

金融与发展

FINANCE and DEVELOPMENT

www.imf.org/fandd

2009年9月号

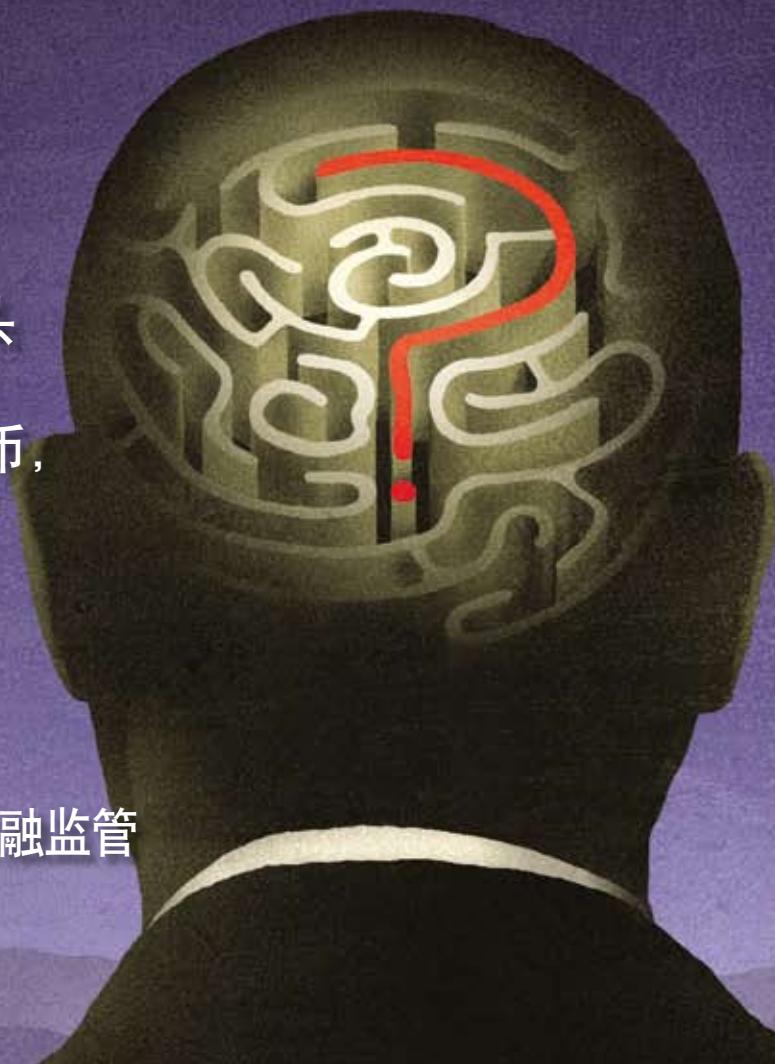
金融危机
深度解读

布兰查德论维持
全球经济复苏势头

Frankel：全球货币，
入局与出局

卡纳曼：向传统
经济学提出挑战

Crockett论加强金融监管



我们将去向何方？

Finance & Development, September 2009 - Chinese \$8.00



MFICA2009003

《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

Marina Primorac

执行编辑

Camilla Andersen

Hyun-Sung Khang

James Rowe

Simon Willson

高级编辑

Maureen Burke

Jacqueline Deslauriers

Glenn Gottselig

Natalie Ramirez-Djumena

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 号新知大厦

电话: 88190915 88190916

传真: 88190916

邮政编码: 100142

网址: <http://www.cfeph.cn>

中文版刊号: ISSN 0256-2561

特辑

我们将去向何方?

8 维持全球经济复苏势头

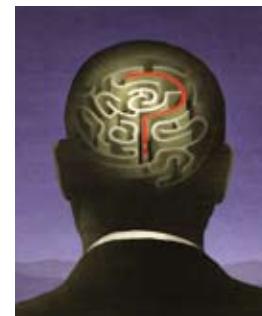
经济复苏已经开始。保持这个势头需要国内和跨国之间的精密的再平衡措施

奥利维尔·布兰查德

13 全球货币：入局与出局？

在国际货币的世界中，时而被追捧，时而被抛弃

Jeffrey A. Frankel



18 重塑金融体系

如何加强金融调控与监管？

Andrew Crockett

20 前景展望

各国政府现在必须开始制定与复苏相适应的经济战略

Carlo Cottarelli 和 José Viñals

24 危机后的增长

如果世界经济要复苏，那就必须为近来变得节俭的美国消费者找到接班人

Francesco Giavazzi

26 储备货币的未来

近一个世纪以来，美元一直保持霸主地位，然而其将何去何从？

Benjamin J. Cohen



24

32 体系整顿

美国提出新政以来最彻底的金融监管改革

Randall Dodd

35 预期下一次危机

早期预警系统可以告诉我们什么？

Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry 和 Natalia Tamirisa

38 危机浮世绘

危机对全世界处于不同境遇的六个人产生的影响

本期还有

48 移动电话促进增长

手持式电话设备正在促使新兴经济体实现跨越式发展

Olivier Lambert 和 Elizabeth Littlefield



48

确保经济复苏势头

世界已经开始从60年来最严重的经济衰退中复苏。但要保持复苏的势头，需要国内外缜密的再平衡计划。IMF的首席经济学家奥利维尔·布兰查德在本期的重点文章中提出经济的好转并非易事。这场危机带来了深深的创伤，将影响未来许多年的供给与需求。

世界各地的决策者在未来几个月内将面临一项艰巨的任务，以保持扶持政策，并在同时规划适时的政策转变。然而，这并非是政策挑战的全部。即使经济衰退已经过去，如果要全球经济恢复稳定和持续的增长，一些长期的结构性问题将必须得到解决。

本期《金融与发展》关注在全球危机后将出现的

情况。我们着眼于危机支持方法的开展、危机后的全球经济增长模式、金融结构重塑的方式，以及储备货币的未来。Jeffrey Frankel研究了全球货币的入局与出局，而来自IMF研究部的一个小组则关注那些早期预警系统，以期找出未来的问题所在。

在我们的固定栏目“经济学人物”中，我们采访了诺贝尔经济学奖得主丹尼尔·卡纳曼，其研究开创了行为经济学这一领域；本期“图表释义”栏目则通过一个时间轴向大家展示了英格兰银行的政策利率是如何在300年间跌至最低水平的。

Jeremy Clift
主编

51 变化中的贷款服务

IMF已为世界的低收入国家创建了一个新的支持框架

Edward Gemayel和Samar Maziad

其他内容

3 简讯

增加全球流动性；饥饿人口创历史新高；
《电子设备和十亿瓦特》，IMF博客

4 经济学人物

向传统经济学提出挑战
*Jeremy Clift*对心理学家
丹尼尔·卡纳曼的采访



4

30 图表释义

三百年的低位
英格兰银行的政策利率
是有史以来最低的
André Meier和Simon Willson

46 返回基础

什么是货币政策?
Koshy Mathai

53 书评

《无用的援助：为什么援助在非洲不奏效？有什么好方法？》，*Dambisa Moyo*著
《IMF的成就：合作工作中不为人知的故事》，*Eduard Brau和Ian McDonald*编
《货币、金融与政治经济学：走上正轨》，*Deena Khatkhate*著

57 数字聚焦

流向东欧的资金
外国银行支持着东欧的银行，但是金融危机逆转了这种趋势
José C. Moreno和Ricardo Davico

图片：封面，Michael Glenwood；第3页，istockphoto；第13页，ImageZoo/Corbis；27页，Bruce Macpherson。

摄影：第3页，Gideon Mendel/Corbis；第4页，Sean Gallup、Getty Images/IMF photo illustration；第8页，Andrew Lichtenstein/Corbis；第18页，Ann Taylor-Hughes/istockphoto；第20页，Etsa/Corbis；第24页，Michael Spilotro、IMF；第30—31页，Rischgitz/Getty Images；Bettman/Corbis；Bettman/Corbis；Keystone/Getty Images；Keystone/Getty Images；Adrian Dennis/Newscom；第32页，Stan Honda/AFP/Newscom；第35页，Newscom；第38—45页，见第45页的“致谢”；第48页，Sandipan Majumdar；第53—56页，IMF Photo Unit。



轻松订阅 《金融与发展》

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

网络在线：

请登陆网站：www.imf.org/fandd

传真：

请将订单传真至：(202) 623-7201

电子邮件：

请发送电子邮件至：publications@imf.org

信函：

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

发展中国家的读者可以免费订阅《金融与发展》。
发达国家的读者需支付25美元/年（4期）的邮递费。

请完整填写以下信息：

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

组织机构——请选择一项：

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

付费方式（发展中国家的读者无须填写）

- 直接支付25美元。请确保支付给国际货币基金组织。
 信用卡支付（选择其中一个）：Visa/万事达/美国运通

信用卡卡号：_____ 到期时间：____ 年 / ____ 月
签字：_____ 订购日期：_____

增加全球流动性

IMF通过对特别提款权（SDR，IMF的储备资产）的新的分配方案，向全球经济注入了2500亿美元。该举措在2009年8月7日由IMF理事会批准，旨在补充IMF186个成员国的外汇储备，以增加全球流动性。

大约1000亿美元的配额流向新兴市场和发展中国家，其中低收入国家得到了180多亿美元。

低收入国家还从IMF的新措施中受益，该措施使可提供给低收入国家的贷款数额急剧增加。这些资源——其中部分将来自于IMF计划出售黄金所得——有望使IMF的优惠贷款到2014年增至170亿美元，这其中包括在未来两年内增至的80亿美元。

此外，IMF还宣布至2011年年底，优惠贷款利率为零，以帮助低收入国家应对全球经济危机。

《电子设备和十亿瓦特》

国际能源机构的一项研究称，到2010年，全球将会有超过35亿手机用户、10亿台使用中的个人电脑和20亿台电视机。《电子设备和十亿瓦特》发现，这些设备不仅仅是为富国的居民，也为发展中世界的居民带来益处。例如，目前在非洲，九个人当中就有一人拥有手机。

但是，该研究还表明，由于缺少新的政



策，到2022年，因信息通讯技术和家用电器所消耗的能源将翻一番，到2030年将增加三倍，这将对提高能源安全和减少温室气体排放产生负面影响。同时，全世界范围内技术需求的增长可能将使电子设备效率提高所带来的任何节余都黯然失色。

饥饿人口创历史新高

根据联合国粮农组织（FAO）最新公布的估计数，2009年世界饥饿人口将创历史新高，每天有近10亿人处于饥饿状态。

FAO称，由于世界经济危机以及高昂的粮食价格导致收入减少和失业增加，饥饿人口不断上升。FAO预计今年的饥饿人口将增长约11%。

在亚洲和太平洋地区，估计有6.42亿人口遭受长期饥饿；该数值在撒哈拉以南非洲有2.65亿；在拉丁美洲和加勒比地区有5300万；在近东和北非有4200万；在发达国家有1500万。



老挝一位农民在扬谷。

IMF博客

IMF推出了一个新的政策博客——iMFdirect。它涵盖了与这场危机有关的全球经济和政策信息。博客由IMF的高级经济学家撰写，集中了广泛的专业意见，包括了对IMF在经济和金融方面工作的思考。最近的帖子关注对大萧条以来最严重的全球经济衰退的政策回应。请登陆<http://blog-imfdirect.imf.org>浏览博客内容。

另外，IMF还着手制作新的在线出版物——《公共财政情况：跨国财政监测》，以研究全世界公共财政的状况。此书每年4月和10月出版，并根据需要提供更为短期的季度性更新。

2009年大事记

10月6—7日，土耳其伊斯坦布尔
IMF和世界银行年会

11月5—6日，美国华盛顿特区
IMF第10届雅克·波拉克研究年会

11月8—10日，印度新德里
世界经济论坛印度经济峰会

11月14—15日，新加坡
亚太经合组织领导人会议

11月16—18日，意大利罗马
世界粮食安全首脑峰会

12月7—8日，丹麦哥本哈根
联合国气候变化大会

向传统 经济学 提出挑战

*Jeremy Clift*对心理学家丹尼尔·卡纳曼的采访



对丹尼尔·卡纳曼（Daniel Kahneman）来说，当今全球经济危机中最感人的片断之一就是美联储前任主席阿兰·格林斯潘在国会一个委员会上谦逊地承认，他过于相信了自由市场的自我调整能力。

卡纳曼说：“他本质上是说我们所运行的体系框架是错误的，这句话从格林斯潘的口中说出是很让人惊讶的。”因为将心理学研究融入经济科学的开创性贡献，卡纳曼获得了2002年度诺贝尔经济学奖。

但是对于卡纳曼来说，更重要的是格林斯潘是如何在他的听证中不仅把个人，而且把金融机构都看作是理性的。“这对于我来讲，不仅仅是忽视了心理学，而且也忽视了经济学。他看上去相信市场有魔力，可以自我规范并会产生良好的结果。”

卡纳曼不厌其烦地强调，作为一名心理学家，对于经济学领域，他是个局外人。但他确实开创一个新的研究领域，即行为经济学。该学科挑战了标准的经济学理性选择理论，提出了关于人们如何作出判断和决定的更现实的假设。

标准的经济学模型假设个人会进行理性选择，使收益最大化和成本最小化。但是，背离某些传统信条，行为经济学家认为人们常常基于猜测、情感、直觉和经验法则而非根据成本—收益分析作出决策；市场上也是充斥着羊群效应和群体思维；个人的选择常常受预期决定形成方式的影响。

过度自信驱动资本主义

个人和金融机构投资于次级抵押贷款的决策引发了全球经济危机，这场危机将行为经济学推向了舞台的中心，大家开始重视人们做决定的方式。

“投资次级抵押贷款的人们彻底被欺骗了”，当卡纳曼在他那漂亮的、位于伯克利山上的、可以俯瞰旧金山的家中接受《金融与发展》采访时，他如是说。“行为经济学的重要观点之一就是过度自信的普遍存在，这一观点是从心理学借用来的。正是因为人们相信自己会成功，因此会做他们本没有理由做的事情”，卡纳曼称之为“盲目乐观”。

他认为盲目乐观是驱动资本主义的动力之一。卡纳曼说很多人不明白他们在冒险。纳西姆·塔勒布（Nassim Taleb）在他的著作《黑天鹅》（2007）中也重申了这样的观点，后者指出人们没有充分考虑虽然极少发生但却影响深远的事件的可能性，这证明人们关于未来的预期是错误的。

卡纳曼认为：“企业家是承担风险的人，但大体上他们不知道自己在冒险。这种情况通常发生在兼并和收购中，但也会发生在一些小企业家身上。在美国，有1/3的小型企业在不到五年的时间就倒闭了，但当你采访这些人时，他们自己却认为自己企业成功的几率大约是80%—100%。他们只是不明就里。”

两面性亦或更多面性

卡纳曼于1934年出生于以色列特拉维夫市，早年在巴黎长大，后来去了巴勒斯坦。他说他无法确定后来从事心理学研究是否是因为早期总听大人说些有趣的闲话，也不确定对这些流言蜚语的兴趣是否显示出他在这方面的逐渐显现的天赋。

“我想，和其他许多犹太人一样，我那时生活的世界中只有人和话语，而大多数情况下也是和人有关的。基本没有自然界的概念，我也从来没有学过如何辨识花朵或观察动物”，卡纳曼在他的自传中写道，“但是，我母亲乐于和朋友、和我父亲谈论的那些人是那么的复杂，这让我很着迷。有些人比其他人要好，但最好的人也远远不够完美，也没有纯粹的坏人”。他母亲所讲述的大部分故事因为具有讽刺意味而让人印象深刻，他说这些故事都有两面性或多面性。

童年时，在纳粹占领的巴黎发生的一件事给他留下了持久的印象，因为这件事恰恰反映了人的本性的含义和不同侧面。“那时大概是1941年或1942年早期，犹太人被要求佩戴大卫之星，并遵守下午6点的宵禁。我出去和一个信奉基督教的朋友玩。由于逗留得太久，回家时我把棕色毛衫的里子翻过来穿，然后走过离家不远处的几个街区。正当我走在空荡荡的街道时，我看到了一个德国士兵朝我走来。他穿着黑色制服，是那种我听说过的比其他制服更可怕的——特别招募的SS士兵才会穿的制服。我走近他时试图放快脚步，却发现他紧盯着我。然后他就招手让我过去，把我抱起来，拥抱我。我很害怕他会注意到我毛衫上别着的大卫之星。他很动情地用德语跟我说着什么。把我放下后，他打开了自己的钱夹，给我看了一个小男孩的照片，然后又给了我一些钱。我回家后更确信了母亲所说的：人是非常复杂和有趣的。”

1946年卡纳曼和家人搬到了巴勒斯坦，在耶路撒冷的希伯来大学他获得了自己首个学位——心理学学士学位，并且辅修了数学。1954年，卡纳曼被召入以色列军队，一年后晋升为排长，他应邀评估作战部队以及他们的潜在领导能力。他设计的开创性的面试体系——被用于将新兵分配至合适的岗位——一直沿用至今，仅有少量改动。

1961年从加利福尼亚大学伯克利分校毕业后，卡纳曼于1961年到1978年期间一直在希伯来大学任教，同时会到哈佛大学、剑桥大学以及其他国外院校进行学术休假。正是因为在耶路撒冷工作期间建立起来的合作关系，让他有机会问鼎一个他从未研究过的领域的诺贝尔奖，这个领域就是经济学。

新研究领域

卡纳曼现在是普林斯顿大学伍德罗·威尔逊学院心理学和公共事务的名誉教授，他因为和心理学家阿莫斯·特夫斯基（Amos Tversky）一起工作的成果，于2002年获得了诺贝尔奖。特夫斯基和他合作长达十余载，特夫斯基于1996年去世，而诺贝尔奖不授予过世的学者。“阿莫斯和我的合作就好比我们一起拥有一只会产金蛋的鹅——两个人的智慧比我们各自的智慧更要闪亮”，卡纳曼如此评价他们两人的合作。

颁奖时，诺贝尔委员会称卡纳曼将心理学的洞见融入经济学之中，因此创建了一个新的研究领域。该奖项还同时颁发给弗农·史密斯（Vernon Smith），他奠定了实验经济学这一独立学科领域（见《金融与发展》2003年3月号）。

卡纳曼的主要成果是在不确定情况下的决策。他证明了人们的决定有可能和标准经济学理论所预测的行为出现系统性的不一致。他与特夫斯基一起创立了“预期理论”，这是另一种更好地解释所观察到的行为的理论。卡纳曼还发现人们有可能会采取直觉这一捷径来做决策，这完全有别于基本的概率原则。“他的工作激励了新一代经济学和金融学领域的研究者将认知心理学的知识运用到对人类内在动机的研究，以丰富经济理论”，诺贝尔委员会如此评论。

预期理论有助于解释一些实验性的结果，这些结果显示，人们在性质几乎完全一样，只是呈现形式不同的情景中，会作出差异巨大的选择。1979年到2000年期间，卡纳曼和特夫斯基的文章在经济学界享有盛名的杂志——《计量经济学》——中被引用的次数排名第二。这一研究在一系列领域中产生了广泛影响，包括营销学、金融学和消费者选择。

卡纳曼说不要过多地解释这一理论的名称。“我们当时准备发表时，故意为自己的理论选了个看似没有什么意义的名称：‘预期理论’。我们认为如果这个理论要想变得很有名的话，与众不同的名称也许会是个优势。这样做也许很明智。”

卡纳曼和特夫斯基一起合作研究了为什么个人对损失的反应会比对收益的反应要强烈得多，并据此提出了“损失规避”这一概念，这是行为经济学的主要研究领域之一。

两位心理学家还发现，从实证来看，相对于确定的结果来说，人们往往会低估不确定事件的结果。这种趋向解释了为什么在收益确定时，人们会规避风险，而在损失确定时，人们会追求风险；也解释了为什么赌徒在一连串败局后拒绝接受确定的失败，而是继续赌博，希望能挽回局面，弥补损失。

“人们愿意继续赌博是希望能补偿损失”，2007

年卡纳曼在伯克利的一次广播访谈中这样说道。这令他担忧：在一场战争中即将被击败的国家领导人，更有可能让国家陷于更危险境地，而非和平解决争端。

他们还发现，当同一选择以不同形式呈现时，人们会有不一致的偏好表现。这也解释了某些不理智的经济行为，比如为什么人们会开车去一家很远的商店，仅仅是为了赶上某个廉价商品的打折促销，但却不会为买某个具有同样折扣率的高价商品这么做。

创建学科

预期理论应用于经济学看上去完全是因为一篇文章的偶然发表。卡纳曼和特夫斯基选择在《计量经济学》而非《心理学评论》上发表了他们的文章，因为前者曾经刊登过一篇他们早期所写的关于决策制定的文章。正是这个选择让经济学家们注意到了他们的研究。

卡纳曼提到了他的研究合作伙伴兼好友理查德·泰勒（Richard Thaler）。这位芝加哥大学经济学和行为科学教授也为行为经济学领域的发展作出了贡献。

“虽然我不希望否认自己在研究中的任何贡献，但是在我看来，整合这两个学科的工作大多数都来自泰勒和迅速聚集在他周围的一群年轻的经济学家们，如Colin Camerer、George Loewenstein，以及Matthew Rabin、David Laibson、Terry Odean和Sendhil Mullainathan。”

卡纳曼说，他和特夫斯基提出了“少量的原创观点，这些观点最终和一些经济学家的观点整合在一起；毫无疑问，预期理论为开创性地将心理学作为经济因素更为现实的假设来源提供了合理性。

泰勒在1987年至1990年期间一直为《经济视角杂志》（Journal of Economic Perspectives）名为“反常”的专栏撰写文章，而自此以后他偶尔会为该专栏写文章。他说，卡纳曼和特夫斯基的文章带来了今天行为经济学学科的繁荣兴盛。“他们的工作为我们这一学科提供了概念框架。”

危机对行为经济学的促进

诺贝尔经济学奖带来的荣誉，加上受全球经济危机洗礼的经济学家们的反思，促进了行为经济学的极大发展，以至于通过《助推》（Nudge，泰勒和桑斯坦合著）和《可预期的非理性》（Predictably Irrational，Dan Ariely，杜克大学教授）这两部书，行为经济学已经开始渗透到现在的美国白宫了。

《助推》研究了人们如何做选择，以及如何推动人们在一系列事情中作出更好的选择，如购买更健康的食品或者进行更多的储蓄。

“很明显，现在行为经济学迎来了它的美好时光”，卡纳曼微笑着说。

并非每个人都同意行为经济学是面向未来的学科，他们将其看作是过去的事物或者侵略性的流行产物。“确实，行为心理学目前很流行。随便翻翻相关读物的读者可能会产生这样的印象：理性经济人已经不幸死亡了，而经济学界开始承认人类其实是不理性的。事实并非如此”，华盛顿大学圣路易斯分校的David Levine如是说。

芝加哥大学法学院的Richard Posner认为：“行为经济学家正确地指出了人类认知的局限性，但是如果他们也存在和消费者一样的认知局限性，那么他们是否应该设计消费者保护体系呢？”

史蒂芬·列维特（Steven Levitt）和约翰·李斯特（John List）2008年在《科学》杂志上发表文章时评论：“也许行为经济学家遇到的最大挑战是其理论在现实世界的可运用性。几乎每次支持反常行为的最有利的实证证据均来自于实验室。然而，也有很多理由怀疑这些实验性的研究成果在现实世界是不具备普遍性的。”

在经济学中的地位

虽然行为经济学现在已经取得了在一流大学作为一门已确立学科的地位，“但它还是一门围绕着标准经济学失灵这样的论题组织起来的学科”，普林斯顿大学经济学教授Wolfgang Pesendorfer说。

但是，很难将其完全融入经济学——虽然华尔街和投资分析师们确实考虑到了影响个人、群体和组织决策过程的认知因素和情感因素。“有太多行为理论，大部分理论的实际应用都极少”，哈佛大学的Drew Fudenberg这样说（2006）。

在某些人的眼中，甚至预期理论也不全面，因为其缺少一个令人可以接受的模型说明参照点是如何设置的。“心理学家和经济学家最大的不同是，心理学家感兴趣于个体行为，而经济学家感兴趣于解释群体之间相互影响的结果”，2009年列维特在欧洲大学研究所（European University Institute）进行一次题为“行为经济学注定失败吗？”的演讲时说。

借贷信用

不管怎么说，次贷崩溃和随后的全球经济危机所造成的混乱让人们相信，需要更了解在监管和经济政策中人类的本性。

卡纳曼从本次危机中收获了很多。

• 需要对消费者和个人投资者提供更强有力的保护。他认为：“一直存在的问题是，人们自己的选择

是否需要，以及需要多少保护。但是我认为越来越难证明人们不需要保护。”

• 市场失灵有更广泛的影响。“很有趣的是，当不知情的个人开始出现财务损失时，全球经济都跟着遭殃——所以如果个人的不理性行为和金融系统内理性的腐败行为结合在一起，再加上非常宽松的监管，就会产生更广泛的影响。”

• 预测的局限。“股市和金融体系极大的波动性告诉我们这个体系的不确定性和预测的局限性。”

格林斯潘现在似乎也认同预报和风险评估模型的问题。去年三月，格林斯潘发表于《金融时报》的一篇文章认为，人类的本性如同拼图中丢失的一小块，这一小块刚好解释了为什么风险管理或计量经济学预测模型没有能够在早期发现次贷危机的苗头。

“这些模型并没有完全解释我一直认可的道理，至今，商业周期和金融的建模的也只是进行了一些无关痛痒的修修补补——人们天生的反应会使世世代代在幸福和恐惧之间摇摆，而并没有体现出任何学习曲线的特征”，格林斯潘写道，“今天资产价格泡沫的累积和破裂一如18世纪早期以来的那样，那时现代竞争市场正在开始发展。不错，我们把这种行为反应

研究幸福感

卡纳曼继续研究人类决策的制定，他现在重点研究的课题是幸福感——什么让我们感觉快乐或不快乐——并且开发一种衡量人们幸福感的科学方法。在卡纳曼近期从事的一项关于金钱对幸福感的影响的研究中，他和其他研究者发现，虽然拥有较高收入水平的人们会对自己的生活更满意，但是在给定的时刻里他们不见得比收入较低的人更快乐。人们长期以来的设想——金钱可以买来快乐——应该被重新定义了，而与之对应的“财富并不重要”的设想也应该被重新定义。

他在对各国的比较研究中发现，社会中腐败程度和诚信度是预测幸福感的重要指标。“腐败是衡量一个社会诚信度的指标，而诚信度对于是否幸福至关重要。”

社会诚信度很低的国家要达到经济繁荣是非常困难的，因此需要建立一定程度的诚信度才能够向前发展。

“但观察西方世界你就会发现，即便这些国家的GDP大体比较稳定，但诚信度依然有着巨大影响，这也就是为什么就幸福感研究而言，北欧总是世界上最好的地区。”

这一原理是否可以应用于发展中国家呢？“如果有办法促进社会诚信度的提高，那么这可能应该从提高组织中的诚信度开始，这将会通过法律、对产权的尊重等因素促进GDP的增长。同时，其也会为人们的福利作出额外贡献，因为更幸福的社会中，人们相互信任，并且愿意花时间去满足社会需求。”

标记为非理性的。但是，预言者们关心的不应该是人们的反应是否是理性的或非理性的，除非这是可观察的和系统性的。”

“对于我来说，这是风险管理模型遗漏的一个重要的‘可解释性变量’。”

关于思维的思考

除了获得诺贝尔经济学奖，卡纳曼还为他的心理学同行所称道。2007年，在评选卡纳曼为该学科领域最高奖项——“心理学杰出终身贡献奖”得主时，美国心理学协会主席Sharon Stephens Brehm这样评价他：“卡纳曼和他的同事、学生改变了我们对于人们思维方式的思考。”

卡纳曼自从涉足行为经济学领域后，长期以来对该领域的发展有着极大的兴趣。

今天，他的工作转向研究幸福感，他与盖洛普(Gallup)合作，开展世界范围的调查，在150多个国家测评全球性问题及对此的看法(见专栏)。

挑战传统

过去，卡纳曼把经济学家比喻为教士，异教徒是很难接近的。但是他意识到，在过去的30年中，当经济学融合了心理学研究和其他社会科学的研究成果之后，该学科取得了多大的进步。

“1979年我们在《计量经济学》上发表文章已经是30年前的事了。2002年，我在斯德哥尔摩获奖，考虑到早期我们被经济学家普遍忽视的情况，现在经济学已经不算是一个很苛刻的教会了。”

“是的，刚才我提到了教会，但不是那种会将异教徒绑在火刑柱上烧死的教会，否则也不会有很多人在其周围了！”■

Jeremy Clift是《金融与发展》的主编。

参考文献：

- Ariely, Dan, 2009, *Predictably Irrational* (New York: HarperCollins).
- Fudenberg, Drew, 2006, “Advancing Beyond Advances in Behavioral Economics,” *Journal of Economic Literature*, Vol. XLIV (September), pp. 694–711.
- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky, 1979, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, Vol. 47 (March), pp. 263–91.
- Levitt, Steven, and John List, 2008, “*Homo Economicus Evolves*,” *Science*, February 15, pp. 909–10.
- Taleb, Nassim Nicholas, 2007, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* (New York: Random House).
- Thaler, Richard H., and Cass R. Sunstein, 2008, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (New Haven, Connecticut: Yale University Press).



维持全球经济

经济复苏已经开始。保持这个势头需要国内和跨国之间的精密的再平衡措施。

奥利维尔·布兰查德 (*Olivier Blanchard*)

在正常的经济衰退中，不管其对工商业和就业的破坏性有多强，人们总是可以预见到经济的反转。然而当前的全球经济衰退却一反常态。

通常，为了抵御经济衰退，中央银行会降低利率，这会带来需求和产出的增加。人们恢复购买家用电器和汽车这样的耐用商品。企业重新上马之前延迟的投资项目。大多数情况下，汇率贬值会刺激出口，因为出口产品变得更加便宜了。衰退中低于正常值的经济增长率有时也会让位于高于正常值的增长率，直至经济回到正常的增长轨道。

然而当今世界并非陷于一场惯常的经济衰退。经济反转将不会那么简单。危机已经带来了深深的创伤，这将在之后的许多年里影响供求两方。

供给方面的问题

经济系统的某些部分已经破碎。一些在正常衰退中不会破产的企业倒闭了。发达国家的金融体系出现部分机能失调，而且需要很长时间才能摸索出新的发展之道。与此同时，金融中介——以及，我的意思是，对于经济增长至关



复苏势头

重要的资源再分配过程——将遭到削弱。在新兴市场国家，这场危机中大幅下降的资本流入在未来数年中可能无法充分回流。世界需求的组成发生了变化，消费从发达经济体转至新兴经济体，这可能也将带来生产结构的变化。对于几乎所有的国家来说，危机增加了财政负担，更高的税收不可避免。

这意味着我们可能无法回到原有的增长路径，如今的潜在产出可能将低于危机前的数值。

潜在产出究竟下降了多少？这是个很难回答的问题：我们看到的不是潜在产出，而是实际产出。然而，历史证据令人不安。IMF即将出版的《世界经济展望》研究了众多国家在过去40年间的88次银行业危机。从中提炼的证据表明，尽管各国情况千差万别，

但结论是：平均而言，产出并未回到原有趋势的路径，而是永久地低于该值。

可能的好消息是趋势本身似乎是不受影响的，危机永久降低了产出水平，但没有降低增长率。所以如果过去是序曲，那么世界经济有可能将恢复旧有的增长率。但通常的复苏特征——高于平均水平的经济增长长期——有可能仅是昙花一现抑或根本不存在，发达国家尤为如此。

需求方面的问题

然而由于需求存在问题，仅仅是实现“正常”的经济增长都可能相当困难。各类预测表明：接下来的

几个季度，绝大多数国家（包括发达国家）将实现正增长。

但对此需要补充说明两点：

- 经济增长的强度将不足以降低失业率，预计明年某个时点之前失业率仍将上升。
- 这些关于经济正增长的预测大部分是基于财政刺激和企业存货的恢复，而不是基于强劲的私人消费和固定投资支出。迟早有一天，财政刺激将逐步结束，而存货调整也将自然终止。

“未来我们需要两种再平衡措施。
第一，从公共支出到私人支出的再平衡。第二，跨国总需求的再平衡。”

接下来的问题是：如何保持经济复苏的势头呢？

未来我们需要两种再平衡措施。第一，从公共支出到私人支出的再平衡。第二，跨国总需求的再平衡，包括美国从国内需求到国外需求的转移，相应的，世界其他地区（尤其是亚洲）从国外需求向国内需求的转移。

公共和私人支出的再平衡

应对危机的财政政策增加了政府支出、降低了税收，并且允许财政赤字的大幅上升。鉴于私人需求已经崩溃，而且无法将利率降至零以下，政府显而易见地采取了正确的政策回应。但巨额的赤字导致债务的迅猛增长，而由于许多国家的债务水平已经居高不下，这种增长不可能维系太长时间。只要巨额赤字的情况持续下去，债务稳定性就存在隐患。这又带来了长期利率风险，原因有二，一是预计政府借款者将挤出私人借款人，二是违约风险更高了。

财政刺激将持续多久？就其本身而言，大多数发达国家应该不可能坚持太长时间。G20中发达经济体的债务与GDP的平均比率在危机前已经很高，而预计未来几年将超过100%。（许多新兴市场经济体的情况完全不同，其初始债务水平要低得多，这给它们带来了更多的债务支出空间。）

“就其本身而言”是一个重要的限定。财政刺激是可以延长的，前提是在推出刺激政策的同时出台结构性措施，以限制未来应得权益计划（entitlement programs，其保证对符合法律规定的人和其他实体给予特定福利待遇。——译者注）的增长——无论是来自医疗卫生成本的上升，还是来自人口老龄化对

养老金的影响。这里的权衡取舍是相当诱人的。IMF的评估认为，权益计划未来将导致的财政成本的增加将是此次危机所耗财政成本的10倍。因此，即使是对权益计划增长率最适度的削减也可以换来继续实施刺激政策的巨大财政空间。

但最终财政刺激政策将逐渐淡出，私人需求必须取而代之。这种需求的来源——是来自消费还是投资——是一个至关重要的问题。

跨国需求的再平衡

美国不仅是危机的发源地，也是任何世界经济复苏的中心。消费占美国总需求的70%，而它的下降是此次危机中产出下滑的短期原因。美国家庭储蓄与可支配收入的比率已由2007年的近0%上升至目前的5%左右。储蓄率有可能回落至2007年的水平吗？这既不可取，也不可能。

一方面，去年储蓄的某种上升可能反映出消费者的观望态度，一种静待前景明晰的心态。另一方面，当产出和收入上升时，储蓄率也倾向于上升。即使金融财富恢复到危机前水平——以房地产衡量（这一点似乎既不可取也不可能）或以股票衡量——且产出回到趋势路径，美国消费者可能仍将增加储蓄。这是因为危机更使其意识到尾部风险——一些不太可能发生的事件，然而它们一旦发生，将带来严重后果。

此次危机之前，有两种观点被广泛接受，第一种观点是房价几乎很少下跌（这种信念也是造成这次危机的主要原因）；第二种观点则基于更有历史证据，该观点认为投资者可以预期股票的平均年收益率为6%。去年股票市场的下跌显示我们不能将这种收益率视作理所当然，而为了确保退休生活的稳定，我们可能需要增加储蓄。因此至少在他们忘记此次危机的教训之前，美国消费者都应该是增加储蓄。最好的猜测（这种观点目前略有增加）是美国家庭储蓄率将至少保持在目前的水平上。这意味着相对于危机前的时期，消费与可支配收入的比率出现5个百分点的下降，或者说消费与GDP的比率下降了约3%。简单来说，美国总需求的3%以上将来自别处，而不是消费。

会来自于投资吗？这同样不太可能。在危机发生前的几年间，住房投资占GDP的百分比已经过高，而且消化掉目前积压的住房将需要很长时间。在积压消化之前，房屋投资将在低位徘徊。固定资产投资占GDP的百分比会在危机后高于往日吗？或许不会。产能利用系数正处于历史低位，在经济复苏之前这种情况还将持续。尽管银行现在可能有了偿债能力，但其仍将收紧信贷，而从紧的贷款标准有可能在一段时间

内继续沿用。低效的金融中介不仅将影响供给方，还将影响需求方。再一次的，“无信贷”复苏的历史证据表明投资将长期低迷。

低利率起作用吗？

目前看来，似乎在任何给定的利率水平下，美国的国内私人需求将长期不振，低于危机前的水平。但需要注意的是“在任何给定的利率水平下”这一限定。这可能带来某种乐观主义。与危机前的几年相比，短期无风险利率降低了。在危机前的三年中，美国国债平均名义利率为4%，而平均通胀率为3%。这代表实际的（即消除了通胀因素的）利率为1%。如今，美国国债利率大体上为零，而通胀预期固定在2%左右。这表明实际利率大概是-2%，即低于危机前水平3个百分点。只要美联储需要，它就能令政策利率（联邦基金利率）为零，由于对通胀的预期更可能是上升而不是下降，所以实际利率很可能依旧为负。一个古老的经验法则告诉我们，实际利率降低1个百分点，而且预期这种情况将持续一段时间，那么将导致总需求提高约1%。实际利率下降3个百分点可能会充分抵消消费者和企业的谨小慎微，从而保持经济复苏的势头。

但事实可能不是如此。对需求而言，重要的不是政策利率本身，而是消费者和企业的贷款利率，而事实表明后者常常远高于政策利率。举例来说，美国BBB级债券的风险溢价比危机前高了近3个百分点。对风险更高的敏感性可能是本次危机的持久的遗产。

（大萧条导致股票风险溢价的大幅上升，这种情况延续了将近40年。但大萧条持续了很长时间，而本次危机似乎不可能产生同样的心理影响。）更高的风险溢价随后可能（至少部分地）抵消更低的政策利率。美国的决策者不能指望单靠压低利率来维持该国的经济复苏。

亚洲起作用吗？

如果美国的经济复苏即将开始，如果其财政刺激措施必须逐渐淡出，如果其国内私人需求低迷，那么美国的净出口必定上升。换言之，美国的经常项目赤字必定下降。这代表世界上目前拥有可观盈余的其他地区必须降低经常项目盈余。这种下降将来自何方？

很自然的，我们首先会联想到那些拥有巨额经常项目盈余的国家。其中最突出的是亚洲国家，而亚洲国家中最突出的当属中国。从美国的角度看，中国经济经常项目盈余的减少将有助于提高需求并维持美国的经

济复苏。这或将导致来自美国的进口增加，其应该会有助于保持世界经济恢复的势头。

为何中国有可能愿意这样做？这是因为中国有其自己的利益：中国的经济增长一直基于靠出口带动增长的模式，这依赖于高储蓄率，且导致了较低的内需、较低的汇率，以及较高的外需。该模式一度非常成功，但也导致其积累了巨额的外汇储备，以及刺激消费的压力。高储蓄率反映了以下三点：社会保险缺失，家庭不得不进行大量的预防性储蓄；家庭获得信贷的途径有限；公司的治理问题导致其保留了过高比例的收益。提供更多的社会保险，拓宽家庭的信贷渠道，改进公司治理不仅满足家庭和企业的要求，还将导致储蓄的降低和内需的扩大。如果需求的扩张受到供给方的限制，那么更高的内需可能为更低的外需所抵消，这意味着至少人民币的实际价值将上升。中国进口需求的上升和人民币的升值将可能提高美国的净出口。

“中国经常项目盈余的减少将有助于提高需求并维持美国的经济复苏。这或将导致来自美国的进口增加，其应该会有助于保持世界经济恢复的势头。”

其他亚洲新兴市场国家同样拥有大量的外汇盈余。它们的动机不一，有的积累外汇储备是将其看做保险，其他的则是因为出口导向型经济增长战略不可避免地影响了经常项目和外汇储备积累。其中许多国家有可能降低私人或公共储蓄（正如20世纪90年代韩国家庭储蓄巨幅降低所体现的那样），并允许本币升值。这将导致外需向内需的转移，以及其经常项目盈余的减少。

但它们的激励不如中国强烈。此次危机证明拥有大量的外汇储备是非常有用的。中央银行的换汇额度，以及多边信贷额度——例如IMF在危机期间创设的“灵活信贷额度”——可能将降低对外汇储备的需求。但换汇额度和信贷额度可能不会更新，因而无法提供像外汇储备那种层次的安全性。（正在建立的、旨在充分降低外汇储备积累的安排可能在长期相当可取，并有利于在短期和中期维持经济复苏。）因此，采取出口导向型经济增长模式的国家会对此项政策进行再评估，并赋予内需更高的权重，但所有这些变化或许都是渐进的。

为了对其重要性有个认识，另一个大致的估算是有用的。新兴亚洲的GDP约是美国GDP的50%（预计

该比率在2014年将升至70%）。所以，如果其所有的贸易往来都集中于美国，亚洲国家经常项目头寸的降低额将是其GDP的4%，这意味着美国的经常项目赤字将减少其GDP的2%（假设前提是消费与GDP的比值降低3%，再减去实际利率导致的1%的上升）。鉴于新兴亚洲的贸易并非全部集中于美国，调整幅度甚至有可能更大。这带来了一个问题，即其他国家是否能够和应该发挥怎样的作用。

非亚洲国家的作用

许多其他国家，包括一些发达国家，同样拥有经常项目盈余。例如，2008年德国的盈余是中国的一半（尽管现在正迅速减少）；日本的盈余是中国的1/3。

打个比方，德国应该削减它的盈余吗？它不能遵循我们建议中国采取的相同的途径，即货币升值的同时降低储蓄。因为德国属欧元区国家，不可能独自决定货币升值。另外在需求方面，严重困扰德国的问题和美国的一样：其在财政方面的空间有限，而且我们不清楚让德国消费者减少储蓄是否可取或可行。然而，德国却可能改善其非贸易部门的生产力，这应该也正中其下怀。最终这将导致对非贸易品需求的重新分配，并降低其经常项目盈余。同样的建议也适用于日本。但是，因为这样的结构性改革在政治上有相当的难度，而且其成效是慢慢显现的，所以这种进程将是缓慢的——以至于无法为接下来几年的经济复苏提供充分支持。因此，如果再平衡即将到来，那么它将主要来自亚洲，再平衡的方式是储蓄的降低和亚洲各国货币对美元的升值。

没有出现再平衡将如何？

对世界各地情况的梳理带来了三个结论：

- 第一，此次危机可能将带来潜在产出的降低。我们不应当对经济复苏的增长率预期过高。
- 第二，美国和其他地区可持续的经济复苏需要从公共支出到私人支出的再平衡。
- 第三，可持续的经济复苏可能需要美国净出口的增加，以及世界其他地区相应的减少，这里主要指亚洲。

我们可以质疑这三个结论。

在供给方面，其对潜在产出的效应高度不确定。毕竟，尽管历史证据让人悲观，但某些国家已经在不经历对潜在产出产生明显影响的情况下摆脱了银行业危机（但从另一方面来说，一些国家不仅出现对GDP层

面的长久的负面影响，还影响到了它们的增长率）。

在需求方面，发达国家的财政空间可能大于预期，这使得美国维持赤字的时间比最近预报的更久，并且不会引发市场对债务可持续性的忧虑。如果真的如此，在需要的情况下，私人和公共支出的再平衡的进度可以更和缓，给予世界需求的再平衡以更多的时间。或者，美国私人需求可以更强劲：美国消费者可以重新回到老路上，并且减少储蓄。这或将有助于经济复苏，并且避免净出口的重大调整。当然长期来看，这样将再次引发导致当前危机的一些问题。或许世界还会出现两极分化局面——举例而言，亚洲能够恢复高增长，但发达国家的经济复苏步履蹒跚。不过，当前的危机和导致将美国的冲击演变为世界衰退的强大的出口联系体现出，两极分化尽管是可能的，但发生的几率不大。

“如果再平衡即将到来，那么它将主要来自亚洲，再平衡的方式是储蓄的降低和亚洲各国货币对美元的升值。”

但是，如果我们接受这种论点，即两种再平衡措施可能对保持经济发展势头都是必不可少的，那么下一个问题是它们是否将会发生。很显然，它们可能不发生，最起码可能不在所需的范围内发生。例如，如果亚洲不愿削减其经常项目盈余，而美国的净出口又无法持续改善，疲软的美国私人需求将使美国的经济复苏羸弱不堪。在这种情况下将出现扩大财政刺激的强大政治压力，直至私人需求恢复。

如果发生这种情况，我们可以设想多种情境：政治压力可能遭到阻碍，财政刺激措施可能逐步淡出，而美国的经济复苏将踉踉跄跄。抑或财政赤字可能持续的时间过长，导致债务可持续性问题和对美国政府债券和美元的担心，从而引发大量的资本流出美国。美元贬值或将发生，但局面混乱，导致其他的不稳定因素和高度的不确定性，这将导致经济复苏脱离正轨。

保持形成中的经济复苏势头有可能需要国内和跨国的精密的再平衡措施。对于这些问题和危险的理解，以及跨国间的某些合作，可能将在今后几年变得至关重要，因为我们正处于危机最剧烈的时期。■

奥利维尔·布兰查德是IMF的经济顾问和IMF研究部处长。

全球货币： 入局与出局

在国际货币的世界中，时而被追捧，
时而被抛弃



出局

- 七国集团（G7）
- 角点解假说
- “货币操纵”
- 通货膨胀目标法
- 美元的不合理特权

入局

- 二十国集团（G20）
- 中间汇率制度
- 外汇储备
- 打击资产泡沫
- 国际储备资产多元化

Jeffrey A. Frankel

在国际货币经济学中，我们的考题依旧相同，几十年间变化的只是答案。我这里提出了五个观念，它们不久之前还是被视作传统智慧，但现在已被我列入“出局”名单。相应的，我还提出了另外五个观念，这五个在几年前可能被认为是该“出局”的，现在又被列入“入局”名单。

1 出局：七国集团（G7）
入局：二十国集团（G20）

出局：七国集团（G7）世界的领导人于1975年在法国举行首次会晤，批准实际转入浮动汇率制度，以应对布雷顿森林体系的终结。G7的财长们在1985年签署了“广场协议”，合作降低平流层美元，随后于1987年按照“卢浮宫协议”再次暂停美元的贬值。G7——加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国——曾是世界货币体系最重要的领导集团。但是，其成员国组成越来越与时代脱节。1997年俄罗斯加入，使之变成八国集团（G8）。但这样不仅是小修

小补，而且为时已晚。将中国和其他主要发展中或新兴市场国家拒之门外使得该集团日薄西山——试问财长们如何讨论没有派代表到会的国家的货币？

入局：二十国集团（G20）在G7的基础上增加了欧盟和12个主要的经济体——阿根廷、澳大利亚、巴西、中国、印度、印度尼西亚、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、韩国和土耳其。2009年4月，G20伦敦峰会既取得了某些实质性的成功，也存在某些失败。但无论如何，此次会议是一个转折点——现在是由G20，而非G8，来出台实质性的决策——主要的新兴市场国家终于体现了自身的代表性。

2 出局：角点解假说
入局：中间汇率制度

出局：角点解假说推测各国正在（或者应该）移向其汇率制度选择中的两个端点：不是完全弹性，就是严格的制度性承诺，即以货币局制、美元化，或货币联盟的形式固定汇率。根据该假说，在两个极端中

的任意选择都不可行。

角点解假说 (Eichengreen, 1994) 出现的背景是1992—1993年的欧洲汇率机制 (ERM) 危机。ERM允许欧洲货币的汇率窄幅波动。但在压力下，意大利、英国和其他国家不得不贬值或退出这一机制——法国之所以没有退出仅仅是因为波动区间扩大了。此次危机暗示了固定和浮动之间没有中间地带（而当1997—1998年该机制从宽幅波动调整至完全的货币联盟时，其所取得的成功似乎证实了这种论断）。1997—1998年东亚危机之后，角点解假说同样被应用于新兴市场。在致力于改革金融体系，以最小化未来危机的频率和严重程度的过程中，“固定或浮动”的主张迅速成为了传统智慧 (Obstfeld和Rogoff, 1995; Summers, 1999; Meltzer, 2000)。

问题是，这种主张无论从理论上还是实证上都未被恰当地证实过。2001年阿根廷可兑换制度——将比索以固定汇率钉住美元——的崩溃标志了该主张终结的开端。如今，很明显的一点是绝大多数国家仍将继续在浮动和严格的制度性钉住两者的中间地带进行选择，而很少有观点表示中间制度通常是个坏主意。

入局：中间汇率制度。如果角点解假说“出局”了，那么中间汇率制度就随之进入名单。中间汇率制度包括目标区域（地带）、爬行汇率、钉住一篮子货币、可调整钉住汇率，以及它们的多重组合。IMF将半数以上成员国遵循的汇率制度归入介于自由浮动和严格钉住之间。相比较于各国所宣称的汇率制度，《经济学人》尝试把它们实际遵循的汇率制度分类 (Frankel和Wei, 2008)。结果表明，一般而言采取中间汇率制度的比例甚至更高。

3 出局：“货币操纵”

入局：外汇储备

出局：“货币操纵”。据说2007年IMF曾被要求监督其成员国的汇率情况，因为美国认为中国的币值低于其应有的水平。“不公平货币操纵”这一概念正式出现于美国法律条文中已经有20年之久，而其甚至在更早之前就见诸于《国际货币基金组织协定》，尽管其具有保护主义的色彩。实践中，所谓的要求顺差国家升值的指令从来就没有强制执行过——这与逆差国家的贬值压力形成鲜明对照。有些人会宣称修正这种不对称的时机已到 (Goldstein和Lardy, 2009)。我的观点是现在需要认识两个事实：一是通常我们无法确定某种货币的正确价值，更不用说它的“公平”价值；二是债权人现在和将来都总是会比债务人强势。

现在是时候抛弃不公平货币操纵这种说法了。

美国立法者曾认为中国的人民币被低估，而更灵活的中国货币制度将是有益的。这两个论点都有合理之处，但政治家高估了其重要性。继续要求中国停止通过干预外汇市场来固定人民币兑美元的汇率可能将适得其反。

2007年，中国在外部所要求的方向上更进一步：放弃钉住美元，并且实际上给欧元配置了相当的权重。但在2008年春，中国放弃了2007年的政策，并恢复钉住美元。这很明显是迫于中国出口者的压力，其抱怨2007年欧元对美元升值时，他们失去了竞争力。2008年的预期是政策反转可能会有助于提高中国的出口在美国产品支出中的竞争力。但在2008年，（出乎意料地）欧元对美元贬值。如果中国保持2007年的政策，而非退回钉住美元，那么如今人民币的币值应该更低而不是更高。基于美元的生产者将在价格竞争力

“是时候抛弃不公平货币操纵这种说法了。”

上处于更加不利的地位。

但更本质的问题是长期性的问题。美国正依靠中国为其赤字融资。尽管美国经常项目赤字已经减半，但其外债还在惊人地上升。如果中国和其他亚洲国家及商品出口国停止购买美国联邦债券，那么结果将是美元贬值和美国利率的骤然增加。美国立法者应该出言谨慎，因为他们应该知道这样的后果。

入局：外汇储备。如果通过干预降低本币升值不再是一种过错的话，那么进行储备将是一种新的美德。

自1973年以来，采取浮动和管理浮动货币制度的国家数量稳步上升。对众多新兴市场而言，汇率弹性的上升是对1994—2001年货币危机的回应。

理论上讲，选择汇率浮动的国家不需要保留外汇储备，更不用说使用它们了。但发展中和新兴市场国家利用2003—2007年的经济繁荣积累了前所未有的高额外汇储备。它们不是在更高的汇率弹性和更高的外汇储备中选择其一，而是两者兼顾。西方的经济学家给出了某些令人信服的论据，表明许多国家持有远远超过其所需的外汇储备（例如，中国现在的外汇储备为2万亿美元）。他们指出绝大多数此类储备的形式是收益率低的美国国债 (Summers, 2006; Jeanne, 2007)。

新兴市场国家应该比经济学家更了解自己的局面。外汇储备已经在全球流动性危机中提供了自我保险。这些建立预防性储备的国家更有能力避免“2008年恐慌”中的巨幅贬值 (Obstfeld、Shambaugh和Taylor, 2009)。

4 出局：通货膨胀目标法（狭义上的） 入局：打击资产泡沫

出局：通货膨胀目标法。过去10年是通货膨胀目标法的10年（Svensson, 1995; Bernank等, 1999）。狭义上讲，通货膨胀目标法要求央行给出始终以消费者价格指数（CPI）衡量的年度通胀目标，并以央行完成目标的能力作为评判。弹性通货膨胀目标法允许央行同时以产出和通胀为目标，比如遵循大名鼎鼎的泰勒法则。正统观念认为央行本质上不应当考虑资产价格、汇率或出口价格，除非它们是通胀的先验指标。

我相信通货膨胀目标法——至少是狭义上的——已经度过了它的最好时光。

第一点，不考虑汇率的规定（如果有的话）可能只是十多种受承诺的浮动目标中的一个。绝大多数宣称其浮动的国家并非如此。相反，它们有一种“浮动恐惧”，并且认为需要通过干预平抑对其货币需求的波动（Calvo和Reinhart, 2002）。

第二点，也是对大型发达经济体最重要的一点，即资产价格问题。10年前，大多数货币经济学家支持前美联储主席阿兰·格林斯潘的教条，即在股票市场和房地产市场投机泡沫的形成过程中，尝试确认并戳破泡沫是无望的——而在市场崩盘之后削减利率便足以保护经济体。最近的情况改变了这种想法。

第三点，对于贸易冲击将给其带来重要影响的国

“在危机之后援救市场的政策产生了一种道德风险问题，这加剧了泡沫的演变。”

家来说，选择CPI作为价格指数会带来不必要的不稳定性。其他价格指数（如生产者价格指数或某种出口指数）将更合理地调节贸易层面的波动（Frankel, 2005）。

入局：打击资产泡沫。30年来，过度的货币扩张都被认为代表着通胀失去控制，最终将迫使货币紧缩，并且通常会带来一场衰退，以重新恢复物价稳定。这种描述契合了1974年、1980年、1981—1982年，以及1990—1991年的衰退。但20世纪充斥着资产大繁荣以毁灭性崩盘告终的例子。现在回想起来，繁荣期间的货币政策过于简单，而通胀在任何阶段都没有出现。20世纪20年代佛罗里达州房地产繁荣和纽约

股票市场繁荣之后，1929年的大崩盘和大萧条接踵而至；承接1986—1989年日本股票和房地产市场泡沫的是10年的停滞不前；20世纪90年代亚洲的繁荣和泡沫破灭，以及美国在近10年的经验都高度符合这种模式。（在2007年开始的本次金融危机之前，Borio在2005年指出了这一点）。

以下四点可以回应格林斯潘的教条：第一，确认泡沫并不比提前18个月确认通胀压力更难。第二，货币当局拥有戳破投机泡沫的工具。第三，在危机之后援救市场的政策产生了一种道德风险问题，这加剧了泡沫的演变。第四，正如我们最近知道的，以产出损失衡量的成本会极其高昂，甚至在央行极力扩张信贷的情况下亦是如此。

5 出局：美元的不合理特权 入局：国际储备资产多元化

出局：美元的不合理特权。在美元不出现重大贬值的情况下，美国经常项目赤字能够维持吗？美国还将继续享有以本币进行实质上无上限的借贷的独有特权吗？如果真的如此，是否应给这项特权贴上“不合理”的标签，即这种保险金是不是仅仅归因于规模和历史这种属性，而非高尚的行为，比如预算规定、物价稳定，以及稳定的汇率？自1980年以来，美国已经积累了10万亿美元的债务。在1973年1月到2009年5月期间，相对美联储的主要货币指数，美元已经贬值了30%。宏观政策规定似乎将不再使美国保有这种特权。

某些学者指出，美国仍保持这种特权，即通过开发向世界其他地区提供高质资产的比较优势来承担美元债务（Caballero、Farhi和Gourinchas, 2008; Forbes, 2008; Gourinchas和Rey, 2007; Ju和Wei, 2008；以及Mendoza、Quadrini和Rios-Rull, 2007）。

在这种解释下，经常项目失衡的根本原因在于亚洲和其他国家寻求优质投资的储蓄的过剩。由于2007年美国资产的低质量突然被暴露，随后美国金融机构也丧失了信用，这种推理的可信性可能被削弱了。

尽管关于美国私人资产独特高质量的更奇异的论据已经黯然失色，但美国过度特权的基本思想依然存在：美元是世界储备货币，这是美国的规模和历史的优越性所决定的。接下来的问题就演变为：是美元将永远扮演独一无二的角色，还是足够长的赤字和贬值记录将诱使投资者到别处淘金？（见本期“储备货币的未来”一文）

入局：国际储备资产多元化。美元是否遭遇真正对手，动摇其单一国际主导储备货币的地位？在20世纪70年代和80年代，两个假想挑战者分别是日元和德国马克，但其力量终究有限。但欧元似乎是一种不错选择。此外还有其他新的或复苏的储备资产——包括IMF的特别提款权（SDR）。最有可能出现的是包括几种国际储备资产的体系，而非一味依赖于美元。

什么决定了储备货币的地位？——经济规模、金融市场深度、回报率，以及历史惯性。欧洲大陆和美国的规模相当。受此次危机的影响，美国金融市场的自由度、深度、流动性和信誉第一次遭到了削弱。此外，无论从汇率水平还是从汇率波动性来衡量，我们都已经发现美元无力长期保持现有价值。

是的，现在的情形类似于20世纪60年代的布雷顿森林体系——外国央行全数买下多余的美元，以阻止本币升值。但离我们更近的是其终点而不是起点：这很像1971年的情况，当时美国的扩张性货币和财政政策导致了贸易收支差额和总的国际收支差额的下降，从而引发了布雷顿森林体系的崩溃。这次仍然没有理

由预期另一种结局。美国不可能完全依赖于外国政府债权人的支持。

“受此次危机的影响，美国金融市场的自由度、深度、流动性和信誉第一次遭到了削弱。”

储备货币的变动缓慢，但也将逐渐地到达一个质变点。最好的先例是英镑，其在1931年到1945年之间的某个时点被美元取代。Menzie Chinn和我（2008）估计美元和欧元间也将到达一个相似的质变点，到2022年欧元将超过美元。不应过于从字面上理解这种双货币模拟。现在这一时期更可能成功取代美元单极统治的是多重储备体系。

今年，其他国际资产和欧元一样出现在央行储备买进名单中。首先是SDR，其始于20世纪60年代末，被称为加速恶化的“病人”布雷顿森林的过迟的“药”。SDR于20世纪70年代早期发行，并建立

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

起相当于国际储备资产的要求权，但因其数量的杯水车薪而显得无足轻重。到20世纪90年代，该货币单位被完整保留，但在国际货币体系中已难觅其踪（Eichengreen和Frankel，1996）。

在2009年4月的G20峰会上，SDR惊人地起死回生，与会各国领导人不仅将IMF的资金规模扩大两倍，还在多年以来首次发行了新一批的SDR。随后，中国提议以SDR取代美元成为国际货币。由于没有一个国家使用SDR作为本币，其不太可能与欧元或日元竞争，更遑论美元。即使如此，SDR现在似乎有可能重新出现在多重储备货币体系的其他正式资产的名单中，尤其是当IMF采取“替代账户”提案，允许成员国将不需要的美元替换为SDR。

第二，几十年来传统智慧一直认为大量持有被封存的金条是过时的产物，央行也在逐步变卖黄金。但现在黄金又开始重新流行。据报导，中国人民银行今

年大幅增加了黄金储备，作为之前无限制收购美元的替代。

第三，日元最近获得了某种避风港的地位。

接下来就是人民币了。尽管这需要相当大的发展，并开放中国的金融市场，但人民币在10年内将可能成为国际货币，并可能在30年内成为最重要的国际货币之一。不过它将成为多重储备货币体系的一部分——该体系还包括美元、欧元、日元、英镑、瑞士法郎、SDR，或许还包括黄金。

一个多重储备货币体系是无效率的，正如物物交换经济也是无效率的。但货币竞争者的存在还是给世界其他地区提供了保护，使其避免这种情况的发生，即货币领导者利用其地位积累过多债务，再通过通胀和贬值甩掉这些债务。■

Jeffrey Frankel是哈佛大学Harpel教授。

参考文献：

- Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin, and A. Posen, 1999, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Borio, Claudio, 2005, “Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?” *National Institute Economic Review*, Vol. 192, No. 1, pp. 84–101.
- Caballero, R., E. Farhi, and P. Gourinchas, 2008, “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates,” *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, pp. 358–93.
- Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart, 2002, “Fear of Floating,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 379–408.
- Chinn, Menzie, 2005, “Getting Serious About the Twin Deficits,” *Council Special Report No. 10* (New York: Council on Foreign Relations).
- , and Jeffrey Frankel, 2008, “Why the Euro Will Rival the Dollar,” *International Finance*, Vol. 11, No. 1, pp. 49–73.
- Eichengreen, Barry, 1994, *International Monetary Arrangements for the 21st Century* (Washington: Brookings Institution).
- , and Jeffrey Frankel, 1996, “The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System,” in *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*, ed. by M. Mussa, J. Boughton, and P. Isard (Washington: International Monetary Fund).
- Forbes, Kristin, 2008, “Why Do Foreigners Invest in the United States?” *NBER Working Paper 13908* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Frankel, Jeffrey, 2005, “Peg the Export Price Index: A Proposed Monetary Regime for Small Countries,” *Journal of Policy Modeling*, Vol. 27, No. 4, pp. 495–508.
- , and Shang-Jin Wei, 2008, “Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of The Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights,” *IMF Staff Papers*, Vol. 55, pp. 384–416.
- Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy, 2009, *The Future of China’s Exchange Rate Policy* (Washington: Peterson Institute for International Economics).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, 2007, “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege,” in *G7 Current Account Imbalances*, ed. by R. Clarida, (Chicago: University of Chicago Press), pp. 11–66.
- Jeanne, Olivier, 2007, “International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?” *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, Brookings Institution, pp. 1–55.
- Ju, Jiandong, and Shang-Jin Wei, 2008, “When Is Quality of Financial System a Source of Comparative Advantage?” *NBER Working Paper 13984* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Meltzer, Allan, 2000, *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, Submitted to the U.S. Congress, March.
- Mendoza, E., V. Quadrini, and J. Rios-Rull, 2007, “Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances,” *NBER Working Paper 12909* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 1995, “The Mirage of Fixed Exchange Rates,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, pp. 73–96.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh, and A. Taylor, 2009, “Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008,” *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, pp. 480–86.
- Summers, Lawrence, 1999, Testimony before the Senate Foreign Relations Subcommittee on International Economic Policy and Export/Trade Promotion, January.
- , 2006, “Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation,” L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, March 24.
- Svensson, Lars, 1995, “The Swedish Experience of an Inflation Target,” in *Inflation Targets*, ed. by L. Liederman and L. Svensson (London: Centre for Economic Policy Research).

重塑金融体系

如何加强金融调控与监管？

Andrew Crockett

始于2007年的金融危机其最危险阶段似乎已经过去，现在人们正将注意力转向对金融体系的巩固与完善。决策者开始关注如何消除金融架构中那些曾导致金融危机爆发的缺陷。

这场危机本身是多种因素共同作用的结果，而这些因素中各自作用孰大孰小在多年之内都很难形成定论。但是无论危机的根本原因是什么，舆论都期望能够改善监管环境，以防止危机中经济与人力成本再次遭受损失。

在这种情况下，自然会有人要求“更多的监管”。然而，实际上我们真正需要的是“更好的监管”，该体系能够更及时发现隐患，正确地评估价格风险，并强化对审慎行为的激励。有时候，这需要额外的监管；而其他时候，则需要监管机构更有针对性地运用其现有的监管手段。在实施改革时，重要的一点是不仅要致力于实现金融体系的稳定，还要保证其高效且具有创新能力。

为了便于分析，我们将改革分为几个层面，包括影响监管领域制度覆盖面的改革，改变监管法规实质性内容的改革，以及调整各监管机构整体结构的改革。

拓宽监管范围

传统上，监管已经覆盖了金融体系的三大支柱——银行、保险和证券市场。很久以来，我们可以很容易判定各机构分别从属的类别，而且三大支柱基本上共同覆盖了金融中介的全部内容。但是，近年来大量其他形式的机构开始在金融体系的运行中发挥着日益重要的作用。

机构范围的扩大，对于信用中介机构出现的“原生一分销”模式之影响，可谓尤为深远。越来越多的信贷从资本市场这一中介获取而来。该模式有两方面的优点：一方面，其可以使借款人获得更多的流动性；另一方面，它原则上将风险分摊给那些最有能力同时愿意承担风险的实体。但是这一模式的高效安全运转，却需要一系列先决条件。

信贷的发起人需要适当的激励机制来对信用风险作出正确评估。信用证券化产品的发起人与发行商必

须提供足够的信息透明度。证券的持有人需要了解其所购买资产的属性。这就意味着更多的市场参与者对金融体系的安全运转起着举足轻重的作用。

私募资本（比如对冲基金和私募股权投资基金）一直以来增长迅猛。货币市场共同基金募集并投入的短期资金数额越来越高。投资银行也极大拓展了其交易活动。抵押贷款发起人则主导着那些依托抵押贷款支持证券市场的资产的创造。

此外，在信贷高效安全的分配过程中，如清算及结算系统、信用评级机构以及审计公司这样都在扮演着日益重要的角色。基于上述原因，与传统架构相比，新的金融架构应当针对更大范围的参与者进行充分的监管。

监管重建

几乎每一次金融危机的核心都是信贷质量与过度杠杆化的双重问题。导致这两个问题的因素因情况不同而异，但信贷质量和过度杠杆化无疑是导致金融危机的深层主导原因。

因此，在进行针对监管体系的长期改革中，我们需要采取某些监管技术，以抵消对信用风险的错误定价以及杠杆的过度使用。近来广为人知的金融体系的“顺周期性”的表现之一就是对信用风险的错误定价。经济运行良好的时期，风险敏感性钝化，度量到的风险看似减少了，而风险缓释因素（比如担保品）被赋予比通常情况下更大的价值。所以，贷款方给借款方发放贷款的条件无法体现经济周期反转时将出现的风险。相反，经济衰败的时期，市场普遍过度谨慎，新近的失败教训负面地影响着风险度量，从而使担保品价值直线下降。人们的贷款意愿急剧降低。

在金融体系的任何一次改革中，重要的环节是更好地体现“跨周期”风险，以及限制向顺周期性的发展趋势。巴塞尔银行监管委员会正在就该问题的多种解决方案加以探讨。绝大多数方案中都提议形成多种机制，以鼓励银行在良性信用状况期间积累额外的缓冲资本。这样，当出现周期更迭时，这些资金可以用来吸收损失，使银行不至于陷入破坏性的信贷紧缩的

下降漩涡中。

过度的杠杆化也是顺周期性的部分体现。杠杆和到期转换——比如吸收短期存款，并将其用来发放长期贷款——是金融体系产生附加值的主要来源之一。不过，这一附加值的实现取决于是否具备谨慎的风险管理以及是否持有充足的资本。在改革中，应该格外重视银行资产组合的资金的谨慎融资。

毫无疑问的是，金融体系需要更高水平的资本来防范风险，尤其是用以抵御交易活动所带来的风险。但重要的是不能将对银行的资本金要求视作对体系性风险的无差别回应。事实上，倘若以提高成本的方法满足更高的资本金要求，一旦超出了一定的限度，反而会将金融中介引向监管不足的方向，由此可能引发更大的风险。因此，银行资本金的提高必须与风险管理的完善并驾齐驱，特别需要强化流动性风险管理，这可能需要涉及到期转换的量化规定的支持。

重组监管机构

近年来，由相互独立的监管机构分别监管银行、保险公司和证券市场的传统监管模式受到了全新监管模式的挑战，如以日本、德国和英国为代表的统一监管模式，以及澳大利亚和荷兰将审慎监管与业务操守准则和消费者保护监管相区分的“双峰”模式。但是，当前的经济危机要求从更根本的层面上对监管责任的结构进行再评估。如果将监管责任进行划分，就必须在各个监管机构之间建立起更加健全有效的合作机制，同时，如果央行不是监管机构，那么就需要货币当局的参与。

另外，金融业的全球性和当前危机的全球性，不仅昭示了国家监管构架的重要性，也彰显了在全球层面构建充分协作机制的重要性。

越来越多的人认识到，仅仅通过单一金融机构的审慎运营来确保金融系统的稳定是不够的。微观层面的审慎监管可能无法识别宏观审慎层面出现的风险。当所有金融机构同时受到某种冲击，并且/或者应对冲击的手段内在地影响到市场动态的稳定性时，这类风险就会迸发。

一个最明显的例子是：一家机构在其资产组合遭受负面冲击后，试图通过资产变现来避险。资产出售会引发价格下跌，继而造成其他机构的损失，结果是，这些机构也会通过资产变现寻求自保。这就形成了资产价格螺旋下降、组合不断被清算的恶性循环。

许多国家都在考虑建立系统性风险的监管机构，以担负起维护整个金融体系稳定的职责。这样的机构将能够发现监管体系中的缺陷，并且在金融业的发展

趋势中及时发现隐患。至于何种机构可以当此重任，尚存在着许多争议。一种观点是选择央行来担当此类系统性风险监管机构，理由在于央行维护金融稳定的传统角色、对市场的直接参与，以及在经济危机中通过其资产负债表充当最后贷款人的能力。

另一种观点则认为，央行承担这样的职责意味着赋予一家单一机构过多的权力，会带来更大的政治化风险。此外，央行承担起系统性风险监管机构的职责，可能会失去吸取其他监管机构见解的机会。所以，系统性监管的职责可以赋予由若干监管机构组成的委员会，或许可以让委员会中独立的工作人员负责系统性风险的评估。其他介于二者之间的解决方案同样可能出现。

监管结构的一个重要方面是构建国际协作机制。随着全球市场的形成和大型跨境金融机构的不断涌现，金融业正在变得日益国际化。理想状态是令金融中介在所有主要国家中接受高质量的统一监管。这会提升金融安全性，降低监管套利的机会，避免引起高昂而重复的监管成本，从而推动建立公平竞争的环境。

实现此目标最简单的办法是构建单一的全球金融监管机构，不过在可预见的将来，这个想法可能还不现实。监管责任事关国家主权，无论如何，各国政府在本国任何一家私人机构遭遇困境时都必须采取代价高昂的措施。因此在实践中，监管协作必须依靠相互谅解和同行压力的原则通过国际机构来实现。不过，如果能够赋予此类机构和组织更多权力来实施其建议，则不失为一种很好的选择。

能担当这一使命的主要国际机构包括IMF、国际清算银行、金融稳定委员会，以及各行业标准制定组织（如巴塞尔银行监管委员会、国际证券事务监察委员会组织、国际保险监督官协会和国际会计准则理事会）。如果这些机构能够获取具有适当代表性的群体的支持（如G20国家的元首），其建议和决定会产生更加重要的影响。

获取成功

将金融监管置于更健全的基础上，在提高金融体系稳定性的同时，发挥其对整个经济高效运行的重要贡献，这还需要进行大量的工作。目前正在讨论似乎切中问题的要害，而且也在朝着正确的方向进展。不过，我们仍需将提议成果纳入严格审查，这一点相当重要，因为这样不仅可以避免“背水一战”，而且还可以幸免沦为意外后果定律（law of unintended consequences）的牺牲品。■

Andrew Crockett是摩根大通集团总裁。



前景展望

Carlo Cottarelli 和 José Viñals

各国政府现在必须开始制定与复苏相适应的经济战略

目前全球经济开始呈现出改善的迹象——正如隧道尽头的光亮，但是前景依然极不明朗。尽管现在就放弃应对经济危机的政策还为时尚早，但开始针对经济复苏制定战略至关重要。如果不能做到这一点，不但会影响对经济前景的预期，还会削弱现行的财政和货币支持政策的效果。

各国财政当局和中央银行当前应对全球经济衰退的方式，一是弥补消费者和企业不断下降的需求，二是为金融业和其他关键行业提供有力支持。这使它们的资产负债表的规模不断扩大，并且风险与日俱增。

不仅应对危机的政策恶化了公共部门资产负债表，人口老龄化导致的健康和养老金支出的增加也令公共债务激增，发达国家的这种状况尤为显著。眼下不断增加的债务已令各国十多年来为应对人口老龄化而强化公共预算的努力付之东流。宽松的货币政策以及非传统的央行政策措施可能对于防止金融行业

崩溃起了至关重要的作用，但是大规模收购不良资产已经使众多中央银行面临潜在亏损的风险，而且这其中某些政策措施所具有的准财政性质也可能会威胁央行的独立性，对其造成政治压力。

这种状况对于针对经济复苏的政策意味着什么？第一，由人口老龄化所带来的财政问题必须得到强有力的治理；第二，必须维护甚至强化中央银行控制通货膨胀的能力；第三，政策必须通过恢复私人部门对金融业和其他行业的控制来促进竞争并提高生产率，从而带动经济强劲和可持续的增长。

史无前例的财政问题

三个因素导致了各国财政状况的重大削弱：

- 与危机前的预测相比，未来几年经济活动将大幅减少，经济增长放缓；
- 一揽子财政刺激方案；
- 为支持金融业所实施的政府干预。

根据2009年7月份的《世界经济展望最新预测》，2014年发达经济体债务与国内生产总值(GDP)比率将由2007年的75%增长至115%。根据该预测，到2014年，G7中除加拿大之外，其余六国（法国、德国、意大利、日本、英国和美国）债务与GDP的比率将接近或超过90%。

这种公共债务的激增在和平年代是前所未有的。20世纪30年代曾出现过类似情况，但那时债务与GDP比率的初始水平较低（如1929年美国公共债务与GDP的比率约为20%）。此外，20世纪30年代的人口趋势也是有利的。

在发达经济体迅速增加的债务中，只有相对很小的一部分（目前为GDP的6%）来自政府的财政支持措施。大部分的债务增长源自政府的财政刺激方案以及特别是与经济衰退相关的税收损失和资产价格的崩溃。因此，单纯依靠取消财政支持措施不能解决当前的财政问题。

财政风险

如无法解决债务不断攀升的趋势，人们将出现这样的担忧，即最终债务将通过通货膨胀来摆脱，否则违约在所难免。利率将随之走高，从而恶化财务状况并潜在地遏制经济复苏，债务期限将缩短，同时出现再融资危机。在对货币贬值风险比较敏感的地区，这些担忧将尤为严重。

来自主要发达国家通胀指数债券的共识性预测和预期指标显示，通货膨胀预计在今后10年将维持在较低水平。同时，尽管几个月来政府证券的利率一直在增长，但其同样处于低位。然而市场反应常常带有滞后性和突发性，所以目前良性的市场反应无法确保未来的经济走向。

一些评论家表示，通货膨胀（如果经济复苏开始后中央银行无法及时收缩资产负债表并收紧货币政策的话，那么就将出现这种情况）将有助于减轻债务负担。不过，高通胀将引发其自身的极大扭曲，而再次降低通胀率的代价高昂。此外，一位数的通货膨胀率并不能对债务的真正价值产生多大影响，如果当今后几年政府再融资使较高的通胀预期表现为较高利率的话，情况将更是如此。简言之，以低通胀率形式表现的物价稳定是一项关键的公共物品。保持物价稳定对支持可持续的经济发展相当重要。

中央银行果断行动

提供流动性及其他金融支持的果断的银行措施有

助于遏制金融部门的崩溃，并防止破坏性的通货紧缩。各国中央银行已大幅降低了政策利率。通过流动性供应措施，各国央行延长了债务期限，扩大了担保品和交易对手的范围，从而保证准备金顺利流入市场。

“政策必须通过恢复私人部门对金融业和其他行业的控制来促进竞争，从而带动经济强劲和可持续的增长。”

中央银行还采取了各种由资产主导的，且时常是非常规性的举措，这都是为了应对某些短期利率接近于零的情况，并抵御市场的严重扭曲，这一点尤为体现在2008年9月雷曼兄弟破产后，银行准备金余额需求大幅提高之时。值得注意的是，非常规工具包括定量宽松与信贷宽松两种。本次金融危机中采取的定量宽松由政府证券的购入组成，以降低较长期利率，而信贷宽松包括私营企业资产的购入，以冲抵一些特定市场信贷息差的扩张（例如，央行成为严重萎缩的商业票据市场的最后购买人）。在一些国家，定量宽松与信贷宽松的综合作用对央行资产负债表产生了极大的影响。例如，截至2009年6月底，美联储的资产负债表规模增加了一倍多，英国央行的资产负债总额约为两年前危机爆发时的三倍，两者的规模都几乎达到了该国GDP的15%。欧元体系国家的资产负债总额增长了约50%，达到GDP的20%。

货币政策面临罕见问题

无论通货膨胀压力上升的风险来自于国内需求、商品价格，抑或成为汇率变动的一种反馈，中央银行都可能面临其与经济走势持续疲软时对金融稳定性担忧之间的矛盾。

非常规工具的广泛采用使货币政策的制定与传导变得复杂化。通常，单一的工具（如短期利率，通常为银行拆借利率）被视作央行政策立场转变的信号。但由于央行采取了诸多非常规措施，评估货币政策整体立场的难度更高了。在一些国家，如果在市场并未完全恢复时通胀压力再次抬头，这一难题将贯穿于经济复苏的初期阶段。因此，即使利率上升，一些非常规工具仍将继续得到采用。

因此，中央银行在一些相关领域将面临重大挑战：决定扭转宽松政策的时机和程度；决定央行未来资产负债表的状况；与财政当局及其他央行的合作；与公众的沟通战略。此外，尽管货币政策的首要任务

是维持物价稳定，但对于央行如何适当地发挥保证金融稳定的作用尚有很大争议。

回归常态

随着经济复苏，回归常态至关重要——不仅是政府债务与央行资产负债表头寸要回归常态，各机构的责任承担也需回归常态。为降低今后爆发危机的可能性，必须在经济稳步复苏时立即进行财政调整，包括养老与医疗保障改革。停止央行干涉，同时补偿给政府预算带来的相关损失，这将使央行有能力控制通货膨胀。

需要更严格的财政约束

未来二三十年需要对财政进行调整的规模几乎是空前的，对负有最高额债务的国家尤其如此。IMF财政事务部的一项研究表明，负债额更高的发达国家（2014年债务与GDP比率超过60%的国家）必须自2014年起每年保持4.5%的平均基本盈余（即收入减去利息支付前的支出），才能在2030年将债务与GDP的比率降到60% (Horton、Kumar和Mauro, 2009)。

财政调整需要对养老及医疗补贴进行改革，这两者将成为今后几十年财政支出的主要压力。人口老龄化带来的未来支出的净现值已超过危机所需财政支出的10倍。这方面的政策措施面临政治上的困难，并需要做进一步的技术性基础工作，但此类措施势在必行。诸如提高退休年龄等举措能够对未来公共支出的净现值产生重要影响，同时也无损对总需求的财政刺激作用。

除养老及医疗保障外，财政调整还应涉及更大范围内的收入与支出。不同国家因所处形势与政策倾向不同，财政调整方式的选择也各异，但仍存在若干共同的主题。在支出方，财政刺激措施一定不能永久化。在收入方，扩大税基是第一步，而税收结构的调整可能将比以往更加重要。在这一点上，外部调整型税收（如碳排放税）将会是主要的优先选择。此外，各种制度安排（如中期财政框架、财政责任法规，财政规则等）与财政委员会都将支撑财政调整，作用的大小取决于不同国家的情况。

政策还应确保危机时所获取的资产的价值得以充分体现。国家当局有时可能需要进行权衡：是一旦收购的银行或公司恢复盈利，就迅速向私人部门出售资产，还是采取最终可能为政府预算带来更大收益的更为渐进的方式。

经济发展应置于首位，因为其可以改善国家的债

务状况。经济在10年中每年增长一个百分点（支出保持恒定并假设税率为40%），就能够使公债降低的额度达到GDP的24个百分点。此外，如果经济在今后10年能够保持过去20年的平均水平，那么平衡预算（尽管这是一个富有挑战性的目标）就足以使一国的负债与GDP比率从100%降至60%。然而，今后10年左右的经济增长无法得到保障。危机可能将令潜在增长率低于过去10年，人口趋势的负面情形同样也可能制约经济增长。因此，通过改革促进潜在经济增长至关重要。

“央行保证物价稳定的能力对强有力的经济增长十分关键，而经济发展本身也是央行的目标。此外，物价稳定才能保证债务的可持续性。”

从正面来看，债务动态学的基本算式表明，无论时间起点于何处，债务与GDP比率最终将只取决于经济增长和赤字与GDP比率。因此，尽管目前负债头寸较高，但促进经济增长与抑制预算赤字的努力最终还是能够达到良好效果。

货币政策的挑战

央行保证物价稳定的能力对强有力的经济增长十分关键，而经济发展本身也是央行的目标。此外，物价稳定才能保证债务的可持续性。虽然通货紧缩会产生负面影响，加剧经济衰退，但是如果通货膨胀率高于与物价稳定相一致的水平，那么通货膨胀同样有可能不利于经济增长。

短期来看，关键是要稳定金融部门与实体经济。但一旦危机有所缓解，随着包含不良资产的资产负债的增加，央行维持物价稳定的能力就将有所削弱：

- 大量的超额准备金可能导致信贷的迅猛增长及通胀压力；
- 某些资产难于满足货币政策及流动性管理的需求；
- 对定量工具的依赖将令市场难以判断货币政策的立场；
- 亏损和“准财政”措施将引发政治方面的压力，从而削弱央行的独立性。

策略的关键因素

央行退出策略的关键要素按优先级排列如下：控制并终止非常规措施；重建资产负债表；为收紧银根

准备金融工具；为控制预期制定并传达政策。

非常规措施：一些非常规措施仅在危机时才有合理性，在经济状况恢复正常时应停止使用。对超额准备金的需求也会自动下降。其他的资产负债表头寸需要更为积极的管理与政策。

在定量宽松政策下购买政府证券目的是降低长期利率。直接出售会增加政府的借贷成本，因此确定出售时机是重中之重。如果政府债券可以用于公开市场操作以制约流动性过剩，那么就无需急于出售，因为持有长期证券对许多国家的央行而言十分正常。

信贷宽松计划（通过购买私营企业资产以冲抵信贷息差）是最应当限制实施时间的。与定量宽松一样，大量的信贷宽松逐渐减少可能意味着货币政策的有效收紧。同理，对时机的把握需要评估总体经济情况。

信贷宽松造成最大困难源于央行所持有的私营企业证券，这些证券一般难以变现，价值无法确定。这些资产可能无法用于正常的公开市场操作，并可能在通胀压力再现时，拖累对流动性的控制。此外，这些资产还将可能是央行亏损的首要原因。

重建资产负债表：一些央行所持有的大量非常规资产头寸将提高市场与信用风险。这些头寸带来的损失可能造成一些央行的净资本头寸为负。信用风险可能成为现实，无论其是由信贷宽松计划还是风险更高的担保品所引起。市场风险主要来自所购买的低收益的长期资产，当利率上涨时，这些资产的价值可能会减少。

各央行需依靠其资产负债表的结构来决定合适的应对措施。如果资本为正，且运营整体盈利，则资产负债表将得到强化。但是如果信贷损失巨大，政府则必须向央行注入资金，对其再资本化。不然，一个财务状况薄弱的央行将更加容易受政治压力影响，在采取必要措施时更加迟疑，并对物价稳定带来严重影响。

准备缩紧货币政策：各央行必须重新控制流动性并重定短期政策利率，后者是决定货币政策立场的重要工具。这样，在时机到来时，央行能够准备好收紧银根。

一旦经济从危机中复苏，银行可能仍然持有大量多余的流动性，这些资金必须重新被央行吸收，以遏制信贷增长和通货膨胀。为此，中央银行可以运用多种金融工具和措施，包括回购协议（出售国债并同意一定期限后回购，且体现在账目中），发行央行票据，并提高对在央行的银行准备金的补偿。

增加对准备金的补偿很重要，但对常备储蓄便利这种形式的依赖也是有风险的，因为其将削弱对银行同业拆借的激励。由于中央银行普遍采用银行同业拆借利率作为政策利率，同业拆借市场的萎缩将减小利率变化对更广范围的经济的影响，这是制定货币政策

必须考虑的因素。

大力实行信贷宽松政策的央行可能持有无法在公开市场交易的长期资产，因此，必须通过定期存款或发行央行票据重新吸收流动资金。

最后，一些央行需重点收紧抵押政策，以减少未来亏损的风险，避免市场扭曲。这需要仔细规划，以免市场遭受突然冲击。

信息传递

现在收紧财政和货币政策还为时过早，但各国政府现在应着手制定和传达其确保财政偿付能力的策略和提案性措施，以此来引导并确定预期。必须向市场确保长期的问题将得到解决，而财政政策在经济复苏时将会收紧。此外，一些对总需求无负面影响的行动可以立即付诸实施，如进行制度改革，以完善财政透明度和中期财政框架（如对削减中期财政赤字做出可信承诺）。

如果市场相信货币政策可以抑制通胀，市场就会做出积极反应。危机爆发伊始，市场经常对货币政策的立场感到迷惑，为确保金融稳定或缓解流动性状况而推行超常规措施有时也会模糊货币政策立场。为避免央行退出市场时再出现这种迷惑，其需要明确地传递信息，关键在于对政策立场以及为落实立场而采取的措施加以区别。中央银行使用统一的术语将对此有所帮助。

国际合作是成功退出的关键

为确保在退出过程中各国财政和货币政策保持一致，我们需要开展国际合作，积累并共享危机爆发迄今积累的经验。金融危机在各发达经济体几乎同时爆发，这有助于各国在采用一些未实施过的政策措施时展开协作。不过，各国经济复苏可能并不同步。因此，确保国际宏观经济政策的一致性可能会更加困难。各国具体形势不同，其政府对政策立场的考虑也随之各异。 ■

Carlo Cottarelli是IMF财政事务部主任；José Viñals是货币与资本市场部主任兼财务顾问。

参考文献：

Horton, Mark, Manmohan Kumar, and Paolo Mauro, 2009, “The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor,” IMF Staff Position Note 09/21 (Washington: International Monetary Fund).



危机后的增长

Francesco Giavazzi

如果世界经济要复苏，那就必须为近来变得节俭的美国消费者找到接班人

照片显示了某个周五下午，华盛顿哥伦比亚特区附近一家大型购物中心门可罗雀。

过去几十年，美国消费者始终扮演着世界经济“推手”的角色。但是，当经济危机袭来后，以“花钱慷慨”著称的美国人也不得不勒紧了自己的腰带。

不妨先让我们看一组有关消费规模的数据：2008年，美国的私人消费总额约为10万亿美元，欧盟的约为9万亿美元，而亚洲的消费总额还不足5万亿美元。经济危机发生前，美国的私人消费总额约为世界总产值的16%。这也就难怪美国人收紧钱袋减少消费，会令整个世界深陷经济萧条之中。另外一个不足为奇的事实就是：中国、印度以及巴西等新兴经济体的消费需求虽然在不断扩张，却并不能弥补美国购买力的下滑。

约翰·霍普金斯大学的经济学家Christopher D. Carroll曾经对美国消费者的行为进行了长达十多年的预测。按照他的预测，受经济衰退影响而备感恐慌的美国家庭，会将其储蓄比例提高到占税后的可支配收入约4%的水平。相同的比例曾出现在20世纪90年代中期，然而从那之后，美国人掀起了消费狂潮，美国家庭储蓄率近乎为零，这种情况一直持续到本次经济危机的来临。由于美国家庭的可支配收入占GDP的比重约为70%，因此家庭储蓄率提升4%也就意味着有约

占本国GDP 3%的家庭消费会被削减。

为了弥补不断下滑的消费者支出和减少的商业投资，很多国家的政府都积极增进公共开支，降低税收，并提高财政赤字。然而财政刺激政策也只是一时的权宜之计，一个国家不可能长期维持财政赤字，经济繁荣最终仍需要消费和商业支出的复苏来推动。事实上，即使私人消费需求尚待复苏，决策者们也已经开始考虑如何以及何时开始缩减甚至取消一揽子经济刺激计划，并且将财政收支重新恢复到平衡状态，而不令世界经济再次陷入衰退的泥沼（见本期“维持全球经济复苏势头”）。

然而当各国政府不可避免地开始削减财政开支时，谁又能来弥补约占美国GDP 3%的全球需求下滑留下的巨大空间呢？这是摆在各国决策者和经济学家面前的一项重要课题。

不少观察家认为，从中期看，解决问题的答案就是——中国扩大内需。然而这看上去不太现实，至少在一定时期内，中国还无法承担起支撑占美国GDP 3%的庞大消费需求的使命，因为目前中国的经济规模还只是美国的1/3。如果要弥补美国需求的下滑，中国的消费支出增长幅度至少应该达到本国GDP的

10%左右。尽管这并非不可能的事情，但是要实现这一目标，就需要进行一系列重大的改革。如今的中国有约40%的GDP都被用于储蓄，其中一半来自家庭，另一半来自企业。

中国的储蓄

导致中国高储蓄率的因素很多，短期内这些因素很难改变。其中，中国企业的储蓄率如此之高是因为银行体系仍然对国有企业“情有独钟”，整个银行业还没有建立起对有潜力的私营部门项目进行融资的“文化氛围”。中国的家庭高储蓄率则大多是出于未雨绸缪，因为中国缺少社会保障安全网以及像健康险、人寿险、养老金等“风险分担”型的金融产品。尽管中国政府早在多年前就意识到了这个问题，但时至今日，相关领域改革的步伐依然缓慢。经济危机爆发以来，中国政府开始采取措施扩大公共开支，来抵消出口需求的回落，其中绝大部分被用于基础设施建设。一些迹象表明，新增加的基建投资的生产率正在下滑。中国需要的是建立起失业险、公共养老金、健康险、公立学校以及一种全新的银行文化。在这些成为现实之前，中国极高的私人储蓄率将不会改变，与此相对应，中国的私人开支仍将受到抑制。

当然，中国也没有必要独自承担起抵补美国消费额下滑的重任，印度和巴西等新兴经济体的需求也会扩大。不过考虑到这些经济体的经济规模还远不及美国，要它们完全抵消美国消费下滑的影响恐怕也不太现实。欧洲固然可以扮演类似的角色，然而德国作为欧盟的核心成员，同时也是传统意义上的出口导向型经济体，它无法依靠内需的扩大获得增长，更谈不上为低迷的世界需求注入一针强心剂。

何以走出当前的困境呢？也许美国的消费需求还不需要立刻被其他国家的需求彻底取代，用以恢复世界范围内的充分就业。但换一个角度看，也就是用新古典经济增长模型（罗伯特·索洛借此获得了1987年诺贝尔经济学奖）来看这个问题，就会得出这样的结论：如果世界经济要达到充分就业状态，则储蓄和投资必须相等。当世界储蓄率升高时（在美国消费者储蓄率的提高没有被其他国家足够程度的储蓄率下降所抵消的情况下），唯一能保持充分就业的手段就是扩大投资规模。

而这种投资规模的扩大已经部分地在许多国家上演了。在这些国家，公共投资的扩大是作为经济刺激一揽子方案的一部分来实施的。尽管如此，依靠扩大公共投资来刺激就业，从长期看会带来两个问题：

- 要恢复世界商品市场的平衡，公共投资（例如在

美国）需要翻番，也就是从目前不到GDP的3%提高到接近GDP的6%，而如此大规模地提升公共投资是否可行，还是个未知数——在宏大的《2009年美国复苏与再投资法案》中，美国公共投资的年增长还不到GDP的1%。

- 任何公共投资的增加都伴随着一种很大的可能性，即其中一部分投资将会被浪费掉，而不是用于提高资本存量的生产力水平——像我曾经提到的，这一情况目前似乎已经在中国出现。

与公共投资相比，私人投资在GDP中所占的比重要大得多（在美国接近20%），因此也更加适合填补支出的缺口。然而在经济急速衰退的情况下，公司出于何种动机才会提高投资的支出呢？像20世纪90年代中期的互联网革命那样的技术性突破似乎还未显现。

因此，要引发新一轮的私人投资，就只有寄希望于经济危机在长期内能够改变世界需求的构成。为了应对这种改变，世界生产结构必须进行调整，这需要进行产业重组从而带动新的投资。

需求构成改变

如果美国消费规模长期保持低水平，而新兴经济体和发展中国家的消费规模最终走高的话，那么世界需求的构成将会发生改变，这是因为一国消费的构成取决于该国的人均收入。这种改变意味着市场需要的货物类型将会与以往有所不同。我们目前已经见证了这种情形的出现：初级商品生产者（特别是在拉美）正受益于需求向中印两国市场的转变。尽管在经济萧条时期初级商品的市场需求和价格都有所下降，但它们现在已经开始回升，而高端德国汽车的需求几乎“蒸发”掉了。调整世界生产结构来适应世界消费构成的这种改变，只有在进行大规模的产业重组并引发大规模投资的情形下才可能发生。

这样看来，美国储蓄率的长期攀升至少有可能部分地被私人投资的增长所抵消。预计消费的地理分布和消费的构成将会发生改变，这一预期将促使企业进行投资（中国的消费量相对增加，而美国的则相对变低；诸如日常家庭用品的产品拥有更高需求，而高端汽车需求则相对降低）。

上述评论会得出一个有趣的推论：通过经济危机的洗礼，那些目前致力于产业重组的国家会获得更高的（人均）资本存量，并最终带来更高的人均收入。那些实施了产业重组并且能够正确利用公共投资完成部分重组工作的国家，将会从经济危机中获得更多的收益。■

Francesco Giavazzi是博科尼大学经济学教授和麻省理工学院客座教授。

储蓄货币 的未来

Benjamin J. Cohen

近一个世纪以来，美元一直保持霸主地位，然而其将何去何从？

此次全球性的经济危机又一次引发了对储备货币问题的探讨。近一个世纪以来，美元在世界上一直占据国际储备货币的头把交椅。但是最近几十年以来，由于美国持续性的经常账户赤字和不断增长的外国债务，人们对美元的信心已经被破坏。越来越多的观察家预测美元的霸主地位即将结束。2007年年中，美国房地产市场的崩溃引发了美国金融市场自大萧条以来最严重的一次动荡，对许多人来说，美元的命运似乎已经随着美国房市的崩溃而从此被尘封。

但是结果证明，这场危机根本就没有对美元造成致命的威胁，甚至没有给美国的金融部门带来太大的麻烦。美国金融部门一度需要大规模的政府干预，这也使其偏好出现决定性的改变。相反，讽刺的是，由于投资者都把美元当做避难所，这次危机反而暂时加强了美元的全球地位。去年年底，全球对美国联邦国债的需求如此的旺盛以至于国债收益率下降到零或以下。人们依旧在为美元的前景而激烈地争辩着（Helleiner和Kirshner, 2009），从长远来看，人们普遍认为美元地位的下跌无疑将持续，美元的统治地位将彻底结束。

这就带来了一个关键的问题：用什么货币来取代美元？有人建议用欧元取代美元；有人建议日元或者人民币；有人呼吁建立一种新的世界储备货币，其可以基于IMF的储备资产——特别提款权（SDR）。然而所有的这些候选方案都有一定的缺陷，事实上，现在世界上不存在任何一种货币可以立刻替代美元成为主导储备货币。套用丘吉尔关于民主的著名论断：如果不考虑其他所有的货币，美元是最糟糕的一种选择。

最有可能的结果倾向于世界储备货币格局更加模糊——就像两次世界大战之间的真空期，在那段时间，英镑的地位日渐下降，而美元的地位日益显赫，但是没有一个占据

统治地位。在未来几年，我认为会有类似的情况发生，即几种货币竞争并存，但是没有一种货币能像原来的美元一样明显地占据统治地位，这样一个更加分散的货币体系所产生的经济和政治影响将会相当可观。

当经济和政治交汇

如果没有一种以有效的全球政府为后盾的世界货币，那么对外贸易和投资就必须依靠外国可以接受的本国货币去扮演国际货币的角色。那么在国际资金的来源的管辖权和运作市场领域的控制权上就发生了脱节，这样就引入了一个在纯经济分析中常常被忽略的政治维度。

国际货币研究的传统框架从两个层面分析出货币的三个基本职能（交易媒介，记账单位和贮藏手段），这两个层面分别是自由市场层面和政府政策层面。在市场上，国际货币在对外贸易、贸易发票开具和金融投资中都扮演重要角色。对政府而言，国际货币的职能是作为汇率的锚和储备货币。从市场层面说，经济上的考虑通常决定了偏好的选择；而从政府层面看，在选择中增加一些政治因素是不可避免的。

一种国际货币会给它的发行国家带来独特的优势，这种优势不仅体现在经济上，还表现在政治上，这就是为什么政治会介入其中。经济学家们自然趋向把注意力集中于经济利益，比如国际铸币税，即当一个国家的货币被外国所需求并持有时所能获得的实际资源的增加。经济利益还包括宏观经济政策弹性的增加，而经济政策的弹性是由本国的货币为赤字融资的能力所承担的，法国前总统夏尔·戴高乐在20世纪60年代抱怨美国的“过多特权”时的想法也正如此。同时这还带来了政治利益：拥有国际货币能让政府在境外追求外交、军事的主动权上拥有更多空



间，发行国家因此获得地缘政治影响力，这被政治学家称之为“硬实力”。政治学家同时指出，不能忽视发行国际货币所带来的国际声望和地位的加强，他们称之为“软实力”。正如1993年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·蒙代尔所说：“强大的国家拥有强大的货币”。

当然，拥有国际货币对于发行国也可能会有一些负面影响，特别是当外国持有者手中的本国货币大量过剩的时候更明显。为了保持外汇市场上货币的价值，利率不得不被调高。最终，为了防止其他资产的贬值，政策自主权可能会受到严重的损害。英镑在第二次世界大战后经历的长期的严酷的考验证明，一种主要货币的地位一旦处于衰退中，那么挽救这种衰退就要付出巨大的代价。不管在国内还是国外，政府都需要作出相当大的牺牲和让步。

各国政府在决定选择何种货币作为储备货币的时候，所有上述的这些问题都会在考虑和探讨范围内。市场参与者的偏好是建立在经济计算的基础上的，这也在政府选择中起到了重要的参考作用，因为没有一个政府会选择一种不被私人部门广泛使用的货币做储备货币。中央银行的银行家也都对诸如流动性、兑换便利性、比较收益率等问题非常敏感。但是最终通过市场层面的考虑而从候选池中作出选择的时候，政治因素肯定也要介入其中。关键的政治因素包括所选择货币的本国经济治理水平和两国之间关系的性质。还有一些问题诸如：货币发行国能否确保国内的政治稳定？能否向国外扩张力量？是否喜欢紧密的政府间关

系？这种关系将会是传统的庇护关系还是正式的军事同盟？所以，储备货币的未来不单纯是经济学的问题，更是一个政治经济学的问题。

屈居亚军的欧元

以欧元为例，其被广泛地认为是美元最自然的对手。10年前欧元正式面世，其有着许多成为国际货币的关键因素：巨大的经济基础、稳定的政局和令人羡慕的低通胀率，所有的这些都有一个联合的货币当局——欧洲中央银行（ECB）——为后盾，其致力于保持人们对欧元未来价值的信心。那么有人就会问，既然欧洲在产出和贸易方面已经和美国分庭抗礼，为什么不能在货币领域也和美国平起平坐呢？

这种疑问显然忽略了一个事实，即纵使欧元有如此多的优势，可是其始终被几个关键的缺陷所制约。其中一个缺点是欧元区的货币和财政政策条款中被植入了一种强烈的反增长偏见，这和其他一些负面因素（这些负面因素包括人口老龄化、僵化的劳动力市场、严格的政府监管等）综合作用，使得欧洲的生产潜力被日益削弱。如此疲软的欧洲经济很难让那些抱有贸易和投资目的的市场参与者对欧元产生兴趣。众所周知的模糊不清的欧元区治理结构也注定让局外人踟蹰不前。人人都知道欧元只是一个国际条约下的复杂的人工产物，其本质上只不过是一个多方协议而已。

因此，我们也就理解为何国际社会对欧元的

反应相对比较平静了。在私人市场活动中，为了适应欧元区内交易的逐渐减少，欧元的管理目标是保持欧元区原有货币在世界金融体系中的份额。考虑到德国的马克曾经也是世界仅次于美元的国际货币，那么欧元的任何小退步都将是令人震惊的。经过一个飞速的起步，近五年来欧元的市场使用率已经普遍地稳定下来。欧元使用率的增长在每个领域都大不相同，在债务证券发行领域增长最快，但是在外汇交易领域基本没有增长。欧元活动主要集中在与欧元区有着地理性和/或机构性联系的经济体，包括欧洲的天然腹地地中海区域，以及亚洲的部分地区。

然而在政府层面上，许多人仍然预测欧元作为储备货币会有一个光明的未来。欧元现在占世界货币储备比重的不超过1/4，相比之下美元则占据了近2/3的份额，尽管如此，一个广为宣传的经济预测（Chinn and Frankel, 2008）指出，欧元将会在10年内超越美元。但是这现实吗？一个仅仅强调了不到三个随机变量，并且所有情况都是自然经济假设的统计研究是很难有说服力的。外交和军事上的考虑在形成政府选择的过程中显然会起到重要的作用，你将其摆在什么位置？在研究储备货币的时候忽略了政治因素，就好像在上演一部没有王子的《哈姆雷特》！

又例如，日本长期依赖于美国所提供的正式的安全伞的保护，以防止外来的威胁；同样可以说，绝大部分的海湾石油出口国都处在美国不那么正式的安全保护下。这些国家都是美元持有大国，他们会轻易地为了外汇储备几个基点的回报而危害其和美国华盛顿当局建立起来的关系吗？显然不可能！众所周知，欧元区是一个主权国家的集合，实践中各国的利益只是部分一致。所以欧洲绝不可能有效地替代美国在中东地区和其他地区的政治和军事影响。建立在简化的计量经济学模型基础上的情境分析可能会有它的用处，即使其不是完全错误的，但几乎可以肯定其是不完整的，并会造成误导。

竞争者日元以及其他可能性

那会不会有其他的可能性呢？日元曾经被认为是美元的法定继承人，但现在看来，更像一个悲惨、黯淡的竞争者。在20世纪70年代至80年代之间，快速发展的日本经济让人们觉得其注定会成为超级大国，日元在国际市场，特别是在国际债券市场的使用迅猛加速。但是，在20世纪80年代末，日本“泡沫经济”的破灭突然中止了日元的上升轨迹。现今，经历了多年国内经济的不景气后，像早先英镑的长期衰落一样，日元似乎也要面对市场地位的逐步侵蚀。

当日元地位衰退的时候，人民币的地位会上升吗？作为世界上最大经济体之一的货币，人民币自然在国际市场上受到相当的追捧。然而尽管北京在近期做了一些提高这种货币吸引力的努力，人民币在国际市场上的使用仍然停留在起步阶段。阻碍世界接受人民币的国际使用的问题远比欧元或日元的问题更为严峻，这些阻碍包括中国完全的资本控制及其发展严重不健全的金融系统，虽然最终这些阻碍都将会被解决，但这绝非一日之功。

黑马

近来，争论的焦点转向探讨建立一种新的世界储备货币的可能性，而其最有可能建立在业已存在的SDR的基础上。主要受中国和俄罗斯官员评论的启发，前世界银行首席经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨领导的一个联合国的委员会支持这种观点。一些人在IMF将要发行的新债券中看到了端倪，中国和俄罗斯旨在通过这些债券使外汇储备更加多样化，从而摆脱其在外汇储备上对美元的依赖。但是即使这样也存在巨大的困难，就算IMF实施分配了新的2500亿美元的SDR，使其总额达到将近全球储备的5%，这又能造成多大的改变呢？这种货币能更加灵活地加以提供吗？最重要的是，谁有权去管理它？如果没有一个有效的政府做后盾，任何一种世界储备货币，不管其是否以SDR为基础还是重新创造的，都很难达到哪怕是最低限度的信用度，相比之下，欧元区治理结构模糊的问题反而显得微不足道。

事实上，这很好地阐述了政治向来是储备货币选择的重要依据。像中国和俄罗斯这样的美元持有大国自然会因没有合适的美元替代物而沮丧，而且还害怕一旦出现美元挤兑将给其外汇储备价值带来的影响。但更应指出的是，中国和俄罗斯都是积极发展的大国，其毫不隐瞒对被之称作“华盛顿全球霸权”的不满。这两个国家都很清楚美元在保证美国地缘政治特权中所扮演的角色。因此，在其要求美元替代品的同时，很容易看出这其中暗含着一场痛打美国之鹰翅膀的战役。这个观点作为对美国硬实力和软实力的威胁，有着象征性的意义，而它是否具有可实施性则明显是次要的。

分散的货币系统

简单来说，美元的前景不再像曾经那样美好，其主要对手的前景就会更好一些。人们逐渐远离美元的行为，可以被理解为世界经济重心正转向当今在全球储备中所占份额最高的中国、印度和一些其他新兴市

场。这些国家中有很多并不像日本以及美国在欧洲的传统盟国那样和美国关系紧密。但如果缺少一个明确的、充满吸引力的替换品，从美元转变的余地肯定会被限制。

这样看来，一个更加分散的货币体系似乎就在眼前，这个体系中应该有充足的竞争，并且没有哪种货币是占明显优势的。尽管浮动汇率机制提供了缓冲，经济和政策上的影响还是会相当可观。货币价值的变动并不总能弥补政策行为的不一致性；如果存在政府操控或者为投机性市场行为所放大，货币价值本身甚至可能成为一种压力的来源。倘若没有某种领导形式确保各国政策之间的最低程度的兼容性，全球货币关系将处于经常性的不稳定风险中，或者更糟。

肯定的是，一个更加分散的系统未必是一件坏事。实际上，它甚至是一个进步。从长期来看，金融体制稳定性的最大威胁就是美国巨大的经常项目赤字，作为世界上最通用货币的提供者，美国正充当着一个变得自满并滥用“过多特权”的垄断者的角色。然而一旦美元霸权被突然出现的挑战者削弱，美国最终将被强迫抑制对外国储蓄的需求，以降低未来危机的风险。但是，这在很大程度上取决于体系领导者之间的关系。上一次全世界必须使用分散的货币系统是在两次世界大战之间，其结果说得好听些是“令人失望”的。当时英镑地位降低，而英国和自觉奉行孤立主义的美国之间又缺乏合作，这正是伴随

着1929年股票市场崩溃而来的金融灾难的关键原因。我们能预期这次情况好点吗？

乐观主义者强调，自两次世界大战期间以来，环境已经改变了许多。与第一次世界大战之后的那些年相比，从IMF到20国集团(G20)，一系列的多边组织和论坛得到了发展，以便使合作实践制度化。过去的经验已经给了我们深刻的教训，告诉我们国家之间不加约束地竞争的代价。政府更加清楚其合理的利益从何而来。相反的，悲观主义者强调长期地坚持国家主权，这就迫使政府将狭隘的利益凌驾于共同利益之上，特别是在危机时刻这种情况更加严重。尽管有过去的教训，在最好的情况下，货币合作也只是短暂的，而在最坏的情况下，货币合作甚至不比写有共同声明的文件。时间会证明乐观主义者和悲观主义者孰对孰错。■

Benjamin J. Cohen 是加州大学圣芭芭拉分校国际政治经济学教授。

参考文献：

- Chinn, Menzie, and Jeffrey Frankel, 2008, "Why the Euro Will Rival the Dollar," *International Finance*, Vol. 11, No. 1 (Spring), pp. 49–73.
Helleiner, Eric, and Jonathan Kirshner, eds., 2009, *The Future of the Dollar* (Ithaca, New York: Cornell University Press).
Mundell, Robert, 1993, "EMU and the International Monetary System: A Transatlantic Perspective," *Austrian National Bank Working Paper* 13 (Vienna).

政府采购体制变革时代的必备宝典，商务部世界贸易组织司审定！

《政府采购协定》ISBN：978-75095-1793-2

中国财政经济出版社，2009年10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

释义 图三百年来的低位

英格兰银行的政策利率是有史以来最低的

古老的英格兰银行(BoE)从未如此便宜地放贷，即便是三百多年来其经历了抗击投资泡沫、全球经济萧条，以及世界大战等重大事件。如今的全球性衰退使得英国的中央银行将其基准利率降到几乎为零，而这是自工业革命以来任何一次商业周期都没有过的。除此以外，“针线大街上的老妇人”(英格兰银行的绰号)已经决定，不仅要降息，还要采取非常规政策，以图重振英国经济。

2008年，当这场源于美国的全球金融危机的影响开始袭击英国经济时，英格兰银行首先采取的是曾运用过的可靠的对策，即降低官方利率，使贷款更加便宜，以便企业和个人保持借贷和支出。中央银行降低了其官方银行利率——借款给银行的利率，其从2008年年初的5.5%降至2008年年底的2%。

如图所示，英格兰银行的银行利率仅在2008年就削减了5个百分点，这创下了自19世纪80年代和90年代银行危机期间，以及大萧条和二战后的20世纪三四十年代的低位利率以来的纪录。然而，即便是2%的利率，目前也难以判定这是否已经低至足以重振经济并阻止通货膨胀率脱离官方设定的目标。

由于主要经济活动指标持续下降、股市下跌，以及来自该国银行体系的坏消息，英格兰银行在2009年3月初将银行利率下调至0.5%，并制定了B计划——如果没有人会在这样的衰退环境下购买的话，“老妇人”将购买。这一举措持续考验传统央行的业务范围，英格兰银行在2009年3月开始买入以政府债券为主的金融资产。

像黄金一样好

19世纪，自1844年《银行特许条例》颁布起，英格兰银行的主要央行职能之一就是成为银行券的垄断发行人。该法案还制定了近一个世纪的黄金标准，保证英格兰银行的银行券以黄金为支持。

英格兰银行成为国内银行危机时期的最终贷款人，这使其在19世纪中后期进一步承担了中央银行的角色。随着国内和国际商业扩张导致大型清算银行的形成，英格兰银行置身于零售银行系统背后，作为流动性的提供者和控制者。



1694年，英格兰银行由皇家特许成立。

英国走向荷兰化

1688年的英国光荣革命预示了英格兰银行的成立。当时，国王詹姆士二世被废黜，其时任奥兰治执政的女婿威廉成为君主，而来自威廉老家荷兰的观念是需建立一个国家银行。在经历了多次的错误尝试后，英国议会通过了主营业务在伦敦的苏格兰企业主威廉·帕特森关于成立英格兰银行的提案。



1849年，金条从加利福尼亚运至英格兰银行。

1694年，英格兰银行经皇家特许成立。

起初，英格兰银行纯粹是政府的银行和债务管理者，随着战争的步步升级，国家的融资需求也逐步上升，这在两百年前的拿破仑战争中达到顶峰。由政府借款创立的国家债务以及信用创造（货币流通量超过了现金量）的理念，也在18世纪英格兰银行的业务中得到贯彻。

资料来源：英格兰银行；www.bankofengland.co.uk。



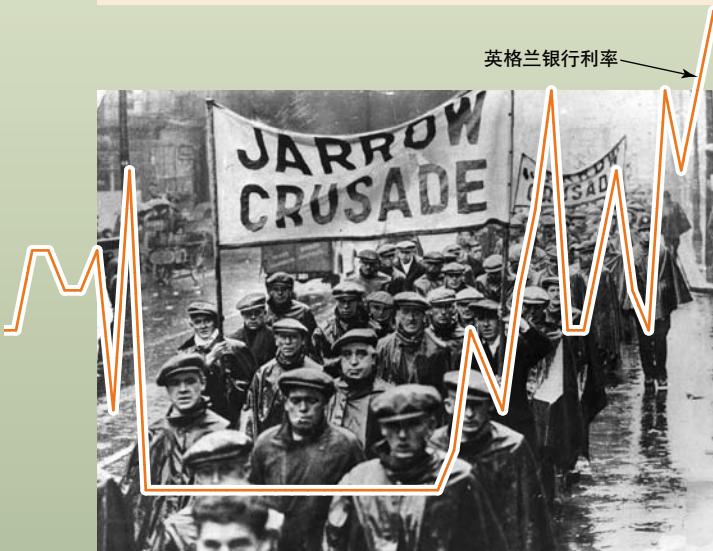
第一次世界大战期间，英国军队挺进法国坎布雷。

打开战争金库

巨额的战争开支总是在考验以黄金为基础的货币规则，尽管银行利率上升至10%，第一次世界大战还是见证了英国黄金标准的取消。在1931年最终废除金本位之后，议会可以制定货币供给的扩张政策，以应对经济危机。

大萧条以后，官方银行利率削减至2%，达到其先前的历史低位，并且该利率在二战期间一直维持在2%。低利率和军费开支促使英国经济从20世纪全球性的大萧条中复苏。

放弃金本位后不久，英格兰银行开始国有化并于二战后的1946年完成。之后政府可以委任中央银行的行长，并且在英国战后严峻的经济形势下，通过英格兰银行实施外汇管制和信贷控制。



波动的时代

本图的右边显示，从20世纪60年代起，银行利率的波动增大。当时，国际收支逆差的增加对英镑的固定汇率造成压力，并导致1967年货币贬值。在1973年英镑浮动后，石油价格的冲击和宽松的宏观经济政策导致英国巨幅的通货膨胀，随后其基准利率上升至17%，创历史新高。

20世纪80年代，英格兰银行成功地将通货膨胀率降至安全的水平。1997年，英格兰银行被赋予完全的货币政策的操作独立性，这使其控制通胀压力的能力进一步加强。由于摆脱了政治影响的束缚以及明确了稳定物价的任务，英格兰银行在过去十年间成功地将通货膨胀保持在目标范围之内。它的可信性使其在最近几个月金融危机继续蔓延之时得以积极地实施宽松的货币政策。

— 16



— 14



— 12

— 10

— 8

— 6

— 4

— 2

0

本文由IMF的André Meier和Simon Willson撰写。

体系 整顿

Randall Dodd



美国提出新政以来最彻底的金融监管改革

全球金融危机已对主要金融市场造成了破坏性的影响，削弱了企业的偿付能力，扰乱了贸易流动性，迫使人们不得不对审慎监管进行重新思考。这场危机迫使那些市场监管参与者做出彻底改变。之前的监管重点仅在于单个银行的稳健性，但这场危机表明，我们需要对金融体系这一整体加以监管，并且这种系统性管理方法需要对体现银行和其他金融企业内部联系的市场和交易进行适当的监管。

金融稳定委员会、国际证监会组织，以及像30人集团和国际金融研究所这样的民间组织关于监管标准的提案体现了这一管理方法的改变。美国财政部近期的提案同样体现出金融市场监管方法的根本性变化。这些提案还有待转化为法规的形式，并得到美国国会的批准。但是，如果立法者不做出重大改变，财政部的提案将成为富兰克林·D·

罗斯福总统实施新政以来美国金融制度的首个重大改革，而那时世界也面临着一场巨大的经济危机。

新政改革

自1933年开始，历经7年，美国重塑了银行业、证券、衍生品、抵押贷款和资产管理的市场结构监管（见专栏）。新法律使美国的金融体系由一个充斥欺诈、危机频现的体系，转变成为一个稳定、高效，有能力筹措资金的体系，为金融体系建立了世界标准。

立法的关键部分引起了很多争论，且涉及多个金融部门，但将之根据其所反映的对市场的基本观点来分类，会便于我们理解。分类如下：系统稳定性、监管重组、透明度、提高市场完整性，以及减少利益冲突。

系统稳定性。格拉斯—斯蒂格尔法案（The Glass-Steagall Act）将传统商业银行业务（实际上指存贷款业务）与证券经纪人进行的业务分离，这些证券经纪人业务包括承销、做市（为调整供求或价格而进行买卖），以及投资公司股票和债券。这样做减少了银行暴露在影响证券的周期性波动中的风险，使得银行更有可能在经济衰退和复苏的周期阶段中发放贷款。其他法案规定某些商品期货必须进行监管交易，并且这些市场中的交易受到投机头寸限额的限制。期货交易中更高标准的保证金（即抵押品）会让交易者更加谨慎地缓冲交易对手风险和市场风险，以减少损失。证券管理法案的目的是为了减小过度波动，

营造更高的市场稳定性。

重组。美国证券交易委员会（SEC）的设立是为了规范和监督证券市场和资产管理业，联邦存款保险公司（FDIC）致力于为银行存款提供保险。美国对其联邦储备系统的治理做出重大的整改，包括成立联邦储备委员会（美联储）和联邦公开市场委员会（FOMC）。

透明度。公司在公开市场发行证券必须披露其财务状况，这也同样适用于二级市场交易和投资公司。

市场完整性。银行、证券以及衍生品市场中禁止欺诈和操纵，此举加强了投资者和监管当局的影响力。

利益冲突：这些法律解决了在公司治理和其他投资区域（如资产管理，特别是共同基金管理）中的许多利益冲突。格拉斯—斯蒂格尔法案也起到防止银行利用贷款企业非公开信息在公司证券市场上通过开设账户交易为己谋利的行为。

新政的主要金融监管法案

1933年：《格拉斯—斯蒂格尔法案》将商业银行服务与投资银行业务分离。建立存款保险计划，允许全国性银行设立更多分支机构。

1933年：《证券法》对在公共证券市场上公开发行证券（股票或债券）提出了信息披露要求，并禁止证券欺诈和操纵。

1934年：《证券交易法》创立了美国证券交易委员会，并授权其进行规则制定和执行。该法案扩大了联邦政府对证券二级市场交易的监管，并且建立了一个自行监管系统。

1935年：《（综合）银行法》改革美联储的治理，并扩大了其权力。它设立了联邦储备委员会和FOMC的现代框架，并扩大了它们的权限。该法案设定抵押贷款利率（俗称“垫头”）以及紧急情况下储备银行的贷款条件。

1936年：《商品交易法》加大了对欺诈的联邦禁令，并将它们划为操纵。其还要求期货经纪公司进行登记，并保存交易记录。其推行了投机持仓限额，并禁止某些农产品的期权交易。

1940年：《投资公司法》管理那些主要投资于其他公司的公司，如共同基金。其要求注册和信息披露，包括经理人和任何分公司之间的交易，并制定企业高管、董事会以及受托人的治理规则。

1940年：《投资顾问法》要求投资顾问登记、报告并且保留他们的客户关系的记录。其同样禁止某些导致利益冲突的交易和收费。

系统崩溃

由于去监管化措施和金融创新令很多金融机构和金融活动摆脱了监管，或者被监管框架充分覆盖，新政带来的金融稳定性从20世纪80年代开始下降。20世纪80年代证券化进程方兴未艾，许多银行将业务重点从传统的贷款业务转移到发行和交易证券以及衍生品，导致证券化产品及衍生工具的泛滥与误用。场外交易（OTC）的快速崛起给衍生品交易市场带来巨大的交易收入，并将风险转移到表外。这降低了资本金要求和其他对风险承担的审慎性限制。过度泛滥的特殊目的实体歪曲了对银行风险状况的判断，因为这使机构可以将一些债务和风险敞口置于其合并财务报表之外。

美国财政部的回应

美国财政部最近发布了改革提案，致力于解决金融危机期间凸现的一系列金融机构和市场的监管治理问题。提案中还号召进行国际合作，提高金融监管的全球标准。该提案反映了金融危机所导致的监管方法的深刻变化——撤回了25年前开始的去监管化政策，重新回到新政改革的路线。新提案可以沿着以下与新政主题类似的专题路线来理解。

系统性措施和审慎监管。提案的措施包括改进所有受监管金融公司的资本标准和流动性要求。这包括解决表外项目（如衍生工具和信用额度）的措施，以及处理未合并项目（如特殊目的实体）的措施。对预防信贷损失的准备金的提取和会计方法提出新要求，以避免顺周期性——经济现行的方向被金融行为扩大。这些提案还致力于通过将管理层薪资水平同长期绩效挂钩，从而减少承担过度风险的激励。

美联储的整体权力将扩大到对系统拥有重要影响的金融公司（称为一级金融控股公司）的监管，重要性的评判基于公司的规模或内部关联性。美联储对银行控股公司的监管将扩大到所有联邦授保的储蓄机构，包括之前豁免的单一储蓄机构和行业贷款银行。

同对其他金融市场的监管一样，美国财政部正在寻求将对OTC衍生品市场的全面监管。其试图为OTC衍生品的交易监管制订标准。这要求所有OTC衍生品的交易通过清算所（有时称为中央交易对手）完成清算，而不是目前设置的双边清算安排。这也需要更高的抵押标准，包括使用初始保证金，通过建立大型交易对手敞口减少所有OTC衍生品交易的系统性威胁。该提案对交易报告的要求也加强了监管者进行市场监督以及查明和制止欺诈和操纵的能力。

重组。该计划将创建一个新的金融服务监督委员会，规范关键监管当局之间信息共享和政策协调的形式，并解决管辖权争端。该委员会包括各主要联邦金融监管机构的负责人，并由财政部长兼任委员会主席，由财政部配备员工。

新的全国银行监管署将接管储蓄监督署（储蓄机构将重组为国家银行）和货币审计署（现监管全国性银行）的职责。

该计划也将建立一个独立的金融服务保护署，以保护金融服务市场中的零售客户和投资者，包括住房抵押贷款的借款人。这将意味着移除美联储（但不包括证券交易委员会和商品期货交易委员会）保护消费者的权力。财政部新设立的全国保险署将协调全国的保险业和州一级的监管。

美联储将监管对系统有重要影响的（一级）金融控股公司及其国内外的子公司和分支机构。这将使其扩大监督和规范银行控股公司所有子公司的权力，并对金融控股公司加以统一的审慎监管。其也负责监督所有对系统有重要影响的支付、清算和结算系统。现在由其各自监管机构监管的清算所将享有联储电信（金融机构之间的电子转移支付）、贴现窗口，以及美联储的其他服务。

价格透明度。系统价格透明度的效率优势一直被巨大的OTC衍生品市场所阻挠，价格得不到公开。通过要求所有OTC衍生品交易必须上报登记机构（否则必须上报清算所），透明度将得以增强。

上报OTC衍生品交易价格和交易量的要求使我们得以观察曾经隐藏的敞口头寸和交易活动，改善价格发现过程，这将从根本上提高监管机构的市场监管能力。更好的价格发现机制将使交易更具竞争性，因为终端用户（非代理商）将获得关于整个市场的更多信息。

信息披露。1933年和1934年的证券法案明确要求将关键财务信息的披露作为发行和交易公司股本及债务证券的条件。1934年的《国家住房法案》催生了传统的住房抵押合同、标准化贷款文件，以及住房抵押贷款二级市场。与此类似，美国财政部计划要求SEC制定证券标准化文件，并加强对证券化债务工具交易的信息披露要求。透明度的缺乏以及不充分的尽职调查是结构性住房抵押证券市场失灵的重要因素。拟议

的措施旨在使有关证券结构和标的资产的信息更易获取，从而方便投资者进行尽职调查。

市场诚信。该计划要求大多数对冲基金、私募股权投资基金，风险投资基金以及其他私募资本的经理人在SEC注册，并上报和保留其活动记录。这种层次的报告的设计足以让监管机构确定投资额是否已经变得相当庞大，是否过度杠杆化，或者联动性过高，以至可能威胁到整个体系的稳定。

通过筛选经理人，注册机制将有助于减少资金挪用和欺诈事件的发生。头寸状况的报告要求可以打消对市场操纵、卖空导致的动荡，以及对冲基金投资对商品价格的扭曲等方面的顾虑。这些措施应有助于增加市场的可信度，增强投资者的信心，提高监管当局的监控能力。

财政部的计划也将恢复2000年放宽监管法案中废除的OTC衍生品市场反欺诈和反操纵禁令。

利益冲突。美国财政部提议解决一系列相互冲突的投资者关系。资产担保证券的发行人须保留部分的信用风险，以遵循承销和风险转移的市场纪律。管理层的薪酬方案的参照重点被要求从短期利益的获取转变为长期绩效。提案要求信用评级机构公开与发行人之间的业务关系，包括其收取的费用。投资顾问管理的对冲基金和另外一些私募资本将被限制进行其他某些活动。

新的“新政”

改革提案体现出了根本性的转变，由金融危机之前盛行的强调金融企业自我管理的放任主义，转变成为采取谨慎措施加强对金融市场的管理，并且治理大规模承担风险所带来的外部效应。提案似乎遵循着相同的经济智慧，这些智慧来自于1929年市场崩溃以及跟进的银行倒闭之后，重塑市场的新政。20世纪30年代的改革产生了巨大的成功。与这个基准相比，如今这场现代版续集的任务相当艰巨，但是美国财政部的建议有新政改革者不曾具备的两个优点：新政的经验教训，以及监管构架需要预测未来创新的意识。■

Randall Dodd是IMF货币与资本市场部金融部门高级专家。

预期下一次危机

早期预警系统可以
告诉我们什么？

Atish R. Ghosh、Jonathan D. Ostry 和 Natalia Tamirisa

“政府官员受到两种不幸的激励：对最糟糕的情境下给予过分的重视，抑或对其压根就不关心。有时，他们的选举前途或总体支持率恰恰依赖于这两种情况中的一种。”

——Cass R. Sunstein, 《最糟糕的情境》

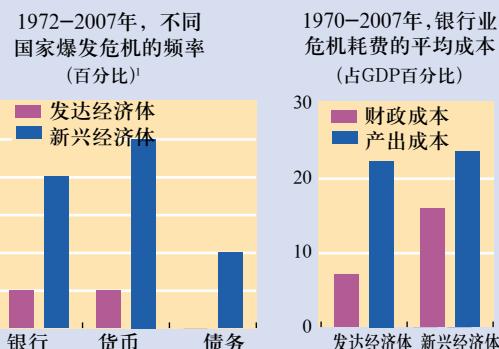
20世纪90年代新兴市场的经济危机之后，已经有近十个年头风平浪静，但当前的全球金融风暴再次燃起了决策者和公众对预测未来金融危机的早期预警系统（EWS）的兴趣。但是，这种系统实际上能给我们带来什么样的预警？它们的工作原理是什么？它们能有效地预警吗？

过去危机的经验表明，无论是发达经济体还是新兴经济体，都要为经济危机付出高昂的代价（见图）。虽然这两种

经济体的危机经历在细节上有所不同，但是几乎都反映出了一些潜在的经济不稳定因素和特定的危机触发事件。前者通常是信贷或资产价格泡沫，资产负债表的错配（以超短的期限或在资本不足的情况下过度借贷外币），而后者几乎可以是任何事件：政治动荡、贸易冲

代价高昂的危机

虽然危机在新兴经济体更加常见，但发达经济体也未能幸免。



资料来源：Laeven和Valencia (2008)。

¹危机的频率：危机事件的数量占分组样本中国家年数总和的百分比。

击、从其他国家蔓延而来的危机，或（我们以当前的危机为例）次级抵押贷款市场的崩溃（见表）。

这种危机的特性——特定触发事件叠加在潜在的不稳定因素之上——导致两个结论：第一，因为触发危机的特定事件是不可预测的，所以危机也是不可预测的。第二，这种不可预测性使得我们很难说服决策者采取预防措施，尤其是因为这些措施本身很可能导致高昂的经济或政治代价。因此，预警的努力方向不应该总是根据已确定的潜在不稳定因素（没有这种因素危机不可能发生）尝试报告下一次的危机，然后采取政策措施来解决这些隐患。

EWS实际上有望完成什么样的任务？

在理想情况下，早期预警系统可以足够提前并充分令人信服地预警衍生中的潜在威胁，以便采取纠正行动，将出现危机的风险扼杀于摇篮之中。挤压初期的资产价格泡沫，约束银行或借款人的未对冲的外汇敞口，限制杠杆率，并要求采用更高资本金比率，这些都是减少潜在风险不断积累的措施。

但这些措施很难被广泛采用：住房拥有者希望看到其房产价值急剧增加，借款人希望可以以更便宜的价格借取外币，金融机构不喜欢持有过多的资本，因

为这可能降低其盈利能力。因此，采取强制政策需要有一个令人信服的理由，用来解释危机是如何跨行业、跨市场以及跨国家传播的。最后一点是，由于我们永远不可能避免每一个隐患，EWS也应该对即将到来的危机进行警告，以便使国家能够积极地面对即将发生的危机，也使决策者可以实施相应的应急计划。

当然，决定EWS应该做什么是一回事，设计它则是另一回事。当前的全球经济危机说明了存在的挑战。不少评论家指出，美国房价的快速增长是不稳定因素积累的明显征兆，在这种环境下，对银行体系（包括投资银行和证券化工具）的宽松监管，以及高杠杆率如何将相对较小的次级抵押贷款问题转化成为大萧条以来最严重的金融危机，我们缺乏正确的评估。没有这样的“联系推理”能力，就缺少采取预防性政策措施（如迫使银行持有更多资本以应对表外负债）的激励。

如何开发EWS

开发EWS的第一步是确定哪些事件应该预警。早期预警模型是在20世纪90年代新兴市场经济危机之后开发的，针对重点是外部事件——资本流入的突然停止，因为这些国家的大多数危机都源于（至少同时伴随着）资本流动的急剧逆转。（其对IMF而言更加适用，这种危机会引起外部融资需求的增加，因此对这些国家的提前预警可以帮助IMF对其可能需要的贷款资源做出规划。）对发达经济体而言，危机虽然可能源于外部因素，但更有可能集中于其金融部门。此外，如果产出的急剧下降并非单纯地由周期性波动所导致，那么无论它们是否伴随着金融危机，都会引起决策者的重点关注。

确认了危机，下一步是制定适当的分析工具组合。该组合需要将常规的定量分析和更具启发性的方法（如广泛协商和判断）结合起来。定量工具在这里有四个作用：第一，为研究系统性隐患提供一种方法；第二，寻找事件之间的联系，特别是那些导致危机（一旦它发生）跨行业、跨市场、跨国家突变和传播的金融业之间的联系；第三，在确认隐患的前提下，量化危机成型的可能性实际影响；第四，规范并告知评估的使用。

EWS的早期版本是典型的基于单个“危机概率”模型的危机相关宏观经济指标（例如，在新兴市场国家，指标为经常账户赤字规模或储备与短期债务的比率）。

危机的更多样化的现代变种让我们认识到，虽然上述模型在实践中是最常用的，但同样至关重要的是

危机的触发

造成危机的各种隐患和触发事件。

危机	隐患	触发事件
墨西哥(1994)	政府的短期外债和（外汇计价的）负债	美国收紧货币政策，政治冲击
泰国(1997)	金融和非金融公司部门的对外负债，金融公司在房地产市场有集中敞口	贸易条件恶化，资产价格下跌
印度尼西亚(1997)	企业对外负债，银行体系的资产集中于房地产/物业有关贷款；公司的高债务—股权比率	从泰国蔓延的危机，银行业危机
土耳其(2000)	政府短期债务，银行系统的外汇和到期日错配	经常账户赤字增加、实际汇率升值、贸易条件冲击，政府对进行金融部门改革的政治意愿具有不确定性
芬兰(1991)	信贷和房地产价格的繁荣和过热，银行资本化比率低，贷款敞口集中，国内贷款外币化，在没有加强审慎监管的情况下放松金融监管，个别银行的风险管理水平薄弱	货币政策收紧，与经济互助委员会贸易的崩溃，汇率贬值
挪威(1988)		
瑞典(1991)		
美国(2007)	信贷和房地产价格上涨，薄弱的金融监管导致杠杆比例扩大及对风险的错误定价	次级抵押贷款市场的崩溃

资料来源：Ghosh等(2008)；以及Drees和Pazarbaşioğlu (1998)。

详细了解EWS的工具组合

早期预警系统需要什么样的分析工具？虽然细节各不相同，但有效的EWS的工具组合应该包括以下几个要素：对全球宏观经济和金融前景的概述、对国家和行业安全隐患的评估，以及对跨国和跨行业的溢出效应的分析。

展望。对全球宏观经济和金融环境趋势的分析带来了关于金融和主权风险在市场条件下的度量、私人部门经济预测的传播，以及围绕经济预测基线利用扇形图对风险进行总结。除此之外，对国家和行业的储蓄—投资的平衡、外部不平衡以及汇率失调的研究，为运用EWS对尾部风险进行分析提供了广泛的依据。

危机的可能性、持续时间和深度的总体测定。目前已经有多种EWS方法被用于总结导致各国在外部、金融和增长等方面的隐患，以及其他各类危机，这带来了一系列广泛的经济和金融指数。这些工具中有些采用了概率模型，其他工具采用非参数方法，后者为单个隐含指标制定

界限，这取决于其辨别危机和非危机事件的能力。这些模型通常表明了危机的可能性，当危机发生的时候，还可以通过研究工具来确定危机的深度、持续时间和可能的复苏路径（例如是否会伴随着强劲的信贷复苏）。

部门隐患的测定。为了实现整体危机概率模型和部门分析的一致性，我们可以使用特定的部门方法。部门工具可以针对隐患的特定来源进行集中分析（例如，住房价格失调或难以持续的财政状况）。高频的金融市场指数可以帮助合成前瞻性信息，预测迅速恶化的金融状况。

跨国、跨行业和跨市场的溢出效应。预测尾部风险情境需要对金融冲击在各个国家和市场的传播途径有清楚的认识。例如，跨国银行的敞口数据有助于找出潜在的、通过银行融资渠道进行的跨国传播。同样，很多不同的工具可以帮助评估潜在的溢出效应（其来源于金融行业，传播至主权国家以及非金融部门），以及市场对这类溢出效应的感知。

对宏观经济和金融前景的整体把握，并结合其他的部门模型和分析、高频率的市场数据，以及对跨国溢出效应的模拟，做出对隐患的平衡而全面的评估，从而预警危机。（关于EWS的更多技术性讨论，见上方专栏）。

但是，早期预警系统不能单靠常规的量化工具。危机所固有的独特性和多样性限制了统计工具获取信息的能力，而这些信息可能有助于确定下一次危机或充分考虑特定的国家因素。因此，我们需对这些量化工具进行补充，例如决策者、市场参与者和学者进行协商，以及应用以经验为基础的“经验法则”、知识推断、直觉判断、常识和打破常规的思考，所有这些都可以协助搜寻隐患的新来源，记住，下一次危机与以往的可能会有很大的不同。

如何说服决策者？

除了识别隐患在技术上的困难之外，也许对任何EWS来说，最大挑战是如何说服决策者采取行动。我们不仅需要发布明确和公正的早期警告，还需要通过全面的分析对此加以证实。这些分析需要描述隐患的根源、可能导致隐患扩散的冲击，以及这些冲击可能沿着怎样的途径跨行业、跨市场和跨国传播。最后，早期预警必须附有一套明确的政策选择，强调权衡处理不同类型的风险，并强调国际政策协调的必要性。预警发布需要进行认真校准，某些信息需以保密的方式传送给决策者，而后向公众发布不那么敏感的信息。

底线

EWS现实的但仍然雄心勃勃的目标是预警可能的最坏情境，为决策者提供最佳反应措施。这需要严格的、前瞻性的分析，正确的判断和敏锐的沟通。但即使是设计完美的EWS可能也无法预测和预防所有的危机，并且会提供太多的错报。当全球金融危机结束时，决策者会乐于听取这些警报吗？■

Jonathan D.Ostry是IMF研究部副主任，Atish R.Ghosh是该部系统问题处处长，Natalia Tamirisa是该部主任助理。

参考文献：

Drees, Burkhard, and Ceyla Pazarbaşoğlu, 1998, *The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization*, IMF Occasional Paper 161 (Washington: International Monetary Fund).

Ghosh, Atish R., and others, 2008, *IMF Support and Crisis Prevention*, IMF Occasional Paper 262 (Washington: International Monetary Fund).

Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, “*Systemic Banking Crises: A New Database*,” IMF Working Paper 08/224 (Washington: International Monetary Fund).

Sunstein, Cass R., 2007, *Worst-Case Scenarios* (Cambridge, Massachusetts, and London, England: Harvard University Press).



危机 浮世绘

一场危机，六种境遇

这六个人来自六个不同国家。他们从未见过面，也可能永远都不会见面，却经历了共同的事情。2008年9月14日，在美国投资银行雷曼兄弟破产后，他们与数百万人一起，成为了席卷全球的金融恐慌的无辜受害者。他们用各自的声音叙述各自的故事，比任何经济分析更有力地说明了当今世界一体化的程度，以及我们的命运如何紧紧交织在一起。不幸的是，他们的故事也证实，贫穷和教育水平较低的人们往往是最大的受害者，而且对抗经济衰退的能力也最有限。

这次危机的社会成本在一段时间里将会持续上升。经济大萧条的象征——失业，已不可避免地接近20世纪30年代的水平。但是，由于失业率是一个滞后的经济指标，所以全球失业率仍可能在2010年继续大幅攀升。国际劳工组织认为，在金融危机结束之前，可能将有高达5000万人失业。当然，在社会保障体系不完善或根本不存在的新兴和低收入国家，失业的人力成本将更加高昂。IMF正在鼓励这些国家的政府加强对穷人和最弱势的群体的保护。

六个人，六种生活境遇，都因一场全球性经济危机而混乱不堪。



弗朗塞特·皮卡德来自海地，靠表哥克劳德·布鲁诺寄回家的汇款生存。



克劳德·布鲁诺在美国新泽西的一家养老院靠洗餐具赚钱。

海地

海地的生命线握在美国的手中

弗朗塞特·皮卡德，57岁的单身母亲，她和她的两个女儿靠在美国生活的表哥克劳德·布鲁诺每月的汇款维持生计。经济危机之前，她一个月可以拿到250美元。现在，这已经减少到不定期的30—60美元。

“他本来会寄钱给我支付孩子的学费，也会给我们寄吃的，但由于经济问题，他现在没办法做到了”，她说。“他打电话告诉我这是因为他那边也很困难。他可能在某一个星期工作3天，而在接下来的一两周里找不到工作。”

经过数年持续两位数的增长，世界银行预测今年全球侨汇数额会下降7%—10%。尽管至今为止，海地不像加勒比地区其他地方那样出现侨汇的下降趋势，但这个加勒比小国依然前景堪忧。

“值得庆幸的是侨汇的下降并不像我们预期的那样糟糕，但鉴于海地人口每年增长2%，今年不是好年头”，IMF的科林纳·德利卡特说，“侨汇是维持海地许多家庭生存的唯一途径。”

据美洲开发银行数据显示，海地庞大的侨民寄回家的钱是该国最大的外汇来源，超过其GDP的1/4。侨汇的数额通常很小，少到每月可能只有100美元，但是在2008年，汇款总计12.5亿美元，是该国出口额的2.5倍。这些钱被用于满足粮食、住房以及教育等基本需求。

虽然距离美国仅一个多小时的飞行路程，但海地却是西半球最贫穷的国家。其最近的历史满目疮痍，充斥着暴力、政治动荡、资源匮乏和自然灾害。根据联合国的统计，该国80%的人口日均生活费为2美元或更低。

2009年早些时候，分析家们预测，像世界其他地

方一样，随着北美经济的萧条，海地的侨汇将急剧下降，因为200万生活在国外的海地人中大多数都在北美。不过，出乎预料的是汇款的水平不仅保持稳定，甚至还略有增加。

“那些在国外的人们深刻地了解到，如果他们停止寄钱，海地国内的亲属们将面临怎样的局面，因此他们更清醒地意识到汇款的重要性”，美洲开发银行的格里戈里·沃森说。

这正是令皮卡德的表哥克劳德·布鲁诺继续寄钱回家的原因，虽然他自己也需要这些钱。当他的许多同龄人已经开始考虑退休时，61岁的布鲁诺却在新泽西州一家养老院给人洗餐具，每天在闷热潮湿的屋子里工作8小时。

全球经济的放缓，以及美国9.5%的失业率，使得那里的移民给其在拉丁美洲和加勒比地区的家人寄的钱更少了。分析家认为，海地可获得稳定侨汇的原因是其金额通常很小，因此更有可能避免受到个人经济状况波动的影响，并且海地移民的工作集中于那些较少受经济衰退影响的行业，如服务业。

对于面临着被赶出住处的窘境，并忍耐着压力所带来的头痛不去看医生的弗朗塞特·皮卡德来说，这些解释无法带来安慰——“到了半夜我都无法入睡，常常想事情想到天亮。有时候我问自己：早上我能给孩子们什么呢？我得给他们午餐便当，但我真的睡不着，因为我一分钱都没有”。

同很多海地人一样，弗朗塞特自然地将她的困境与美国的前景联系在一起。

“我们十分迷茫，如果没有美国，我们在海地就无法生存。是那些散居在外的海地人在支撑这个国家。” ■



伊尼厄斯·科菲·卡斯说，金融危机使得可可种植业更加困难，科特迪瓦的可可种植者入不敷出。

科特迪瓦

种植业举步维艰

伊尼厄斯·科菲·卡斯一贯是个乐观积极的人。但当问到他的生计以及可可种植，你可以想见他忧心忡忡的样子。“科特迪瓦的可可种植者很难有起色，情况非常艰难”，他说。

卡斯是七个孩子的父亲，他身材高大，每天挥舞砍刀铸就了一身发达的肌肉。“我掐指一算，至少有15个人需要我养活”，他说。为了增加收入，他最近开始种植油棕榈和橡胶树。

拥有1900万人口的科特迪瓦曾经是西非最繁荣的国家之一，最近刚刚摆脱冲突，百废待兴。1999年的军事政变和始于2002年的内战中断了经济复苏。2007年过渡政府掌权，开始着手重建家园。

全球经济危机正在使这项工作变得更加困难，不仅是科特迪瓦，整个非洲大陆也都如此。“目前，非洲发现自己是源于发达经济体的金融危机的无辜受害者。去年经历了粮食和燃料价格冲击之后，接踵而至的全球衰退导致的商品价格的不断下跌、贸易和投资的减少，以及开发援助的威胁使得低收入国家的经济更加脆弱”，IMF总裁多米尼克·斯特劳斯-卡恩在5月27日结束对科特迪瓦的访问时说。

IMF最近批准了科特迪瓦5.66亿美元的贷款，帮助其推动经济发展，而该国也从债务减免中获益。但是，全球信贷紧缩使得该国吸引更急需的外国直接投资变得更加困难，这其中包括对可可种植的投资。科特迪瓦是世界上最大的可可产地，可可是该国主要的出口产品，占出口货物的35%。可可产业为400多万人提供就业岗位，每年出口收益达14亿美元。

可可价格最近升至历史性高点，但收益并没有惠及该国从事可可种植的小农场主。卡斯在设备落后、资金匮乏、基础设施薄弱的困境里挣扎，他的产品很难打入当地市场，更不用说外国市场了。“我们是一个不发达国家，所有事情都使用落后的办法，用老掉牙的砍刀收割可可，没有化肥可用。”他抱怨道。

卡斯站在他的可可树旁边说，国际社会的帮助，无论是援助还是债务减免，似乎都没有为像他这样的农民带来任何实际的改善。“听说要建设学校和医院。但是如果种植者无法挣到足够的钱来承担医疗保健费用，购买衣服，并把孩子送进学校，减免国家债务又能给农民带来什么实际利益呢？我们需要的是降低税率，并使种植者具备生产高质量可可的能力。”

卡斯认为，全球经济危机可能会是压在他们身上的最后一根稻草。“我们一直存在各种问题，但这场危机正在置我们于死地。乐观殆尽，悲观笼罩。农民只想知道何时能够看到苦难的尽头。”

他希望能看到政府采取行动，以提高农民的收入。“我们希望农民的报酬问题被纳入政府与发展伙伴国之间各种的讨论中去。毕竟，农民才是保持科特迪瓦经济增长的力量。”

IMF的经济学家阿列克谢·科尔耶夫说，好消息是，在国际社会的帮助下，政府正在加紧改革。“一个对可可产业逐步减少间接税的方案将把税率从现在的32%减少至2011年的22%，这会增加像科菲·卡斯这样的农民的收入。”政府还将整改部门监管，并改善治理、提高政策透明度。

不久的将来，卡斯有希望看到他认为迫切需要的一些变化。不管怎样，除了继续坚持下去，他别无选择。毕竟有15口人张着嘴等饭吃。■



古斯塔沃·拉米雷斯在阿根廷布宜诺斯艾利斯的港口的工作时间已经开始减少。



从左到右：尼科尔，13岁；索兰吉，16岁；妻子

阿根廷

全球风暴没有避风港

本来古斯塔沃·拉米雷斯已经在缓慢但稳步地提升自己的经济地位。

在布宜诺斯艾利斯港口做装卸工不到三年，他就能够带着他的妻子埃利维纳和四个女儿从一个一居室搬到位于工人阶级社区巴罗卡斯（Barracas）的一个还不错的、更加宽敞的公寓。埃利维纳在一间医学实验室工作，她和拉米雷斯把13岁的孩子送到私人学校，每月数次外出就餐，不时出门旅行。37岁的拉米雷斯重新开始学习，以成为小学教师——这个职位可能不会比他作为一个港口装卸工人的工资多，但是可以享有一大笔社会红利。

然而，全球经济危机来袭。

和许多新兴经济体一样，阿根廷希望避免来自发达经济体的动荡，这场动荡发源于2007年美国抵押贷款市场的衰落。但到了2008年年底，发达国家的经济衰退蔓延到新兴市场，例如阿根廷。

去年年底，疲软的全球经济和捉襟见肘的贸易融资一同引发了全球贸易的崩溃。2009年上半年全球贸易额下降达20%以上，而IMF估计2009年全年将下降约12个百分点。当世界贸易急剧收缩时，阿根廷的对外贸易也随之下降，不仅仅出口下降，进口也大幅下降。2009年前4个月，布宜诺斯艾利斯港口出入货物量与2008年同期相比下降了32%。

拉普拉塔河巨人湾南岸港口上的工作机会几乎都消失了。“今天有很多的工作，明天却什么工作也没有”，拉米雷斯叹息道。

直至去年年底之前，和其他1500多名码头工人一样，拉米雷斯平均每月要工作24天。现在工作量已经

急剧削减，他大约每月工作14天或15天。资格老的工人会安排得到更多的工作日，资历浅的工人得到的工作日则比较少。

拉米雷斯在拉普拉塔河码头工作，这个城市港口中5个大型码头中有3个在此运营，几乎所有的阿根廷进出口集装箱都经此运输，其在该国对外贸易总额中占据相当高的比例。绝大部分出口的农产品由城市西部的巴拉那河上的港口装船运出。

对拉米雷斯来说，这份港口工作是经济上的及时雨。他曾经在一家小商店每天工作12小时，只在一周中的某几天休息。不仅工资低，还牺牲了很多与家人在一起的时间。三年前，在一次为他的女儿尼科尔（一个床头挂满了奖牌的年轻体操运动员）举办的学校庆祝会中，他获知了港口的工作机会。较高的工资使得家庭经济状况得到改善。

拉米雷斯在薪水骤然降低面前保持平稳心态（埃利维亚的薪水大体上是稳定的）。但他承认也有坏的一面。想要干出点名堂变得更难，而且从3月份开始，如果不紧缩开支，一家人将无法支付所有的账单。

但是生活状况还是要比“三四年前”好，而且危机拉紧了家庭成员之间的距离。16岁的索兰吉是拉米雷斯和前妻的女儿，她刚刚搬回来住，卧室门上的贴纸里依然只写着13岁的尼科尔、5岁的朱丽叶和2岁的马丁娜的名字，还没来得及签上她们姐姐的大名。

此外，拉米雷斯还可以利用之前没有的自由时间在工会当志愿者，他说，这样的工作也很有成就感。

不过，拉米雷斯担忧那些他认为阿根廷和自己都无法控制的事情。他担心全球经济危机将持续恶化，演变成20世纪30年代大萧条时的样子。拉米雷斯认为，对阿根廷人来说，这场危机与以往的有着明显不同。其并非土生土长，而是来自这个大型南美国家外部的世界政治和经济。■



埃利维纳；马丁娜，2岁；朱丽叶，5岁；拉米雷斯。诗特尔·帕特尔一年前失业，之前供职于美国纽约的摩根斯坦利。

美国

期待一份新工作

诗特尔·帕特尔谈起摩根斯坦利时，依然称之为“我们”，并且谈论她的老雇主时使用的是现在时。

2008年5月，陷入困境的投资银行贝尔斯登倒闭一周后，这位前研究助理被摩根斯坦利这家纽约的投行解聘。31岁的帕尔加入了经济危机导致的美国数千名金融业失业者的行列，他们是一群受过良好教育、年轻有为、聪颖而雄心勃勃的专业人才。

“我过去一直是个有份好工作，业务突出的人，可是突然间，我必须重新认识我是谁，我有什么可以拿得出手”，帕特尔说。

最初的几个星期帕特尔焦头烂额，只能在每天的求职中麻痹。她可以享受8个星期的再就业服务，以协助其找到新工作，这是摩根斯坦利遣散计划的一部分。

2008年夏天，帕特尔接到很多预约面试的电话，情况开始出现转机。可是到了9月，雷曼兄弟崩溃，“一切都完了”，帕特尔说。

帕特尔本来准备学习当一名医生，但是她在宾夕法尼亚大学读本科时，选修了经济学，之后义无反顾地爱上了它。大学毕业后，她直接进入了华盛顿特区的美联储，致力于美联储消费者支出和家庭方面的经济预测工作。

帕特尔喜欢她的工作和她的同事，但是当摩根斯坦利的面试通知出现在她的收件箱中时，她抓住了这个机会。

“在大投资银行工作是我梦寐以求的”，帕特尔说。

帕特尔在摩根斯坦利担任经济师，从事美国经济预测，之后她的工作职责扩大，负责协调该行的全球经济预测。要做好这份工作，从一开始就要掌握大量

的知识，帕特尔喜欢这份工作。

但工作8年后，金融危机导致帕特尔成为又一个残酷的失业统计数字的组成部分。

美国金融服务行业的失业状况只是更糟情况的先兆。原本始于美国的次贷危机迅速蔓延至全球经济，导致70年来最严重的经济衰退。2008年发生了二战以来第一次全球性的经济萎缩，全球各国因无法再依赖美国消费者购买其货物，失业率节节攀升。国际劳工组织预测，2009年年底全球失业人口将达到2.1亿。但根据美国劳工部的统计数字，迄今为止金融服务业仅损失了50多万个工作岗位。

IMF预计，美国劳动力市场的困境将在一段时间内抑制经济增长，2009年的GDP预计将下降2.5%。2009年5月出版的一份纽约市财政监测报告显示，即使行业复苏，预计其中仍有相当一部分岗位将不会再现。

众多高素质人才的失业导致竞争极少数就业机会的人才数量越来越大。帕特尔说，雇主在面试时告诉她，他们不需要经济师。

“经济师是被忌讳的字眼”，她说，“用公司翻阅一堆500份的简历，如果你是个经济师，你的简历肯定被忽略的那一份”。

被解雇之前，帕特尔的财务状况良好，因为生活中她一直量入为出。她在格林尼治村拥有一套小公寓，并依赖摩根斯坦利的遣散费、一些失业救济金，以及自己积蓄度日。

失去工作的压力可以与面对死亡或离婚的压力相媲美，帕特尔还说，她经历了痛苦的七个阶段，从震惊到否定，再到接受。

有些时刻，帕特尔非常低落，但最近去纽约联邦储备银行的一次面试让她对找工作持乐观态度。

“我真希望今年年底前能成功找到工作”，她说。■



日本的佐藤一泽被一家汽车工厂解雇。

日本

开进死胡同

大多数情况下，佐藤一泽的愿望是合理的。他希望同家人住在一起，他希望找回原来的工作。经济不景气、日本汽车业遭受的严重冲击意味着佐藤的两个梦想在近期都难以实现。

佐藤今年50岁，七年前离开家乡北海道的家人来到横滨，通过一个临时劳务中介寻找工作机会。后来签约铃木汽车公司的工厂，在全球最大的卡车发动机装配线上工作。

佐藤承认薪水不是很多，但足够他的生活所需。但2008年11月，500名工作人员被告知，因为经济不景气，出口下降，下月底之后他们将不再拥有这份工作。

“这完全出乎我们的意料”，佐藤说。他回忆说，经过一天的调整，“我和4个同事回到办公室，那里有一份通知，告知我们由于产量减少，公司决定一个月以后我们将被裁员。”

该公司要求员工继续卖命地工作，直到他们在岗的最后一天。

12月26日，500名临时工最后一次打卡，佐藤被告知他有4天的时间搬离公司宿舍。

日本汽车制造商是一年期合同临时工的最大雇主之一，估计有超过380万工人属于这一行列。2004年，劳动部门放宽对工人的标准。日本早已放弃了“铁饭碗”的旧观念，以其拥有世界上最大的几家汽车制造商为荣，但其汽车产业在全球经济下滑中已经成为众多重灾区之一。据日本汽车制造商协会报告，2009年5月，汽车出口比去年同期下降55%以上，连续第8个月

下降。制造商只得相应降低产量并且减少岗位。

日本不在全球危机的中心地带，但全球需求巨幅的下降和金融危机的扩散导致该国出口依赖型经济陷入了半个多世纪以来最严重的衰退。

东京已经努力采取措施，以保护弱势群体（包括临时工）度过最艰难的低迷时期。这些措施包括放宽就业保险申领资格，计划提高最低加班工资。佐藤的临时工生涯影响了他的个人生活，使他失去了婚姻，失去了与妻子和女儿一起的家庭生活。她们被留在了北海道。

“我意识到，我不能再继续寄钱给我妻子了，所以我们协议离婚，使她能够有资格享受政府的福利，但我们仍然彼此相爱，而且经常通电话。”

“以前，我每年春天都回北海道，因为女儿的生日是4月29日。我一直希望等我有足够的钱的时候，让她们搬到这里，但是现在这看起来是不可能了。”

这位前装配工正在寻求失业补偿。他提出诉讼，要求职业介绍所支付直到3月合同结束的工资。佐藤说法庭的调查结果对他有利。同时他在等待另一件事情的结果，即能否以正式员工的身份回到汽车公司，他现在是日本金属和信息机械工人联合会的志愿者。作为回报工会为他的租房提供担保。

“我想成为一名全职员工，我想通过每天早到办公室一小时，提前准备好生产线来证明我是一个好员工”，他说。“我的愿望就是过正常的生活，我不指望奢侈品，只想把我的家人接到这里一起生活”，他补充道：“但是我得到的却是一纸通知，我的梦想破灭了”。■



圣地亚哥·巴埃纳来自马德里房地产销售的收入大幅下降。

西班牙

冻结的房地产市场

在他20年房地产事业的起伏中，圣地亚哥·巴埃纳经历了西班牙房地产市场最美好和最糟糕的时刻。

巴埃纳与他的14个兄弟姐妹在父母位于西班牙北部的旅社里工作并成长。30岁出头时，他进入房地产业，出售住房和商业地产，这个行业直到几年前还欣欣向荣。

巴埃纳现年53岁，自从他获得马德里房地产经纪人执照的时刻起，西班牙的房屋价格几乎增长了两倍。20世纪90年代，西班牙经济迅速增长，这期间正是西班牙房地产的“黄金十年”。“丰厚的资本收益得益于房地产的重新估价，宽松的信贷提高了房产的价值，再加上进一步重新估值的潜力，房地产泡沫呈现典型的螺旋上升态势”，巴埃纳说。

1999年，西班牙加入欧元区，这意味着低廉的借贷成本、丰富的信贷资源，以及便利的融资。超过90%的西班牙抵押贷款持有人享受可变利率贷款，因此，低利率有效减少了住房成本。

但是，欧洲央行于2004年开始提高利率，西班牙房地产市场增长开始放缓。三年后，全球金融危机席卷整个欧洲。由于经济增长严重依赖信用刺激的内需以及房地产繁荣，西班牙的经济表现得尤其脆弱。

如今，西班牙的房地产市场萧条。“与其说市场冷清，倒不如说它简直就是掉进了冰窟窿”，巴埃纳说。事实上，2007年第一季度到2009年第一季度房屋销售量下降超过了50%，仅2008年就下降了1/3。销量不足打击了房价，西班牙对外银行（BBVA）预测，2011年底的销量将比2007年高点下降30%。

销量和价格的下降意味着像巴埃纳这样的人的实

际工资变少。西班牙房地产经纪人提成销售价格的3%—5%作为佣金，但大多数人在过去几年不得不降低这一比率。“赚一半也比不赚好”，巴埃纳说。他已经结婚，育有四子。由于房地产危机，他的收入比去年下降了10%，比前年下降了30%。

更广泛的经济层面也深受其害。由于房地产市场的繁荣，建筑业在西班牙经济中已经占到了9%，其提供的就业机会占所有岗位的13%。随着买家的流失，新的建设陷于停滞。“远眺地平线，如果有手推车或其他建筑工具挂在起重机上，那么这个项目肯定停工了，设备挂在那里免得被人偷走。抬头看，你会发现天上到处都挂着闲置的手推车”，巴埃纳说。

西班牙的工资很固定，所以企业多数情况下不得不通过采取裁员来进行调整。这意味着近期建筑行业的裁员会加剧西班牙已经很高的失业率（现在达到近20%）。

近期人们能找到工作的希望很渺茫。西班牙2008年的经济增长率只有1.2%，IMF的经济学家克里斯丁·海恩预计，2009年将进一步下降3—4个百分点。IMF在其最近发表的国家经济评估中表示，西班牙真正需要的是一个新的增长模式。住宅建筑和私人消费将不再像过去一样推动增长。今后，西班牙将不得不更加依赖于工业及服务业创造就业并实现增长。为此，政府需要设法提高生产率并降低成本。

对于巴埃纳以及那些和他一样依赖房地产业生活的许多人来说，未来是不确定的。“我们将继续满怀希望地期待未来”，他说，可他紧皱的眉头似乎与这种乐观的论调并不相符。■

鸣谢

阿根廷

报道：Florencia Carbone、*La Nación*和
James L. Rowe, IMF

摄影：Daniel Pessah、*La Nación*

科特迪瓦

报道：Madeleine Akponi Djakobie和Camilla Andersen,
IMF

摄影：Eugene Salazar, IMF

海地

报道：Anderson Laforet和Hyun-Sung Khang, IMF

摄影：Tony Belizaire, AFP

日本

报道：Julian Ryall

摄影：Alfie Goodrich

西班牙

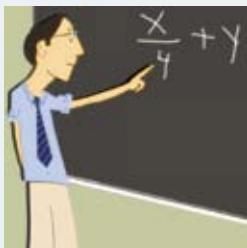
报道：Silvia Taulés、*El Mundo*和Marina Primorac, IMF

摄影：Silvia Taulés

美国

报道：Jacqueline Deslauriers, IMF

摄影：Michael Spilotro, IMF



什么是货币政策？

Koshy Mathai

货币政策是依据许多原则制定的。但无论它以什么面目出现，都殊途同归，即都被用于调整经济中的货币供应，从而达到控制通货膨胀和稳定产出这两个目标的某种结合。

大多数经济学家可能会同意，长期内产出是固定不变的，因此货币供应的任何改变只会引起价格的变化。但是短期内，由于价格和工资往往不会立刻得到调整，货币供应的改变会影响到货物与服务的实际产量。这就是货币政策成为实现控制通货膨胀和维持增长这一双重目标的有力政策工具的原因，此类政策一般是由诸如美联储或欧洲中央银行这样的中央银行机构制定的。

当经济萧条时，消费者的支出与往常相比大大减少；商业生产下降，龙头企业裁减员工、停止对新产能的投资；外国对本国出口的需求也会下降。简言之，总需求下降。政府可根据经济走势采取反向的应对政策。货币政策常常成为反周期的可选工具。

此类反周期政策可能会导致产出（以及就业）出现预想中的扩张。但是，由于货币供应增加，这可能还会导致物价上涨。当经济接近满负荷生产时，增加的需求会给投入成本（包括工资）形成压力。而当工人用其增加的收入购买更多的货物与服务时，就会进一步哄抬物价与工资的上涨，推动一般意义上的通货膨胀——而这正是决策者通常力图避免的结局。

双重目标

此时，货币政策的决策者必须对价格与产出的双重目标加以平衡。然而，即便仅仅把控制通货膨胀作为目标的央行（如欧洲中央银行）通常也承认，其同样需对稳定产出和维持经济接近充分就业加以关注。而对于美联储来说（其肩负着美国国会赋予的明确的双重使命），就业目标与通货膨胀目标处于同等重要的地位。

货币政策并不是管理货物与服务总需求的唯一工具。财政政策（包括税收与支出政策）是另外一种工具，也是当前危机中被各国政府频频使用的工具。但是，税收和支出立法的变更往往需要假以时日，而一旦这种变更成为法律，在政治上就很难对其加以逆

转。加上对消费者可能不会以所希望的方式对财政刺激手段作出回应的担忧（例如，他们可能不会因为减税而增加消费，而更有可能把钱存起来），我们不难理解为什么货币政策普遍被视为衰退时期捍卫经济稳定的首选工具。（实行固定汇率制的国家不在其列，在这些国家，货币政策完全与汇率目标相联系。）

独立的政策

尽管货币政策是政府最重要的经济手段之一，但大多数经济学家仍然认为其最好是由中央银行（或者类似的机构）来制定，这些机构应独立于民选政府。这种信念来自于大约30年前的一项学术研究，该研究强调了时间不一致性的问题。不太独立于政府的货币政策决策者可能会发现，承诺通过降低通货膨胀来保持消费者和企业较低的通胀预期这种作法更有利。但在后来，为了对其后的发展作出回应，他们可能会发现很难坚持不扩大货币供应，这就会带来突如其来的通胀。这种意外的结果可能最初会通过使劳动力价格相对便宜（工资变化缓慢）而促进产出，并且还可能会使政府债务的实际价值（或者说经通货膨胀调整后的价值）减少。但是人们可能很快就会认识到通货膨胀的倾向，并逐步提高他们对价格上涨的预期，从而使决策者更加难以实现低通货膨胀的目标。

为了克服时间不一致性的问题，一些经济学家建议决策者应该承诺制定一个规则，在调整货币政策时完全摈弃随意性。然而实践证明对此类（可能是复杂的）规则作出可信的承诺十分困难。一种替代的解决方案是将货币政策制定权授予一个与大多数政治程序相隔绝的独立的中央银行，一些经济体已采取了这样的做法。这种替代方案可能仍将受到某些源自政治的程序的保护，并强化公众对当局关于降低通货膨胀的承诺的信任。有证据表明，中央银行的独立性的确与较低的、更加稳定的通货膨胀相关联。

货币政策的制定

中央银行如何改变货币政策？基本方法很简单，就是改变货币供应的规模。这通常是通过公开市场操

作来做到的，即与私人部门交易短期政府债务。例如，如果美联储从商业银行购买或者借入国库券，这些商业银行账户上的现金（即储备）就会增加，银行被要求保持这些储备。这种方法扩大了货币的供应。相反，如果美联储向银行卖出或者借出国库券，银行在交易中就要进行支付，从而减少货币供应。

尽管许多中央银行在过去几年中也有过明确将货币增长定为目标的经历，但由于货币与价格间的相关性与以往相比更加难以度量，确定此类目标的做法已经不太普遍。许多中央银行转而将通货膨胀作为其目标——或者单单以此为目标，或者伴以一个可能的增长和/或就业的隐性目标。

当中央银行公开谈论货币政策时，其往往关注的是它所偏重的利率，而不会关注任意一个具体货币数量（尽管期望中的利率水平可能要通过改变货币供应量才能达到）。中央银行一般会关注一个政策性利率——一般是短期利率，通常是隔夜拆借利率，这是银行向借用资金的另一方收取的费用。当中央银行通过购买或者借出证券将货币投放到银行系统中（通俗点说就是实行宽松政策）时，利率就会下降。而当中央银行通过吸收储备实行紧缩货币政策时，利率往往会上升。中央银行希望政策性利率的改变会对经济中的所有其他的相关利率产生影响。

传导机制

货币政策的改变对总需求，进而对产出与价格都会产生重大影响。政策措施传导至实体经济的途径多种多样（Ireland, 2008）。

人们传统上关注的是利率渠道。例如，如果中央银行收紧银根，借款成本就会上升，消费者就不太愿意购买他们能通过正常融资买到的东西（比如房子和车子），而企业也不太愿意为新设备、软件或建筑物投资。这种经济活动水平的下降可能与较低的通货膨胀水平相一致，因为低需求往往意味着低价格。

然而事情到此并未完结。利率的上升还趋于使企业和个人的净财富缩水（即所谓的资产负债表渠道），这使得他们很难有资格得到贷款（不论利率的高低），从而减少支出和价格压力。利率的上提还使得银行盈利能力降低，导致放贷意愿下降，这就是银行渠道。由于外国投资者寻求更高的收益，所以他们对货币的需求增加，因此高利率通常会导致货币升值。通过汇率渠道：出口价格的上升导致出口减少，而进口价格的下降使得进口增加。这反过来加剧了GDP的萎缩。

通过通货膨胀预期——通货膨胀自我实现的一个

构成要素——货币政策对通货膨胀还有着重要的额外影响。许多工资和价格契约都根据对通货膨胀的预测而事先商定。如果决策者提升利率并给出利率还会进一步提高的信息，这可能会使公众相信决策者关于保持对通货膨胀的掌控的承诺是严肃的。随着时间的推移，建立在更适度的工资和价格增长基础上的长期合同就会形成，这反过来会使实际通货膨胀保持在低位。

当利率无法再降低之时

在过去两年中，世界各国的中央银行已经大大降低了它们的政策性利率——一些国家的利率几近为零——这耗尽了可下调的所有空间。不过，它们已经找到了一些继续实行宽松政策的非常规的方法。

一个方法是从市场上购买大量的金融工具。这就是所谓的定量宽松。这增大中央银行资产负债表的规模，向经济中注入新的资金。银行得到了额外的储备（它们在中央银行保留的存款），货币供应增加了。

一个密切关联的可选方案——放宽信贷，可能也会扩大中央银行资产负债表的规模，但其焦点更关注于资产负债表的构成，即已取得的资产的类型。在此次危机中，许多特定的信贷市场资金流通不畅，导致利率渠道不能发挥作用。中央银行直接针对这些问题市场采取了应对措施。例如，美联储设立了一个专项融资便利来购买商业票据（非常短期的公司债务），以确保企业能够继续获得运营资本。美联储还通过购买抵押贷款支持证券维持住房融资。

有人认为，由于中央银行确保资金流入到市场的特定部门，宽松信贷使货币政策变得更像产业政策了。定量宽松同样颇具争议。它促使购买更多像政府债务这样的中性资产，但却把中央银行置于为政府财政赤字融资的境地，其独立性也可能因此而受到质疑。

目前，全球经济出现了复苏的迹象，人们的主要关切点转移到退出战略的设定上：中央银行如何才能取消非常规的干预措施，并采取紧缩政策，以确保接下来通货膨胀不再是一个问题？■

Koshy Mathai是IMF驻斯里兰卡的常驻代表。

参考文献：

Ireland, Peter N., 2008, "Monetary Transmission Mechanism," in The New Palgrave Dictionary of Economics, ed. by Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume (Hounds-mills, Basingstoke, United Kingdom: Palgrave MacMillan, 2nd ed.).



移动电话促进增长

手持式电话设备
正在促使新兴经济体
实现跨越式发展

印度拉贾斯坦邦的一个男子正在使用移动电话。

纵观发展中世界，移动电话正在促使这些国家绕过一度被视为不可避免的发展阶段：创办国家邮政服务和发展地面远程通信技术。移动电话单位成本的降低、使用的便利，以及覆盖范围的逐步扩大，正在使发展中国家直接跨越过去需要数十年才能度过的经济变革阶段。

移动电话正在彻底改变经济发展的构成阶段。这些相对便宜的手持式个人通信设备正在成为最基本的发展动力，使以前依靠不稳定的远端外部信息的官员，成为可直接获得所需事实的关键决策者。

在不到一代的时间里，移动电话已经改变了发展中世界的农业、市场营销、渔业、物流、水利、银行业以及小型商业。但在发展中国家建立移动电话网络仍然面临高昂的成本和令人生畏的风险。在这篇文章中，首先是Olivier Lambert考察了外国直接投资是如何在发展中国家的电信部门启动并发挥支持作用的。之后Elizabeth Littlefield则重点关注了移动电话的职能，以及有可能是最强劲的潜在发展倍增器：移动银行。本文将表明，一旦能够确保电信部门的投资，并且小规模的经济代理机构能够方便的通过移动手段享受到金融中介加速上升的成果，经济发展将会更快。

以较高代价获得的捷径

Olivier Lambert

“跨越式”发展的优势之一在于发展中国家可以跨过或绕过处于工业化起步阶段的经济体以前需经历的某些经济或技术变革阶段。现在，大量的农业和初级产品出口经济体可以建立起先进的、大规模的无线通信系统。然而，传统的渐进式发展同样将导致金融需求的逐渐增加。“跨越式”发展的不利一面在于，这种发展模式需要在得不到任何回报的初期进行大量的资本支出和基础设施建设投入。

在经历近10年的武装冲突和政局动荡之后，西非国家几内亚比绍成为世界最为贫困的国家之一。内战和政变为这个国家留下了千疮百孔的基础设施、被削弱的政府和政策执行力、难以继的财政赤字，以及

对援助支持的严重依赖。但与几内亚比绍毗邻的是一个较为稳定和繁荣的国家——塞内加尔。2007年5月，塞内加尔的电信运营商Sonatel开始为几内亚比绍投资2580万美元建设一套全数字蜂窝网络。Sonatel在该项目的合作伙伴是多边投资担保机构（MIGA）——世界银行的政治风险保险分支。

MIGA为Orange Bissau公司（Sonatel在几内亚比绍的子公司）在股权投资和股东贷款方面提供担保。Sonatel则承担转移支付限制、财产没收、战争和内乱以及违约等风险。Sonatel的投资包括一套蜂窝电话网的建设、运营、维护，以及对几内亚比绍至关重要的公用电话和因特网服务。2008年末，在这个投资水平长期在低水平徘徊的国家，该网络的注册用户数量已达60000。

世界银行的一项研究（2009b）支持信息和通信技术是经济增长的推进器这一论断。该研究指出了移动

新网络

移动电话市场对发展中国家尤其重要，未来几年几乎所有新的移动电话客户都来自发展中国家。

(发展中国家和发达国家的移动电话用户，以百万计)



资料来源：国际电信联盟 (ITU)，世界电信/ICT数据库。

通信对农村地区的重要性。世界近一半人口以及世界75%的贫困人口在农村。“无线技术的移动性、使用的便利性、配置的灵活性和相对较低且不断下降的成本，使该技术能够为较低收入水平和文化程度的农村人口所使用。接下来的10亿移动电话用户将主要由农村贫困人口组成。”

M一代

移动电话市场对发展中国家尤其重要，未来几年，几乎所有新的移动电话用户都来自发展中国家(见表和专栏1)。MIGA已经支持了在贝宁、中非共和国(CAR)、加纳、几内亚、几内亚比绍、马里、毛里塔尼亚、尼日利亚和塞拉利昂的电信业务投资。

在世界银行《2009年全球营商报告》中，CAR的经商难易度在报告所涉及的181个国家中排名第180位，该国非常难以吸引到外资。2008年，MIGA为建设、运营和维护CAR的一套先进电信网提供了3790万美元的担保。担保覆盖了投资者股权投资的90%，保护其免受转移支付限制、财产没收、战争和内乱以及违约的风险。该项目对这一内陆国家的经济发展至关重要，因为其固定电话用户还不到总人口的1/100。用户能够从信息获取、可靠的服务、竞争加剧所带来的成本下降，以及产品提供的多样化中获益(见专栏2)。在不到1年的时间里，Orange Centrafricaine网络已拥有127000个用户，这表明其有着很强的消费者基础。■

你身边的m-银行

Elizabeth Littlefield

移动电话可以作为使一国的民众获得正式金融系统服务的平台，从而使其能够直接融入经济发展进程之中。目前，金融机构正开始提供移动银行系统服务，其使消费者能够将资金转移至企业或家庭，通常这会大幅度降低交易成本。10年前，移动银行或m-银

专栏1

移动电话的发展

仅仅在10年前，仍然有一些国家基本没有移动电话业务。但自那时起，移动电话开始覆盖全球。移动电话用户飞速增长，从2002年的10亿上升到2008年末的约41亿，包含了世界一半以上的人口。低收入国家的增长率最高。非洲移动电话的普及率从20世纪末的50人中只有1人，猛增到目前的28%。

世界银行(2009b)称，增长主要受新的无线技术和电信市场放开的推动，这使得网络的速度更快、成本更低。2002年，世界移动电话用户超过了固定电话用户。移动电话目前是世界上最大的交换平台。

专栏2

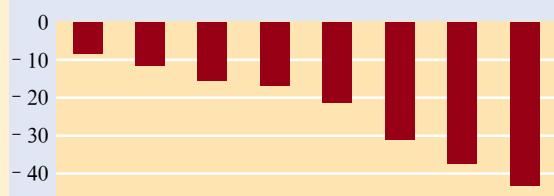
更便宜的话费

由于技术的进步、市场的增长、竞争的加剧，获得信息和通信技术(ICT)的成本继续下降。允许发展中国家充分利用ICT服务的趋势尤其重要。世界银行(2009b)称，近年来，移动电话服务价格的急剧下降，促进了许多国家移动电话用户的迅猛增长(见图)。预付费服务的增加允许移动电话客户以较小金额支付话费，而不用固定每月付费，从而使移动电话客户在贫困和农村地区有较高的普及率。

更容易被接纳

近年来，价格的迅速降低促进了移动电话在许多国家的快速发展。

(移动电话服务价格年均变化率，百分比)



资料来源：国际电信联盟 (ITU)，世界电信/ICT数据库。

注：移动电话一揽子价格基于经济合作与发展组织对低端用户的定义，价格的计算基于在同一移动电话网、不同移动电话网、移动电话和固定电话之间每月25次通话的预付费价格(区分高峰时段、非高峰时段以及周末时间)。

行可能是指小型货车，一个轮子上的银行分支机构。现在，移动银行是指能够在各大洲提供基本交易服务的移动电话和其他无线设备。

贫困家庭有着比许多人认为的更复杂的金融需求。贫困家庭通过购买建筑材料或家畜，从商店或安葬联合会获得预付款，接收汇款，以及与邻里成立储蓄基金等方式进行储蓄。Collins等(2009年)的研究表明，孟加拉国的家庭至少使用了4种正式或非正式的

金融服务，其中1/3的家庭使用了10种以上的服务。绝大部分此类金融服务不方便、成本高且有风险。

一旦利用技术为穷人提供金融服务在商业上可行，那么这种金融服务方式将有望降低成本、提高安全性和便捷性。在城市的市场上谋生的人过去将现金返乡，现在他们可以通过移动电话向家庭发送电子货币，从而节省了时间和金钱。过去冒着遭抢劫风险的旅行者现在可以在长途旅行前在移动电话中存款，到达目的地后再通过相应机构将存款取出。

目前，无支行银行已得到广泛接受，其被视作将银行系统扩展到乡村和偏远地区的途径。代理银行或银行的代理机构——邮局、加油站和小零售商店——日益增多，并被视为通过销售点服务将手机或银行卡中的电子信息转换为穷人手中现金的途径。将代理银行用于为顾客服务的技术和商业模式正在一先一后地发展着。扶贫协商小组（CGAP）是世界银行下属的独立的政策和研究中心，该小组在一项研究中发现，世界上超过10亿人口拥有移动电话但却没有银行账号。专用移动通信群协会通过对147个国家进行研究后得出的评估结论认为，将近3.6亿无银行账号的低收入人口可在2012年前申请获得基于移动电话的金融服务。移动网络运营商意识到这一点，受到富裕国家市场饱和以及每一用户收入降低的影响，移动网络运营商开始向较贫困国家转移。运营商同样意识到移动电话银行将使客户更不可能改变服务提供商。

更便捷、更快速、更便宜、更安全

目前，肯尼亚的M-PESA网络在吸引用户方面最为成功。在短短两年时间内该网络的用户已超过650万人。移动电话已成为50%的肯尼亚人偏爱的存款方式。每天通过该网络转移的资金平均达1.5亿肯尼亚先令（196万美元），其中大部分转移资金的金额较小，每笔交易平均只有1500先令（20美元）。CGAP的分析和非政府组织“深入肯尼亚金融部门”进行的调查表明，用户之所以更喜欢通过移动电话网络交易，是因为与其他方式相比，网络更快、更容易接入并且更安全。但成本可能是其最大的优势，与其他最便宜的正式交易方式相比，网络交易的费用低45%。要汇出25美元，邮局收费5%，西部联盟收费57.5%，而M-PESA网络则只收费2.8%。换句话说，使用M-PESA网络，每周将有400万美元送到肯尼亚穷人的手中。

然而，不到1/10的移动电话银行客户实际是穷人，他们对银行很陌生，而且其通过银行所进行的交易不只是现金支付和资金转移。绝大部分新推出的业务，尤其是在现有银行主导下推出的新业务，只是用

于为现有客户提供更便捷的记账支付并减少银行分支机构的拥堵。为使新的贫困客户能够获得更广泛的移动金融服务，应将这部分人群的需求和偏好应用于产品设计、定价和市场战略之中。在不同的文化背景中，软件需要直观。硬件应具有在缺电的农村地区实用的特点。

如果没有商家作为银行的代理机构，将不可能出现更多的m-银行用户。代理机构的激励是代理费，另外可能的激励是吸引更多买家进入商店而增加客流量。M-银行的代理费仍低于商家从其他产品中所获的收益。菲律宾的代理机构通过销售牙膏能够获得10%—12%的利润，但从事m-银行的兑现交易只能获得1%—3%的利润。不过其他国家的证据表明，随着m-银行的启动，交易量和单据规模将更多地弥补这一不足。

决策者的职责

政府逐渐将银行业务和技术的融合视为扩大融资渠道的机会。在监管方面存在5个关键问题。

- 允许非银行机构（如本地商店）为顾客提供现金存取服务。在允许设立银行代理机构的国家中，据估计约有65%**允许代理机构处理储蓄业务**。
- 采用基于风险的方法反洗钱并应对恐怖分子的金融规则。许多国家现在允许代理机构对客户进行审查。
- 在发布电子货币和处理电子支付方面，**确定非银行机构的职责**。
- 保护客户免受无分支银行商业模式所带来的新风险。
- **竞争政策鼓励创新，但防止对客户不友好的垄断。**

在一个国家又一个国家中，技术正变革人们获得基本金融服务的方式。使所有穷人能够从技术推动的金融渠道中获益将需要许多层面的工作。但参与的便利性、高度的渗透性和不可抗拒的经济绩效确保了将发展移动电话作为发展援助的手段。■

Olivier Lambert是世界银行集团的多边投资担保机构电信部门负责人，Elizabeth Littlefield是世界银行集团扶贫协商小组的首席执行官。

参考文献：

- Collins, Daryl, Jonathan Morduch, Stuart Rutherford, and Orlanda Ruthven, 2009, *Portfolios of the Poor: How the World's Poor Live on \$2 a Day* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- International Telecommunication Union, www.itu.int
- Wireless Intelligence, www.wirelessintelligence.com
- World Bank, 2009a, *Doing Business 2009* (Washington).
- _____, 2009b, *Information and Communication for Development 2009: Extending Reach and Increasing Impact* (Washington).

变化中的 贷款服务

Edward Gemayel 和 Samar Maziad

IMF已为世界的低收入国家创建了一个新的支持框架

随着全球金融危机迅速地从发达国家蔓延到发展中国家，IMF对其关于低收入国家的政策进行了史无前例的改革，最终宣布增加大量以新贷款工具为基础的重要新资源。

这一广泛的努力改变了IMF与那些正在努力克服外来危机影响的成员国之间的关系。这项举措体现了与低收入国家进行的密切磋商，并响应了20个工业和新兴市场经济体（G20）关于迅速采取政策行动以满足发展中各国需要的呼吁。

改革努力大幅度增加了可以提供给这些国家的资金，彻底改革了IMF的贷款框架，精简了贷款条件，并把IMF在2011年底之前发放给低收入国家的优惠贷款的利率降到零，同时永久性增加对低收入国家的优惠资金贷款。

广泛的支持

过去20年，低收入国家充分利用了IMF的优惠贷款，绝大部分国家取得了较好的宏观经济表现和较高的经济增长率。事实上，目前78个国家符合减贫与增长贷款（PRGF）的要求，其中的4/5已获得IMF的融资，3/4已得到PRGF或其先前版本的支持。2004—2007年期间，拥有持续性IMF合约（10年或以上）的低收入国家，由于得到占GDP 4.2%的外国直接投资流入以及占GDP 12%的援助流入的支持，经历了平均高达5.3%的GDP实际增长率。同时在2007年保持平均通货膨胀率为6.9%，平均债务负担低于GDP的40%。

但是当前的全球金融危机正在蚕食许多低收入国家通过艰苦努力获得的成果。这场危机起源于发达经济体并向新兴国家蔓延，目前这场危机的第三波正在

危及许多低收入国家过去10年所取得的令人瞩目的经济成就。今年年初，IMF一项关于经济危机对低收入国家影响的研究警告称，金融危机再加上2008年粮食和燃油价格的急剧上扬，产生了更高的融资需求。如果这些需求不能得以满足，将导致低收入国家数百万人口陷入更大的贫困之中。国际社会，包括IMF，已经表现出了不让这种情况发生的强烈意愿。

在此背景下，IMF重新考虑了对低收入国家金融支持几个方面的问题。作为应对措施，IMF董事会2009年7月23日通过了历史性的一揽子改革方案，升级了对低收入成员国的优惠性融资便利。

承诺的贷款服务

通过采取这些措施，IMF改变了与低收入国家之间的关系，并直接响应了国际社会就如何应对全球危机所达成的共识。2009年3月，坦桑尼亚总统贾卡亚·基奎特和IMF总裁多米尼克·斯特劳斯-卡恩在达累斯萨拉姆召开了一次会议，以解决这些议题。会议中IMF承诺将通过给予更多贷款、更大的灵活性、加强政策对话，进一步增加低收入国家在IMF中的发言权等手段，加大对低收入成员国的支持。IMF在2009年4月把这些承诺转告G20伦敦峰会，卡恩也呼吁援助国帮助大幅度增加IMF的优惠贷款。通过最近所实施的全面的一揽子改革，IMF已开始兑现这些承诺。

改革将使IMF的贷款工具更为灵活，并适应低收入国家日益增加的多样性，主要集中在4个方面：

- 增加低收入国家可获得的资源；
- 改善金融条件并永久增加优惠贷款；
- 改革对低收入国家的贷款工具并增加灵活性；

- 重点强调减贫和增长。

按比例增加资源。在等待董事会通过新体系的几个月时间内，IMF已采取措施显著了增加对低收入国家的援助。IMF已同意从现在起到2014年，增加170亿美元的优惠贷款，其中一部分来自于IMF黄金出售的收入。IMF对低收入国家的贷款2009年和2010年预计将分别达到40亿美元，而2008年的贷款为12亿美元，从而将超过G20关于在今后2—3年内提供60亿美元追加贷款的呼吁。对单个国家而言，其可以从IMF获得的年度贷款基准大约翻了一番。

此外，IMF成员国也支持一项2500亿美元的特别提款权（SDR）分配方案，其将根据各成员国在IMF的份额分配给所有成员国。低收入国家将获得超过180亿美元的SDR，以加强其外汇储备并缓解融资约束。

然而，IMF要兑现新的融资承诺，需要在现有和潜在的双向贷款人的基础上，再额外追加140亿美元的贷款资源。因此，一项重大的筹款工作已经启动，以筹集所需资金，此外，新的28亿美元的补贴资源将从IMF的内部资源中征用——包括使用与拟议中的黄金出售有关的资金收入——并通过双边分担以协助承担优惠贷款利率的费用。

新的灵活信贷便利：2009年7月董事会的决策也对低收入国家的信贷结构进行了改革，以增强其有效性，并使IMF的优惠贷款工具更加灵活，更加适应较贫困成员国日益增加的多样性。这些变化使IMF认识到，虽然许多低收入国家仍需继续与IMF保持持续的项目关系，以应对经济挑战，但越来越多的成员国可能只是在特别困难的时期（如当前的危机）才需要IMF的财政支持，抑或这些成员国认为现在预先具备获得援助的条件以备未来之需可能是较为稳妥的做法。新的体系也制定了单一工具，为面临多种紧急情况的国家提供有限的融资，并简化了IMF的工具箱，以弥补在以前体系中存在的差距。这些改革主要吸收IMF低收入成员国的意见，并对这些低收入成员国逐渐发展和多样化的需求作出回应。

这一新的融资结构在IMF的减贫和促进增长信托（PRGT）下建立，主要包括以下内容：

- 中期贷款（ECF）：PRGF的后继方案，其将允许IMF提供持续的项目合约，并为面临延长的国际收支困难的国家提供融资。

- 备用贷款（SCF）：其与全部IMF成员国可广泛获得的备用协议（SBA）相类似，将为短期或由于不同原因所导致的阶段性融资需求的低收入国家提供融资支持。IMF也考虑到预防性使用，以防可能而不是

实际的融资需要。

- 快速贷款（RCF）通过简化限制条件，为紧急情况提供有限数量的贷款。这一点对于只有短期的融资需求或当一个国家的政策执行能力有限时尤其有用。除这些便利条件外，政策支持工具（PSI）将仍然是IMF对低收入国家的非金融性政策支持工具，其也能够为在需要时获得SCF和RCF提供便利条件。

选择方案：这些变化为成员国选择最适于解决自身问题的方法提供了选择方案。例如，莫桑比克和坦桑尼亚这两个国家借助连续的PRGF支持项目获得了宏观经济稳定性和较高的增长率。两国随后都转而借助PSI巩固经济发展成果而不用求助于IMF融资。但当遭受全球金融危机打击时，与许多其他国家一样，它们通过外部冲击便利转向IMF需求融资援助。例如，在新的框架下，莫桑比克和坦桑尼亚将能够在相似经济环境下选择SCF。此外，这两个国家也可能采用SCF作为可能而不是迫切融资需求的预防性方法。

现代化的贷款条件

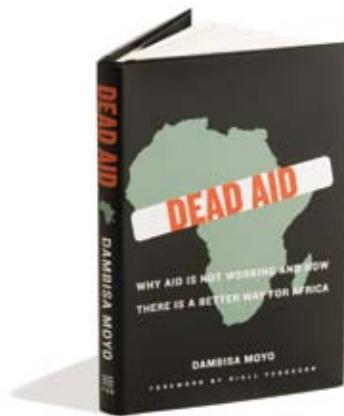
更灵活的贷款条件。这些先于IMF年初决策之前提出的新贷款工具，将对所有IMF支持项目的结构性制约因素采取更灵活的途径。其更注重核心目标，更注重适应每一个国家，同时为所需的政策措施提供更大的自由。

改善融资条件和优惠贷款。为应对当前危机导致的异常严峻的经济混乱，到2011年末，IMF将减免低收入国家所获得巨额优惠贷款需支付的所有利息。此外，在按照IMF所设计的比过去优惠性更高的机制运行后，将对3种便利的利率进行定期评估。

重新强调减少贫困。在三种便利之下的新机制将继续坚定不移地强调减贫和增长的实践。寻求IMF融资支持的国家应表明其经济政策项目如何推进减贫和增长。同时，国有的减贫战略仍将按照ECF保持与IMF持续的项目关系基础。无论在什么情况下，项目都将包括确保社会安全和其他优先支出的特定目标。就当前这场危机而言，IMF支持项目已考虑到大部分低收入国家更高的财政赤字，以帮助这些国家抵消这场危机的不利影响。而且许多项目已明确包括保持或增加社会支出的目标。■

Edward Gemayel 和 Samar Maziad是IMF战略、政策和评论部经济学家。

僵化的复古主义者的论点



Dambisa Moyo著

无用的援助

为什么援助在非洲不奏效？有什么好方法？

Farrar、Straus和Giroux，纽约，2009年，188页，24美元（平装）。

Dambisa Moyo对援助体系的引起广泛争议的抨击——相对应的是你可能听说过的某个体系——从未提过任何援助五年之内都应该终结。Moyo确实就迅速切断所有援助的后果提出了一个无可争辩的问题，但第76页的内容使人们清楚地看出了她的真实见解：其中大多数意见聚焦于利用援助来鼓励建立非援助性的融资机制，以便随着时间的推移，在实现“无援助的世界”的终极目标的过程中减少援助。

为了评估这本书是否能令人信服，我们有必要理解，问题不在于非洲应该如何发展，而是什么样的融资机制能给非洲带来更好的发展成果。Moyo将援助定义为通过赠款或优惠性贷款，系统性地将资金划拨给政府——忽略了直接向穷人提供的人道主义援助、紧急援助和慈善援助。Moyo的任务是表明如此定义的援助并不能给普通非洲人带来更多的经济机会，而只有一套替代的发展融资机制才能极大扩展普通非洲人的经济机会。

我看完这本书后产生三种想

法：这本书对援助体系的谴责是最令人信服却不太具有独创性的贡献；它所提议的援助体系替代方案则是最有独创性但却最不令人信服的。出于这两个原因，更恰当的说法是本书首要的重要性并不在于它写了些什么，而在于谁写了它。下面我将对此一一论述。

首先，本书就援助系统的一些虚构的理论和深层的瑕疵实施了一整套的空袭。以某种尺度来衡量，这些指控一般是正确的，出发点是好的，也是有价值的。我只列出很少几点。将重建富裕欧洲的成功马歇尔计划移植到一个贫穷的大陆，捐助者在此方面没有更多的经验和教训来借鉴。捐助者在设计这样一种援助机制方面频频受挫：这种机制应能在援助有效提供的失败方面准确地、可信地惩罚失误，或者能够可靠地限制向腐败的体制提供援助。最近的债务危机与其说是捐赠者缺乏免除债务的利他主义态度的一个迹象，倒不如说是前几轮债务减免没能触及问题实质的一个表征。通过良心谴责和强调援助的魅力来激发捐赠者援助的积极性，与推动对后果严肃地承担责任不相协调。援助界有明显的动机将非洲描绘得无助而又贫穷，这种印象直接削弱了非洲吸引私人投资的努力。

这些指责不幸一语中的。当然，这些指责并没有什么独创性，它们所指出的问题正是以前就有人提出过，并广泛见诸于Peter Bauer、William Easterly、Nicolas van de Walle、Eberhard Reusse、David Sogge和其他许多人的著作，正如Moyo所指出的那样。因此，它们在这里的价值不外乎响亮地提醒世界，许多问题常常被文雅的谈话遗漏掉了——并且有必要不断地将紧迫性告知世人。

其次，本书就非洲的融资发展提出了四个替代方式。在这方面，本书倒是颇有新意，并成为引

起争议的头脑风暴。但是，本书所勾画的政策蓝图却显得踌躇不定，因为它没有提供足够的证据来证明迅速向着它所提议的融资机制改变将极大地提高发展成就。即使这是正确的，本书也没有说明这种融资机制是什么。

- Moyo指出，应该对更多的非洲国家和企业进行债券评级，并向它们开启私人证券市场。读者没听说过非洲的许多小国和穷国（包括贝宁、马里和马拉维）已经获得过惠誉或者标准普尔的主权评级（正如Todd Moss所观察到的，即使有这种评级，也要由捐赠机构来买单）。而且，单单通过债券评级就能释放出大量的私人资本这种说法并不为大众所广泛接受。Dilip Ratha的研究表明，对未评级国家进行评级的过程中可能出现的多数差异，可以轻易地根据现有的可随处获取的有关这些国家的信息预测到。因此，评级本身能告诉投资者多少他们所不知道的事尚不明确。而且，本书所展示的两个在大规模吸引债券融资方面做得比较成功的国家之一——加蓬（第93页）——不幸地被世界银行“治理重大项目”排在全球各国“控制腐败”最差的12%的国家之列。这恰恰不能支持本书“援助就是问题”以及要以其他形式的融资来解决该“问题”这一僵化的论点。

- 《无用的援助》对中国政府推动向非洲的外国直接投资(FDI)表示赞赏，认为其他捐助者也应遵循该模式，但是它们的援助却妨碍了FDI。读者应该对Moyo的证据作出正确的反应，她的证据表明，78%的坦桑尼亚人将中国的影响看作是有益的，而仅有36%的坦桑尼亚人对美国持有这种看法。但是正在出现的其他问题使我们对给予中国的所有赞誉感到不知所措：伴随中国FDI的来自中国巨额援助流量为什么不会对其他援助构成同样明

书评

显的阻碍？如果西方的援助阻碍了西方的FDI，那为什么没有阻碍中国的FDI？更好的讨论应该关注于限制成功的因素，以及在尝试鼓励FDI（如多边投资担保机构和美国海外私人投资公司的FDI）的长期历程中所遇到的重大挑战。

• Moyo建议，在诸多事项中，捐助国应该通过削减其对棉花、蔗糖等农产品的慷慨补贴，以停止对非洲出口所造成的伤害。这是值得称道的，但是降低依然存在的贸易壁垒会对非洲产生较大影响的证据仍显不足。Nancy Birdsall、Dani Rodrik和Arvind Subramanian曾指出，1994年14个非洲国家的货币贬值——这使得其国内所有出口品的价值立即翻番——没有使西非棉农实现持续的减贫。

• 最后，Moyo还提议通过诸如扩大小额信贷和降低国际工人侨汇的手续费等手段，来动员非洲自己的资本。这些似乎合理的好的融资主意值得给与更多的关注，但其能在多大程度上提高发展成果仍然不清楚。Jonathan Morduch和David Roodman严厉地指出，尽管小额信贷是发展周期中的明星，但要说其减贫效应巨大，证据还相当不足。而且直到非洲各国允许更多的非洲人自由流动之前——比如西非国家经济共同体真正实施其劳动力自由流动的权利公约，或者富裕的捐赠国扩大非洲人在其境内暂住工作的机会——对侨汇成本给予几个百分点的优惠对于侨汇流量的影响也是有限的。

但是，本书所提出的建议还是有一些闪光点：更多地发行“集体债券”能使多个小国资本增加，同时还能对风险进行统筹化解，跟随着南非的泛非基础设施发展基金降低交易壁垒。为实现国际一体化，向非洲提供必要的基础设施应该受到更多的关注。这些基础项目包括主要道路和电力线路的建设与维护。

这些亮点之所以引起共鸣，是因为其直接道出了撒哈拉以南非洲所面临的基本挑战：以美元衡量，48个国家的总的经济规模大大小于美国城市芝加哥。如果没有使其邻近地区共同发挥作用的金融和其他机制，芝加哥的经济根本不可能避免这些国家的此种命运。对于非洲来说，集体债券、道路以及移民工作都在沿着各方协调的方向发挥作用。

“本书由于对某些需要证据加以评判的陈述太过于武断而受到大大削弱。”

本书由于对某些需要证据加以评判的陈述太过于武断而受到大大削弱。它固执地坚持，用援助来“为经济失误提供担保”这种做法很难以与下述事实相符，即许多援助大大超过GDP的10%的国家在过去十年中实际增长表现强劲，这些国家包括加纳、坦桑尼亚、马里、布基纳法索、莫桑比克和乌干达。正如许多评论家所指出的，本书对事实缺乏更仔细的核查，而且存在许多令人遗憾的错误：例如它声称“对非洲的援助金额在缓慢收缩”，但是，经济合作与发展组织却报告，在1997年到2007年，对撒哈拉以南非洲的援助流量几乎增长了一倍，从320亿美元增加到580亿美元。

第三，尽管存在较大的局限性，还是有一个理由值得对本书加以关注，即它是由非洲人撰写的。这一明显的事实在毋庸争辩——而且确实，在学术权威Niall Ferguson为本书撰写的前言的第一句话中，他就向世人大声宣告了这一点。像半个世纪前Kwame Nkrumah的《非洲必须联合》一样，《无用的援助》深刻而有效地指出了当前的国际体系在促进非洲发展方面所遭遇

的失败。同样，与Nkrumah相似，即使Moyo在为过去混乱的政策提供建议时碰巧找到了具体的替代方案，但她还是向人们传递了这样一种真实的观点：在西方人给予非洲的待遇的问题上，非洲人普遍感到某种失意。然而更重要的是，由于Nkrumah和Moyo的书的可贵之处在于，其最主要的论点是正确的，即非洲的发展主要掌控在非洲人手里，外部的促进非洲发展的尝试都会面临内在的局限性。而当这一观点由非洲人提出来时，就更加具有说服力。

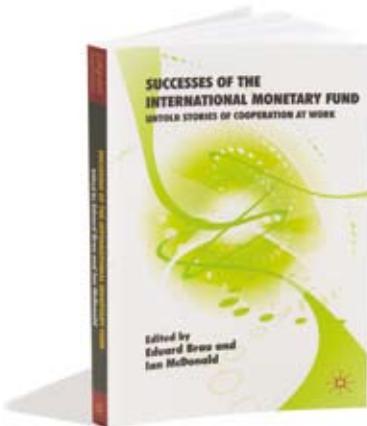
于是，本书最令人感兴趣的问题之一必然不同于如何为非洲的发展融资这一角度：为什么西方人极少看到非洲人撰写和阐述的关于援助与发展的具有深度的关键性分析？这些著作肯定存在（包括由Benno Ndulu、Agustin Fosu、 Ngozi Okonjo-Iweala、 Andrew Mwenda以及其他许多人撰写的著作），但它们太少，而且大多不为西方人所知。也许这是因为需求有限：西方的出版机构与编辑更加偏爱西方的作者，也许是供应有限：尖刻的非洲人正在寻求最好的发展方向，其在批评捐助者的问题上犹豫不决，这些捐助者可能会是其融资提供人或者客户。也许还有其他许多原因。

清楚的是，必须让人们听到非洲人有关这些重大问题的更多呼声。今年，Hewlett和比尔与美琳达·盖茨基金会向公众透露了一项大规模的计划，对遍布全非洲的24个政策智库提供支持——这是为打破非洲与世界在发展思路之间的壁垒而采取的重大步骤。我希望其所培育出的批判性思维将在这关键的十年中为非洲作出更大的贡献。

Michael A. Clemens

全球发展中心研究员

低标杆的严格的庇护人



Eduard Brau和Ian McDonald编

IMF的成就

合作工作中不为人知的故事

Palgrave Macmillan, 纽约, 2009年, 231页, 34.95美元(平装)。

这本书汇集了IMF工作人员的论文集，并附有相关的观察家的评论，其提供了大量有用的信息。本文集与其说是为了回应那些质疑IMF所开出的政策处方过于无情的左派，抑或是回应那些指责IMF的政策处方过于宽厚或具有误导性的右派，倒不如说是给IMF的支持者提供了更多的弹药。

本书所列举的6个IMF提供金融援助的案例研究包括：1998年对韩国的援助、1990—1991年对波兰的援助、2001—2002年对土耳其的援助、1995—2007年对坦桑尼亚的援助、2002年对巴西的援助，以及2002—2003年对乌拉圭的援助。本书每章包括一个由当事人或者与计划或行动关系密切的观察家所撰写的评注，这些评注为本书增色不少，但是并没有充分展开，其主要目的在于评论。出于对充分披露事实的兴趣，我成为6个国家案例中的4个案例（不包括坦桑尼亚和乌拉圭）和所有援助活动的参与者或者近距离的观察者。

这6个案例的主要价值在于，它们都关注于各国当局和IMF的关键决策。6个案例中，有5个描述了

援助计划的往往旷日持久且不太成功的结果，以及各国与IMF之间的相互关系。作者并没有在每一篇论文中完全承认这个事实。乌拉圭的案例是一个重要例外，尽管波兰的转轨计划也是合格的。坦桑尼亚案例研究中出人意料的局面也令我印象深刻。IMF在1995—2005年向该国提供了4亿美元的融资援助，而后又在2006年注销了该国在IMF的剩余债务。

有关IMF其他援助活动的3篇论文主要是描述性的，其并没有转移那些没有亲身经历过20世纪90年代的那些事件，或者对这些事件已经淡忘了的人们对这些援助计划总体有效性的关注。有关IMF工作人员的《世界经济展望》的文章提供了起始于1980年的较长期的有用的历史资料。但此类文章比其他文章更具有自我摆功的味道，其结果不太令人信服。这些论文总体上看详细解读了IMF的援助计划所产生的有关经济\金融和政治的各不相同的问题，而这些计划的目的在于提供金融支持。读者可能会被迫接受这样一种观点，即IMF是用一刀切的办法来设计其援助计划。

这些文章迫使读者们去思考对IMF计划而言的“成功”的含义。编者们以一个相对较低的标杆，将IMF的成功定义为作出了“巨大的积极贡献”，并对IMF的金融支持进行了反事实的推断，认为没有这种支持，一些国家（也许还有它们的近邻，也许是全世界）的直接的经济和金融后果可能会更糟。他们还列举出了这样的可能性，即作为替代方案，一些国家可能会得到来自其盟友的金融支持，但这不包括导致全面成功的政策改革。

这些文章和评论的含糊其辞，以及间或的坦言，是对IMF成就的第二种检测：来自IMF的政策意见就会更好一些吗？几乎所有的案例的答案都是肯定的，而且作者往往都会加以注

解，乌拉圭的案例尤为如此。但对于判定任何一种危机应对手段来说，这种检测方法过于粗糙了。

这6个案例研究所传递出的压倒一切的信息是“所有权”的重要性。援助计划属于各国当局，各国当局为它们的制定而奋斗，对其内容拥有决定权。韩国不属于这种模式，该国舆论仍然把危机情景看作是“IMF的危机”而不是韩国的危机。但即便在这个案例中，直到新的韩国政府对援助计划拥有所有权之前，其他国家的金融当局也不愿意通过IMF将更多的资金注入韩国，而是通过不正当的途径放给外国债权人。

本书通过巴西和乌拉圭案例所集中体现的有关IMF在当前全球经济和金融危机中的信息，展示了实现以下几点的IMF的重要性，即灵活性，准备好承担风险，拥有充足的资金，从而能对各国的需求和多变的环境作出恰当的回应。

关于IMF的改革，本书所给出的信息多少有些不尽如人意。Tom Dawson参与撰写的论文提醒读者，IMF的透明度和责任性受控于其的成员国。例如，成员国最终决定着董事会文件和IMF出版物发布的规则，这些文件和出版物大多数与这些国家有关。该论文的另一作者Charles Enoch同样论述了国家的透明度，他指出，自从1999年“特别数据发布标准”确定以来，成员国在数据发布方面一直不愿提高未来数据发布的标准。

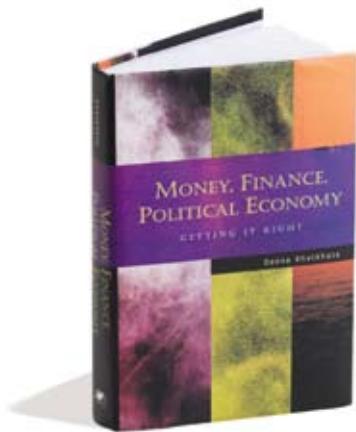
总体上看，作者们可能仅仅是略施身手，但其思辨性地深入考察了IMF这个处于全球核心地位的机构，指出了其在演进过程中所面临的严峻局面。

Edwin M. Truman

国际经济学Peterson研究所
高级研究员

书评

超越了他的时代



Deena Khatkhate著
**货币、金融与政治经济学
走上正轨**
学术基金会，新德里，2009年，
385页，39.95美元（精装）

哲学家Kierkegaard曾写过：“生活就是活在前而明白在后”。这本收集了印度经济学家Deena Khatkhate一生著作的文集，可以被人们理解为是对作者有关社会主义和中央计划经济、凯恩斯宏观经济学等大多数知识遗产的反叛，其对南北关系也进行了抨击。另外，这些文章将对资本主义和市场的勇敢的（但并非不加批判的）捍卫向前推进了一步，像信奉凯恩斯宏观经济学一样信奉弗里德曼，并为发展中国家和发达国家之间的关系提出了一个建设性的方法。

本书对最后一个主题的阐述毋庸争辩是整个文集里最好的一篇文章，其是关于人才外流的——发展中国家的熟练技术工人向发达国家移民。在这篇于1971年发表在《金融与发展》的文章里，Khatkhate向将人才外流视为坏事，视为穷国向富国提供援助的一种方式的流行观点发起了挑战。他明确指出，大多数外移的移民来自熟练工人供

应量过剩的发展中国家，这对穷国具有实际上的社会保障价值。而且由于其鼓励了来自穷国与来自富国的高技能工人之间“思想的横向促进”，人才外流可看作是“一项可期待的投资”。

有关这种预言的例证正一一涌现出来，印度、爱尔兰和以色列等国家向更发达的国家出口软件所取得的成功即为一例。卡内基—梅隆大学教授Ashish Arora指出，这种成功的部分原因在于“在这些国家储备了一支未充分就业的工程师与科学家大军，他们提前就已经向美国和英国移民了”。尽管他们在国外工作，这种散居收获的是与其未来的客户一起从事经商实践的经验——正如Khatkhate所预言的，较早期的人才外流变成了人才收益。

本书关于南—北关系的其他几篇论文包括写于1987年的一篇论述“国际货币体系中的冲突与合作”的文章，文章预料到IMF和其他国际机构将进行的许多改革——例如在决策时给与南方“更大的话语权”。这些举措有的已经采取，有的已经提上议程。Khatkhate只是提出类似建议的诸多人士之一。但是正如他在前言中提到的，由于他当时就职于IMF，他的文章“引起了热烈争论”。不管怎么说，Khatkhate在工作两年之后很快离开了IMF，成为学术期刊《世界发展》的一名编辑。

在加入IMF之前，Khatkhate在印度储备银行（该国的央行）工作了10年——1955—1968年。因此，本书的第二个主题自然是论述宏观经济和金融政策在促进经济增长中的作用。20世纪50年代时，Khatkhate主张发展中国家实行赤字财政，以促进经济增长。理由是由于这类经

济体存在未充分就业的资源，加大政府支出可以使其得以就业，且不会激发通货膨胀。但是Khatkhate写道，有关政府支出实际影响的负面证据使他确信，“过度依赖于财政赤字的结果就是通货膨胀，以及收入、储蓄与投资的下降”。Khatkhate有关货币政策的观点也与20世纪60年代凯恩斯主义的观点有所不同，强调了有必要设立指导央行的规则，而不是使其变得更谨慎。

“这些文章将对资本主义和市场的勇敢的（但并非不加批判的）捍卫向前推进了一步。”

第三个主题涉及对社会主义和中央计划经济的粉饰及其实际的情况。Khatkhate指责社会主义试图既实现经济增长，又实现社会平等，而实际上两者并不能兼顾。他说，发展中国家的实际问题并不在于收入分布有多不均，而在于“提高全体大众的生活水平，而这只能依靠经济的迅速增长”。这些观点与Khatkhate于1978年在撰写本文时的主流观点相去甚远。但是，他不是一个资本主义和自由市场的一成不变的捍卫者，比如，鉴于仓促的自由化可能会引致金融危机，其关于资本自由流动的观点就接近于他的同胞Jagdish Bhagwati，后者偏向于采取审慎的方法。

Charles Collyns和Prakash Loungani
分别为IMF研究部副主任与
高级顾问

流向东欧的资金

外国银行支持着东欧的银行，但是金融危机逆转了这种趋势

外国（主要是西欧）的银行掌控着东欧的银行体系。东欧国家通过国外渠道融资的总额从2003年12月的960亿美元增长至2008年9月的峰值5500亿美元。所有的四个亚区域——波罗的海地区、中东欧、独联体（CIS），以及东南欧——对外国银行的依赖大大增加，五年间CIS银行部门的外债翻了九番，达到2800亿美元。随着2008年9月全球金融危机的加剧，这种趋势在所有这些地区出现了逆转。

东欧的银行从外国银行获得了巨额的资金。

（非居民债务，10亿美元）



外债正不断增加，平均来说，对于所有国家，外债与总负债的比例从12%增至19%。对外国银行依赖度最高的是波罗的海地区的国家，该比例从2003年12月的33%上升到2008年10月的50%。

波罗的海地区国家在该区域中对于外国银行的依赖度最高。

（非居民债务，占总负债的百分比，年终）



本文由IMF统计部的José C. Moreno和Ricardo Davico撰写。

外国融资的增长与私人非金融部门（主要是非金融公司和家庭）极高的信贷增长率并行，本币和外币融资皆是如此。然而，从2008年9月起，全球金融环境的恶化使得信贷增长率急剧下降。2009年2月起，波罗的海地区和东南欧国家的该增长率已降至零以下。

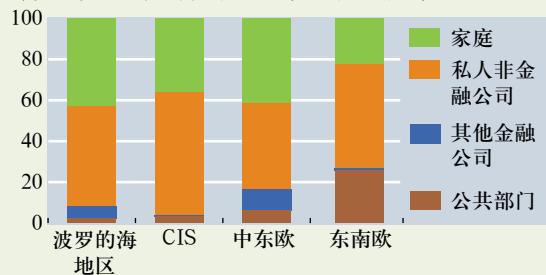
危机后，对外国货币的高信贷增长率急剧下降。

（私人非金融部门的外币信贷，年百分比变化）



直到危机爆发，企业和家庭都是外币信贷的最大接收者。

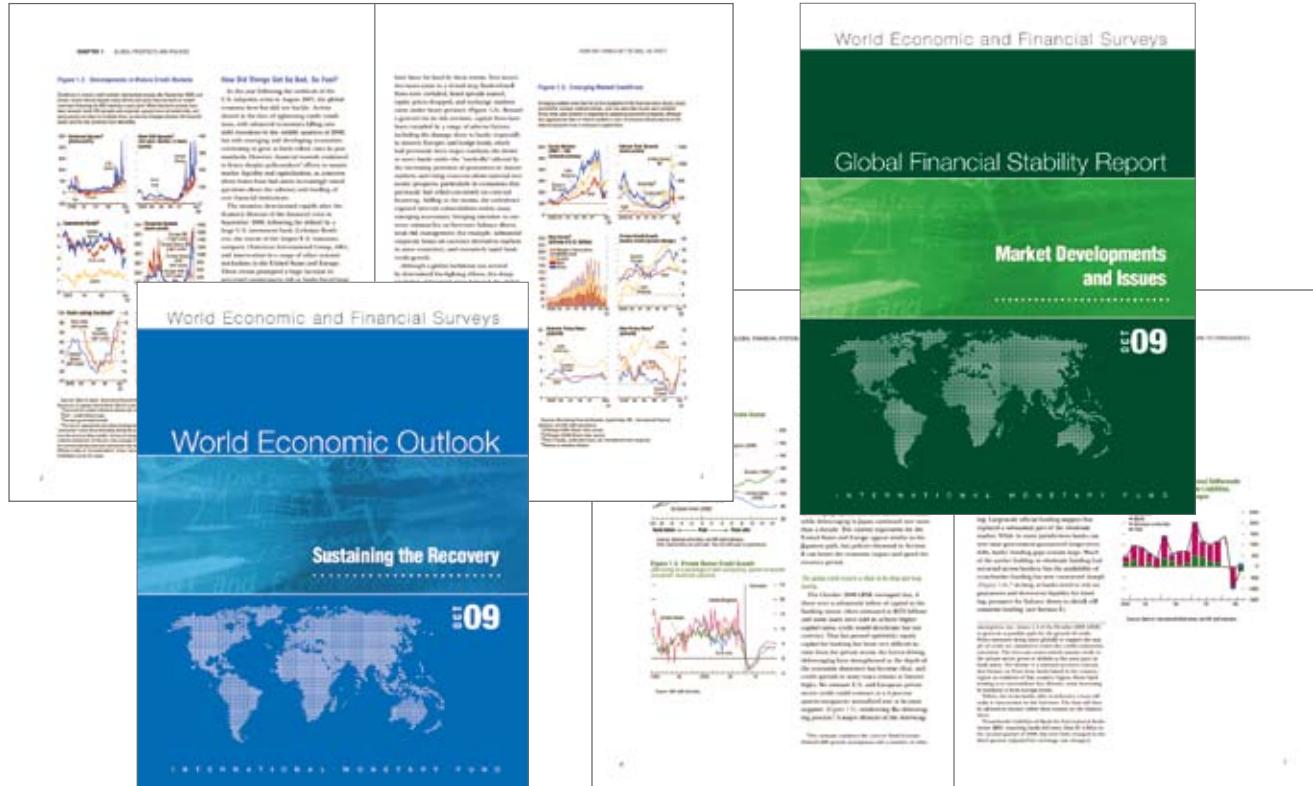
（本国部门的外币债权，2008年9月，百分比）



关于数据的说明

这些数据来自114个国家目前所使用的向IMF统计部通报其金融数据的标准化形式。国家分成四组：CIS（亚美尼亚、阿塞拜疆、白俄罗斯、格鲁吉亚、摩尔多瓦、俄罗斯和乌克兰）；东南欧国家（阿尔巴尼亚、克罗地亚、前南马其顿、罗马尼亚、塞尔维亚和土耳其）；波罗的海地区国家（爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛），以及中东欧国家（捷克、匈牙利、波兰和斯洛伐克）。在本文中使用的大部分数据可通过国际金融统计在线获得，地址为www.imfstatistics.org/imf/。

化解危机 强化复苏机制



找出对策。

重大问题需要睿智的解决方案。

IMF的《全球金融稳定报告》和《世界经济展望》提供了必要的分析和见解，以帮助维持复苏势头和建立一个新的金融环境。

现在就登陆www.imfbookstore.org订阅IMF出版的这些核心刊物。