



# 金融与发展

**FINANCE and DEVELOPMENT**

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

2010年6月号

## 亚洲

引领全球  
经济发展



Linda Yueh论中国的未来

El-Erian论主权财富基金

张夏成：韩国企业改革运动的斗士

欲知广告事宜，请与IMF出版部联系。

地址：700 Nineteenth Street, NW

Washington, DC, 20431, USA.

电话：(202)623-7430

传真：(202)623-7201

电子邮件：publications@imf.org

© 版权所有，IMF 2010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, USA

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

### 亚洲经济增长的影响力

#### 4 亚洲引领全球经济发展

目前，亚洲在全球经济中开始扮演领军角色

Anoop Singh

#### 8 更强大的中国

如果中国增加内需并推进全球一体化进程，那么危机过后，它将会变得更加强大

Linda Yueh

#### 12 朱民论亚洲经济及相关议题

IMF总裁特别顾问阐述亚洲在全球经济中的地位、全球金融危机，以及IMF在亚洲的作用

#### 14 深化金融市场，降低资本成本

亚洲的金融业改革有助于降低资本成本、刺激投资并促进经济重归平衡

Sanjay Kalra

#### 16 利用服务业带动经济增长

促进亚洲服务业的发展是使该地区重塑平衡并推动经济增长的另一条途径

Olaf Unteroberdoerster

#### 18 难以想象的改革家

Hyun-Sung Khang对张夏成的采访

### 本期还有

#### 22 衰退过后

当有关如何最好地管理货币政策的争论逐渐升温时，曾经泾渭分明的发达与新兴经济体的区别如今正变得愈发模糊

Eswar Prasad

#### 26 重新定义中央银行的权责

中央银行必须从全球危机中汲取经验教训并做出实质性变革

Duvvuri Subbarao

#### 28 实施改革的原则

在为金融部门设计新政策时，老式观念也很重要

William Poole

#### 30 债务与民主

民主政府使用从国际商品价格猛涨中获得的意外财富减少外债，而专制政府则倾向于将其挥霍一空

Rabah Arezki 和Markus Brückner

#### 33 市政炸弹

大西洋两岸的地方政府发现，在参与衍生品交易之后，其已陷身于金融混乱之中

Randall Dodd

#### 36 降低公共债务

许多国家过去往往凭借良好的宏观经济状况大刀阔斧地削减公共债务比率，而在未来，它们未必会如此幸运了

Harald Finger和Azim Sadikov





# 亚洲正在加速前进

亚洲正引领世界走出全球经济衰退，这似乎标志着对以往经济复苏模式的一种突破。中国和印度走在最前端，但其并非是仅有的两个表现最好的国家，整个亚洲经济在全球的重要性显而易见。在本期《金融与发展》的封面文章中，IMF亚太部主任Anoop Singh表示，按照所预计的趋势，亚洲经济将在五年内将比现有规模增加50%（以购买力平价衡量），从而占全球产出的1/3以上，与美国和欧洲的经济规模相当。到2030年，亚洲的GDP将超过七国集团。

与过去的情况相比，此次亚洲经济的复苏是一种很大的转变。这体现在多个方面。首先，尽管以前亚洲对全球经济复苏所做出的贡献小于其他地区，但这次却引领着整个世界的复苏。其次，早期的亚洲经济复苏总的来说依赖于出口，但这次则侧重于内需的增加，其中不仅包括公共刺激计划，还有家庭消费的增加。最后，在亚洲以前的复苏过程中，资金回流缓慢，而这次对该地区的净资金流入却激增。这表明了如今全球较强的流动性，以及亚洲经济恢复能力和经济框架的改善。

济框架的改善。

毫无疑问，亚洲将在全球经济和金融方面拥有越来越重要的影响力。目前二十国集团中有六个经济体来自于亚太地区。亚洲（包括澳大利亚和新西兰）目前仅拥有IMF投票权的20%，但这一比例肯定会在IMF后续的改革中增加，从而使其投票权与该国在世界经济中所处的地位更为匹配。由于相关政策的正确指导，亚洲经济的成功还可能继续，并进一步改善该地区人民的生活水平（不少民众仍然非常贫困），改变全世界近一半人口的生计。

在本期内容中，我们还探讨了由全球危机引发的各种话题，包括央行的角色；如何调控货币政策；重新制定针对金融部门的政策；如何降低公共债务。同时，我们也关注能源补贴的削减、主权财富基金的新机遇，以及如何寻求东欧的稳定。本期的“经济学人物”专栏对韩国公司治理倡导者张夏成进行了专访。

Jeremy Clift

主编

- 39 降低廉价能源的惊人成本  
彻底取消国内能源补贴相当困难，但是这样做的石油输出国将获得丰厚的回报  
*Dominique Guillaume和Roman Zytek*
- 44 新标准下的主权财富基金  
随着全球金融危机的减弱，国有投资公司在把握新一轮的机遇和应对不断变化的风险方面占据先机  
*Mohamed A. El-Erian*
- 50 寻求更平稳的发展道路  
东欧国家在经历了长达十年的经济繁荣后步入了严重的经济萧条期，现在其必须找到更加稳健的重启增长之路  
*Bas B. Bakker和Anne-Marie Gulde*

## 其他内容

- 2 简讯  
锁定的贷款  
服务所有人的银行业  
太阳能
- 42 图表释义  
石油补贴：代价高昂且持续上涨  
在全世界范围内降低补贴可以带来显著的环境效益并创造亟需的财政空间  
*Benedict Clements、David Coady和John Piotrowski*
- 48 回归基础  
供给与需求  
*Irena Asmundson*

- 52 书评  
《构建社会企业：服务于人类最迫切需求的新型资本主义》，默罕默德·尤努斯著  
《断层：被隐藏的断层如何威胁世界经济》，拉古拉姆·拉詹著  
《峭壁边缘：拯救世界金融之路》亨利·鲍尔森著  
《13位银行家：强制接管华尔街和下一次金融崩溃》，西蒙·约翰逊和詹姆斯·夸克著  
《从亚洲到全球的金融危机：一位亚洲监管者对20世纪90年代和21世纪初不受约束的金融业的看法》，沈联涛著
- 57 数字聚焦  
面向私营部门的信贷仍然很弱  
尽管全球经济开始复苏，但银行信贷持续下降  
*José M. Cartas和Martin McConagha*

图片：封面，Michael Gibbs；第22页，Kelly Barrett；第30页，Michael Gibbs；第33页，Jim Dandy/Getty Images。  
摄影：第2页，Issouf Sanogo/AFP/Getty Images，Jim Rosenberg/CGAP，Frederic J. Brown/AFP/Getty Images；第4—5页，Stephen Jaffe/IMF；第8—9页，David Shen/epa；第12页，Michael Spilotro/IMF；第14—15页，How Hwee Young/Corbis；第16页，Ryan Pyle/Corbis；第18页，Ahn Joo-Young；第36页，Guido Cozzi/Atlantide Phototravel/Corbis；第39页，Kaveh Kazemi/Corbis；第42页，Rungroj Yongrit/epa/Corbis；第43页，John Warburton-Lee/JAI/Corbis；第44页，Scott Peterson/Getty Images；第50页，Andrej Rybczynski/epa/Corbis；第52—55页，Michael Spilotro/IMF。

## 锁定的贷款

已有200年历史的欧洲农业信贷体系很快就可以帮助更多的西非农民获得银行贷款，并使其农产品卖出更高的价格。在一项促进尼日尔农业收入和粮食产量的试点项目之后，联合国粮农组织计划将农业担保范围扩大至布基纳法索、马里和塞内加尔。

在该担保体系之下，农民能够利用所储存的农产品来获得信贷。农民不用在农产品收获之后立即将之出售（此时的



尼日尔马拉迪的一个粮食市场。

价格最低），以便为下一季的耕作筹集资金，而是将其储存起来，用作银行信贷的担保品。农产品被储存在由银行负责安全的带锁仓库里，银行可以基于所储存农产品价值发放信贷。

农民可以用银行发放的资金购买下一季耕作所需的投入，

同时把收获的粮食储存至非生产季节，这时农产品的短缺将推高粮食价格。当所储存的农产品以非生产季节的价格流入市场的时候，农民能够用其收入来偿还银行，其余下的收入便是利润。

## 服务所有人的银行业

全世界一半的人口处于“无银行”的状态。也就是说，29亿成年人没有机会储蓄、获得贷款或者为其未来管理他们的资金。

在亚太经合组织（APEC）的很多经济体中，享有银行服务的成年人所占比例仍然很低。在印度尼西亚、巴布亚新几内亚、秘鲁、菲律宾和越南，该比例不到40%。这导致很大一部分人无法储蓄或取得贷款。其只能被迫在非正规市场上以高昂的价格获取贷款（例如借高利贷），而这将使其陷入无法逃避的债务漩涡之中。



菲律宾保和的一个鱼市。

最近，在日本札幌召开的一次论坛针对这一问题探讨了可能的解决方案，例如扩大手机银行，或更多地使用代理银行业务，即一种零售商（如商店和邮局）作为银行业务代理商的体系。

## 太阳能

亚洲开发银行（ADB）宣布了一项亚洲太阳能倡议，目标在未来三年里利用太阳能发电3000兆瓦特。

“预计亚太地区的能源需求量在2030年将翻番，因此亟需用新的方式生产能源并减少温室气体的排放。”亚洲开发银行常务总干事拉杰·纳格在乌兹别克斯坦塔什干举行的项目发布会上这样说。

亚洲开发银行计划为该倡议提供22.5亿美元，同时还预计要在太阳能投资方面额外提供67.5亿美元。纳格指出了在中亚推行该倡议的重要性。该地区尤其依赖碳密集型能源，但其也是发展太阳能的绝佳地区。



位于中亚地区的塔克拉玛干沙漠。

## 2010年大事记

- 6月26—27日，加拿大多伦多  
八国集团和二十国集团领导人峰会
- 7月12—13日，韩国大田市  
韩国/IMF高层国际会议
- 10月9—11日，美国华盛顿特区  
IMF和世界银行年会
- 10月14—15日，中国成都  
亚太经合组织领导人会议
- 11月4—5日，美国华盛顿特区  
IMF第11届雅克·波拉克研讨会
- 11月11—12日，韩国首尔  
二十国集团峰会
- 11月16—18日，意大利罗马  
经济合作与发展组织全球贸易论坛



LEADING THE WAY  
FORWARD

---

韩国 / IMF 高层会议

如需了解详情, 敬请登陆: [www.asia21.org](http://www.asia21.org)

韩国大田市 • 2010年 7月12—13日

---

鉴于亚洲在世界经济中日益重要的作用, 国际货币基金组织与大韩民国政府将联合举办一场高层国际会议, 会议将于2010年7月12—13日在韩国大田市举办, 并向所有媒体开放。

预计参会者包括来自亚洲和其他地区的高层决策者、知名商界领袖、银行家、专家学者、非政府组织, 以及媒体领袖等。

媒体参会需经网上注册:

[www.asia21.org](http://www.asia21.org)



MINISTRY OF STRATEGY  
AND FINANCE





# 亚洲

## 引领全球经济发展

目前，亚洲在全球经济中开始扮演领军角色

Anoop Singh

本次金融危机充分表明，亚洲已经成为全球经济新崛起的发展引擎。亚洲地区的部分经济体极富活力，取得了具有全球影响的经济增长成果，并帮助世界经济逐步走出衰退。其中中国和印度表现最为出色，不过这种现象并不仅限于这两个国家。整个亚洲在全球经济中的重要地位已经彰显。

根据预计的发展态势，在今后五年内亚洲地区（包括澳大利亚和新西兰）的经济总量（按购买力平价计算）将在目前的基础上增长50%左右，超过全球经济总量的1/3，从而可与美国和欧盟相抗衡。预计到2030年，亚洲地区的GDP将超过七国集团（G7）（如图1和图2所示）。

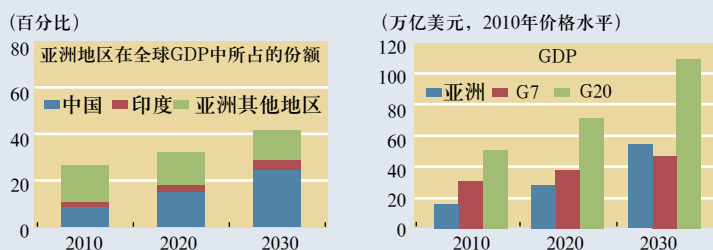




图1

## 亚洲日益增强的影响力

按照目前的发展趋势,到2030年,亚洲地区将成为世界最大的经济区域。

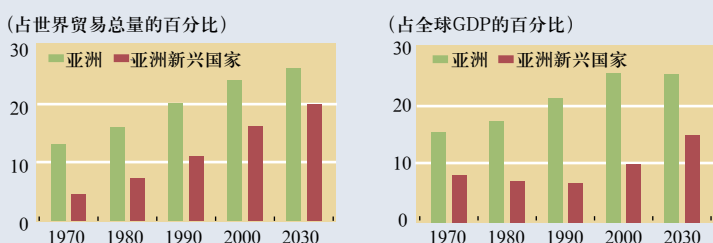


资料来源: IMF工作人员的计算。

图2

## 亚洲的崛起

亚洲地区在世界贸易和全球GDP中所占的份额日益增长。



资料来源: IMF世界经济展望数据库《贸易流向统计》; IMF工作人员的计算。

由此不难想见,亚洲地区在全球经济和金融领域将发挥日益重要的影响力。事实上,20国集团(G20)中有六个国家来自亚太地区。在IMF的投票权中,目前亚洲所占比例略微超过20%。但随着IMF改革的继续推行(以便将各国在IMF中的投票权比例与其在世界经济中发挥的作用更加紧密地联系起来),亚洲地区在IMF投票权中所占的比例必将进一步增加。在适当政策的支持下,亚洲所取得的经济成功有可能继续下去,并进一步改善该地区人民的生活水平,改变全球近一半人口的生活状况。

巩固复苏的成果仍是目前全球经济所面临的主要挑战。尽管亚洲地区并未像其他地区一样受到“有毒”证券的严重影响,但由于该地区是国际贸易的重要参与方,所以其出口受到了发达经济体需求大幅下挫的冲击。亚洲的部分国家(如中国、印度和印尼)存在庞大的国内需求基础,从而缓解了外部冲击带来的影响;澳大利亚等一些大宗商品生产国也成功地做到了这一点。但那种出口导向型特征更为明显的经济体则遭受了特别严重的经济衰退。不过,整个亚洲地区的经济复苏势头非常强劲,到2009年底,亚洲绝大多数国家(包括那些遭受重创的经济体)的产出和出口都已恢复到经济危机前的水平。

## 全新的增长领域

从亚洲的角度看,目前全球的经济复苏至少呈现出两个显著特点。第一,与此前的全球衰退有所不同的是,目前亚洲地区对全球经济复苏的贡献度是所有地区中最高的;第二,与此前衰退的情况相反,目前推动亚洲众多国家经济复苏的两大引擎是出口和强劲的国内需求。不仅政策刺激计划在一定程度上推动了国内需求的强劲增长,而且旺盛的个人需求也是促进因素之一。所有这些因素使得人们认为亚洲正在各个关键的方面发生转变,并对世界其他地区产生着重大影响。

尽管未来亚洲地区仍面临近期风险,但从很多方面看,该地区正从经济衰退中走出,在全球经济发展中的地位日益增强。这些近期风险包括亚洲(以及其他地区)很可能在全球经济和金融市场新一轮的负面冲击中受到伤害。不过,亚洲地区可能将在2030年之前成为全球最大的经济区域——这一点绝非空穴来风。基于亚洲近几十年来所取得的成就(在过去二十年间,亚洲在全球贸易总量中所占的比重已增加了一倍,在全球GDP中所占的比重增加了两倍),上述观点很有可能成为现实。此外,

尤其是过去十年间,亚洲地区已经建立的更为完善的政策框架和机制在经济衰退期间经受住了考验,为该地区的未来发展奠定了坚实的基础。另外,该地区许多国家的人口仍然相对年轻,将提供富有活力的劳动力。

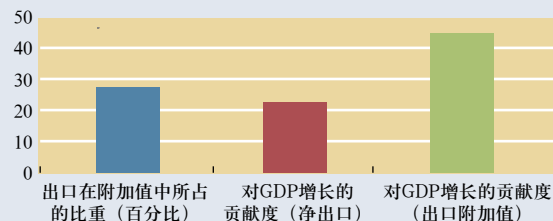
然而,亚洲地区的快速发展决不可能自发地保持下去。该地区必须建立强有力的政策框架并进行改革,以便应对其近期和长期所面临的各种挑战。比如,最近几个季度以来,由于全球投资者更为看好亚

图3

## 亚洲地区依赖出口

按出口附加值计算,亚洲地区更加依赖于出口。

(除非另有说明,否则均为百分点)



资料来源: IMF工作人员的计算。

注: 图中出口在附加值中所占的购买力平价加权比重为2005年的数据。出口对GDP增长的贡献度数据为2001—2007年间的三年增长贡献度的平均值。



洲地区的增长前景，该地区再度吸引了大量的资本流入。亚洲各国必须审慎管理这些大量流入的资本，防止部分经济体出现经济过热的现象，避免增加其在信贷和资产价格周期以及宏观经济波动中的脆弱性。不过，如果全球金融市场受到冲击，亚洲地区也有可能受到影响。从以往情况来看，全球性的金融市场冲击往往也会对世界各地的新兴市场造成影响。

从中期来看，亚洲众多国家所面临的重大政策挑战是如何增加国内需求，使其成为更为重要的经济增长引擎，并减少对出口的依赖度（见本期“深化金融市场，降低资本成本”一文）。这也将有助于进一步解决全球发展的失衡问题。更为重要的是，对于亚洲众多国家而言，全球经济衰退已凸显了过度依赖出口给一国经济发展造成的不可持续性。目前，出口在亚洲国家经济增长中所占的平均比例超过40%（见图3）。按以往经验来看，发达经济体的复苏速度很可能相对迟缓一些，同时其需求在一段时期内也无法恢复到经济危机前的水平。因此，亚洲地区如要继续保持强劲的增长势头，就必须拓展国内需求，来扭转外部需求不足的不利局面。迄今为止，该地区各经济体的国内私人需求已大大促进了其经济的复苏，但要继续保持这种发展势头，各国还必须从政策上加以扶持。这些政策措施将各不相同：某些国家需要刺激消费；某些国家需要保持或增加投资，尤其是基础设施领域的投资；其他一些国家则需要提高其服务业的生产率——所有这些举措都必须基于促进该地区贸易一体化的框架之下（见本期“利用服务业带动经济增长”一文）。目前亚洲地区的很多国家已采取措施，在发展其金融业的同时改善和扩大社会服务业，这将有助于刺激其国内需求。此外，汇率的灵活性加大将有助于刺激个人消费，使投资重新转向国内经济行业，这也与上述一揽子政策相吻合。

## 政策面临的挑战

从更广泛的层面上讲，为了使所有的国家和人口实现均衡发展，全球化和改革议程仍有很长的路要走。近几十年来，亚洲在减贫方面已经取得了前所未有的进展。仅以中国为例，自1978年改革开放以来，已有数亿人口摆脱了贫困状态（见本期“更强大的中国”一文）。不过，目前亚洲的贫困人口仍在全球的贫困人口总数中占据很高的比例，东亚和太平洋地区17%的人口和南亚40%的人口日均生活费不足1.25美元（见图4）。此外，全球金融危机减缓了该地区的减贫进程。根据世界银行的估算，受经济危机的影响，2010年亚洲地区的贫困人口将超过1400万。因此，制定和实施旨在减轻该地区贫困状况的战略（包括那些促进经济增长和增强社会保障的改革措施）将具有前所未有的重要性。低收入国家的战略还必须包括从农业国家转向制造业国家的方案，以便为其长期发展奠定基础。这将要求这些低收入国家和整个地区发展相应的基础设施，从而降低运输成本，促进这些国家与整个地区供应链之间的一体化进程。

当然，亚洲地区各国非常清楚自身所面临的各项挑战，并在许多领域采取了相应的措施。改革的重点领域包括改善金融和货币政策框架，刺激国内需求，以及加深与其他经济体之间的贸易和金融联系。借助公私合作伙伴关系等创新机制，亚洲地区的很多国家正快速建设旨在提高经济增长潜力的基础设施。同时，该地区各国正在消除各种贸易壁垒，包括该地区内部的壁垒，以便使更多的人口能够享受到国际贸易所带来的好处，具体实施方式包括为小型经济体的出口商提供新市场和新客户。目前，亚洲正在更加广泛的范围内快速推进地区一体化进程，包括通过区域内的组织，如“东盟”和“东盟+3（中、日、韩）”，

以及区域间的组织，如强调“开放性区域主义”的“亚太经济合作论坛”。

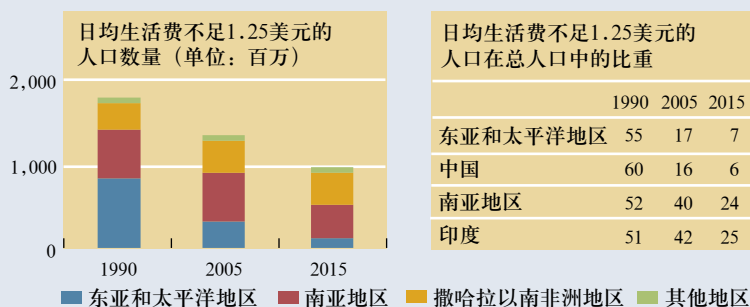
“亚洲时代”已经到来。通过IMF等机构，亚洲地区在全球经济（全球贸易和金融以及经济治理）中的地位得到提升，而且将继续提升。亚洲地区的地位将进一步增强。同时，世界各国都希望了解亚洲在发展和应对全球化方面所取得的成就。该地区的各个经济体为处于不同发展阶段和面临不同类型挑战的国家提供了广泛的经验和教训，全球经济也将受益于此。■

Anoop Singh现任IMF亚太部主任。

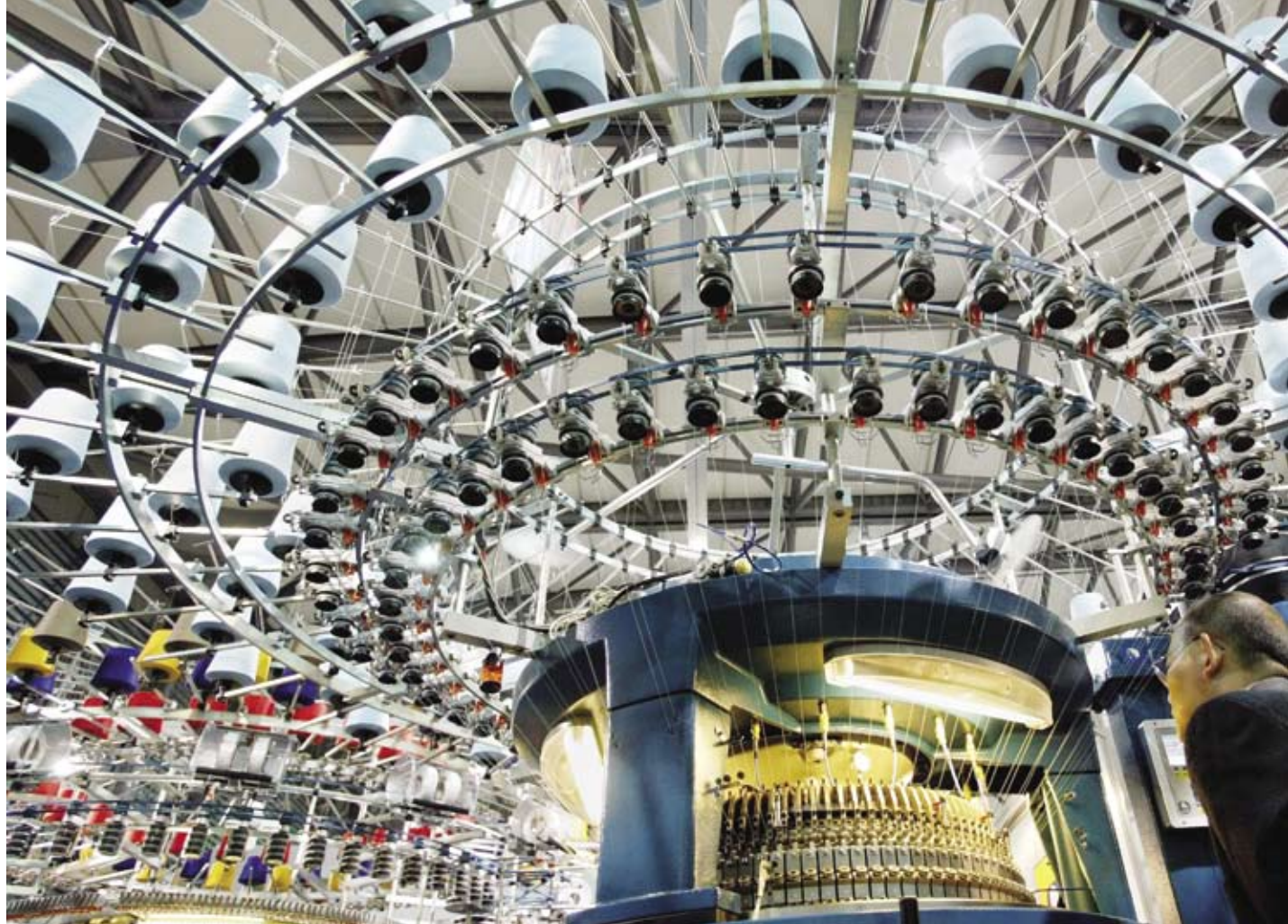
图4

### 亚洲地区的贫困人口数量仍然很多

尽管亚洲地区在减贫方面有所改善，但该地区的贫困人口数量仍是全世界最多的。



资料来源：世界银行。



上海新国际博览中心。

# 更强大的中国

Linda Yueh

如果中国增加  
内需并推进全  
球一体化进  
程，那么危机  
过后，它将变  
得更加强大

在西方，各国正在应对此次严重衰退和金融危机所带来的后果。在发达经济体中，经济增长表现最好的也只是微幅增长，其中多数国家都还背负着很高的国家债务。欧元也处于压力之下。然而与此同时，中国的增速却依然领跑。看起来中国已从衰退中恢复过来，这是真的吗？

与大多数国家相比，中国的情况更好。它避免了经济衰退，2009年超过8%的增长率超出了人们的预期。西方的消费需求已不可能继续成为世界经济的驱动力量，如果中国在今后几年中能够适应这种局面，那么在经历了全球危机之后，中国将会变得比以前更为强大。

## 经受住危机的考验

在2007年始于美国的这场全球金融危机中，没有任何一个国家能够幸免。然而，因为中国的金融业没有大规模地参与衍生品的交易，从而避免了美国 and 欧洲发达经济体所遭遇的困境。中国没有发生“信贷危机”，也不必与摧毁了发达经济体资产负债表的所谓有毒证券进行抗争。中国的一些大型国有银行是华尔街投资公司雷曼兄弟的债权人，后者在2008年的破产几乎导致金融恐慌。这些国有银行确实因此而损失，估计为数十亿美元，但它们没有持续进行资产负债表减值，而如果这样做，其后果会





更具破坏性。

尽管如此，中国在危机的第二阶段还是受到了影响：这一阶段出现了全球性的衰退以及30年以来的首次世界贸易萎缩。出口在中国占到GDP的30%，并支撑1/3的年度经济增长，而中国的出口量在2008年末大幅下跌。贸易的下滑使2009年的增长率降低了3个百分点，并使2010年第一季度的增长率降低了约1个百分点。尽管G20对贸易融资的支持有助于改善情况，但出口作为强劲的增长引擎的地位还有待于进一步恢复。

### 刺激方案

鉴于本次危机和随之而来的贸易下滑，中国正在重新审视将内需作为经济驱动器的重要性，从而摆脱对复杂多变的出口的依赖。因此，中国在2009年春天针对此次危机出台了5860亿美元（折合4万亿人民币）的一揽子刺激方案。面对持续疲软的全球需求，2010年中国政府继续为刺激方案拨款。中国人民银行行动得更早一些，其于2008年8月开始下调政策利率，当时该利率是7.47%。最近一次下调是在2008年12月，下调至5.31%，截止到2010年6月依然维持着这一利率。

在刺激方案和利率下调的双重作用下，2009年第二季度中国经济开始恢复增长。2008年最后三个月和2009年前三个月，中国的增长率在6%左右。2009年全年的经济增长率恢复到8.7%，而第四季度同比增长高达10.7%。2010年第一季度，中国经济同比大幅增长11.9%。

中国的持续增长有赖于大规模刺激方案的成功，这一方案主要着眼于基础设施建设。基础设施支出是基于“十一五规划”（从2006年开始）中的大规模交通运输项目。现成的项目规划使支出得以迅速执行，并为出口导向型工厂的数百万下岗职工提供了公路和铁路建设方面的工作。这一举措实实在在地创造了就业机会，从而证实了中国刺激性支出的有效性（Orlik和Rozelle，2009）。

但是刺激方案的社会部分占该方案的比例不到

5%，这对于刺激个人消费是不够的。其没有解决中国家庭的高储蓄问题，后者是低内需的主要原因。为了阻止预防性储蓄，2009年下半年中国增加了1250亿美元的医疗保障支出（将覆盖两亿没有保险的居民，到2020年进一步达到全民覆盖）和4亿美元作为农民工的养老金。

然而，2009年其消费占GDP的比例没有出现太大变化。虽然城镇居民收入10.5%的增长有助于刺激消费支出，但这一增长的基数很低。在中国，消费仅占GDP的35%；而在多数市场经济国家中，这一比例为50%以上。大多数农村人口仍然很贫困。因此即使零售收入增长了16%，但2009年消费对中国GDP增长率的贡献率仅为4个百分点左右。

### 信贷增长

像其他主要的经济体那样，中国采取积极的财政政策和宽松的货币政策来对抗经济衰退。但与这些国家不同的是，其中央政府仅提供了刺激方案所需资金的约1/4，国有银行承担了其余部分。因此，信贷增长非常迅速。2009年，银行发放了约1.46万亿美元（折合9.95万亿元人民币）的贷款，2010年还将以信贷的方式再发放1.09万亿美元（折合7.5万亿元人民币）。由此导致货币供应增加了将近30%。尽管如此，消费价格在9个月的紧缩后，直到2009年末才开始上涨，这意味着流动性已经转向资产。在存在资本流出管制的经济体中，信贷的增长意味着投资将主要在国内进行，这增加了股票市场和房地产市场出现资产泡沫的可能性，也会引发对银行危机的担忧。

中国的主权财富基金——中国投资公司——最近收购了“四大”国有银行的股票，其中包括中国农业银行一半的股份。这可以被视为稳定股票价格的举措（以缓解对不良贷款的忧虑，尽管不良贷款在由国家控制的银行体系中并不是一个新问题），并提高了这些银行的资本充足率。另外，四大银行2010年发行了110亿美元的认股权以增强其各自的资本金基础。

2010年信贷投放的步伐减缓，同时人民银行提高了银行的准备金率。在出口不大可能恢复到以前水平的情况下，要实现增长8%的目标，中国只能继续用政府投资来弥补贸易的不足，这将继续向市场倾注流动性。当刺激经济时，要结合宽松的财政政策和较紧的货币政策以控制资产泡沫是很困难的。此外，国内的银行体系并不是现金的唯一来源。

2009年，中国的资本流入超过2000亿美元，其中相当大一部分被视为“热钱”或投机者的投资。中国对投资者的吸引力因低估的人民币而增强（人民币自

危机开始时即钉住美元)。中国的外汇储备在2009年增加了23%，达到创纪录的2.4万亿美元，其中2/3是美元。

因此，中国最近决定放宽对资本账户的限制从而鼓励资本外流。这一政策受到了欢迎。改革将是缓慢的、局部的，而且主要是支持中国的“走出去”战略（鼓励中国企业进行海外投资）。尽管如此，这些措施应该有助于中国重新平衡其经济，并着手修正世界宏观经济的失衡问题。

## 世界新秩序

21世纪的前十年中，全球经济失衡加剧，这是本次金融危机发生的背景。20世纪90年代主要的新兴经济体（中国、印度和东欧）迅速崛起并在21世纪的前十年间加速融入世界经济，同时世界劳动力人口翻了一番达到30亿，这加剧了全球经济失衡。在中国加入世界贸易组织以及东欧国家加入欧盟后，这些国家廉价的劳动力成本促进了出口的增长并对世界其他国家造成通缩影响。但是，这也推高了大宗商品（如石油）价格，从而加大了中东国家的顺差。

自1998年起，全球的储备持有量扩大了四倍，因此增加了对美元作为全球储备货币的需求。美国流动性的增加刺激了消费。美联储没有加以限制，因为由于全球劳动力人口的增长以及其他原因，通货膨胀处于较低水平（Yueh，即将出版）。

全球经济中的这些结构性变化增强了监控全球资本流动的需要，各国中央银行（包括中国的央行在内）在制定利率时，都需要兼顾资产价格，而不仅仅是消费者价格。美国也必须特别考虑其储备货币效应：由于其他各国储备对美元的需求，美国国债的收益率曲线会存在下行压力。因此，借款成本不仅受国内经济环境的影响，也受国际经济环境的影响。例如，对美元资产的持续需求抑制了收益并推高了债券价格，这使收紧货币政策不那么容易，因为借款成本很低；危机前全球的储蓄资金助长了美国借款的增加，而这种宽松的货币政策导致了过度的流动性。对于像中国这样的顺差国家而言，美国宽松的货币政策可以通过固定汇率的方式传导，这会导致资本从低利率经济体向高利率经济体流动。因此，中国应逐渐改革汇率，以避免因流动性注入而出现国内资产泡沫。在收紧货币政策之前增加人民币汇率的弹性也很重要：当美国维持几乎为零的政策利率时，中国的加息只会加剧流动性的注入，削弱紧缩措施的影响。中国外汇储备的多样化和储备的减少也有助于改善全球经济的失衡。

由于美国在2009年将经常项目赤字从6%缩减为约3%，全球经济的失衡得以缓和。遭受衰退打击的国家均提高了储蓄率。2009年全球经济增长率为-1.1%，IMF预计2010年全球经济将增长4.4%，2011年会更高些。这一数字高于1980年至1997年全球经济3.2%的平均增长率，当时中国和其他新兴大国正快速发展。那时，中国年增长率为9%，但经常项目比现在更为平衡。相应地，在那段时期，美国经常项目赤字约占美国GDP的1.5%，占全球GDP不到0.5%；而今天，该数字却占美国GDP的3%，全球GDP的0.7%。美国的消费因去杠杆化而减弱，也就是说其他国家的顺差会相应减少，在这种情况下，全球经济的重新平衡很可能会继续。

作为中国主要出口市场的欧盟和美国的消费降低意味着贸易增长在未来几年内将会减缓，除非出现新的高收入市场来接纳中国的出口——但这不大可能出现，尤其是在欧元区出现问题的情况下。如果中国的经常项目恢复至20世纪90年代更为平衡的状态并保持现有增长率，内需占GDP的比重必须更大一些。

## 问题的两面

为了在后危机时代的世界经济中变得更加强大，中国在推进全球一体化的同时必须进行扩大内需的改革，以便继续提升增长率。由于全球经济仍然疲软，经过改革中国可以变成大型、开放的经济体。经济转型期间，其在融入全球市场的同时通过防止外部冲击来确保稳定。

中国经济应该变得更像美国经济——后者是全球主要的贸易大国，但其增长主要靠内需推动。如果中国同时增强内需和外需，那么其就不会那么受制于世界经济的变化。即使中国贸易的绝对值扩大，其增长也可以由内需来推动。中国影响着全球的贸易条件，所以其可以重新将自己界定为大型、开放的经济体，这样既可以享有全球一体化的好处，同时保持强劲的内需基础，以抵御最糟糕的外部冲击。

## 消费和政府支出

消费曾一度占到中国GDP的大约一半，但家庭和公司的高储蓄率使这一数字降至历史低点，即刚超过1/3。如果储蓄增长的刺激因素得到抑制，这一比例可以恢复到20世纪90年代初期50%的水平。对于家庭而言，这可以通过增加社会保障来实现；对于公司而言，可以通过放宽信贷限制来便利借贷，从而使企业不必动用留存收益来谋求发展。



增加的政府支出用于社会保障的空间很大。2008年，其占GDP的13%；因为有了大规模的财政刺激方案，2009年这一数字已经接近20%。这仍低于经济合作与发展组织国家在危机前的平均水平，更远远低于其他大多数发展中国家的水平。

政府还应加速城市化的步伐，这会促进服务业的增长。其还可以发展经济中的非贸易部分，并在技能领域的高端和低端创造就业。这与中国城市劳动力和流动劳动力的情况相适应。农村人口的城市化部分所增加的收入会促进消费增长。

## 公司储蓄和金融自由化

为了减少公司储蓄，需要进行一系列的改革。公司储蓄（无论是国有还是非国有的）甚至高于家庭储蓄。当自2004年以后中国的经常项目盈余超过了GDP的10%时，这一点就变得显而易见。在国家保持着较大的经常项目盈余时，投资通常都会受到挤压，即便如此，其投资占GDP的比例仍然没有变化。

中国扭曲的金融体系迫使私人企业通过储蓄（主要通过留存收益来进行）来谋求发展，因为它们很难获得信贷。然而，即使是很容易获得信贷的国有企业也进行储蓄，因为其利润税负很轻。国有企业应该支付更高的税金和股息。

利率的完全自由化不仅会提高信贷向私人企业的投放，还会降低储蓄的激励。虽然2004年利率部分地自由化，银行同业拆借利率取消了上限，但利率的下限仍然受限，而且存款利率仍设上限，这扭曲了投资决策。如果利率完全自由化，则会减少公司的财务费用，从而降低储蓄的必要性。

资本账户的逐步自由化（尤其是“走出去”战略）也会有助于减少储蓄，因为一旦公司在全球市场中运营，就可以从更为成熟的海外信贷市场得到资金。换句话说，公司可以从资本市场筹集资金，而不仅仅依赖存在信贷限制的中国银行体系。这不但会减弱公司储蓄的激励，还可以通过允许资本以投资的方式流出而不是累积成外汇储备来削减经常项目盈余中通过购买美国国债获得的部分。

外部受益不仅于此。资本账户自由化还会由于对人民币的需求增加而增加汇率弹性。有了足够的资本流出，升值压力甚至可能减轻。将汇率和利率改革结合起来会使中国的内部头寸（储蓄减去投资）和外部头寸（国际收支差额）得到更好的平衡。结果是中国经济更加平衡，这有助于减少由全球经济失衡而累积的流动性。这对一个大型、开放的经济体是有好处的。

改善监管也很重要。自由化应伴随着进一步的国内和国际体制改革，以深化金融市场。例如，在资本市场逐步走向法制化和透明化、其确定性和深度都有所增强的前提下，积极加入全球监管机构——金融稳定委员会——可以增加金融市场的稳定性。这对家庭和公司行为都有积极意义。

“中国影响着全球的贸易条件，所以其可以重新将自己界定为大型、开放的经济体，这样既可以享有全球一体化的好处，同时保持强劲的内需基础，以抵御最糟糕的外部冲击。”

作为主要的经济体，中国确认自身的影响力并协助确立全球一体化市场的治理方式符合其自身利益，因为其决策受国际环境的影响，也会反过来对全球产生广泛影响。例如，中国是亚洲和全球大宗商品出口国经济增长的引擎，中国的利率影响着全球价格，而世界金融市场也影响着其货币状况。

## 成为大型、开放的经济体

通过鼓励内需以及发展具有全球竞争力的公司，中国有能力成为高速增长、开放的大型经济体。鉴于中国目前的发展水平仍然较低，融入全球经济将使中国和其他国家格外受益。中国可以通过推进宏观经济改革在这个已经发生变化的、充满不确定性的全球经济中进行战略定位。通过这种做法，中国可能会在这次全球金融危机过后变得更为强大。这是一个不容错过的好机会。■

Linda Yueh是牛津大学中国发展中心主任兼圣艾德蒙学院经济学研究员。

### 参考文献：

- Bergsten, C. Fred, 2009, "The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis," *Foreign Affairs* (November/December).
- Orlik, Tom, and Scott Rozelle, 2009, "How Many Unemployed Migrant Workers Are There?" *Far Eastern Economic Review*.
- Victor, David G., and Linda Yueh, 2010, "New Global Energy Order," *Foreign Affairs*, January/February.
- Yueh, Linda, 2009, *The Law and Economics of Globalisation* (London: Routledge).
- , forthcoming, "U.S., China and Global Imbalances," *China Economic Journal*.

# 朱民论亚洲经济及相关议题



朱民现任IMF总裁特别顾问。他此前为中国的央行——中国人民银行的副行长，而在担任该职务之前，他曾是中国银行的高管，拥有十多年的商业银行从业经验。

朱民到任IMF后不久，IMF对外关系部的Dezhi Ma即与他进行了会面，探讨了亚洲在新的世界秩序中的地位、全球经济议题，以及IMF同亚洲这个引领世界走出危机的地区之间的关系。

## 亚洲在全球经济中的地位

《金融与发展》（以下简称F&D）：您对亚洲在世界经济中的未来有何看法？

朱民：很明显，“新兴亚洲”的重要性日益凸显。2009年，美国GDP增速-2.4%，欧洲-4.8%；印度7.3%，中国高达8.7%。世界经济增长的中心正从西方移向亚洲，尤其是向“新兴亚洲”转移。我认为，这个模式至少会持续到下一个五年，世界经济格局将由此改变。

亚洲的另一个重要变化体现于它在世界贸易中的地位上，由于这次危机是从发达经济体开始的，因此亚洲输往发达经济体的贸易流量骤然降低。作为回应，亚洲地区间贸易往来得以加强。在未来，我相信发展中国家同新兴经济体之间的贸易往来将急剧增加，在全球贸易新格局中，“新兴亚洲”将成为核心组成部分。

由于“新兴亚洲”实现了强劲增长，而发达经济体正在经历相对较弱的增长，因此我们看到了一个层级多样、速度不一的复苏图景。此外，与发达经济体受困于财政困难不同，“新兴亚洲”的财务状况相当健康。我们因此可以预期，在全球资产重新分配中，亚洲会吸引更多资本流入。

在这些因素的共同作用下，亚洲将进一步向未来

全球经济的中心迈进。

F&D：看来您对亚洲持乐观态度。那么，您认为该地区在经济政策制定方面是否面临重大挑战呢？

朱民：我对亚洲的未来及其增长前景感到乐观，但这并不说明我认为亚洲一切向好。实际上，亚洲面临着许多挑战。最近的这次危机告诉我们，亚洲并不是孤立的，它是全球经济和金融的一部分。从2008年四季度的资本大量出逃，到2009年一季度的贸易大幅缩水，都告诉我们亚洲需要做的事情很多。

第一，亚洲需要重新思考自己的增长模式。在相当程度上，亚洲还是出口导向。时移事易，亚洲需要转到以内需驱动的模式上来，才能使经济增长更加平衡和可持续。

第二，金融部门改革势在必行，这次危机告诉我们，宏观经济管理需要强有力的金融部门，这也是亚洲缺失的。例如，亚洲仍未在深层次建立健全债券市场，而后者对长期融资具有绝对的重要性。亚洲在这方面已努力多年，但是仍有许多工作有待完成。

第三，亚洲需要妥善处置全球资本流动。在2010年和随后几年中，向“新兴亚洲”的资本流动会陡然增加，从而给这个地区带来了巨大挑战。亚洲各经济体需要谨慎处理，拿出持久有效的政策。

因此，一方面，我对亚洲的增长前景感到乐观；而另一方面，我认为亚洲正面临着许多挑战。



## 对危机的看法

F&D: 您曾就职于私营部门, 如今又是决策者, 因此一定对这次全球金融危机有着自己独到的见解, 那您对这次危机有着怎样的看法?

朱民: 从我在私营部门的从业经历来看, 我可以肯定地说, 良好的公司治理是非常重要的。一家公司, 尤其是金融公司, 一定要有透明度和好的风险管理体系。尤其是, 它必须要有长期的目标, 而不仅仅只是短期的、追逐利润的目标。在金融部门, 如果你提供金融服务, 就要对整个社会承担起责任。

重新审视金融危机, 决策者可以引以为鉴的是, 如何在实体经济与金融部门二者间把握平衡。2007年底的情形表明, 金融部门过分庞大, 陷于自我服务而非服务于实体经济, 这是金融危机发生的真正原因。

从宏观角度看, 我想说, 审慎的宏观调控是摆在所有政府面前的重要议题。几乎所有的危机中都有流动性过剩的身影, 因此需要审慎的宏观调控来预防危机重演。我们学到的经验是要反周期操作。

## 纠正失衡

F&D: 各国应如何共同努力以解决全球失衡的问题?

朱民: 这是一个富有挑战性的议题。世界经济已经被不平衡的问题困扰了相当长一段时间。其中既有

“新兴亚洲”与发达经济体间的经常项目账户不平衡, 也有石油输出国与发达经济体间的不平衡。当不平衡的问题变得大而集中, 持久不去, 就真的成了难题。在过去五年中, 有一部分国家表现出持续性顺差, 另外一些国家则是持续性逆差; 而在20年前,

**“当不平衡的问题变得大而集中, 持久不去, 就真的成了难题。”**

全球贸易赤字的22%是由排名全球前五位的国家分摊; 现在, 全球五个主要国家已经占全球贸易赤字的76%, 这真正令人担忧。

显然, 这需要全球通力合作解决。有多项目标需要完成。对赤字国家来说, 需要更少的消费和更多的储蓄, 以减少进口促进出口; 盈余国家则要刺激消费, 少出口, 多进口以达到平衡。

不过, 一个世界经济不平衡的全景必须要考虑到互补性的问题。当今世界并非均等发展, 每个国家所处的发展阶段不同, 发展进程与生产产品的环节差异明显。一个例证是, 大多数发达国家以服务业为主导, 而新兴市场国家则以制造业为先导, 这部分地反映了劳动力的全球分工。我们可以从持续而集中的失衡中看到这一问题, 而这种失衡已经成为全球经济所面临的严肃议题。无论是再平衡还是实现互补, 都会使这个世界不仅拥有更高的生产力, 而且还具备更佳的可持续性。IMF而在这过程中应发挥核心作用。■

## IMF在亚洲

F&D: 您怎样看待IMF在亚洲所发挥的作用?

朱民: 亚洲在IMF中扮演着重要的角色, 同样, IMF也在亚洲发挥着重要的作用。我认为双方正在紧密且顺畅地开展合作。

IMF通过三个渠道在亚洲发挥着作用:

- 监督: 通过IMF“第四条磋商”以及“金融部门评估规划”进行监督。通过监督, 我们设法评估各国的国内金融和经济状况, 向其政府提供建议, 并助其构建增长能力。我们还以最终贷款人的身份向一些国家提供流动性。
- 能力建设: 亚洲是多样化的, 各个国家的需求也有着巨大差异。IMF在以下几个方面提供技术援助: 审慎宏观经济管理、增长建模、重塑结构平衡以及税收政策, 从而帮助各国政府应对其所面临的重大挑战。
- 培训和教育: IMF在中国、印度、马来西亚和新加坡设有培训中心, 向其决策者提供许多课程, 以帮助各国增强其能力。

IMF对全球经济状况和金融部门有着深入的了解。IMF编写了《世界经济展望》、《全球金融稳定报告》、《地区经济展望: 亚太地区》以及许多其他研究报告。这不仅帮助亚洲了解世界的其他地区, 还融入到了决策过程中。IMF还可以在亚洲做得更多, 因此它需要加强对亚洲的研究以及和该地区间的联系。

F&D: 您认为, 在IMF的工作中, 应如何反映出亚洲和中国在世界经济中所扮演的日益重要的角色?

朱民: 关于如何反映亚洲和中国日益提升的作用, 大多数人的第一反应都会是目前正在进行的份额和话语权改革。在IMF内给予中国和亚洲更高的地位是正确的。但对IMF来说, 更重要的是更好地了解亚洲和中国, 并将后者的经验带给全世界。

为什么亚洲取得了如此巨大的成功? 亚洲有自己的经验和故事。IMF要发挥自身的作用, 将这些经验传递给其他新兴经济体, 甚至可能是其他发达经济体。同时, IMF可以也应该推动亚洲和中国走上世界舞台, 使其参与到全球政策的制定过程中。

# 深化金融市场， 降低资本成本

## 亚洲的金融业改革有助于降低资本成本、 刺激投资并促进经济重归平衡

Sanjay Kalra

由经济失衡引发的国际性争论使亚洲的“过剩”储蓄遭遇了全球目光的审视。虽然争论大多聚集于中国所扮演的角色上，但其他国家（尤其是东盟的成员，如印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国等国）的储蓄—投资平衡问题也同样引人关注。

亚洲究竟是储蓄太多还是投资太少？在不同的经济体，这个问题的答案也不尽相同：一些国家需要降低储蓄，而另一些国家则需要加大投资。但与大多数国家都相关的问题是采取何种措施来改善失衡。近期的研究成果（Kalra，2010；Oura，2008）表明，如果金融业改革能够降低资本成本，并且能够更有效地分配资本的话，一些亚洲经济体的投资（特别是公司的资本性投资支出）将会增长。这将有助于缓解经济失衡状况。

### 更加强健的体系

迄今为止，亚洲经济体经受住了本次全球经济衰退的冲击，从容程度超过了其在以往所有经济危机中的表现。亚洲公司的财务状况自1997年亚洲金融危机以来就大为改善。公司杠杆率下降了，而盈利能力和流动性都有所增强。脆弱性指标也得到了显著改善，而且企业部门的违约率也比十年前有所降低。简言之，证据表明，在受到危机冲击的多个亚洲国家中，公司的融资行为与能力均更加完善。亚洲金融体系也更为强健。尤其值得一提的是，银行体系的财务指标在过去十年里也得到了持续改善。因此，目前亚洲各经济体在重塑经济平衡以挖掘国内增长潜力并充分利用全球经济回暖机遇的同时，能够加大投资支出以满足其更高的国内需求。

亚洲国家如何利用这些机会，在某种程度上取决于其金融体系将可投资资金在不同的投资项目中进行分配的能力。这既需要降低资本成本，也需要将资金

注入最需投资的领域。金融业改革对上述两者均有促进作用。

### 扩张的空间

许多亚洲经济体的金融体系仍以银行为主导，本币债券市场规模很小，而通过这些债券市场发行公司债券的规模更是小之又小。与亚洲以及其他地区的发达经济体相比，亚洲许多国家股市的总市值都相对较小。外资进入股票及债券市场同样受到限制。事实上，周期性的资金流入造成的股票价格大幅波动在一定程度上表明了股票市场有限的深度与广度。总之，许多亚洲国家的金融体系需要发展并实现多样化。

如果资本市场更加深化、流动性更强，亚洲的企业就会在多种债务融资方式之间进行选择，并将积极地寻求银行资金的替代品。例如，2008年全球金融危机期间，亚洲就出现了在本币债务市场发行公司债券的风潮，但为期较短。可以说，当时这些公司的融资需求受到限制，而发行公司债券也反映了公司为利用较低的利差而将融资渠道从银行转向了债券市场。

### 经营成本

亚洲金融体系还有进一步降低资本成本、提高其配置效率的空间。一些经济体(如印度、印度尼西亚、马来西亚和泰国)的资本成本可进一步降至亚洲其他银行体系（澳大利亚、韩国、新西兰、新加坡）的水平。通过金融业改革，我们可以改善银行资产负债表，减少不良贷款，并且还需完善信贷信息，从而降低银行业成本。此外，在印度尼西亚等国家，降低信贷风险的结构性改革（如确立更加明晰的担保和破产程序）还有助于降低贷款利率。

各经济体银行体系的成本衡量数据都反映在有资金需求的公司的总体成本中。对资本成本的简单衡



新加坡金融区。





量就足以证明这个论点：银行业成本更高的国家通常资本成本也更高（见图）。因为许多亚洲国家的股票与公司债券市场规模均相对较小，因此银行的信贷成本决定了资本成本。Kalra（2010）根据Ameer的理论（2007）对囊括股权与债务资本成本在内的资本成本进行了衡量。这些对资本成本的衡量非常全面，涵盖各国的市净率、增长前景、债务利率与公司所得税率等方面。

同时，采取降低资本成本的措施还极有可能促进投资。企业资本性支出的实证分析表明，融资成本是资本性支出的决定性因素：资本成本越低，企业的资本性支出越高。

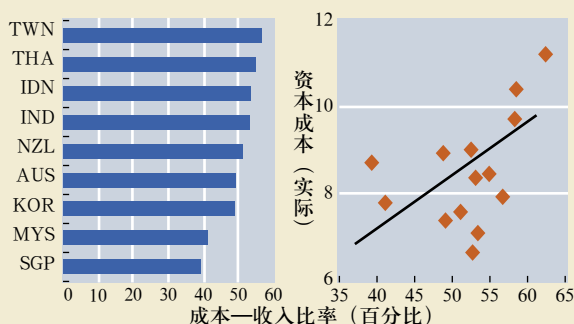
上述情形适用于一系列亚洲经济体，如印度、印尼、韩国、马来西亚、中国台湾省、泰国等，同时也适用于资本性支出的其他外部融资渠道，即债务和股权融资。此外，在一些经济体（韩国、马来西亚与中国台湾省）中，资本性支出更容易受到债务成本的影响，这可能反映了这些经济体股票市场具有较高的市值，且相对GDP而言，其股票市场的规模也大得多。

## 有效的配置

亚洲金融市场的摩擦（如交易的成本很高或使其公司难以获得贷款）通过改革就能够解决吗？摩擦由多种原因引起，如体制结构、金融市场规模、信息差距等。有证据表明，此类摩擦阻碍了亚洲资本在各个部门与企业之间的有效配置。

### 银行业成本

一些亚洲银行体系能够降低其经营成本；降低经营成本的银行有能力提供更低成本的资本。



资料来源：全球银行与金融机构信息库；世界展望数据库；IMF工作人员的估算。

注：TWN=中国台湾省，THA=泰国，IDN=印度尼西亚，IND=印度，NZL=新西兰，AUS=澳大利亚，KOR=韩国，MYS=马来西亚，SGP=新加坡。

当然，不同经济体与部门的摩擦和融资限制也有所不同，尤其是在与美国等更为发达的市场相比的情形下。因此，重新平衡所受到的限制在不同经济体之间极有可能存在差异。而且在金融体系的不同领域，其限制也各有不同。

对印度、泰国等经济体而言，有证据显示其金融业整体存在摩擦，且公司受到融资限制。而其他经济体在金融摩擦方面的迹象则没有那么明显。在韩国、马来西亚和中国台湾省等非银行部门发展更为深入的经济体中，金融体系的资本配置似乎更为有效。特别地，在进行各部门与企业的资本配置方面，股权与债务市场似乎比银行体系更为有效。

但这一点只适用于能够获得外部融资的上市公司。然而，在一些国家，许多公司（主要为未上市的中小型企业）无法通过有组织的金融市场获得外部融资。对这些公司而言，融资限制依旧很严。其十分依赖内部融资渠道来谋求发展。金融业改革预计可减少对非上市公司的融资限制。

## 改革措施

一些亚洲国家已经开始在国内以及国际层面上实施相关举措，以拓宽和改革金融体系。例如，泰国已制订了《金融业总体规划（II）》与《资本市场发展总体规划》。马来西亚最近采取了进一步放开金融业的措施并在银行业与资本市场领域发展伊斯兰金融。在国际层面，东盟、中国、日本与韩国（东盟+3）在2003年发起了《亚洲债券市场倡议》。该倡议旨在亚洲发展具有流动性且富于效率的债券市场，以便为亚洲储蓄服务于亚洲投资创造便利条件。此外，整个亚洲区域的证券交易所也正在相互联结，以提高东盟地区的跨境资金流动。

亚洲金融市场进行的这些改革将深化亚洲金融市场并使之更具效率。继而其将帮助亚洲降低资金成本，刺激投资，同时促进该地区经济重归平衡。■

Sanjay Kalra现任IMF亚太部副处长。

### 参考文献：

Ameer, Rashid, 2007, "Time-Varying Cost of Equity Capital in Southeast Asian Countries," *Asian Economic Journal*, Vol. 21, No. 2, pp. 207-38.

Kalra, Sanjay, 2010, "Thailand: The Corporate Sector, Financial Reforms, and Rebalancing" (unpublished).

———, and Ceyda Oner, 2010, "Asian Local Currency Bond Markets: A New 'Spare Tire'?" (unpublished).

Oura, Hiroko, 2008, "Financial Development and Growth in India: A Growing Tiger in a Cage?" IMF Working Paper 08/79 (Washington: International Monetary Fund).

# 利用服务业带动 经济增长

促进亚洲服务业的发展是使  
该地区的重塑平衡并推动经济增长  
的另一条途径

*Olaf Unteroberdoerster*

Archana Nanancherla将印度经济所取得的成功归结于其同胞的吃苦耐劳。她声称：“与世界其他民族相比，印度人民更加勤劳……这是我们的一个显著特点”。不过，对于印度国内需求所带来的经济增长而言，其真正的推手很可能是Nanancherla本人以及像她那样接受过良好教育、在服务业工作、可支配收入正不断增长的人们。

塔塔咨询服务公司是印度规模最大的信息技术和业务流程外包服务公司。Nanancherla大学一毕业就被该公司录用。目前她担任该公司的项目经理，管理着一个由多达120人组成的团队，月薪约为5000美元。她的生活道路为其他旨在保持强劲增长势头的亚洲经济体提供了宝贵的经验。

## 保持亚洲经济的增长势头

不过，与印度不同的是，亚洲很多经济体的经济增长主要依赖于制造业出口。这在2008—2009年全球经济衰退期间得到印证，当时美国和欧洲需求的急剧下降使得亚洲地区遭受重创（见本期“亚洲引领全球经济发展”一文）。因此，对亚洲众多经济体而言，其中期所面临的一大挑战将是如何降低对出口的依赖度，扩大国内需求——目前印度已确立了这一发展模式。

很多观察家将亚洲发展失衡归咎于私人消费疲软——通常称为亚洲的“储蓄过剩”——或投资疲软。然而，从供给层面上讲，亚洲通过发展服务业来提高产值将有助于恢复这种平衡并促进经济增长。

部分亚洲经济体的消费或投资水平可能过低，但整个亚洲地区不能以“疲软”二字概括。在亚洲的各个经济体中，消费和投资占其GDP的比率差别很大。将各个经济体的具体差异和长期的历史模式纳入考虑，我

们可以发现另一层面的细微差异。有关亚洲各经济体内部需求失衡的经验性证据也呈现出各种特点。

不过，相对于需求层面，人们很容易忽略亚洲因高度倚靠出口而带来的供给层面的问题。该地区对出口的高度依赖已导致其生产结构的不平衡，使其过度倚靠于贸易制造品，也就是说大部分依赖于工业（IMF，2010）。比如，中国的工业产值占其GDP比重约为50%，接近经合组织国家平均值的两倍，比全球中低收入国家的平均值高出10个百分点。这种对工业的过度依赖也体现在亚洲其他一些新兴经济体中，如东盟四国，甚至包括一些发达经济体，如日本和韩国（见图1）。在所有这些经济体中，工业占GDP的比例都偏高，通常比同类国家高出5到10个百分点。

在过去十年间，亚洲各经济体对工业的过度依赖有所增加。全球经济研究结果证实，亚洲各经济体（尤其是中国和东盟四国）的工业在其各自的GDP中所占的比重超过世界平均水平。

## 促进“微笑服务”

由于亚洲过度依赖出口，因此按照国际标准而言其服务业在GDP中所占比重普遍较低也便不足为奇了。比如，2008年中国的服务业在GDP中所占比重比中低收入国家的平均值低近13个百分点。对于经济以服务业为主导的亚洲金融中心之一新加坡而言亦是如此。有关就业模式（即劳动力在农业、工业和服务业中的分布状况）的研究证实，亚洲的各个经济体过度倚仗工业发展，对服务业的重视程度普遍不足。

工业占主导地位是亚洲各个经济体增长强劲以及生活水平快速提升的一个重要因素。快速工业化使得数亿亚洲工人摆脱低收入工作，尤其是生产力水平仍然极低的农业劳作（见图2）。不过，亚洲未来的增长将取决于服务业的发展。随着亚洲各经济体（由日本和韩国开始）步入后工业时代，服务业必须创造更多的就业机会，从而赶上发达经济体的生产力水平。到目前为止，亚洲地区的服务业生产力增长一直停滞不前，这与近年来美国服务业的发展情况形成了鲜明的对比。

那么，如何才能使服务业帮助亚洲各经济体实现更大且更为平衡的发展呢？

也许，印度的发展模式可资借鉴。服务业已成为印度经济最为活跃的行业之一，在过去二十年间一直引领该国GDP的增长。与亚洲其他经济体所不同的是，印度服务业的生产力增长率常常超过其工业部门的生产力增长率，这主要得益于以下因素：

- 通信技术的发展为印度提供了充足的、训练有素且会讲英语的工人，使其得以进入不断发展的国内和全球市场；



- 对服务业成功地解除管制；
- 私有化；
- 境外直接投资；
- 金融业改革。

## 释放增长潜力

广泛的实证研究结果显示，对解除管制且允许外国企业进入本国市场可以释放出服务业的增长潜力。改善企业——尤其是小型企业——对金融服务的获取程度，有助于缓解资源对经济增长的限制作用。其中小型企业往往是服务业重点领域的主导力量（如零售业）。在韩国，中小企业占服务业总产出的80%。

某些情况下，汇率升值将使非贸易品行业产品的相对价格上涨，从而有助于资源向该行业转移。继而将降低贸易品行业的利润率，同时提高非贸易品行业的利润率。同样，劳动力市场改革（旨在为劳动力的雇佣和解雇提供便利）以及再培训激励计划将会有助于资源再分配的顺利进行。在亚洲很多经济体中，政府已制定了相关政策，这些政策旨在加大基础设施相关服务的竞争程度，放开零售业和金融业，并解除对

外国企业进入医疗和教育等社会服务领域的限制。

上述改革措施不仅将使服务业从中受益，也将进一步带动国内需求。自亚洲金融危机以来，东盟各经济体中的企业投资对内部资金的可获取性更为敏感。企业发现难以获得银行贷款和其他外部资金来进行投资。对于那些主要面向国内市场的小型服务企业而言，这一问题尤为严重。

## 营造良好的投资环境

小型服务企业对融资的可获取性可以通过以下方式得到改善：金融机构进一步转向根据风险程度发放贷款；修改担保法，使企业可以利用房地产和其他类似固定资产以外的多种类型的资产获得贷款；以及通过有针对性的减税措施扩大风险资本的出资额（马来西亚就已如此）。菲律宾于2008年设立的“信贷信息公司”——正如菲律宾所采用的那样——深化了信贷信息并扩大了征信覆盖面，从而提高了银行对信贷风险的评估能力。此外，中小型企业通过现代化的公司重组框架降低信贷风险，也将有助于改善企业获取融资的便利程度。

例如，通过收购银行的不良贷款并将之重新打包出售给投资者，韩国资产管理公司已成功地创建了韩国企业不良债务市场。类似的公司可以专门从事对小型企业的不良债务进行重组。

亚洲地区总体投资和商业环境的改善正为其更加注重以服务业为导向的经济增长铺平道路。不过，尽管自亚洲金融危机以来所实施的结构性改革取得了显著的成效，但相关的观念仍未跟上最新的发展形势。比如，对于亚洲地区基于投资者看法的指标（如政府治理水平——曾随着亚洲金融危机而恶化）而言，其目前仍然落后于发达经济体，并对本经济体的投资活动构成阻碍。今后，亚洲经济体必须采取以下措施：继续增强其产品和劳动力市场的竞争力（如香港特区政府就通过了竞争法）；为境外投资者建立一个公平的竞争环境（如马来西亚最近就降低了对境外投资进入服务业的门槛）；确保履行合同并降低行政管理瓶颈（如印度尼西亚和马来西亚就为境外投资者设立了一站式服务点）。唯有采取这些措施，亚洲地区才能充分释放其增长潜力，以Nanancherla为代表的亚洲人才会相信，除了同胞们的吃苦耐劳，还有其他因素可以支撑经济的增长。■

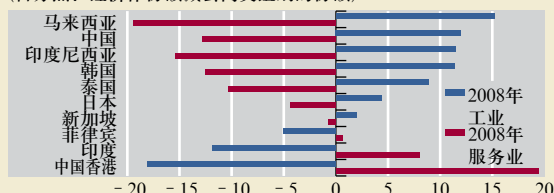
Olaf Unteroberdoerster现任IMF亚太部高级经济学家。本文基于作者与Adil Mohommad和 Papa N’Diaye在2010年发展的研究报告“亚洲是否需要再平衡？”的第三章（《地区经济展望：亚太地区》（2010年4月））。

图1

### 重视工业，轻视服务业

亚洲绝大多数的经济体目前仍过度依赖于工业，对服务业的重视程度较低。

（百分点：经济份额减去同类组别的份额）



资料来源：世界银行《世界发展指标》；IMF工作人员的计算。

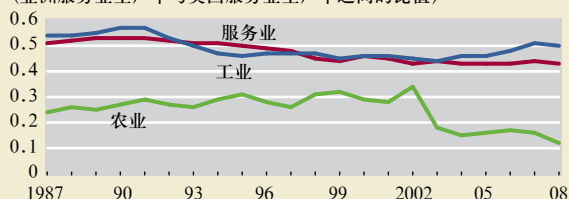
注：对同类组别的定义源于《世界发展指标》。分为同类组别的经济体为：中国香港、韩国、日本、新加坡（OECD）；中国、印度尼西亚、菲律宾、泰国（中等和低收入国家）；印度（下中等收入国家）；马来西亚（上中等收入国家）。

图2

### 亚洲地区停滞不前的服务业

亚洲的服务业是其潜在的增长引擎之一。

（亚洲服务业生产率与美国服务业生产率之间的比值）



资料来源：世界银行《世界发展指标》；IMF工作人员的估算。

# 难以想象的 改革家

Hyun-Sung Khang  
对张夏成的采访

张夏成发起的针对韩国大企业会计核算不透明的改革运动在起步时差点儿断送在一位丧失信心的年轻律师手上。1998年，张夏成及其支持者对韩国工业巨头三星电子发起集体诉讼，指控其为一家破产的子公司支付非法政治献金和非法补贴。由于资金所限，张夏成只好通过另一名社会活跃人士——一位年轻的律师新秀——来支持他发起的运动。而三星却雇佣了最好的律师——在当地法律界其被称为“诉讼之王”。因此，在资历即权威的浓厚的儒家文化氛围中，原告的年轻律师面临着年轻和毫无经验的不利条件。



第一次庭审结束后，这位年轻的律师绝望地走向张夏成，说道：“这是场不可能获胜的对弈。法官和其他律师都把我当成孩子看待。”如今的张夏成是韩国最著名的学府之一——高丽大学的商学院院长，他在回想起当年的情景时禁不住笑了起来：“当时的力量对比是多么悬殊啊！”但随即他的表情突然变得严肃起来。面对案子正式审理前的失败情绪，张夏成告诉这位律师：“听着，你是为了正义事业而战，而他却是为了金钱。这二者之间有着巨大的差异。你有责任，而他只有动机，所以不要担心。”

张夏成和他的律师接下来赢得了这场官司——韩国历史上第一起代表少数股东对该国最大的工业巨头的董事提起的诉讼。该判决是韩国公司法历史上的一个里程碑。那名年轻的律师后来怎样呢？张夏成说：“他的名字已经载入法律书籍之中。”

张夏成在1998年展现出来的信念和乐观主义精神支撑着他十几年来为争取股东权利和改善公司治理而奋斗，这也使他能够直面安全方面的威胁、因他的积极主义而失去朋友的风险，乃至关于其投靠外国人的指控。

## 积极主义之路

张夏成现年56岁，看上去并不像一个改革家，他本来可以过一种完全不同的生活。在宾西法尼亚大学沃顿商学院获得金融学博士学位之后，张夏成完全可以沉浸在学术的艰涩中或者在韩国的某个大型工业集团获得一份稳定的工作——这也是他以后的积极主义所期望实现的目标。但从美国回国后，他发现韩国企业的运营情况与他从研究中获得的重要经验相悖，它们并未将增加股东价值作为首要目标。相反，这些“家族企业”（见专栏）由公司的创立者像掌管私人封地那样被管理，既没有透明度也没有会计责任。

张夏成回忆说：“所有权力都集中到一个掌权人身上，他被称为‘社长’，有时也被称为‘业主’。但是如果你看看所有权结构，就知道他不是业主。他只是一个小小的少数股东，在大多数家族企业中都是如此。他这种无可辩驳的权力从何而来？为什么为了一己私利滥用控制权？（那时）没有人提出这个问题。”

因此，张夏成发起了在家族管理的集团巨头中推行更大的透明度和会计责任的改革运动，这些巨头仍然控制着大部分的韩国经济。这一行动由张夏成帮助创立的草根民间组织——韩国参与民主人民大联盟（PSPD）负责组织管理，现在PSPD已成为韩国最重要的非政府组织之一。其优先选择的武器是少数股东的集体诉讼。PSPD推动了外部董事的设立，促使会计

核算透明化，并要求重视股东利益。

在积极主义开展之初，张夏成把自己比作家族企业大象般身躯上的“牛虻”。那时，韩国几乎没有股东权利这一理念，“公司治理”这一词汇也没有恰当的韩语译文。当时的法律规定只有持有公司5%以上股份的股东才能向股东大会提出动议，这对挑战家族企业的权威是一个巨大的障碍。起始这些企业对张夏成关于提高会计责任的努力置之不理。当韩国第一银行拒绝他查阅董事会记录、公司文件及股东注册信息时，他与银行的斗争被迫中止。由于无法确认那些持有微量股份的股东，张夏成及其支持者走向街头。他们手持布告，在证券经纪公司门前游行，呼吁股东与他们联系。

张夏成的许多朋友、亲戚和同行对他发起的运动感到困惑不解。在韩国这一社会关系紧密的环境中，他的许多亲友在他挑战的公司中工作，他们对张夏成施以压力，让他停止蛊惑民心。他被贴上反商业、反韩国，甚至可能是共产主义者的标签，这一指控无疑将招致猜疑和蔑视。

## 市场的信奉者

与共产主义者截然不同的是，张夏成是绝对信奉市场的，并将提升公众利益的愿望与之结合在一起。他说：“我喜欢赚钱，在市场体系中赚钱没有什么不对。如果参与市场的每个人都能赚钱，这当中包括股东、员工、社会，我们就能够使公司和社会变得更为美好，这是一个三赢的博弈。”

对张夏成来说，提升公众利益可能是他的主要动力，但这种说法完全忽略了伦理道德层面的内涵。更确切地说，他之所以愤怒，是因为他坚信韩国企业的腐败阻止了市场力量的正常运行。张夏成的同事约翰·李将这位社会改革活动家描述为“西方模式的资本主义者”。李谈到他的这位朋友时说：“他的观点是金钱是变革的推动力，而不是公正这一类的东西。他相信公司应该赚钱，社长应该为公司赚钱。”

张夏成的成功也得益于很好地把握住天时地利。当然，对于张夏成发起的改革运动来说，1997至1998年的亚洲金融危机的到来恰逢其时。当他的改革运动扬帆起航时，这场危机使韩国家族企业不透明的会计核算和管理方式得到前所未有的关注，而且这些企业加速了韩国现代史上最糟糕的经济下滑。这使大家聚焦于家族企业的母公司与子公司之间错综复杂的交叉持股，其作用在于隐藏子公司的不可持续的经营状况并避免被恶意收购。这些补贴和隐晦的交叉持股也导致无法承担的债务和利益冲突。

在亚洲经济衰退严重时，张夏成将目标指向一项由三星电子向其经营不善的汽车制造子公司提供债务担保的方案。这是1998年三星电子年会上张夏成及其支持者想要提出的许多问题之一，这一事件在致力于改善公司治理的韩国社会活跃人士中取得了近乎图腾的重要地位。那一天，张夏成及其支持者质问公司董事超过13个小时，而以前的股东大会无非是摆样子、走过场。尽管社会活跃人士当时并未能够解决三星汽车的问题，但是张夏成以及PSPD发动了更大规模的行动，这使韩国的一些家族企业（如SK和LG集团）开始将控股公司从经营部门中分离出来。

挫折是不可避免的：法庭上败诉、公众不理解，社会活跃人士遭受到损害韩国经济信心的指控。但是，张夏成及其支持者的获得的成就也很多，如改变公司准则、对公众进行教育，这与法律上的胜负一样重要。亚洲金融危机同时也加快了公众观念的改变，以前以怀疑的眼光看待张夏成的人慢慢认识到家族企业必须自发改变或者被强制改变。金大中在危机初期赢得了选举，他所领导的自由主义政权进行了大量的公司改革，而且改革在第二任执行中间偏左路线的政府中得以延续。这些改革包括降低向股东大会提交议案的门槛——从持股1%降到0.01%，要求公司任命的外部董事占总数的1/4，出台更有利于少数股东的新证

券法，设立了更为严格的有关信息披露、会计核算和董事会选举的法规等等。

## 充满抗争的历史

从张夏成的背景来看，他有抱负、有激情，这一点毋庸置疑。他的家乡位于韩国南部城市光州，该地区在历史上以勇于抗争而闻名。张夏成的一位近亲于1980年在其家乡举行的具有里程碑意义的针对当时军事独裁的大规模示威游行中丧生。这位大学教授对出身于这样的家族感到自豪。在日本殖民统治期间，他的祖父为韩国的独立而战，他祖父的兄弟参加了反对日本统治的军事活动。他出身于家道富有的书香门第，一个朋友开玩笑说“他家人全是博士”，而且他的家族还有投身公共服务的传统。张夏成的叔叔和妹妹在政府中身居高位。此外，在儒家文化中，他作为长子要肩负相应的责任。

张夏成为公众利益而战的事迹将其从场外的抗议者转化为一位受人尊敬的公众人物。但是，正当人们对他的敬意与日俱增时，张夏成将宣战的对象从家族企业转向中小公司，这使得人们对他的态度又有所改变。张夏成将这种重心的转变归因于与一位欧洲金融家的交流，这位金融家用双方都了解的语言——市场

## 家族企业共和国

一个韩国人可以一整天生活在三星集团的世界里。早晨，他离开三星建造的公寓，开着三星（雷诺）制造的汽车，打着三星手机来到办公室。他在三星旗下的百货公司买午餐，一边吃着三星（第一制糖）出产和经销、并由三星生产的微波炉加热的食物，一边收看三星电视。

这就是韩国家族企业的渗透力，在这个东北亚国家里，来自三星与其他韩国家族企业巨头的的影响几乎覆盖了人们生活的方方面面。三星集团是其中规模最大、最有影响力的一家，约占韩国GDP的20%，因此赢得了“三星共和国”的绰号。

家族企业为韩国带来了快速的经济增长。20世纪七、八十年代在朴正熙的军事独裁统治下，政府制定了产业扩张蓝图，并由家族企业实施。在这种国家主导的资本主义体系下，政府选定企业利用国有银行的低息贷款进行项目建设。家族企业的触角延伸到工业和服务业的大部分领域，它们受到保护而免于来自外国的竞争，而且享有绝对的政府风险分担和担保。在经济上，有利可图的业务都掌握在有限的几家大集团手中。

家族企业这种高度集权的管理体系以大权在握的、创建企业的社长及其直系家庭成员为中心。这些家族在韩国已经接近于王室，他们的命运总是会吸引公众的无尽关

注。现在，在一些情况下，社长的衣钵正传到第三代。在很多情况下，随着时间的推移，尽管创立企业的社长家族对主要集团公司的持股可能不到10%，但他们一般通过交叉持股来保持对企业的控制权。

到20世纪80年代后期，家族企业主导着韩国的工业，尤其是制造业、贸易和重工业。他们通过低廉的政府信贷和过度杠杆化获得资金，之后开始大步挺进国际市场。1997年亚洲金融危机前夕，该国排名前30位的家族企业的资产负债率超过530%，负债通常以短期贷款为主。

但事实证明，这一负债水平对许多家族企业来说太高了。在这次危机中，集团企业30强中大约有一半宣告破产。幸存的公司大幅削减短期和长期债务融资。在前30强中，不再允许进行新的集团内担保，而且现有的担保也已经废除。

韩国人对这些国内增长引擎的态度非常矛盾。韩国人的平等主义本能地使他们对这些掌权家族的财富积累持深深的怀疑态度，但其也为家族企业在全世界取得的成功感到自豪。他们认识到这个国家外向型经济的发展前途都悬系于这些巨头的命运——以至于任何可能威胁到这些巨头影响力和权力的企图都会面对“这种企图将带给经济致命后果”的警告。



的语言跟他交谈。这位金融家（张夏成并未透露其姓名）这样告诉他这位韩国朋友：“你似乎应该采取一种利用低估资产的策略。确实，（韩国）有很多资产被错误地定价、低估或者永远不能资本化。其中一个被低估的资产就是你。”这位金融家激励张夏成将他的钱投入他口诛笔伐的行业并进入私营部门。他告诉这位大学教授：“在这个资本主义市场上，你只有赚到钱并将业绩展示出来，才会有说服力。”

种子已经种下，张夏成又一次得益于天时、地利、人和的幸运碰撞。当张夏成在证券经纪公司门前游行呼吁小股东站出来时，李就开始关注他，那时李还是在美国工作的资产经理人。这位活动家激起了他的兴趣，于是他与张夏成取得联系，随即开始了他们之间的友谊。李将他在三星的投票权授权给张夏成，通过为他提供在股东大会上发言的机会来支持这位活动家。

## 补偿股票折价

大约十年后，李在Lazard资产管理公司工作，并发起了“韩国公司治理基金”（KCGF），据被聘为特别顾问的张夏成介绍，其原始投资约为3500万美元，现在的资本已增加到2.5亿美元。由于他的知名度很高，因此在当地这一基金被称为“张夏成基金”。该基金的使命是通过提升公司治理质量，扭转韩国股票长期被低估（通常被称为“韩国折价”）的局面，从而释放中小公司价值。

由于投资者认为进入韩国股票市场的风险较高，所以大家普遍认为该国股票的交易价格低于真实价值。与其他市场相比，韩国股票的市盈率很低。股票折价归因于许多因素，其中包括拥有核力量的邻国朝鲜造成的风险、公司过度杠杆化，以及市场的低效率。张夏成认为公司治理薄弱是很重要的原因。他认为一定要提高公司治理水平，消除折价，这样人们就会从公司增值中获利。

KCGF的第一笔投资是收购一家小型纺织公司大韩化纤株式会社5.1%的股份。收购完成后，其立即要求公司任命外部董事、出售闲置资产、披露关联交易。基金曾六次要求查阅公司的股东注册信息，但均被拒绝。最后，法庭指令迫使该公司让步。

以前张夏成被指控为反商业，但讽刺的是，当他涉足KCGF后，却又不得反击关于其牟取暴利的指控。张夏成自我辩护说，虽然一宣布KCGF收购了一家公司的股份，这家公司的股价就会飙升，但他致力于提升的是公司的长期价值。收购大韩股份的消息公布几分钟后，它的母公司泰光产业的股票随即涨停，而大韩的股票五天内翻了一番。张夏成将这种上涨归

结为从众行为。“仅仅在几分钟内，你认为我们能做什么改变？在公司方面什么都没改变。我们只是说：‘好了，我们要跟这家公司合作’而已。昨天、今天，它依然是同一家公司。我们要花很多天、数月甚至数年才能带来一点小小的改变。”

在KCFG短短的历史中，它所推行的变革使它卷入了大量关于其在该公司股份的公司中恶意外和过度参与运营的诉讼和指控。尽管KCFG参与公司的变革，但也不能确保获取成功。KCFG在收购当地一家建筑材料公司Byucksan后，却失去了一个股东的投票，所以尽管违背KCFG的意愿，但是社长和审计师依然官复原职。后来KCFG出售了该公司的股份。张夏成

“张夏成致力于提升的是公司的长期价值。”

说：“我们放弃了。我们想去改变一些公司，并且运用所有手段，包括刑事诉讼、民事诉讼或者法律赋予我们的任何手段。但是如果那样做，有时会损害公司价值。”

家族企业和韩国的商业机构经常把张夏成描述成外国机会主义掠夺者的工具，相对于公司改革来说，他对快速赚取利润更感兴趣。KCFG的投资者95%来自国外，但这位大学教授说，他有意避免将该基金出售给当地的机构，因为后者的投资眼界太短浅，可能导致他不能达成基金的目标。西方的投资者通常希望获得长期的价值增长，而在韩国，机构投资者的平均持股时间是几个月。张夏成说：“他们会每个月、每个星期打来电话询问利润的事情。”对于本地的投资者，张夏成是这样说的：“如果您不够耐心，请不要跟随我，因为在短期内一切都不会改变。改变会花很多天、数月甚至数年。”

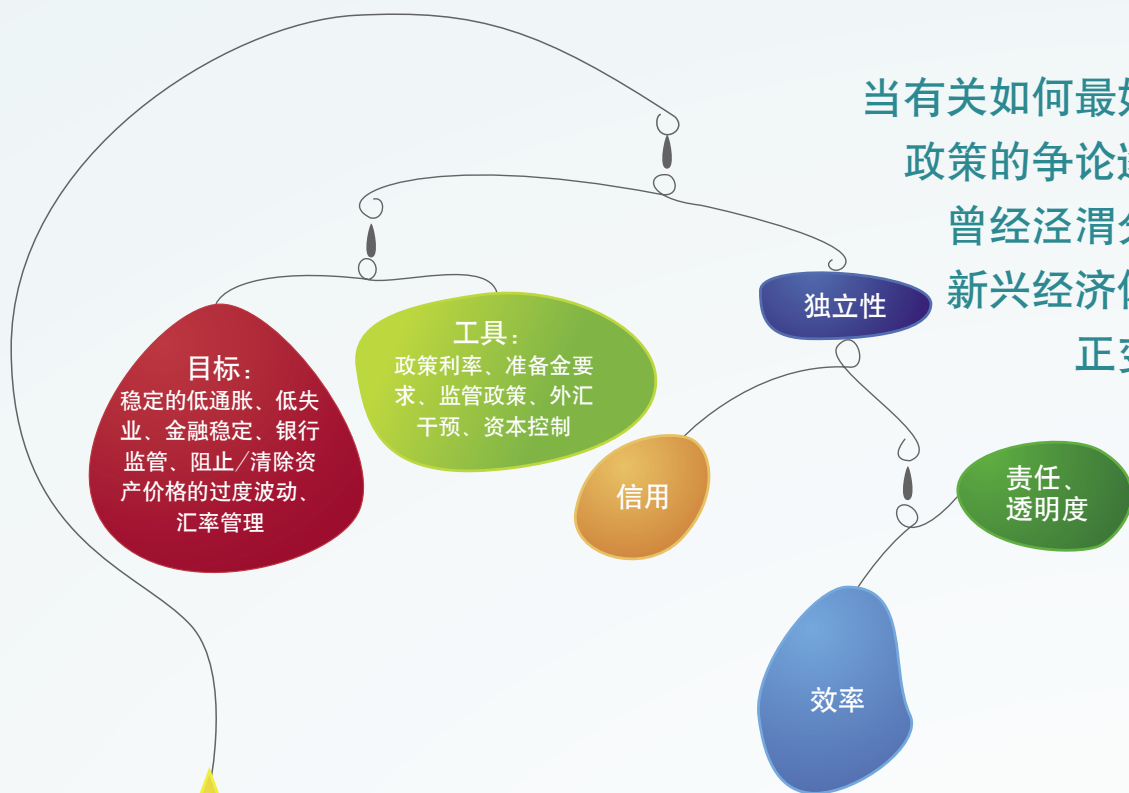
耐心这一品质是张夏成作为改革活动家期间被迫形成的。张夏成及其支持者提起的诉讼总是经过无数的上诉与抗诉而拖延很久，有许多诉讼持续数年。直到2001年，地方法院才对1998年张夏成和他的年轻律师以及PSPD发起的针对三星电子的首次集体诉讼做出判决，据此他们获得7200多万美元的赔偿。两年后，上诉法院与下级法院达成一致，将赔偿金减少到1600万美元。PSPD和三星均提出上诉，这个案子上诉到最高法院。最高法院支持张夏成及其联盟，维持原判。2005年最高法院宣布判决时，离首次诉讼已经相隔七年之久。至少在这个案例中，张夏成的信念与乐观最终获得了回报。■

Hyun-Sung Khang是《金融与发展》的高级编辑。



# 衰退过后

当有关如何最好地管理货币政策的争论逐渐升温时，曾经泾渭分明的发达与新兴经济体的区别如今正变得愈发模糊



中央银行

*Eswar Prasad*

当全球经济正在从逐渐消融的全球危机中吸取教训时，一场关于中央银行运营理念（很早就被认为已经确立）的激烈争论拉开了序幕（Goodfriend, 2007）。中央银行所承担的职责和使命是否合适已经在全球范围内受到严格的审视。

全球化已使发达和新兴市场经济体更易受到外来的冲击，而贸易和资金流动的不断开放则为冲击的跨国溢出效应建立了更为广泛的渠道。这些因素也增加了货币政策的负担。对于央行来说，现在使用利率变化这样的工具来达到国内目标变得更加困难了；资本在全球各个地方流动，这会给管理货币政策制造许多麻烦，而这个问题在存在影子金融体系的经济体中尤为明显。可是，

货币政策作为对抗外部冲击和金融系统故障的第一道防线已变得越来越重要，因为它远比其他宏观经济政策工具来得更加灵活。

这引发了激烈的争论：货币政策的正确框架是什么？央行目标的范围应该如何确定？央行独立性的最佳程度又是什么？即使对最优货币政策框架的清晰界定已经逐渐弱化，危机导致的一个引人注目的结果是，有关处于不同经济和制度发展阶段的经济体的央行职能的讨论开始出现共识。

新兴市场的央行被看作是落后于发达经济体的——包括运营框架的严谨度，以及成熟度和透明度。但是相比于发达经济体，新兴市场的央行已经走出了危机困境，其境况看上去比前者要好



很多。因此，关于何种货币和监管政策适合新兴市场的争论已经出现了很有意思的转折（Gill、Kanbur 和 Prasad，2009）。首先，我们应该回顾一些与所有类型经济体相关的一般原则。

## 为通胀目标制设定目标

在过去二十年中，不论是采取显性还是隐性的形式，通胀目标制都被大多数发达经济体用作为货币政策框架。许多新兴市场的央行也优先采取了将通胀保持在一定目标水平或某一特定范围内的框架。许多其他经济体也向这种体系靠拢。通胀目标制已经在保持价格稳定和锚定通胀预期方面拥有了良好的记录。这一事实在新兴市场得到了证实，这些地区的高通胀尤为致命，因为穷人由此所遭受的冲击更大。

但是通胀目标制在全球金融危机的余波中已经受到了严厉的抨击。发达国家的央行行长们正遭受外界的谴责，外界认为其过于关注物价稳定，忽视了资产价格泡沫，且未能防范几十年来最为严重的危机。

同时，尽管许多新兴市场安然度过了此次危机，但其央行也面临着放弃该框架的压力。批评者指出，如果通胀目标制意味着忽视剧烈的汇率波动以及股票和房地产市场的兴衰周期，那么其可能会对这些经济体造成破坏。

事实上，一些新兴市场的中央银行家进行的更为激烈的争论是，低通胀既无必要且也不足以保持金融稳定。在低通胀和稳定增长时期，许多发达国家产生了巨大的金融市场压力，这促使人们认真看待这一观点。

## 资产市场泡沫

房地产及股票市场价格泡沫的破裂会对金融市场和经济产生破坏性影响，从最终带来的后果中可见一斑。这一事实似乎表明了央行不能忽视资产价格泡沫这一问题，而且限制央行采取先发制人措施应对泡沫的狭义框架是注定要失败的。然而，主要难题是在现实中很难察觉到这样的泡沫，而且很难判断货币政策是否就是用于在泡沫变大之前将其戳破的正确选择。

关于货币政策的最纯粹的观点认为，只要央行的银行家们拥有关于通胀的正确的宏观经济模型，资产泡沫就应被纳入通胀目标制框架。资产繁荣增加了家庭和企业的金融财富，使其感到富足并花费更多。这应该被理解为总需求的上升会提高通胀率，由此将会引发政策回应。换句话说，这些新兴经济的央行会以货币政策措施应对通货膨胀影响，使资产泡沫自动消除。然而，尽管这些新兴经济的央行拥有正确的模

型，但在总需求的影响凸显之前，资产价格会迅速上升并造成毁灭性的崩溃。

一个折中的立场是，宽松的货币政策助长了泡沫的形成，所以应该由货币政策将其戳破，这可以参考美国房地产市场繁荣的例子。而诸如21世纪初期科技部门的资产价格热潮等另一些问题，则应该用监管政策来处理，或允许其继续运营。这些方法面临各自的一系列问题，发现和阻止泡沫尚存在困难，更不要说探究其原因了。即使到现在，我们依旧难以确定造成美国房市繁荣与随之而来的崩盘的直接原因是宽松的货币政策还是薄弱的监管。

然而这场辩论已经得到了解决，在危机过后，即使央行不以任何正式方式限制资产价格攀升，其也很难对此视而不见。事实上，明确的金融稳定指令将要求央行监管资产价格。毕竟，在最近的危机当中，美国房价下跌是导致整个金融系统瘫痪的罪魁祸首。一些中央银行家甚至声称，维持金融稳定是与货币政策的标准目标紧密相连的，并且这两个功能是不可分割的（Blinder，2010）。

央行的“命令爬行”政策可能会产生复杂的连带问题。让我们考虑以下观点：在利用利率政策来管理通货膨胀的同时，使用监管工具来监管资产泡沫，并确保金融稳定。当金融机构（央行负责对其的管理）财务状况可能会受到利率政策的影响时，金融机构会面临压力。例如，低政策利率有益于银行获取利润，因为这使银行有机会获取廉价货币，但低利率又有可能导致通胀预期并助长资产价格泡沫。

命令爬行的这一特殊方面存在着一个更大的危险。虽然将资产价格纳入货币政策框架的想法很有吸引力，但是让中央银行在没有明确的标准且不知道货币政策如何影响资产价格的情况下监管资产市场，这样做是十分危险的。尽管这是未知领域，但央行显然不能等到想出理论性解决办法之后再付诸实践。

## 目标与工具

危机期间的货币政策应该是务实的，并且应利用所有可用的工具。事实上，在最近的危机当中，全球很多央行都采取了果断的大规模流动性干预来防止金融系统崩溃。但这种货币政策框架是否适用于更多的正常情况，仍然是个悬而未决的问题。何种框架能够有利于宏观经济和金融市场的稳定、减少商业周期波动，并为积极回应负面外来冲击的货币政策提供空间？

基于学术研究和实践经验，传统的观点认为，货币政策实际只拥有单一的工具（通常是政策利率），而它充其量被用于实现一个目标，例如稳定的低通

胀。另一个稍有区别的观点是，对于大多数央行事实上有两个工具——货币政策工具和监管权。前者应该被用于控制通货膨胀，而后者则用于防止金融体系中积累的失衡。但即使是这组有限的目标也会造成压力。例如，正如已经指出的那样，对压力下的金融体系有利的政策（低利率和充足的流动性）并不一定有利于控制通胀。

在新兴市场当中，这种压力会凸显，这些经济体的央行通常被认为不仅要价格和金融市场的稳定负责，还要为更广泛的社会和经济目标负责。举例来说，从长远来看，主要关注于单一目标的稳定且透明的货币政策是应对严峻形势（资本流入激增以及由此导致的汇率升值，其会给出口市场带来永久性伤害，并且也损害了央行政策的合理性）的最佳选择。因此，汇率监管这样的配套目标已经使这些经济体的货币政策变得复杂化了。而资本控制那样的工具已经影响了效率并给自身制造了一些难题。

一种不同的观点是，在新兴市场中，中央银行最终要为诸多目标负责。选择之一是将其所有可能出现的风险列入到考虑范围以内，尝试兼顾所有的目标。因为如果换成其他选择，那么在某一事件中的任何一项目标出现差错的话，这些选择都会受到指责。同样引来争议的说法是，央行面对多重任务时应该制定和传达一套更为有限的目标，这样才能有效地实施。

如果一个央行承担多个任务，就会使人们对其能否运用上述工具完成任务产生不切实际的期望。事实上，这诱使人们将货币政策看做万能钥匙，而这导致一些新兴市场的央行倍感压力。这些任务可能是央行所承担不起的，并且这最终注定会导致失败，在制度结构薄弱、监管能力有限，以及财政赤字和公共债务水平都相对较高的经济体中情况更是如此。即使没有这些制约，货币政策本身也无法左右经济的长期增长潜力或在有限的一段时间内改变失业率。

一个更局限的观点是，依靠保持稳定的低通胀，央行的货币政策能够对宏观经济和金融稳定有所帮助。如果该框架运行正常的话，将表明货币政策的范围，并且提供问责制的明确标准。这些不同观点之间的对立带来了针对央行独立性的辩论。

## 独立性是否必要？

全世界的央行的独立性都受到了打击。在美国，国会表示要加强对美联储的监管，尽管其给予后者监管具有系统重要性的大型金融机构的权利。其他国家的政客则拿金融危机做借口，试图控制央行。在阿根廷，总统解雇了央行行长，理由是后者不同意用外汇

储备支付部分国家债务。

这种发展趋势相悖于央行独立性是纯粹的优点这一普遍被人们所认可的观点，因为这种独立性允许央行在不受政治或其他方面的制约下把注意力集中到它能做到最好的事情上，并帮助央行在管理通胀预期方面建立信誉。在艰难时期，这种信誉派上了用场，因为它给中央银行提供了使用非常规措施的空间，并且不会让通胀预期发展到无法控制的地步。一个例证是，尽管2008—2009年美联储注入的流动性相当巨大，并且公共债务水平快速上涨，但美国依然保持了相对较低的通胀预期。至少到目前为止，市场似乎仍相信美联储不会让通胀失去控制。

但央行独立性的概念是复杂的。传统观念认为拥有有限而明确目标（如保持稳定的低通胀率）的独立的央行能够减少政治干预的影响，这是实现有效性和透明度的最佳机会。即使是拥有明确而单一目标（采取通胀目标的形式）的央行也只能靠操作独立性来实现这个目标。政府确定出目标本身和放弃该目标所造成的后果。事实上，如果政府没有涉足目标制定，目标会缺乏更广泛的公众合理性。

如果政府采取挥霍无度的财政政策，持续增加巨额的财政赤字，那么即使是上述有限的目标都难以实现。此外，如果央行承担起稳定金融市场和避免资产价格泡沫的责任，那么必须给予其除政策利率（在某些情况为准备金要求）之外更多的工具。但是，央行的多重目标高度互斥（即使有着相应数量的工具），并且操作独立性需要实现通胀目标。更广泛的目标集始终意味着更多的政治干预和更低的维持低通胀的可信度。

这种复杂情况频繁出现在新兴市场。在许多新兴经济体中，央行是管理最完善和最受信任的公共机构，而这给其带来了更多责任。但承担更多责任可能导致其控制通胀的有效性不足，而这一度是央行所擅长的。

真正的难题在于，如果央行看上去不关心诸如经济增长和就业这样的其他目标，即使有限的目标也可能导致央行的独立性受到威胁。一些新兴市场的央行行长暗示，其仅有的一点独立性都已岌岌可危。例如，如果央行既不能控制损害出口商的迅猛的汇率升值，又不能阻止资产泡沫，避免其破裂时造成的巨大破坏，那么央行这点仅存的独立性也将被切断。

经典的反驳是，通过稳定价格提供一个稳定的宏观经济环境，央行能够给高速增长和金融稳定带来最佳的贡献。但根据最近危机期间事态的发展，这种说法已经显得有些教条，甚至是站不住脚的。的确，如今央行理论与实践的脱节似乎变得越来越严重了。



## 许多替代品

尽管通胀目标制的地位越来越突出,但央行在实践中还有更为广泛的选择。一种极端是采取正式的通胀目标制,如加拿大、新西兰和泰国。美联储则承担了促进增长和稳定价格的双重使命,但人们普遍认为其将通胀目标置于优先位置。另一种极端是印度储备银行,该行行长Duvvuri Subbarao明确地指出其是一个提供全方位服务的央行,拥有多个目标(稳定的低通胀并不必然占据主导地位)。包括中国人民银行在内的众多央行都拥有一种或另一种形式的汇率目标,有效地从国外输入货币政策。

理论模型的变化范围则狭窄的多。例如,通胀目标制框架模型主要关注严格的目标或某种灵活的形式,后者使央行对产出缺口(其衡量经济放缓的程度)施加权重。很少有研究明确地将价格稳定与金融稳定相联系,也鲜有研究说明资产价格将会如何融入更为广泛的货币政策框架之中。

即使在狭窄的范围内,学术界也是刚开始研究新兴市场所面临的特殊挑战。例如,对于实行通胀目标制的央行应瞄准哪个价格指数的问题,低收入与中等收入经济体所持有的观点是截然不同的。在低收入国家,食品支出几乎占据家庭总支出的一半,并且大部分人口在现金结算的经济中工作,极少有可能进入正规的金融体系(Anand和Prasad, 2010)。这些经济体的央行只盯住核心通胀(不包括波动性较大的粮食和能源价格)的做法是不堪一击的,尽管经典的理论模型表明核心通胀是正确的目标。更为广泛的问题为,新兴市场是应将通胀控制在适当水平,还是在较高通胀与更高的汇率之间取舍。这仍是个悬而未决的问题(Blanchard、Dell’Ariccia和Mauro, 2010)。

最终的结果是,即使学者(包括本文作者)提倡更稳健的、经过详细分析的货币政策框架,其也并没有给新兴市场的央行行长提供可以处理复杂现实挑战的框架。

## 保持一切照常

央行行长已显示出其有效应对危机的能力。但核心问题并不是应对危机,而是哪些货币政策框架将会在一开始就降低危机爆发的可能性。这些问题的答案

还不太清楚。有趣的是,在危机到来之前,几乎每个有明确或暗含的通胀目标制的经济体都或多或少已表示其有意坚持这一框架,这或许是因为这一框架在提供价格稳定方面有着良好的记录。

对于通胀目标制怎样才能适应于危机过后的世界仍然存在大量问题。然而更为基本的问题是,这个方法能否提供一个能够根据国情进行调整的基础框架。

通胀目标制这一框架能否让央行放开手脚,使其有效地完成所能做的事情,并且促成对货币政策的现实预期?亦或其实际上是央行的束缚,可能导致央行忽视那些最终可能会引发巨大风险的金融市场和宏观经济的事态发展?

在绝境中,实用主义是一种绝佳的操作规则,但它没有为正常时期提供稳定框架。在没有框架的情况下,操作显示出灵活性和适应性,但代价是削弱了通胀预期的锚定。这也可能限制了央行建立可信度的能力,而这种可信度能够在宏观经济和财政面临压力时派上用场。

通胀目标制仍然是最稳固的框架,若因为监管失败(导致最近的金融崩溃)而指责它,那么结果就好比将浴盆中的水和婴儿一起抛出去。在这些观点之间寻求平衡并非易事。央行行长和学者都需要苦苦的思索。■

Eswar Prasad是康奈尔大学贸易政策系Nandlal P. Tolani 高级教授、布鲁金斯学会国际经济学新世纪讲席研究员,以及美国国家经济研究局副研究员。

### 参考文献:

- Anand, Rahul, and Eswar Prasad, forthcoming, “Optimal Price Indexes for Targeting Inflation under Incomplete Markets,” National Bureau of Economic Research working paper.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro, 2010, “Rethinking Macroeconomic Policy,” IMF Staff Position Note 10/03 (Washington: International Monetary Fund).
- Blinder, Alan, 2010, “How Central Should the Central Bank Be?” Journal of Economic Literature, Vol. 48, No. 1, pp. 123–33.
- Gill, Hammond, Ravi Kanbur, and Eswar Prasad, eds., 2009, Monetary Policy Frameworks for Emerging Market Economies (Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar Press).
- Goodfriend, Marvin, 2007, “How the World Achieved Consensus on Monetary Policy,” Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 4, pp. 47–68.



# 重新定义中央银行的权责

## 中央银行必须从全球危机中汲取经验教训 并做出实质性变革

Duvvuri Subbarao

各国中央银行一直处于全球金融危机的中心。人们一方面把全球爆发金融危机归咎于中央银行的政策与行为；而另一方面又称赞中央银行带领全球走出金融危机。这两种评价都是公正的。中央银行既是问题的一部分，也是解决问题的途径之一。

随着危机的结束和复苏的来临，中央银行面临一系列问题，下面我将谈到其中的五个问题。

### 在全球化背景下的货币政策

从危机中我们看到，在全球化背景下进行宏观经济管理存在许多困难。即使政府与中央银行展现出了非同寻常的政策力量，但仍无法控制局势，这是因为金融体系内部之间存在相互联系，同时外部事件又会对国内的政策措施产生正面或负面的影响。最为重要的是，各国政府与中央银行发现，各国之间情绪与信心彼此影响的程度极高。

外部事件与国内经济之间相互影响的方式复杂多变，甚至可以说是变幻莫测。中央银行必须深入理解这些相互间的影响。一些经济影响跨境传递的渠道是我们所熟知的，如全球价格（包括商品价格的变动）、经济周期的同步化、资本流动、资产价格的强劲联动、主要国际货币的汇率，以及主要中央银行的利率政策等等。而另外一些渠道则并不那么为人所熟知。例如，危机表明，即使是监管制度的差别也会引发套利行为并弱化国内政策的效率。

以资本流动管理为例。在危机期间，新兴市场经济体的资本流入突然中断，而资本迅速流出，这是全球去杠杆化的结果。如今这种局势已经扭转，许多新兴市场经济体再度出现资本的净流入。在半开放新兴市场经济体中，对这些资本流动的管理（尤其是在其变动趋势反复无常的时候）可以验证中央银行政策是否有效。一国中央银行如果不干预外汇市场，就可能引发与经济基本面无关的货币升值成本。如果为防止货币升值而干预外汇市场，中央银行则必须应对过剩的流动性以及可能出现的通胀压力。如果冻结（吸

收）这部分流动性，中央银行又将面临抬高利率的风险，这将有害于经济发展的前景。

资本流动的反复无常还会损害金融稳定性。新兴市场经济体对资本项目开放、固定汇率、独立货币政策这一“不可能三角”进行管理的方式将影响到该经济体的发展前景、物价以及金融稳定性。

### 重新定义中央银行的权力

危机引发了大范围的有关中央银行的作用与责任的激烈争论，人们由此提出了三个重要问题：

中央银行是否应该坚持通胀目标制？在危机爆发之前的数年间，通胀目标制获得了有力的学术共识，

“在防范资产价格泡沫的过程中，央行不仅要具备分析能力，还要能够对风险的性质做出成熟的判断。”

这一概念是说将货币政策建立在实现某一目标通胀率的基础上——目标通胀率通常指消费者价格。即使中央银行并不以精确实现通胀率为目标，其政策方针也通过物价稳定予以体现（即便物价稳定并非占主导地位）。这种方法一度似乎取得了成功。在较长的一段时期内，全球的物价稳定，经济实现平稳增长，失业率保持在较低水平。危机爆发前，各国的中央银行行长均取得巨大成功。然而，“大缓和”的崩溃即便没有打破，至少也弱化了只以通胀为目标的共识。危机前的主流观点是物价稳定与金融稳定彼此互相促进；而本次危机证明这一观点是错误的：物价稳定并不一定能够保证金融稳定。危机则对“新环境假说”提供了新的支持，该假说认为纯粹的通胀目标制是不妥当的，中央银行的权力应从稳定物价拓宽到涵盖银行监管、金融稳定以及防止资产价格泡沫等领域。

中央银行在防止资产价格泡沫中的作用如何？一种新兴观点认为，防止资产价格升高应当归属于中央



银行的权责范围。不过，这种观点在中央银行是应当通过货币政策还是监管来防止资产泡沫这一问题上产生了分歧。但有一点是毋庸置疑的：在防范资产价格泡沫的过程中，中央银行不仅要具备分析能力，还要能够对风险的性质做出成熟的判断。

中央银行是否还应当介入银行的监管？在许多监管模式下，中央银行只充当货币当局，而针对银行的监管职能则被赋予另一个机构。新兴观点认为，危机爆发至少有部分原因是中央银行与监管部门之间缺少协调与沟通，而为了实现金融稳定，最理想的做法就是将监管银行的职能赋予中央银行。当然，这并不能完全解决问题。从全球金融监管模式的多样性中我们可以清楚看到，并没有“放之四海而皆准”的方法。每个国家和每个中央银行都必须根据所处的特定环境来解决这个问题。

## 中央银行与金融稳定性

金融无法自动实现稳定，也不必然会稳定，人们在这一点上已达成广泛共识。但金融维稳是否应当明确包含在中央银行的权力范围之内，对此则尚存分歧。一种观点认为明确的规定会有点多余，因为金融稳定本身就是实现与通胀、产出和就业相关的中央银行常规目标的必要条件（但不是充分条件）。另一方面，越来越多的人却认为，除非将金融稳定明确纳入中央银行的权责范围内，否则其就可能被忽视。

令问题变得更为复杂的是，事实证明，用一种精确、全面、可衡量的方式来定义金融稳定性并非易事。当然，我们现在了解到金融不稳定具有两个特性：

- 利率和汇率等对实体经济产生直接影响的宏观变量极其不稳定；
- 流动性对金融机构与市场的不利影响对系统稳定性构成威胁。

中央银行是否具备行使金融维稳职能的工具？维持金融稳定的一个显而易见的工具就是其“最后贷款人”职能。在危机期间，中央银行通过最后贷款人窗口注入了巨额流动性来为金融体系解冻。此举使单个机构获得了流动性，但整个市场仍流动性不足，这表明该窗口工具在应对流动性不足问题上存在局限性。中央银行可以注入流动性，但却很难保证这些廉价、充足的可用资金被用于购买价值正快速缩水的资产上。唯一的选择可能是由中央银行出面来购买这些资产。这就意味着中央银行不仅必须是“最后贷款人”，还必须是“最终做市商”。然而，目前这些问题还没有得到明确定义，更不用说得以解决了。但是这些问题却必须尽快解决。

## 监管成本与收益的管理

为保障金融稳定性，印度储备银行采取了各种审慎措施，包括规定敞口标准、先行收紧与资产相关的风险权重，以及明确要求计提损失准备金。但执行这些措施经常会付出一些代价。例如，收紧风险权重被证明可以减少某些行业的信贷流动，但过度、过早或不必要的收紧将有碍经济增长。类似地，敞口标准可以防止集中性风险，但这些限制会对某些重要的增长性行业的信贷获取形成掣肘。因此，中央银行面临的挑战与履行物价维稳职能时相仿，即需要在金融稳定和经济增长之间做出权衡。

在经济危机之后，我们回过头来看，所有的保守政策似乎都是安全的。但是过度的保守主义会阻碍增长并扼杀创新。问题在于我们愿意付出怎样的代价，或者相反，我们愿意放弃怎样的潜在利益，从而应对不可预知的“黑天鹅事件”？经验表明，在监管的成本和收益之间做出平衡所需要的与其说是分析性技术，不如说是良好的判断力。中央银行，特别是发展中国家（如印度）的中央银行在实现经济增长和金融稳定的同时，还需要提升自身的判断技能。

## 自治与责任

在危机其间，各国政府与中央银行联手推出了前所未有的扩张性财政与货币政策。当一些国家正在考虑退出这些扩张性政策时，货币与财政政策之间经常会出现的矛盾再度浮现。如果回归到以财政为主导的局面，将有损中央银行的独立性。

保障金融稳定的责任必须由政府、中央银行和其他监管机构共同承担。虽然责任共担本身并不是问题，但还存在两个与此相关的问题。其一，救助金融机构从根本上说是一种政治行为，参与诸如此类的决策活动可能会弱化中央银行以技术进行治理的定位。其二，为实现金融稳定而与政府开展合作可能会延伸至中央银行权力范围内的其他领域，这种风险将削弱中央银行的独立性。

由于此次危机所带来的事态发展，中央银行在独立性方面所遭受的批评与日俱增。中央银行必须倡导其独立地位，但不是通过长篇大论，而是通过采取更有活力且更为自愿的行动，以增强其透明度，提高响应能力并负起责任。

以上谈及的一系列议题绝非问题的全部，也并没有触及到所有细节。但各国中央银行可能会对如何着手处理这些议题获得进一步的了解，并以此为基础调整与改变其运行方式。■

Duvvuri Subbarao是印度储备银行行长。



# 实施改革的原则

在为金融部门设计新政策时，老式观念也很重要

William Poole

金融危机已经引发了针对金融部门和金融监管领域公共政策的广泛的重新评估。许多改革计划已经出炉，但很少有被最终确定的。许多国家的立法机构面临强大的政治压力，这意味着金融业的游说势力和公众在所需改革的性质这一问题的看法（包括错误的看法）上存在分歧。

发展中经济体面临的改革话题看起来可能有别于发达经济体，但这些问题本质上是相同的。发展中国家的决策者必须坚守其期望塑造的金融部门的愿景，以避免眼下制定出可能使这种愿景难以实现的政策。政策如被看作短期的权宜之计，往往会引发难以消除的既得利益。当涉及到监管约束时这个问题尤其严重，因为监管约束塑造并扭曲了金融服务业的结构。受到保护的部门极力维护其优势，而监管机构极力维持其自身影响力。一般来说，关于政府机构创建的历史记录往往是长篇累牍，但对它们解散的记录却少得可怜。

对未来的金融结构拥有愿景也是非常必要的，因为全球金融业的竞争非常激烈，要想阻止国内非金融企业从国外获取金融服务非常困难，也非常耗费财力。因此，扶植国内金融服务业需要关注国际竞争，而这意味着需要关注最复杂的金融服务类型的特征。金融和非金融业面临同样的问题：立志于跻身发达经济体行列的发展中经济体必须对能够提高生产率和收入的实践与技术持开放态度。

美国和欧洲的金融危机表明其金融体系存在缺陷，所以无法成为发展中经济体金融愿景的基础。对于各种类型的经济体而言，在考虑如何引导金融服务业的公共政策时应遵循哪些核心原则？下面我将就此展开个人观点。考虑到制度安排在不同国家之间存在差别，我将笼统地探讨中央银行和监管机构的权力。

## 价格水平的稳定性

中央银行最重要的目标应该是使经济体中价格总水平保持适度稳定。价格水平的稳定有助于经济发展，而且还有助于保持国内外对该经济体的信心。国内市场（尤其是资本市场）在价格稳定时运行效率更高。

成功维持价格稳定的中央银行将会获得声望和影响力。此外，经常被忽略的一点是，当中央银行实现了价格维稳时，它就可以去执行有助于保持就业率高位稳定的反周期货币政策。

## 支付能力至上

没有哪个经济体能在缺乏可靠的资金收付机制的情况下正常运转。忽视银行的传统货币职能会导致灾难。商业银行不仅是一家接收和划转存款的货币公司，同时也是一家提供和管理贷款的信贷公司。如果银行的信贷活动可能导致破产，那么其货币职能就会遭到严重削弱。

有两种防范银行破产风险的方法。第一种也是最重要的一种方法是，要求商业银行必须持有大量的缓冲资本才能获取经营许可。最近的金融危机表明银行资本的传统标准尚不足以抵御风险。应该要求银行维持占资产10%的最低股权资本。此外，总负债中有10%应该为长期次级债——这种债务到期时银行可以将其转化为股本（有时亦称为“或有资本”）。

严苛的资本金要求有以下几个目的：在银行系统的偿债能力方面维持了市场信心，对银行活动施加充分的市场约束，并为保护纳税人免于出资救助破产银行提供了很大的缓冲。

第二种防范银行失去偿付能力的方法是监管。银



行系统通常享有政府提供的存款保险。监管对保护存款保险基金是必要的。银行业监管当局应该被赋予维持银行安全和稳定的专有职能。银行不应被用于提供政府引导的开发融资。强大的银行对经济发展进程而言至关重要，但其信贷活动应该由私人市场方面的考虑来驱动。

银行存在被作为开发机构的风险。一方面，银行将被迫发放不安全的贷款。另一方面，政府指导的银行信贷活动不受预算约束。若政府希望支持开发性贷款，应通过由常规立法程序提供资源的政府信用机构来进行，从而保证透明度。或者，政府也可以采用补贴私人开发公司的方式。由于银行的稳定性非常重要，其不应该成为开发性融资的受调控环节。

## 过度杠杆化的危害

当前金融危机的主要原因是过度杠杆化，尤其是银行系统的过度杠杆化。就美国过去10年的经历而言，将10年前网络股泡沫的破灭与2007年开始的次贷危机进行比较颇为有趣。这两个时期的共同特征是，投资者对风险资产十分狂热，而最终其都遭受了巨大损失。但是，只有次贷危机导致了金融危机。大部分普通股由无杠杆账户（如个人和共同基金的投资组合）持有。而次级抵押贷款及证券主要由商业和投资银行以及一些对冲基金的高杠杆账户持有。

虽然过度杠杆化危害很大，但税务体系常常通过将利息支出而非股票红利作为可扣除的营业费用来对债务进行补贴。对杠杆化进行补贴的公共政策是不合理的。个人和企业所得税征收体系应逐步取消将利息作为可扣除费用的做法，并通过降低税率来作为补偿。这样，改革就不会对营业收入产生影响。

## 监管部门的审慎

大部分监管者通常认为，如果其拥有更广泛的权力，就能更有效地发挥作用。这种观点会受到质疑。

在民主社会中，每位官员行使职能都会受到政治约束。例如，一国的中央银行行长了解，无论其法定权力有多广泛，其仍未被赋予无限权力。人们经常讨论这样一个话题，即在当下的政治环境中，采取何种举措是适宜的。同样重要的是，要正确地思考金融结构这一问题，还需要考虑到中央银行不应该试图运用哪些权力，但如果现行法律赋予了这种权力，中央银行可能会认为必须运用这些权力。

例如，中央银行是否应该购买私人企业和当地政府的债务？如果答案是中央银行不应该提供这种贷款（我个人认同这种观点），那么它就不应拥有这样做的权力。对实体企业而非银行提供贷款应该是当政选

府的责任。对于紧急事件的授权应当十分严格，比如说必须获得总理或总统的正式同意，以便确保中央银行的资源不被滥用。问题不在于中央银行会经常滥用其贷款权力，而在于政治当局会滥用中央银行的权力。必须获得政府认可这一要求增加了中央银行向非银行机构发放贷款的透明度，并使政治当局对这些贷款承担起应承担的责任。

追根溯源，中央银行发放贷款取决于其创造货币的权力；而维持货币购买力就必须明智地使用这项权力。中央银行独立于日常政治的控制是避免通胀型金融的最佳途径。这也说明了对中央银行的权力和责任进行狭义定义的重要性。

首先应考虑清楚的问题是政府部门需要和应该具有哪些权力，这一点很有助益。以灵活性的名义提倡极端广泛但定义模糊的权力在我看来恐怕没能将这个问题考虑透彻。每位学者都了解教学经验对提高思想认识的重要作用。每位监管者都应该提出这样的问题：如果X发生，我的部门应该做什么？需要哪些权力？如果Y发生，同样的这些权力是否会因政治程序而被滥用？

随着时间的推移，每个部门的高层领导都在变动。未来的领导者能否明智地运用广泛的权力，对此我们能报有多大信心呢？当我们考虑法律的变更时，一个有用的原则是假设未来领导者的能力和动力都与当前情况不同。对于未来的领导者而言，占有支配地位的立法应该起到约束作用，而非为其提供权力，只有这样，市场才能合理地确信存在完备的政策。

## 观念虽然老式，但依然重要

金融危机表明一些老式观念依然具有重要意义。由于银行业危机引发普遍的经济危机，管理金融部门的法律法规首先必须能够维持商业银行部门的稳定性。银行的贷款业务必须以风险相对较低的贷款为主，并保持充足的资本金。必须仔细设定监管机构的权力，过度的权力会引发政治滥用并带来因当局举措所造成的市场不确定性。

要转变对金融机构的激励需要我们付出更多的努力。修改税法以鼓励减少杠杆化，以及提高银行资本金要求将推动更稳定的金融体系的形成。虽然几个世纪以来金融危机已成为市场经济国家的家常便饭，但我们对危机起因的了解已经足够充分，这使得我们可以通过制定政策大大降低未来这种动荡局面的出现频率。■

William Poole是前圣路易斯联邦储备银行主席加图研究所高级研究员、特拉华大学杰出驻校学者。



# 债务与民主

Rabah Arezki 和 Markus Brückner

民主政府使用  
从国际商品价  
格猛涨中获得的  
意外财富减少  
外债，而专制  
政府则倾向于  
将其挥霍一空

商业出口国往往要承受商品价格的巨幅冲击，这种冲击给其宏观经济稳定性带来了严峻挑战。例如，商品价格飞涨引发的外国资金的突然涌入会使一国的实际汇率（名义汇率经通胀调整后的数值）上升，并且使该国非商品出口的竞争力下降。这种意料之外的价格变动对商品出口国竞争力的影响已得到经济学家们的广泛研究。

这样的价格冲击对商品出口国还有另外一个相当重要但却未经充分研究的影响——增加外汇储备和政府收入。各国政府从商品价格暴涨中获取收入的方式对国家的宏观经济绩效有着直接的影响，而且这种影响既可能有益也可能有害。

当价格暴涨时，财政收入的突然增加令商品出口国的外债偿还更为容易。然而商品价格上涨总有结束的一天。明智的做法是用经济情况良好时获得的财政收入偿还艰难时期所借的外债。但如果一国对意外获得的财富没有加以谨慎的使用，甚至在经济繁荣期积累更多的

债务，其将会发现自己处于一个更加困难的境地。这是因为在繁荣过后，财政资源有所减少，债务的份额变得更高，并且更加难以偿还。正如我们经常看到的那样，如果债务是以外币（如美元）计价的话，情况会更加复杂。如果在商品价格猛涨期间所获的意外财富没有用以减轻外债，那么随之而来的将是外债违约（此处采用包括债务重组在内的宽松定义，即便未发生正式违约）。一些研究者认为，20世纪70年代的商品价格猛涨给大批商品出口国（例如委内瑞拉和尼日利亚）带来过多外债，而这是导致20世纪80年代债务危机的根源（Deaton, 1996; Krueger, 1987; Sachs, 1989a）。

国际金融文献的流行观点是：高等级的外债实际上会通过税收影响未来的投资项目，并且还会限制这些项目的融资，从而破坏经济绩效（Krugman, 1988; Sachs, 1989b）。由于近年来商品价格的大幅波动，以及2009年的迪拜债务危机，决策者必须厘清商品出



口国的外债与国际商品价格变动的关联。我们通过研究1970—2007年的93个国家的数据来调查这种关联，结论是民主国家和专制国家对待商品价格猛涨的方式有着巨大差异。我们关注于政府行为，而在相关文献中，政府被认为普遍存在总体上的外债。然而需要记住的是，一些国家也会相对其他国家积累能减少总体净头寸的金融资产（如国际储备）。

## 意外财富带来了什么？

在民主国家（见专栏1），政治制度给予政治领袖一定程度的受托责任，大宗商品价格所受的正冲击与显著减少的外债和债务违约的风险相关。在高度独裁的国家，政治领袖们很少有或没有公共受托责任，从国际商品价格暴涨中获取的意外之财并没有被系统地用于减少外债。此外，一旦价格暴涨终止，这些国家无法从中获得意外的财政收入之后，其拖欠外债的风险显著增加。

这是为什么？原因是这些政权将大部分意外财富用在了政府消费上面。不过政府消费支出的增加也不一定是有害的。事实上，从社会福利的角度出发，如果意外财富被以有效的方式提供诸如教育和健康服务等公共物品的话，那么这笔支出就是有益的。

但在专制国家，政府消费支出的增加几乎不会带来收益，其主要目的是让有势力的精英们受益。例如在那些石油输出国家中，燃料产品经常受到补贴，从而带来大量的财政成本和过度的消费，这会给予富人（其比穷人消耗更多的能源）不均等的支持（见本期“降低廉价能源的惊人成本”一文）。由于政治制度为“财富掠夺型”的国家滥用公共资金，并挤出了生产活动（Mehlum 和 Torvik, 2006），人均GDP（一个有关社会福利的通用但不完全的指标）不会在商品价格猛涨期间有所增加。

相反，民主国家在商品价格飞涨期间的政府消费支出中并没有出现明显的巨额增长。这些意外获得的财政收入使人均GDP得到了显著增加。

我们还发现，在民主国家中，国际商品价格的上涨往往伴随着法规的显著改善（见专栏2）。出口商品的国际价格上涨可能会提高国内投资的回报，这在能源部门尤为明显。但是如果投资者担心政府会征收其获取的绝大部分利润的话，私人投资则不会显著增加（尽管国内资本的回报更高）。很多民主国家都对投资者的担心作出了回应，其向潜在的投资者保证一定会尊重他们的财产权。相反，在国际商品价格猛涨的时期，专制国家本就薄弱的法规并没有得到改进，甚至进一步恶化。

## 有什么是可以借鉴的

在民主制国家，对意外财富采取更为保守的管理方式有一个明显的好处：减少外债。而这意味着未来的投资项目享有更低的税收负担。因此，大多数民众偏好减少外债的政策，尤其是在面临政府可能将国际商品价格猛涨带来的意外财政收入用于低回报项目这样的严重风险时。由于民选的政治领袖要为群众负责，所以其似乎比专制的政治领袖更愿意促进（或加入）外债的削减。

## 重复上演的故事

20世纪90年代的国际金融业开始去监管化，随后资本从发达经济体流向新兴经济体。受此影响，许多国家都遭遇了过度负债，这引发了20世纪90年代的债务过剩（现有债务高到足以遏制投资的地步）。多边和双边债权人最为贫困的国家提供了系统化的债务减免。但当在2000年以后商品价格再次暴涨时，一些大

### 专栏1

#### 民主与专制

根据Polity IV数据库(Marshall和Jaggers, 2009)的标准，我们将所研究的93个国家分为民主和专制国家两类。这一分类法采用10分制归类了政治体系的四个属性：政治参与的竞争性、行政职位的竞争性、行政职位的开放度，以及对行政长官的约束力。

当到达最高值10分时，政治竞争力最强且民主开放程度最大。相反，当到达最低值-10分时，说明开放程度最低且专制最严重。如果在1997—2007年间的平均分数低于0分，那么我们就认为这是一个专制国家，而低于-6分则是专制的程度更深。高于0分的属于民主国家。高于6分意味着这些国家相当民主。在93个国家当中，有52个专制国家、13个严重专制国家、41个民主国家，14个相当民主的国家。

### 专栏2

#### 法规

法规包括两个方面（《国际性国家风险指南》，2009）。法律构成代表了法律体系的效力和公正性。法规也包括“秩序”这一概念，也就是法律被遵循的程度如何。一国的司法系统可能评级很高，但如果其犯罪率极高或者其公民经常无视法律，且没有因此受到惩罚的话，那么该国的总体评级就会较低。

大宗商品丰富的国家（尤其是撒哈拉以南的非洲国家）开始向中国和其他新的债权人大举借债。这种新的借贷行为带来了两个问题，一是大宗商品丰富的国家公共财政的可持续性，二是过度负债和其他债务过剩恶性循环发生的可能性。

为了限制这些风险，财政纪律记录较差的大宗商品丰富的国家（尤其是专制国家）应该考虑在商品价格暴涨初期就贯彻政府的预算规则。财政规则是预算总额的数值目标——如结构性赤字、支出与债务（政府开支与收入之间的差额，依据经济周期的状态变化进行调整）。从理论上讲，财政规则的意义在于防止大宗商品丰富的国家出现过度借贷。在实践中，财政规则并不总是有效。事实上，创造性的会计制度、政治压力，以及因个人目的对公职的滥用都会影响到政府所承诺的财政规则的实施。这在专制国家的专断独行中表现得尤为显著。实施财政规则所面临的难题包括如何设计一个能够使政府各机关相互制衡的合适体系，以及一种公众交流策略。这些困难预示着，对于管理不善的国家而言，它们需要更多有关政策制定的研究和讨论。■

Rabah Arezki是IMF研究所的经济学家，Markus Brückner是Pompeu Fabra大学博士生候选人。

本文基于IMF工作报告10/53：“国际商品价格冲击、民主和外债”。

#### 参考文献：

Deaton, Angus, and Ron Miller, 1996, “International Commodity Prices, Macroeconomic Performance, and Politics in Sub-Saharan Africa,” *Journal of African Economies*, Vol. 5, No. 3, pp. 99–91.

*International Country Risk Guide*, 2009, PRS Group (Syracuse, New York).

Krueger, Anne O., 1987, “Origins of the Developing Countries’ Debt Crisis, 1970 to 1982,” *Journal of Development Economics*, Vol. 27, No. 1–2, pp. 165–87.


Krugman, Paul, 1988, “Financing vs. Forgiving a Debt Overhang,” *Journal of Development Economics*, Vol. 29, No. 3, pp. 253–68.

Marshall, Monty G., and Keith Jagers, 2009, *Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2007—Dataset Users’ Manual* (Arlington, Virginia: Polity IV Project).

Mehlum, Halvor, Karl Moene, and Ragnar Torvik, 2006, “Institutions and the Resource Curse,” *Economic Journal*, Vol. 1, No. 508, pp. 1–20.

Sachs, Jeffrey D., 1989a, “Introduction to ‘Developing Country Debt and Economic Performance,’” in *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 1: The International Financial System* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), pp. 1–36.

———, 1989b, “The Debt Overhang of Developing Countries,” in *Debt Stabilization and Development: Essays in Memory of Carlos Diaz-Alejandro*, ed. by Guillermo Calvo and others (Cambridge, Massachusetts, and Oxford: Blackwell), pp. 80–102.



**COLUMBIA | SIPA**  
School of International and Public Affairs

### PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2011–2012 program begins in July of 2011. Applications are due by January 1, 2011.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | [www.sipa.columbia.edu/academics/degree\\_programs/pepm](http://www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm)  
To learn more about SIPA, please visit: [www.sipa.columbia.edu](http://www.sipa.columbia.edu)





# 市政 炸弹

Randall Dodd

除了某些共有的名字——和在庆祝它们的纪念日時放映的电影《巴黎》、《得克萨斯》——之外，欧洲与美国的城巿似乎很少存在联系。但现代金融業带来了某种改变。存在于大西洋两岸的相似而又较复杂的衍生品交易给两地政府都带来了破坏力极大的财务损失。

由于全球金融危机，衍生品的交易有些变味了。这表明，许多粗看上去比较稳健的交易实际上面临着比市政当局所认识到的更大的风险。这些交易通常涉及到那些疏于此道的地方政府使用衍生品（见专栏）在柜台市场进行双边交易，而不是在有组织的交易所或者通过中央清算系统进行交易。

据报道，法国未清偿的衍生品名义总值（名义总值近似于债券的面值）达110亿欧元，涉及到1000个城市。在意大利，467个城市的未清偿衍生品据悉达25亿欧元。德国的综合数据不详，但仅仅与德意志银行有衍生品交易的城市就至少有50个。在美国，有40个州通过了授权市政当局开展衍生品交易的法律，估计交易的名义总值为2500—5000亿美元。像欧洲那样，与这些机构的交易有关的金融灾难在法庭审理中被大量曝光。在美国，已报道的巨额损失发生在阿拉巴马、加利福尼亚、俄亥俄和宾夕法尼亚州的一些巿县，而且，与欧洲的城市相似，美国的许多市政当局并未

公布其失败的交易，这大概是为了避免尴尬和相应的政治后果。其结果是，尽管欧美两大洲的损失都很可观，但是综合数据无从获得。

一些市政当局仅仅为了寻求降低发债成本就惹得一身麻烦，而这类举债的目的在于诸如改善教学环境或水处理设施之类的地方政府通常应履行的责任。其他政府则力图用衍生品来掩盖它们的债务或者弥补预算赤字。一旦这些政府陷入困境，则在其利用更复杂或更奇异且风险更大的衍生品交易来弥补损失时，就会丧失对更大危险的免疫力。

## 合规的套利

这些政府最频繁涉足的是一类常见的被称为掉期合同的衍生品交易，以降低预期的借贷成本。一种常见的掉期交易涉及用固定的收入流来与一笔浮动资金流进行交易。当市政当局不是靠发行可变利率或者浮动利率的债券，而是靠涉足利率掉期交易（需通过交易商

大西洋两岸的地方政府发现，在参与衍生品交易之后，其已陷身于金融混乱之中

## 什么是衍生品？

衍生品是一种金融合同，其价值取决于一个基准的参照项，比如一只股票、一种债券、一种货币或者一个利率，抑或从它们中衍生而来，这种产品也因此而得名。远期合同、期权和掉期是最为常见的衍生品种类。一些衍生品是在交易所交易的，其他的则在柜台上交易。这种产品常被用于对冲风险。

完成，其通常是商业银行或者投资银行）将可变利率转换为浮动利率（这个过程叫做合成固定利率债务）时，它们就陷入了麻烦之中。市政当局认为这种固定利率会低于发行标准的固定利率债券所要支付的利率。尽管其初衷是将可变利率转换成固定利率，但这需要考虑两项可变的支付——市府为债券所支付的浮动利率，及其在掉期交易中所得到的浮动利率。市政当局设想用两个浮动利率之间预计的差额来偿还其债务本息的0.5—1.5个百分点。

这是一种被非金融企业长期使用的标准衍生品战略。当所发行的市政债券的浮动利率与决定着从掉期交易商那里得到的支付额的基准利率不同步升降时，市政当局就遭遇问题。在正常的市场环境下，这两种利率按道理会紧密相联，但在危机时刻，由于市场压力对其影响各不相同，它们很快会分道扬镳。当利率停止同向变动时，这两个可变利率的净值将不再满足固定利率的目标，市政当局也将无法实现利息的节省。这种不利的发展趋势存在的可能性叫做“基差”风险。当两种利率的发展路径相互背离时，市政当局对利息的节省就变成一种损失。

2002—2007年末，伦敦同业银行拆借利率（LIBOR）和美国证券业与金融市场协会（SIFMA）指数之间尚且存在相当可信的差价（叫做利差或基差）。其中LIBOR通常被用作市政债券发行的基准，

而SIFMA指数通常被用于确定市政掉期交易的利率。然而，在2008—2009年3月之间，这种利差开始变化无常，令人担忧（见图），市政当局普遍地需要支付比它们预期还要高（往往高出很多）的利息而遭到重创。

当市政当局不再将其长期可变利率债券所支付的利率与基准利率挂钩，而是直接根据市场每周或每月例行的拍卖价格确定时，情况就变得更复杂了。除了个别以市场为基础的金融利率与基准利率之间的错配以外，在全球金融危机时期，拍卖常常会因为找不到证券的竞价者而流拍。甚至承销证券的经销商也不参与竞价，因为其受到资金短缺或者筹资困难的制约。当发生流拍时，由于合同条款规定了在流拍的情况下要处以高利息处罚的条款，债券的利率就会激增。

为节省利息成本而设计的策略并不适用于解决基差风险，也就是说，利差幅度可能会扩大。在利差的低波动维持一段时间之后进行交易曾被认为将来出问题的可能性较小。但显然，过去并不能预示未来，何况一旦将精确计量的风险考虑在内，预计可以省下来的钱并不足以弥补损失。

## 把赚钱放在首位

市政当局还使用能冲销它们的前端支付（这些支付可能是用于减债，也可能是用于经常性支出）的利率掉期交易来换取支付收益，如果不做这种交易，它们即使在整个掉期交易期间也得不到这么多支付收益。利率掉期一般是按平价定价的，这就意味着每一交易方（或者用掉期交易的术语来说叫“一边”）的公平市场价值在交易开始时都是相同的。但是，如果市政府签约向一个固定利率方的支付高于市场主导利率，交易商在交易开始时就向地方政府付出了这种较高的未来支付额的价值。在基于现金收付制而不是权责发生制的市政账户体系中，这类交易通常不作为政府债务来公布，即使政府实际上已经进行了借贷。这就扭曲了市政当局所公布的财政状况。

## 奇异衍生品交易

第三种、有时也是最危险的案例是，有的交易涉及更复杂、更奇异的衍生品。为了收回在其他衍生交易中发生的损失，或者仅只是为了在低利率时期增大其现金资产的收益，市政当局涉足了诸如不变期限掉期（CMS）、换期期权以及滚雪球之类的衍生品交易。由于这类交易更复杂、更晦涩，所以其更难定价，所涉及的风险也不明朗。而且，这类交易的初衷并不在于对冲风险，而在于通过承担更大的风险来获取更高

### 当利率背离的时候

LIBOR和SIFMA指数之间的差额（或称利差）在2006—2008年保持稳定，但从那以后变得动荡不安了，根据利差重新设定市政证券利率花费了地方政府大量钱财。



资料来源：美国联邦储备委员会以及证券业与金融市场协会。

伦敦同业银行拆借利率（LIBOR）是银行相互间对短期借贷的收费。其常被用作浮动利率债券（包括市政当局发行的许多债券）的计价基准。

证券业与金融市场协会（SIFMA）指数常被用作在利率掉期交易中确定交易商向市政当局支付的可变利率的基准。



的收益。这里的主要问题是其价格是否公平。

CMS是一种利率掉期，在这种交易之中，一方的支付是基于诸如三个月LIBOR之类的短期基准利率加上一个利差确定的，而另一方的支付是基于十年期掉期利率这样的长期利率，后者对整个掉期交易期内的每一个支付日都有影响。这种交易主要是赌收益曲线的斜率，该曲线将投资收益的收入及其期限之间的关系分成若干块。在正常时期，期限越短收益越低，曲线的斜率是向上倾斜的（由于随时间变化的各种风险因素的共同作用）。这种交易的主要卖出点是在基准利率高的时段，此时双方之间的净支付几乎为零。如果中央银行降低短期利率，收益曲线可能会由于长期利率不会有如此大幅的下降而变得较陡峭。这样掉期交易能给市政当局带来一笔现金流。但在金融危机时期，短期利率和长期利率都会下降，收益曲线的斜度会平缓下来。因此，自从2006年以来，仅在宾夕法尼亚州就有27个学区报告这类交易合同带来了货币损失。

**“在许多这类交易中蒙受的损失给地方政府带来了大量问题。”**

CMS的一种复杂的变异形式是一种奇异的衍生品，叫做滚雪球。滚雪球投资给法国的圣埃蒂安纳和德国的普福尔茨海姆等城市带来了重大损失（圣埃蒂安纳还在一笔涉及英镑和瑞士法郎的货币掉期交易中蒙受巨大损失）。像CMS交易那样，这种滚雪球交易的价值是从长期和短期利率的差价中得到的。但是加总的机制要求每一期的支付不能低于前一期。因而，一旦利率哪怕一时出现不利变化（哪怕是暂时的），都可能带来整个合同期中支付的持续增加——而且，偿还期限有时还会展期数十年。对于交易赢方来说，这是一笔好买卖——但市政当局往往不是赢家。

### 三种问题的实例

美国阿拉巴马州的杰弗逊县设法使自己从上诉三种好处——力求降低利率成本、获取前端支付，以及得到额外的收入。该县的人口不足70万，针对一笔名义价值达58亿美元、偿还期展期到39年的合并未偿债务做了17笔掉期交易。衍生交易不仅给杰弗逊县带来了2.77亿美元的损失，而且有迹象表明，在这些交易中，其还变戏法似的付出了大约1亿美元的超额佣金。

杰弗逊县掉期交易中的一笔交易翔实地表明了定价知识的不对称是如何使问题变复杂的。这种不对称指的是一方对交易的了解多于另一方，它会导致产品

定价的不公。设计这种有问题的掉期交易的目的在于为该县带来2500万美元的前端支付和额外收入，该县要为获得这笔较大的收入而承担额外的利率风险。根据18.8亿美元的名义本金而得到的掉期支付额，是该县支付的一个月LIBOR乘以0.67%与收到的一个月LIBOR乘以0.56%加上本金的0.49%之间的净差额。这个公式等于该县支付的是LIBOR乘以0.11%（0.67%减去0.56%），而收到的是0.49%的固定支付额。

合同条款是用利率的百分比表示的，这使得交易难以理解。考虑一下逆向的金融工程，由于偿还期详情不公开，其假设偿还期为10年。当利率增加了10倍，而本金也以相同数量减少时，款项是相同的，交易更容易理解。支付项可以表示为该县为1.1乘以LIBOR再乘以1.88亿美元名义本金减去4.9%而付出的差额。2004年6月做这笔交易时，目的是针对一个LIBOR利率掉期的标准十年期固定利率，那时该县能够直接支付LIBOR并得到本金的5.23%。按当时的主导掉期利率计，该县付出的1.1倍LIBOR还可以换取5.75%——比其得到的4.9%还高0.85个百分点。

另一方面，掉期交易商得到了这些较高的收益。在支付给该县4.9%以后，交易商实际上得到了1.88亿美元本金0.85%的无风险回报。在2004年6月，这笔回报的现值达1.25亿美元——这足够交易商用来自杰弗逊县支付2500万美元的前端付费，并还赢得了1亿美元利润。交易商要承担的惟一风险是杰弗逊县或其他掉期交易对手违约的“信用”风险。另一方面，杰弗逊县则承担了大量的利率风险，得到的却是比市场低的收益率。

这种交易表明疏于此道的市政当局在衍生品交易中使用的柜台交易工具是多么复杂、多么不透明。其还表明合同是如何得以通过混淆经济学原理的方式签订的。

许多此类衍生品交易给地方政府带来了大量问题。圣埃蒂安纳和普福尔茨海姆等市镇以及杰弗逊县不得不大幅削减开支——削减经常性服务以及取消或减少公共基础设施投资，从而给实体经济活动带来损害。

为帮助市政当局避免从事其所不了解的交易，应该要求它们向名副其实的独立的第三方咨询专家寻求咨询，帮助它们分析风险，提供独立的定价。市政当局应向这些咨询专家支付固定费用，而不能按交易的百分比支付。衍生品交易商应承担受托责任，且需与市政当局建立合适的交易关系，并确保交易的透明性。此外，政府会计规则应予以更新，以便处理运用衍生品进行市政融资的问题。■

Randall Dodd是IMF货币与资本市场部前高级金融专家。

# 降低 公共债务



贝鲁特的建筑工地。

许多国家过去往往凭借良好的宏观经济状况大刀阔斧地削减公共债务比率，而在未来，它们未必会如此幸运了

Harald Finger 和 Azim Sadikov

去年的全球性经济衰退可能会带来一场全球性的复苏，但至少从一方面来说，其还是留下了一种后遗症。自从全球金融危机爆发以来，许多国家的公共债务与GDP的比率迅速增大了，而且由于要将政府的财政赤字从当前的高水平上降下来尚需假以时日，公共债务水平在未来几年甚至可能会大幅增加。一旦复苏进入稳定状态，而且不再依赖于大规模的财政刺激措施的支持，人们的关注点必然会转移到削减债务上来。以往的经验证明，债务确实会得到削减，但目前我们所面临的任務将会更具挑战性。

## 中东的故事

有的国家曾经有过将政府债务与GDP的比率大幅度削减的经历，黎巴嫩就是一例。由于20世纪90年代里数年的高额财政赤字和21世纪头十年初期到中期的连连冲击，该国的政府债务被推升到相当于2006年GDP的180%，成为世界上债务水平最高的国家之一。但在接下来的三年里，黎巴嫩的债务比率降低了约30个百分点，要是在2006年进行预计，这种下降的幅度和速度是难以想象的。

黎巴嫩是怎样做的？事情还得从强有力的宏观经济反弹说起。在2006年，与以色列之间的武装冲突

使黎巴嫩经济遭到重创，致使该国处于旷日持久的政治僵局之中，一年多的时间里没有一个能够履责的议会（政治关系紧张到导致2008年春季发生巷战的地步）。然而2007年前后，随着紧张的政治环境出现了令人吃惊的缓解，经济情况开始好转。一项新的雄心勃勃的财政改革议程以及该地区 and 西方捐助者的财务支持（尽管有限）使得信心重振，随之而来的是经济活动开始恢复，

2008年，相互敌对的黎巴嫩政治派别在多哈达成一项政治和解协议，推动了旅游业和建筑业的强劲恢复。随后大量资金流入银行体系——新的信心重振的信号——而且在全球金融危机期间的资金流入更为强劲。在2007—2009年，该国年均实际GDP增长率达到8.5%。尽管黎巴嫩雄心勃勃的财政议程从未得到充分执行，但强有力的经济增长、财政纪律的加强以及一些捐助者的支持还是使主要财政盈余（其中不含利息支付）在这一时期达到GDP的1.5%—3%，这使得该国的债务比率大幅削减（尽管政府债务仍高达GDP的约150%）。

## 先例多多

黎巴嫩的例子不是独一份：许多国家都设法大幅



度地削减它们的债务与GDP的比率。1980年以来，发达和中等收入国家至少在两年里使其债务与GDP的比率下降了20个百分点以上的案例已经有84例。债务削减的中位数达到GDP的34%，并且持续了五年半，平均主要财政盈余为GDP的2.75%。总债务削减的规模以及平均主要财政平衡状况在各国之间存在很大差异（见图1）。

大幅度削减债务的案例一般分为三类：

- 石油输出国，这些国家得益于有利的价格发展趋势或者开采能力的扩大；
- 债务重组类型，这类国家得到贷款人的支持，并且往往得益于危机后经济的迅速恢复；
- 其他类型，这类中的国家将本土的财政调整和有利的“自动”债务动态相结合，以实现债务的削减。通常情况下，债务动态包括强劲的经济增长与相对较低的利率以及——对于那些债务以外币标值的国家来说——实际汇率升值的结合。

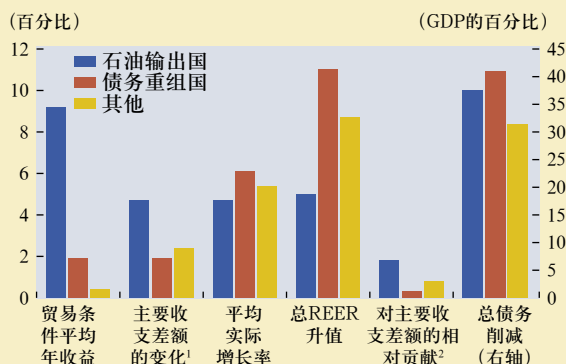
## 石油输出国——填补

在债务减少的情形下，与其他国家相比较，石油输出国在主要财政差额方面会实现更高的增长。这一点也不奇怪，因为上涨的石油价格及/或石油产量的增

图2

## 分野

石油输出国从贸易条件的改善中获利；债务重组类国家从GDP增长和实际汇率升值中得益。



资料来源：IMF《国际金融统计》、《世界经济展望》及其工作人员的估算；联合外债中心数据库；以及世界银行《世界发展报告》。

注：REER=实际有效汇率。

¹前三年的时期；以GDP的百分点表示。

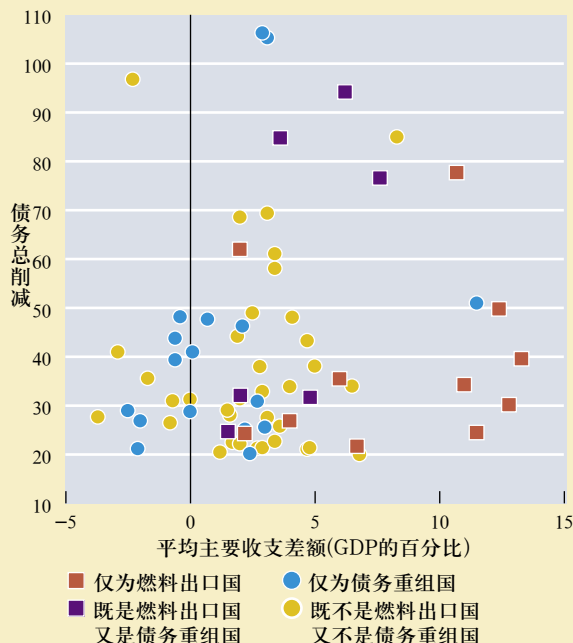
²主要收支差额对总债务削减的贡献与自动债务动态的贡献之比。

图1

## 各不相同的案例

各国债务削减和财政调整的经历各不相同。

(相当于GDP的百分比)



资料来源：IMF《世界经济展望》；IMF工作人员的估算。

加会带来更多的财政收入（见图2）。石油输出国贸易条件的平均改善程度是其他国家的若干倍。但是，石油输出国多少有些不太注意对其主要支出的控制，这也许是因为来自石油的意外财富减少了它们削减支出的紧迫感。然而，石油输出国是惟一组这样的国家：在其收支差额中，债务与GDP比率的减少所做的贡献要大于由有利的经济增长、利率和汇率变化趋势所导致的自动债务动态所做的贡献。

## 债务重组类型——激活

相反，当涉及到债务重组类型的国家时——无论其面对的是私人贷款人还是巴黎俱乐部——其主要收支差额对总债务减少的贡献就少于其他组别的国家。当然，在债务重组期的第一年里，与其他类别的案例（石油输出国外）相比，债务重组案例中重大的财政调整要稍高一些，但在整个债务削减期，情况则大不相同。对于债务重组类国家而言，尽管在这一时期其主要收支差额收紧了相当于GDP的约2%，但主要收支差额平均而言只达到GDP的0.7%，明显不如石油输出国（6.4%）和其他案例中的国家那么高（2.8%）。

这种现象似乎很令人困惑：人们可能会预期贷款人将要求以较高的主要收支盈余来换取债务减免。但在债务削减期，更好的债务还本付息条件以及（许多情形下）危机后经济的快速复苏和实际汇率的升值激发了有利的债务动态，从而有效地减少了进行重大财政调整的必要性。事实上，实行债务重组的那些国家

平均而言债务减少的幅度最高（相当于GDP的41%，而石油输出国为38%，其他国家则为31%），尽管在这三组国家中，债务重组国家的主要收支盈余最少。除了因债务重组而获得的直接债务减免外，那些实行债务重组的国家还得益于较高的GDP增长率（6%）和实际汇率的大幅升值（在这整段时期中升值11%）。

尽管这使得通过债务重组解决债务问题的方式充满吸引力，但日益增长的金融关联性使得无论对于正在进行债务重组的国家还是对于与此相关的国际社会来说，照此思路行事的成本越来越高昂。

### 依靠经济增长摆脱债务

在43个国家（无论是石油输出国还是因债务重组而受益的国家）中——尤其是在中东和中亚国家（MECA，见图3）——存在一种更多地依赖于自动债务动态而非主要收支盈余来减少负债率的倾向。各国间债务减少的幅度存在很大差异，但是大多数实现了主要收支盈余达到GDP的2%—5%范围内的目标。为了促成这种重大的财政调整，中等收入国家一般会同等地依赖于税收收入和支出手段，而发达经济体一般会依赖于强势的支出削减，这或许是因为在债务削减期之前，其税收收入比率就已经相当高。

但是，大多数MECA国家在债务减少的时期实际上就已具有较大的财政赤字（平均相当于GDP的

2%）。结果是，相对于其他地区与之境况相当的国家，MECA国家更加依赖于有利的债务动态来减少它们的负债率（相对于主要财政收支差额的贡献而言，越向图3中45°线右下方偏离的国家就会越依赖于自动债务动态）。相反，发达经济体一般多少会更加依赖于主要收支盈余，而较少依赖于自动债务动态。

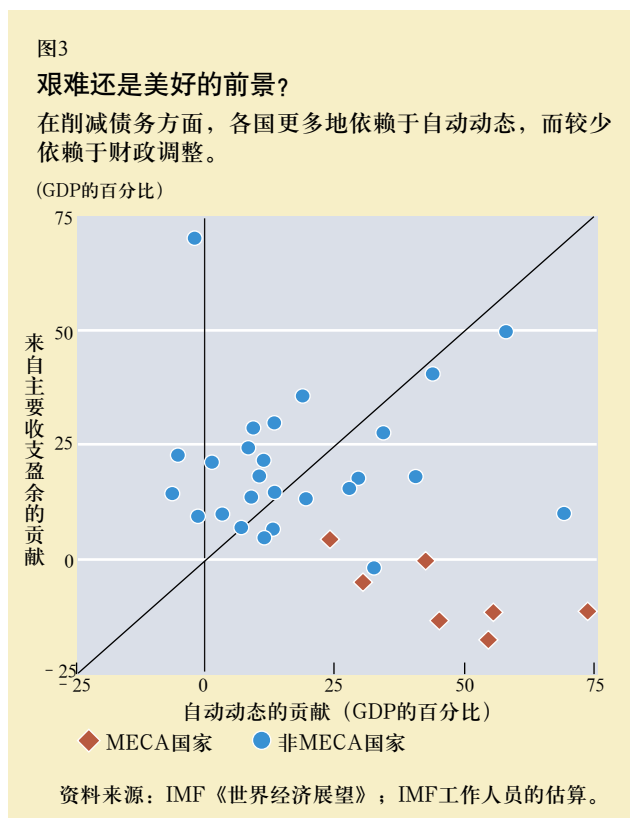
依赖于自动债务动态而不是主要收支盈余的趋势尤其明显地出现在初始债务水平较高的案例中，这或许是因为无力阻止高额债务积累的国家也无力在债务削减期加强财政实力，因而也就不不得不更多地依赖于有利的宏观经济环境。相反，更多地依赖于主要收支盈余、较少依赖于自动债务动态而实现的减债更具有可持续性。此种现象在发达经济体比在中等收入经济体中更为普遍。

在寻求摆脱债务的途径时，一些国家可能会冒险去制造通胀。原则上说，那些设法以不完全反映在利率中的手段制造通胀的国家可能无需进行太多的财政政策调整就能够得到有利的债务动态。但是以大幅度的通胀作为立足点可能就意味着信誉的迅速丧失。而且，鉴于许多国家担负着大量外币债务，制造通胀的努力可能会因要确保币值低估而受挫。事实上，在债务削减期中，几乎没有什么国家会实行高通胀（只有3例平均通胀率在20%以上）。而且，尽管比起具有较多外币债务的国家来说，那些具有较少外币债务的国家可能希望通胀率更高一些，但没有证据表明外币债务所占份额较低的国家系统性地出现了较高的通胀。


总之，在大幅削减债务的时期里，中等收入国家而非石油输出国更倾向依赖于有利的宏观经济条件下的自动债务动态，而不是倚靠主要收支盈余。但是，要使减债工作得以进行，重大的财政调整是必不可少的，而且较高的主要收支盈余与更大规模的减债也是密不可分的。这充分证实了财政调整的重要性，其不仅对债务动态有直接贡献，还激发着有利的宏观经济环境的出现，在这种环境下，债务与GDP的比率得以削减。在发达国家，自动债务动态很少发挥作用——或许是由于其经济一般缺乏活力——因而不得不更多地依赖于通过实质性的财政努力来达到减债目的。

由于世界利率存在着进一步升高的可能性，且有预测认为许多国家走出全球危机、实现经济复苏的速度会较慢，因而要使债务减少，进行比以往力度更大的财政调整是十分必要的。以黎巴嫩为例，进一步减债将要求对主要收支盈余进行调整，并辅之以旨在维持增长势头的结构性改革。■

Harald Finger是IMF中东和中亚部高级经济学家，Azim Sadikov是该部门经济学家。







# 降低廉价能源的 惊人成本

*Dominique Guillaume 和 Roman Zytek*

伊朗伊斯兰共和国哈尔克岛石油设施。

近年来，由于石油价格上涨，各产油国政府面临着艰难的抉择：是通过提高国内补贴让本国公民能够消费得起燃料，还是削减甚至彻底取消补贴从而让市场力量发挥作用？某些产油国已经在取消国内补贴方面采取了重要的措施，伊朗伊斯兰共和国即是其中之一。

通过选择允许国内能源价格上涨到国际水平，产油国的决策者能够防止浪费，并通过利润丰厚的石油和天然气出口创造额外的收入。然后，政府可以以石油红利的方式将通过涨价获得的额外收入进行二次分配，从而获得公众对涨价的支持。

但是，这样的改革要获得成功，必须伴有有效的微观和宏观经济政策，否则，突兀的价格上涨极易引发街头骚乱（许多国家都发生过这样的情况），导致高通货膨胀，并带来更多的经济损失和社会问题。

## 能源价格和消费

在1940—1960年间，以及20世纪80

年代和90年代，国际能源价格处于低位。对于石油输出国来说，向国内用户无偿提供汽油、柴油和天然气仿佛是分配国家石油和天然气财富的最简单的方式。此外，大量廉价能源所产生的吸引力不仅带来了投资，而且也创造了急需的就业岗位。只要国内价格足以回收能源生产成本，那么补贴完全不成为问题。

在过去的十年中，形势发生了剧烈的变化。在供给方面，20世纪80年代和90年代的低价格和过剩产能使石油和天然气的勘探和开采投资保持在较低水平；在需求方面，低价格刺激了全球需求的增长。随着全球中产阶级的规模及其能源密集型消费意愿的增长，中国和印度等人口众多的新兴市场在高速增长下进一步推高了需求。

随着需求的增长超过了供给的增加，原油价格从1998年的每桶约17美元上涨到2008年的平均每桶97美元。高油价使石油输出国政府意识到，由于在本国市场将石油产品定价过低，自己可能损失数十亿美元的收入。这些国家的决

彻底取消国内  
能源补贴相当  
困难，但是这样  
做的石油输出  
国将获得丰厚  
的回报

策者开始思考：目前国内市场销售的石油几乎等于免费送出，而如果这些石油在国际市场中出售却可以带来大量的财富——是否可以改进目前的做法？

在全球范围内，随着油价从2003年的年均每桶29美元上涨到2008年7月的约每桶145美元，石油补贴总额也从2003年的540亿美元上涨到了2008年中期的年度最高值5180亿美元，其中有2/3的补贴是石油输出国发放的（见图1）。与此同时，在过去的几年中，石油输出国对石油产品的需求也出现了两位数的增长，其增长速度甚至高于印度和中国。相反，在价格反映了市场动向的美国，汽油价格在这个时期几乎增长了两倍，由2003年的平均每加仑1.64美元上涨到平均每加仑3.21美元，从而对需求形成了抑制作用（见图2）。

## 廉价能源的代价

关于廉价能源对使用者来说是有百利而无一害的

图1

### 天然气价格上涨

近年来，随着天然气价格的上涨，能源补贴也急速走高，石油输出国尤甚。

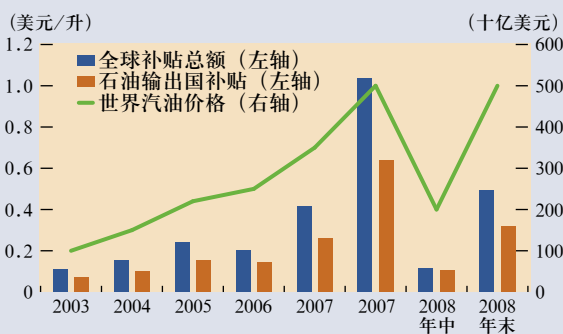
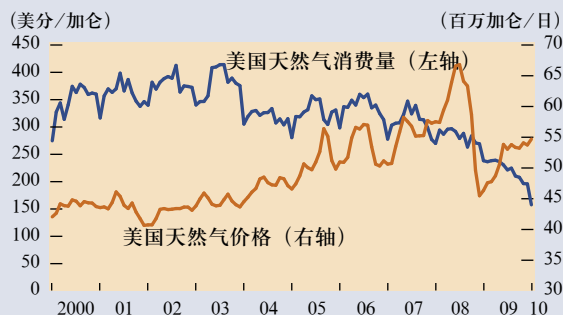


图2

### 价格上涨，消费量降低

在美国，天然气消费量已经下降；但是在能源补贴国家，天然气消费量仍然在快速上升。



观念日益遭到质疑。在产油国的城市中，呼吸可能都是危险的。在开罗、加拉加斯、雅加达、吉隆坡、拉各斯或是德黑兰，驾驶在川流不息的车流中不但浪费时间、增加压力，同时还会损失生产力和收入——代价不可谓不大。

认为廉价能源能够促进经济发展的说法也同样受到了怀疑。有明确的证据显示，能源密集度（按照每单位产出的能源使用量计算）会随着能源补贴的增长而提高（见图3）。廉价能源不仅不利于能源节约，而且在那些能源生产主要供应本国市场的国家中，其还会阻碍高能效产品（如汽车）的生产，而这些产品通常会在国际市场上被采购。缺乏国际竞争力不仅阻碍专业化发展，减缓经济增长速度，而且还会影响就业岗位创造。其结果不但导致产油国对于经济多样化的探索归于失败，甚至会使其更易遭受到国际能源市场波动的影响。

最后，低能源价格是否有助社会公平也值得商榷，毕竟，获利者主要是能源消费大户，而其往往是最富有的且最有能力消费大型汽车和高耗能电器的

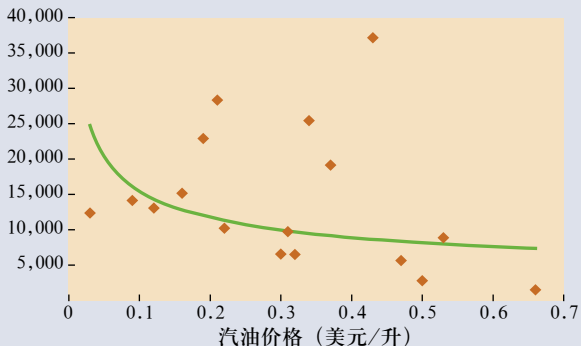
人。为了加快非石油部门的经济增长并创造就业机会，石油输出国的决策者开始意识到，其必须实施以增进经济效率和竞争力为目标的改革。这样的改革获得了国际社会的支持。在2009年的匹兹堡G20峰会上，与会者表示其将“在中期规范并逐步取消低效的、鼓励浪费的化石燃料补贴”，同时要求国际金融机构“为正在实施这一进程的国家提供支持”。目前已经有多个石油输出国正在积极地考虑彻底取消能源补贴。

图3

### 能源补贴国的能源使用情况

廉价汽油不利于推行能源节约和高能效产品的生产。

（千BTU/美元，2000年价格水平）



资料来源：美国能源情报署（美国能源部）和世界银行《世界发展指标》。

注：BTU = 英制热单位。



取消国内能源补贴是有风险的，在某些尝试这样做的国家中出现的动荡局面就是例证。大多数人即使明知廉价能源并不是从国家财富中获益的最佳方式，却仍热衷于此。因此，这样的改革也可能加深民众对政府的不信任。然而，东欧国家在20世纪90年代的经验表明，如果在能源价格改革的规划和实施过程中充分考量诸多微观和宏观经济问题，能源价格改革是可以取得成功的（Guillaume和Zytek，2010）。

## 验证和实施改革

改革必须为公众所广泛接受。以现金转移支付的方式为所有家庭提供涨价补偿是一种易于执行和理解的方法。这种方法能够在有效地将国家的能源财富让渡给所有公民的同时实现对能源的合理利用。另外，政府也可以尝试制定具有针对性的现金转移支付方案。但是，任何只针对于部分受益群体（穷人）而排除其他群体（中产阶级）的方案都可能会失去重要的利益相关者。

对企业部门进行调整是能源价格改革中重要却不太明显的因素。在某些国家，企业已经享受非常廉价的能源达数十年之久。要大幅提高能源价格，需对生产部门进行规模庞大的重组。从高能源密集型向低能源密集型的过渡可能旷日持久、过程曲折，因为公司不可能一下子放弃自己的机器和产品，转而采用现代化的、高能效的设备和技术。但有证据表明，在实现能源价格自由化之后以可靠的、不可逆转的方式快速推进企业重组的国家可以实现能效收益的最大化。与此相反，那些在企业改革方面犹豫不前的国家则在经济方面表现较差，而且受到了增长缓慢和高通胀的困扰。

只有允许能源供应商中断欠费用户的能源供应，企业部门才会发现能源涨价是切实的。同时，能源用户必须能够调整自己的产品线 and 价格，从而可以凭借营业收入负担能源消费，而不是另行申请银行贷款或政府补贴。虽然彻底取消能源补贴会推高成本和价格（其中包括关系国计民生的产品的成本和价格），但决策者应该避免通过价格管制来限制企业转嫁较高能源价格的做法。价格管制只会将损失从能源生产商转移到能源用户身上。相反，退税或为企业重组提供有针对性的现金支持等支持性措施不仅能够确保企业保持盈利能力，而且还能够激励企业对高能效技术的采用。

此外，我们还需要加强信贷的分配和监督，确保银行不会被迫通过软贷款救助那些低能效企业。银行应该与企业保持适当的距离，并确保落实严格的借贷

关系，从而最大程度降低改革可能对银行资产负债表所产生的不利影响。

## 宏观经济政策

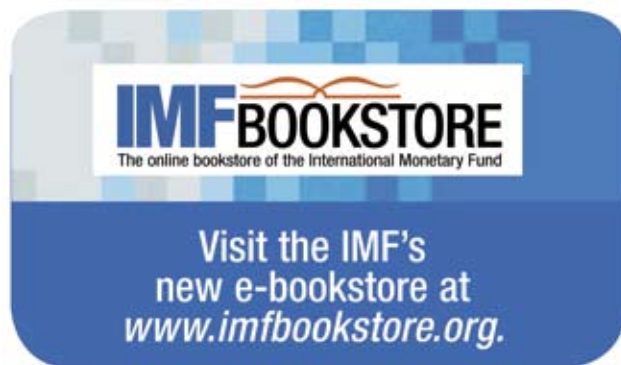
除了微观经济方面的考量外，还必须通过稳健的、协调的宏观经济政策为能源价格改革提供支持。为了限制价格的波动以及相关的市场扭曲，需要落实透明而协调的财政、货币和汇率政策。

特别是，除了面向家庭和企业对通过涨价获得的收入进行二次分配之外，政府的财政政策还应该建立准备金，用于重要的社会公益机构（如学校、卫生保健设施）或者最弱势群体（如因关闭行业中大型低能效企业而失业的工人，其再就业选择面很窄）提供临时性支持。如果没有财政准备金，决策者在面临政治压力时很有可能会下意识地通过银行体系或行政管制手段（例如为特定用户发放能源供应配额或临时减价）寻求准财政融资。但无论采取哪种方法都会导致经济扭曲，并损害改革进程。

汇率政策构成了另一项挑战，这主要是由于许多实行大规模补贴的产油国都保持固定汇率或对汇率进行严格的管制。如果名义汇率保持不变，其竞争力就会受到损害，关于提高扭曲性关税或增强非关税保护的政治压力就会加大，而那些改革前能源价格仅为国际价格水平零头的国家受到的影响尤甚。如果在没有支持性财政和货币政策的情况下降低汇率或实现浮动汇率，则人们对本国货币的信心就会降低，通货膨胀压力就会加大，美元化的趋势也会增强。

紧缩的货币政策会限制涨价对价格总水平的二次影响。但是在这样的改革中实施货币政策是一项挑战，在那些需要进行非常大的价格调整的国家中更是如此。毕竟，这种改革的目的是要改变整个经济结构。■

Dominique Guillaume是IMF中东和中亚部副处长，Roman Zytek现任该部门高级经济学家。



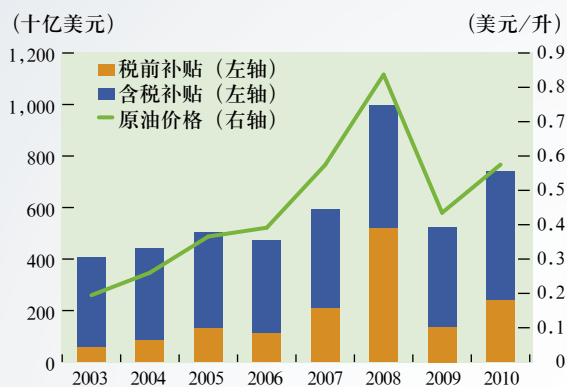
# 石油补贴：代价高昂且

在全世界范围内降低补贴可以带来显著的环境效益并创造亟需的财政空间

近年来，石油产品补贴出现了大幅增长。2003年，全球石油产品消费补贴总额接近600亿美元。到2008年中期，这个数字上涨了七倍多，达到了5200亿美元。在此期间，国际燃料价格激增，而许多国家的政府并没有根据这一价格增长充分调高国内零售价格水平，从而导致了补贴的不断加大。到了2008年下半年，随着石油价格下跌，补贴急剧下降，但是在整个2009年，由于油价的反弹，补贴再次增长，预计到2010年底将接近2500亿美元。

然而，实际的经济补贴甚至会更高。原则上，石油产品价格应包含税款部分，这些税款一方面用于满足政府的收入要求，另一方面用于补偿国内和全球范围内的环境损害。如果税款过低，则相当于对消费者实行了“税收补贴”。综合考虑上述因素，基准税收应达到每升0.30美元，依据这个数字计算，到2010年年末，全球的“含税”消费补贴预计将达到7400亿美元，相当于全球GDP的1%。

随着国际油价的反弹，石油产品补贴再次增长。



资料来源：IMF工作人员的估算。

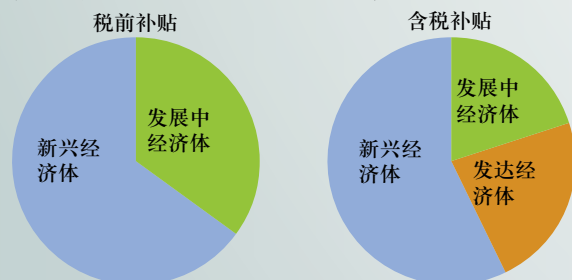
注：补贴估算基于年末价格和年度燃料消费额。2008年和2009年的估算基于年中价格。

## 谁在提供补贴？

所有的税前补贴都出现在新兴和发展中经济体，而在含税补贴中，发达经济体占据了可观的份额。2010年的税前补贴预计总额为2500亿美元，新兴经济体占65%，发展中经济体占据余下的35%。2010年的含税补贴预计总额为7400亿美元，新兴经济体占57%，发展中经济体占20%，发达经济体占据余下的23%。

所有税前补贴都是由新兴经济体和发展中经济体发放的，而含税补贴中有23%则是由发达经济体发放的。

(2010年不同国家组别的石油产品补贴百分比)



资料来源：IFM工作人员的估算。

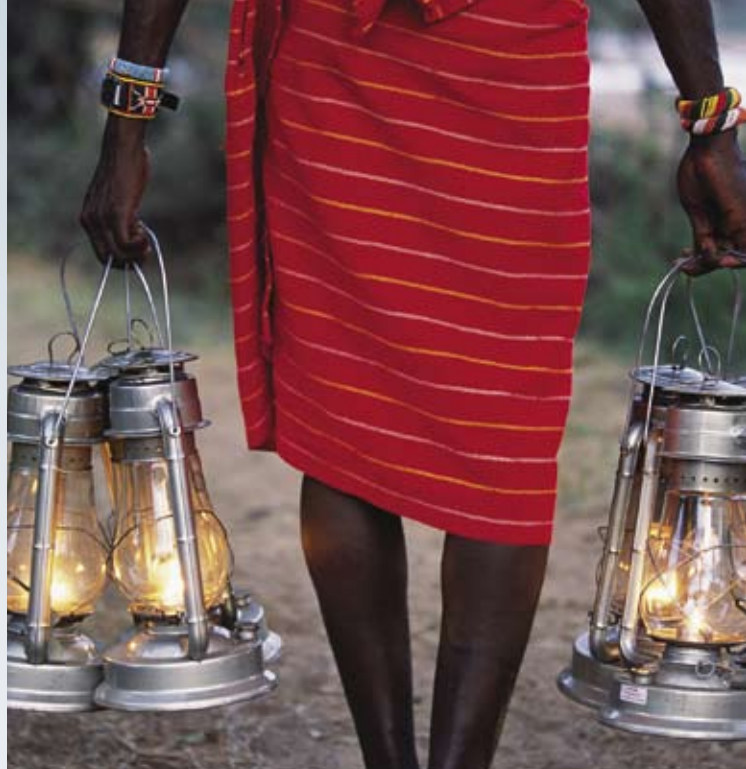




# 持续上涨

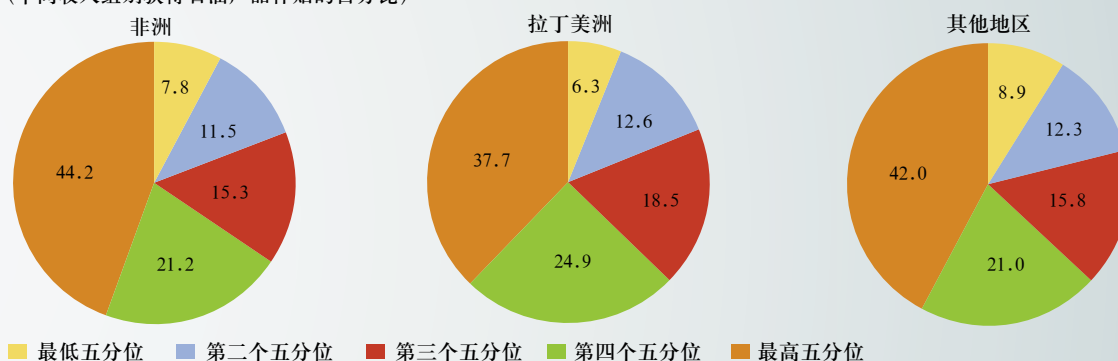
## 谁在受益？

虽然人们通常认为补贴是用来帮助最贫困人群的，但实际上那些消费更多石油产品的高收入家庭却获益最多。例如，在非洲，全部燃料补贴中有65%到了最富裕的40%的家庭手中。而且，不同燃料产品的补贴分配也有很大的差异。汽油补贴的累退性是最明显的，全部利益的80%以上被最富裕的40%的家庭所占有。



补贴的大部分利益被最富裕的家庭获得。

(不同收入组别获得石油产品补贴的百分比)



资料来源：IFM工作人员依据可获取的各国平均估算数据计算得出（其中各国数据是通过过去数年的国家家庭调查而获取的）。

## 推行更好的方案

许多为缓冲本次全球经济危机的冲击而提供财政支持的国家目前都面临着财政赤字上升的局面。对于那些提供补贴的国家来说，若能将含税补贴削减一半，则预计平均财政赤字减少量可达到GDP的1%。此外，限制补贴对环保具有重大益处：若补贴降低一半，就意味着到2050年可将温室气体排放降低近10%。

然而，即使现行的补贴在目标定位上很差，但是如果彻底取消补贴，贫困家庭仍然会受到严重伤害。将最需要补贴的人作为补贴目标是一种可行的替代方案。例如，国家可以取消汽油补贴，而保留煤油补贴，后者对于贫困家庭的预算而言更为重要。另外，可以将通过减少补贴而节约的预算中的一部分转而投入到那些能够更好地帮助穷人的现行计划中（其中包括改善学生用餐，降低教育和卫生费用，以及现金转移支付等）。逐步改善社会安全网计划的设计可以减小对燃料补贴的压力。

在公众宣传方面，需要强调燃料补贴是无效率、不公平且代价高昂的。在政府账目中透明地记录补贴情况，可以使燃料补贴同具有更高优先级的公共资金使用方式进行对比，从而强化改革。虽然自由化的且基于市场的石油定价方法是最佳的，但各国也可以在开发竞争性供应体系和有效监管手段的同时，采用自动定价机制（定期根据国际价格变化进行价格调整的体系）。设计良好的定价机制可以防止零售价格在短期内剧烈上涨，同时可以体现中期内国际价格的变化，并且有效地管控财政波动。■

本文由Benedict Clements、David Coady和John Piotrowski撰写。文字和图表是依据2010年IMF出版的《石油产品补贴：代价高昂、不公平且持续上涨》而成文。可通过如下网址查阅该报告：[www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1005.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1005.pdf)。

# 新标准下的 主权财富基金

位于沙特阿拉伯朱拜勒的石油工厂。

Mohamed A. El-Erian

随着全球金融危机的减弱，国有投资公司在把握新一轮的机遇和应对不断变化的风险方面占据先机

主权财富基金是具有长期投资视野的国有投资实体，其属于那种最有能力在全球危机过后引领金融市场的投资者。不过，全球经济的复苏进程将可能延续数年并充满曲折，主权财富基金在这样的背景之下也将面临潜在挑战。

主权财富基金应对这些挑战的方式将会直接体现出其为造福当代、造福子孙而进行的国民财富投资的效果。在今后数年中，动荡不安的全球经济将会在经济增长的系统驱动因素、就业、财富以及福利创造等方面经历重大变化，而主权财富基金应对挑战的成果也将影响其在稳定全球经济中所起到的作用。

本文将探讨三个主要话题：主权财富基金在全球金融危机爆发前夕的状况、它们的现状，以及未来启示。

## 当危机爆发时

在本次世界金融危机最危急时刻以及全球经济和社会政治紊乱到来之前，主权财富基金的状况总体看主要表现在以下三个方面：

- 基于其“长期投资资本”特性以及长期目标导向，主权财富基金逐渐采用更大胆的投资方法，包括承担更大的流动性风险和股权投资风险；

- 这些基金对外国资本持有本国实体资产表现出更高的敏感度。基于此，《圣地亚哥原则》得以制定，这是主权财富基金就一系列自愿原则达成的联合协议。该协议强调透明和健全的治理结构、适当的监管和信息披露要求，以及商业化的投资与风险管理方法；



• 其所处的国家国内经济繁荣发展、国际储备持续增长、信贷获取十分便捷，这样的国内环境对主权财富基金的运作十分有利。

以上三个方面均被视为有利于提高风险调整后的资本长期回报。这几个方面也反映了当时在私人 and 公共部门均广为流传的一个观点，即在经济和政策领域出现了周期性和非周期性的“大缓和”。“金发女孩经济”（经济既不过热，也不过冷）这一词汇成为这一时期流行的车尾贴用语。

总体而言，正如几乎所有金融与政策领域的部门那样，主权财富基金被2008年9月华尔街投资银行雷曼兄弟公司破产所引发的全球流动性和融资的停滞打了个措手不及。事实上，在一夜之间，随着越来越多的市场运转不畅，所有风险因素（尤其是流动性风险）均遭遇翻天覆地的重新定价，全世界的投资者都深受其害。结果，全球市场普遍经历了“突然失灵”，尽管其程度有所区别，但都十分显著。

由于全球金融服务部门处于风暴中心，主权财富基金直接持有的金融公司资产所遭受的压力尤为强烈——那些很早就投资于主要西方银行的基金受到的冲击更甚。此外，一些主权财富基金发现，其非但无法继续获得大量新的资金流入，反而迫于压力需要帮助那些全国性（有时是区域性）的企业解决突发性的紧急现金需求。

## 投资回报瞬间蒸发

其结果是，主权财富基金在2009年3月前的6个月里发生了巨大变化：投资回报出现巨额亏损；对现金、担保物和交易对手的管理成为风险管理中需要更加优先考虑的问题；一些孤立的流动性压力开始出现；主要的战略决策被推迟，直至全球金融体系的情况及其发展方向变得更为明朗。

更普遍的情况是，全球市场失灵导致了新兴市场经济体资产负债管理长期变革的暂停；而在这个过程中，许多具有系统重要性的国家和地区一直在稳步提升资产负债管理水平，从最开始对改善的经济局面延期确认，到之后的债务回购，再到实施更先进的资产管理。一些新兴经济体认为，最好的办法是等到全球经济变化更为明朗之后再重新启动变革的后续阶段，在这一阶段通常涉及经济管理方式的重大改变（如将直接控制转变为更多地依靠间接手段）。

许多工业国对主权财富基金的看法也发生了显著改变。最明显的是，那些曾一度警告主权财富基金不要直接投资其国内公司的国家开始积极寻求这些基金的投资，以便抵御其国内私人部门去杠杆化（资产剥

离）所造成的破坏性影响。如今局面已经得到扭转。这些国家开始恳请主权财富基金帮助那些苦苦挣扎的公司进行资本重组——或者通过注入现金，或者通过将对这些公司的更高的索赔权换成在公司资本结构中较低级的金融工具。

## 主权财富基金当前状况

主权财富基金在全球金融危机逐渐减弱时面临的主要问题是什么？回答这个问题需要对全球经济现况及其变化趋势进行透彻的分析。

由于大刀阔斧地采用“不惜一切代价”的危机管理模式，从而为公共部门注入了巨额资本和流动性（主要是在发达经济体），全球金融体系在2009年开始走上正轨。主要金融市场（尤其是短期融资和流动

“一些主权财富基金已经在计划和实施具有全球眼光的前瞻性资产配置。”

性管理市场）重新开始平稳运行；公司能够通过发行债券筹集新资金；虽然对交易对手的信心不如以前，但这种信心还是获得了一定程度的恢复。

全球金融体系的核心部分已经克服了2008年9月15日雷曼兄弟倒闭以来所经历的大规模休克状态。这是好消息，这是大胆而富于想象力的政策措施带来的结果。

但是，由于2008—2009年全球金融危机非常严重，大胆的政策措施也不能完全抵消金融危机对全球经济其他部门造成的破坏。经济增长和国际贸易遭到打击，失业率急剧升高，其中工业国受到的打击尤其严重，这与以往的危机明显不同。

大胆的政策措施不可避免地造成了风险和意外后果。非商业性的考虑开始影响重要市场（包括美国住房抵押贷款支持的部门）的运行和估值。中央银行的资产负债表由于从私人部门获取了资产而迅速膨胀。由于政府为刺激经济而进行巨额开支以及税收收入减少，公共债务急剧增加。这些形成“附带损害”的要素已成为市场和经济的重要驱动力。只要看看欧洲所发生的一切就明白了。在欧洲，债务危机演变为需要欧盟和欧洲央行在IMF的大力帮助下采取大规模政策措施的区域资源错配。

全球金融危机正逐步减弱，取而代之的是资产负债表的一系列错配步入下一阶段，而这个阶段可能持续数年。对私人部门的担忧已经被对工业国公共资产负债表的更大担忧所取代——事实也确实如此。主权

风险正在集聚。监管政策也在不断变化。关键制度的完整性面临压力。高水平的结构性失业引发了经济、政治和社会方面的担忧。

## 新标准

以绝对数额以及占GDP的比重来衡量的公共债务的剧增是被太平洋投资管理公司（PIMCO）称为经济“新标准”的重要组成部分。虽然预测这种新标准的每个组成部分是什么还为时尚早，但某些要素已经清晰可见了。

未来3—5年间可能会出现如下重大变化：

- 严重依赖金融部门的经济体的经济趋势增长率降低；
- 工业国的失业率居高不下，之后其自然失业率也逐步被推升至高位——这种情况通常出现在社会安全网更为脆弱的环境下；
- 从强调自由市场活动向提倡更多政府介入的显著转变；
- 核心国家和边缘国家之间的明显分化（在欧元区最显著）；
- 银行活动和其资产负债表的风险由于监管的引导而显著减少。

总之，2008—2009年的全球金融危机标志着一个以高杠杆、信贷扩张和高负债为显著特征的宏大时代的终结。在那时，人们认为基于遥远未来的预期收入以及价格大幅上涨的预期进行大宗消费是理所应当的。而现在，由金融驱动的经济不再被视为发展的更高、更稳定阶段。同时，随着一些具有系统重要性的新兴经济体从金融危机中突围，世界必须找到能让经济实现长期重组的办法。

这种新标准将进一步使工业国和新兴市场经济体之间的传统差别变得模糊。该标准还可能涉及对美国的分析性表征的逐渐转变——从一个基本上封闭运行的大型经济体变为对世界其他地区的发展更加开放和更加敏感的国家。

全球金融危机还降低了盎格鲁—萨克森经济模式的地位和可信度，这种模式强调自由化、去监管化、相互关联以及不受限制市场。这一模式曾为全球融合提供了巨大的吸引力。由于缺乏促进全球融合的其他推动因素，新标准中的更大压力可能使全球化进程中的某些方面陷入停顿甚至发生逆转。

## 对国有投资机构的启示

这些因素共同促使了全球投资者（包括主权财富

基金）运作环境的重要变化。鉴于此，投资者需要调整投资策略、风险管理以及业务和其他运营策略。这要求将人力、技术和分析资源的最优组合进行富有挑战性的调整，并改善与经济和政治领域的利益相关者（包括政治赞助者和整个社会）之间的沟通。

在通往新标准的坎坷路途上，主权财富基金能够更好地掌控和驾驭：其稳定的长期投资资本和长期目标导向使其在起步时占据优势。实际上，问题不应该是长期投资资本是否有能力采取首先行动的策略——事实本就如此。真正的问题是它是否愿意这样做。对操作流程的要求将检验主权财富基金治理结构的响应能力、其投资过程的稳健性，以及其内外部沟通活动的有效性。

治理结构需要对周期性和非周期性变化的交织做出反应，即随时间推移相应地从“防守型”转向“进攻型”。

在最基本的水平上，金融机构需要来自监管部门的明确的总体性指导，这样主权财富基金经理能够以一种前瞻性的长期方式来分配其管理的资产，这种方式由可靠的现金、流动性、交易对手和抵押物管理提供保障。

此外，全面的风险管理框架必须对尾部风险（指不常发生，但一旦发生就会造成灾难性后果的事件）进行有针对性且经济有效的管理，从而对传统资产类别的多样化进行补充。

主权财富基金的监管部门必须要依靠具备前瞻性分析方法和技术的基金经理和工作人员。他们也必须保护主权财富基金免受（国内、地区和国际范围内）非商业活动压力这一方面发挥更大作用。

对于监管投资管理关键领域的响应架构的建设无法一蹴而就。其需要在能够动态开发必要框架的过程中持续投入更大的努力，并因此确保投资决策的可信度和基础牢固程度相对较高。

在通向新标准的崎岖路途上，要实现卓越的驾驭需要具备以下几方面的条件：首先是以审慎的现金储备、流动性、交易对手和担保物管理等形式构建强大的防守体系。一旦实现了这一点，投资者就能更有信心寻求那些能充分体现主权财富基金更卓越的流动性风险承受能力的投资机会。例如，当估值体系出现混乱时，价格上涨将与新标准的实际情况一致，并且存在着伴随价格上涨的可识别的短期刺激因素，这些因素使技术分析和基本面分析各自得出的价值之间的差别缩小。

正如伦敦商学院的Don Sull（Sull，2009）在其详尽的研究中所作的令人钦佩的阐述那样，满足新标准还要求制度上的适应性和灵活性。



理论上，主权财富基金的适应性和灵活性优于许多其他投资者。例如，由于缺少迫使许多投资者在国内证券上进行大宗交易的本土偏好，一些主权财富基金已经在计划和实施具有全球眼光的前瞻性资产配置。

这些考虑绝不应该低估这样一种现实，即主权财富基金在国内外均处于复杂的社会政治背景下，因此其必须获得其政治赞助者以及整个社会的信任。的确，这对在公共部门中建立投资管理业务的契约来说是至关重要的。

沟通越来越多地被认为是确保公共部门进行大宗买进所不可或缺的——在好坏年景都是如此。全球金融危机凸显了为政治家和其他人士创造适当机会来评估主权财富基金投资组合变动情况的重要性。这需要提供超出传统水平的信息披露，一些主权财富基金已经开始在这方面进行努力。

适当的沟通和法律保障有助于最大程度地降低特殊利益集团非法获取主权财富基金的风险。关键是及时公布关于主权财富基金目标、总体战略和中期评估标准的信息，并提高透明度。

## 所需的重组

在全球金融危机之后的一段时间里，世界将处于

主要的周期性资源错配和大规模的非周期性重组的过程中。通往新标准的崎岖之路意味着全球经济的几乎所有组成部分都必须进行重组。

虽然主权财富基金无法完全回避全球金融危机，但它们的恢复情况良好，同时整体上已准备好探索通往新标准的征程。实际上，其资本储备的长期特性及其目标函数的长期属性是全球所有投资者最佳的投资工具集合。

主权财富基金能否充分利用其优势还远未确定，这也不会自动完成。若要获取成功，主权财富基金需在对治理、投资过程和沟通领域的挑战的制度性响应方面则进行持续改进。

这些改进实施起来并非易事。它们可能会使一些主权财富基金偏离其运行的舒适区并带来风险。但是，考虑到全球经济当前和未来变化的规模，依照惯例采取退缩性的替代措施可能会引发更大的风险。■

Mohamed A. El-Erian是全球投资管理公司太平洋投资管理公司（PIMCO）的首席执行官兼联席首席财务官。本文内容仅代表作者个人观点，未必反映PIMCO的观点。

参考文献：

Sull, Donald, 2009, *The Upside of Turbulence: Seizing Opportunity in an Uncertain World* (London: Harper/Collins Press).

## IMF BOOKSTORE



### IMF Glossary: English-Chinese, 3rd Edition

by the IMF's Bureau of Language Services

IMF glossaries contain terms that are believed to be the most useful to translators dealing with IMF material. The main body of each *Glossary* consists of terms, phraseological units, and institutional titles covering areas such as macroeconomics, money and banking, public finance, taxation, balance of payments, statistics, accounting, and economic development. IMF glossaries contain terminology relating to the IMF's organization and operations, as well as from the *Articles of Agreement*,

*By-Laws, Rules and Regulations*, and other major IMF publications.

\$35. © 2007. vii + 409 pp. Paperback

ISBN 978-1-5575-805-7. Stock# GLOCA0011999

To order please visit [www.imfbookstore.org/glossaries](http://www.imfbookstore.org/glossaries)



## 供给与需求

当买方和卖方进行交易时，最关键的成果就是价格

Irena Asmundson

三个简单的词——往往仅需三个简单的词就能使人心潮澎湃。“自由、平等、博爱”这三个词构成了法国大革命的灵魂。“我爱你”这三个字巩固了一段又一段成功的爱情。“生命、自由、幸福”这三个词是《美国独立宣言》的核心。而对于许多经济学家而言，那三个神奇的词就是“供给、需求、价格”。

在买卖双方的任何一笔市场交易中，货物或服务的价格都是由市场的供给与需求状况决定的，而供需状况又取决于人们交易时的技术与具体情况。一种极端的情形是，市场上的买方与卖方数目众多，但几乎不存在差异性（如圆珠笔市场）。另一种极端的情形是，可能只存在一个卖方和一个买方（比如我想拿我的桌子来与你的被子进行实物交易）。

### 完全竞争

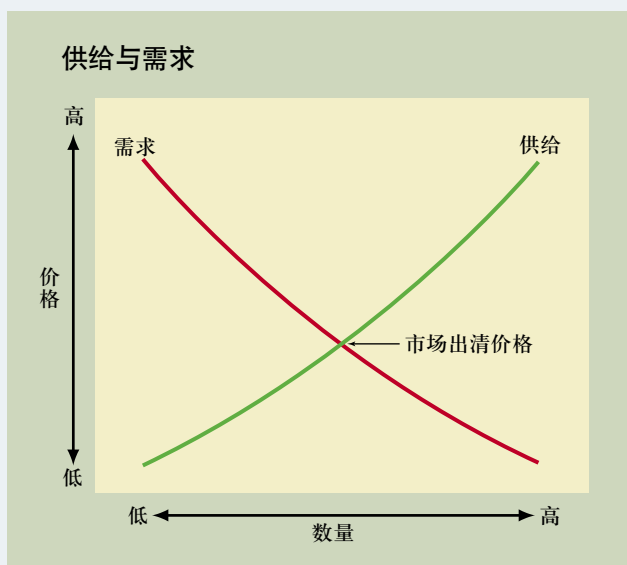
经济学家建立了各种模型用以说明不同类型的市场。最基本的模型就是完全竞争模型，在这种情形下，同种商品存在大量具有同质性的供给者与需求者，买卖双方无需支付任何成本即可找到对方，新的厂商进入市场也没有任何壁垒。在完全竞争的市场中，任何人都没有能力影响价格。供求双方都将市场价格视为既定价格，而市场出清价格就是在既不存在超额供给也不存在超额需求的情形下的价格。只要供给方能够以高于其边际成本（即增加一单位产量所增加的成本）的价格出售产品，其就会持续生产。只要买方通过消费获得的满足感大于其支付的价格（消费的边际效应），其就将持续购买。如果价格上涨，就会吸引新的厂商进入市场。供给将会增长至再一次达到市场出清价格为止。如果价格下跌，无法收回成本的厂商则会退出市场。

通常，经济学家将所有厂商愿意在各个价格上生产的数量加以合并，从而得到一个称为供给曲线的方程。价格越高，就有越多的厂商愿意生产。相反，价格越低，买方就越有可能购买该产品。用以描述消费者愿意在各个不同的价格上购买的数量的方程被称为

需求曲线。

供给与需求曲线可以通过曲线图表现出来，纵轴为价格，横轴为数量。通常认为供给曲线为正斜率：价格上升，厂商就愿意提高产量。而需求曲线则通常被认为是负斜率：价格越高，消费者的购买量就越少。两条曲线的交点代表市场出清价格，即供给量与需求量相等时的价格。

价格会因多种原因（如技术、消费者偏好、天气情况）而改变。某种产品（或服务）的供需状况与价格变化之间的关系称为弹性。缺乏弹性的产品对价格变化相对不敏感，而具有弹性的产品对价格的反应则非常灵敏。能源是很典型的缺乏价格弹性的产品，至少在短期内是这样的。消费者上下班需要能源，家里取暖也需要能源。在短期内，消费者很难或根本无法购买到更节能的汽车或房屋。另一方面，许多产品的需求对价格的反应非常敏感。牛排就是一个例子。如果牛排的价格上涨，消费者可能会马上购买其他部位的、价格较低的牛肉或转而购买另一种肉类。牛排就是富有价格弹性的产品。





当然，大部分市场都是不完全竞争的：买方与卖方的数量并非无限也并不存在同质的产品以及完全的市场信息。与完全竞争相反的情形是垄断。在垄断下，一种产品只有一个供给者，同时此种产品并没有相近的替代品。供方并不把市场价格视为既定价格。相反，垄断者能够设定价格（与垄断相似的情形为买方垄断，后者是指只有一名买方，这个买方通常是政府，但可能存在多个供方）。

## 竞争壁垒

在垄断情形下，潜在竞争者往往面临一种壁垒，这种壁垒可能是固有的或是法定的。例如，公用事业通常是垄断性的，由两家自来水公司管理集水区、协商使用权并为居民铺设管道的做法效率并不高。但对于消费者而言，他们别无选择，只能从垄断者处购买，而有些消费者甚至购买不起。因此，政府通常对这种垄断进行监管，以保证这些垄断者不致滥用市场权力设定过高的价格。若一家公司被获准作为唯一供方，则可能需要接受一些条件，如必须向每位消费者至少提供若干服务，或者收取的费用不得超过上限价格。通常这些限制条件并不影响公司收回固定成本。

垄断者不能忽视需求，在完全竞争的情形下，需求随价格而改变。区别在于，在完全竞争的市场中，一个生产商只能提供总需求的一部分，而垄断者却可以通过掌控整个市场的供求曲线而获利。因此，在没有监管的情况下，垄断者可以自行决定产量以实现利润最大化，与完全竞争市场相比，通常其产品价格会提高而数量会减少。

在完全竞争下，成本较低的公司可以通过薄利多销来抵消降价对销售收入造成的损失。假定一家公司在总容量为10万件的市场中售出1000件产品，每件赚取5美分，总计获利50美元。如果该公司把价格降低1美分并增加1000件的销量，则其销售量达2000件，利润可达80美元。

## 只有一个卖方

但垄断者控制了所有的销售——在这种情形下，10万件产品每件获利5美分，总利润即达5000美元。降价可能会增加总销售量，却可能不足以抵消降价对当前销售收入造成的损失。假定垄断者将价格降低1美分（每件产品的销售利润也随之减少1美分），由此带动需求增加了1000件。此举会增加40美元销售收入，但垄断者也会在售出的10万件产品上每件损失1美分的利润，即1000美元。

垄断导致的主要后果是，价格和利润都高于完全竞争的情形，但供给则往往较低。在其他类型的市场中，买方和卖方的市场能力均强于完全竞争下的水平但弱于垄断下的水平。在这些情形下，价格高于完全竞争但产量则较低。

供给和需求也可能受到产品本身的影响。在完全竞争下，所有生产者和购买者寻找的是同样的产品——或相似的替代品。在垄断情况下，购买者不易找到替代品。但是产品多样化使不同类型产品的相互替代成为可能。例如，在番茄市场中，并非只存在一种撮合买卖双方的理想化的番茄。消费者可能想获得不同品种的产品，而生产者也能做出回应。市场的新

“垄断导致的主要后果是，价格和利润都高于完全竞争的情形但供给则往往较低。”

进者可以通过应用相同的生产技术与现有生产者进行面对面的竞争，但他们也可能引进新品种（樱桃番茄、牛排番茄、纯天然番茄）以迎合不同的口味。因此，当市场处于竞争状态而产品出现差异化时，生产者设定价格的市场能力受到限制。同时，产品的多样化使相互替代（即使是不完全的）成为可能，这样价格就不会像垄断性市场中那样居于高位。

## 临时性垄断

如果一件产品区别于另一件的主要特征是创造成本很高但仿制成本很低（如书籍、药品、电脑软件等），情形就变得复杂了。撰写一本书可能很困难，但印刷一本复制品的边际成本则很低。消费者可能会购买很多书，如果哪一本书畅销，竞争者就会受到利益驱动与出版商进行削价竞争，并出售他们自己的复制版本。为了让作者和出版商能收回固定成本，政府通常允许作者和出版商对图书进行临时性垄断（称为著作权）。这样价格就可以超出生产的边际成本，而著作权可以激励作者继续写作，同时激励出版商继续制作和推广书籍，于是未来的图书供给就得到了保障。

本文探讨的市场结构是供给和需求因环境而异的几种方式。生产技术、消费者偏好以及买卖双方供需匹配的困难等因素都会对市场产生影响，并共同决定市场出清价格的形成。■

Irena Asmundson是IMF战略、规划与检查部经济学家。

# 寻求更平稳的发展道路

东欧国家在经历了长达十年的经济繁荣后步入了严重的经济萧条期，现在其必须找到更加稳健的重启增长之路

Bas B. Bakker 和 Anne-Marie Gulde

在全球金融和经济危机爆发之前的15年间，东欧地区的经济增长非常迅速（见图）。随着该地区从计划经济成功转向市场经济，该地区大多数国家与西欧各国的收入水平差距已显著缩小。尽管转型过程并非一帆风顺，但绝大多数国家还是成功地完成了过渡。

该状况一直延续至2009年。这一年，东欧地区经济的快速增长势头戛然而止，其中很多国家步入了严重的经济衰退期。该地区的GDP下跌了6%，而在危机爆发前的2007年其GDP的增长率接近7%。不过，所有东欧国家受到的影响程度并不完全一致。比如，阿尔巴尼亚和波兰就未出现经济衰退，而拉脱维亚的GDP下跌了18%，立陶宛和乌克兰的GDP则下跌了15%。

目前看来，这些国家的经济衰退似乎即将结束：出口正在反弹，国内需求也呈现出回稳的迹象。预计

今年该地区很多国家的GDP将实现正增长。不过，目前该地区的决策者必须回答两个重要的问题：导致其经济出现繁荣—衰退周期的因素是什么？东欧如何才能重启更具可持续性的增长？

## 经济是否注定会由繁荣走向衰退？

经济学理论认为，资本总是从富裕国家流向较贫困的国家。东欧地区便是如此。由于拥有较低的工资水平、较低的资本—劳动力比率及受过良好教育的就业人口，东欧地区成了外来投资者青睐的投资目的地。西欧的低利率进一步增强了东欧的这种吸引力。从2003年开始，西欧的银行开始在不断增长的东欧市场积极投资。在随之而来的竞争中，信贷条件开始放宽，经济发展也开始失衡。资本主要流入房地产、建筑以及银行业，这些行业本身不产出可贸易商品，因此其只能促进国内需求而非供给。该状况导致了进口激增、前所未有的巨额经常项目赤字，以及经济过热。

此外，很多贷款是以外币形式获得的，这给以本币获得收入而以外币归还债务的借款人带来了巨大的资产负债表风险。大多数情况下，由母银行提供资金的境外分支机构是导致信贷快速增长的主要渠道。

2008年，很多东欧国家出现了巨额经常项目赤字（保加利亚和拉脱维亚的经常项目赤字高达其GDP的约25%），与此同时，外债规模大幅增长，工资水平快速上升，通货膨胀加速。此外，资产价格（尤其是住宅价格）也急剧攀升。

不过，并非所有东欧国家都存在失衡现象。比如捷克共和国和斯洛伐克共和国，其开始转型的时间较早，经济更加发达，同时也采取了灵活的汇率机制，因而信贷增长相对温和；同时，这些国家的外币贷款也很少，其经济并未出现过热的现象，工资水平的增长幅度也受到了抑制。在波兰，由于信贷繁荣开始得较晚，所以失衡现象也较少。

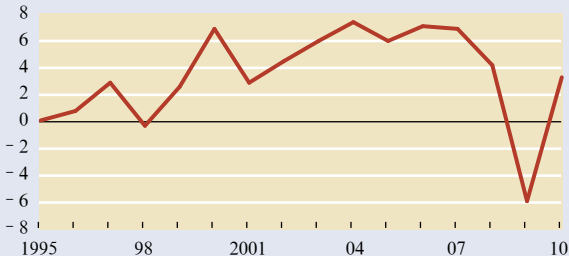
2008年秋，外来资本流入戛然而止。雷曼兄弟投资银行破产引发了全球金融市场的动荡，全球风险厌恶程度急剧上升、股价暴跌、银行间市场严重萎缩。发达经济体的银行面临严重的流动性压力，几乎停止了新的贷款投放，甚至开始剥离资产。母银行继续对其分支机构的未偿付的信贷额度余额实施转期，但不再提供追加资金，新增信贷仅限于那些可以通过当地新增储蓄进行融资的项目。流入该地区的其他资本也有所减少，然而幅度却没有那么显著。

资本流入的减少导致国内需求急剧下降。很多国家的新增信贷几乎陷于停滞。此前那些国内需求增长幅度最大、经常项目赤字最大以及信贷—GDP比率增幅最大的国家其国内需求下降程度最严重。而那些失

## 处于困境之中的欧洲新兴国家

欧洲新兴国家在经过了长达十年的经济强劲增长之后，于2008年开始步入严重的经济衰退，不过目前看来似乎有所好转。

(GDP增长率年度变化)



资料来源：IMF世界经济展望数据库。

注：欧洲新兴国家包括阿尔巴尼亚、白俄罗斯、波黑、保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、前南斯拉夫马其顿共和国、摩尔多瓦、黑山、波兰、罗马尼亚、俄罗斯联邦、塞尔维亚、斯洛伐克共和国、斯洛文尼亚、土耳其和乌克兰。



衡现象不太显著的国家其国内需求仍相对保持坚挺。

出口的下降使经济衰退雪上加霜。欧洲新兴国家的主要贸易伙伴同样也处于衰退之中。随着国内需求和出口的双双走低，很多欧洲新兴国家的GDP降幅已远远超过了此前历次危机。

## 逐步趋稳

不过，该地区并未出现此前部分人士所担心的金融和经济全盘崩溃的局面。银行业未出现恐慌，因此该地区的各国政府不必为拯救整个金融体系而采取干预措施，而在很多发达经济体中情况则相反。同样，固定汇率机制也未出现崩溃的现象——在过去的危机中，这种现象在新兴经济体中常常出现。

这很大程度上得益于该地区各国果断采取的国内政策，同时，国际支持也起到了重要的经济维稳作用。在一些国家，IMF施以援手，同时，对于属于欧盟成员国东欧国家，欧盟也积极介入。世界银行、欧洲复兴开发银行等其他国际金融机构也参与了援助计划的实施。在某些情况下，其他欧洲国家也提供了资金支持。此外，私营部门也发挥了作用。东欧与西欧各国银行签署的协议确保了前者能够持续获得贷款。

## 未来展望

目前，东欧各国似乎复苏在即。这些国家的出口量正在回升，国内需求也开始出现回稳迹象。据IMF预计，2010年该地区的经济增长率将达到3.3%。

不过，新兴欧洲国家短期内仍难以重返常态。这些国家未来的发展——尤其是对于那些在经济繁荣时期经济严重失衡的国家而言——必须更多地依靠于流向贸易品行业的资金，同时减少对流向非贸易品行业的资金的依赖。目前这些国家的出口正在恢复之中，但由于消费者为偿还债务仍然紧缩开支，其国内需求可能仍将处于疲软状态。

今后，那些此前经历过经济繁荣的国家中的私营企业必须为其制造品和服务拓展新的出口市场，这就要求必须对其经济结构进行重新调整。尽管这一任务非常艰巨，但仍然可以完成。由于非贸易品行业的利润率下降，投资将转向更有前景的领域，市场信号会发生变化，这有助于这些国家进行经济结构调整。不过该过程可能较为困难。即便在贸易品行业，新开发项目也必须应对资金更加匮乏的状况。由于西欧的各大银行都在为重建其资产负债表而竭尽全力，同时新兴欧洲国家经风险调整后的投资回报的吸引力也似乎不比从前，因此资本流入可能仍将保持在较低水平。

不过，在将东欧各国引向更加可持续的增长路径方面，公共政策可以发挥其作用。更加平衡的宏观经

济政策以及对工资增幅的限制有助于防止经济出现过热现象，从而阻止资源从贸易品行业转向非贸易品行业。财政政策尤其可以发挥更加积极的作用——当财政收入增加的时候节约开支，而非增加支出和提高公共部门的工资。这可能意味着在经济繁荣时期小规模财政盈余是不够的，我们需要更大规模的盈余。决策者可能倾向于在经济繁荣时期增加支出，但节约开支所带来的回报是政府拥有大额的财政盈余作为缓冲，从而可以在经济衰退期间不必大幅降低财政支出，而一些国家在本次经济危机中就不得不这样做。

防止经济过热十分重要，这是因为很多欧洲新兴经济体的制造业竞争力在经济繁荣期间出现下降。比如，根据欧盟提供的数据显示，2003—2008年间拉脱维亚的制造业单位劳动成本与其贸易合作伙伴相比增长了90%。其他一些国家（尤其是保加利亚、爱沙尼亚和罗马尼亚）的实际汇率也出现了大幅升值。

紧缩的财政政策将有助于抑制工资水平的过快增长。从长期来看，东欧各国的工资水平将赶上西欧国家。如果与此同时东欧制造业的生产率也同步增长，就不会阻碍其制造业的竞争力，也不会使投资者对其失去信心。

## 提高产品的质量

不过，新兴欧洲国家不应单纯在低工资方面竞争——而且其也将发现很难做到这一点。目前，其他一些新兴市场的劳动力工资水平甚至更低，而随着工人移民至西欧国家，新兴欧洲国家的工资水平也将上涨。因此，该地区应致力于生产更加尖端的产品。经济结构的改革（包括改善商业环境的改革）、教育水平的提高和（在某些国家中）打击腐败都将有助于上述目标的实现。

如果外资的流入旨在增加供给（尤其是外向型行业的供给），那么其也可以发挥重要作用。此类境外投资将有助于促进经济增长和技术转移，并提高劳动力的技能水平。

目前，该地区的部分国家已经开始采纳这一发展模式。比如，捷克共和国和斯洛伐克共和国在经济繁荣时期的增长相对要平衡得多，信贷增长受到抑制，经常项目赤字较小，出口也发挥了重要的作用。尽管在此发展战略之下，两国在此次危机前的经济增长率不及其他部分邻国，但其受经济衰退的影响也要小得多。因此从更长期的视角来看，这两国的经济增长率已经超过了那些国内需求一度快速增长的国家。■

Bas B. Bakker现任IMF欧洲部处长，Anne-Marie Gulde为该部门高级顾问。

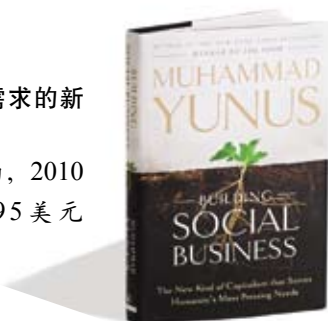
## 盈利还是不盈利：这是个问题吗？

默罕默德·尤努斯著

### 构建社会企业

服务于人类最迫切需求的新  
型资本主义

Public Affairs, 纽约, 2010  
年, 226页, 25.95美元  
(精装)。



穷人仍然难以  
获得以下事物：有收入的就  
业、清洁的水源、电力、道路、交  
通、热量和微量营养素、卫生保  
健、教育、银行、电信、互联网、  
公正、安全。他们工作的意愿仍是  
世界上最被浪费的资源。

给予穷人机会是最终的解决之  
道。生产率更高的工作将使他们获  
得所面临挑战的解决方案，并且能  
实现财务上的自给自足。此外，这  
些解决方案涉及到那些穷人能胜  
任的工作。由此产生了一种良性

循环：工作创造了财  
富，而财富又为其创  
造者所享用。

《构建社会企  
业》中涵盖大量关于  
克服贫困问题的商业  
理念，具体方法是提  
升穷人工作意愿的价  
值，并设计针对其最  
紧迫问题的有效且能够

自我维系的解决方案（本书作者参  
与创建了格拉米银行——最早出现  
的小额贷款组织之一。从20世纪70  
年代末开始，该组织在作者的祖国  
孟加拉国的某些最贫困地区向企业  
家发放小额贷款。其借贷活动现在  
已扩展至全球领域）。在他的这本  
最新出版物中，尤努斯展示了如何  
通过在某一款大受欢迎的酸奶（格  
拉米·达能）中添加重要的微量元  
素解决儿童营养不良问题；如何提

供能让农村的贫穷地区对抗蠕虫感  
染的鞋子（格拉米·阿迪达斯）；以  
及如何通过使用预付费的方式提供  
卫生服务，为失去视力的人们进行  
白内障手术（格拉米·卫生保健）。

这本书的作用并不仅仅是鼓舞  
人心。其旨在建立并发扬一种新的  
社会运动，该运动以解决贫困问题  
的企业家精神的和自我维系的方式  
为基础，并对其与慈善和公司社会  
责任（这两种都不能自我维系）做  
了明确区分。但尤努斯还想将其与  
通常所说的资本主义相区分——这  
就是该书副标题的由来。重点不是  
单纯构建解决贫困问题的企业，而  
是创立“社会企业”，其所做的  
“一切都是为了他人的利益。它是  
基于人性中的无私”。

尤努斯仔细地区分他的新型资  
本主义与他的敌人——“逐利的动  
机”，他认为后者迟早将让位于服

## 裂缝之间

此次金融危机的显著特征是，  
大量的事情出了差错，大批的人和  
机构犯了错误（在华盛顿特区，上  
面的这句话可能会被表述成一个疑  
问句：谁将受到谴责？）。前IMF  
首席经济学家，现任芝加哥大学布  
斯商学院教授的拉古拉姆·拉詹在  
其新书《断层》中，将大量造成此  
次危机的失误汇集起来，并加以解  
释。在他看来，断层是由过去几年  
间的事件暴露出来的。拉詹之后提  
出了关于抵御未来问题的广泛的政  
策建议。其中的一些是为人熟知的  
传统建议，如处理全球失衡，而另  
一些则是危机背景下的新观点，如  
改善社会安全网。

该书覆盖了大量这样的断  
层——事实上，这是一本关于近期  
宏观经济政策议题的真正的学术著



拉古拉姆·拉詹著

### 断层

被隐藏的断层如何威胁世界经济

普林斯顿大学出版社，普林斯顿和  
牛津，2010年，272页，16.95美元  
(精装)。

作。其涵盖的问题包括过度杠杆化  
和 Americans 对信贷的滥用、全球储蓄  
和资本流动的失衡、宽松的货币政  
策、导致透明度缺乏的金融创新、  
错误的薪酬计划，较低的借贷标

准、评级机构的失职，政府对银行  
的不充分的监管，等等。由于拉詹  
在2005年曾直言不讳地指出对金融  
创新潜在危险的担忧，所以他的话  
尤其具有可信度。

拉詹在危机解释清单中加入了  
政治经济因素。他将信贷扩张和家  
庭杠杆率的提升视作对美国日益严  
重的不平等现象的反应。除非家庭  
具有高度的专业知识，否则其将受  
困于收入增长的停滞，对此其只能  
用过度借贷来弥补。

政治因素同样也为杠杆的滥用  
推波助澜。在拉詹看来，美国相对  
薄弱的安全网使得政治家们尤为热  
衷于避免劳动力市场的萧条。因而  
他们偏爱财政和货币刺激。据他所  
言，在2000—2003年的经济下滑之  
后，有问题的政策包括：2000—  
2003年经济下滑之后，美国延长了  
人们预期中的低利率政策；以及某



务于穷人的理念。他相信“逐利的动机”应遭到放逐，就像一位想要戒烟的吸烟者必须摆脱哪怕只吸一口的冲动，一位穆斯林在斋月期间必须放弃一小口小吃那样，企业必须摒弃利润。“是否与盈利态度做彻底的决裂造成了企业主间巨大而重要的差异，他们其中的一些真正希望投身于社会变革。”

尤努斯声称已经发明了一种新的社会组织形式，从而在这种非盈利性的企业氛围中致力于解决穷人的问题。他将其与盈利性的资本主义、合作社、社会主义、政府、慈善、共产主义或公司社会责任严格区分开来。他宣称对小额信贷的知识产权，尽管“行动国际”先于格拉米银行十几年就开始了这种尝试。在将捐赠和利润动机巧妙融合的情况下，“行动国际”创建了诸如Compartamos、MiBanco和BancoSol这样的组织，其增长远比

格拉米银行迅猛。不像后者，它们并不坚持使用团体贷款或排斥利润。

非盈利品牌并不能带来商誉。格拉米已经与数家大公司开展了合作，包括达能（酸奶）和阿迪达斯（鞋），而这些公司与格拉米的联系已对其自身的品牌有所助益。但在目前情况下，这些公司只将这些新奇的项目交由其企业社会责任部门管理。新的价值数十亿的市场将向穷人转型。避免盈利动机制约了这些解决方案覆盖范围的真正扩大，而拒绝捐赠的行为限制了活动所得的补助，使其无法以可持续的方式被组织起来。

读者有可能从该书中获得灵感，但应该对尤努斯所标榜的社会运动持保留态度。

Ricardo Hausmann  
国际开发中心总裁，哈佛大学经济发展实务学教授

些还在进行的政策，例如美国政府在接管房地美和房利美前，私下对两者进行补贴。宽松的货币政策和对房地美与房利美债务的隐含担保造成了过度的借贷和房地产泡沫，从而导致了金融部门的脆弱性和本次危机。该书的第二部分讨论了阻止这些问题的改革，包括变革金融监管体制和市场结构（如薪酬激励）。

在拉詹建议的解决方案中，最引人关注的观点是美国更有效的社会安全网将减低衰退带给人们的恐惧，并减少那些会产生泡沫的不必要的刺激政策。如果劳动者——选民——不那么担心工作的减少和错配，政治家就有更大的回旋余地，从而避免出台风险较高的政策。有些人认为，危机源于2000—2003年间试图消解高科技泡沫破裂的负面影响而实行的政策，因为这些政策

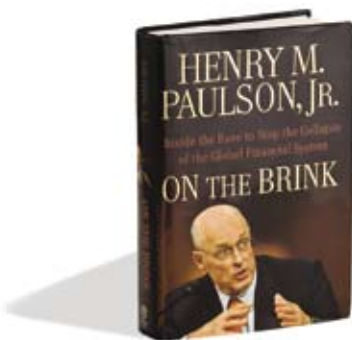
带来了房地产泡沫。最近美国颁布的卫生保健法案将契合拉詹关于改善安全网的一揽子建议。一旦该法案行之有效，我们将有机会看到其是否影响了美国人对金融安全和公共政策导向的看法。

在进行前瞻时，拉詹关注的是更好的教育与培训，从而在根本上解决不公平现象。技能的提高意味着更好的工作机会和更高的收入——以及在制定经济刺激政策时更多的回旋余地。

拉詹的书全面回顾了造成危机的原因，并为避免另一场危机提供了一个具有吸引力的方法。

Phillip Swagel  
乔治敦大学麦克多诺商学院

## 风暴中心



亨利·鲍尔森著

### 峭壁边缘

拯救世界金融之路

Business Plus, 纽约, 2010年,  
496页, 28.99美元（精装）。

雷曼兄弟的倒闭引发了全球金融体系的崩溃。信贷可及性的大幅削减导致全球经济严重衰退。在美国，经济衰退造成了10%的失业率，3.7%的实际GDP下滑，以及工业产出15%的下降。亨利·鲍尔森的书讨论了人们由全球性金融服务企业崩盘而提出的一系列关键问题：为什么雷曼兄弟这种造成市场混乱的倒闭得以发生？当局预期到风险了吗？如果预期到了，其会加以干预吗？如果无法进行早期干预，当局有可能在最后一刻救助雷曼吗？——就像在此之前6个月对贝尔斯登的救助，以及在此之后的第二天对美国保险巨头AIG公司的救助那样。

鲍尔森于2006年7月至2009年1月任美国财政部部长，适逢危机蔓延的头两年，以及进行初始政策回应的前4个月。该书就描述了这段经历。

### 金融危机入门书

该书为我们回溯了那段历史。里程碑式的事件包括始于

2007年8月的信贷动荡；2008年3月贝尔斯登的倒闭；政府资助企业（GSEs）房利美和房地美被接管（国有化）；2008年9月15日雷曼兄弟的倒闭；以及当年9月16日对AIG的救助。本书涵盖了政策回应的信息，其中引人关注的例如不良资产救助计划（TARP）法案——预算当局在购买不良资产的同时向银行注入股本，并创造大量的联邦储备便利，用以向困境中的市场体系提供流动性。

尽管回溯历史是有价值的，但本书独特的贡献是作者以决策参与者的视角解读围绕危机应对的决策过程。四个重要的议题——与未来实现金融稳定和更有效的危机处理方案有关的经验教训——脱颖而出。

## 汲取教训

第一个教训是，四分五裂的金融监管将带来负面影响。尽管美国财政部总体上负责国内金融，但其不能凌驾于部门监管者的运营独立性之上。这将宏观审慎监管复杂化了：引人注目的是，直到美国主要的保险公司AIG濒临破产的前几天，这位财政部长才得知AIG承受重大压力的消息，这种做法破坏了金融维稳政策的实施。鲍尔森回忆了GSEs的监管者是怎样不情愿地承认GSEs的资本严重不足并加以接管的。同样，他还描述了专门监管受困的信用（储蓄和贷款）机构华盛顿互惠银行的监管者是如何选择调整资本结构，而不是将其出售给一家稳定的银行——摩根大通。6个月以后，华盛顿互惠银行带来了美国历史上最大的一宗银行破产案。

第二个教训是制定金融政策时确保其合法性相当重要。鲍尔森在书中描述了在危机形成的过程中，国会是如何不愿意承认金融隐患的

积聚的，这部分是因为金融部门巨大的政治影响力——尤其是两房的影响力——“华盛顿的街头霸王”。这些观点在最近将政治贡献与经济议题的国会表决相联系的学术文献中得到印证。

第三个教训与危机管理中国际协调的复杂性有关。人们公认国际性银行的决议可能是当前全球金融稳定框架中最薄弱的环节。雷曼兄弟的倒闭就是其中一个体现。这家银行曾拥有全球整合的业务，但其国际分支机构却根据各自管辖区的法案申请破产。在破产中，雷曼在伦敦的机构PricewaterhouseCoopers冻结了所有该公司在英国的资产，包括来自客户账户的第三方抵押品。这一举动冲击了投资者的信心，即便是在客户的投资银行账户在破产中被隔离或受到保护的管辖区（如美国），震动依旧巨大。

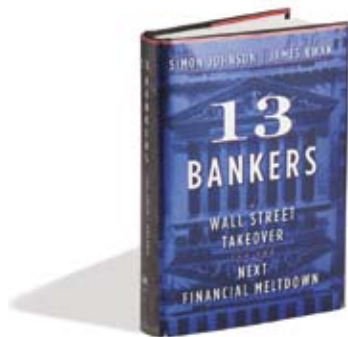
鲍尔森阐述了破产规则无法预料的特质是如何引发全球金融的崩溃：“突然间每个人都在和所有交易对手打交道的过程中变得小心翼翼，不管英镑的信誉有多高，也不管两个企业间原本的关系有多么深厚。”

在描述雷曼的破产时，鲍尔森不断点明美国监管框架所存在的漏洞——本书论及的第四个教训。逐步接管商业银行运营的程序在《美国联邦存款保险公司改进法案》中得到了很好的定义，但这对投资银行、保险公司和大型对冲基金而言没有较高的权威性。即便一家机构倒闭，政府仍旧无法通过注入更多资本加以干预，哪怕这一事件可能导致系统性后果。美联储理论上可以对任何机构提供紧急贷款，但只能在贷款被“担保其合理性的情况下”，这意味着只有最小的信贷损失风险。所以为什么雷曼倒闭了而贝尔斯登和AIG得以保存？鲍尔森认为雷曼缺少真正的抵押品，从而不能够向政府承诺对其进行的救援

将有别于其他机构。这种分析尚存在争议，但作为击退危机的中心人物，鲍尔森观点为我们提供了重要的视角。

Lev Ratnovski  
IMF研究部经济学家

## 谁在担心陷入困境的大银行？



西蒙·约翰逊和詹姆斯·夸克著

### 13位银行家

强制接管华尔街和下一次金融崩溃  
Pantheon Books, 纽约, 2010年,  
320页, 26.95美元（精装）。

“我们如今的目标是改变关于大银行的传统智慧。”这是作者在这本可读性极强且充满挑衅性的书的末尾所做的结论。全书的中心议题是关于经济决策者令人费解的政策制定理念——怎样证明旨在使金融体系更安全、运营更清晰的重复的巨额公共干预对于防止金融体系崩溃是有必要的？作者将矛头指向了金融机构带来的困境，这些机构被认为“太大而不能倒”。道德风险问题众多周知，而且约翰逊和夸克认为有一条险恶的暗流在涌动——暗流之上是政治和制度机制（其塑造了全球金融体系的发展并对之加以监督）的腐败——而且这个暗流更容易使大型金融机构中招。



作者讲了一个精彩的故事，故事中最凶恶的就是主要的银行机构。该书将它们描绘为新的寡头。它们掌控着过多的经济实力和政治影响力，并且从其“太大而不能倒”的地位中获得了利益，所有这一切使其承担了过高的风险，因为其预期将获得纳税人的救助。经济自由化的流行及其所受到的支持、驱使人们在公共部门和主要金融机构的影响力之间不断摇摆的旋转门文化，以及美国财政部和美联储中少数身居要职的人这三个因素共同帮助驱动剥削的车轮。IMF也未能躲过这一批判。

但是，作者也会承认，在处理之前的危机时，如今的反派角色中有很多曾被视为英雄，并曾促进了强劲的经济增长。没人会否认在那段时期出现了错误，而且如果我们能够回到过去重演历史，我们肯定会收回部分决定。书中着重指出的

对场外衍生品交易的监管就是一个很好的例子。该书认为这些决定反映了少数人强势的自利行为可能会影响大多数人，但后者的盲从可能仅仅是由于贫乏的判断与无知——我们在事后才变得更明智。

本书的出版恰逢其时。各国决策者仍在争论如何更好地改革全球金融监管框架，而详细的监管改革如今正在实施过程中。《13位银行家》这本书的可贵之处就在于其独立的视角。本书的中心论点是，几乎所有与金融监管有关的人都不由自主地被卷进上述进程，从而有可能使改革偏向有利于主要金融机构的一方。如果这种论点是正确的，则对于实现持久改善的根本性改革而言不是好兆头。对此我们至今都难以评判，而且无疑那些负责起草相关改革法案的人将挑战作者的观点。

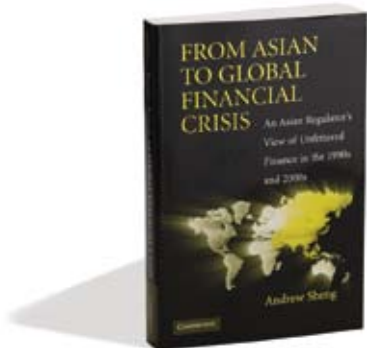
在书的末尾作者提出了建议，但此部分最薄弱，这很糟糕，因

为其有可能影响政策争论。作者赞成对金融机构的规模作出硬性限制，禁止其份额超过GDP的某一百分比数值。作者甚至建议对风险更高的机构施加更严格的限制。这些限制将被添加到其他审议中的监管（对资本、流动性等方面的监管）倡议中。但是，该书没有详细陈述使用规模限制的利弊，而是（或在此之外）提出通过征收系统性风险费来处理具有系统重要性的机构，同时限制自营交易，并强化针对大型机构的解决机制。书中并未提及如何制定所建议的规模限制措施，以及哪些需要覆盖方面的还未得到解决。对这些议题的更深入的分析 and 讨论将增加这本引人入胜的书的操作价值，并使其建议成为改革的一部分。

R. Barry Johnston

IMF货币与资本市场部主任助理

## 新危机，旧问题



沈联涛著

### 从亚洲到全球的金融危机

一位亚洲监管者对20世纪90年代和21世纪初不受约束的金融业的看法  
剑桥大学出版社，坎布里奇，英国，2009年，204页，26.99美元（平装）。

当人们迫切要知道问题的答案时，沈联涛的书适时地出现了。在亚洲人看来，沈联涛在东西方的经历，以及身为香港金融监管者和学者的背景，为其书中关于金融危机的广泛深入的分析打下了坚实基础。

有别于其他许多分析家，沈联涛在书中注入了个人视角，因而将可比较的历史、宏观经济学和微观经济学熔于一炉，并以此定下本书的框架。作为一名亚洲记者，我从未读过比这本书更全面透彻的关于20世纪90年代亚洲金融危机的故事，也没有领略过关于那一时期和此次全球危机内在联系的更令人信服的分析。但有些读者可能会觉得沈联涛作为监管者应对危机的经历比他的理

论阐述更有趣。

沈联涛阐明了当前的金融工具和制度结构是如何以及为何变得过时了。他论述的最重要的主题是金融中介和监管者或政府之间的关系。在他看来，不受约束的金融业是这些危机的罪魁祸首。

但实际情况要复杂得多。政府有可能同时存在对金融部门监管过多或监管不足的情况。作者认为这在亚洲尤为明显。金融体系需要更好而非更多的监管。

“监管周期必须包含对结果和目标的不断评估。这些评估必须审查策略、优先权、激励、标准、结构、流程和执行如何在正确的尺度和范围内进行”，沈联涛这样写道。他的论点是合理

的。但我们如何保证这种情形的出现？

鉴于中国金融体系所处的发展阶段，这种审查可能无法进行。监

“为子孙后代着想，亚洲的故事值得流传后世。”

管捕捉——当政府监管机构的创设目的是维护公共利益，而不是为了某一行业或部门的商业或特殊利益时，其负责进行监管——在中国很普遍。现在监管者需要做的是制定和实施法规，而不是帮市场作决定。其应当改进交易体系，监督特殊利益集团，保证公正的信息披露，惩罚违规者，以及教育投资者。

但中国的监管者对这些工作兴趣不大。相反，由于被强势的利益集团所影响，他们以保证投资者利益的名义过度地采取了保护主义政

策，这导致对股票供求的人为控制以及市场紊乱，为上市公司的寻租创造了条件，让投资者转变为投机者。沈联涛认为“透明度是必要的，但这还不够”。这是较为委婉的说法。在中国，透明度仅仅是梦想。

正如沈联涛明确指出的那样，“亚洲经济学家面临的关键的结构问题是：相对封闭的、自上而下的治理结构，与开放的、快速变化的复杂的全球市场之间的冲击。

沈联涛告诉我们，在亚洲金融危机和互联网泡沫破裂后，金融业将要面临自20世纪30年代以来最为彻底的修复，涉及的领域横跨会计、公司治理、监管和国有金融部门。但这些措施还不足以阻止此次危机。事实上，其中某些措施可能反倒为危机推波助澜。而金融业仍在寻找关键问题的答案，包括围绕“太大而不能倒”这个表述所产生的问题。

尽管最近的事件并不是什么好兆头，但金融监管的未来还是有希

望的。救援计划的逻辑加剧了造成危机（包括此次危机）的因素。例如在救援计划中，金融机构的激励机制和代理人问题始终存在（如果不是更糟的话）。但是，沈抱有期待。“没有危机是完全相同的，但是我希望有一些共同的因素有助于我们确认下一次危机，并且减轻其影响”，他这样写道。

我们亚洲的挑战尤为严峻，所以沈联涛的亚洲监管视角在这一市场历史的交汇点尤其受到欢迎。

“很少有关于亚洲危机的书由亲历危机的亚洲高级官员撰写”，他指出，“为子孙后代着想，亚洲的故事值得流传后世”。

沈联涛郑重承担起其历史责任的做法值得赞扬。但他最宝贵的贡献是确认了迈向健全市场体系时所面临的障碍，并指出制定未来解决方案的途径。

胡舒立

财新传媒总编辑，中山大学传播与设计学院院长

# IMF Survey

News and  
analysis about  
globalization and  
its impact on  
economies around  
the world.

Visit IMF Survey  
magazine online at  
[www.imf.org/imfsurvey](http://www.imf.org/imfsurvey)



# 面向私营部门的信贷仍然很弱



## 尽管全球经济开始复苏，但银行信贷持续下降

在2008年国际金融危机爆发之前的那段时间，全球流动性过剩、信贷快速扩张，对私营部门的贷款更是大幅增长。但全球危机使得银行业减少了对私营部门的贷款，因为银行想要改善其受资产价格下跌重创的资产负债表，吸收日益增加的不良贷款，并通过过去杠杆化来降低风险。银行信贷的实际数额急剧下降，并且有可能在最主要的经济体和国家组别中继续低迷。

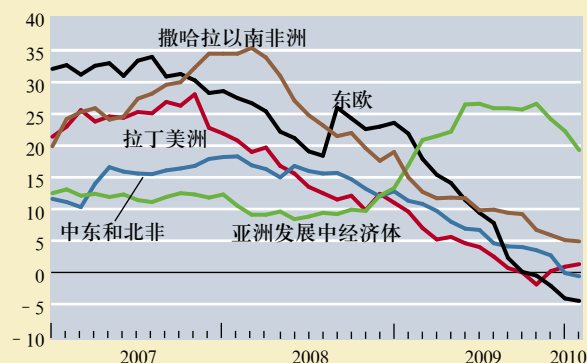
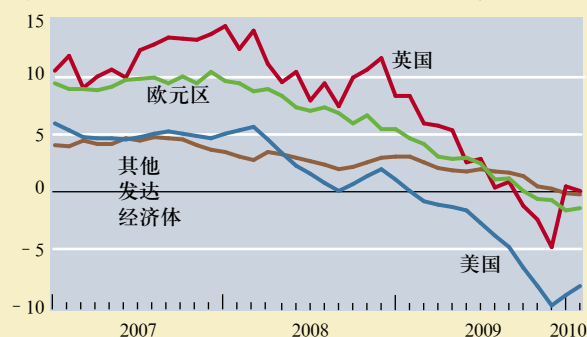
在发达经济体中，大量政府资金的注入以及宽松的信贷政策是为了对抗经济衰退并改善银行的财务状况，而非为了增加私营部门的贷款。在经过7%的平均年增长率后，到2008年中旬，银行信贷在成熟市场的增长放缓，到2009年年底，信贷增长降为负数。2009年，银行信贷增长下降得最多的是英国，近20%。至2010年初，美国的信贷增长比前一年下降了约10%。欧元区的情况也相差无几。

为什么这些经济体更好的金融状况并未带来私营部门的信贷增长呢？有以下几点原因：首先，当经济情况不佳的时候，企业的产出和居民的消费都在减少，这使得贷款需求降低。第二，因为不确定性升高、资本头寸恶化，以及贷款损失日益加剧，银行提高了借贷标准。银行的财务状况仍然处于不断恶化的压力中，并且其资金状况变得更加紧张。为了保证银行信贷质量，银行更倾向于政府债券，而不是面向私营部门的贷款。而且，未来政策的不确定性也降低了银行放贷的意愿。

在新兴和发展中经济体中，信贷增长下降得最多的地区是东欧。在此次危机之前，该地区受益于大量的外国资金以及跨国贷款。当危机到来时，信贷增长

### 银行信贷增长有待复苏。

(对私营部门的实际银行信贷，百分比，与去年同期相比)



资料来源：IMF《国际金融统计》。

受到了巨大的冲击，并且到现在都还未开始复苏，其中部分原因是由于外国资金从银行流出。在拉丁美洲、撒哈拉以南非洲，以及中东和北非，信贷增长的情况类似，到2009年年底，其一直保持在0%—5%。

与之不同的是，私营部门的信贷在亚洲新兴和发展中经济体中似乎并未受到金融危机的影响。事实上，这些国家的信贷增长在危机期间上升，直到最近才开始有所下降。然而，这一发展状况在很大程度上受到了中国的影响。由于中国强劲的经济增长预期以及资产价格的不断上升，其银行信贷自2005年起就平稳上涨，在2009年底增幅达到了35%。

### 关于数据的说明

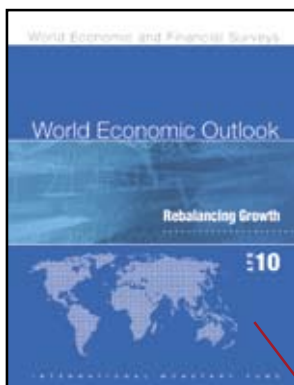
本文所用数据汇集各成员国向IMF统计部报告的货币数据（这些数据是用于《国际金融统计》的出版）。国内银行对私营部门的实际权益是对名义数据序列按消费者价格指数减缩调整后计算得出的。地区增长率是各个国家增长率的加权平均数。国家组别依据的是IMF《世界经济展望》中的分类。该数据库可以在[www.imfstatistics.org/imf](http://www.imfstatistics.org/imf)获得。

本文由IMF统计部的José M. Cartas和Martin McConagha撰写。

# Expand your global expertise. Visit the IMF Bookstore.

## World Economic Outlook

The *World Economic Outlook*, packed with country-specific facts, figures, and worldwide projections, presents the outlook for growth, inflation, trade, and other economic developments in a clear, practical format.



## Global Financial Stability Report

The GFSR provides a deeper understanding of global capital flows by covering conditions in global financial markets. It highlights current issues that could affect international financial market stability.



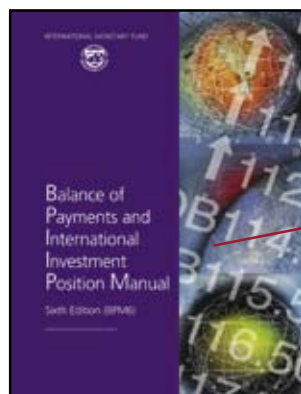
## Just Released

### Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System

This paper reviews the stability of the overall system of exchange rates by examining macroeconomic performance under alternative exchange rate regimes; exchange rate regime choice; and potential sources of stress to the international monetary system.

## Balance of Payments Manual, Sixth Edition

This edition presents revised and updated standards for concepts, definitions, and classifications for international accounts statistics. These standards are used globally to compile comprehensive and comparable data.



**Order Now:** Visit the IMF Bookstore today and browse to find the latest reports, publications, and data.

**IMF**BOOKSTORE

[www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)

Finance & Development, June 2010 - Chinese \$8.00



MFICA2010002