起，金融机构股票市值的缩水导致房价和股价的不断下跌，以及更高的风险溢价，信贷发放也开始告急。而到了2008年秋季，这种影响突然间变得更加显见。市场开始担心金融危机会继续恶化，并可能再次引发“大萧条”，这最终造成全球股票价格急剧下跌，消费者和企业信心的遭受重挫。

经济繁荣时期不断积累的某些基本条件孕育了这场危机，而放大机制严重加剧了其影响，这两者共同促成了这次金融危机的爆发。

布兰查德认为，有两个相互关联但

又有所区别的机制在发生作用：第一，出售资产，以满足投资者对流动性的需要；第二，出售资产，以重新恢复资本充足率。在与金融危机产生的初始条件的共同作用下，这两个机制促成了20世纪30年代以来最严重的全球经济衰退。

产生金融危机的四个初始条件

这次金融危机爆发的导火索是美国住房价格的下跌。但是，与美国股票市场资本总额相比，次贷危机所造成的初始损失并不大，与随后出现的全球股票市场缩水情况相比，更是黯然失色（见图）。然而在这几年的时间中，这一阶段却一直在酝酿一场更大的危机。布兰查德指出了这场危机产生的四个先决条件：低估了新发行的资产中所包含的风险；金融机构资产负债表中的衍生证券不透明；境内与跨国金融机构之间存在

关联性；整个金融体系的高杠杆率。

在金融资产的创造和交易过程中，其显现的风险远低于真实风险。在住房价格稳定或上升的预期下，相对而言绝大多数次级抵押贷款看上去是无风险的：抵押贷款的价值可能与住房价格高度相关，但当住房价格随着时间的推移不断上升时，这种不平衡的情况会慢慢消失。回过头来看，这种看法的谬误之处在于其所设定的前提：如果住房的实际价格下降了，那么许多住房的价值就会低于其抵押贷款的价值，从而导致还贷违约，并丧失抵押品赎回权。为什么获得次级抵押贷款的人和持有抵押证券的机构会如此低估真实的风险呢？人们作出了许多解释，也列举了许多过失者。每种解释都包含了部分真相，但仅仅是一部分而已。

布兰查德认为从经济基本面的角度阐释才是最全面的。历史告诉我们，良好的经济环境常常会催生信贷膨胀，从而导致边际资产和边际贷款的增加。借款人和贷款方只盯着最近时期的历史收益率分布，并且对未来收益率的预计变得更加乐观，事实上是过于乐观了。在21世纪伊始，世界上大多数国家的经济环境都非常好，经济持续增长，且保持了低利率。我们不妨看看美国的住房价格情况：借款人和贷款人都会指出这样一个事实，自从1991年以来，住房价格每年都在增长，即使在2001年经济不景气期间也是如此。

证券化导致金融机构资产负债表中的资产愈发复杂且难以定价。证券化出现得很早，但只是在过去的10年间才获得了突飞猛进的发展。在2008年年中，美国超过60%的抵押贷款中被证券化（即建立住房抵押贷款证券的资产池），而这些证券产生的收益流被分割成不同的等级（部分），以向某些投资者提供较高风险的证券，而向另一些投资提供较小风险的证券。

为什么证券化会以这种方式飞速发展呢？这是因

为此证券化方式曾经是，且依然是分散风险方面的重大进步，而且基本保持了健康发展。的确，环顾金融危机爆发之前的各个国家，许多学者（包括布兰查德）都曾断定，与其他经济体相比，美国经济更能够经受住住房价格下降的冲击：因为这种冲击将被庞大的投资者队伍（而不仅仅是少数金融机构）化解，也因此更容易被化解。这种观点忽视了两个非常重要的事实：第一，在金融衍生产品越来越复杂，且越来越不透明。虽然对简单的抵押贷款资产池还可以进行定价，但对分块的衍生证券进行定价就很难了。而对由分块的衍生证券再衍生出的证券进行定价，就更加困难了。因此，对初始抵押品的担忧，转化成了对金融衍生证券价值的巨大不确定性的担忧。同时在这种情形下，众多金融机构持有衍生证券的事实暗示着这些金融衍生产品巨大的不确定性会影响经济体中大量的资产负债表。

证券化和全球化导致金融机构之间的联系不断增强，其中包括境内金融机构之间、跨国金融机构之间的联系。在金融危机初期流传的一个事件是，德国的一些地区性银行持有了大量美国的次级贷款，这实在出乎人们的预料。但真实情况却远不止这个案例。5个主要发达经济体的银行声称，其持有的美国次级贷款金额从2000年的6.3万亿美元，增加到2008年6月份的22万亿美元。在2008年年中，新兴市场国家的银行就声称其所持有的次贷数额超出了4万亿美元。设想一下，如果出于某种原因，这些银行决定减持其外国风险头寸（正如现在所发生的那样），那么将意味着什么呢？

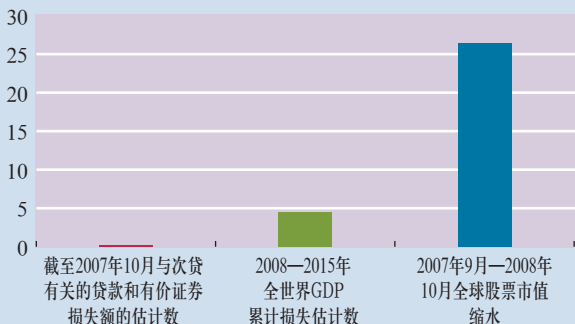
金融体系内部杠杆率不断提高。最后一个关键的先决条件是杠杆率的不断提高。由于金融机构不断为其投资组合筹集资金，资本越来越被稀释，因此资本收益率不断提高。这样做的根本原因何在？显然，乐观态度和对风险的低估在起作用。另一个重要因素是监管方面存在大量漏洞。允许银行通过采用所谓的结构性投资工具将一部分资产置于资产负债表之外，实际上是降低了资本充足率的要求。2006年，花旗银行的表外资产价值高达2.1万亿美元，已经超过了其1.8万亿美元的表内资产。这样的问题远不仅出现在银行。例如在2006年年末，“单一险种保险商”（其承保某种特别风险，例如市政债券违约风险，且在监管范围之外的领域经营）只有相当于340亿美元的资本金，却要支撑资产价值超过3万亿美元的保险索赔。

高杠杆率是引起金融危机的直接原因。在任何情况下，如果资产价值越低、不确定性大、杠杆率越高，资本消耗殆尽和金融机构破产的概率就越大。这恰恰是现实发生的情况。

被放大的金融危机

次贷危机所造成的损失远远小于随后发生的股市缩水。

(1960年=100)



资料来源：IMF《全球金融稳定报告》和《世界经济展望》（11月更新和预计数）；世界交易所联合会（2008年11月预计数）。

金融危机是怎样扩大的

最初的金融危机之所以演变成更大范围的危机，源于两种机制的共同作用，一是某些银行融资能力丧失，二是对银行资本充足率的要求。

使金融危机扩大的第一个机制，就是现代版的银行挤兑。20世纪30年代的“大萧条”时期，出现了传统的银行挤兑风潮，即存款人不断从银行提取存款。但自从那时以来，两个方面均出现了变化。

一方面，现在大多数国家都实行了存款保险制度，存款人大多是被保险人，所以其几乎没有什么动机到银行挤提存款；另一方面，银行和其他金融机构可以在货币市场进行短期“批发性融资”，从而筹集大量资金。

现代版的银行挤兑不再是传统的挤兑，因为如今当金融机构被人们认为将出现风险时，其就再也不能在货币市场进行融资。但是，其结果与传统的银行挤兑是一样的：如果金融机构拆借能力下降，其就不得不出售资产。这时，几乎没有资金雄厚的投资者愿意买入资产，某种意义上讲这是一个宏观经济现象。另外对于外部投资者来说，如果资产价值特别难于估价，那么这些资产就很可能以“甩卖价”出售，即按低于预期资产现值的价格出售。这就意味着，如果有一家机构以低价出售资产，就会进一步引起所有同类资产价值的下跌，不仅仅是资产出售者的资产负债表缩水，而且是持有此类资产所有机构的资产负债表都缩水。接下来，这又使这些机构的资本金减少，从而迫使其继续出售资产，如此恶性循环下去。

这种危机扩大机制还在发挥作用，而且我们很容易了解扩大程度是如何受到先决条件决定的。首先，资产越不透明，就越难于定价。这导致不确定性的上升，从而使人们逐渐意识到偿付风险的存在，因此提高了银行遭到挤兑的概率。基于同样的原因，外部投资者将越来越难以买入这些资产，“甩卖价”的折扣会越来越来。其次，证券化导致大量的金融机构暴露出风险，更多的金融机构将在风险状态下运行。最后，机构的杠杆率越来越高，亦即与资产规模相比，资本越来越少。这样其无力偿付债务的概率就会上升，这使其遭受挤兑的概率进一步增大。正如我们所看到的，在这次金融危机初期，所有这些因素都是非常明显的，这就是为什么危机扩大机制破坏力巨大的原因。

使金融危机扩大的第二个机制，就是金融机构保

持资本充足率的需要。面对金融机构资产价值下跌、资本金减少的情况，为符合监管要求，或者满足投资者想方设法降低偿付风险的愿望，金融机构需要提高资本充足率。原则上，这些金融机构可以做出选择：

“现代版的银行挤兑不再是传统的挤兑，因为如今当金融机构被人们认为将出现风险时，其就再也不能在货币市场进行融资。”

第一种是依靠外部投资者或通过降低杠杆率来获取资金；第二种是以出售某些资产和减少放贷的方式缩减资产负债表规模。在宏观经济发生危机时，通过私人补充资本是非常困难的，其原因如前所述：几乎没有资金雄厚的投资者愿意投资。而且，由于金融机构持有的

资产很难定价，投资者不愿意将其资金交给机构管理。在这种情况下，这些金融机构唯一能够选择的就出售其资产。最终，这一机制将产生这样的结果：出售资产会导致出现“甩卖价”，进而影响拥有这类资产的所有机构的资产负债表，后者为满足资本充足率要求，又进一步甩卖资产，出现恶性循环。总之，资产不透明、金融机构之间存在的内在联系以及杠杆作用，所有这些都预示金融危机将进一步扩大。

这两种机制是不同的。从理论上来说，即使起初不存在资产价值下跌问题，也可能发生竞相出售资产的情况。这就是著名的均衡多样性理论：如果融资活动停止，就必须以“甩卖价”变现资产，这又加剧了停止融资的现象。但是，竞相出售资产的可能性越大，人们就越质疑资产的价值。理论上讲，即使没有短期融资问题，也未面临竞相出售资产的问题，公司也可能采取措施重新恢复资本充足率。

然而，这两种机制在很多方面是相互影响的。一家正常经营的金融机构可以不出售资产，而是削减对另一家被迫出售资产的金融机构的贷款。金融危机从发达经济体向新兴市场经济体蔓延的一个渠道是，发达经济体金融机构削减其国外子公司的信贷额度，从而迫使国外子公司轮番出售资产，或者削减对其国内借款人的贷款。

简而言之，对风险、资产不透明性、金融机构之间的相互关系和杠杆作用等估计不足，以及所有这些因素的综合作用，造成了这次完美的（金融）风暴。在布兰查德发表这次演讲之后，其他一些扩大机制又进一步共同发生作用，把这场金融动荡演变成更大规模的宏观经济风暴。■

参考文献：

Blanchard, Olivier, 2008, The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies (Munich: Center for Economic Studies).



玩火

不少新兴市场国家的公司都签订了奇异衍生品合约，损失惨重

Bandall Dodd

奇异衍生品的名称听上去就像玩具的名称或童话故事一样——在韩国叫KIKO、在巴西和其他国家叫TRAN。但这些却是某种交易模式的组成部分，这种交易模式的基础是对奇异衍生品的运用（或滥用），其结局并非是虚构的。金融衍生产品的交易已经导致了巨大损失，给恐慌的货币市场火上浇油，对金融危机向新兴市场的蔓延起到了推波助澜的作用。正是这种惨痛的后果，使得参加波兰商业圆桌会议的首脑们将金融衍生交易称为“地狱之果”。

最早公布损失的是商品贸易领域的私人公司。这些公司大部分是出口商，其打算运用金融衍生产品交易对冲本国货币将要升值的负面影响。但货币不仅没有升值，反而贬值了，那些公司不得不竞相抛售本国货币并买入美元以弥补损失，这导致了外汇市场的混乱。直接损失是巨大而广泛的。据估计，新兴市场国家有5万家公司受到了影响。这其中包括印度尼西亚10%的出口商和韩国的571家中小出口企业。预计巴西的损失280亿美元，印度尼西亚的损失为30亿美元，波兰和墨西哥各损失50亿美元。并非所有的损失都发生在私人企业。斯里兰卡国有的锡兰石油公司损失6亿美元，中国的中信泰富集团遭受了24亿美元的损失。

这种情形似乎还在广泛扩散。据报道，中国香港特别行政区、印度和马来西亚的出口商和其他公司也有损失。巴西和墨西哥的公司同样遭受了巨大损失（见本期《是对冲，不是对赌》一文）。

讨论的主题

许多国家的决策者都参与到（常常是激烈的）讨论之中，即探讨如何处理那些包括被亲昵地称为KIKO和TARN的奇异衍生品（见专栏）。讨论的重点有两个基本问题。第一个问题是，公司是打算进行套期保值（即规避货币币值波动的风险）还是在进行投机？第二个问题是，作为金融衍生产品经纪商，银行是仅为

了满足客户的需求，还是参与了欺骗性的交易运作？

要真正了解客户或交易者的真实想法几乎是不可能的，因而讨论就更加激烈了。本文试图描述这些金融衍生产品，并对套期保值和投机的适当性进行分析，从而提出一些政策措施方面的建议，以有助于防止金融衍生产品的滥用。

这些奇异型金融产品对各个新兴市场经济体的影响大于对那些参与这类交易公司的直接影响，这引起了公众对这些奇异型金融产品的担忧。一旦本国货币开始大幅度贬值，KIKO或TARN的投资者遭受巨大损失，有关这方面损失的报道就会扰乱当地的货币市场，并且这还会加大抛售本币的压力。这些奇异型奇异衍生品市场缺乏透明度，这意味着货币市场既无法了解未平仓交易头寸的金额及这些头寸的持有者，也不了解潜在的损失规模。不确定性导致了担忧，进而引起恐慌。担忧将进一步打压币值，导致金融衍生产品交易出现更大的损失。

投资者的信心同样遭受打击。新兴股票市场价格暴跌，信贷利差扩大。由于外国投资者的撤资，这些市场无法为到期外债进行再融资。始于美国住房市场的全球金融危机蔓延到了新兴市场经济体。

活泼但可怕

作为市场营销的一部分，金融衍生产品的兜售者常常给奇异衍生品起一个活泼可爱的名字。KIKO的全文是“敲入敲出”期权——“敲出”是指达到某个价位时，投资者更多的收益就全部取消。TARN的全文是“目标赎回票据”，当投资者收益达到“目标赎回”金额时，更多的收益将终止执行。TARN还常常用作某种期货或某种互换。其他类似的金融衍生产品交易有雪球期权（Snowball）和累计认购期权，这些名称就使人们联想到积聚额外收益（和损失）的可能性。

初露真相

这方面的问题是2008年暴露出来的，当时开始出现参与货币套期保值交易的非金融公司陷入困境的情况，表面上看这些例子并无相互联系。此类公司进行套期保值交易主要是为了冲抵因本币波动而导致出口收入价值下跌的损失（公司必须用本币支付生产成本）。对从事进出口的公司来说，外汇套期保值尤为重要，因为这些公司收入或支付的是外汇，而非本国货币，因此其希望采取措施保护以本币计价的收入。在大多数情况下，进行这些奇异型套期保值时，出口商持有本国货币的多头头寸，即买入预期本国货币升值的金融衍生产品合约，其通常对应于美元汇率。

但类似事件很快就出现了。至少在七个亚洲国家（中国、印度、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚和斯里兰卡），以及巴西、墨西哥和波兰，开始出现因非常相似的奇异衍生品合约而造成的损失。此类交易一般在老练的金融衍生产品交易商和常常是新手的非金融公司客户之间进行。在韩国，这种金融衍生产品交易被称为KIKO（即敲入期权、敲出期权）；在其他一些国家，称为TARNs（目标可赎回远期、互换或短期债券）、可提前赎回的远期（callable forwards）或双币种存款。在日本，其使用的名称是息票互换。

这些损失的规模令人触目惊心。公开披露的损失超过了公司出口收入的合理预计值，一些公司很快就被迫申请破产保护。这与正常的套期保值交易的结果大相径庭。因此，不断扩大的损失引发了财务政策的大灾难——这种财务政策变成了丑闻。

它们究竟是何物？

尽管在各个国家的名称不一样，可形如KIKO和TARN的衍生品的基本经济结构是相同的。

- 这种金融衍生产品提供多头头寸——也就是说，这是一种投资者从标的货币升值中获利的产品。多头头寸通常以本国货币标价，但在斯里兰卡交易以原油计价，在日本以澳元计价。

- 这种金融衍生产品通常在一年（有时是两年）期间每月支付一次。KIKO由多头看涨期权（赋予买入者在约定时期按约定价格买入货币的权利）和空头看跌期权（赋予买入者卖出货币的权利）构建。这创造了期货或远期合约的经济等价物——当标的货币价格上升时，投资者获利；当标的货币价格下跌时，投资者遭受损失。

- 这类交易的潜在收益是封顶的或受限的。在某些情况下，这是一种所谓的敲出式条款，即如果外币

升值超过了特定的汇率水平，就取消按月支付。在其他情况下，如果应计收益的增长达到某个目标金额时，合约将终止。

- 这类交易的潜在损失并没有限制，而且金融衍生产品确实是结构性的。在这种情况下，通常当汇率下跌速度是标的货币汇率或参考价格下跌速度的两倍时，损失就会产生。

- 从事这种交易的初始成本或期权费为零。

恰当的讨论

我们很难了解非金融公司进行套期保值是为了应对本币的进一步走强，还是仅为了进行投机。我们也很难明白这些公司是否完全了解这类交易的风险与收益情况。同样难以确定的是，提供这些交易的金融衍生产品交易商是在满足客户的需求，还是在利用客户赚钱。

不管出于什么动机，就像这些合约的经济特性所显示的那样，结果是一目了然的。无论是套期保值还是投机交易，这些奇异衍生品都是不合适的，而且没有一个有见地的投资者会主动签订这种合约。政策讨论的重点应该进行调整，我们不必设法搞清楚金融衍生产品交易者和投资者的真实想法，而应当讨论如何最有效地保证适当的金融衍生产品真正被用于套期保值，如何保证使套期保值者免受滥用交易操作的影响，如何保证将投机交易限定在“合格的”公司和个人范围之内。

因为这些奇异衍生品与公司现有风险敞口不完全匹配，所以此种产品并不适用于套期保值。尽管公司的确需要对本币升值进行对冲，但如果本币升值足以“敲出”支付，或导致合约的赎回，KIKO和TARN工具就起不到套期保值的作用。此外，出口商从货币贬值中可能获得的收益——因为他们的产品变得更有竞争力——与贬值所带来成倍的损失率并不匹配。

对于那些可能受到因无力消化货币贬值的潜在双倍损失打击的公司来说，这类金融衍生产品也是不适用的。由此而导致公司破产的事件说明实际情况确实如此。交易适当性的一个基本原则是，投资者应该有能力和消化潜在的损失。

此外，即使从事商品贸易的公司打算进行投机，这类金融衍生产品也远不是最佳的交易工具。外汇期货、标准远期或货币互换，都可以为投资者提供相同的或更好的因价格上升而获益的可能性，同时不会使投机者面临因价格下降而出现的双倍风险。

既然KIKO和TARN不适用于套期保值，而且也不是投机交易的最佳选择，为什么其交易量又如此之大

呢？一种理论认为，投资者要么过于单纯，要么没有被告之其中的风险，或者不理解其中的风险。的确，国际金融市场风和日丽的时间太长了，以至于许多市场的投资者开始低估特定风险。而且与推出这类交易的大银行比起来，非金融公司大概更稚嫩一些。

另一种理论认为，投资者有时迫于银行的压力签订了那些合约，以此作为贷款延期的条件。一些新兴市场的金融监管机构在接受笔者访问时表示，投资者向其抱怨当他们为偿还贷款再融资时受到了来自银行的压力。对金融衍生产品流行的另一种解释是，KIKO和TARN的定价方式吸引投资者承担更高的风险，因为奇异衍生品提供的汇率比市场上流行的标准远期和期权的汇率更优惠。后一种解释意味着投资者对所投资的产品及其风险还是有所了解的。但是，这并不是说这类奇异型投资工具就是最佳选择。如果投资者清醒地接受这种风险与收益的权衡关系，这等于是在做一笔危险而又低效的交易，即非金融公司向更有经验的金融公司出售了可抵御巨额极端风险的保险单。

监管者应该怎么办？

公司有充分的动机去进行套期保值，而如果公司不担心被利用或被欺诈的话，实际的套期保值将会更多。套期保值本不应该导致奇异衍生品在新兴市场造

成的声名狼藉的损失。为促进进行更多的套期保值交易，并避免再次出现奇异衍生品投资而对外汇市场的损失和破坏，我们可以采取以下措施：

- 在国家层面上，我们应该制定投资者保护法和反欺诈的法律规定，以进一步抑制金融衍生产品的不当使用。

- 我们应该建立起金融衍生产品交易的信息披露制度。对金融衍生产品的价格和其他交易数据的公布将使市场更加透明，而且会增强国内监管机构和跨国监管机构的监管能力，以便在金融衍生产品价格暴涨之前就发现潜在问题。

- 我们应该规范新的复杂金融衍生产品的引入，或者至少应该对合格投机者之外的公司使用这些产品予以监管。具体方法是列出可使用金融工具的“积极”名单，并列出禁用金融工具的“消极”名单。

- 我们需要建立多边监察机构来监控全球市场，该机构的职能之一是对市场各种形式的不当行为和交易（如KIKO和TARN）的滥用进行识别。通过与各个国家的监管当局建立起合作关系，该监管当局应能及时向各国通报值得警惕的或可疑的市场动向。作为一个国际机构，IMF能够完成这个任务，而且其已经拥有一些必要的资源，并在成员国之间建立了正式合作渠道。■

Randall Dodd为IMF货币与资本市场部高级金融专家。



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

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu



融资新途径

当资金匮乏时，发展中国家可能尝试采取
创新手段以增加资本

美国佛蒙特州某餐厅厨房，这里的移民是散居债券的潜在购买者。

Suhas Ketkar 和 Dilip Ratha

发展中国家的短期债务数目惊人，目前已近1万亿美元。据世界银行估计，这些国家所面临的融资缺口为3700亿—7000亿美元。鉴于债券市场严峻的信心危机，这些国家使用传统的融资工具获得私人融资已变得极度困难。现在所需的是创新的融资手段，特别是面向发展中国家私人部门借款人的融资方式，这些私人借款者面临的信贷配给条件甚至比公共部门借款者更加苛刻。

资本的稀缺威胁到许多发展中国家的长期增长和就业机会的创造，甚至还会导致融资错过其最佳时机。单凭官方援助是不足以弥合长期融资缺口的。最终，我们有必要使用官方资金来刺激私人资本流入发展中国家——通过创新的金融手段，例如定位于过去未涉及的潜在投资者，或使用信贷强化（credit enhancements）的结构来激励现有的投资者。

激励投资者的这种方法知易行难，尤其是在金融危机恶化的背景下。但20世纪80年代的债务危机最终就是靠一种金融创新解决的，即1989年创建的布雷迪债券（Brady Bonds）。该债券因美国财长尼古拉·布雷迪而得名，其将拉丁美洲国家银行债务被证券化为可交易债券，从而吸引了众多投资者购买。

发展中国家可以使用的某些基于市场的创新金融机制包括向其国外的移民（散居在外的人）社区借款，证券化未来收益，以及发行增长指数化债券。初步估计表明撒哈拉以南非洲国家可以通过发行散居债券获得50亿—100亿美元的资金，并通过未来汇款和其

他未来应收款的证券化获得170亿美元。

散居债券

通过充分利用其散居社区的财富，印度和以色列政府已经获得了约400亿美元的资金，其通常都发生在流动性危机时期。这些资金被用以维持收支平衡，并为基础设施、住房、卫生和教育项目融资。以色列开发公司（DCI）发行的散居债券已经成为该国年度外国融资项目的经常性特征，自1951年起，该债券累计融资超过250亿美元。印度国家银行（SBI）仅发行过三次散居债券，分别为：1991年，国际收支危机之后；1998年，该国核试验之后；2000年。SBI共计筹集了113亿美元。散居的犹太人投资者在购买DCI债券时支付了高额的价格溢价（可能将其看做是巨大的爱国收益折扣会更好）。当印度通常的融资渠道突然枯竭时，居住在国外的印度人购买了SBI债券。

发行散居债券的理由是双重的。对于国家而言，散居债券代表了外来资金稳定和廉价的来源，在遭受财政压力的时期更是如此。对于投资者而言，散居债券为其提供了帮助原籍国，表达爱国心的机会。此外，对于散居债券来说，最坏的情况是发行人的偿债支付时所使用的是本币而非硬通货。但由于散居债券投资者持有的是其原籍国的负债，所以他们可能远远不会像非散居投资者那样对本币支付避之不及。

在各国中，拥有大型散居社区的是美国（大量移

民来自于亚洲的菲律宾、印度、中国、越南和韩国；拉丁美洲和加勒比地区的萨尔瓦多、多米尼加共和国、牙买加、哥伦比亚和海地；东欧的波兰）、日本（目前的散居者主要来自韩国和中国）、英国（有大型的印度和巴基斯坦社区）、德国（移民来自土耳其、克罗地亚和塞尔维亚）、法国（散居社区主要由阿根廷和墨西哥人构成），以及南非（其南部非洲邻国移民的聚集地）。在盛产石油的海湾国家中，大量来自印度、巴基斯坦、菲律宾、孟加拉国、印度尼西亚和非洲的移民也是散居债券的潜在买家。

如果银行和其他发行人希望利用美国的金融零售市场，他们可能必须得到美国证券和交易委员会为其散居债券进行登记，该委员会惯常的披露要求可能会令那些金融机构薄弱的国家望而却步。但在有大量散居人口的欧洲国家，监管要求则相对不那么严格，所以可以从中筹集资金。同样，在香港特别行政区、马来西亚、俄罗斯、新加坡和南非也可以发行散居债券。

未来现金流的资本化

现在证券化被视为洪水猛兽，因为全球危机根源在于美国债务的证券化。然而证券化本身并不是主要问题，主要问题是对标的资产的过于激进的高估值。只要我们不重蹈覆辙，并且提供充裕的附加准备金以应对标的抵押品价值的下降，那么在当前全球低风险偏好的环境下，通过未来硬通货应收款的债务证券化是发展中国家筹集资金的可行选择。

自从墨西哥电信巨头Telmex公司第一次进行基于未来美元收益流的证券化交易以来，主要的评级机构已经评估了超过400项此类交易，总价值达800亿美元。各种各样的未来应收款已经被证券化，包括出口的石油、矿物和金属；机票、信用卡凭单、电子和书面汇款；国际长途通话；石油和天然气权利金；税收。分散化支付权（DPRs）的证券化——包括通过国际支付系统结算的所有硬通货应收款——是更新型的创新。DPRs被认为是具有吸引力的抵押品，因为其来源的多样性使得这些收入流变得稳定。2002—2004年期间，当巴西很难进入国际资本市场时，该国许多银行通过将未来硬通货DPRs证券化获得了49亿美元。

通过抵押外来硬通货应收款，证券化交易将现在和未来债权人的利益置于次要地位。在完全资本市场，这可能提高未来借款的成本和清除证券化存在的根本理由（Chalk，2002年）。但许多发展中国家距离完全资本市场还很远，而债权人可能无法区分好的和坏的风险，这为证券化铺平了道路。

基于未来收入流的交易经过了结构化，所以在发

行人履行对债券投资者的义务之前，这些支付不进入发行人所在国。尽管这种结构减少了主权转让和兑换的风险，但其他风险依然存在，包括：

- 履约风险，其与发行实体产生应收款的能力有关；
- 产品风险，其与应收款流的稳定性有关，因为价格和数量的波动会对此造成影响；
- 转移风险，如果发行人所在国政府强行将其销售给那些未将支付拨入信贷的客户，就可能出现此类风险。

许多此类风险可以通过对未来应收账户的选择和超额保险（后者现在也变得极为重要，这缘于抵押证券的低迷表现）来降低。不同于现有资产（如当地货币抵押贷款）的证券化，未来收入流的证券化结构（包括外国通货出口收益或分散化的支付权）在此次危机期间得到了良好支撑。

证券化债券的发行还有很大的潜力。其所受到的制约包括良好应收款的稀缺、强大的（投资级）当地实体的匮乏，以及明确法规（特别是破产法）的缺失。即便如此，现在的壁垒还是比十年前要少。

绩效指数化债券

固定票息债券的还本付息会与一国的支付能力冲突。当内部和外部的冲击削弱经济增长时，收入将下降，社会安全网的支出也相应上升。这一结果增加了财政压力，并迫使政府在拖欠外债和通过政策增加还本付息的可用资金这两者中选择，但后一种方案会加剧产出的下降。绩效指数化债券就是为了克服这一问题而设计的。此类债券息票的设置因一国国内生产总值（GDP）不同的增长表现而异，其代表了该国的支付能力。这一特性使得发展中国家可以实施反周期的财政政策，在经济放缓时减少支付，在经济扩张时增加支付。为了避免潜在的债务拖欠，发展中国家愿意为指数化债券支付比固定息票债券更高的利息，这一点似乎是可信的。

这种想法已经存在了一段时间了，尽管有很大的吸引力，但增长指数化债券仍未流行。只有少数发展中国家——阿根廷、波黑、保加利亚、哥斯达黎加——引入了这些条款或凭证，在GDP增长超过某一临界值时，增加债券持有人的回报。例如，阿根廷的GDP指数化凭证项目，即在任何一年GDP增长率超过趋势时，政府有义务支付年度GDP超额部分的5%。这些凭证起初的市场估值很低，但随着2007年阿根廷经济的强劲增长而上升。

出于对GDP数据准确性、经济增长被人为低估和

债券复杂性的担心，增长指数化债券的广泛使用遭到了抑制。这些障碍并非不可逾越，但到目前为止，增长指数化债券的流动性还是很低，并且似乎出现了一种新型的溢价（Costa、Chamon和Ricci，2008年）。

与主权国家发行的增长指数化债券类似，地方借款人可以发行绩效指数化债券（PIBs）。PIBs的息票可以与借款实体绩效的明确定义的指标相挂钩。例如，对于省级或市级政府来说，该指标可以是财政收入目标；对公共部门港口管理机构来说，该指标可

以是清关或过境时间；对于私人公司来说，该指标则可能是其盈利（Ramachandran、Gelb和Shah，2009年）。这些工具尚未经过测试，但其对新兴市场的大型地方借款人似乎是有作用的。

公共政策问题

正如早期的金融创新，散居债券、基于未来收入流的证券和绩效指数化债券便利了发展中国家的融资。未来收入流的证券化被用以转移借款人的信用风险，从而提高了信用等级、增加了流动性。散居债券旨在提高流动性。增长或绩效指数化债券通过将息票和还款能力联系起来以降低信用风险，并通过给予债权人以发展中国家主权和地方借款人的绩效期权来增加流动性。

多边机构和官方捐助者可以在促进以市场为基础的金融创新中发挥重要作用。它们能向发展中国家的那些面临严重资金缺口的借款者提供信贷强化。它们还可以在法律框架、结构、定价和风险管理，甚至在设计创新工具融资项目等方面给予技术援助。这些机构可以协助经济体建立主权评级，向非洲的贫困国家（这些国家中，许多是未经评级的[见专栏]）开放国际资本市场。它们还可以提供原始资金，用以支付由未来应收款流所支撑的结构性交易中发生的投资银行佣金和评级费用。此外，它们同样能够对未来收入流提供部分担保，从而降低风险，促进私人资本流动。在提高GDP数据的准确性和透明度以支持增长指数化债券的发行方面，这些机构起着明确的作用。■

Suhas Ketkar是范德比特大学的经济学教授，Dilip Ratha是世界银行发展前景组的首席经济学家。

本文借鉴了Suhas Ketkar和Dilip Ratha的《促进发展的创新融资》，该书于2008年由世界银行出版。

主权评级与市场准入

发展中国家要进入信贷市场，不仅受到其所提供的债务类型的影响，还会受制于评级机构所给出的质量判断。评级机构评估的是一国状况，即是所谓的主权信贷评级。主权评级同样对地方借款人的评级提供了基准。

一般而言，主权债务的利差会随着主权信用等级的提高而回落。但当评级上升至投资级别时，重大影响出现了（见图）。尽管如此，低主权评级还是胜过没有主权评级。2005年，在70个没有评级的发展中，外国直接投资（FDI）占了私人资本流入的85%，而银行贷款基本上占据了剩下的份额。相比之下，那些经过评级的国家资本流入的形式则要分散得多——约55%是来自FDI，15%来自银行贷款，25%来自债券，剩下的近5%来自股权流动。即使B级国家的情况也比没有评级的好。对55个未评级的国家的调查表明，其信用度比过去认为的要高：55个中的八个国家有可能超过投资级别的要求，另外18个可能在B级到BB级之间。这预示着未评级国家有望在全球资本市场获得融资。债务的获得必须伴有审慎的债务管理实践。此外，受益于IMF和世界银行的重债穷国倡议和多边债务减免倡议的国家应小心从“搭便车”的机会主义中负债。

评级支付

新兴市场的信用评级越高，其政府获取资金的成本就越低。当评级降至投资级以下时，融资成本巨幅上升。

（利差，基点）



资料来源：作者的计算和Dealogic公司的分析。

注：评级来自标准普尔。投资级别的范围由AA到BBB-。利差是指新兴市场政府为主权债务发行支付的利息与美国国债的利息之间的差额。一个基点为一个百分点的百分之一。

参考文献：

Chalk, Nigel A., 2002, "The Potential Role for Securitizing Public Sector Revenue Flows: An Application to the Philippines," IMF Working Paper 02/106 (Washington: International Monetary Fund).

Costa, Alejo, Marcos Chamon, and Luca Antonio Ricci, 2008, "Is There a Novelty Premium on New Financial Instruments? The Argentine Experience with GDP-Indexed Warrants," IMF Working Paper 08/09 (Washington: International Monetary Fund).

Ramachandran, Vijaya, Alan Gelb, and Manju Kedia Shah, 2009, Africa's Private Sector: What's Wrong with the Business Environment and What to Do About It? (Washington: Center for Global Development).

是对冲，不是对赌

拉丁美洲的公司常采用新方法使自己免受汇率波动的影响。但其中也有少数公司利用这些方法进行投机——从而造成了巨大损失

Herman Kamil, Bennett W. Sutton 和 Chris Walker

对新兴市场国家的企业来说，外汇借款是一把双刃剑。与本币借款相比，外债常常可以确保企业能以更低成本和更长的期限进行融资。但是，外债同时也使企业的资产负债表容易受到汇率波动的影响。在20世纪90年代后期和本世纪的头几年，一些拉丁美洲国家的货币出现大幅贬值。相对于资产和收入而言，这些国家企业的外币债务值大幅增加，这削弱了其偿还债务的能力。该种情况反过来又加剧了银行的困境，这正是许多拉美国家所经历过的事情。

在过去10年中，因为许多国家都试图扩大汇率弹性，所以企业一直面对着日甚一日的汇率波动。对一个国家来说，汇率越灵活，就越能更好地应对外部冲击，并越能保持货币政策的独立性。同样重要的是，弹性汇率也激励企业去更好地管理自身的货币风险，因为其不能再依靠中央银行将汇率波动控制在预告的范围之内。从根本上来说，为私人部门提供货币无风险保险的时代已经彻底结束了。

通过最近一项研究（IMF, 2008年）我们注意到，在1994年至2007年，拉美国家的企业部门面对汇率变化时存在脆弱性。我们发现由于本币突然贬值，各企业已通过削减外币计价的债务比例大幅减少了资产负债表的风险敞口。同时我们还发现，这些企业一直在更积极地采用“自然的”货币对冲（出口收入和美元资产），以抵补由债务组合造成的美元风险。但是，自从2008年9月雷曼兄弟公司破产后，出现了一种新的脆弱性。一些企业（尤其是大型的、更富有经验的企业）使用了金融衍生产品合约对汇率波动进行对赌，因而当货币急剧贬值时，这带来了巨大损失。这不仅仅导致企业出现财务问题，而且使有关当局面临外汇市场的困境。

更健康的资产负债表

为研究企业部门受汇率变化影响的脆弱性，我们创建了一个新的数据库。该数据库把企业资产负债

表与股票市场的数据资料联系在一起，这涉及在阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁公开上市交易的1200家公司（包括金融与非金融公司）。在这个数据库中，我们首先说明这些企业外汇净头寸在较长时期内（1992—2007年）的变化情况，然后通过测定其中两个周期（1995—1998年和2004—2007年）内公司股票市值定价对汇率变化的敏感性，完成了对资产负债表的分析。最后，我们测试企业市值对币值波动的反应是否随时间发生变化。

我们发现，从总体上来说，过去10年中拉丁美洲国家的上市公司大幅度地减少了资产负债表的货币错配，从而降低了在汇率风险方面的脆弱性。这些企业减少了对外币债务的依赖，并更加系统地把已有的债务与外汇资产或预期的美元收入流相匹配。因此一般而言，最近其变得越来越远离货币风险。同时我们也发现，对极少数企业而言，2000年年中以来汇率波动对股票价格的影响已大大地降低。研究结论表明，企业已经愈发意识到了汇率风险，并采取措施调整资产负债表结构和风险管理实践，以应对由汇率弹性扩大所引起的潜在挑战。

进行投机企业的损失惨重

但在巴西和墨西哥，许多大企业参与了外汇衍生产品的投机性交易，这使其受到了货币波动风险的影响。对于由不可预料的汇率波动而造成的资产负债表风险敞口，巴西和墨西哥的出口商和非金融企业不是利用金融衍生产品进行套期保值或风险隔离，而是持有大量金融衍生品的投机头寸。其目的是要从本币升值，以及从本国利率与美元低利率之间的正利差中获利。2008年9月至11月，当巴西里亚尔和墨西哥比索急速贬值时，这些企业损失巨大（见表）。这两国的央行都出重拳干预外汇市场，以遏制这些损失所造成的巨大影响，并应对由此产生的对美元的异常需求。在很多新兴市场国家（包括韩国、波兰和印度）也发

生了类似的金融衍生交易，且都出现了亏损（见本期《玩火》一文）。

对于货币衍生品风险敞口，人们常常使用货币期权（这种期权赋予投资者以约定价格在约定时期买入或卖出一种货币的权利）进行对冲。在巴西和墨西哥，一些公司涉足了复杂的期权结构，不是用此彻底下注本币贬值，就是作为一个融资方式（与银行的美元贷款相比，这种融资方式成本更低但风险更大）。许多结构性头寸由此形成，以至于在本币贬值超过某个特定价格后，损失就会更加快速地积累起来。虽然在本币升值，或者汇率波动幅度不太大的时候，这类交易是有利可图的，但随着2008年9月雷曼兄弟倒闭，本币急剧贬值，损失则一发不可收。

这些公司到底损失了多少，尚难以确定。但巴西和墨西哥的损失肯定相当庞大，以至于引发了这两个国家央行的强烈反应。由金融衍生品引起的货币风险敞口造成了严重的账面损失，并预示着2008年9月之后对外汇市场的冲击有进一步扩大的危险——为了弥补盯市损失，公司需要增加保证金，因此其对美元的需求不断扩大。例如，墨西哥中央银行（以前一直按照规范的方式干预外汇市场）10年来第一次在未事先通告的情况下进行了大规模、无上限的干预。巴西中央银行卖出美元期货合约，以帮助受到影响的公司对其头寸进行套期保值，或者强行平仓，以缩小市场波动幅度。

金融衍生品的交易损失一经披露，公司股票价格应声暴跌，这充分证明金融衍生品风险敞口是市场的一大“新闻”。例如，我们对墨西哥的研究结果表明，2008年10月危机爆发之前，那些公布金融衍生品交易损失最惨重的大多数公司，其股票价值在当时随着本币贬值而趋于上涨。

涉及的政策问题

对我们所得出结论的似是而非的解释是，在过去的10年间，拉美地区大多数国家采取了灵活的汇率政策，这足以促使公司管理货币风险，从而进一步增强了公司应对外部冲击的能力。然而正如巴西和墨西哥最近的事件所体现的那样，在金融衍生品变得越来越高级和复杂的情况下，监管构架必须适应市场发展的需要，同时我们也必须加强审慎监管。

监管者和公众都需要了解非金融公司在衍生品头寸风险敞口方面的更加详细的信息。这次全球金融危机暴露出在财务数据披露和了解标的风险方面存在的缺陷。非金融公司的金融活动在离岸金融衍生品合约（只要求或执行有限信息披露）等领域的扩张，使监管机构无法评估金融风险的严重程度。巴西和墨西哥公司在货币衍生品方面的风险敞口大大出乎人们的意料。对此货币市场作出了回应，两国的央行也都采取了措施。这说明公司部门在金融活动方面的信息不充分给宏观经济造成了潜在的不利影响。

巴西和墨西哥最近的情况同样暴露了公司层面的金融风险管理问题。导致金融衍生品损失的原因还包括，公司治理层各种各样的失误（风险管理不善），金融工具提供者缺乏恰当的披露（银行被假定已向期权买入者讲明金融衍生品的内在风险）。监管当局应该意识到在汇率波动率低的环境下，银行及其客户在稳定时期过度扩张业务，承担太多的风险，都会使鼓励措施走偏。

对于拥有重要金融衍生品场外交易市场的国家而言，其监管者可以提高交易的透明度，完善信息披露制度。在场外市场操作的金融机构应更多地报告交易情况，包括有关金融工具和交易对手的更详细的信息。特别是，要求非金融类上市交易公司报告其在离岸市场从事衍生品交易所持有的风险敞口，可能是有益的，因为以前监管机构没有对这类风险进行全面监管。同时，这也有益于鼓励进行外汇衍生品交易，从而降低交易对手风险，提高透明度。这些措施将有助于更好地评估由金融衍生品交易引起的系统风险的积聚。这还可以进一步加强市场约束，也有助于最终投资者通过评级机构之外的途径开展一些尽职调查。墨西哥和巴西的监管当局正在向这个方向转变。■

Herman Kamil 是IMF西半球部的经济学家, Bennett W. Sutton 是该部门高级研究员, Chris Walker 是该部门高级经济学家。

参考文献:

International Monetary Fund, 2008, "Corporate Vulnerability: Have Firms Reduced Their Exposure to Currency Risk?" Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, Chapter 5, (Washington, October).

对赌损失		
在2008年第4季度，巴西和墨西哥的几家大公司因参与奇异外汇衍生品交易而遭受重大损失。		
	损失	损失
公司	(百万美元)	(占总资产百分比)
墨西哥		
Comerci	2,200	60
Cemex	911	2
Gruma	852	27
Vitro	358	15
Alfa	194	2
GISSA	161	34
巴西		
Sadia	2,400	41
Aracruz Celulose	2,100	42
Grupo Votontarin	1,000	55
资料来源：墨西哥——公司季度财务报告；巴西——新闻报道；彭博社；路透社。		

拉丁美洲：何时实施财政刺激政策才是正确的？

全球经济危机期间，有些国家实施财政刺激政策是恰当的，但有些国家却没有明确的答案

Nicolás Eyzaguirre、Benedict Clements 和 Jorge Canales-Kriljenko



像世界其他地区一样，在抵御全球经济低迷的不利影响方面，财政政策的作用一直是拉丁美洲政策争论的中心。预计该地区的经济将由2008年4%的健康增长下滑至2009年的负增长。近几年来，拉丁美洲在扩大就业和减少贫困方面取得了令人瞩目的成就，而现在情况出现了逆转。财政（或者说政府收入）也面临压力，即使没有新的财政支出要求，各国都很难实现控制预算赤字的目标。同时，由于融资渠道有限和持续的高债务，许多国家很难扩大公共借款。在这种情况下，决策者如何评估实行财政刺激政策是否适当？当经济低迷时，政府在什么样的市场条件下实行这种财政扩张政策，才能有效地保持国民的生活水平？

经济低迷时期的财政政策效应

经济紧缩和商品价格下降都对政府财政收入造成重大压力。经过几年增长以后，预计2009年拉丁美洲国家财政收入占GDP的比重平均将下降2%左右（如图）。商品制造国的财政收入下降得更为明显。财政收入很可能远远低于各国预计的长期水平。关键的问题是，政府是否需要防止公共支出的下降？防止支出下降是否可行？

在确定合适的财政政策时，决策者需要考虑一个重要问题，即在一定的融资条件和利率下，预算赤字将产生何种效应。增加政府预算赤字将扩大资金需求和提高公共债务水平，在某些情况下可能会促使利率大幅上升。

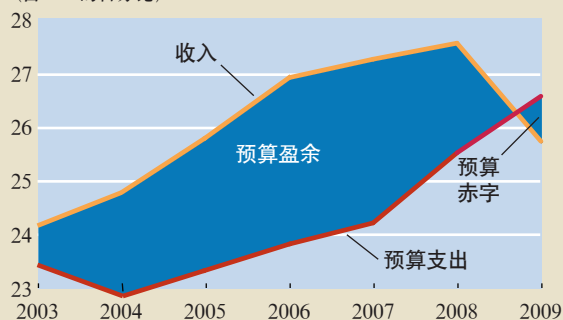
对于拉丁美洲新兴市场经济体而言，在一定利率水平条件下，高预算赤字的效应可能比发达国家要强得多。许多国家的政府还必须建立可靠的中期（一般为

三至五年）财政框架，以确保一旦经济活动恢复，市场上超常的赤字增长情况将被逆转。其结果是公共债务的路径以及中期公共借款的需要可能出现不确定性。此外，大多数拉丁美洲国家的政府无法像工业国家那样借入长期债务。这意味着这些国家必须进行再融资或滚动借款，在所有给定的年限内实际分担公共债务。新兴市场国家的债务还特别容易受到投资者风险偏好改变的影响。最后这个因素非常重要，因为市场一旦怀疑财政的可持续性或政府中期高赤字下的融资能力，就可能导致利率的大幅上升和资本大规模外流的压力。此外，工业化国家公共债务水平的大幅提高抬高了全球的利率水平，也加大了新兴市场国家中期

财政收支状况的变化

2009年，预计拉丁美洲国家政府收入将下降，且该地区将出现预算赤字。

（占GDP的百分比）



资料来源：IMF工作人员的计算。

注：财政收入和支出是以下国家收支的简单平均数。这些国家是：阿根廷、玻利维亚、巴西、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、厄瓜多尔、萨尔瓦多、危地马拉、洪都拉斯、墨西哥、尼加拉瓜、巴拿马、巴拉圭、秘鲁、乌拉圭和委内瑞拉。预算支出是指不含利息支出的政府经常性支出。



玻利维亚首都拉巴斯的街市。

融资能力的不确定性。

财政政策效果

首先考虑这样的情形，即政府财政框架的可信度高，且公共债务负担轻。在正常的融资条件下，政府（通过发行国内债券进行融资）增加支出可以拉动经济增长。公共债务水平提高会部分导致利率水平的上升（即高于基准利率）。但是这不可能抑制财政政策效果，主要是因为当前的基准利率已经不适合低利率现状，而这种低利率又是由全球经济减速和储蓄过剩造成的。

例如，通过运用IMF的“全球一体化货币和财政模型”（Kumhof和Laxton, 2007年），拉丁美洲典型的小型经济体模拟分析结果表明，如果增加的公共投资相当于GDP的0.5%左右，第一年拉动经济平均增长近半个百分点。财政扩张政策对经济增长的净影响还取决于货币政策的配合和最初设定的基准利率条件。

但是，如果中期高赤字使市场对中期融资或公共债务的可持续性产生担忧，财政政策就无法发挥稳定经济的作用。在这种情况下，对政府融资的担忧将促使持有政府债务的投资者要求得到更高的风险溢价，这将推动利率上升。在实行浮动汇率制度的经济体中，更高的风险溢价将导致汇率贬值。这将急剧地提高进口成本，支出将转向国内产品，资源被重新配置，转向出口和进口替代的经济活动。对于预先确定汇率政策（如固定汇率，或爬行钉住汇率）的经济体来说，其必须大幅提高利率以保护汇率水平，从而抵消财政扩张的效应。这种高利率甚至可能降低高额预算赤字政策刺激经济增长的作用，这一点取决于财政框架、公共债务水平和货币政策框架的可信度。

财政刺激政策措施的构成

除融资问题外，我们还必须考虑拟采用的财政刺激政策工具的效率。在这一点上，拉丁美洲的普遍教训类似于其他地区。正如Spilimbergo和其他学者（2008年）指出的那样，首选的财政措施必须具有很大的财政乘数效应，不仅可以很快地实施，而且一旦经济稳定后能够被取消。符合这些标准的政策措施包括加速原定计划的投资和/或维护，针对高消费（而非储蓄）倾向人群的临时性税收减免，以及增加失业救济金等。经济稳定后难以削减的财政支出（例如提高公共部门的工资）则不是很好的政策目标。拉丁美洲国家财政支出的长期趋势是不断增加主要的经常性支出（即不包括利息支出的财政支出），对此我们需提高警惕。例如，2000年至2008年，经常性支出增加额占GDP的比重大约提高了2个百分点。

我们的底线是财政刺激的范围必须具体情况具体分析。在若干国家，私人部门经济的低迷可能为临时而周密设计的财政刺激措施提供政策空间。如果政府的政策可信度高、债务负担低且货币制度灵活，其在实施有效的反周期财政政策时会处于有利地位。但在可信度低的国家，反周期财政政策可能达不到预期目的。介于这两者之间的国家，如果采取提高可信度的措施，可能要支付可观的红利。

例如，没有这样做的政府将从推进可持续的中期财政框架中受益。这些框架应与政府应对短期冲击（如全球环境恶化或商品价格急剧下跌所导致的经济增长速度大幅下滑）的特殊战略结合起来。这些框架还应包括应对财政长期挑战的特殊计划，如养老金支出等。最后，这些框架还应说明，政府将如何应对或有的或可能突然发生的财政危机。建立这种可信赖的、制度化的财政框架，将保证短期的财政扩张措施有足够的市场空间，从长期看也不会威胁财政的可持续性。■

Nicolás Eyzaguirre是IMF西半球部主任，Benedict Clements是该部门的处长，Jorge Canales-Kriljenko是该部门的高级经济学家。

参考文献：

Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits," IMF Working Paper 07/202 (Washington: International Monetary Fund).

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis," IMF Staff Position Note 08/01, December (Washington: International Monetary Fund).

论监管理念的有关

S. Raihan Zamil

基于风险的监管试图激励创新并奖励正确的行为，但却助长了全球金融危机。

金融危机的起因现已得到广泛的认同，但对于全球金融系统的监管理念是如何助长了当前的金融危机，在公开讨论中却鲜有正确的理解。这种理念方式通常被称为“基于风险的监管”

(RBS) 框架。一些主要的经济发达国家以及世界上其他许多国家都采用这种风险管理框架。尽管RBS框架是指整个金融系统监管的一般理念，但我将更狭义地使用这个词，即适用于银行系统的官方监管。

RBS理念的核心观点是，只要银行系统拥有健全的风险管理系统，且有足够的收益和资本来应付那些潜在的风险，就可以实质性地从事各种形式的金融活动。简而言之，RBS试图对那些治理结构良好的银行进行放权，以激励创新并奖励正确的行为。

RBS框架的另一个目标是，在风险的效应威胁到单个银行和整个银行系统的稳定之前，通过对风险管理实践薄弱

环节的早期识别和处理，提高金融监管的前瞻性。实际上，所有采用这种理念方式的国家都已对本国的法律、规章和监管方法进行了调整，以支持上述的RBS理念。

风险监管蹒跚而行

诚然RBS理念极好，其框架也产生了实际的好处，因而被认为是一个国家银行业监管的最佳办法，但其缺陷却很少有人论及。目前的金融危机已经暴露出此银行体系监管方式的基本缺点。

首先，对单个银行监管者来说，RBS理念触及了重要的公共政策事项——例如是否允许机构从事某些金融活动，以及金融系统是否需要更广泛的稳定。以最近声名狼藉的住房抵押贷款为例，银行通过证券化来发起和/或购买国内抵押贷款(这些抵押贷款仅需要非常少量的首付款，或根本不需要首付款，而且也不需要任何客户偿付能力的证明文件)的这种行为是否应得到批准？我们应当允许银行向其小额储户销售复杂的结构性金融产品吗？

一方面，支持者认为创新性融资方式和拥有广泛的金融产品有助于金融创新，可为更广泛的客户提供更多的信贷渠道和金融产品。但另一方面，批评者认为必须区分好的和坏的金融创新，这其中包括诺贝尔奖获得者、经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨。

且不论这些观点的对错，如果我们只是通过观察单个银行的风险管理和理财能力来分析这些金融活动是否合理，我们就可能无法观察到公共政策和系统风险更广的含义：对于金融体系来说，这些金融活动究竟是有利还是有弊。这些重大问题最好在制度层面上进行分



问题

析，而不应局限在单个银行监管者的层面上。

判断技能

第二，RBS理念依赖于银行监管者和单个银行的风险管理师作出合理判断的能力。风险管理的好坏不能简单判断为非黑即白，因为还存在介于两者之间的灰色区域，所以这也经常引发监管者和被监管者间的激烈争论。由于大型银行开发了越来越复杂的风险模型，而中央银行、监管部门乃至银行内部也只有少数人才完全懂这些风险模型，因此随着时间的推移，风险判断程序变得愈加复杂。

在这种RBS模式下，银行的风险管理能力与其许可的金融活动范围之间存在显而易见的关系，我们必须据此考虑这种关系的含义。同样，得出错误的风险评估的代价高昂，正如当前金融危机所表现的那样，它可以以一损俱损的方式导致整个金融体系瘫痪。

第三，虽然RBS框架的重要目的是让银行监管机构在早期发现和解决银行系统出现的问题，但是当银行的收益和资本头寸依然表现强劲时，限制银行进行风险经营活动会非常困难。根据这种RBS理念，早期的监管干预就显得更加重要，特别是因为该理念还主张放松对银行金融许可经营范围的管制。在实践中，无论在公司层面上还是在政治层面上，该理念在这两方面都遇到了问题。

例如，在公司层面上，或者说在微观层面上，如果监管者判定银行自定的贷款标准过于宽松，以此作为监管的关注事项，银行的管理层会将会以银行的超额收益和资本头寸作为银行控制风险能力的“证据”。这样，即使银行监管者发现了这些缺陷，其往往也只是提出一些“温和的建议”，而不是发布“强制的指令”。由于银行资本充足率具有顺周期性，准确地说，在经济繁荣时期，银行业竞争激烈、信贷快速增长。这不可避免地导致风险偏好的全面上升，以及风险评估标准的降低，这时人们会容忍银行资本充足率不足的问题。这就更加剧监管面临的挑战。目前的金融危机暴露出这样一个问题，即无论是单个银行，还是整个银行业体系，在全球银行业盈利水平创纪录且资本从表面上看达到健康水平的时候，其金融风险已经积聚到不可持续的程度。

从政治层面上讲，这里也存在着保持信贷流动性的压力。“聚会正要开始，潘趣酒杯却被拿走了”——不难想像政治家将谴责何者。因此，在银行监管机构出台力度太小、出手太晚的应对措施之前，这种乏力的风险管理做法或许一直会在银行体系中持续下去，而这时乏力的风险管理的累积效应已渗透到银行的资产负债表之中，并对以前公布的实际收益率和资本产生负面影响。

政策含义

由于存在这些缺陷，在对银行体系官方监管制度有意义的改革之前，我们必须认真思考并设法减轻RBS理念对当前金融危机的助推作用。

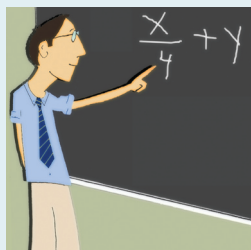
- 第一，在早期阶段，银行监管机构必须有意愿并且有能力根据需要严格控制银行的风险经营活动，即使在银行账面财务状况表现强劲的时候也不能放松。但这一点知易行难，因为其要求银行监管机构不顾及传统势力，敢于向强势的银行说“不”——如果这些银行从全局的角度看是重要的，其就很可能获得政府最高层的强有力的政治支持。因此，早期的监管干预若要获得成功，必须倚靠于可信赖的银行监管当局，因为其拥有有效执行其“安全和公正”的监管指令的制度性的必要资金和手段。

- 第二，在对单个银行和银行体系进行安全和公正的监管时，银行监管的权威机构必须在“管理”和“监督”工具的使用之间寻求更好的平衡。RBS的实施会导致在保证银行体系的健康运营方面更多地（可能是过度地）依赖于自由选定的方法。简而言之，这种监管理念确定的监管方法一直是银行自由经营的基础，也是单个银行监管者基于该银行风险管理和融资能力的评估作出重大决策的基础。

尽管这种监管制度业已存在，但我们仍必须设法形成更明确的监管制度以减缓非故意的结果出现，并提供更切实可行的手段来遏制银行体系中的过度风险。

在经济上升时期，新的监管体系应该建立反周期的资本和贷款损失准备金制度。毫无疑问，在银行业的风险经营与继续鼓励全球金融体系的创新之间寻求恰当的平衡是一个重大的挑战。监管当局必须欣然接受这种挑战，并且迅速地实现平衡——就当前金融危机的规模和严重性而言，我们已无法承受再次铸成如此大错的代价了。■

S. Raihan Zamil是IMF对印度尼西亚银行的银行政策和监管顾问。



什么是财政政策？

Mark Horton和Asmaa El-Ganainy

财政政策是政府使用支出与税收手段来影响经济的政策。财政政策一般被政府用以推动强劲的、可持续的增长以及减少贫困。作为各国政府为支持金融系统、助推经济增长以及消除危机对弱势群体的影响而采取的步骤，财政政策的作用与目标在当前这场危机中赢得了声望。二十国集团的领导人在伦敦4月峰会之后发表的联合公报称，这些国家正在采取“史无前例的、一致性的财政扩张政策”。财政扩张意味着什么？或者更笼统地说，财政政策如何才能促进世界经济繁荣？

从历史上看，作为一种政策工具，财政政策的声望时高时低。在1930年以前，有限的政府或者自由放任的方针风行一时。随着股市崩盘和大萧条的到来，决策者开始推动政府在经济中扮演更积极的角色。在近代时期，随着市场在货物与服务配置中作用的加强，各国政府的规模与职能都相应下降了。而当前，由于金融危机风头正盛，更为积极的财政政策再次受到青睐。

财政政策是如何发挥作用的？

当决策者试图去影响经济时，一般会使用两个主要工具——货币政策与财政政策。中央银行可以通过调整利率、银行准备金要求，以及政府证券与外汇的销售等间接目标来影响货币供应；政府可以通过改变税收的水平和税种，支出的范围和结构，以及借款的程度构成来影响经济。

政府还可以直接或者间接地影响经济中资源使用的方式。国民收入核算的基本等式有助于我们理解这种情况是怎样发生的：

$$GDP=C+I+G+NX$$

等式左边是国内生产总值（GDP）——一个经济体中生产的所有货物与服务的最终总价值（见本刊2008年9月号“返归基础”）。等式的右边是总支出或总需求——私人消费（C）、私人投资（I）、政府采购的货物与服务（G）以及进口与出口的差额（净出口，NX）。这个等式清楚地表明了政府对经济活动（GDP）的影响：通过改变税收、转移支付和支出，政府可以直接控制G，并间接影响C、I和NX。通过增加政府支出来直接增加总需求的财政政策一般称之为

扩张性政策，或者“宽松”的政策。相反，通过降低政府支出来减少需求的财政政策通常被称为紧缩性政策，或“收紧”的政策。

除了提供货物与服务外，财政政策的目标还很宽泛。从短期看，政府可能会关注于宏观经济的稳定，例如刺激境况不佳的经济、遏制日益上升的通货膨胀，或者帮助减少对外的脆弱性。从长期看，政府的目标可能是从供给角度入手改善基础设施或教育，以促进经济的可持续增长或者减少贫困。尽管这些目标被各国广泛分享，但每个目标的相对重要性因各国的国情而异。从短期看，各国的优先重点不同可能反映了商业周期的差异或者对自然灾害的不同反应；从长期看，这种差异可能是发展水平、人口结构或者自然禀赋的差异造成的。减贫的愿望可能导致一个低收入国家将其支出向基本卫生保健倾斜，而在一个发达国家，养老金改革可能是致力于降低人口老龄化的长期成本。而在一个石油生产国，财政政策可能会以调节顺周期的支出为目标——平抑油价飙升时的收入与成本的暴涨和油价下降时收入减少所带来的阵痛。

对危机的回应

危机给全球各经济体都带来了负面影响：金融部门陷入困境，信心萎靡不振打击着私人投资、消费和国际贸易（请重温国民收入核算等式）。各国政府通过两个渠道促进经济活动：自动稳定措施以及财政刺激手段，即安排新的可自主支配的支出以及减税。随着税收收入和支出水平发生变化，稳定措施开始显效，其不取决于具体的行动，而取决于与商业周期相关的运作方式。例如，当产出增速减慢或者下降时，税收的征收会随之下降，因为企业利润和纳税人的收入减少了。失业津贴和其他社会支出也是在经济下降时为提高收入而设计的。这些周期性变化使得财政政策在衰退时自动扩张，而在经济升温时自动收缩。

自动稳定措施的使用与政府的规模有关，一般发达国家使用的力度更大。在自动稳定措施力度大的地区，可能就不太需要采取刺激手段——减税、补贴或公共工程项目——因为两种方法都有助于减缓衰退的影响。的确，在当前这场危机中，稳定措施力度大的国家一般很少求助于可自由支配的支出手段。此外，

尽管自由支配的手段可以根据稳定化的需要度身定制，但自动稳定措施在实施上不会滞后（例如新道路项目的设计、批准和施工），而且随着情况的改善，其影响会自动消除。刺激手段可能比较难以有效地设计和实施，而且当状况好转时会难以立即弃之不用。但是在许多低收入和新兴市场国家，制度的局限性和狭窄的税基可能意味着稳定化措施会相对薄弱。即便在稳定化措施力度较大的国家，可能也迫切需要对经济活动的损失做出补偿，并且政府也有令人信服的理由为最迫切的需要采取措施。

精确的应对措施最终取决于政府所拥有的可供采取新的支出举措或减税措施的财政空间——即政府以合理的成本获得额外融资的可能性，或者其在现有的支出计划中重新制定支出重点的能力。一些政府没有能力采取刺激性应对手段，因为其潜在的贷款人认为额外的支出和举债会给通胀、外汇储备或者汇率带来太大的压力——或者过多地从本地私人部门获取资源（也称挤出效应），而这会推迟经济的复苏。对于其他政府来说，当财政收入下降时，更严苛的融资约束必然会使其削减支出（稳定化措施的功能）。而对于面临高通货膨胀或对外经常账户赤字的国家，财政刺激手段似乎不会生效，甚至是不合时宜的。

精心调整应对措施

刺激手段的规模、实施的时机、内容的构成以及持续的时间都至关重要。决策者一般都想按其产出缺口大小（预期产出与经济充分发挥其全部产能所得产出之间的差距）的估计设置刺激政策的规模。衡量刺激手段的有效性——或者更精确地说，对其在产出方面的转化（也称之为乘数）加以衡量也是必要的。如果不出现损失（例如，只有一小部分刺激手段是服务于或者花费在进口上的），货币状况对新情况有较强的适应性（财政扩张不会引起利率上升），而且在采取刺激手段后，国家的财政状况仍被认为是可持续的，那么乘数效应一般就会更大些。如果扩张性政策引起了对未来可持续能力的担忧，这种情况下私营部门可能不会投资或消费，而是通过增加储蓄，甚至于将资金转移到海外，来抵消政府的干预。这样一来，乘数效应就很小，甚至会出现负效应。支出手段的乘数效应一般比减税或者转移支付手段要大，大国比小国乘数大（两种情况都是由于损失较少）。至于时机，支出手段的实施一般要假以时日，而且一旦手段实施后可能就不再有存在的必要。但是，如果衰退预计还会持续较长时间（正如当前的危机一样），对支出实施滞后的担忧可能就不那么迫切。出于以上的

理由，刺激手段应该是适时的、有针对性的和暂时的——一旦状况改善，就应立即中止。

同样，稳定措施的敏感度和作用范围也应予以强化。例如，政府可启用更具累进性的税收制度——高收入居民的纳税税率高于低收入居民。转移支付也可以明确地与经济状况（例如失业率或者其他可能引发劳动力市场变化的因素）挂钩。在一些国家，财政法规旨在限制繁荣时期支出的增长，此时财政收入，尤其是来自自然资源的收入增长非常高。而在其他国家，对项目的正规的复审或截止（“日落”）机制有助于确保新举措的实施不会在其实现最初的意图之后还难以截止。最后，覆盖范围全面的中期框架以及对财政收入、支出、资产与负债以及风险的评价，有助于改善整个商业周期中的决策。

巨额赤字与上升的公共债务

由于针对危机采取了财政应对措施，许多国家的财政赤字与公共债务比率急剧扩大。而其为金融与工业部门提供支持与担保则进一步增加了人们的担忧。在财政扩张时期，许多国家有能力承受适当规模的财政赤字，国内和国际金融市场以及国际和双边合伙国也对其履行当前和未来债务的能力抱有信心。但是，赤字增加过多，持续时间过长会削弱这种信心。意识到当前这场危机的此类风险，IMF呼吁各国政府建立一个四管齐下的财政政策战略，以协助确保财政偿还能力：刺激手段不应应对赤字造成长久的影响；中期框架应该包括一旦状况改善就立即对财政加以纠正的承诺；对结构改革应该加以甄别和实施，以促进增长；面临长期和中期人口压力的国家应该坚定地承诺为卫生保健和养老金改革制定明确的战略。■

Mark Horton是IMF财政事务部处长；Asmaa El-Ganainy是该部门经济学家。

建议进一步阅读：

Daniel, James, Jeffrey Davis, Manal Fouad, and Caroline Van Rijckeghem, 2006, “Fiscal Adjustment for Stability and Growth,” IMF Pamphlet 55 (Washington: International Monetary Fund).

Heller, Peter S., 2005, “Understanding Fiscal Space,” IMF Policy Discussion Paper 05/4 (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund, 2008, “Fiscal Policy as a Countercyclical Tool,” World Economic Outlook, Chapter 5 (Washington, October).

International Monetary Fund, 2009, “The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis” (Washington); available at www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, “Fiscal Policy for the Crisis,” IMF Staff Position Note 08/01 (Washington: International Monetary Fund).

启动发动机

非洲决策者应该通过促进私营部门的发展，为全球的复苏做好准备



Donald Kaberuka是非洲开发银行行长。

非洲融入全球经济的程度有限，这多少为其免受全球金融危机的直接影响提供了一点保护。但是，非洲还应该防范全球危机的后果对其实体经济的伤害。非洲经济体受影响的速度已经超过了早先的预期。尽管这种影响在非洲传播的广度和深度各不相同——通过一种或者几种传输渠道，该地区的矿产品出口国、大型开放型经济体和脆弱的政府受到的影响最大——非洲整体的预期增长率从平均6%下降到不足3%。

日益扩大的经常账户和预算赤字，对通过数年经济改革建立起来的宏观经济稳定构成了直接威胁。非洲政府采取必要手段应对危机的能力都将受到严峻考验，更不用说维持其基本服务和发展规划了。在目前这一阶段，由于全球危机还相对处于早期，所以很难预言非洲这种增速较之从前减少一半的局面还会持续多久。但我们可以断言，无论全球经济会在何时重归增长轨道，非洲经济的复苏都可能是不均衡的。

但是，非洲的决策者现在就应该做好准备，以利用全球经济复苏带来的优势。其应该使本国经济更多地依赖于最可靠的、最有效的短期增长引擎——私营部门。非洲开发银行（AfDB）是几家准备好帮助非洲利用私营部门的国际金融机构之一。这一重要的努力能够、也应该及时着手进行，惟有如此，非洲各国才能与世界其他地区一起，在衰退之后充分参与到全球经济的回升中来。

繁荣与萧条

非洲过去30年的经济增长轨迹呈现出短暂增长后持久下降的现象，典型表现是商品繁荣与萧条接踵而至，而内部因素加剧了这种趋势。但对于大多数非洲国家，而不仅仅是其中大的商品出口

国来说，当前的全球危机可能标志着多年以来经济衰退首次起因于其外部，而且超出其控制。无论原因何在，危机对于非洲经济增速减慢的影响都是严重的。AfDB预测，今年将是整个非洲从1994年以来人均收入第一次出现负增长——其中既包括矿产丰富的经济体，也包括依赖农业出口的国家。

数十年的政策改革帮助非洲在最近几年取得了来之不易的成果——债务保持在可持续的水平上，通货膨胀降低，贸易自由化取得进展，出口实现了多样化，并且实现了其他结构性变革。虽然事实上在此次全球危机发生之前，非洲还没有实现联合国千年发展目标（MDGs）所确定的减贫目标，但其在MDGs八大目标中的其他几个目标（尤其在普及初等教育方面）上还是取得了相当的实际进展。

如果说全球危机所导致的增速减慢应该给非洲带来什么额外启示的话，那就是非洲应该重新考虑其经济增长的动力。实际上这项艰苦的工作已经付诸实施：在全球衰退到来之前，非洲大手笔的改革已经到位并开始发挥作用。非洲目前需要的是继续改善大环境，从而使其改革后政策和机构有效运行。在这个环境中，扶持私营部门应该成为头等大事。

AfDB最近已经提升了泛非经济体中私营部门的重要性。AfDB覆盖2003—2007年的首个战略计划指定私营部门在支持可持续的经济发展中发挥次要作用，而对于私营部门业务的发展强调较少。现在这种情况已经根据各个国家的情况作出了修订，这里分两种情况：AfDB的中等收入成员国想要在没有贸易优惠条件保护的情况下参与全球市场竞争；低收入成员国想要改善投资环境，从而使其跻身中等收入成员国之列。AfDB相信，实现这两个目标的重

要手段之一便是拓展私营部门。

AfDB的2008—2012年中期战略认识到，国际社会正越来越密切地关注着非洲：现有的捐助者已经承诺将提供更多的援助；新捐助者正在加入这一行列；私人投资者的兴趣虽然仍主要集中于自然资源，但其正在评估在非洲投资的可行性。鉴于此，AfDB目前已经把发展更强大的私营部门作为高度优先事项，并已认识到有活力的私营部门在诸如基础设施和高等教育等重点领域也能发挥同等重要的作用。

“甜蜜的地位”

AfDB在促进和赋权于开创性的公—私伙伴关系方面尤其能发挥建设性的催化作用。在这种关系中，AfDB相信自己在传统的公共和私营部门之间处于日益重要的“甜蜜的地位”。2007年，AfDB对私营部门的投资增加了2倍，通过创新的公私伙伴关系建立了一系列功能强大的项目。这一公私关系为经济增长提供了巨大的机会，产生了协同效应，并发挥着催化影响。AfDB的私营部门业务将在各国战略达成一致的前提下进一步等比例增长，以推动私营部门主导的增长。

历史告诉我们，对于非洲国家和其他类似的国家而言，当经济处于不好的年景时，诸如孕产妇和婴儿死亡率、学校入学率和完学率以及女性就业机会这些社会指标会迅速下降——尤其在政府处于困境时脆弱的机构和有限的财政空间常常使其不可能提供社会安全网。短期的危机管理政策要求对预算加以调整，以牺牲人类发展为代价，来满足预期的资源需求。扩大私营部门的活动范围有助于在一些特定领域促进社会指标（如高等教育）的提高，并在其他社会领域产生乘数效应。因此AfDB正在寻求与私营部门建立伙伴关系，以设计并实施一项国家和地区的三级培训项目。AfDB还将支持技术和职业教育与培训业务，以培养熟练劳动力，解决失业率长期居高不下的问题。

非洲要从全球危机的影响中迅速复苏，取决于许多因素：危机对宏观经济稳定的危害程度、投资环境，以及在基础设施方面取得的进展。尤其在当前私人投资减少和政府财政收入吃紧的情况下，保持基础设施发展的步伐对于加快复苏至关重要。现代农业、服务业和工业依赖于基础设施。不能弥补基础设施的融资缺口将会使非洲在全球经济复苏之时深陷于竞争力滞后的困境。对于这个问题的解决私营部门将再次发挥关键作用。在过去20年中，工业国和发展中国家都在基础设施的提供与融资方面发生了巨大转变，它们越来越倚重私营部门参与基础设施建设。但是在非洲，这种变化还很小。AfDB将加强与私营部门的伙伴关系，以改善成员国的水资源、卫生设施、交通运

输、电信和能源基础设施。

在任何一个想要拥有这样一种增长引擎的国家里，要想建立一个充满生机的、活跃的私营部门，就必须建立功能齐全的、赋权于民的商业环境。因而对非洲大陆的所有国家来说，在通过降低业务成本来改善投资环境这一方面取得空前迅猛的进展是至关重要的。这种能够便捷计算的成本现在已经成为一个被广泛接受的尺度，利用它可以对所有有抱负的中等收入国家进行非常公开的排名。能够将业务成本最小化的国家将处于更有利的地位，并能充分参与到全球需求与投资最终的复苏中来。

金融缺口

除了监管和治理改革外，我们必须强调一点：为恢复到危机前的增长率，非洲还需要500亿美元来为其投资—储蓄的缺口融资。为实现MDGs，非洲必须达到7%的增长率，相应的融资缺口就会增加到1170亿美元。虽然非洲一些中等收入国家可能有能力来有效地动员国内和国外两方面的投资，但是低收入国家和脆弱的政府就需要外部的支持。

在2009年4月的全球峰会上，二十国集团承诺要增加对低收入国家，尤其是对非洲低收入国家的支持。对于应对当前的全球危机来说，这是经济复苏的必要条件，但不是充分条件。与此同时，我们还必须确保从经济改革获得的收益不会付之一炬，这种收益已经为非洲从全球衰退中复苏做出了巨大的贡献。

AfDB对国际经济的衰退做出了迅速的回应。我们集中了所有力量，为开展讨论、分享经验提供了一个平台，并力主非洲在各大洲经济领袖中的话语权。在当前这一刻，至关重要的一点是充分认识到各国际金融机构需紧密合作。AfDB已经就寻求制定针对危机的干预性战略方面加强了与其他发展伙伴的合作。通过这些战略，我们就能汇集起我们的资源、经验和比较优势，以更好地改善泛非洲经济的前景。

AfDB本阶段最重要的问题是，如何平衡制定短期危机应对措施与继续关注于长期问题之间的关系。我们必须牢记长期战略（如发展基础设施，推动经济的一体化，以及建立技术熟练的劳动大军）是决定非洲增长轨迹的关键。正因如此，它们也都应是AfDB中期战略的核心领域。

毫无疑问，全球危机对非洲的影响是其经济倒退的重要因素。我们依然坚定地相信，非洲长期的经济前景是积极美好的。这一信念使我们能够以一种协同有序的方式，在对当前危机对非洲的影响做出回应的同时，继续关注于非洲的长期需求，即通过贸易和投资来寻找出路。■

云霄飞车

最近物价的猛涨与狂跌不是空前的，也不是绝后的

在经历了从2002年早期至2008年中期的令人震撼的增长后，物价在去年下半年出现暴跌。

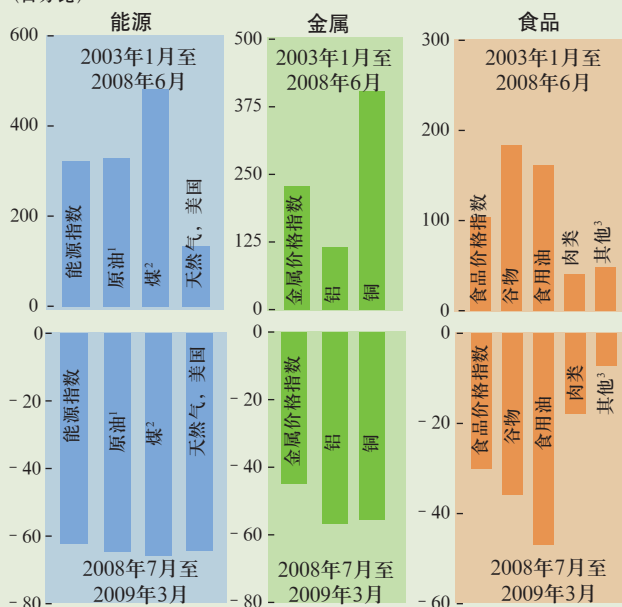
尽管商品市场被认为是相互关联的，但是对于单个商品来说，其需求和供应的变化是非常大的。因此，问题出现了：物价指数的变化是否受少数商品价格波动的影响？

当然，最近的价格上涨就是首先并主要由能源和金属价格上涨而引起的。在2002年中期至2008年中期，这些商品的价格翻了两番。对于金属（其需求的下降和增长随着全球工业周期而变化），大概计算一下，其价格在强劲的全球扩张中上涨了200%，这与先前的情况完全相符。

不过其他商品也对主要价格增长有影响。尤其是主要粮食和食用油，其价格翻了两番。这反映出一系列的原因，包括由于饮食的改变、对生物燃料需求的迅速增长、低库存、不利的天气条件和能源成本的上

在2003—2009年的繁荣和衰退时商品价格的变化。

(百分比)



资料来源：IMF，商品价格系统数据库。

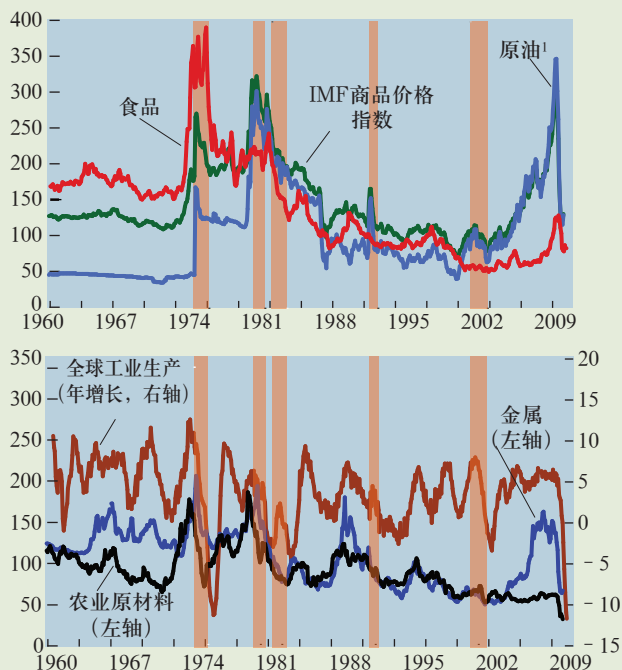
¹石油现货平均价；布伦特（Brent）原油、西得克萨斯轻质原油和迪拜原油现货平均价。

²包括南非和澳大利亚的煤价格。

³鱼、虾、糖、香蕉和橙子价格的平均变化。

从历史来看，商品价格一直波动并且振幅很大

(实际商品价格，不变美元，1990年=100)



资料来源：IMF，商品价格系统数据库；IMF工作人员的计算。

注：阴影表示全球衰退时期（基于全球工业生产月度指数确定）。

¹石油现货平均价；布伦特（Brent）原油、西得克萨斯轻质原油和迪拜原油现货平均价。

涨而引起的重新对其需求的增加。（见“驾驭风浪”，《金融与发展》2008年3月号）

在2008年下半年，大部分商品的价格以空前的速度下跌。能源价格跌了近70%，金属价格下降了近50%。甚至，受全球经济周期情况影响较小的食品价格也下降了近30%。在2009年，虽然价格有所回升，但仍低于2008年的峰值。

IMF的商品价格数据库

长期以来，IMF用基于2002—2004年的世界贸易数据的加权来准备初级商品价格指数。指数涵盖了交易最频繁的且其交易价格可公开获得的51种商品，其中部分商品的价格从1980年起就有了。数据库还包含主要分组的的价格指数和主要原材料价格数据。这个数据库可在 www.imf.org/external/np/res/commod/index.asp 上获得。

本文由IMF研究部的Thomas Helbling、Nese Erbil和Marina Rousset撰写。



《2009年世界发展指标》

2009年9月出版，定价：60元

《世界发展指标》是世界银行最权威的统计年刊之一。该报告从国家和全球的角度提供了关于发展的最新、最准确的信息，包括世界概览、人口、环境、经济、政府与市场以及全球联系。

《2009年世界发展指标》通过

广泛的数据说明发展中国家如何得益于长期的繁荣，如今却可能因为目前的危机而遭受挫折。本报告是帮助度量危机以及最终全球复苏的影响的统计基准指标。报告还针对当今的热点话题，如新技术的传播、能源与气候变化，进行详尽的分析和数据统计。

《2009年全球经济展望》

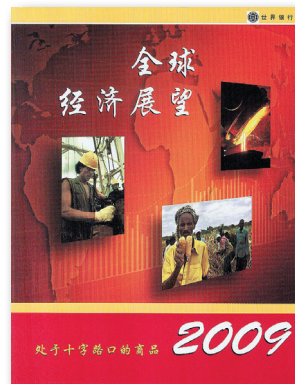
ISBN: 978-7-5095-1271-5,

定价：50元

《全球经济展望》是世界银行年度性的经济发展研究报告，在对全球经济预测的基础之上，重点分析了全球关注的热点问题及其这些问题对当今世界经济发展的影响。

《2009年全球经济展望：处于十字路口的商品》探讨了全球范围内爆发的金融、经济危机对中、低收入国家的影响，其中包括对全球商品市场的长期前景、商品生产国和消费国政策的深度分析。发展中国家不但面临非常高的信贷成本，

而且很少能够获得资金，从而切断了这些国家为投资支出进行融资的能力——结束了发展中国家连续5年并且每年的增长速度都超过6%的经济增长历程。与此同时，商品市场正处于十字路口。随着商品数十年的低价格以及很少的供给能力投资，商品价格首次出现暴涨——由发展中国家连续5年的飞速经济增长推动——如今随着金融危机的爆发，商品价格直线下降。同时，本书还考察了政府对近期商品价格暴涨的反应。



《政府采购协定》

2009年9月出版，定价：160元

《政府采购协定》是世界贸易组织的重要框架之一，是《建立世界贸易组织协定》的4个附件之一，是各缔约方对外开放政府采购市场，以实现政府采购国际化和自由化的重要法律文件。世界贸易组织的《政府采购协定》在政府采购方面，对中国有着重要的影响，同时也对中国提出了挑战。在当前国际金融危机的背景下，奉行互利共赢的开放战略，反对贸易保护主义，积极主动地加强与世界各国的经贸合

作，才是应对挑战的解决办法。

本书由翻译《乌拉圭回合多边贸易谈判结果：法律文本》和《中国加入世界贸易组织法律文件》的专家翻译，资料全面，采用中英文对照方式，同时配有相关规定的法文版、西班牙文版等，易于使用和查询，是迄今为止资料收录最为全面的协定文本。

本书可作为负责政府采购管理的各级政府部门制定政策采购政策、对外贸易企业探索国外政府采购市场商机和大专院校进行政府采购领域学术研究的重要参考资料。

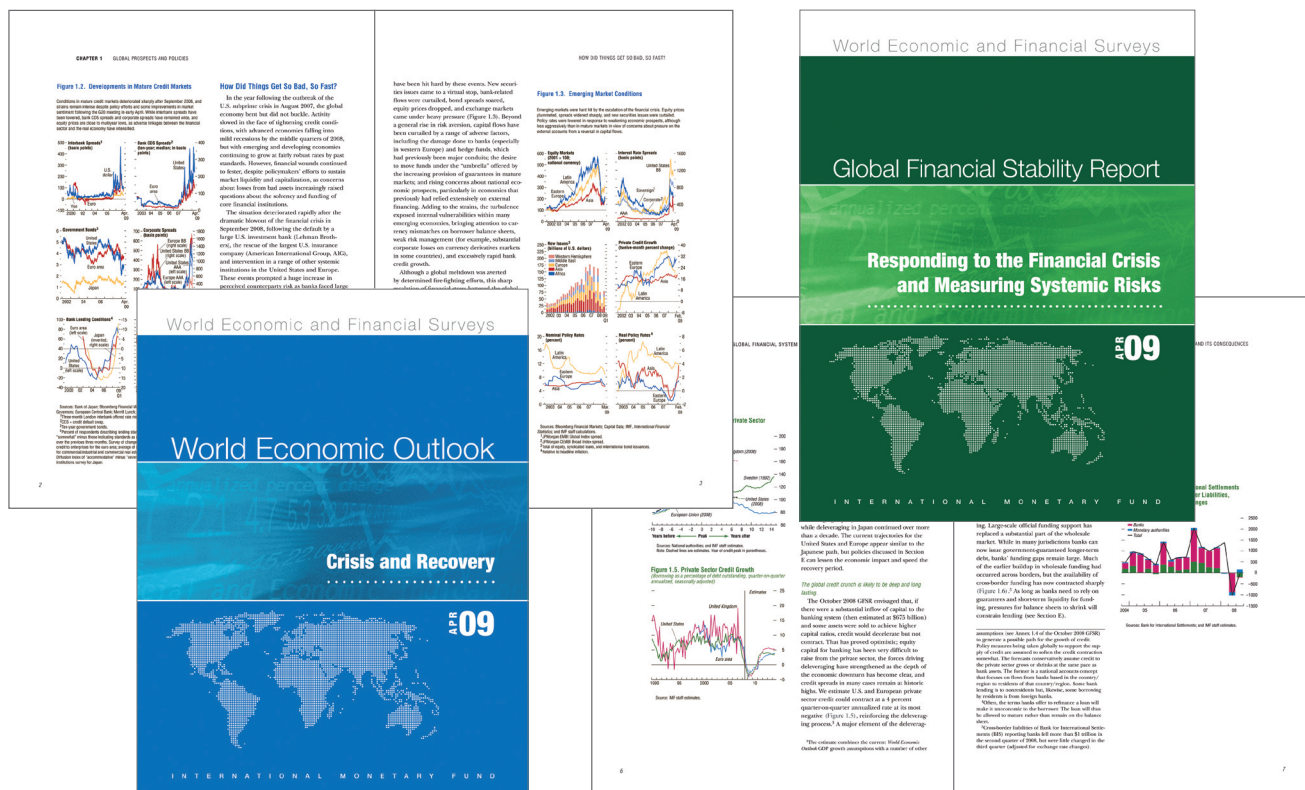
订购咨询热线：010-88190916

地址：北京市海淀区阜成路甲28号938房间

电子邮件：wumin@cfeph.cn

邮编：100142

复兴之路何在？



在这里。

世界是复杂的。

一套信息充分的地图集对全球前景进行了详细的标注。

IMF的《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》

提供了满足我们了解自己身处何方

以及将如何向前所需的分析和独到见解。

现在就登陆www.imfbookstore.org订阅IMF的核心出版物。