

金融与发展



FINANCE and DEVELOPMENT

2012年6月号

追踪全球经济复苏

埃尔-埃利安论盈余与赤字

洗钱的污点

从危机谈起

国际货币基金组织



Jeremy Clift

主编

Marina Primorac

执行编辑

Camilla Andersen

James L. Rowe, Jr.

Hyun-Sung Khang

Simon Willson

Natalie Ramirez-Djumena

高级编辑

Glenn Gottselig

网络编辑

Khaled Abdel-Kader

Jacqueline Deslauriers

Maureen Burke

Lika Guey

助理编辑

Luisa Menjivar

创意主管

Lijun Li

印制/网络产品专员

Seemeen Hashem

美术设计

Sara Haddad

媒体经理

Niccole Braynen-Kimani

高级编务助理

Harris Qureshi

编务助理

编辑顾问

Bas Bakker

James Gordon

Nicoletta Batini

Thomas Helbling

Helge Berger

Laura Kodres

Tim Callen

Paolo Mauro

Paul Cashin

Gian Maria Milesi-Ferretti

Adrienne Cheasty

Paul Mills

Alfredo Cuevas

Martin Muhleisen

Marcello Estevão

Uma Ramakrishnan

Domenico Fanizza

Abdelhak Senhadji

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 2012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

五年过去了

8 从危机道来

美国抵押贷款市场首次出现恶化迹象预示着19世纪30年代以来最严重的全球金融危机的降临，五年之后，全球经济仍未走出困境
小詹姆斯·L.罗



10 追踪全球经济复苏

大多数新兴市场表现良好，而大多数发达经济体却表现不佳，并且这种局面很可能将会持续下去

M.阿伊汉·寇斯、普拉卡什·洛嘉尼和马尔克·E.特伦斯

14 修复系统

人们普遍认为金融监管是全球经济危机的罪魁祸首，在对其进行了一阵改革之后，当前改革的步伐有所放缓

劳拉·科德雷斯、阿迪提亚·纳拉因

17 贸易政策至今仍完好？

虽然全球经济危机期间世界各国并没有广泛实施贸易保护主义政策，但近期贸易保护主义势力却有所抬头

伯纳德·霍克曼

20 摆脱债务困境

在居民和金融机构将其资产负债表修复好以前，许多发达经济体经济的复苏之路仍很艰难

斯梯恩·克雷森斯

24 经济崩盘时的旁观者

新兴市场 and 低收入国家经受住了全球经济衰退的考验。它们能够抵御进一步的经济冲击吗？

索沃特·贾汉、布拉德·麦克唐纳



27 挥之不去的不平衡

持续的大规模收支顺差和逆差将会对全球经济的长期繁荣和金融稳定形成威胁

穆罕默德·A.埃尔-埃利安

30 繁荣期的大宗商品

全球经济危机对大宗商品价格的影响远远小于前几次经济萧条，长期价格走势不明朗

托马斯·赫尔布林

本期还有

34 向绿色进军

投资于环境友好型技术已经成为一种全球趋势
吕克·耶乌劳德、本尼迪克特·克莱门茨



38 非法钱财，真正的伤害

洗钱伤及无辜民众，也让国家经济被迫承担了严重后果

保罗·阿史纳

42 冲出灰色地带

政府改善体制，建立包容性增长，从而缩小地下

五年之后……

全球金融危机起源于美国，这个拥有众多由高风险房屋抵押支持的有价证券的国家。从2007年年中出现最初的迹象以来，一年后全球金融危机达到最高点，决策者才真正意识到他们所面临的问题。当美国政府允许雷曼兄弟投资银行于2008年9月15日破产后，引发了金融海啸，其影响我们现在仍能感受得到。

在全球金融危机开始转化为自20世纪30年代“大萧条”时期以来最为严重的经济危机后的五年，全球经济仍处于困境。世界各地成百上千万的人失业（尤其是年轻人，这一点我们在《金融与发展》2012年3月号中曾探讨过），给部分国家带来了巨大的社会压力。

本期《金融与发展》分析了自危机出现以来五年后全世界的经济发展状况，有关证据显示世界经济未来发展前景错综复杂、扑朔迷离。

造成危机的因素多种多样，包括金融监管不足以及由于金融机构、家庭和政府积累了过多的债务导致资产债务状况混乱等。很多债务过度的情况发生在发达经济体。得益于那些创新的大规模政策干预，特别是美国的政策干预，才避免了全面的全球金融体系崩溃。现在，随着美国经济的逐步好转，欧洲的主权债务危机又再度使得人们的信心受到打击。

本期的一系列文章从不同角度分析了危机及其相关情况，包括正在采取的为修复金融监管体系所实施的措施以及对无辜受害国家的影响，这些无辜受害国家（包括新兴市场国家以及低收入国家）在全球衰退时相对平安渡过，但目前很容易受到持续冲击的影响。穆罕默德·埃尔—埃利安（Mohamed El-Erian）分析了全球的严重失衡现象，这种失衡非常危险但（目前）仍然存在。

在本期的“直言不讳”栏目中，卡罗·科塔雷利（Carlo Cottarelli）建议采取一个审慎的方法来控制债务水平，这种方法不会抑制为创造就业所必需的经济增长。

本期我们分析了南亚地区创造就业、对安全饮用水的获取、绿色投资的增长情况、洗钱问题和影子经济的状况。此外，我们还简要介绍了劳拉·泰森（Laura Tyson）的情况，劳拉是首位美国经济顾问委员会主任（克林顿政府），她强调，尽管存在不足，全球经济的相互依赖性加强仍带来了巨大的效益。

杰里米·克里夫特 (Jeremy Clift)
主编

经济的做法是明智的

阿诺普·辛赫、索纳莉·杰恩—钱德拉、
阿迪尔·穆罕默德

48 更多的工作，更好的工作

南亚的劳动力激增，要求政策进行跨部门改革，
以支持高质量工作岗位的不断增多

卡尔帕纳·可查尔、普拉蒂普·米特拉、
瑞玛·纳亚尔

其他内容

2 读者来信

4 经济学人物

关注差距

杰里米·克里夫特对美国顾问委员会第一位
女主席劳拉·泰森的采访

32 图表释义

生命之源

有关安全饮用水的全球目标已经实现，然而仍有
至少7.8亿人缺乏洁净的饮用水

娜塔丽·拉米雷斯—杜莫纳

46 回归基础

什么是货币市场？

货币市场为贷款人和借款人提供了一个渠道，以
满足其短期的财务需求

兰德尔·多德

52 直言不讳

紧缩时代

发达经济体寻求平衡预算和降低债务的道路并不
平坦

卡罗·考特赫里

54 书评

《占领华尔街手册》，珍妮特·伯恩（编）

《马上结束这种萧条！》，保罗·克鲁格曼

《经济学家“有饭吃”》，泰勒·科文

57 数字聚焦

G7成员国从国外举债

在外债占GDP的比重方面，英国位居G7首位
塔玛拉·拉辛、马塞洛·狄纳森和马丁·莫卡
纳伽

图片：封面、第14、20、23和28页，Seemeen Hashem/IMF；第8—9页，Lina Liberace。

摄影：第4页，Richard Kalvar/Magnum Photos；第6页，Joshua Roberts/AFP/Getty Images；第10页，Dennis Frates/Aflo Relax/Corbis；第17页，The Irish Image Collection/Design Pics/Corbis；第24页，Sam Panthaky/AFP/Getty Images/Newscom；第27页，Pimco；第30页，DPA/ZUMApress.com；第32页，iStock；第33页，Karen Kasmauski/Science Faction/Corbis；第34页，Paul Souders/Corbis；第38页，Thomas Peter/Reuters/Newscom；第43页，Bishop Asare/EPA/Newscom；第48页，Munir Uz Zaman/AFP/Getty Images；第52、54—56页，Stephen Jaffe/IMF。

本刊在线阅读网址：www.imf.org/fandd

浏览《金融与发展》的Facebook：
www.facebook.com/FinanceandDevelopment。

贫困国家的社会支出

我们饶有兴趣地阅读了《批评是正确的吗?》一文(2011年12月号)。答案似乎是完全否定的:IMF的计划不会损害贫困国家的社会支出,相反这些计划通过扩大财政空间可以增强这些国家的社会支出。这些发现与IMF独立评估办公室(IEO)2003年有关同一主题的报告中的结果完全一致。



如果这些研究发现是正确的,将是令人鼓舞的好消息,表明IMF从其此前的错误中汲取了经验教训。我们2006年在《国际组织》(International Organization)上发表的一篇文章中同样指出了这一点,该篇文章重新回顾了IEO的报告,并将1997年《社会支出指引》确定为IMF计划的潜在转折点(IMF研究发现“自2000年以来支出占GDP的比例开始加快增长”,我们的提法与IMF的研究发现保持一致)。但是,你们并没有探讨我们的主要研究发现,即IMF计划的实施效果根据接受国的政治体制类型的不同而存在差异,同时IMF计划对社会支出的负面影响在发展中民主国家体现得最为明显。政治至关重要,但IMF忽略了社会生活中这一铁定的事实,从而对其自身造成了不利影响。

艾尔芬·诺卢丁 (Irfan Nooruddin)

美国华盛顿特区威尔逊国际学者中心研究员

乔尔·W.西蒙斯 (Joel W. Simmons)

美国俄亥俄州立大学哥伦布分校政治学系副教授、

美国马里兰大学帕克分校政治学系助理教授

作者回复

我们同意诺卢丁和西蒙斯两位教授的观点,即政治体制可能对社会支出造成潜在的影响。我们的研究结果确认,那些在民主指数方面得分相对更高的低收入国家,其社会支出的增长也相对更高(见图)。与此同时,我们的研究结果还表明,在拥有IMF资助计划的国家中,其教育和卫生支出占GDP的比重以及占政府支出的比重按实际人均水平来看都相对较高。

我们还利用与诺卢丁和西蒙斯教授于2006年发表的论文(论文将IMF的计划加上了民主指数得分)所类似的公式,在我们的计量经济学模型中评估了民主得分所带来的影响。对于教育和卫生总支出占GDP的比重以及占政府支出的比重,民主得分的影响在统计学上不具有显著性,唯有民主得分对卫生支出占GDP比重的影响为正。因此,我们的分析并不表明IMF支持的计划会导致民主国家的支出增长率下降。

野崎真弘 (Masahiro Nozaki)

本笃·克莱门特 (Benedict Clements)

圣吉夫·顾普塔 (Sanjeev Gupta)

民主至关重要

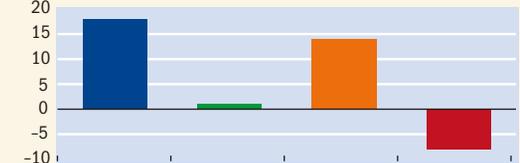
多个评估指标显示,那些拥有IMF资助计划、同时在民主指数方面得分较高的国家,通常会在卫生和教育方面支出更多。

卫生支出

(年度变化中值, 占总支出的百分比)



(年度变化中值, 实际人均水平, 百分比)



(年度变化中值, 占GDP的百分比)



教育支出

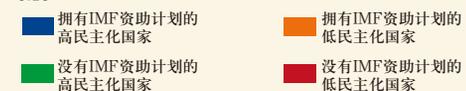
(年度变化中值, 占总支出的百分比)



(年度变化中值, 实际人均水平, 百分比)



(年度变化中值, 占GDP的百分比)



资料来源: IMF工作人员的估计。

注: 上述各图显示的是1985—2009年期间各国在教育支出方面的年度变化中值, 其依据是Polity IV民主指数, 指数范围从-10到10。分值在-10到-1的国家划归为低民主化国家, 分值在0-10的国家划归为高民主化国家。

有关信用评级的警告

帕纳伊奥蒂斯·贾华士 (Panayotis Gavras) 的“评级博弈” (2012年3月号) 包括很多有趣的方面, 但遗憾的是未涵盖巴塞尔的监管机构在使用信用评级确定银行的资本要求时常犯的根本性错误。

银行对各种已知的风险 (包括信用评级中的风险) 负有责任, 这些风险涉及利率、影响规模以及其他方面。因此, 当监管机构基于同样的观点为银行设定资本要求时, 就会陷入一种“双重强化”的误区, 导致被官方认为没有风险的业务会更加受到青睐, 而被官方认为具有风险的业务则受到进一步打压。

所有信息, 包括违约风险的信息如果被过度考虑,



即便其是正确无误的, 也会成为糟糕的信息。

这一点尚不为人所知的原因或许可以解释为, 几乎所有人都认为此次危机是由于过度承担风险所导致的——即便事实上所有问题是来自于过度暴露于此前被认为绝对不具有风险性的业务, 同时未能参与官方所认为“具有风险性”的业务, 如面向小型企业和企业家的信贷, 这两个事实表明我们目前更多地处于一种监管引起的, 对风险过度规避的状况。

当监管机构决定充当全世界的风险管理者时, 他们却忘记甚至忽略了这样一个事实, 即所有银行的危机常常来自于过度暴露于此前被认为安全的业务, 而从未来自于过度暴露于此前被认为具有风险的业务。

佩尔·库罗夫斯基 (Per Kurowski)
前世界银行执行董事 (2002—2004年)

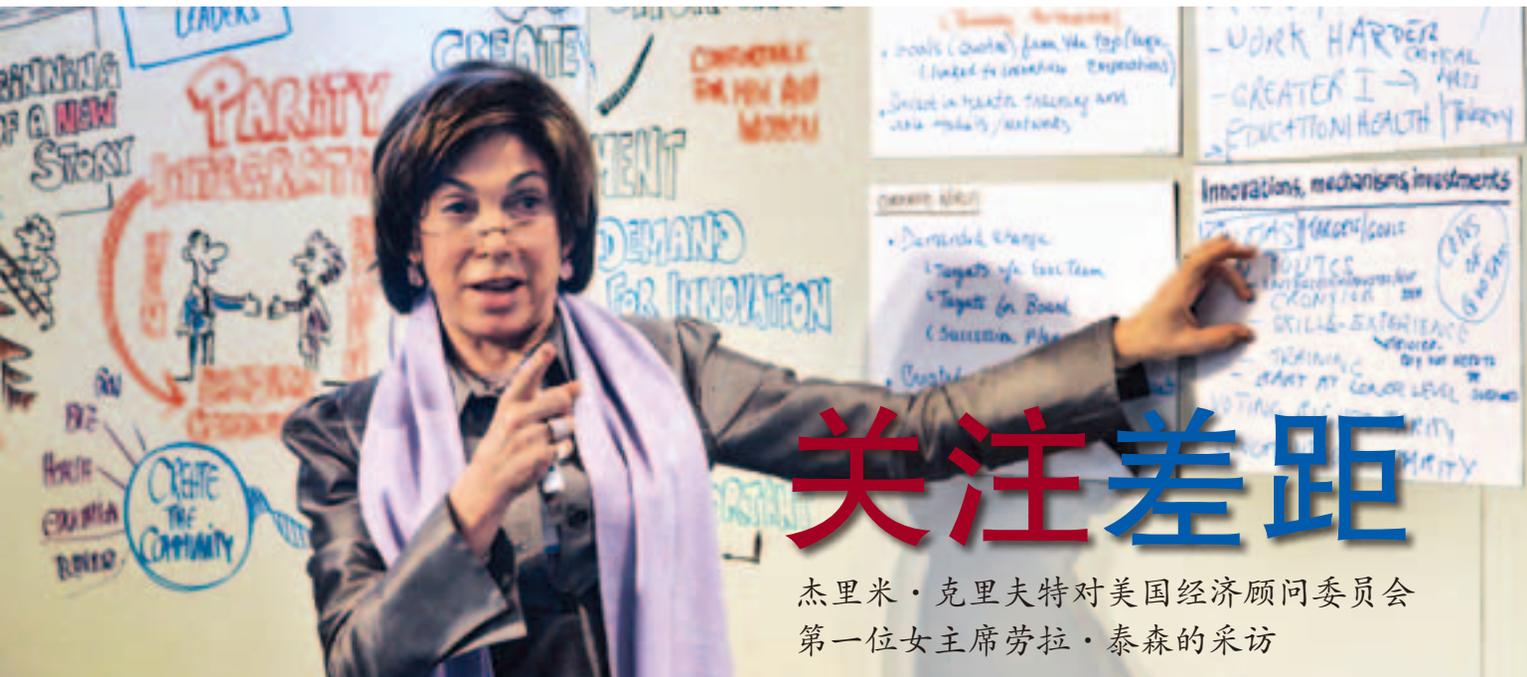
欢迎读者来信。请将内容不超过 300 字的来信发送至 fanddletters@imf.org, 或致函本刊主编, 来信请寄: *Finance & Development*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 20431, USA。我们可能会对来信进行编辑, 请知悉。

悲观科学?

IMF



在我们的播客上聆听对有关顶级经济学专家及经济决策的
采访: www.imf.org/podcasts。



关注差距

杰里米·克里夫特对美国经济顾问委员会第一位女主席劳拉·泰森的采访

泰森在瑞士达沃斯性别论坛上发表讲话。

劳拉·泰森 (Laura Tyson) 投入大量的时间思考差距和赤字——没有什么，缺失什么：就业差距、收入差距、教育差距、性别差距，以及庞大的美国财政赤字，这或许是最令人不安的差距。

她担心美国正在失去其杰出的地位，而美国人梦想中日益繁荣的情景变得越来越难以实现。

“甚至在此次大衰退之前，美国工人和家庭就已陷入困境，”劳拉·德·安德烈·泰森 (Laura D’Andrea Tyson) 说。她是加利福尼亚大学伯克利分校经济学与工商管理教授，拥有多项“第一”荣誉：美国（比尔·克林顿总统）经济顾问委员会第一位女主席、伦敦商学院第一位女院长，该学院的商界女性中心就是由她创建的。

在教授 MBA 课程期间，她在课间休息时说：“2000—2007 年，就业增长非常缓慢，仅为前 30 年增长水平的 1/2。生产力增长强劲，远远超过了工资的增长速度，导致工人的平均每小时实际薪酬逐渐下降，甚至对那些拥有高等教育背景的工人也造成了严重打击。”

泰森认为，抗议美国日趋加剧的收入不均是我们这个时代的一项新事业。在美国，人口的 1% 为顶级富豪，99% 为底层收入人群。“对于现在二三十岁的人们来说，这是一个时代问题。他们正处于这样的世界，就像我当年生活在反越战运动时代一样。”

抗议从反对华尔街救市和腐败的游行示威开始，已经逐渐上升为席卷全球的“占领”运动，尤其是在发达经济体中。

打破玻璃天花板

作为克林顿总统第一任期内的国内国际经济政策议程的缔造者，泰森继罗伯特·鲁宾 (Robert Rubin) 之后在 1995 年 2 月至 1996 年 12 月担任美国国家经济委员会主席，成为克林顿政府中地位最高的女性。

泰森在贸易上推崇“激进的单边主义”，这深深吸引了克林顿，他发现这是一个非常实际而又现实的立场。泰森撰写的《谁在打击谁？高新技术行业中的贸易冲突》(Who’s Bashing Whom? Trade Conflict in High-Technology Industries) 一书在 1992 年出版，为克林顿政府如何与日本谈判解决贸易保护主义问题定下了基调。

当时的问题是日本和欧洲给美国造成了严峻挑战，尤其在高新技术制造和出口领域。

在反对毫无约束的自由贸易的同时，泰森提议通过艰难的关税和贸易壁垒谈判扩大市场准入，同时针对那些对美国进口说“不”的国家实施确实可信的威胁。

应用经济学

克林顿总统在其自传《我的生活》一书中表示，他之所以选择泰森担任经济顾问委员会主席，是因为泰森对技术、制造和贸易的了解令他印象深刻，“我认为，微观经济问题被国家经济政策制定者忽略了太长时间。”

尽管她后来赢得了经济政策制定者的尊敬，但是

她的任命激怒了公然质疑其资格和分析能力的主流经济学家。1993年2月,《商业周刊》杂志发表评论称:“尽管经济学家往往会成为笑柄,但是一位经济学家成为其他经济学家公然抨击的对象却十分罕见。”

然而,在某些方面,她把经济分析与有针对性和有计划的政治战略有机结合在一起的做法确实走在了时代的前面。现在,在伯克利分校哈斯商学院,泰森依然喜欢参加有关经济和政治分歧的辩论,还定期为杂志和报纸撰写博客和文章,包括《纽约时报》Economix 博客和《金融时报》A-List。

泰森说:“我教授的课程是有关如何在新兴市场做生意。”她嫁给了编剧埃里克·塔洛夫(Erik Tarloff),同时他也是小说《Face-Time》和热播电视系列剧《M*A*S*H》的作者。目前,埃里克·塔洛夫为《大西洋》杂志撰写博客。“我对学生说,在新兴市场从事商业经营一半事关战略——我不是战略家,但我阅历丰富;我在多家公司任董事会成员,我也一直在经营商学院,所以我了解战略——还有一半事关经济学。”

以怀疑态度看待市场

《商业周刊》表示,很明显,这个职业已经向前发展了,但是学术经济学家们担心的是“她远比大多数经济学家更愿意接受政府采取行动的观点”。

泰森在《谁在打击谁》一书中写道:“我们不能被‘在没有美国政府的干预下,美国高新技术产业的命运由市场力量决定’这种安抚人心的观点所蒙骗。”杂志发表评论说:“对看不见的手的智慧持怀疑态度,使她在一个与生俱来就相信市场的职业里成了不受欢迎的人。”

经济学家詹姆斯·加尔布雷斯(James Galbraith)挺身为她辩护。1993年3月,他在自由派月刊杂志《美国前景》撰文表示,她是一个小心谨慎、一丝不苟的人,既“不好争论又不随波逐流”。他说,这种威胁针对的是“这样一些职业经济学家,他们对市场力量的崇拜为其提供了现成的政策平台。如果这些人的万能原则不再充分时,他们会做什么?或许,老伙计们真被这一任命吓到了”(见专栏1)。

担心竞争

在与伯克利分校的教授约翰·齐斯曼(John Zysman)一起研究贸易和就业问题时,泰森分析了20世纪80年代美国制造业就业率下降和美国国际竞争地位普遍下滑的种种原因,探究了贸易对服装、汽车、半导体和电信设备四个行业产生的就业影响。美元升值、保护主义和缓慢增长等国外市场频繁提及的因素

都很重要。但是她发现,其他因素相对更为重要,其中包括美国政府坚持自由贸易政策,而其他国家则实施一套截然不同的规则。

“她劝说克林顿及其经济顾问利用管理贸易的变体——指定预期贸易成果,而不是让自由商品流通决定贸易结果的贸易协议——来促进高新技术行业发展壮大,”詹姆斯(James)和朱莉安娜·斯卡雷利(Julianne Cicarelli)在他们合著的《著名女性经济学家》一书中说,“这项政策在20世纪90年代末期国际贸易额出现名副其实的爆炸式增长中起了作用,推动美国经济进入了前所未有的高速增长期,这可谓是完美扩张。”

参与者发生变化

如今,参与者或许已经不同了,但许多担忧却很相似。泰森依然担忧蹒跚增长的美国经济。但是今天,这种忧虑更多是关于中国和其他迅速发展的新兴市场,尽管泰森从未讳言,克林顿从来没有遇到过像摆在巴拉克·奥巴马面前的经济衰退一样严峻的经济困难。“问题的严重程度非常非常不同,而且现在(美国的)政治气候也更加恶劣。”

专栏1

经济学：模式的改变

全球经济危机逐渐削弱了经济学家对市场绝对正确的信任。

泰森在视察纽约期间对全球经济危机进行了反思。她说:“根本性错误是相信每个理性行为者都能从根本上严格要求自己。首先,我说的是‘理性’,而且我们有越来越多的证据表明,每个行为者并不总是保持理性,并且经济模式不会考虑这一点。”

“经济模式基本表明,所有这些独立的决策只有汇总在一起才会产生意义。但是,你能看到的是,如果每个人都在不理性地作为——那时你会认为是从众心理在作怪——整个体系实际上会偏离正常轨道,而且它已经偏离了轨道。”

“现在,经济学家意识到,市场效率值得怀疑。我们将严格对待人们犯下的预料之中的行为错误。我们将出台更多的监管措施,因为实际上我们再也不相信人们会自觉悔悟。他们将对规则作出反应,所以,我们最好考虑要制定什么规则。”

“因此,我认为,在思考市场失灵方面,实际上已经作出了重大转变。我们为什么假设市场有完整信息呢?在大多数情况下,市场并没有完整信息,或者即使有,也会被不专心的行为者忽视。不管出于哪种原因,我们必须假设它们实际上无法取得最佳成果。所以说,这是一个很大很大的变化。我认为这是一个巨大的变化。”

全球联系比以往更加密切，更加相互依赖，以至于一个地区的问题更有可能影响到其他地区。她说：“依照大多数相互依赖的衡量标准，或者依照您能想到的所有衡量标准，世界相互依赖的程度都比以往更深。”

泰森说：“而且在我看来，那意味着有必要在金融市场政策和资本流通方面增加合作与了解。我们拥有一个比以往复杂得多的全球金融体系，然而我们还不知道如何适当地管理这个体系。”目前，泰森在麦肯锡全球研究院、瑞信研究院和洛克·克里克集团投资公司担任高级顾问。

良师益友

泰森的父亲是第二代意大利裔美国人，参加过第二次世界大战。他是一个有明确目标的人，并能够督促孩子们实现自己的目标。1947年，泰森出生于新泽西州贝永市。她以最高荣誉毕业于私立史密斯女子学院，1974年获得了麻省理工学院经济学博士学位。她的导师埃弗塞·多马（Evsey Domar）是俄裔美国经济学家，提出了著名的经济增长模型。他激发了泰森对苏联风格的计划经济的兴趣。在世界银行担任顾问期间，泰森研究了东欧社会主义经济体制，与著名的匈牙利经济学家贝拉·巴拉萨（Béla Balassa）和发展经济学家艾尔玛·阿德尔曼（Irma Adelman）——当时，在世界银行中地位最高的女性之一——进行了短暂合作。她在普林斯顿大学教过三年的经济学课程，1978年转入加州大学伯克利分校，从那以后便在这里断断续续地授课。

她的父母曾建议她学商科。“我在上完一门课之后立刻决定转学经济学。我一直把经济学看作是从事公共政策的有力工具，于是我坚持研究经济学。而且我



美国总统比尔·克林顿宣布泰森将担任美国国家经济委员会主席之后。

认为自己当初做了正确的决定。我现在依然喜欢经济学。”

作为世界经济论坛《全球性别差距》年度报告的作者之一，泰森看到了全世界女性取得的进步，然而进步的速度非常缓慢，且女性在政治代表方面的进步尤其滞后（见专栏2）。

与克林顿夫妇的交往以及对女性的拥护，使她在2008年总统竞选中自然而然地支持参议员希拉里·克林顿赢得民主党总统候选人提名。2008年6月，克林顿退出竞选后，她开始支持奥巴马。

除了为支持奥巴马总统而大声疾呼之外，她还是奥巴马无党派就业与竞争力委员会成员，该委员会由通用电气首席执行官杰弗里·伊米尔特（Jeffrey Immelt）担任主席。委员会的宏伟目标是通过投资美国企业以鼓励招聘、教育和培训员工参与全球竞争，创造就业以及吸引企业来到美国，从而寻找促进增长的新途径。

专栏2

女性进步缓慢

《全球性别差距报告》是对衡量全球女性现状所作出的一种尝试。

“我们分析了135个国家和地区在政治代表、经济机会、受教育或教育程度以及医疗保健方面存在的差距”，泰森说。她推崇将“平权搜索”作为发展合格女性的途径。

“我们从2006年开始衡量性别差距。大多数国家在这方面已经取得了进展，尤其是在教育和医疗保健领域。女性在获得经济机会和成为政治代表方面的进展最为滞后。放眼全球，担任国家决策制定职位的女性不足20%。”

与哈佛大学国际发展中心主任里卡多·豪斯曼（Ricardo Hausmann）合作撰写的报告指出：“我们的目标是关注男女差距是否缩小，而不是女性是否在‘性别战争’中取得‘胜利’。”

强调工作的相对性而非规定性。她说，报告进一步分析了最佳实践，例如政府如何尝试增加女性政治代表或公司如何改善女员工的招聘与保留。泰森在这方面拥有许多经验和想法。她是多家公司的董事会成员。2003年，英国政府任命她研究如何改善公司董事会会议室的多样性。

她认为2012年世界银行的《世界发展报告》中关于性别平等的部分对于汇总有关性别如何影响发展的研究尤其有用。

她说：“我从这份切合实际的报告中中学到了许多，其中一点是女性获得信用贷款的重要程度。我们知道，无论在发达社会还是发展中社会，小型企业普遍面临贷款难的问题。由于某些原因，女性获得贷款的难度更大，尤其对于由女性领导的小型企业更是难上加难。”

就业两极分化

全球经济危机爆发后，奥巴马成立了经济复苏顾问委员会，提供思路和分析，以重振美国经济。泰森是委员会成员。她说，全球相互依赖、竞争和技术变革导致许多发达经济体出现就业机会两极分化的局面，高薪专业岗位、技术岗位和管理岗位以及低薪食品服务岗位、个人护理岗位和保护性服务岗位的就业率有所增长。

相比之下，中等技能白领和蓝领岗位的就业率出现下滑，尤其是制造业岗位。美国困难家庭大幅减少储蓄，以房屋净值作为抵押获得贷款，并增加债务以维持消费。这进而对2008年破灭的房地产和信贷泡沫起了推波助澜的作用，而泡沫破裂之后就开始了痛苦的减债过程。

她相信美国正在投资三个主要领域，帮助国家创造和保留高薪岗位：技能和员工培训、基础设施、研究与开发。

她提到迈克尔·斯宾塞（Michael Spence）和桑戴尔·赫施瓦约（Sandile Hlatshwayo）以及大卫·奥特尔（David Autor）最近所进行的研究：技术变革和全球化如何挖空就业机会，如何在技能和岗位分布中抑制工资增长，但她认为这是一个动态过程，在过去被认为很有吸引力的国家出现了工资上涨现象。“中国的就业机会可能开始向其他国家流失。”

作为摩根士坦利、AT&T、银泉网络公司和世邦魏理仕集团董事会成员的泰森表示，全球竞争导致美国收入不均日渐加剧。她说，美国劳动力市场不利的结构变化源自三种力量：

- 技能型技术的改变，实现了日常工作自动化，同时增加了对受过高等教育（至少拥有大学学历）的员工的需求；

- 全球竞争和通过贸易与外包实现的劳动力市场一体化，消除了就业岗位，抑制了工资增长；以及

- 美国作为对生产和就业有吸引力的国家的竞争力正在下降。

其他国家也出现了就业机会两极分化的现象。但是，麦肯锡的最新研究表明，有些国家（例如德国）正在针对这一现象采取应对措施，而美国逐渐成为了对生产和就业较为缺乏吸引力的国家。泰森表示，美国在这方面的优势相对下滑的原因之一是其教育体制存在缺点。泰森也是麻省理工学院（MIT）和彼得森国际经济研究所的董事会成员。她说，美国的受教育水平与家庭收入相关，且分布非常不均衡：贫困家庭的子女很难上大学。此外，虽然这种教育体制培养的工人达不到优质岗位的技能要求，但是在移民方面依然存在限制，这使美国吸引和留住外来人才变得异常困难。

何去何从

为制定一项有效的响应措施，美国做了许多尝试。

2005年，美国国家科学院发表了一份非常有影响力的报告——《站在风暴之上》（*Rising Above the Gathering Storm*），警告美国正逐渐丧失在创新领域的竞争地位，呼吁政府加大研发、教育和基础设施投资以扭转局势。其他国家对该报告做了摘要，甚至从中借鉴观点，但是随后在一篇促人清醒的文件中，国家科学院得出的结论是美国的竞争地位继续下滑。

美国不断扩大的财政赤字以及婴儿潮一代人正步入退休年龄的情况——给养老保险和医疗保健带来额外压力——增加了同时弥合所有差距的复杂程度，并且也要求政府作出一些艰难抉择。

泰森说：“挑战令人畏惧且不可避免。必须制定减少长期赤字的计划，以应对赤字增长，并扭转国家竞争地位下滑的颓势。我们必须加大创新基础设施的投入，甚至以减少我们在其他大多数政府计划上的投资为代价。”

她认为，尽管存在不利之处，但是更大的相互依赖性从整体上来讲会带来巨大收益。

“全世界在根除全球贫困问题上已经取得了显著成功——虽然还有很长的路要走，但是已经取得了许多进展：重大技术突破成果；在为世界经济建立中产阶级方面取得的卓越成就。

“所有这一切都令人非常满意，这都是相互依赖的一部分，但是相互依赖确实意味着一个地区的不稳定会快速蔓延到另一个地区。蔓延效果真实存在，会席卷全球，而且问题会快速出现。因此，这表明有必要增加多边合作。” ■

杰里米·克里夫特（Jeremy Clift）是《金融与发展》的主编。

参考文献：

- Cicarelli, James, and Julianne Cicarelli, 2003, *Distinguished Women Economists* (Westport, Connecticut: Praeger Publishers).
- Clinton, Bill, 2004, *My Life* (New York: Alfred Knopf Publishers).
- MySpace Journal, 2010, *Interview with Laura Tyson*. www.myspace.com/video/vid/102580084#pm_cmp=vid_OEV_P_P
- Tyson, Laura, 1992, *Who's Bashing Whom? Trade Conflict in High-Technology Industries* (Washington: Institute for International Economics).
- , W. Dickens, and John Zysman, eds., 1988, *The Dynamics of Trade and Employment* (Ballinger).
- World Economic Forum, *Global Gender Gap*. www.weforum.org/issues/global-gender-gap

从危机道来

美国抵押贷款市场首次出现恶化迹象预示着19世纪30年代以来最严重的全球金融危机的降临，五年之后，全球经济仍未走出困境

The background of the page is a vibrant, hand-drawn illustration. At the top right, a large, smiling sun with a face and rays is surrounded by decorative floral patterns. In the center, a yellow castle with red roofs and towers stands on a hill. To the left, a winding river flows through a lush green landscape with various trees, including one with large, dark olives. A small boat is visible on the river. The overall style is bright and cheerful, with a soft, painterly texture.

导致大萧条的原因多不胜数，其中包括金融监管力度不够，以及金融机构、家庭和政府因积累了过多的债务而导致资产负债表陷入混乱。大多数的过度负债均发生在发达经济体内部，但在创造性的和大范围的政策干预（尤其是美国）下，才避免了全球金融的完全崩溃。

但是，由经济危机造成的经济衰退更为严重，与并非由金融体系崩溃造成的经济衰退相比，其恢复速度更为缓慢且不温不火。五年之后，美国的复苏仍然疲软，欧洲主权债务问题使多个国家饱受折磨，导致了经济放缓的新危险。

保护主义的蔓延使 19 世纪 30 年代的大萧条日趋恶化，当时各个国家千方百计地保护国内市场，以免遭受进口产品的竞争威胁，但是结果只把局面弄得更糟。这一次，由发达和新兴市场经济体组成的 20 国集团已经有所防备，避免了很多明显的保护主义行为。但是当全球贸易面临崩溃时，更为微妙的保护主义在 2009 年重新抬头。2010 年，随着经济开始复苏，贸易保护主义又渐渐平息，但是近期又有抬头的迹象。

与之前的经济衰退不同，相比北美和欧

洲的发达国家，新兴市场和低收入经济体受到的打击更小，恢复的速度也更快。他们的好运在一定程度上得益于经济衰退前实施的强大的经济政策，这些政策使得很多国家为应对经济衰退做好了准备。同样，也要感谢运气——相比之前的经济衰退，很多国家所依赖的商品的价格一直维持在相对较高的水平，这些经济体与发达国家的联系不如以前密切，并且他们的金融体系较不成熟，所拥有的可导致发达金融体系崩溃的高风险债务较少。但是，在应对新危机方面，新兴和低收入经济体准备得可能并不那么充分。

风险无处不在。高涨的石油价格和其他商品价格使复苏更难以继。对金融监管的改革在重重阻力和习惯性力量面前显得无能为力。全球经济失衡仍在继续，一些国家拥有大量且持续的国际收支平衡盈余，而另一些国家拥有巨额的赤字。

本期的《金融与发展》讨论了经济危机发生五年后的全球经济。证据显示，全球经济前景面临十分复杂的困境，令人喜忧参半。

小詹姆斯·L·罗（James L. Rowe, Jr.）



追踪全球经济复苏

M.阿伊汉·寇斯、普拉卡什·洛嘉尼和马尔克·E.特伦斯

大多数新兴市场表现良好，而大多数发达经济体却表现不佳，并且这种局面很可能将会持续下去

自第二次世界大战以来，全世界经历了四次全球性经济衰退——1975年、1982年、1991年和2009年。在这些年份中，全球居民的平均收入均出现了下降——用经济学家的术语来讲，全球人均国内生产总值（GDP）下降了——并且全球经济活动的其他衡量指标也普遍下滑。每次衰退都会引发人们对经济崩溃的担忧，但是每一次全球经济都在一到两年内复苏。

2008年，投资银行雷曼兄弟倒闭，由此引发了金融市场危机，次年发生的全球经济衰退是这四次经济衰退中最严重的一次，也是全球各处危机步调最为一致的一次。一些人担心，世界将重现19世纪30年代的大萧条。幸运的是，通过采取激进

的和非常规政策措施，大萧条得以避免。自2010年以来，全球经济走上了复苏的道路，但仍较为脆弱。

目前的全球复苏与以前第二次世界大战之后的复苏有什么不同？发达经济

图1
走上正轨

从全球人均GDP角度来看，最近一次经济衰退的复苏速度快于前三次经济衰退。

(实际人均GDP根据其波谷指数化至100，并由购买力平价加权)



资料来源：IMF员工的估计。

注：以年为单位，零代表经济衰退的波谷。

体和新兴经济体的前景有什么不同？全球复苏存在哪些风险？

复苏缓慢

若要为全球经济衰退给出一个定义，需要做很多工作（见专栏），尽管如此，定义全球经济复苏则较为简单。经济复苏其实就是指全球经济衰退过后经济活动日趋增加的时期。

自2010年以来的缓慢经济复苏与其他三次全球经济衰退余波的轨迹十分相似（见图1）。事实上，如果能够实现所预测的全球平均收入（全球实际人均GDP），这场所谓大衰退的复苏将会比前三次全球经济衰退后的复苏来得更早。

但是全球收入的轨迹掩饰了发达经济体和新兴经济体之间的至关重要的差别。相比之前的三次复苏，此次发达经济体的复苏步伐非常缓慢（见图2，左侧）。其中一些经济体的平均收入尚未恢复至衰退前的水平，并且根据预测，在2014年之前也无法恢复至衰退前的水平。

收入增长的疲软也在支出方面（包括消费和投资）有所体现。随着家庭回归至安全的债务收入比水平（“减债”），消费受到抑制，在很多发达经济体中，房地产繁荣的情景已成明日黄花，对于住房的投资也因此处于疲软状态。

更快的步伐

与发达经济体的发展动态形成鲜明对比的是，新兴经济体的平均收入总体上已经恢复至大衰退前快速

全球经济衰退和复苏

“我们生活在一个全球化的世界里”这个说法在谷歌搜索上获得了70万次以上的点击量，是我们这个时代的陈词滥调之一。然而令人惊讶的是，并没有一个普遍接受的全球经济衰退的定义能够告诉我们什么时候全球经济会整体脱轨。本文采用的全球经济衰退的定义如下：一个全球实际人均GDP下降，并且其他各种全球经济活动衡量指标总体下滑（例如工业产量、贸易、资本流动、石油消费、失业率）的时期。根据这些标准，第二次世界大战之后共发生了四次全球经济衰退：1975年、1982年、1991年和2009年（Kose、Loungani和Terrones，2009年）。一旦确定了这些日期，全球性复苏的定义将变得非常简单，其实就是全球经济衰退过后经济活动增加的时期。

发展时的水平（见图2，右侧）。这些经济体的收入增长速度已经超过之前全球复苏期间所达到的最高水平，并且根据预测，在未来的几年中将继续保持这一水平。新兴经济体普遍实现了稳健增长。而欧洲新兴经济体是个明显的例外，其复苏轨迹与发达经济体类似。

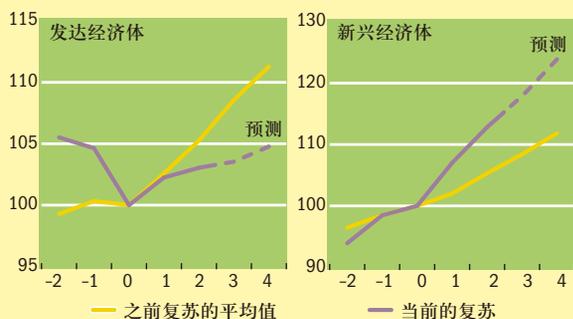
在2009年全球经济衰退期间，世界贸易发生了戏剧性的崩溃，这同时也引发了人们对于另一场大萧条的担忧，政府诉诸保护主义措施，寻求保护国内行业，以免遭受外国竞争的影响。这无疑是其的原因之一。但是世界贸易出现了反弹，并且新兴经济体的反弹速度再次快于发达经济体（见图3）。垂直专业化（多个国家涉及一个产品的生产流程）可能限制了传统保护主义措施的应用（见本期《金融与发展》“贸易政策至今仍完好”）。

图2

双倍速度的反弹

发达经济体（左侧）的经济复苏反弹速度远低于新兴经济体（右侧）。

（实际人均GDP根据其波谷指数化至100，并由购买力平价加权）



资料来源：IMF员工的估计。

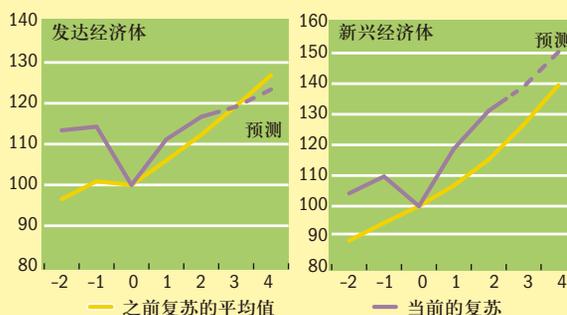
注：以年为单位，零代表经济衰退的波谷。

图3

贸易回归

全球贸易量在此次经济衰退最严重时期暴跌，现已出现反弹，但新兴经济体（左侧）的反弹情况超过了发达经济体（右侧）。

（贸易量根据其波谷指数化至100，并由贸易加权）



资料来源：IMF员工的估计。

注：以年为单位，零代表经济衰退的波谷。

在此次复苏过程中，股票市场的平均表现优于前几次经济危机复苏。这可能是由于企业的国际化程度越来越高。由于新兴市场经济体所发挥的作用，全球经济活动的复苏总体上好于前几次经济衰退。

等候工作

失业率的变化通常滞后于收入变化。在衰退初期，随着需求的降低，公司开始减少员工加班时间并在裁员之前作出其他调整。随着复苏的开始，公司通常在再次招聘员工前会观望一段时间，确定复苏是否会持久。

虽然有这样的滞后，但在一年时间内，收入和失业率的变化通常有着紧密的联系。这种关系在2009年全球经济衰退期间得到了很好的验证。这种关系被称为奥肯定律，经济学家阿瑟·奥肯（Arthur Okun，1962年）在其50年前的一篇文章中描述了这一关系。

在经济衰退期间，即2006年至2009年，发达经济体的失业率增加了差不多2个百分点。与这些经济体疲软的收入增长相一致，复苏过程中失业率的下降速度非常缓慢。根据预测，即使到2014年，发达经济体的失业率下降幅度将不会超过0.5个百分点，也就是说，不足经济衰退期失业率增长幅度的1/4（见图4）。相比之下，新兴经济体的平均失业率在经济衰退期几乎没怎么变，并且预计在2014年之前将会下降。

虽然世界经济有所恢复并且另一场大萧条已被成功遏制，但是经济复苏仍然存在着风险。

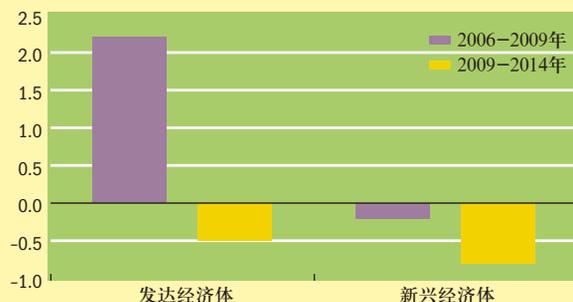
在经济衰退期，各发达经济体失业率的上升各不相同。造成这种差异的主要原因有三：收入增长的幅度（或负增长）、结构性瓶颈和宏观经济与劳动力市场政策的影响。在某些国家中，结构性因素可能起到了支持性的作用，尤其是在那些产值下降主要是由于房地产行业崩溃的国家。政策的作用，尤其是诸如轮岗制的劳动力市场政策的作用，对于某些特殊的情况可能非常重要，例如在解释为什么德国的失业率会下降时。在德国，雇主们获得补贴，以鼓励他们减少工作时间和工资的方式保留员工。

然而，增长的因素最为重要。图5显示西班牙、爱尔兰、葡萄牙和美国在2007年至2011年期间经历了失业率的最大增幅。但是澳大利亚、瑞士、奥地利、比利时和德国在同期的失业率几乎没有增加，甚至有所下降。这些国家在失业率方面的差异几乎可以用收入增长的变化得以完美解释。换句话说，奥肯定律得

图4
寻找工作

发达经济体的失业率大幅攀升，并且其复苏很有可能将维持缓慢的速度。新兴经济体的失业率有所下降。

（失业率变化，2006—2014年）



资料来源：IMF，《世界经济展望》，2012年4月；IMF员工的估计。

注：2012年至2014年数据为预测数据。

到了很好的验证（Ball、Leigh 和 Loungani，即将出版）。这种收入增长在带动劳动力市场方面的主要作用解释了为什么发达经济体失业率的下降速度如此缓慢。

又回到了1992年？

虽然世界经济有所恢复并且另一场大萧条已被成功遏制，但是经济复苏仍然存在着风险。欧洲的金融

风暴便是一个明显的风险。

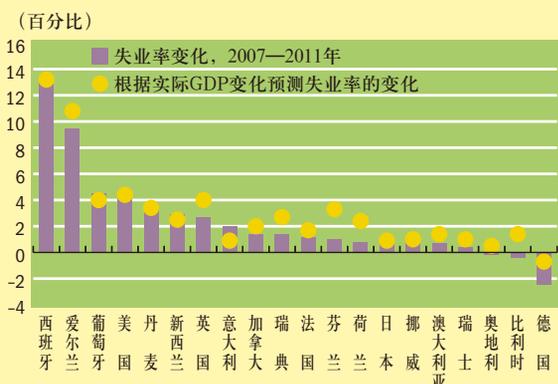
在这方面，发达经济体目前的经济衰退和复苏与1991年至1992年之间所发生的情况存在某些相似之处。这两次经济衰退均与主要发达经济体的信贷和房地产市场崩溃有关。1991年，美国、英国、日本和北欧国家的信贷和资产市场出现崩溃。近期的经济衰退与美国以及包括爱尔兰、西班牙和英国在内的多个发达经济体严重的信贷和房地产市场问题有关。

发达经济体自2010年以来的收入增长轨迹与1992年复苏的情况极为相似。两次复苏均在一定程度上因欧洲问题而放缓。1992年至1993年欧洲汇率机制（欧元的前身）危机期间很多欧洲经济体所出现的衰退，随后早期的复苏开始出现。在那段时间内，必须提高利率以抵御汇率安排，一些欧洲发达经济体被迫减少巨大的财政赤字。这一举措抑制了经济活动，并进一步打击了区域内的信贷和房地产市场。

图5

紧密相联

实际GDP（经通胀调整后）的变化几乎解释了发达经济体在2007年至2011年之间的所有失业率变化。



资料来源：Ball、Leigh和Lougani（即将出版）。

目前，主权债务高风险溢价对财政收支平衡和增长造成了类似的，甚至更为严重的伤害。在这两次经济复苏中，缺乏及时、可信和协调良好的政策战略，导致了金融风暴的加剧。受经济危机残余影响的拖累，国内消费和投资增长缓慢——负债多的家庭和公司相应缩减了其经济活动，以达到安全的债务水平（见本期《金融与发展》“摆脱债务困境”一文）。

石油冲击是否会使拖累复苏？

全球复苏的另一个风险来自石油冲击——石油供应可能出现中断和由此造成的油价飙升。这些情况在1975年全球经济衰退中扮演了重要角色。

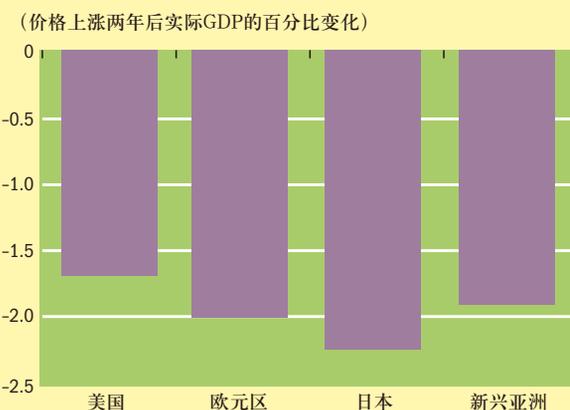
自那时起，石油进口国采取了多项措施，以降低他们在应对石油冲击方面的脆弱性。他们增加了石油进口渠道，这样即使其中任意一个渠道中断，也不会受到其干扰，此外他们还使用天然气和可再生能源（例如太阳能和风能）等其他资源替代石油。发达和新兴经济体的能源效率均有提高；产生1美元收入所需的能源消耗正在稳步下降。并且中央银行通过传递原油价格上涨并不改变长期通货膨胀前景的讯息，在建立通货膨胀预期锚点方面的表现大幅提高。因此，相比过去，很多国家的公众对于石油价格造成通货膨胀影响的担忧不再那么强烈。石油价格的上涨不会再造成20世纪70年代的工资—价格螺旋式上升的现象。

尽管如此，各个国家在建立了一定的应对石油冲击的能力的同时，他们仍很容易受到严重的供应中断或石油价格大幅波动所引发的不确定性的影响。估测数据表明，石油价格上涨60%可以导致美国的收入在两年时间内下降近2%，并对欧洲、日本和亚洲的新兴

图6

石油威胁经济复苏

如若石油价格上涨60%，将严重影响全球经济产出。



资料来源：IMF员工的估计。

经济体造成更为严重的影响（见图6）。

对于经济复苏停止的担忧

目前的全球经济复苏与之前的经济危机后的复苏情况有着很多相似之处，但是也表现出一些较大的区别。发达和新兴市场经济体在财富方面的分化是此次全球经济复苏最令人惊讶的结果之一。新兴市场的经济活动出现了最为强劲的反弹，并在此次复苏过程中成为全球增长的引擎。相比之下，发达经济体目前的复苏被认为是自第二次世界大战以来最疲软的一次。发达经济体的复苏轨迹与1992年的复苏有着一些共同点：目前和1992年的复苏均受到发达欧洲经济体金融市场问题的拖累。如果无法成功解决这些问题，将会使复苏停滞并使发达经济体本已不温不火的就业前景变得更为糟糕。石油冲击的威胁是全球经济前景中隐藏的另一风险因素。■

M.阿伊汉·寇斯（M. Ayhan Kose）是IMF研究部主任助理，普拉卡什·洛嘉尼（Prakash Loungani）是该部顾问，马尔克·E. 特伦斯（Marco E. Terrones）是该部主任助理。

参考文献：

Ball, Laurence, Daniel Leigh, and Prakash Loungani, forthcoming, "Okun's Law: Fit at 50?" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani, and Marco E. Terrones, 2009, "Out of the Ballpark," Finance & Development, Vol. 46, No. 2, pp. 25-28.

Okun, Arthur M., 1962, "Potential GNP: Its Measurement and Significance," Proceedings of the Business and Economic Statistics Section of the American Statistical Association, pp. 89-104.



修复系统

劳拉·科德雷斯、阿迪提亚·纳拉因

人们普遍认为金融监管是全球经济危机的罪魁祸首，在对其进行了一阵改革之后，当前改革的步伐有所放缓

发达经济体羸弱的金融监管是大萧条以来最严重的全球经济危机爆发的重要原因——监管体系设计不佳、不切实际，而且机构和市场细分之间不一致，更不用说国与国之间。

监管也被认为过于松懈，政府机构过于迎合私营部门，以期降低合规所需的昂贵成本。因此，从2009年开始，发达和新兴市场经济体20国集团（G20）领导人的政策议程开始专注于金融监管改革，以帮助应对经济危机所暴露出来的这种全系统风险及对其他机构、国家和实体经济的溢出效应。这一点并不令人感到奇怪。

为了更好地进行全球金融监管的协调，多国金融稳定委员会承受了巨大的压力，此外美国和欧洲也进行了某种程度的监管改革。正因如此，自2009年以来，情况发生了一些重大的变化。

但是在美国抵押贷款市场首次出现经济危机迹象的五年后，有迹象表明，最初的监管改革速度已经放缓，这在一定程度上是由于改革者的疲劳和民众对

此日益冷漠的态度，因为他们更加关心的是增长缓慢和高失业率所造成的经济影响，而非金融监管。全球金融行业也对改革有所抗拒，因为该行业认同某些研究所得出的观点，这些研究强调，过度监管会带来高昂代价，同时监管变革也有可能产生意外后果。国家主管部门也遭到国内金融机构的围攻，这些机构担心，其他国家所采取的措施将会对国内产生影响。政策制定者担心，某些国家在实施改革议程方面的分歧可能会导致金融全球化成果化为乌有。在这种背景下，本文将探讨改革已经取得的成果，以及尚待解决的问题。

进展

迄今为止，改革已经取得诸多进展。G20领导人对本次经济危机期间进行的金融改革产生了浓厚兴趣，因此，促进监管获得了前所未有的推动力。金融稳定委员会已被赋予权利，其使命是协调全球范围内对监管所作出的反应，借此，

G20 的作用得以增强。游戏的规则被彻底改写，目前的改革完全可以被称为“再管制”。

《巴塞尔协议 III》的一个主要成果是提升了资本的质量和数量。该协议还推行了在国际上达成一致的流动性要求（现金以及可以迅速和轻易出售换取现金的证券）。当在 2017 年年底完全实施后，银行将具备

汇集借贷款项（例如抵押贷款、信用卡余额、汽车贷款），从而对证券形成支持，再将证券出售给投资者。贷款的本金和利息付款用于支付给证券的拥有者——通常以部分安排的形式实施，这种安排给予款项支付以不同的优先级。较低的利率促使投资者购买这些证券，以获取此类证券所提供的少量额外收益。

国家主管部门也遭到国内金融机构的围攻，这些机构担心，其他国家所采取的措施将会对国内产生影响。

更多的缓冲资本，可以应对类似 2008 年突然出现的压力——银行间借贷几乎停止且融资成本飞涨。所谓全球系统性重要金融机构的新的资本要求，是对互联性风险的一种全新的国际应对措施——因为，由于相互之间混乱的财务关系和定位，一家金融机构可能对其他金融机构造成影响。

美国《多德—弗兰克法案》中提到，“大而不能倒”的银行应该自行安排倒闭计划，这是发出的一个信号，显示国家将认真对待此类银行的内部复杂性及其互联性所造成的相关次级影响。这些计划——无疑是等同于金融机构的生前遗嘱——旨在确保倒闭的金融机构可以在不影响金融体系的前提下破产。由此，在曾经被认为是最难攻克的阵地上也取得了一些进展：解决方案框架的国际标准使关闭跨国运营的金融机构变得更为简单。

危机的中心

同时，再管制的直接目标也包含危机中心的某些类型的经济活动。

对于可能需要纳入监管范围内的经济活动和金融机构，所谓的影子银行体系（其中的金融机构通常进行与银行业相关的经济活动，但是此类活动并不属于银行监管体系的范围之内）目前已经成为审核的焦点。全球经济危机的核心领域中所发生的大量经济活动都介于影子体系和更正规的银行体系之间。美国证券经纪人、银行资助的特殊投资工具和渠道、货币市场共同基金、对冲基金以及各种各样的金融机构通过相互作用，使长期资产和为长期资产提供资金的短期负债之间的系统性匹配日益错位。其中一些机构对于短期存款过度依赖，例如在货币市场上而非传统存款市场上交易的短期存款工具（见本期《金融与发展》“什么是货币市场？”）。

影子体系是国外高风险证券类产品供求的主要促成因素，是引发美国金融崩溃的罪魁祸首。证券机构

使证券化更为安全的法规解决了很多业已发现的缺陷。例如：发行人必须持有更多的产品（或者有自身利益涉及其中），迫使他们更仔细地调查标的贷款的风险。新的国际会计准则对金融机构持有资产负债表外实体证券化资产的能力进行了限制（当没有足够的资本支持时）。《多德—弗兰克法案》要求发行人确保提高这些产品所含资产的透明性。美国和欧盟目前生效的法规要求信用评级机构更仔细地对待这些产品的评级。

其他形式的影子银行也在受到金融稳定委员会和其他机构的详细审查，以便确定他们是否具备同样的负债潜力，以及对金融体系可能构成损害的其他风险。

一步之遥

即便是距离危机一步之遥的银行活动——例如，为自己（不是为客户）交易证券和银行提供支持的对冲基金——对于接受政府（事实上是纳税人）支持的银行活动而言，其风险仍然过高。美国的沃尔克规则和英国的维克斯报告呼吁将传统的消费者银行活动（接受存款和放贷）与可能导致银行需要纳税人提供支持的、风险更高的银行业务分离。这些措施出台后，大多数受影响的银行均有所收敛，如果这些措施完全实施，将很有可能降低股东回报。

大多数法规的目的是为了确保金融机构的健康，而另一些法规是为了解决总体金融市场的功能紊乱。这包括将双边交易中衍生工具合同的清算从柜台交易移至中央对手方（CCP）的工作。当在 CCP 内清算而非两个交易方直接清算足够的此类合同后，由于中央交易对手方可以抵消多个合同的买方和卖方现金流，风险因此得以降低。当然，多个 CCP 突然出现（正如目前正在发生的情形），多边净额结算的利益更低，需要更多的资源确保这一金融基础设施关键组成部分的安全。

回购（repo）市场也备受关注（其中，金融机构

出售他们持有的证券，以获得短期资金，并承诺在近期将其买回)。如果此类融资机制突然枯竭或者贵得离谱，一些依赖这种资金的机构将因现金短缺而受到影响。收集和公布回购成本(对标的抵押品面值的削价)和可接受抵押品类型的信息可以为市场打下良好的基础。尽管回购市场备受关注,但是近期工作小组(例如,由国际清算银行和纽约联邦储备银行协调的工作小组)未能将改革向前推进。

在解决系统性风险方面,宏观审慎政策也取得了进展,该政策认识到,保持单个金融机构的健康并不能够确保整个系统的稳定性(见2012年3月号《金融与发展》“整体性保护”)。更多整体性的宏观审慎方法处理的是一些潜在现象,这些现象通常导致信贷和负债增大经济周期波动的幅度。他们也发现了机构和市场之间的互联性,从而解释了为什么一个机构或市场的问题可以迅速波及到其他机构或市场。解决更为系统性问题的早期努力包括《巴塞尔协议III》所提出的反经济周期资本缓冲(要求机构在好的年景增加资本,使他们能够更好地应对坏年景)和近期达成一致的全球系统性重要金融机构的资本要求。

前路漫漫

虽然对于要做些什么倾注了很多的精力,但是终点仍然十分遥远。事实上,某些领域的变革非常缓慢,例如将跨大西洋会计标准融合成一项全球标准。此外,在全球领导人对改革议程作出承诺的三年后,很多国家仍未实施其中的一些关键要素,例如应对系统流动性风险的政策。

从某种程度上讲,这是有意为之,因为逐步实施可以减少对行业和总体经济的冲击。但是,实施的滞后意味着全球仍然存在重演三年前导致金融市场冰封的风险的可能性。

此外,改革遇到了两个主要障碍——推迟已经达成一致的措施和实施不力。

随着第一阶段的金融危机有所减缓,对已经达成一致的措施迟迟不予执行的现象最初源自金融行业,但是现在一些国家的主管部门也开始抵制,因为在危机的第二阶段,他们在努力促进缓慢的经济复苏。虽然《巴塞尔协议2.5》确定了一些细微的改进措施,但是《巴塞尔协议III》这个由全球各地监管机构组成的委员会所一致通过的强制性资本和流动性要求仍未得以实施。尽管如此,对于《巴塞尔协议III》准则所导致的持续性银行去杠杆化(资产剥离)和信贷增长放缓,人们对其仍诟病不已。国家之间开始相互指责,因为他们认为一些国家暗中进行了竞争性幕后操纵,例如不遵守商定的时间表。

实施不力的结果体现在多个领域。对资源供应的关注少之又少,但是这些资源是加强对实施合理法规的监督所必不可少的。监管套利现象(投资者利用不同规则或法规所导致的市场不同价格)有所抬头。目前,各国才刚刚开始认识到有必要甄别各种方式,加强总体监督能力及其自主权、使命、资源、权力和手段,以确保措施在各个机构、市场和国家得以均衡地实施。但是,监督自主权不太可能在近期内获得中央银行所允许的独立地位,并且在努力影响“大而不能倒”金融机构(丝毫没有减少他们的规模或业务范围的意图)可采取的激励措施的同时,监管者将继续面临行业游说和政府压力。

艰难的道路

监管改革的工作可能有所放缓,但是我们已经取得了一些进展。我们已经完成了相对简单的工作,但是旨在解决难题的更困难和更费力的工作仍尚待完成。需要完成的工作包括:

- 识别和建立缓解系统性风险的工具——仍处在开发的早期阶段;
- 提高监管机构的能力,以便在设计用于防范系统性事件的工具失败时能够从容应对相应后果;
- 为金融中介(将储蓄转化成投资)提供一个框架,以便在没有过度监管的情况下协助强劲和稳定的经济增长。

在部分地区,尤其是欧洲,持续的金融萧条妨碍了改革的进展。特别是当主权政府支持金融体系的能力可能被削弱的时候,将会出现影响监管制度改革的其他问题。

虽然如此,向前发展的势头不能丧失,因为如果无法解决最困难的问题,未来的全球金融稳定性无疑将受到影响。如若要树立对未来的信心,必须设定明确的目标——在目前的环境下,严重缺乏的正是信心。

劳拉·科德雷斯(Laura Kodres)是IMF货币与资本市场部副主任,阿迪提亚·纳拉因(Aditya Narain)是该部处长。

贸易政策 至今仍完好？

伯纳德·霍克曼

2008年第二季度至2009年第三季度期间国际贸易骤减，创有史以来最大的下降幅度，其降幅甚至大于20世纪30年代的大萧条时期。但是与大萧条时期不同的是，在2008年全球经济危机及其衰退余波期间，那些以损害邻国利益为代价保护本国产业的国家并没有广泛实施贸易保护主义政策。

取而代之的是实施货币和财政刺激计划（包括为特定行业提供支持，例如汽车制造业），帮助需求复苏并使全球贸易迅速反弹（见图1）。国际贸易降幅之大和恢复速度之快主要是由于在过去数十年中由稳步自由化进程所支持的国际供应链的发展，因其将众多国家的生产过程联系在一起。世界经济多极化的出现，加之主要新兴市场的需求（特别是中国），使贸易得到了复苏。

但是，尽管2008年至2011年期间总体的保护水平并没有大幅提高，但是仍然实施了很多歧视外国供应商的政策，并且有证据表明保护主义压力正在不断加大。部分原因是为了应对商品出口国的实际汇率升值以及出于对发达经济体货币扩张影响的担忧。

积极使用贸易政策

发展中经济体，尤其是那些规模较大的新兴市场，对贸易政策的使用最为活跃。根据世贸组织（WTO）发布的监测报告，从2008年年末经济危机爆发开始到2011年第四季度结束，共实施了1243项贸易措施。其中3/4的措施是对贸易实施限制，另外1/4的措施降低了进口保护水平。全球贸易预警组织（GTA）拥有许多收集贸易措施信息的智库和机

虽然全球经济危机期间世界各国并没有广泛实施贸易保护主义政策，但近期贸易保护主义势力却有所抬头



构，该组织所了解到的可能影响贸易的措施数量更多：据该组织报告，在2008年11月至2011年11月期间共实施了1593项措施，其中1187项措施对外国供应商存在歧视，另外406项为自由化政策。由于2008年之前并未对政策进行全面监控，因此无法确定这些政策到底使贸易政策行动主义在整体上有多大幅度的提升。

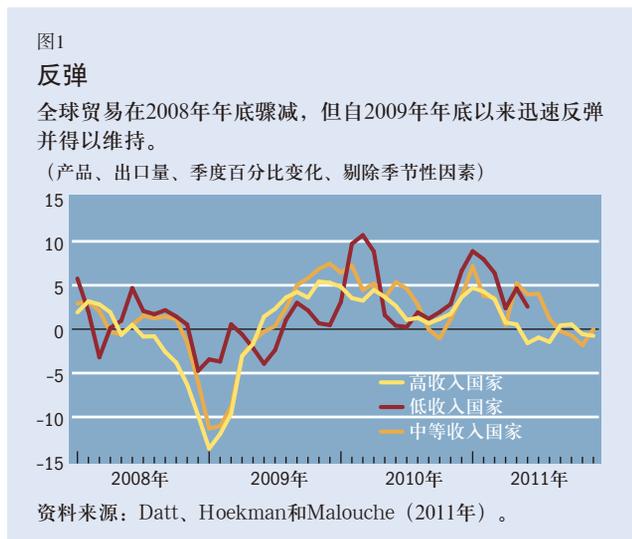
新保护主义措施数量的最高峰和最低谷分别出现在2009年第一季度和2010年第三季度。但是，近期GTA的数据显示保护主义措施再度抬头，仅2011年第三季度实施的保护主义措施的数量就达到了2009年最严重时期的水平（Evenett, 2011年）。

自2008年以来，大多数的贸易政策来自于20国集团（G20），其中大多数措施并不涉及关税。关税或临时性贸易壁垒的使用在总体上并未大幅增加，例如以扶持被进口竞争挫伤的本土公司为目的的反倾销政策（Bown, 2011年）。此类措施仅对全球约2%的贸易造成了影响（Kee、Neagu和Nicita, 2010年；WTO, 2011年）。自20世纪90年代中期以来，关税逐步自由化的趋势并未受到影响（见图2）。

虽然总体上关税措施出现的频率不高，但是很多国家均采用了诸如限制性进口许可和当地成分要求等影响更大的非关税措施。海恩（Henn）和麦克唐纳（McDonald）（2011年）发现受到限制性措施影响的合作伙伴间的贸易流量比未受保护主义措施影响的同一产品的贸易流量低5%—8%。与此同时，很多国家实施了有助于增加进口产品需求的自由化贸易政策以及总体财政和货币刺激措施。

应对方式的变化

不同的国家可被分为两大类：贸易政策行动主义

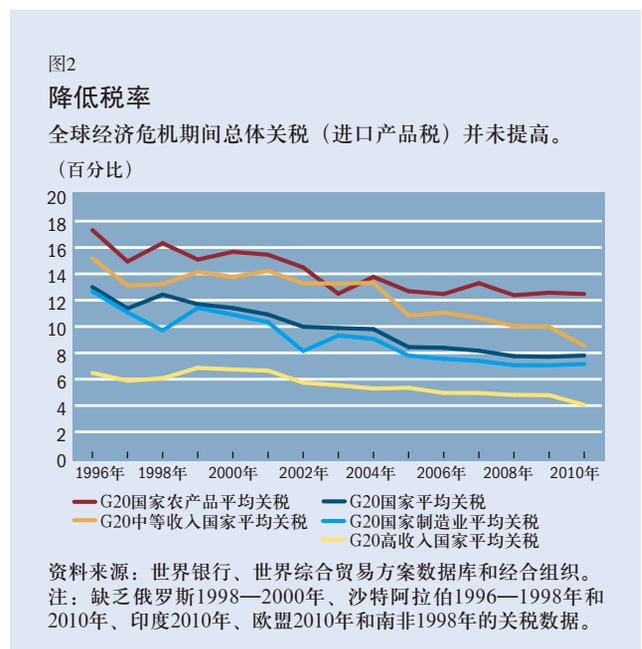


国家以及限制使用贸易政策的国家。包括巴西、中国和印度等主要国家在内的积极使用者通常会采取贸易限制性措施和贸易自由化措施相结合的方式。这一现象可以帮助解释为什么总体上边境保护的净增长幅度不大并且对全球贸易的总体影响甚小。欧盟国家和美国等主要发达经济体更依赖于向国内产业提供财政支持，而非使用传统的贸易政策工具。由于此类支持面向国内公司，因此会产生保护主义影响。但是这种举措对国际竞争的影响程度尚不明朗。当前这种支持措施的覆盖范围远不如全球经济危机初期。

制成品的生产过程越来越全球化，产品通常会经过价值链上的多个国家加工并产生附加值。各国的工厂擅长于最终产品生产过程中的某一特定工艺。这一总体流程通常被称为垂直专业化，意思是一个出口产品价格的大部分很有可能反映了该产品进口输入成本的价值。就全球而言，进口成分估计约占出口产品的30%（Daudin、Riffart和Schweisguth, 2011年）。

伽万德（Gawande）、霍克曼（Hoekman）和崔（Cui）（2011年）说明了垂直专业化的强度是2009年关税保持稳定或下降的一个原因：

- 更高的关税相当于对价值链下游加工部件征收的税金，因此进口国政府有着维持低关税的动机。
- 贸易伙伴希望生产输入原料的国家保持低廉的贸易成本，如低关税或零关税。这对价值链下游的出口国家和通过更高的总体出口生产输入原料的国家有利（出售成品）。
- 诸如墨西哥（北美自由贸易协定成员国）和土耳其（欧盟关税同盟国）等深度自由贸易协定成员国或中国等其关税受WTO约束的国家在运用关税措施方面



受到的束缚大于其他国家。

这些研究结果并不表示政府不存在扶持国内公司和产业的压力。其真正的含义是，不同的国家和地区使用关税等传统贸易政策的动机有所不同。世界上某些地区（欧洲、北美和东亚大多数国家）联系极为紧密且拥有很高的一体化程度，在这种情况下贸易政策在扶持国内行业方面效果有限，即便面对巨大的外部

廷也为很多进口产品引入了参考价格，现在也对某些产品的进口批准提出了抵消出口的要求。印度尼西亚也为家用电器、纺织品、鞋类和某些食品产品引入了非自动许可要求，其中一些产品只能通过指定海港进口。

近期的趋势令人担忧。保护主义措施将注意力从导致行业难以竞争的根本性本地成本因素上转移开来，

制成品的生产过程越来越全球化，产品通常会经过多个国家加工并产生附加值。

需求冲击时也是如此。这也解释了为什么欧盟和美国普遍采用财政支持措施。但是其他地区（拉美和撒哈拉以南非洲部分地区）在国际价值链上的一体化程度远远落后，因此其政府可能会支持采用贸易政策工具来保护国内产业免受国外竞争的影响。

贸易前景阴云笼罩

贸易政策的未来发展笼罩着两片阴云。第一片阴云是巴西等国家越来越频繁地使用保护制造业的措施，这些国家在全球价值链上的一体化程度较低，同时其实际汇率业已升值。第二片阴云是限制农产品和自然资源出口的措施愈发盛行——这些措施损害了贸易伙伴的利益。在这两种情形下，政府通常会使用诸如补贴、进口和出口禁令、歧视性公共采购政策以及加强的许可或产品检验要求等通常透明度低于关税并能造成更大影响的非关税措施。

WTO 和 GTA 的数据显示，自 2008 年以来实施的全部非关税措施中，约略低于一半的措施为量化措施。其中约 1/3 的措施是针对出口的（WTO，2011 年）。此类措施的目的通常是为了降低国内价格使家庭（在食品产品消费方面）和加工该原料的国内产业收益。例如，中国对某些矿产和原材料的出口实施了限制。

2011 年，“购买国货”措施（包括当地成分和国内优先激励手段）的数量大幅上升，尤其是在 G20 成员国中的新兴市场国家中。例如，俄罗斯对食品和汽车实施了进口配额和当地成分要求。巴西提高了南方共同市场（巴西与阿根廷、巴拉圭和乌拉圭的共同市场）生产的当地成分低于 65% 的汽车的税率。巴西近期也与墨西哥就一项贸易协定进行了重新谈判，将对允许向巴西出口的汽车价值实施为期三年的配额，并表示会提高部分产品的关税。阿根廷也增加了非自动进口许可批准的使用，在这种流程下可以自由决定进口许可的批准（WTO 规则要求在 60 天内作出决定）。阿根

同时对垂直专业化形成阻碍而非支持，而垂直专业化在东亚、东欧和墨西哥已被证明是增长的一个驱动因素。虽然导致一系列新兴市场出现保护主义措施的压力一定程度上来自于其他国家实施的宏观经济政策，但是提高贸易保护水平不仅将伤害实施这些措施的国家，也将同时伤害其贸易伙伴，在这个全球经济需要创造和维持较高增长的时期，将在总体上使增长前景受到影响。■

伯纳德·霍克曼（Bernard Hoekman）是世界银行国际贸易部主任。

本文基于 Mohini Datt、Bernard Hoekman 和 Mariem Malouche 合著的“2008 年以来贸易保护主义盘点”一文，该文章刊登于世界银行《经济前提》2011 年 12 月号。

参考文献：

Bown, Chad, ed., 2011, The Great Recession and Import Protection: The Role of Temporary Trade Barriers (Washington: Center for Economic Policy Research and World Bank). See also www.voxeu.org/index.php?q=node/6914

Daudin, Guillaume, Christine Riffart, and Danielle Schweisguth, 2011, “Who Produces for Whom in the World Economy?” Canadian Journal of Economics, Vol. 44, No. 4, pp. 1403–37.

Evenett, Simon, 2011, Resolve Falter as Global Prospects Weaken: The 9th GTA Report (London: Center for Economic Policy Research).

Gawande, Kishore, Bernard Hoekman, and Yue Cui, 2011, “Determinants of Trade Policy Responses to the 2008 Financial Crisis,” Policy Research Working Paper 5862 (Washington: World Bank).

Henn, Christian, and Brad McDonald, 2011, “Protectionist Responses to the Crisis: Damage Observed in Product-Level Trade,” IMF Working Paper 11/139 (Washington: International Monetary Fund).

Kee, Hiau Looi, Cristina Neagu, and Alessandro Nicita, 2010, “Is protectionism on the rise? Assessing National Trade Policies during the Crisis of 2008,” Policy Research Working Paper 5274 (Washington: World Bank).

World Trade Organization (WTO), 2011, Report on G-20 Trade Measures (Geneva).

摆脱债务困境

斯梯恩·克雷森斯

在居民和金融机构将其资产负债表修复好以前，许多发达经济体经济的复苏之路仍很艰难

下山总比上山易。但是金融运行似乎并不遵从万有引力定律。人们已经证实，减少债务，即“去杠杆化”，较增加债务要艰难得多。正因为如此，与不存在无法承受的债务负担的资产负债表衰退相比，当前很多发达经济体正经历的资产负债表衰退要更加严重（见本期《金融与发展》，“追踪全球经济复苏”）。

在发达经济体的金融机构、家庭和政府将其资产负债表恢复到可持续的资产和债务水平以前，从20世纪30年代大萧条以来最为严重的全球经济危机中复苏的道路仍很艰难。

现在的问题是，为什么去杠杆化如此困难，政府能够提供什么样的帮助，全球在摆脱债务的道路上走了多远，未来的政策该如何制订？

经济危机的起源

尽管超额借贷方不尽相同，但几乎所有的经济危机都涉及过度借贷。过去，政府或企业常常会过度借贷。本次经济危机之前，则是发达经济体的金融机构、家庭以及某些政府借贷过度。

某些主要发达经济体的金融企业的债务迅猛增加。经济危机前，其资产债务水平为基础经济总体规模的相关倍数（见图1，上图）。金融机构的债务资本比例（杠杆）也常常迅速增加（见图1，下图）。较为著名的例子为某些美国大型投资银行和欧洲环球银行，其杠杆增加到了资产净值的30倍，远远高于早些时候。

家庭债务也大幅增加，这常常是由于住宅和消费借贷所致。图2（上图）表明，在经济危机前几年，几乎所有发达经济体的家庭债务与可支配收入



图1

债务堆积

以GDP百分比计，很多发达经济体的金融机构债务出现了史无前例的戏剧性增长。

(债务占本国GDP的百分比)



杠杆（金融资产与净值的比率）也增长显著。

(金融资产与净值的比率)



资料来源：IMF员工的计算。

图2

消费低谷

相对于可支配收入而言，家庭债务因房屋和消费借贷而出现了显著增加。

(家庭债务占可支配收入的百分比)



但是由于房地产和股票价格的繁荣，经济危机前家庭财富净值保持在高位；经济危机爆发后，房地产价格下降，财富净值减少，债务增加。

(债务占家庭财富净值的百分比)



资料来源：IMF员工的计算。

注：比利时的债务与财富净值比率数据未知。

入比均出现了显著增长。但是，由于地产和股票在同一期间出现繁荣，因此借贷并未在合计资产负债杠杆中转化为可衡量性的增加；家庭债务以及相应的资产基本稳定（图2，下图）。但是这种表面繁荣的衡量方法掩盖了家庭债务正逐渐暴露在资产价格、特别是房地产价格迅速下滑的事实之下。除此之外，还掩盖了家庭债务中的很多问题。由于处于有利资产地位的人群多为净储蓄者，而处于不利资产地位的人群相对来说则支出较多，所以，去杠杆化多发生在倾向于消费的人群身上，且对总需求产生了不对称的影响。

与前几次经济危机不同的是，非金融企业部门的杠杆（债务资本比例）并未显著增加，某些国家的杠杆与早期相比甚至出现了下降（图3）。企业通常保持较为保守的资产负债表，并常常在实际上提高它们的现金头寸，这就使得其净债务（即债务减去金融资产）减少。

为何去杠杆化如此困难？

当经济危机来袭，资产价格下降时，财富净值就会急剧下降。家庭和金融机构就会被迫减少负债。这一减债的道路较增加负债要艰难得多，其原因在于，摆脱债务需要一定的时间，并且不是每个人都可以或者应当同时从中脱身。

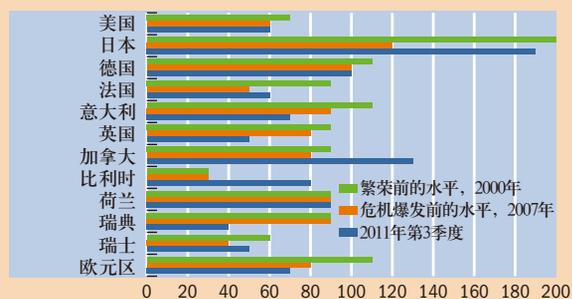
尤其从家庭视角可以看出，去杠杆化需要一定的时间。攒够第一套房子的首付可能需要几年的时间；但是一旦拥有房产，家庭的借贷额将会是其收入的好几倍。经济繁荣时，家庭可以从上涨的房价中受益，并可以享受到更为可观的净受益。但是房屋价格的下降会使贷款远远高过房屋价格，将净受益全部抹掉。再加上当今很多发达经济体国家的家庭正在面临的失业和收入减少的情况，这些问题就显得尤为突出。事实上，当房价自2007年首先开始下跌，并带来了全球

图3

公司制约

与早前的经济危机不同，非金融企业并未增加其债务资本比率，基本保持着较为保守的资产负债表。

(非金融企业的债务占资产净值的百分比)



资料来源：IMF员工的计算。

金融危机时，很多家庭意识到，相对于债务，他们的财富正在缩水。同时，由于收入下降，失业率增高，很多家庭发现，尽管利率为有史以来的最低值，但他们还是难以支付房屋贷款和其他金融债务。

在这种情况下，家庭必须增加收入来恢复净资产。但是他们在短时间内做到这一点的能力又非常有限。攒够首付需要一定的时间，而使净值复归原位同样也需要时间。对于那些发现自己违约的人而言，与贷方重新建立贷款关系极有可能需要一年，甚至更长的时间。考虑到重新获得信贷评级以使用更优惠的条件重新进行贷款的时间，整个去杠杆化的过程很可能需要花费数年时间。

这就是微观经济学理论。从总体或宏观经济学角度来分析，结果将会更加复杂。当所有人同时开始缩减开支时，整体结果将更加糟糕。如果很多家庭突然间开始大量存钱，总需求将会出现巨幅下跌，这将导致产量减少，并且致使失业率增加，收入减少，从而迫使更多的人开始减债。如果很多人试图通过卖房来回笼资金，那么房价将进一步降低，进而导致更多的违约和取消抵押品赎回权的情况，并进一步导致其他贷款人面临更为严格的借贷条件。这些问题相互交错，经济学家将其称为触发抛售，这将会导致房屋价格低于其平衡值。

历史证明，去杠杆化的过程是多么缓慢。过去30年间，在发达经济体国家，先于房地产市场萧条和衰退出现的家庭借贷的急剧上涨的情况更为严重和漫长(IMF, 2012)。房地产价格下降和衰退前的杠杆率增加这一综合情况似乎尤其能够解释经济萎缩的严重性。需要特别指出的是，高负债经济下的家庭消费减少，但仅由房价下跌所导致的经济损失还不到家庭消费减

少量的1/4。并且，这种萎缩也不仅仅是由于经济危机所造成的。家庭债务和消费支出减少之间的关系也体现在那些房屋价格下降期间未经历银行危机的经济体当中。

金融机构减债也很困难，当其减少债务时，该过程所产生的宏观经济效应等同于或更甚于家庭减债所出现的状况。未偿付贷款增加，银行投资有价证券的价值下跌（这将进一步恶化银行的债务资本比例），或者经济危机之后的政策紧缩，将会迫使银行修复他们的资产负债表。与家庭类似，除了削减分红和调整工资外，银行几乎所剩无几。他们可以通过提高新的资产净值来修复资产负债表，但是通常情况下，银行不会愿意采取这样的措施，同时，过快提高资产净值将会导致成本增加。

反之，银行倾向于通过放弃风险资产的方式来修复资产负债表，也就是说，削减新贷款。但是，由于这种应对措施将减少外部资金的筹措能力，所以往往会伤害实体经济。由于金融部门不愿提供融资，结果就会导致信贷紧缩，这样家庭和公司将会被迫进行减债，而这又将损害投资和消费。这样下去的结果就是导致恶性循环：总产量和生产活动减少、收入减少、信贷恶化、更多被动减债以及随之而来的资产减值。

政府能否摆脱经济萧条？

历史上的很多实例表明，私人融资方面的大幅增长终止于经济危机，例如20世纪90年代的北欧和东亚国家。研究表明，这类金融危机之后经常伴随着漫长而又深刻的经济衰退，与普通的经济危机相比，在这种时候，失业率和房地产价格等重要指标需要经历更为漫长的时间才会触底。有时候经济的恢复速度较快，这是由于政府采取了公共购买代替私人消费的措施。如，当20世纪90年代初面临大危机时，为了减少债务，瑞典过度借贷的私人债务人大幅削减支出。而较私人具有更好信用的瑞典政府则采取了不同的做法——增加政府支出，大大增加财政赤字。与此同时，政府迅速对其金融体系进行了重组，中央银行也采取了降低利率的措施。受益于汇率调整，经济活动的崩溃得以遏制，经济恢复，然后政府才开始削减债务。

不幸的是，对很多发达经济体来说，要采取类似于20世纪90年代那样的方法并不容易。公共债务水平早在金融危机之前就已高企，很多其他债务，包括养老金、医疗和其他社会服务，已赫然现形。经济衰退导致了大量财务赤字，这主要是由于经济活动缓慢，支出进一步增加的原因；部分是由于政府为保持银行和其他金融机构的稳定而向它们注资，从而导致了资本的重组。这导致很多国家的良好信誉遭到置疑，因此，

不少政府无法增加支出来保护经济免受私人支出被迫缩减所带来的影响。对于欧元区外围国家来说，情况更是如此，这些国家政府迫于压力，已经采取了紧缩政策。

但政府仍能在这其中起到重要作用。像 20 世纪 30 年代的美国和目前爱尔兰那样采取家庭债务重组计划就能对缓解债务起到积极的作用。美国政府接管了大约 20% 的抵押贷款，延长期限并降低了利率，很多时候，政府还采取了一笔勾销的政策，这样就大幅减少了债务压力以及很多家庭违约和抵押品赎回权取消的情况。



只有美国和德国已经成功地降低了金融部门债务与 GDP 的比率。

这些政策有助于避免家庭违约周期的自我强化、房屋价格的进一步下滑和产能萎缩量增加。

当前的情况如何？

目前，不同经济领域和不同国家的去杠杆化进程有所差异。图 1、2 和 3 展示了 2011 年第 3 季度家庭、金融部门和公司的债务情况。与繁荣期前（2000 年）债务和杠杆率的比较表明，当前家庭还需要很长一段时间对其资产负债表进行修复；金融机构也需要大幅减少其 GDP 负债比和债务资产比例；公司部门的情况则较为乐观。

某些国家在此过程中略微领先。德国的家庭债务与收入之比已经有所下降；美国的该比例尽管在很大程度上取决于违约形成的债务消除，但也已经从最高值下跌；英国的该比例尽管依然处于高位，但自经济危机以来，已经有所下降；而绝大部分其他国家的比例已经回落到经济危机爆发前的水平或不再增加。例如，法国和荷兰的家庭杠杆持续提高，这部分是由于房屋价格下降所致。

从总体上来看，金融部门的去杠杆化进程较慢。虽然美国和德国已成功降低了金融部门债务与 GDP 的比率，但是仍未恢复到危机爆发前的水平。加拿大、法国、意大利和英国等国家的金融部门尚未开始减债，其债务与 GDP 的比率或债务与资本的比率，或上述两者，仍然高企。

但是大多数国家的非金融企业并未增加杠杆，在一些国家，尤其是日本和加拿大的非金融部门的债务问题依然非常严重。

政策将会发生作用

修复资产负债表将是一个漫长的过程。尽管私人部门的修复工作正在进行，但是要彻底修复依然有很长的路要走。不少政府面临着严峻的财政问题，以至于甚至无法满足因去杠杆化所产生的需求鸿沟。

但从某种角度来说，进展缓慢也不是坏事。如上所述，如果去杠杆化的速度过快，尤其是金融机构的去杠杆化速度过快的话，由于整体需求和活动减少，将会导致整体经济情况恶化。在一些国家，在未产生

负面宏观经济后果的情况下，债务修复出现了令人可喜的迹象。所有国家面临的挑战是以适当的速度修复资产负债表；步伐不要过快，也不要过慢。

政策将会发挥作用。正常的全球去杠杆化工作的标准推荐规范包括以下要素：

- 政策制定者必须谨慎协调金融、宏观经济和结构性政策的关系，以确保金融体系处于有利于经济发展的地位。

- 作为对银行资本和准备金（见本期《金融与发展》，“修复系统”）的正在增加的补充，进一步制定银行重组和分立计划至关重要，必要时，将由官方提供支持作为后盾。政府应确保银行对股息付款和报酬采取适当的制约，以确保具备能够吸收损失的资本缓冲。

- 某些国家所经历的家庭抵押债务负担必须通过一定的程序来协助制定政策，以保证债务的可持续性。

- 许多国家进行金融整合的进程必须进行规划，在金融市场的监督下，保证或修复偿付能力，但是减债之路不应阻碍短期的经济复苏。

- 为避免不良溢出，政策制定者必须对他们的活动进行协调，并且必须要避免对其自身的经济和金融体系给予过度优惠。■

斯梯恩·克雷森斯（Stijn Claessens）是 IMF 研究部的副主任。

参考文献：

International Monetary Fund (IMF), 2012, “Dealing with Household Debt,” World Economic Outlook, Chapter 3 (Washington, April).

经济崩盘时的旁观者

新兴市场和低收入国家经受住了全球经济衰退的考验。它们能够抵御进一步的经济冲击吗？

索沃特·贾汉、布拉德·麦克唐纳

在全球经济危机爆发之前，新兴市场和低收入国家经历了一次空前的经济发展。尽管各国的发展水平有所不同，但从2003年到2007年间，上述两类国家通胀调整后的年度GDP平均增长率为7%—8%，远高于20世纪90年代的水平。通胀率被成功地控制在个位数。这些经济成果主要归功于持续的体制改革，它促使经济具有更强的竞争性和适应性；除此之外，还要归功于得到改善的经济政策和货币政策。这种可持续的经济增长还进一步降低了贫困率，而这也正是联合国于2000年制订的千年发展目标的主要任务(IMF和世界银行，各年份)。

因为很多新兴市场和低收入国家的经济状况较为稳健，所以它们能够采取措施，应对那场始于2008年的、因发达经济体金融危机的直接余波而带来的全球性经济衰退。也正因如此，这些经济危机的无辜的旁观者们得以比发达经济体更快地摆脱了经济衰退。不仅如此，很多国家还因大宗商品价格的快速回升而从中受益。

但是这些旁观者们能否同样抵御另一轮的全球经济萧条或其他严重的经济冲击呢？这将取决于它们所作的准备是否充足。

间接受到影响

尽管全球经济和金融危机始于发达经济体，但是新兴市场和低收入国家也一度受到了间接的影响(见图1和表)。尽管与发达经济体相比并不显著，但是它们的经济增长率仍在下降。全球经济危机所造成的骚

动扩散至新兴市场和低收入国家的主要途径有以下几种：出口需求下降、外汇市场更加不稳定、贸易融资和其他形式的贷款紧缩以及国外直接投资放缓。全球性的担忧情绪和经济的不确定性也为国内投资蒙上了一层阴影。所有这一切导致在2007—2008年间，食品和原油价格暴涨，除商品出口国外，上述价格的上涨削弱了贸易平衡和官方储备，并且迫使社会支出出现上涨。

而危机前的政策强化措施则给经济复苏带来了不同的效果。通胀率低至适度水平、国际储备充裕、财政经常项目得到加强以及债务削减都给很多国家为应对经济衰退所采取的积极措施提供了“政策空间”。

尽管很多新兴市场和低收入国家的货币当局首先采取了紧缩政策来增强财政信心和控制经济危机带来的影响，但由于经济危机对实体经济的影响更加明显，因此，中央银行降低了利率，并且允许实行更为灵活的汇率措施。2009年，近3/4的新兴市场国家和一半以上的低收入国家放松了货币和财政政策。



塔塔纳诺汽车在印度萨南德市的装配线，它被称为“全球最便宜的汽车”。

财政政策的变化尤为显著，其中新兴市场和低收入国家的平均财政赤字大约扩大到了GDP的3%（见图2）。这在很大程度上反映了包括脆弱的税收体系（产量下降，税收减少）在内的“自动稳定器”的影响。像以往那样，当财政疲软、债务上升时，政府就需要增加税收或减少支出，或者同时采取上述两种措施。除了发挥自动稳定器的作用之外，具有较大缓冲储备的经济体采取了增加支出的方式。

前所未有的应对措施

低收入国家采取了前所未有的财政应对政策。它们没有进入危机，尽管不如拥有强有力的宏观经济地位的新兴市场国家，但是这些国家的经济与上一次经济危机时期相比显得更为稳健。典型低收入国家的官方储备约为上次危机爆发初期的2倍，并且通胀率、财政赤字、经常项目赤字和外债水平约为同期的一半（IMF，2010a）。

在前几次经济危机中，例如在1982年和1991年，低收入国家不得不对其财政赤字进行缩减。2009年，典型低收入国家将其财政赤字提高到了GDP的2.7%；实际（通胀调整后）支出增加了7%。更高的财政赤字所导致的融资需求的一半以上可通过国内资源解决；然而，IMF和其他外部债权人介入进来并提供了大量优惠融资（低于市场利率）和其他融资。

发达经济体对其他国家经济的影响于2010年和2011年再次显现。2010年的全球经济复苏，特别是低收入国家和新兴市场的急速回升，放大了反周期政策的效果。资金再次开始流动，贷款增加，并且很多新兴市场经历了工业产能的大幅度增加。新兴市场和某些低收入国家开始更加关注通胀问题，尤其是在经济复苏开始导致全球大宗商品价格上涨的时候。但是，

还是在2011年，金融动荡和经济下滑蔓延至新兴市场 and 低收入国家，这更加反映出它们之间的相互依存性有所减弱，其稳健增长和快速发展仍然依赖于发达经济体的强劲增长（Canuto和Leipziger，2012年）。

风险与缓解措施

尽管新兴市场和低收入国家很好地经受住了经济危机的考验，但是它们必须为全球经济的进一步波动做好准备。2012年年初的经济形势显示，欧元区可能会进入缓慢的衰退时期，而其他发达经济体则可能经历缓慢而迂回的增长。从发达经济体到新兴市场经济体的负面溢出可能导致新兴市场经济体的增长持续疲软。其他可能的全球性风险包括石油供应的不良反应或新兴市场本身的经济增长势头减弱。由于新兴市场与低收入国家之间的经济联系越来越紧密，所以上述因素

也会对低收入国家造成影响。大多数低收入国家的经济增长可能已经复苏，但是它们依然容易受到打击，而对大宗商品的价格波动和其他全球性的价格动荡尤为敏感。新兴经济体和低收入国家必须实施谨慎的政策，以确保它

危机前的政策强化措施带来了不同的效果。

们的恢复能力。

由于面对资金流动出现波动、潜在信用泛滥以及外部环境可能恶化的问题，国内经济增长放缓，因此，对于新兴经济体来说，至关重要的是进行稳健的航行，实现软着陆。各国的情况也不尽相同：对于那些通胀压力减小（如大部分拉丁美洲国家）的地区，货币政策将会解决下跌风险，并且在必要时，可与高级经济监管形成互补，防止房地产等领域出现过热。当通胀压力减小，经济形势好转，并具备显著的外部盈余时，

影响差异

在全球经济危机中，新兴经济体和发达经济体均遭受了产出和证券市场萎缩的情况，但是这种变化在新兴市场中更为显著。

产出下降	新兴市场	发达经济体
中间数	-4.9	-4.5
第一四分位	-8.4	-6.6
第三四分位	-2.0	-2.9
证券市场萎缩		
中间数	-57.1	-55.4
第一四分位	-72.0	-64.1
第三四分位	-45.2	-49.0

资料来源：IMF（2010b）

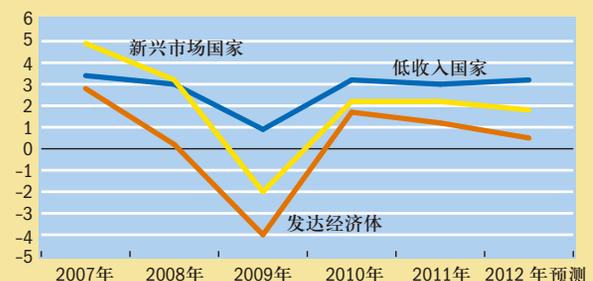
注：产出下降通过GDP从波峰到波谷的百分比变化衡量；证券市场萎缩通过国内资产价格从波峰到波谷的百分比变化衡量。

图1

打击沉重

由于与发达经济体联系更为紧密，因此在全球经济危机中，新兴市场国家较低收入国家所受到的冲击更大。

（国家人均GDP增长的百分比变化）



资料来源：IMF与世界银行，《全球监测报告》，2012年4月。

图2

复苏中

多种评估表明，自经济衰退以来，低收入国家和新兴经济体的经济均有所增长，但低收入国家对于新一轮的不景气会更加敏感。



资料来源: IMF, 《世界经济展望》, 2012年4月。

注: FDI是指外国直接投资。

可增加社会支出等开支 (IMF, 2012a)。在其他经济体中,特别是在中东和北非地区,如何推动强劲、可持续和包容性的增长至关重要,同时,还需提供足够的私人部门工作岗位以吸纳快速增长的劳动力,并且建立强有力的制度,以确保良好的管理。当政策空间受到的制约增加时,例如受到来自通胀的压力,就需要在政策上采取更加谨慎的态度。

低收入国家在政策平衡行动上面临困难。与2008年相比,大多数低收入国家的宏观政策缓冲能力更为脆弱。经济赤字和债务高于经济危机之前的水平意味着这些国家为减轻另一轮的经济动荡所带来的负面影响而继续进行反周期的调节的能力已不如以前。2009年以来,这些国家的经常项目赤字(外国直接净投资)和财务赤字出现了增加,而外汇储备(相对于进口)则有所减少。在上述缓冲措施重新建立之前,低收入国家在应对其他外部动荡时将会处于不利地位 (IMF, 2010a 和 2011a)。如果外国援助因为发达经济体的资金问题而被削减,那么,低收入国家的经济将变得更加脆弱不堪。它们将不得不逐渐减少赤字和债务,同时逐步建立外汇储备。但是与此同时,在促进经济增长的投资和社会支出上,这些国家将会面临严峻的支出需求。

用于重建缓冲政策的资源不能用于促进经济进一步增长或满足眼前的发展需求的投资。但是低收入国家仍有办法来应对这种权衡,例如加强国内税收、改善公共支出的管理体系等等。低收入国家可将其放到更为灵活和稳健的社会安全网络当中,这样一旦经济动荡来袭,就可立即实现转移,这对脆弱的群体而言将更为经济有效。长远来讲,低收入国家可通过改革的方式鼓励国内储蓄和加强财政体系。同时,需要增

加公共基础建设的数量和质量投入,并通过切实有效的健康和制度,在人力资本方面进行投资 (IMF, 2012b)。

除此之外,各国可着手使用金融市场来抵御风险。低收入国家可增加其市场套期保值产品,如灾难保险和带有保本返还条款的债务证券,以尽量减少上述动荡所带来的影响 (IMF, 2011b)。■

索沃特·贾汉 (Sarwat Jahan) 是IMF战略、政策与检查部的经济学家;布拉德·麦克唐纳 (Brad McDonald) 是该部门的副组长。

参考文献:

- Canuto, Otaviano, and Danny Leipziger, 2012, "Ascent after Decline: Challenges of Growth," PREM Economic Premise, No. 75 (Washington: World Bank).
- International Monetary Fund (IMF), 2010a, "Emerging from the Global Crisis: Macroeconomic Challenges Facing Low-Income Countries" (Washington).
- , 2010b, "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?" (Washington).
- , 2011a, "Managing Global Growth Risks and Commodity Price Shocks—Vulnerabilities and Policy Challenges for Low-Income Countries," IMF Policy Paper (Washington).
- , 2011b, "Managing Volatility in Low-Income Countries—The Role and Potential for Contingent Financial Instruments," IMF Policy Paper (Washington).
- , 2012a, "Global Economic Prospects and Policy Changes," prepared by IMF staff for Meeting of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, February 25–26.
- , 2012b, "Low-income Countries Remain Vulnerable in Global Downturns," IMF Survey, January 10.
- , and World Bank, various years, Global Monitoring Report (Washington).

挥之不去 的不平衡

穆罕默德·A.埃尔-埃利安

近几年来，全球不平衡已经在一定程度上得到了改善，这主要是由于全球经济的衰退，而非深思熟虑的政策措施。但是，这种不平衡依然挥之不去，不断扩大的风险会将全球带入具有破坏性的不景气状态，就像全球金融危机前的情况那样。

大萧条前期，这种不平衡虽然得到了广泛的认知，但是人们却没有采取任何可持续的纠正措施。虽然IMF召集了美国等具有持续大规模国际收支逆差的国家，以及中国、主要产油国等具有巨大累积顺差的国家进行磋商，但是并未取得实质性的成果。

同时，很多人陷入了援引“特殊原因”的陷阱，即为何历史上非可持续性的不平衡却一直在持续？到头来，不平衡却反而对全球经济危机起了添油加醋的作用。

世界再次面临着无法解决不平衡的问题，且这个风险越来越大。这次不仅是因为经济学家和政策制定者的自满，而且是因为他们无法就基本分析达成一致。倘若没有基本分析，就很难拿出有效的政策决议，很难就盈余经济和赤字经济的责任分担达成合理的共识。

赤字国迟早会达到一个节点，届时，它们会发现难以继续进行超出本国收入的大规模支出；同时，盈余国则将会发现，它们的持续盈余会对未来的增长形

成阻碍。不管对于哪一类国家来说，不平衡都将变得不可持续，并会给全球经济带来潜在的严重破坏。

缓慢复苏

世界尚未从2008年爆发的全球经济危机中彻底恢复。发达经济体仍然在试图克服增长缓慢、就业机会不足以及收入和财产方面日益增加的不平衡等问题。而包括推动原油价格上涨在内的地缘政治风险已经增大。但是很多美国和欧洲的政客们则优柔寡断、互相争吵，而不是拿出阻碍就业和经济增长的结构性问题的解决方案。

新兴经济体的形势继续好于发达经济体，但其发展速度正在减缓。发达经济体出现的问题是其中一个诱因，但是政策走向所面临的挑战也是原因之一。这一挑战即诺贝尔奖得主迈克尔·斯宾塞所说的“中等收入过渡”（middle-income transition）阶段——也就是说，当一个国家的生产成本达到难以与低收入国家相竞争的水平，但同时其机构能力尚不允许其进入发达经济体行列。

在全球金融危机后启动的经常账户不平衡调整利率并未一直持续（见图），不平衡的构成看起来与危机前同样令人担忧——这正是全球经济的实际情形。

上述调整的发生是由于负面而非正



持续的大规模收支顺差和逆差将会对全球经济的长期繁荣和金融稳定形成威胁

面的原因所致。它反映了大萧条对发达经济体需求量所带来的影响。例如，在美国等国家，由于失业率持续高企，从而导致贸易出现逆差。这些经济体开始复苏时，这种调整后来得到了部分保留——这并非是紧跟持续性改革的脚步，大部分是由于中央银行注入了大规模流动资金以及家庭储蓄率一次性下降的原因所致。

美国仍存在大量隐性赤字——危机前约为 1/2，目前约为 1/3。另一方面，仅仅 5 个国家的盈余就占了全球顺差的一半，这与经济危机前的情况类似。

以最为敏感和最具有系统性的双边不平衡——中美贸易平衡——为例，其破坏性仍在继续，目前的不平衡已超出 2006—2008 年间的平均水平；而德国和欧洲外围国家间的主要不平衡，作为一个复杂的因素，将继续存在于已经非常复杂和令人困扰的地区性债务危机当中。

关于不平衡的解释

在对不平衡的持续性的学术讨论上，经济学家们

所达成的一致并不比有关其起因、意义以及能够和应当实施的补救方法的争论更多。不管是哪一项，经济学家之间的激烈争执前所未有。

没有基本分析，所以政策建议令人倍感失望也在意料之中。很多国家对其内部问题的思考远远超过了对全球问题的关注。国际政策协调的黄金时期（在 2009 年 4 月圆满结束的由发达经济体和新兴经济体组成的 20 国集团（G20）伦敦峰会时达到顶峰）早已被无聊乏味的会议所取代。因为 G20 要求 IMF 监督的多边评估计划尚未形成，因此，由政策推动解决全球不平衡问题的发展受到了制约。

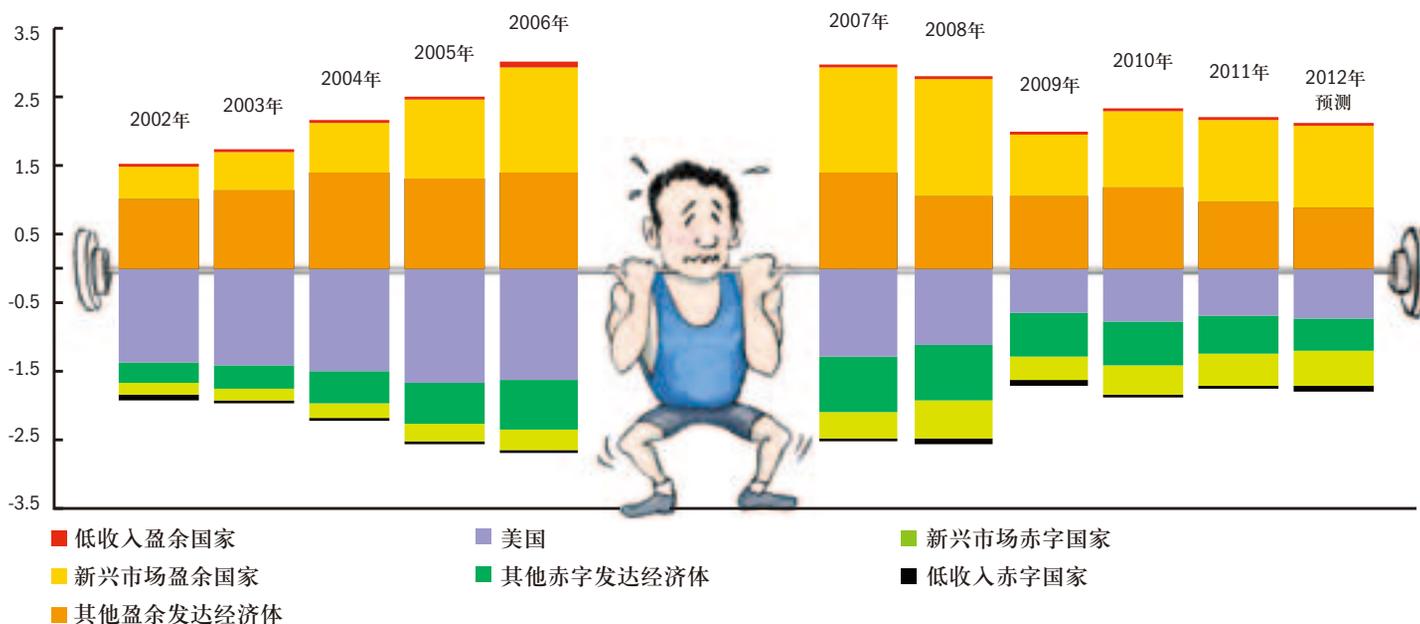
学术界的解释倾向于强调是不同因素导致了全球不平衡的持续出现以及对其解决方法的失败。这就给那些为避免全球大萧条已经以非比寻常的积极性采取财政和货币措施，但仍面对着不完善的手段和灵活性降低问题的政策制定者们增加了困扰。

有些专家认为，全球不平衡是宏观经济政策选择的结果；而有些专家则强调，国家储蓄具有结构性作用，并且剩余资金方便进行跨国界投资；还有些专家把不平衡视为国际货币体系结构日益过时的体现。

持续的不平衡

大萧条后，全球收支不平衡的现象并未继续缩小。

（全球经常账户不平衡，占全球GDP的百分比）



资料来源：IMF，《世界经济展望（2012）》。

注：未列出全球统计差异。

目前，这一问题尚未形成在研究综述中占主宰地位的解释，这更像是对当下混乱时期的反映，而不是经济学人失败的表现。

由于相对的支配地位和活力正在从早期发达经济体向新兴经济市场转移，因此，当今的全球经济正处于在国家、地区和国际层面上进行世俗和结构性的调整时期。这些调整发生在一场非同寻常的大衰退时期，这在一定程度上促使了发达经济体采取政策尝试，以动摇衰退的步伐，而不久前，人们还认为这些政策是不可思议的。这些变化也解释了市场趋于剧烈震荡的原因——因为投资者从坦然面对风险变得开始抵制风险。

展望未来

鉴于此，在未来几个月内，应对盈余和赤字经济体的最佳办法是对其政策进行修补，而不是重大的和

在未来几个月内，应对盈余和赤字经济体的最佳办法是对其政策进行修补，而不是重大的和可持续的政策倡议。

可持续的政策倡议。

美国经济将继续逐渐恢复，但是强劲的可持续增长所需的结构性改革基本不会发生；改革也将是欧洲的议题，但金融问题仍将占主导地位；至于新兴市场国家，对全球经济环境的不确定性将使它们犹豫不决，而这将会阻碍有助于鼓励消费者和制造商进行重大政策调整的尝试。

除非出现一场经济灾难，否则在短期内，很难看到全球不平衡的水平和构成上发生很大变化。最有可能的基线是，世界基本保持着相同的状态。

这种短期展望远远无法令人得到安慰。事实上，专家学者们普遍担心的是，像2008年第4季度发生过的情形，即持续的不平衡使全球经济在投资流的突然停滞中失去保护。当时，资金停止流向新兴市场，纷纷寻求美国政府证券等较为安全的避风港，而这也是最近欧洲情形的真实写照。

最令人担忧的将是欧洲货币瓦解、美国资金情况不断恶化。这样的低概率“尾部事件”将会导致毁灭性的灾难，全球几乎没有一个国家能够免受这种负面溢出效应的影响。

经济学家还把问题指向了日益增加的货币战争和保护主义风险（巴西财长吉多·曼特加在不同场合均表达过对此问题的担忧）。

目前最能概括全球不平衡特点的词汇就是“挥之不去的不平衡”。这些不平衡将会持续一段时间。但如果真是这样，那么全球经济将继续远离高速发展、能够不断提供新的就业机会和稳健金融情况的平衡模式。

两条道路

在中期内解决这一挥之不去的不平衡问题所具有的固有性与最终的非持续性之间的矛盾有两种途径。

令人不愉快的解决方式中包括发达经济体再次陷入衰退。这可能源于另外一场欧债危机的突然爆发，地域政治干扰导致原油价格进一步上涨，或者是某些机构和市场部门依旧过度的杠杆效应所引起的市场事件。现在，政策响应效果必然较弱，因为发达经济体中央银行的资产债务已膨胀到了GDP的20%—30%，而赤字和债务又居高不下。

较好的解决方案是政策制定者积极主动，抢得先机。这种解决方案应该包括三个方面：同时对短期和长期的政策挑战作出应对；当获得有关上述政策挑战效应的更多信息后，采取一系列中期修正措施；与IMF建立高度的国际合作，成为领导者、信息交换中心和值得信赖的顾问，发挥更加有效、更加积极的作用。

在这种情况下，美国将重新获得竞争能力，经济恢复增长；欧洲的改革使其成为更加坚固与和谐的经济联盟；而在具有系统重要性的新兴市场，则将会鼓励其中产阶级消费和生产。所有这些发展需要同时进行，并且还需要IMF成为一名值得信赖的协调员，在其中发挥有效的作用。

我们不应低估综合性的政策变化的潜在积极效应。除了移走将反复影响全球经济并使全球经济在危机当中失去保护的障碍之外，这些变化还有利于吸引那些大量尚处于场地边线之外的私人资本。这些资金的涌入对投资、生产、就业、贸易以及更平等的收入分配具有积极作用。

全球数百万人的幸福有赖于国际社会积极参与到当下所面临的挑战当中。■

穆罕默德·A.埃尔-埃利安（Mohamed A. El-Erian）是太平洋投资管理公司（Pimco）的首席执行官兼联席首席投资官，该全球投资公司管理着1.8万亿美金的资产。

繁荣期的大宗商品

托马斯·赫尔布林

2003年至2008年中期，不断攀升的大宗商品价格曾被视为全球经济繁荣期的标志（见图1）。当全球金融危机爆发及大萧条来临时，商品价格暴跌，大宗商品繁荣期的终结似乎已经近在眼前。然而，大宗商品的价格在经济复苏初期就已反弹；至2010年年底，很多大宗商品价格就已经接近或超过了危机爆发前的高位值。除原油价格受日益突出的地域政治供应风险的影响之外，在2011年全球经济活动放缓期间，大宗商品已经逐渐失去了往日的光环。

最近的价格疲软直接反映出全球经济的黯淡状况，但同时，它也对是否需要大宗商品市场预期重新进行评估提出了质疑。单纯的价格估算无济于事，因为它总是无法预测价格的变化趋势或持续性。本文将根据近期对大宗商品繁荣期的源动力进行的研究（该项研究着重于供需动荡和低库存之间的相互作用关系，并把它作为促进经济繁荣的主导因素，Carter和Smith，2011年），对全球金融危机以来的大宗商品市场的发展进行展望。同时，本文还对以下内容进行了阐述：全球经济危机是否对上述相互作用产生了影响？如果上述命题成立，它是如何产生影响的？

需求因素

在需求方面，一场新兴经济体和发展中经济体始料未及的、持续加速的经济增长被视为21世纪最初几年间大宗商品价格上涨的主要动力。这种主要发生于经济活动在整体上对大宗商品的依赖程度更大的经济体而非发达经济体的快速增长，促使全球大宗商品的需求量猛增，而恰在此时，它在发达经济体当中出现了萎缩。过去10年间，很多大宗商品的全球需求平均增长率远远高于20世纪80年代或90年代。

全球金融危机和经济大萧条仅仅削弱了新兴经济体和发展中经济体的经济增长表现，当发达经济体一蹶不振时，上述经济体的实际GDP和工业活动却快速地恢复到了经济危机爆发前的水平。刺激性的宏观经济政策促进了新兴市场和发展中经济体（尤其是中国）的复苏，强劲的刺激政策进一步推动了大宗商品的密集型投资，并在很大程度上促进了大宗商品市场的复

全球经济危机对大宗商品价格的影响远远小于前几次经济萧条。长期价格走势不明朗

苏。新兴市场的强劲复苏步伐低于2009年年中快速回暖的大宗商品需求量，因此，价格得以反弹。

例如，2010年第1季度，全球对基本金属的需求量超过了经济危机爆发前的最高水平（见图2）。同样，2010年，全球的原油需求量增加了3.25%，该增长率接近2004年需求增长的峰值水平。

这些发展表明，全球金融危机并未从根本上改变大宗商品市场的需求结构。主要新兴经济体的人均收入停留在随大宗商品需求量增加而增长的水平上。除商业周期外，这些国家的大宗商品需求量还受到长期的结构性因素的影响，这也解释了当前大宗商品繁荣期超乎寻常的长周期（Radetzki，2006年）。

供给反应

在供给方面，供给冲击和供给反应之间存在着显著差异：前者是指大宗商品供应中出现了未可预计的中断，而后者则是对需求增加所作的反应。

近期某些商品价格飙升，特别是2010年和2006—2007年间的大宗粮食价格上涨的重要因素在于供给冲击。例如，2010年下半年的食品价格飙升是由于气候原因造成的供应中断所致，如俄罗斯、乌克兰和哈萨克斯坦的干旱和自然灾害以及随后发生在亚洲的洪灾。

图1
波动巨大

在21世纪头10年至全球经济危机爆发之前，大宗商品的价格稳步增长，随后迅速回落，继而出现复苏。

（2008年第二季度=100，定值美元）



资料来源：IMF，主要大宗商品价格系统数据库；哈沃分析。

全球价格对供应中断的反应不仅取决于产量减少了多少，也取决于可以用作缓冲库存的规模。过去10年间，低初始库存量和供应中断之间的相互作用是导致食品价格大幅飙升的重要因素。可消耗库存量越低，其所有人越是不愿出售，不管其价格如何。在过去10年间，用于消耗的食品的储备量显著下降。2008年，食品价格处于峰值时，食品储备量低于1973—1974年间大宗商品和食品价格繁荣期时的储备量。2008年、2009年和2011年年底的粮食大丰收对粮食储备量略有补充，但持续的需求上涨阻碍了储备量的补充，并使储备量一直处于相对较低水平。由于可用储备和信用成本会影响库存的维护成本，因此，造成粮食储备量低下的某些原因在某种程度上也导致了金融危机的发生。但是，支持上述观点的证据仍微乎其微。事实上，危机爆发时，粮食库存量非常低。此外，金融形势并未显示出对基础金属或原油库存储备造成阻碍。对于那些循环型大宗商品，经济大萧条到来时，由于需求量比供应和现货价格下降速度更快，因此库存量出现了激增。但是，一旦采取刺激性措施且市场参与者有意吸纳多余的供应时，上述情况即可迅速得到改观。

经济危机前后大宗商品价格上涨的另一幕后原因是，制造商对未曾预想到的大宗商品需求增加的反应过慢。存款和储备的相关开发的高成本也导致了大宗

全球经济正在调整，以适应高企不下的大宗商品价格。

商品价格的上涨。矿业和碳氢化合物产业的投资非常旺盛，这对于影响潜在借贷者的信贷和融资约束来说是一个极大的解放。但是，由于矿业、碳氢化合物产业的开发和新产能发展越来越慢以及结构性障碍的影

响（例如，某些国家的政策限制开采和投资），因此，新产能已经放慢了投放步伐。

如同21世纪头10年中期全球经济繁荣时一样，供给在原油领域的反应最为敏感。由于新油田和强化开采勉强可以弥补开发于20世纪50年代和70年代的主要油田产量的下降缺口，因此，产能扩大步伐很慢。高成本项目是补充供应的主要来源。在美国，难提取原油产量的急速上升表明科技进步仍可以提供新的供应源。但是总体来说，上述资源的规模较小，并且不大可能在短时间内提升全球的原油供应能力。

在20世纪80年代和90年代不景气之后复苏的大宗商品，其增长并未因全球金融危机、经济大萧条或随后的艰难复苏之路而停止。这主要归功于两大因素：新兴经济体和发展中经济体的快速增长和供应限制。

新生力量

但是，这并不意味着大宗商品的复苏模式将保持不变，其他因素也在影响其变化。新兴经济体和发展中经济体的经济增长源动力正在发生变化。如，中国政府最新的5年规划正努力将其经济增长模式由投资增长型向消费增长型转变。这有可能改变中国大宗商品的需求本质。特别是，随着建筑在经济活动中的份额逐渐减少，对于建筑业所用大宗商品的需求增加速度也可能会减缓。同时，全球经济正在调整，以适应高企不下的大宗商品的价格。创新和寻求低成本替代品的动力将最终使需求降低，拉高供应。例如，由于高价格使得利润增加，一些封存的油田又已重新开始启用。在美国，低价天然气（来源于页岩气革命）必将促进天然气的大规模使用，甚至是用于使用天然气驱动的汽车。但是，向高价格的调整是循序渐进的过程，况且大宗商品的价格也不可能在短期内迅速下降。

尽管经济基石毫发无损，但是未来的全球经济增长仍具有不确定性，这种不确定性并不仅仅是由于未来经济的预期较为疲软以及发达经济体的极度脆弱性所造成的。毋庸置疑的是，这些风险抑制了新兴经济体对外部需求的期待。但是这些经济体的经济增长也受到国内产能限制的影响；在某些方面，也受到了快速但并不强大的信贷增加的影响。■

托马斯·赫尔布林（Thomas Helbling）是IMF研究部的处长。

参考文献：

Carter, Colin A., and Aaron Smith, 2011, "Commodity Booms and Busts," Annual Review of Resource Economics, Vol. 3, No. 1, pp. 87-118.

Radetzki, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms," Resources Policy, Vol. 31, No. 1, pp. 56-64.

图2

迅速复苏

2008年年底全球经济经历了最严重的衰退后，基础金属和原油需求量迅速回升。

（大宗商品消耗量，2008年第二季度=1）



资料来源：国际能源署、世界金属统计局。

生命之源

有关安全饮用水的全球目标已经实现，然而仍有至少7.8亿人缺乏洁净的饮用水

根据一份由联合国儿童基金（UNICEF）和世界卫生组织（WHO）共同发布的报告，自1990年全球已有超过20亿人口通过诸如自来水管道的受保护水井来获取洁净的饮用水。在2010年，近61亿人（即世界总人口的89%）拥有安全的饮用水——提前实现了联合国千年发展目标设定的在2015年让全球88%的人口拥有安全饮用水的目标。

千年发展目标有关饮用水的目标已经实现。



注：饮用水目标并不包含对水质的直接测量。千年发展目标的监测指标是“可获得改良的水源”，与WHO的《饮用水质量指南》(2011年)报告中推荐使用的指标不一致。

饮用水覆盖面情况的改善在很大程度上归功于水管道的使用以及其他改良的水源。

(水的覆盖面，百分比)

- 地表水
- 未改良水源
- 其他改良水源
- 事先架设的管道



1990年 2010年

89%

2010年，全球拥有安全饮用水的人口比例

进展不一

这些全球数据掩饰了地区间和国家间的巨大差异。撒哈拉以南非洲仅有61%的人能够获取改良的饮用水源，而在拉丁美洲和加勒比地区、北美以及亚洲的大部分地区，这一比例达到了90%，甚至更高。全球超过40%的缺乏安全饮用水的人口都居住在撒哈拉以南非洲。该地区50个国家中仅有19个正在朝着实现2015年的目标前进。

63%

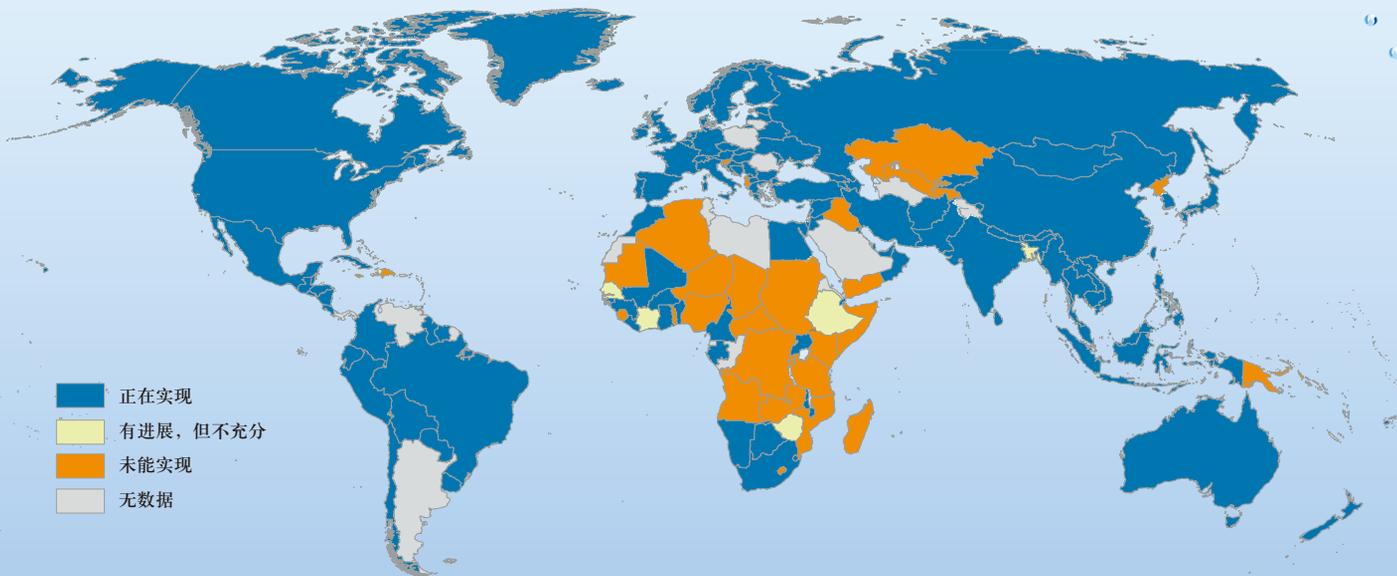
2010年，全球能获取卫生设施的人口比例

然而，千年发展目标的卫生设施目标可能无法达到。



撒哈拉以南非洲和太平洋地区没有达到千年发展目标的饮用水目标。

(为实现千年发展目标的饮用水目标所取得的进展情况，2010年)



迈向普及

UNICEF 和 WHO 的联合报告说明了工作还远未结束的原因。超过 7.8 亿的人口仍无法获取安全的饮用水源，同时全球实现获取卫生设施的目标可能无法实现。我们仍需努力，以减少城市与农村间的差距和不平等以及贫困（其覆盖面在撒哈拉以南非洲和太平洋地区急剧上升），改进对饮用水水质的全球监测，实现卫生设施，将千年发展目标的指标扩大至全球范围。■



取水的妇女，尼日尔。

本文由娜塔丽·拉米雷斯-杜莫纳 (Natalie Ramirez-Djumena) 撰写。本文的图表基于 UNICEF 和 WHO 在 2012 年公布的《在饮用水和卫生设施方面的进展》。可通过 www.who.int/publications/en/ 获取该报告。



向绿色进军

吕克·耶乌劳德、本尼迪克特·克莱门茨

投资于环境友好型技术已经成为一种全球趋势

气候变化是地球面临的最为严峻的挑战之一。化石燃料燃烧所产生的人造温室气体排放以及土地使用上的变化是导致气候变化的主要原因。温室气体排放引发全球变暖、烟雾和酸雨，并且反过来对公众健康造成了危害。多项研究指出，如不减少温室气体排放，人类将会遭遇潜在的灾难性后果（Stern，2007年）。

但是气候变化并不仅仅具有环境和健康效应。鉴于高温、海平面上升和极端气候条件对产量和生产能力的深远影响，气候变化也可能带来深刻的经济影响。除此之外，气候发展还可能由于税收减少和开支计划而破坏政府的财政状况，特别是那些为了缓解气候变化以及

为了适应新的环境而对行为和生产作出调整的耗资巨大的措施（IMF，2008a和2008b）。这些代价和风险意味着当前能源使用模式的非可持续性，但是向低碳排放模式转变，就需要对绿色替代能源进行大量投资。

尽管发展绿色能源的投资具有重要意义，但令人意外的是，在这一课题上的研究微乎其微。绿色投资是一个比较新颖的概念，并且经济学文献尚未对其作出准确的定义。况且，相关数据非常缺乏且较为分散。为填补上述空白，我们将尝试对绿色投资进行定义，并对过去10年间发达经济体和新兴经济体作出的绿色投资的趋势及其宏观经济决定因素展开分析。希望上述结果会为寻求发

展绿色经济的政策制定者提供一个有力的见解。

投资于绿色能源

绿色投资尚无标准定义。我们将其定义为：为显著减少温室气体排放和环境污染排放所做的必要投资。减少气体排放有多种途径，因此，绿色投资可以采取不同的方式。

• 对低污染能源生成的投资。绿色投资包括将能源供应从化石燃料转向低污染的可替代燃料，既包括电能（如风能、太阳能、核能和水力发电），又包括直接的能源（如从玉米或甘蔗转化而来的乙醇等生物燃料）。绿色投资理念不仅会向新兴环境技术领域扩展，如风能和太阳能，也会在更多的已知技术领域延伸，如核能和水力发电。为了便于区别化石燃料能源和低排放可替代能源，我们所定义绿色投资概念包括在核能领域的投资，虽然一些人认为核能会产生放射性废弃物，所以应当排除在绿色工程的概念之外。但是，由于我们的定义是建立在投资是否产生气体排放效应基础上的，因此，我们把它纳入这一概念的涵盖范围。生物燃料也是我们所定义绿色投资的一部分。尽管人们对于其碳排放效应依然存在争论，但是生物燃料属于可再生能源，因此，在我们的分析中将其作为绿色能源。

• 对减少能源消耗的投资。绿色投资也包括减少提供商品和服务所需要的能源的投资，因为这一投资将会提高能源的利用率。在电力领域当中，能源生成（将发电站迁至燃烧煤炭数量少的超临界高效燃煤发电站）、输送和分布（例如，使用更为高效的电网）方面尚存在提升的空间；在运输领域，通过使用更高效的燃料和混合动力汽车以及通过增加公共交通的方式，也有效率提升的潜力；在工业设备领域，可使用节能装置、改善废弃物管理，以提高能源利用率；在建筑领域，可通过改善隔热和冷却系统，以加强能源利用率。

从棕色能源到绿色能源

绿色科技（核能和可再生能源，如太阳能、风能和水力发电）已在电力生产中发挥了重要的作用。2008年，全球约1/3的电力来自于核能和可再生能源，2/3来自于传统（棕色）能源，如煤炭、天然气和石油（见图1，左图）。这些能源所占的比例很长时间以来基本稳定。但是，从20世纪90年代下半叶开始，绿色能源已经从水力和核能转向其他可再生能源。这些可再生能源对近几年的电力产能的增长作出了巨大贡献。例如，2009年，1/3的电力产能的增加归功于这些可再生能源（见图1，右图）。

过去10年间，为鼓励可再生能源的生产和消费，很多公共项目开始启动，这些项目大多数位于经合组织成员国中的发达经济体和新兴经济体。近几年，树立某种政策目标或制定扶持政策国家数量从2005年年初的55个增加到了2010年年初的100多个，几乎翻了一番。

运输领域也有提升能源使用率的潜力。

扶持计划总体上具有以下三个主要目标：减少碳排放，防止气候变化；通过能源结构的多样化发展，提高能源的安全性；通过鼓励新工业领域的竞争、提供就业机会和创新，促进发展。

可再生电能扶持政策最为常见的模式为补贴政策（2010年年初，已被50个国家及25个州或省市所采用）及可再生能源配额制（已有10个国家及46个州或省市建立）。补贴政策要求公用事业公司向绿色发电商支付体现该项技术成本的费用，这一价格可能高于传统发电成本。可再生能源配额制要求发电公司使用可再生能源作为其部分能源的来源。

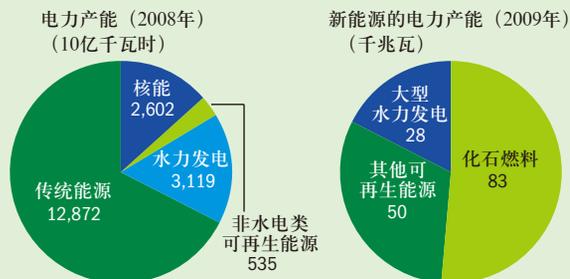
公共项目的成本很难进行估算。这不仅包括直接支付成本，而且还包括税务优惠、贷款担保和贷款额度。已发布的估算数据表明，全球每年公共项目的花费在400亿—600亿美元之间。生物燃料补贴在公共支出花费中占了绝大部分。

某些公共项目作为全球金融危机的调整性财政政策的一部分而获得了大规模发展。获得承诺作为财政刺激方案的清洁能源支持经费约为1800亿—1950亿美元，上述经费主要来自于3个国家，分别是美国（650

图1

绿色能源比例增加

传统能源在全球发电领域中占绝大部分，但是可再生资源在新产能中占有更大比例。



资料来源：美国能源信息局、彭博新能源财经。

注：传统能源主要为煤炭、石油和天然气。可再生能源包括风能、太阳能、水力发电和核能；但核能在2009年变化不大，所以新电力产能示意图（右）中未包括该部分。

亿美元)、中国(460亿美元)和韩国(320亿美元)。在拥有最大绿色一揽子项目的国家,其绿色措施未超过财政刺激经费的15%,韩国除外,其绿色投资拨款约占刺激政策经费的80%。但在2009年和2010年,分配资金仅支付了一半。由于规划复杂,并且公共资金发放过程繁琐,所以绿色刺激计划的筹资步伐已经减缓。除此之外,面临大量公共赤字的国家已经缩小了绿色支出的规模。

可再生能源技术领域投资活跃

过去10年中,太阳能、风能、生物燃料、生物质能和地热(水力发电项目除外)等可再生能源方面的投资出现了显著的增长,其中绝大部分增长出现在2004年后。2000—2010年间,可再生能源绿色投资从每年的70亿美元增加到了1540亿美元(见图2)。这种增长是由于一系列原因所致,其中包括全球经济的发展、化石燃料价格上涨、科技进步、政策支持和民众日益增长的对清洁环境的要求。由于经济规模扩大、科技进步和低利率,也降低了采用绿色技术的成本。在2009年全球经济衰退期间,由于金融情况恶化,并且石油价格下跌导致了未来的绿色能源需求的不确定性,可再生能源绿色投资出现了临时性的缩减。这一缩减本来可能更为严重,但是由于作为财政刺激项目的一部分的支持性措施的出台,私人投资的衰退情况得以缓解。

可再生能源绿色投资目前已经成为一种全球现象。在经济危机爆发之前,绿色能源投资在主要区域增长稳定。2004—2010年,欧洲和北美的投资增加了3倍,而亚洲和大洋洲则将其可再生能源绿色投资扩大到了

原来的10倍。目前,北美、欧洲和亚洲属于最大的绿色能源投资市场,但是近年来的地域组成结构已经发生了引人注目的变化。投资支出的领军国家从欧洲转移到了亚洲,这在很大程度上反映了经济发展的差异。欧洲和北美在全球绿色投资中所占比例从2004年的68%下降到了2010年的46%,而亚洲和大洋洲所占比例则从28%上升到了42%。

全球金融危机期间,亚洲绿色投资继续高涨,这主要是由于中国的快速发展。2009年,中国可再生能源投资位居世界第一;2010年,其投资额超过了整个欧洲的投资额总和。通过一系列的新法规和财政扶持举措(包括从国有银行借贷),中国政府积极鼓励大型可再生能源项目,并着眼于推动国内制造业的发展和提高能源的安全性。中国现在已成为全球光伏组件和风电设备的领跑者。通过可再生能源公司,中国也开始加大了其在清洁技术专利和原创公共成果的研发力度,并且占据了领先地位。

核能和水力发电惯性

20世纪70至80年代,全球核电产能迅速增加,但是1986年切尔诺贝利核电站事故后,核电投资逐渐失去了吸引力。正因为如此,核能在全世界电力产能当中所占比例从1990年的12%下降到了2008年的8%。在2011年日本大地震及海啸带来的核电站事故之前,一连串的问题就已经对核能工业的扩张形成了阻碍,其中包括越来越高的建筑成本、具备必要的专业技能的技术人员日渐减少、电网容量效率低下、环境问题以及对于核扩散的担忧。亚洲正致力于发展核电生产能力。欧洲和美洲在建的核反应堆数量由1980年的159座减少到了2010年的20座;与之相反的是,亚洲目前有42座核反应堆正在建设当中。

利用水流落差产生能量的水力发电是最大的可再生能源。受益于其与替代能源相比较为低廉的建设费用,全球水力发电生产能力一直在稳步增长。尽管如此,水力发电在全球电力产能中所占的比例还是由20世纪80年代初期的23%下降到了2008年的19%。环境法规和技术发展的停滞减缓了其在工业化国家当中的扩张速度,在这些国家,很多水力发电的最佳地点已被占用。过去10年间,亚洲的产能增加最为显著,年平均增长率为12%;而欧洲和北美的年平均增长率仅有1.5%。中国已经成为最具活力的市场,2004—2009年间,其水力发电生产能力约增长了1倍。

如何促进绿色投资?

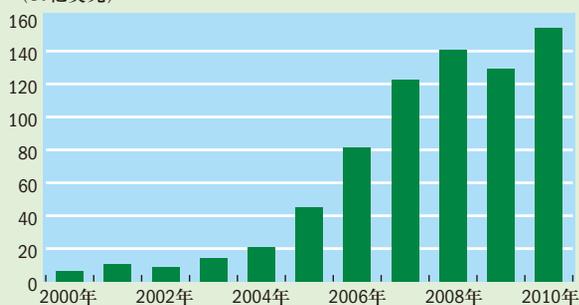
气候变化的相关经济文献在很大程度上忽视了绿

图2

可再生资源投资不断增加

自21世纪头10年早期起,全球在可再生能源方面的投资就已迅速增加,仅在经济危机最为严重的时期出现过短暂的下降。

(10亿美元)



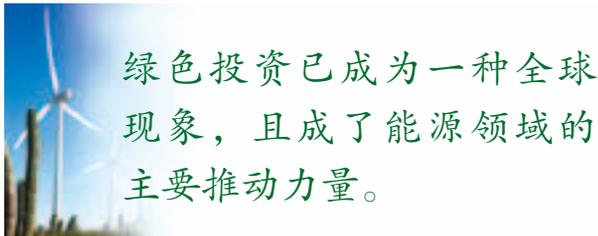
资料来源:彭博新能源财经。

注:可再生能源包括太阳能、风能、生物燃料和生物质能,但不包括水力发电。

色投资的宏观经济决定因素。我们将对2004—2010年间35个发达经济体和新兴经济体的可再生能源投资数据进行分析，以填补这一空白（Eyraud等，2011年）。全球几乎所有的绿色投资都发生在上述35个国家中。

我们采用统计学的方法来识别影响绿色投资的主要因素，并对其相关影响进行了评价。我们对一大批宏观经济变量的影响性进行了测试，结果发现，从统计学角度来说，有5个因素在决定绿色投资的水平上起着显著的作用，即实际国内生产总值（GDP）、长期实质利率、国际原油价格、采用补贴政策的代表性变量，以及评价一个国家是否具备碳价格机制的变量（碳税或总量管制及交易制度）。以下是我们的一些研究发现：

- 高水平的GDP可促进绿色科技投资。经济活动提高了能源领域对能源和投资的需求。除此之外，经济的高水平发展、向信息密集型产业和服务业转型的



结构性变化、制造业的国际化迁移、日益增强的环境意识和环境法规的更好执行，最终导致了大量环境开支，并且使环境恶化趋势逐渐放缓。我们发现，就长期而言，当其他因素保持不变时，GDP每增长1个百分点，就会使绿色投资增加4个百分点。

- 以长期实质利率为代表的资本价格对绿色投资具有负面影响。评估效果非常明显：实质利率每上升1个百分点，绿色投资就会减少大约10%。针对一般商业投资的研究发现，投资对利率相对并不敏感。但是绿色投资对利率的变动似乎极为敏感。考虑到可再生能源项目使用资金多于使用劳动力且大部分依赖于外部融资，因此，这一研究（该描述性研究有详细记录）结果并不令人感到意外。

- 原油价格对绿色投资也具有积极的巨大影响。事实上，高涨的燃料价格会增加绿色投资的回报率，这是因为可再生资源生成电能的成本相较于化石燃料燃烧产生电能的成本降低了。根据我们的估算，当原油价格和整体经济的通货膨胀间相差1个百分点时，绿色投资将会额外增加1个百分点。

- 可再生能源配额制和生物燃料授权制对绿色投资没有影响。以生物燃料授权制为例，这可能与2007年以来原料价格高涨以及产能过剩导致的生物燃料投资显著下降有关。与此相反，补贴政策却具有显著的影响。

上述结果支持了补贴政策属于最为重要的可再生能源投资扩张扶持手段之一的观点。根据我们的估算，在其他因素保持不变的前提下，在采用补贴政策的国家，绿色投资会扩大2—3倍。在几乎所有的指标中，碳排放定价计划效应（例如，以环境税的形式按燃料中的碳含量征税）也表现得最为显著。

总之，我们的研究结果表明，绿色投资受公共政策（例如，利率、经济增长等宏观经济因素以及能源政策等）的影响较大。由于原油价格的高涨，其成本较之于传统化石燃料技术的成本出现下降，此时绿色投资就会增加。要扶持绿色投资，进行特别的公共干预也会起到一定作用。统计结果表明，补贴政策和碳排放定价机制趋向于扶持绿色投资。尽管如此，包括生物燃料扶持政策在内的很多措施似乎并没有什么效果。这就增加了人们对生物燃料补贴的有效性以及这些补贴政策对食品供应所带来的负面作用的担忧。

何去何从？

绿色投资已经成为一种全球现象，并且成了能源领域的主要推动力量。同时，近几年来，地域组成结构发生了引人注目的变化。由中国主导的亚洲正变得越来越重要。中国于2009年成为在可再生能源领域投资金额最高的国家；2010年，中国在可再生能源领域的投资已超过了整个欧洲。我们的研究还显示，国家可采取许多措施来促进绿色投资。特别是，为可替代资源投资提供其所需的刺激，包括化石燃料产品和碳排放的合理定价，这些都将成为向更加绿色的环保经济迈进的关键因素。■

吕克·耶乌劳德（Luc Eyraud）是IMF财政事务部的经济学家，本尼迪克特·克莱门茨（Benedict Clements）是该处处长。

参考文献：

Eyraud, Luc, Abdoul Wane, Changchang Zhang, and Benedict Clements, 2011, "Who's Going Green and Why? Trends and Determinants of Green Investment," IMF Working Paper 11/296 (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund (IMF), 2008a, "Climate Change and the Global Economy," World Economic Outlook, Chapter 4 (Washington, April).

———, 2008b, "The Fiscal Implications of Climate Change" (Washington, March). www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022208.pdf

———, 2008c, "Fuel and Food Price Subsidies—Issues and Reform Options" (Washington, September). www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/090808a.pdf

Stern, Nicholas, 2007, The Economics of Climate Change: The Stern Review (London: Cambridge University Press).



德国海关在一次反洗钱行动中查获藏匿在糕点中的现金。

非法钱财， 真正的伤害

洗钱伤及无辜民众，也让国家经济被迫承担了严重后果

保罗·阿史纳

喀布尔机场成箱成箱的现金，安提瓜岛移民署前出于战略性需要而设置的出纳窗口以及多米尼加共和国银行内会计软件中的几行代码，这些貌似互不相关的现象却都属于全球洗钱问题的一部分。这一切都与财政部门的管理失败相关联，就是这种失败给所涉国家的守法民众带来了严重的经济困扰。

洗钱是将非法所得转换成想象中的合法支出的过程。通过洗钱行为，诈骗、偷窃和贩毒等犯罪行为的非法收入就会变得看起来像是辛勤劳作的成果，并且转入貌似合法的银行账户，转化为房地产或奢侈品。这就使得犯罪分子从其犯

罪行为中获益，并能够像守法公民一样生活。除此之外，犯罪分子能够使用洗钱收入扩大犯罪集团的规模，增加财富和权力，包括贿赂和换取政客和执法机构的保护。

如果根本不存在诈骗、逃税、内部交易、毒品走私、贿赂或不存在产生非法收入的犯罪活动的话，也就不会出现洗钱行为。尽管带来非法收入的犯罪行为与这些所得的洗钱活动在法律上是作为不同的犯罪行为来处理的，但是它们之间的关系密切，人们很难将洗钱与阴暗的犯罪活动区分开来。洗钱是牟利犯罪的基本组成部分，其原因在于，没有

洗钱，犯罪行为就会“无果而终”。

如果阴暗的或“可断言的”犯罪行为是毒品走私，那么众所周知，其社会成本巨大且显而易见。但是白领犯罪的社会和经济成本，例如挪用公款、逃税、内部交易和银行诈骗等，尽管较不明显，但是其成本却同样不容忽视。

可怕的故事

举例来说，2010年8月，当阿富汗政府介入该国最大的私人银行——喀布尔银行，并取而代之进行管理时，心怀担忧的储户们纷纷挤兑，取走了2亿多美元的存款，这对本已充满变数的国家金融和政治稳定

洗钱是牟利犯罪的基本组成部分，其原因在于，没有洗钱，犯罪行为就会“无果而终”。

造成了威胁。该银行在全国拥有最庞大的分支机构，曾用于支付安保和其他政府工作人员的工资，因此，它的倒闭引起了整个国家的担忧。

这些事件的背后是向银行内部员工和与政治有关的团体提供无息贷款的事实，他们进而将贷款在国外房地产领域进行非法投资，并使用飞机神秘地将现金从喀布尔运到迪拜——在3万英尺的高空进行洗钱。后来的调查表明，超过9亿美元（或贫困国家GDP的5%以及其政府资金的50%）已被转移出银行。到2011年10月，政府控制喀布尔银行1年多以后，官方仅仅挽回了损失财产当中的一小部分，并且尚未有人因此被定罪。到目前为止，阿富汗中央银行已花费超过10亿美元来帮助银行业摆脱困境，对于一个贫困国家而言，这笔花费相当巨大。

安提瓜岛和巴布达岛的故事却不尽相同，但是对于这一小小的岛屿经济体来说，后果却同样非常可怕。美国诈骗犯艾伦·斯坦福选择该岛作为其规模庞大的庞氏骗局的基地，他对迈阿密等地盲目轻信的投资者们声称，在其位于安提瓜岛的银行存入定期存单，将具有“高额回报率”（见“庞氏骗局之害”，《金融与发展》2010年3月号）。他所声称的高额回报率当然不是什么其他银行闻所未闻的超越市场表现的神奇投资。

当然，从后来的投资者那里得到的收入作为投资回报支付给了前期投资者——除了16亿美元，这笔钱转向用于给艾伦·斯坦福提供奢侈的生活享受，其中包括一项位于库克岛上的名为“母子信托”的特殊基金，其实则是供其两个孩子的母亲使用。同时，除了沿途

贿赂官员之外，艾伦·斯坦福及其同伙将诈骗投资者资金所得的收入通过从美国境外的账户转出或者在上述账户之间挪动的方式大肆洗钱，并且转入其在美国境内的不同银行账户当中。

那么出纳窗口又是怎么一回事？其实它不过是为了方便那些来自迈阿密，但是却不想在移民部门申报其收入和支出的人群，这样现金或支票可以直接存入出纳窗口。这些人下了飞机，将钱存入出纳窗口，然后返回转机休息室等待返航飞机就可以了。

当整个骗局在2009年暴露时，就像庞氏骗局最终总是会出现的结果那样，不仅搞垮了艾伦·斯坦福的银行，也使安提瓜岛经济的其他部分几乎全军覆没，因为随着其已经成为了该岛最大的雇主，安提瓜岛的

经济陷入了依赖其生长的状态。那一年，安提瓜岛的GDP缩水9.6%；安提瓜的中央银行开始受地方中央银行控制，因为前者需要后者向其提供占全国GDP3%的贷款。最终，安提瓜岛请求IMF向其提供1.18亿美元的援助计划。2012年3月，艾伦·斯坦福因在113个国家诈骗3万名投资者而被定罪。

在多米尼加共和国，该国第二大私有银行——洲际银行的内部员工精心设计了一个吞食银行资产的计划。他们利用银行资金，贷款给自己，通过第三方确保上述贷款的安全性，同时使用另外一套账目来隐匿上述不良资产。

14年来，一个自动会计程序通过在两个系统间对实际资产和债务进行转移来“平衡”银行账目，造成银行运转正常的假象。如，不良关联方贷款和一系列平衡负债会从银行的正规资产账目中移除。也就是说，随机选取一些本不应丢失的存款单；第二天，该程序将上述实际债务重新冲入银行账目，并挑选其他一组……用这种方式平衡坏账，以掩人耳目。

当骗局最终于2003年曝光的时候，政府耗费了国家GDP的21%来对“BANINTER”（洲际银行的昵称）和两家相关商业银行进行救助。但是其社会和经济成本远远高于救助的直接成本；比索急剧贬值近65%，导致了高度的通货膨胀，人们的实际收入遭到严重破坏。在本次银行危机的余波中，约150万多米尼加人（占其总人口的16%）生活跌到贫困线以下，其中67万人陷入了极度贫困。

当然，这些故事并不能一一说尽犯罪分子用于掩

饰其财产来源的技术手段。将非法所得进行现金存款是洗钱的基本手段。在美国等国家，由于银行需对超过1万美元的现金存款或取款进行上报，因此犯罪分子通常会将他们的存款分成许多小份。众多掮客携带现金在多家银行之间奔走的行为被称作“化整为零行动”，因为这些匿名信使的狂热行为会令人想起同名流行卡通连续剧《蓝精灵》中的调查者人物（译注：“smurf”一词具有化整为零的意思，也是“蓝精灵”的英文拼写）。就像卡通剧中的蓝精灵们从电视走向计算机游戏，甚至到现在被搬上电影银幕一样，反洗钱世界仍然使用“化整为零”这个词。

高度复杂的洗钱计划通常包括在不同司法管辖区

同源美国的诈骗案将一个小小的岛屿经济体卷入危机的艾伦·斯坦福一案所述，洗钱对小型经济体的影响尤为突出。

无法有效处理洗钱或恐怖主义融资活动可能会阻碍一个国家与全球经济体系的接轨。例如，如果一个国家被认为反洗钱能力较差，那么向该国家电汇汇入和汇出就需要花费更长的时间，这是因为金融机构对上述交易的审查会更为密集。当大量非法收入或“热钱”流入或流出金融机构时，整个金融体系均会受到它的影响。

因此，反洗钱控制也被看作工具箱的一部分，既能防止也能遏制这些现象，并会在经济困难时期对提

相关洗钱行为威胁国家经济的稳定，并会严重影响其健康发展。

成立拥有复杂结构的虚构公司，以掩饰拥有或控制资产的真实犯罪人。确实有传言说，洗钱人会在某个司法管辖区建立信托公司，而其真正的目的则是成为海外中心控股公司股票的所有人，而该公司的“子公司”位于第三国、第四国和第五国，它们唯一的业务是开立账户，这样其母体就可以用化名使用账户。这种非透明性海外公司的实体是美国安然公司的经理们实施诈骗的核心部分，这些人已经因洗钱和他们犯下的诈骗行为而被起诉。

重创经济

前文的例子说明了贿赂、税务犯罪、金融诈骗和内部交易等可称为洗钱的犯罪如何带来经济问题。如

升公众信心产生良好的作用。对反洗前工具的有效应用包括：了解是何人真正拥有和控制银行账户，并在犯罪分子被抓获或定罪时冻结并没收其非法所得。它能够防止犯罪分子冒天下之大不韪，以牺牲公众及整个经济为代价获利。

最后，因为相关洗钱行为威胁国家经济的稳定，并会严重影响其健康发展。如果没有健全的金融市场，也就是说，如果不具备不存在金融滥用（包括洗钱）的金融市场，就不会有真正的金融稳定。

反洗钱控制如果得到有效的实施，那么非法经济活动所带来的负面效应就会得到缓解，并可促进金融市场的健全和稳定。金融行动特别工作组（FATF）——一个以发展和推动打击洗钱、恐怖主义融资和大规模杀伤性武器的扩散的政策制定为宗旨的政府间组

专项化

自2001年年初起，IMF就致力于反洗钱和打击恐怖主义融资的运动中。在过去的11年间，IMF的努力协助了此领域的国际政策的形成，此外，还包括提交了70余份涉及德国、丹麦、荷兰等国家的评估报告以及诸多技术支援和研究项目。

不管是在指导监督其成员国的金融和经济体系，还是提供项目方面，IMF都拥有丰富的经验。前者为所评估国家遵守反洗钱、打击恐怖主义融资的国际标准提供了坚实的基础；后者协助国家解决已经得到识别的问题。反洗钱和打击恐怖融资问题已经越来越多地融入到IMF的核心工作当中。最近，IMF理事会决定，如果洗钱、恐怖主义融资及其相关犯罪活动将会影响其成员国的国内金融系统的稳定或者会对汇率造成破坏性变动的話，IMF的工作人员

将会对这些问题，连同对成员国的经济体系的监控，一起展开讨论。

2009年，IMF启动了捐助者支持的信托基金——这是一系列专项信托基金中的第一项——用于对反洗钱和打击恐怖主义融资进行金融技术援助。加拿大、法国、日本、韩国、科威特、卢森堡、荷兰、挪威、卡塔尔、沙特阿拉伯、瑞士和英国决定，在5年多的时间内，为该专项信托基金提供2920万美元筹资，依靠IMF的专业性和组织架构，加强全球反洗钱和打击恐怖主义融资的力量。

该专项系统信托基金启动3年以来，已有53个项目在29个国家获得了批准，并成立了7个地区工作组。专项信托资金将继续为全球的洗钱和打击恐怖融资技术援助项目提供支持。

织——制定了该领域的国际标准。FAFT 的建议针对一系列大范围问题，包括金融机构以及非金融企业和专业人员所提供服务的规范化、货币的跨国流通、法定实体的透明性、实体刑法和刑事诉讼法、制动能力、制裁以及国内和国际合作。

反洗钱的预防措施包括：确认客户是否代表其他人办理业务的要求；了解法人的所有权和管理；对风险等级较高的客户、业务关系和交易加强尽职调查；对其他客户实施尽职调查；保存记录等。

在执行方面，反洗钱措施使得职权部门不仅能够将犯罪者绳之以法（当犯罪行为涉及洗钱时，处罚更重），更重要的是，能够剥夺其非法所得。这就抑制了以牟取利益为目的的犯罪活动，使犯罪组织很难将财产积累到危险的程度。

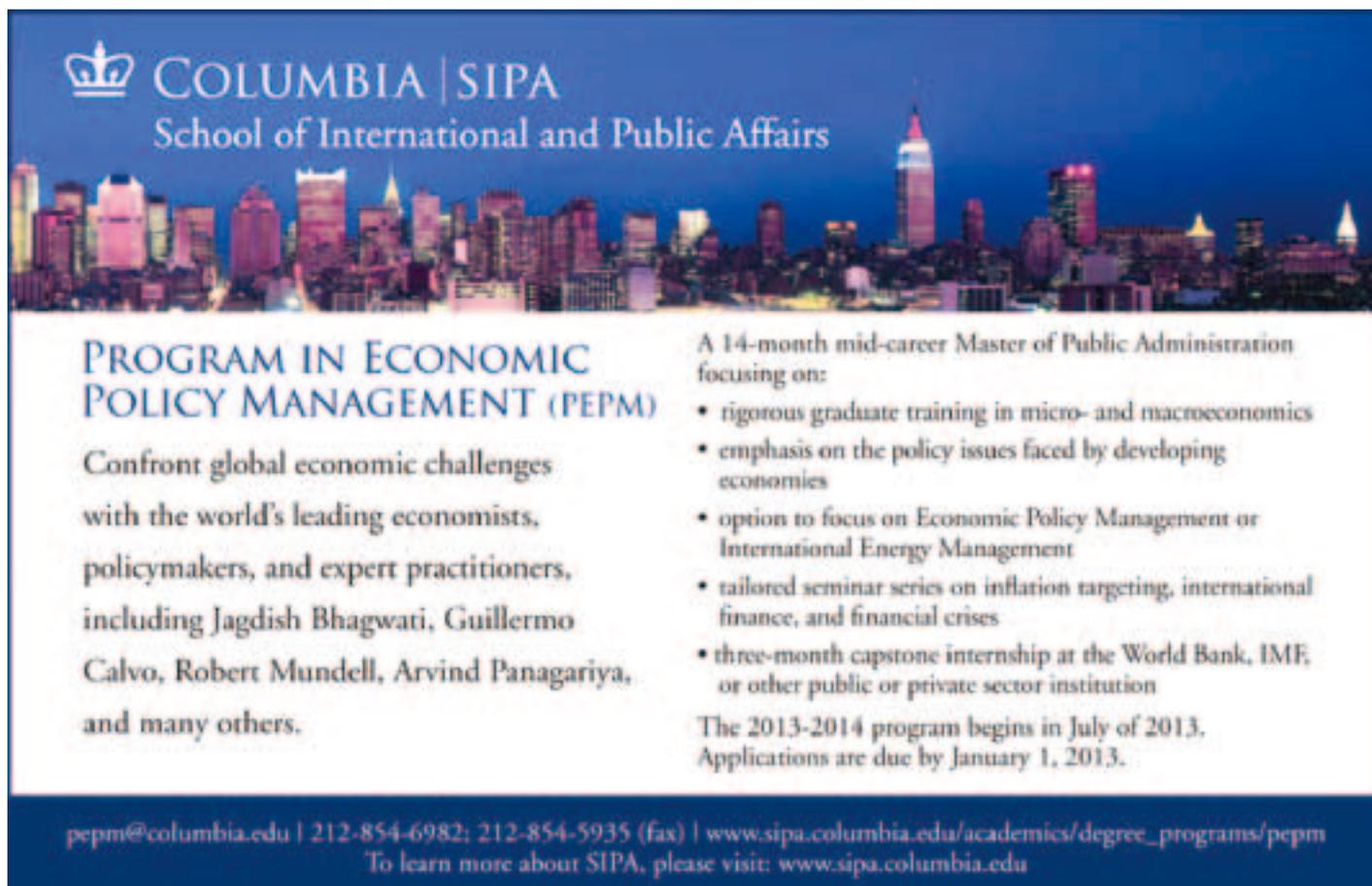
错综复杂的网络

全球金融体系之间的联系日益紧密。在 10 余个司

法管辖区之间的资金流转在几分钟之内即可完成。但是，金融的全球化发展不仅带来了风险，同样也带来了显而易见的好处，例如，资源配置得到了改善、资金获取途径更为便捷、风险更加分散化，此外，福利普遍得到了提高。

洗钱者们会利用全球金融体系非常复杂和相互关联的特点，以及各国反洗钱法和制度中的差异。他们对那些管理较差或缺乏效力的司法管辖区尤其感兴趣，在那里，他们可以不为人知地挪动资金或者建立公司载体。他们能够比银行监管和官方机构的法律执行先行几步，避开监管和打击，因为上述机构往往很难迅速实施国际合作。此外，正如上述事例所显示的那样，一个国家存在的问题会很快蔓延到本地区的其他国家以及全球其他角落。■

保罗·阿史纳（Paul Ashin）是IMF法律部的高级金融部门专家。



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 2013-2014 program begins in July of 2013. Applications are due by January 1, 2013.

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

冲出灰色地带

政府改善体制，建立包容性增长，从而缩小地下经济的做法是明智的

阿诺普·辛赫、
索纳莉·杰
恩-钱德拉、阿
迪尔·穆罕默德

在全球掀起的针对政府管理糟糕、缺乏包容性增长的公众抗议浪潮是一个及时的提醒，它提醒政府，建设强有力的体制、扩大正规经济的规模、刺激经济增长、增加通向机会的途径是非常重要的。

运行不良的体制以及监管过度经常会使劳动者和小企业被迫转入非正规经济部门，即所谓的灰色经济或者地下经济。在非正规经济部门，人们生产合法的商品，提供合法的服务，但是却故意隐瞒政府机构，以逃避税收、劳工标准和其他法律要求。

我们的研究表明，当企业面临繁琐的法规要求、前后不一的执法手段以及腐败时，它们往往就会产生将其行为隐藏在地下经济当中的动机。我们发现，与高税率、通货膨胀或收入水平相比，体制是地下经济规模的更加重要的决定要素。

正如达龙·阿西莫格鲁 (Daron Acemoglu) 和詹姆斯·罗宾逊 (James Robinson) 在《有些国家为什么会失败？》一书中所讨论的那样，富国与穷国之间的主要差别不是文化和地理方面的差别，而是人为的政治体制和经济体制上的不同。这本书的叙述很有说服力，它指出当一个国家实施包容性的、支持增长的体制时，就会获得成功；反之，当它的体制是有利于一小部分精英分子的利益而不是用于创造惠及更为广泛的人群的经济利益和政治权力时，这个国家就会失败。

正负面效应

庞大的地下经济给政策的制定带来了诸多问题。软弱的体制和庞大的非正

规部门会在恶性循环当中互相影响，从而进一步破坏管理和刺激经济活动的体制的质量。这些体制包括法律制度、消除腐败以及降低不必要的监管负担。

此外，庞大的非正规经济会使官方统计失去可信度和完整度，这将会使知情决策变得复杂。并且，在正规经济中的有限参与意味着正规经济的益处不会得到广泛利用，例如正当权利的保护、通往信用市场的途径以及恰当的劳工标准。而这恰恰会阻碍经济的增长，并且让很多人丧失一些经济机遇。

积极的一面是，非正规经济部门扮演着非常重要的角色，尤其是在发展中经济体，它被视为正规经济的未来发展的温床。通过为大量人口提供生计，非正规经济部门为正规部门的经济不确定性和发展滞后起着重要的缓冲作用。实际上，非正规经济在贫困和新兴国家内的规模比富裕国家要大很多。

但是在非正规经济部门内运营的公司面临着各种约束，使它们很难开展业务和获得发展。这些约束包括相关的基础设施（例如电力、土地和水的使用）、体制上的约束（这一点是在我们的研究中探索到的）；或者与获取新式技术、金融中介以及其他与参与正规经济有关的益处的相关内容。例如，在具备成熟的所有权体系的国家，资本可以对生产活动起到广泛的调节作用；而在贫困的国家则不然，首先，贫困的国家很难建立明确的所有权，更谈不上享受其利益，例如调整自己的储蓄和保护正式的所有权的能力。

在研究中，我们对体制的质量和正规经济的程度之间的关系进行了探索。不出乎意料，我们发现，体制的软弱（例如，过度的监管以及法制的软弱）

倾向于与更大规模的非正规经济联系在一起。

体制建设

“体制”是一个广义的术语，涵盖了支配社会交往的规则的关系。我们所说的“体制”是指支配和影响经济活动的正式体制，重点是能够有效地鼓励和保护经济活动的法律制度、消除腐败和降低不必要的监管负担方面的内容。

建设强有力的体制与扩大正规经济所面临的挑战是互相关联的。强化体制需要在保持经济刺激能力的同时，具备执行法规和保护权利的能力。一个国家要提高体制的质量，必须具有足够的资源和能力。

要减少非正规经济活动的范围需要足够好的体制

排忧解难

IMF 已经涉入经济体制建设的支援工作，在为其成员国提供监管建议和技术援助。在全球经济危机的余波中，IMF 处于金融法规改革和监管框架改革工作的最前线。为了直接打击地下经济问题，在打击洗钱和恐怖主义融资的政策方面以及在庞大的地下经济将会产生宏观经济影响时的政府管理和体制问题上，IMF 一直在向其成员国提供技术援助。

能力，但是一个由庞大的非正规经济部门所困扰的经济体可能没有足够的资源去执行体制能力上的改善行为。如果政府试图通过提高税收来筹集资源，那么很多公司会逃避这种更高的税收，结果很可能导致非正规经济的增长，其结果甚至会进一步削弱国家能力。这样就会引起一个恶性循环——延长软弱的体制与正规经济部门的有限发展之间的“不良平衡”。

水有多深？

非正规经济的规模很难估计，因为地下运营的目的往往就是为了避人耳目，并且国家也缺少监控地下经济活动的的能力。虽然人们没有直接的手段来了解地下经济的规模和构成情况，但是有一些间接手段，其中包括从现金的过量需求、无法解释的电力消耗或者劳动力市场的趋向等进行的推断。这些测量灰色经济的间接手段表明，在很多国家，灰色经济的规模相当可观（见地图）。

对 2006 年的估测发现，灰色经济在大多数发达经济体中的 GDP 占比为 14%—16%，在新兴经济体中的 GDP 占比为 32%—35%（Schneider、Buehn 和 Montenegro，2010 年）。地下经济在中东和亚洲的发展中国家中的 GDP 占比为 25%—35%，而在拉丁美洲、中美洲和非洲，它的规模要大得多，通常超过 40%。灰色经济的规模虽然依然很大，但是随着时间的推移，已经出现了缩水。

由于经济活动性质的不同，非正规经济的程度在国家的不同领域也会有所不同。例如，小型的街边零售服务业和家庭式服务业以及自给自足的农场经营可能完全是非正规的经济，它的资金需求量少，并且（或者）技能水平要求也较低。劳动密集型制造企业可能属于高度不正规。而需要高层次技能水平和大量资金的经济活动则主要发生在正规经济部门。

税收因素

增加税收如何对地下经济活动产生影响？这一点存在许多争议。

一方面，更加繁重的税收制度（包括高税率和严格的管理）

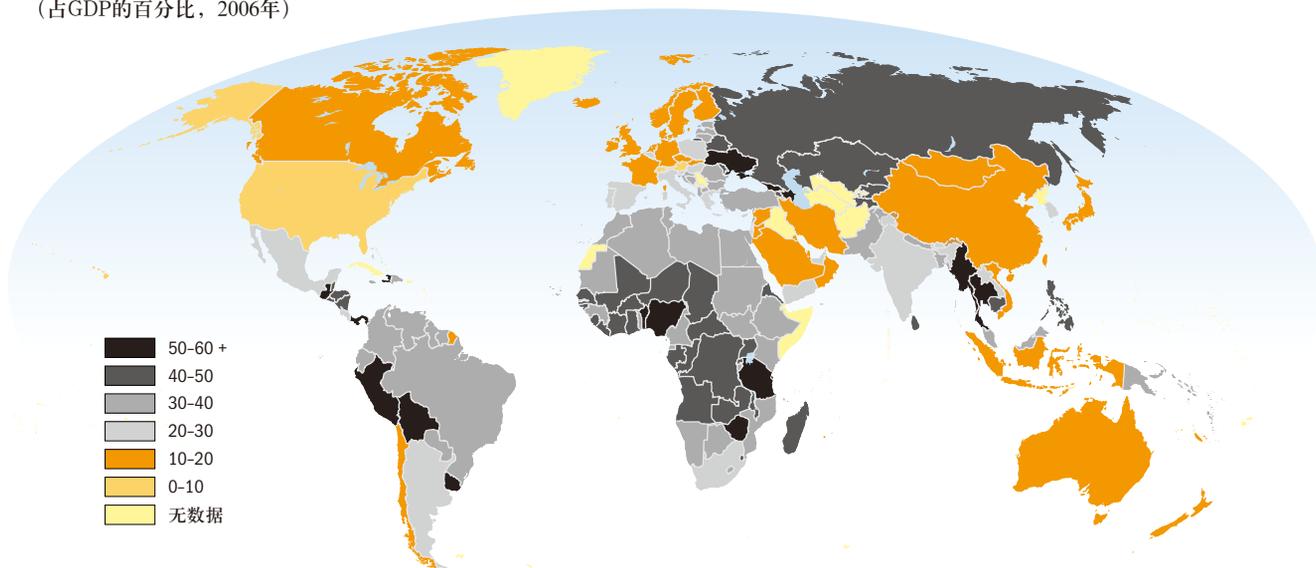


津巴布韦哈拉雷市路边的补鞋匠。

长长的投影

地下经济在全球大多数地区都是一个庞大的存在。

(占GDP的百分比，2006年)



资料来源：Schneider、Buehn 和 Montenegro (2010 年)。

注：这份地图上显示的疆界、颜色、名称和其他信息并不代表 IMF 对关于任何领土的法律地位的判断，或是对其疆界的认可或接受。

会诱使企业转移到地下以逃避缴税，从而增加利润。估计显示，如果企业认为税收负担过重，灰色经济的规模就会上升 11.7 个百分点 (Johnson、Kaufmann 和 Zoido-Lobaton, 1998 年)。

体制是地下经济规模的最重要的决定因素。

与此相对，高税收也可能会减少地下经济活动，因为前者会带来强劲的收入，能够提供更好的公共产品，包括一个更加稳健的法律环境，从而鼓励企业在正规经济部门内运营。

另一种观点是，政治、经济和社会体制是地下经济活动的主要影响因素。事实上，监管负担、越来越多的腐败和软弱无力的法律环境都与更大的非正规经济存在联系。监管负担包括在遵守许可限制上所耗费的成本，这会导致企业的成本增加，从而刺激企业转移到灰色经济地带。监管负担每上升 1 个百分点 (美国传统基金会的测量指数)，就会使地下经济的规模相应地增加 12% (Friedman 等，2000 年)。

劳动力市场的繁琐的限制条件很可能导致非正规就业的增长，从而养活地下经济。据国际劳工组织估计，在发展中国家，有 70% 以上的工人游离于正规经济之外，尽管地下经济在 GDP 构成中所占的比例 (约

35%) 要比这一数字低得多。

劳动力市场过于严格的限制条件无意中鼓励了非正规的劳动力安置，因为这些限制条件提高了企业的雇佣成本。倾向于保护劳动者的雇佣和解雇限制反过来阻碍了公司从正规的劳动力市场进行雇佣，因为遵守规定常常会比较昂贵和繁琐。取而代之，公司就会雇佣非正规的劳动者，偷偷地向他们支付薪水，并且避免提供健康保险和其他福利。

在非正规经济部门经营的另一个缺点是公司和个人缺乏进入正规金融部门的途径。在许多发展中国家，在金融机构拥有账户的人不到人口数量的一半；在一些国家，开设账户的家庭尚不足 1/5。由于缺少融资途径的企业只能依靠他们自己的、往往是有限的资源开展业务，所以，他们会被束缚在低生产力运营的困境当中，并且这种不平等的状态会持续很久。

理论的量化

我们对将近 100 个国家的数据进行了研究，结果发现：

- 良好的体制与灰色经济的规模显著缩小之间存在联系。如果体制整体的质量提高 1 个标准差，那么灰色经济就会缩小大约 11 个百分点。此外，如果法制情况能够获得类似的改善，那么灰色经济的份额就会减少 8 个百分点。

- 体制是地下经济规模的最重要的决定因素。如果

我们对体制进行控制，诸如税率、通货膨胀和人均收入等其他因素就不再具备统计学意义。使灰色经济增加的并不是高税收本身，而是软弱的体制和无力的法制。诱使企业转向地下经济的不是为了逃避高额的税收，而是为了避免体制所强加而来的监管和行政负担。

• 越腐败的国家，地下经济的规模越大。腐败温床上的一点小小的滋生都会导致灰色经济的规模出现巨大的扩张。

采取行动

地下经济在许多国家，尤其是在发展中国家的经济中是一个非常重要的组成部分，并且代表了重要的发展机会。由于非正规经济活动所面临的问题的多样化，持久的、庞大的非正规经济部门会在其占据上风的领域导致生产力低下，致使增长速度缓慢，这就需要采取措施来对问题进行补救。要使包容性增长达到最大化，就需要认识到是哪些因素刺激了地下经济活动的产生，从而尽可能地使更多的人转移到正规经济当中来。文献当中提供了几种使非正规经济部门摆脱束缚并融入正规经济部门的方法。例如，若要缩小灰色经济，政府可以集中力量加强法制，创造进入正规经济的途径，并且将必要的监管执行控制在最小的限度之内。

促进私人部门经济活动蓬勃发展的关键诱发条件是良好的所有权体系。处于正规经济中的企业享有这些权利和保护措施，能够将资产调整为运营资金，并且扩大业务。德索托（De Soto，2000年）认为，承认非正规经济部门的资产的所有权将会有助于将这些资产转化为能够用于投资的资本。一般情况下，体制改

革应当包括尽可能减轻监管负担的措施以及能够将必要的法规监管执行有效地控制在最小限度之内的法制强化措施。当然，特定地区和特定行业的具体环境不同，这决定了执行政策措施的准确途径和恰当顺序也会有很大的不同。

由于体制在阻碍地下经济成长、刺激经济长期增长方面起着重大的作用，所以体制建设必须作为一项中心工作。除了建设强有力的法律和司法框架，为良好的体制奠定基础以外，优先建设和加强经济体制也非常重要，它反过来会对宏观经济的稳定、所有权的获取和保障以及自由贸易产生巨大的影响。■

阿诺普·辛赫（Anoop Singh）是IMF亚洲和太平洋部的主任；索纳莉·杰恩-钱德拉（Sonali Jain-Chandra）是该部的高级经济学家；阿迪尔·穆罕默德（Adil Mohommad）是该部的经济学家。

参考文献：

Acemoglu, Daron, and James A. Robinson, 2012, Why Nations Fail: Origins of Power, Prosperity, and Poverty (New York: Crown Publishing).

De Soto, Hernando, 2000, The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else (New York: Basic Books).

Friedman, E, S. Johnson, D. Kaufmann, and P. Zoido-Lobaton, 2000, "Dodging the Grabbing Hand: the Determinants of Unofficial Activity in 69 Countries," Journal of Public Economics, Vol. 76, pp. 459-93.

Johnson, S., D. Kaufmann, and P. Zoido-Lobaton, 1998, "Regulatory Discretion and the Unofficial Economy," American Economic Review, Vol. 88 (May), pp. 387-92.

Schneider, F, A. Buehn, and C. Montenegro, 2010, "New Estimates for the Shadow Economies All Over the World," International Economic Journal, Vol. 24, No. 4, pp. 443-61.

想要读什么？



浏览我们的
Facebook吧！
[www.facebook/
financeanddevelopment](http://www.facebook.com/financeanddevelopment)





什么是货币市场？

货币市场为贷款人和借款人提供了一个渠道，以满足其短期的财务需求

兰德尔·多德

直到全球金融危机期间各种问题浮出水面之前，人们一直理所当然地认为货币市场是金融体系中普通的、波动性小的组成部分。

在多数情况下，货币市场为资金拥有者（银行、基金经理和个人投资者）提供安全、流动性好的短期投资工具，同时为借款人（银行、经纪交易商、对冲基金和非金融公司）提供获取低成本资金的途径。“货币市场”这一术语是一个统称，它涵盖了多种市场类型，这些市场类型之间的差异基于贷款人和借款人的具体需求。

金融危机的后果之一是人们开始关注货币市场各组成部分之间的区别，因为事实证明其中一些较为脆弱，而另一些则表现出相当好的韧性。

对于短期而言

这些市场被称为“货币市场”是因为买卖的资产都属于短期资产（期限从一天至一年不等），而且通常很容易兑换成现金。货币市场包括诸如以下金融工具的交易市场：含定期存单在内的银行账户、银行间贷款（银行之间的拆借贷款）、货币市场共同基金、商业票据、国库券以及证券借贷和回购协议（回购）。据美联储资金流动调查，这些市场构成了美国金融体系中相当大的一部分，占据所有贷款的 1/3。

这些货币市场金融工具（许多属于证券）在交易方式、金融监管法律适用方式、资金出借人对抵押资产价值（而非对借款人的资信评估）的依赖程度等方面都有所不同。

最常见的货币市场工具是银行存款，尽管银行存款并不被视为证券，但存单有时可以像证券一样进行交易。借钱给银行的存款人会关注银行的信用可靠性，同时也会考察那些可以确保银行存款安全性的政府计划。

银行间贷款不设抵押品担保，因此贷款人唯一关注的是借款人的信用状况，以评估其偿还概率。最受关注的银行同业拆借市场位于英格兰，每天公布的伦

敦银行同业拆借利率（LIBOR）就是在这里产生，该利率反映主要银行愿意互相拆借资金的平均价格。但事实证明该市场在危机期间未能成为可靠的资金来源。一旦银行的信用可靠性受到怀疑，LIBOR 利率相比于其他货币市场利率将大幅上升。不仅如此，危机期间的贷款额也显著下降，因为各家银行疲于为现有资产获取资金支持而无暇顾及新增贷款。中央银行的紧急贷款帮助弥补了这一资金来源的紧缩。监管部门近期的调查也对 LIBOR 定价流程的公正性提出了质疑。

商业票据是高信用等级的银行和部分大型非金融公司发行的期票（一种非担保债务）。由于这种金融工具没有担保（仅仅承诺付款，故名期票），投资者只关注发行人偿还款项的信用可靠性。商业票据可以像证券一样进行发行和交易。但由于本质上属于短期金融资产而且个人投资者不参与购买，大多数证券法律对商业票据未作规定。例如在美国，商业票据的发行期限为 1—270 天，面额对于个人投资者来说过于庞大（通常为 100 万美元，但有时也低至 1 万美元）。

最安全的投资

政府发行的国库券是一种期限少于一年的证券。美国国库券以低于其面值的折价出售，发行后的买卖交易活跃，属于最安全的短期存款投资工具。国库券市场有深度，流动性好，交易受证券法律保护。美国国库券不仅属于存款工具，也可用于交易结算。国库券通过电子方式发行，可以像现金一样轻松地通过支付系统发送。

回购是货币市场的一个重要组成部分，其规模大，也更为复杂。回购提供竞争性的短期借贷利率——通常只有两周，而且经常是隔夜贷款。借款人出售自有证券获取现金，同意在约定日期按一定价格向购买方（实际上是资金出借方）购回证券，该价格反映了借款期间收取的利息。回购交易中的核心证券作为贷款人的抵押品。

除了使货币市场安全的短期借贷成为可能，回购

和其他证券拆借市场对卖空交易至关重要——卖空是指交易者同意出售自己并不拥有的证券。为了提供这样的证券，卖空方必须借入证券或通过回购交易暂时购买证券。证券到期归还给贷款人时，卖空方必须再一次购买或者借入证券。如果价格下降，卖空方则可从交易中获利。

购买低流动性资产，购买所需的资金通过发行资产支持商业票据取得，这些资产支持商业票据与通常的商业票据不同，它们由基础资产担保或“支持”。如果基础资产信用评级高，特殊目的公司有充足的资本金和信用额度，这种类型的商业票据也能获得高信用评级。资本金用于弥补资产的意外损失，信用额度则是考虑

在金融危机期间，货币市场基金受到了商业票据损失的威胁，后来又因雷曼兄弟公司发行的票据而遭受损失。

货币市场共同基金（MMMF）是由投资于其他货币市场工具的公司发行的证券，这里的投资工具包括商业票据、存单、国库券和回购等。在美国和欧盟，货币市场共同基金作为投资公司接受监管。他们为个人投资者、机构投资者和公司的短期投资提供低风险回报。典型的货币市场共同基金投资于流动性好的短期高评级金融工具。尽管没有固定的或保障性的价格，货币基金的管理方式使得每份额价值保持不变——或者用证券术语来说，保持净资产价值稳定，通常是每份额1美元（这与其他投资于股票和债券的共同基金不同，它们每份额的价值每天变动）。如果货币基金的基础资产价值超过每份额1美元，差额作为利息支付。在全球经济危机爆发之前，货币市场基金净值低于每份额1美元——或者说跌破1美元的情形几乎没有听说过。仅有的几次，基金投资经理动用自己的资金将价格维持在每份额1美元。

但在金融危机期间，货币市场基金受到了商业票据损失的威胁，后来又因雷曼兄弟公司（2008年9月破产的一家经纪交易商）发行的票据而遭受损失。由于货币市场共同基金是其他关键货币市场的重要参与者，美国政府采取行动以防止可能已经造成信用紧缩的恐慌进一步蔓延。美国财政部为货币基金的本金提供担保，美联储为商业票据推出了一项专门的借款安排，从而帮助货币市场共同基金避免发生投资者挤兑。

市场功能失调

货币市场也包括一些不那么简单浅显的组成部分。这其中包括资产支持商业票据（ABCP）和某些三方回购交易。

一家拥有难以变现（低流动性）的金融资产（例如商业贷款、抵押贷款或应收账款）的公司可能使用资产支持商业票据以低廉的成本借入或将这些资产移出资产负债表。它设立一家特殊目的公司，从该公司

到出售基础资产满足现金需求的难度。

资产支持商业票据市场的一些部分在危机期间出现了问题。标准的商业票据发行人——几乎全是大型非金融公司和银行——每季度申报财务报表，使得投资者容易评估其信用状况。此外，资产支持商业票据的信用风险取决于特殊目的公司的成立方式、信用增级、流动资金担保和基础资产的价值——与直接的商业票据相比，资产支持商业票据的这些要素更不透明、更加复杂。在美国，2008年8月至11月资产支持商业票据市场萎缩了38%。

这冲击了持有商业票据存量1/3以上的货币市场共同基金市场。随着投资者开始赎回货币市场共同基金，资金从资产支持商业票据中快速撤出，涌向政府证券和政府机构证券。

三方回购市场的可靠性被证明低于国库券和政府机构证券的普通回购市场。三方回购市场的结构是以一家或两家清算银行为中心，它们持有抵押品，期初借款时将抵押品所有权从借款人转移给贷款人，到期还款时将所有权反向转移。

随着抵押支持私募证券市场的崩溃，三方回购市场受到严重干扰。这些证券占据三方回购市场中抵押品的相当大的份额。一旦这些证券的市场价值和信用评级下跌、交易枯竭，三方回购市场将遭受到很大影响，一方面为了抵消证券化债务市场的波动需要更高的抵押品折价（贷款人对用作抵押的证券价值打的折扣），另一方面缺少市场价格的抵押品难以定价。

资产抵押商业票据和三方回购市场共同的危机使融资问题扩散至那些使用此类货币市场作为投资资金来源的银行、证券公司和对冲基金。如今，这些市场已经出现严重萎缩。■

兰德尔·多德（Randall Dodd）是美国财政部金融经济学家。



孟加拉国吉大港西部船厂的工人。

更多的工作， 更好的工作

卡尔帕纳·可查尔、普拉蒂普·米特拉、瑞玛·纳亚尔

南亚的劳动力激增，要求政策进行跨部门改革，以支持高质量工作岗位的不断增多

在提高薪酬、减少贫困的同时，过去 10 年间，南亚每年为其劳动力市场投入将近 1000 万人口。不管是工作岗位的数量还是质量都得到了提高。但在接下来的 20 年中，所面临的就业挑战将会比已经过去的 20 年要大得多。

到 2050 年，南亚（阿富汗、孟加拉国、不丹、印度、马尔代夫、尼泊尔、巴基斯坦和斯里兰卡）将会占世界劳动年龄（15—64 岁）人口增长数量的 40%。该地区的就业政策的重要性也因而将具有全球性的意义。南亚需要增加能够真正提高工资和削减贫困的新的、高质量工作岗位。

历史记录

南亚的就业增长大致平行于劳动年龄人口的增长。如果按就业增长从高到低排列的话，该地区排名前五位的国家分别为巴基斯坦、尼泊尔、孟加拉国、

印度和斯里兰卡，这一顺序实际上与上述国家劳动年龄人口的增长情况排序一致。

工作岗位不仅在数量上有所增加，而且在质量方面也得到了提高。用于评估工作岗位质量的两大标准是个体经营者（雇主、独立劳动者和无报酬家庭劳动者）的贫困程度以及付给雇佣工人的实际工资。雇佣工人包括临时工（按天、不定期或按件计酬）以及能够定期获得工资和薪水者（在国有或私营单位定期获得工作报酬，并且通常可获得休假和补助者）。南亚个体经营者中的贫困人口有所减少（见图 1）；同时，临时工和定期领薪者拿到的实际工资也有所增加；雇佣工人的贫困率也降低了。

然而，随着时间的推移，劳动力在这三大广义就业类型中的构成情况并没有出现很大变化（见图 2）。个体经营者人口所占比例最大。这表明，在大部分地区，农业占据优势地位；临时工居其

次。尽管每种就业类型的贫困率都有所降低，但是贫困率最高的阶层依然是临时工，最低的是可定期获得工资和薪水的工作者，这一点没有什么变化。

迄今为止，工作岗位质量的显著改善发生于每一广义就业类型内部，而非通过不同类型之间的流动而产生。但是，每名劳动者的水平存在变化。例如，在孟加拉国、印度和尼泊尔的农村，教育会帮助一个人从农业部门转移到属于非农经济部门的工业和服务业的更好的工作岗位上，而教育的欠缺则更可能使一个人从非农经济部门流动到农业部门。实际上，在印度，教育程度低的工人失去一份非农部门工作的机会大约为获得该工作机会的3倍。

工作岗位质量改善的首要原因在于GDP的增长，虽然这在不同的国家存在差异。在过去的数十年当中，孟加拉国、印度和斯里兰卡的经济出现了显著的增长。而巴基斯坦的增长在近几十年则呈现出下降趋势，其增长情况极为不稳定，在20世纪90年代到21世纪的头10年期间，曾经出现过大幅的提升。在GDP增长缓慢的国家——尼泊尔，工作质量的提高归因于该国劳动力的大规模输出，这促使留守人员的实际工资得到了提高，而工人们大量汇款回国（估计占GDP的1/4）则使得贫困指数降低了一半。

南亚每一名工人所带来的GDP的增长为这些良好的发展奠定了基础，而这大部分更多地要归功于总要素生产力（投入使用效率的变化和技术变化的组合）的大幅增长，而不是每名劳动者的物质资本和教育程度的增长。从长远来看，当总要素生产力的增长继续扮演重要角色的时候，劳动力大军要吸引新的力量加入，物理和人工资本的更高效积累就会变得不可或缺。

前方就是陡坡

要吸收南亚不断增长的劳动力，就需要在2010—2030年间每年增加1200万个工作岗位。并且，如果该地区三个最大国家（孟加拉国、印度、巴基斯坦）出现像东亚国家表现出来的那样，女性参与劳动力市场的比例上升的话（目前这些国家的女性就业程度在发展中国家中处于最低水平），那就意味着需要增加到1500万个工作岗位——这相当于每年增加一个雅加达市的人口数量。这一增长将会比1990—2010年间的年度增加数值高出20%—50%。

在低收入和中低收入国家，这些劳动力新成员将会被吸收到那些劳动

者人均产出越来越低的工作岗位。在这些国家，社会保障制度的缺乏将会阻碍公开失业的产生。在其他条件同等的情况下，新成员越多，为了能够吸收这些新成员，新增岗位的劳动者人均产出就会越低。

但是该地区所面临的就业挑战在于，如何创造劳动者人均产出更高的工作岗位。这就需要加快劳动力从农业到工业和服务业的流动，在后两者当中，劳动者的人均产出更高——东亚高速增长时期的例子体现了这一点——同样，也需要将劳动力从工业和服务业的低生产力单位转移到高生产力单位。

虽然持续的高增长令人期待，但是我们不一定能依赖它去解决就业挑战问题。国际经验表明，保持高速增长远比触发它要困难得多。这就需要在劳动力市场的供需两方面都进行结构改革。

人口增长将会使劳动力人口发生膨胀。但是这一增长的年龄构成却会潜在地减轻就业压力。在下一个20至30年期间，“人口转型期”——劳动年龄人口的增长速度快于需要他们抚养的人口增长速度的时期——能够为大部分南亚国家的政策改革提供助力。被抚养人口较少将会使资源得到储备，从而形成一个“人口红利”。这一红利可以用于必要的优先度高的物质和人力资本投资，以创造出更好的工作岗位。但是利用该红利需要一个有助于分解积累的商业环境，以促进潜在积累转化为真正的投资。由于政策产生效果需要时间，并且大部分南亚国家的人口机会窗口预计将会在2040年结束，所以，寻求老年需抚养人口的出路，加强政策改革已经刻不容缓。

工作岗位增长的制约因素

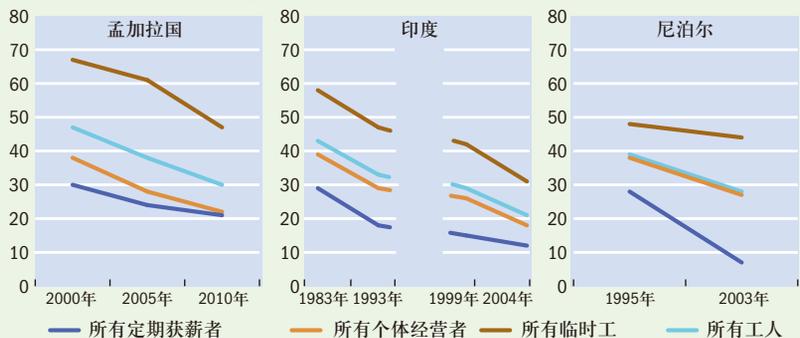
如果让在大城市中创造过工作岗位的南亚正规经

图1

降低贫困率

贫困率整体趋于减少，但是临时工贫困率的排名却一直处于最高水平。

（在贫困线以下的劳动者家庭占比，按就业情况计）



资料来源：世界银行（2012年）。

济部门公司的经理列举一下影响他们发挥其运作和发展能力的三个最大制约因素是什么的话，尽管处于不同地区，但是他们的回答却都是：“电力、腐败和政治不稳定”。相比那些没有增加雇佣的公司，对于这些已经扩大雇佣规模的公司来说，这些制约因素是最为典型的严重问题，举例来说，他们对于电力供应、道路、

状态中或者冲突后的国家。

很明显，需要优先解决电力部门的问题。改革需要进行公共投资和私人投资——目前这正在开展——以减少供需之间的巨大鸿沟，同时需要进行费率调整，改善电费征收方式，提高生产力，加强管理机构的独立性，以提高电力事业的财政状况和盈利能力。公共

包括来自南亚的证据在内，我们具有足够的证据可以说明，改善营养将会使终生学习得到加强，还能提高劳动力市场的生产力。

司法以及其他商业环境维度方面的需求会更多（见图3）。

在一些南亚国家，例如阿富汗、孟加拉国和尼泊尔，电力制约所带来的影响要高于其他收入水平类似的发展国家的类似公司（在规模、部门、地点、所有权性质以及国际化程度方面）。在2000—2010年间，上述国家几乎所有的公司每个月都有过停电的经历。为了减少不确定的电力供应带来的影响，很多公司通过使用发电机的方式来应付这一问题——这种高成本的解决方法在南亚非常普遍，远远多于其他收入水平类似的地区。在孟加拉国、巴基斯坦和斯里兰卡的乡村工业和服务业公司以及印度的城市非正规经济部门公司的报告中，用电被列为最大的制约因素之一。

另一被公司排名较高的制约因素是处理公司和政府之间事务过程中的腐败现象。经理们必须在公用设施部门或者税务部门的官员身上花费大量的时间以及进行行贿，这样就提高了其经营成本。而政治不稳定是公司运营的另外一个制约因素，尤其是在处于冲突

事业管理上的改善同样非常重要。

及早干预

对于所有的南亚国家来说，另外一项需要优先进行的工作是提高各级学习质量，向毕业生们传授雇主需要他们掌握的分析和动手技能，而这正是他们目前所缺少的。但是要获得最大的人力资本投资回报，应当从儿童开始接受正规教育前进行干预。

南亚5岁以下儿童营养不良率高居全世界之首——甚至高于撒哈拉以南非洲地区（见图4）——还有极度贫血和严重的碘缺乏症。包括来自南亚的证据在内，我们具有足够的证据可以说明，改善营养将会使终生学习得到加强，还能提高劳动力市场的生产力。仅仅收入增长并不能阻止营养不良问题的出现。倘若要防止不可逆转的认知功能障碍，儿童早期干预需要处理营养、卫生、早期认知刺激以及针对弱势群体的有效学前培训计划。

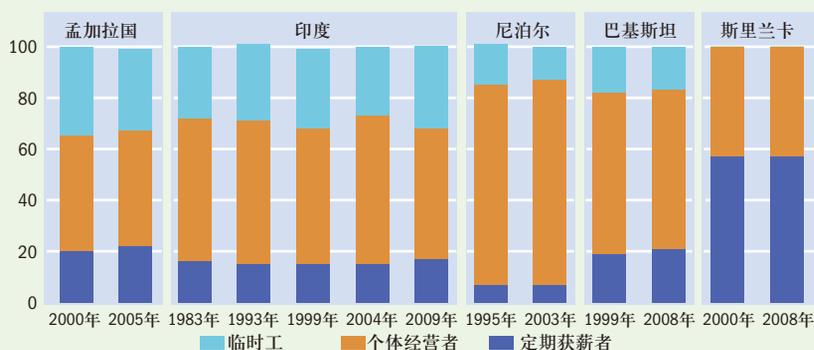
虽然目前南亚已经有一些具有远见的儿童早期干预试点计划，但是尚缺少大规模的计划。设立上述计划将会使儿童在学校中的成功预期得到提高，从而最终在劳动力市场中获得成功。

雇佣和解雇

印度正规经济部门的制造业雇主们在对其雇员数量进行调整时，更倾向于为非永久性合同员工新增和减少工作岗位，而非面向定期获得工资和薪水者。实际上，在印度的大型制造公司当中，对于合同工人而言，工作岗位创

图2
相同的老故事

迄今为止，各大工作类型之间的劳动者的流动量并不大。
（占年龄在15—64岁的劳动人口总数的百分比，按就业类型计）



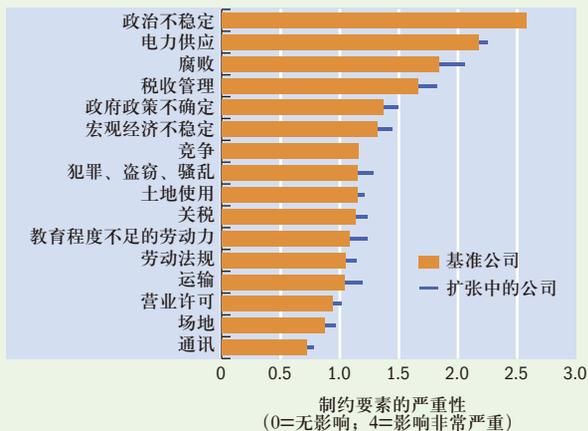
资料来源：世界银行（2012年）。
注：在斯里兰卡，由于数据无法单独识别临时劳动者，所以定期获薪者指所有靠工资生活的劳动者。

图3

限制因素

对于南亚不同国家的公司来说，发展的最大制约因素具有相似性（“基准公司”），在城市正规部门，制约因素有政治不稳定、电力供应和腐败。对于创造工作岗位的公司来说，上述制约因素带来的影响尤为严重。

（指标，0—4）



资料来源：世界银行（2012年）。

造率（一年中新增的工作岗位除以该年度的平均就业数字）和工作岗位丧失率（一年中减少的工作岗位除以该年度的平均就业数字）是正式工人的2倍。造成这一现象的部分是劳动法规，据印度的经理人以及尼泊尔和斯里兰卡类似人员的报告，相比在其他同等人均收入国家的类似公司（在规模、部门、地点、所有权性质以及国际化程度方面），劳动法规的制约对其运营和发展业务带来的影响明显要严重得多。

要解雇正式员工的高昂成本实际上就是一笔雇佣他们需要支付的税金。在正规经济中，欲进行改革，鼓励创造工作岗位，就要降低这些仅仅能够保护少数劳动者的成本。制定上述改革措施的时候，应能够同时帮助到正规和非正规经济部门的工人们，让他们能够适应劳动力市场的冲击，并增加他们将来的潜在收入。改革包括对失业提供的收入支援以及积极的劳动力市场计划，包括经济有效的培训和就业服务。在现有计划的基础上逐步建设似乎是最佳的进展方式，尤其是在非正规经济部门。

就业投资

包括一些高质量的岗位在内，南亚创造了许多工作岗位。相对而言，工作岗位的质量更加重要，因为它的数量已经随着适龄人口的增长而实现了广泛的增长。

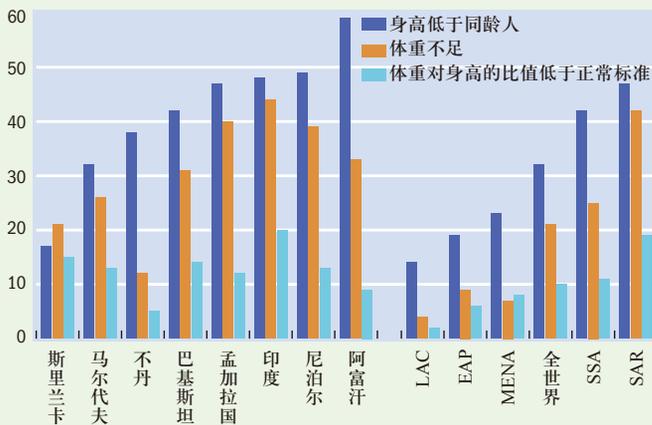
面临着这样的就业挑战，在接下来的20年内，南

图4

儿童营养

最大的回报或许来自于解决儿童早期的营养严重不良问题。南亚的营养状况指标在全世界最差。

（5岁以下儿童所占百分比）



资料来源：世界银行（2012年）。

注：LAC=拉丁美洲和加勒比地区；EAP=东亚和太平洋地区；MENA=中东和北非地区；SSA=撒哈拉以南非洲地区；SAR=南亚。

亚将要吸收高于前20年20%—50%劳动力人口，同时还要提高人均劳动力产出。要应对这种挑战，就需要更加快速地将劳动力从农业迁移到工业和服务业；在工业和服务业部门内，则是从生产力低的工作岗位迁移到生产力高的工作岗位。这就需要进行物质资本投资，例如：投资于电力，因为不可靠的电力供应会阻碍工作岗位的增加。但同时也需要进行人力资本投资。要让一个劳动者具备脱离农业的条件，就需要对其进行教育，使其掌握雇主们所需要的技能。

上述投资依赖于广泛的政策改革，这些改革将会有助于电力投资、提高教育的范围和质量、减少雇佣和解雇工人的成本。不管在哪里，上述改革形成的条件对于创造工作岗位都非常重要。但在南亚，这一点尤为紧迫。人口转型期或许会提供一些助力，但是这一助力不会一直存在，而政策的开花结果是需要时间的。■

卡尔帕纳·可查尔 (Kalpana Kochhar) 是世界银行南亚地区的首席经济学家，瑞玛·纳亚尔 (Reema Nayar) 是该地区的高级经济学家。普拉蒂普·米特拉 (Pradeep Mitra) 是世界银行欧洲和中亚地区的前首席经济学家，现任南亚地区顾问。

本文根据2012年世界银行报告《南亚更多更好的工作》撰写而成，该报告是在瑞玛·纳亚尔的指导下完成的。

紧缩时代

发达经济体寻求平衡预算和降低债务的道路并不平坦

卡罗·考特赫里



卡罗·考特赫里
(Carlo Cottarelli)
是IMF财政事务部
主任。

紧缩已成为近十年来的流行词汇之一，全世界各国政府似乎已经理所当然地接受了它。一些国家自豪地坚持着紧缩政策，而另一些国家则是不得已而为之。

然而围绕紧缩的辩论仍在继续。一些国家急切地推动更多赤字削减措施的实施，而另一些国家则认为由于全球经济不景气，现在政府应当中止削减赤字的努力。

为使这场辩论更清楚明白，一种方法是专注于世界经济目前的状况，而不是经济在通常环境中的运行方式。考虑到现状，很明显一条实用主义的路径——在明确的中期框架内进行稳步调整——才是最佳的行动步骤。

设想一位船长的处境，他的货物必须安全快速运抵目的地。就像这位船长的行动一样，通向紧缩的措施必须有一项明确计划作为指导，并在时有风暴的海上保持稳定的路线。

航行稳定

表征全球经济现状的整体环境和特定状况如何？这对财政政策管理意味着什么？我将主要关注发达经济体的情况，因为这些经济体的财政失衡程度更大，而且有关紧缩的辩论更为激烈。

发达经济体正处在从大萧条以来最大的经济冲击中复苏的过程之中。各国政府试图通过增加财政赤字来刺激经济增长，这在过去大多数情况下很有效，

但现在则有必要按比例削减赤字从而使得财政部门恢复秩序。然而在大多数发达经济体中，失业率仍然高企且实际产出远低于潜在水平。在这样的环境下，减少政府赤字带来的经济产出变化——也就是所说的财政乘数效应——大于传统经济学背景下讨论得出的结论。对财政乘数的传统估计通常不考虑经济发展状况：快速发展、步履蹒跚，还是介于两者之间。因为当实际产出接近或高于产能时，赤字削减更倾向于降低通胀率而不是降低产出，所以对包含经济扩张期的时期进行财政乘数的估计通常会出现低估的情况。这类似于，即使是在艳阳高照的日子，仍通过观察雨伞保护人们免遭雨淋的程度来评估其功效。雨伞在雨天相当有帮助，但在晴天就不那么有用了。而你确实无法通过一段雨天和晴天均等的期间来评估雨伞的真实功效。

此外，乘数效应在现阶段的表现尤其高，因为利率已经处于历史低位，所以财政政策的紧缩无法被货币政策的放松所抵消。

市场变幻莫测

有些人可能会认为在利差较大的国家，也就是政府必须以高利率借款、紧缩措施能促使市场信心恢复的国家，实施财政紧缩政策对经济产生扩张效应至少是有可能的。理由是紧缩措施能激发市场对政府及其管理赤字与负债能力的

信心。缓解市场担忧情绪应当能降低政府的借款成本，而市场情绪的提升可能由此扩展到经济的其他领域。

但信心提升带来的政府债务利率下降——也许这在常规情况下很可能伴随财政紧缩产生——有可能受到市场当前对短期趋势关注的阻碍。

如果市场观点认为财经紧缩会在短期内使经济减速，那么利差不会缩小，因为存在这样的忧虑，即经济停滞会减少税收收入，同时也不利于支撑政府持续推进财政调整。当一国的公共债务相对总产出较高时，财政收紧可能在短期内推高公共债务对GDP比率，这一危险使得上述问题更加恶化。这种情形也假设财政政策收紧时产出减速。

因此，这两个自我实现的预言是有可能的：

- 如果市场预期紧缩不会使增长减速，那么利差可能下降，尽管财政紧缩但经济增长可能确实得以维持。

- 如果市场预期紧缩会使增长减速，那么利差可能上升，而且经济增长将由于赤字削减而受阻。

近期标准普尔公司基于财政紧缩对经济增长的负面影响对部分欧洲国家的信用降级暗示市场行为将导致后一种较为不利的结果。

可以确定地说，大规模财政收紧会对经济产生收缩效应，而大多数发达经济体同时采取财政紧缩政策会进一步放大这一问题。分散政策调整时间，推迟部分调整直至经济产出恢复和信用市场转强将有所助益。

有人认为，如果通过削减政府开支而非提高税收实现财政收紧，财政乘数将会较小，甚至为负（即财政紧缩反而造成产出扩张）。我不同意此观点。支持私有部门需求复苏的因素——货币政策扩张、汇率降低和利差缩小——受开支削减影响的程度和受税收增长影响的程度一样大。我同意对于大多数发达经济体，削减开支相比提高税收更受欢迎。但这是有结构性原因的，而非因为一种方式的成本在短期内明显低于另一种方式。在税收已经很高的国家，正如大多数欧洲国家中，进一步提高税收在长期内会损害经济的潜在增长。

前行之中

总之，可以得出结论认为财政收紧很可能在短期内对产出造成负面影响。这意味着经济活力已经较弱的国家将从更平缓的财政调整步伐中受益。分散政策调整时间，推迟部分调整直至经济产出恢复将有所助益。因此，如果财政调整步伐过快以致造成经济产出损失，为什么还要进行调整呢？为什么更适合在当前实施财政紧缩政策而不是推迟调整以等待更好的时机呢？对于已经处于市场压力之下的国家来说，答案显而易见。由于按照可承受的利率借款相当困难，这些

国家的财政调整不得不先行一步：大部分赤字削减必须提前而非延后。

对于其他国家呢？他们当然有更大的财政政策空间，并且可以采取更缓和的调整节奏。但即使对他们来说，除非经济发生重大减速，在当前环境下推迟调整甚至实施扩张财政政策将过于危险，这是基于以下三个原因：

- 公共债务自二战以来从未如此之高。高企的公共债务水平难以维持，但更重要的是在如此高的公共债务下，即使利率的小幅增长也可能扰乱公共财政。在

希腊债务重组已经打破了……发达经济体不会发生债务重组的假定。

这样的环境下，推迟紧缩措施风险更大。

- 市场对短期发展趋势的关注使得以中期财政紧缩换取短期财政扩张的尝试更为困难——举例来说，养老金和医保支出方面的改革可能在减少中期赤字的同时允许短期内增加支出。市场利差似乎不考虑长期社会支出的差异，这意味着未来的改革无法从今天的市场上获得奖励。

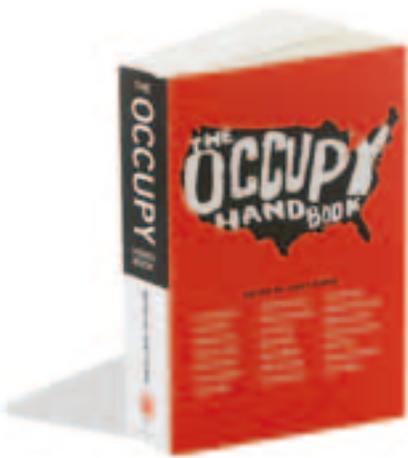
- 希腊债务重组已经打破了二战后人们广为信奉的发达经济体不会发生债务重组的假定。因此，市场对财政政策走向比从前任何时候都更为紧张。

风险管理

上述三个因素的相对重要程度在不同国家有所不同。但主旨在于现在试图推迟财政调整等待更佳时机的做法比过去更困难。信用的建立似乎要求以重大财政紧缩措施作为“首付”。平缓的调整方式可以避免未来市场对信用产生怀疑时财政被迫过快收紧的风险。不仅如此，与平缓的调整相比，赤字大幅削减更有可能引起上述与财政调整相关的一些成本，例如：增长放缓时，紧缩财政政策可能会引起利差的上升。

在这个不确定的环境中，世界经济最需要杜绝的就是膝跳反射式的财政对策。因此，对于还未处于市场压力之下的国家来说，带着明确的方向意识，结合长期效率目标制定紧缩政策组合，以稳定的速度推进，同时适当考虑经济发展的周期性，尤其是允许财政乘数充分发挥作用，是应当采取的正确举措。■

等待你来倾听



珍妮特·伯恩（编）

占领华尔街手册

Back Bay Books, 纽约, 2012年, 256页, 15.99美元（平装）。

“人民要求倾听。人民要求表达。人民感到他们人微言轻。他们想表达，想参与，他们想要一种全新的自主意识”，占领华尔街运动的活动家乔恩·弗里森（Jon Friesen）如是说道。大卫·格雷伯（David Graeber）是一位人类学家，他十分赞赏标志着占领运动兴起的纽约市大会。他把这个由共识驱动的大会称为一个完全的无政府运动，认为这次大会传达了这样一个信息，即“当今的美国政治已经彻头彻尾地、无可救药地腐化了，无论是民主党还是共和党，都被仅占人口1%的富人收买和控制了，而如果我们打算生活在一个真正民主的社会当中，我们就不得不从头开始。”

弗里森（Friesen）和格雷伯（Graeber）的话都被收录进《占领华尔街手册》之中。这本手册收录了56篇文章，分析了华尔街运动产生的原因，现今的状况和运动可能取得的成效。但是不管怎样，真正的占领者们的声音却很少听见，远不如这些分析家们、解读者们和祝福者们的声音。

占领华尔街运动是清算金融危机的一个契机。关于金融危机的讨论已有很多，经济学家卡门·莱因哈特（Carmen Reinhart）和肯尼斯·罗格夫（Kenneth Rogoff）概述了自己对金融危机的研究；IMF前首席经济学家拉古拉姆·拉詹（Raghuram Rajan）则认为，收入差距促使美国政府放宽信贷；以报道安然丑闻而闻名于世的记者贝萨尼·麦克莱恩（Bethany McLean）则提醒我们，房地产泡沫是由再融资兑现而非买卖房屋所致；而《金融时报》作家吉莉安·泰德（Gillian Tett）则认为，社会沉默——不讨论就听之任之——才是今天如此复杂的金融行业的一个痛处。这些观点非常有用，但是它们都没有深入到占领华尔街现象产生的核心。

沃伦·巴菲特曾经有句名言：只有当潮水退去后，你才知道谁在裸泳。我们也可以这么说，只有当潮水退去后，你才知道谁根本买不起衣服。金融危机暴露了几十年来一直不断恶化的收入差距问题。正如经济学家伊曼纽尔·赛斯（Emmanuel Saez）所提醒的那样（根据与法国学者Thomas Piketty的共同研究），自20世纪70年代以来，美国所有收入增长的一半由1%的人口获得。

近期的金融危机加深的只是普通家庭一直以来的不安全感。对大银行，政府慷慨解囊；但当这些银行行使房屋所有者们面临着丧失抵押品赎回权时，政府却无所作为。这样鲜明的对比只能是强化了人们的这样一个信念，即美国政府已经成为大集团和富人们的囊中之物。这种经济上的绝望感和政治上的无力感交织，引燃了占领华尔街运动。身为作家同时也是律师的斯科特·特罗（Scott Turow）将占领运动称之为不断加剧的美国收入不公的“挽歌”，而收入不公的始作俑者之一就是“看起来过分偏袒富人利益的美国政府”。

收入不公是运动兴起的最根本推动力。当然，不仅收入不平等，机会和权力也不平等。占领运

动有句著名的口号——“我们是那99%”，清楚地点明了超级富豪们和其他人之间不断拉大的差距。超级富豪们过着奢华无比的生活，通过给予政治行动委员会大笔献金而获得了只手遮天的政治权力；而其他人在为他们的孩子能够过上像样的生活而苦苦挣扎奋斗。

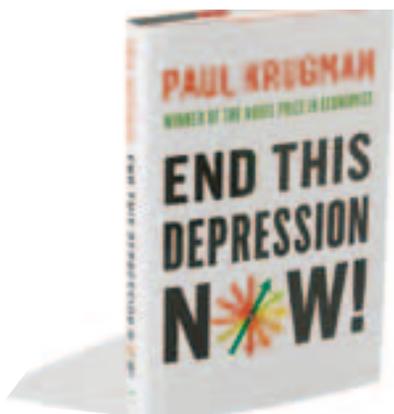
那么，解决之道在哪里？《占领华尔街手册》提供了很多方法，在此我想说说其中的三个。第一个是由经济学家彼得·戴蒙德（Peter Diamond）和赛斯（Saez）提出的，即对富豪们征收更高的税。本书的编者珍妮特·伯恩（Janet Byrne）也极为赞同这个方案。但这就产生了一个问题，“国会和共和党的大部分人都承诺不提高税率，那么这个方案如何实现？”于是，这就领着我们来到了第二个解决方案前，即必要时通过修改宪法，让金钱远离政治。前公务人员罗伯特·莱克（Robert Reich）、特罗（Turow）等人都支持这种方案。虽然这种方案看起来不大可能，但对于不同政治阶层的人而言，这似乎是一个合理的契合点。

然而，对于弗里森（Friesen）和格雷伯（Graeber）来说，这根本就是微不足道的小事。据格雷伯（Graeber）所述，占领华尔街运动反对的是现存的政治机构和现有的法律秩序；他们的地盘上体现的是“以共识为基础的直接民主”。研究流行激进运动的政治学家詹姆斯·米勒（James Miller），则质疑大规模的以共识为基础的直接民主。但是，至少我们应该相信，不是那些学者，不是那些记者，也不是那些政治家，而正是像弗里森（Friesen）和格雷伯（Graeber）这样的行动者，才让占领华尔街运动成为一种全球性的现象。

詹姆斯·夸克
(James Kwak)

康涅狄格大学法学院副教授
《失火的白宫：开国元勋、我国国债及其重要性》一书的合著者

高举理性的旗帜



保罗·克鲁格曼

马上结束这种萧条!

W.W.Norton & Company, 纽约, 2012年, 272页, 24.95美元(精装)。

这本书非常值得一读。在本书中, 保罗·克鲁格曼概括了几个论点。这些论点对于其《纽约时报》专栏的读者而言已不再陌生。本书读起来就像是一篇加长版的博客, 面向非专业的读者, 引用了学术文献内容, 但不含脚注和尾注, 堪称辩论作品中的经典之作。

在本文的一开始, 克鲁格曼介绍了由金融危机和后续政策反应造成的美国居高不下、旷日持久的失业率给人们带来的灾难。不仅社会放弃了本可以改善人民生活的大量产出, 而且当前的高失业率还是一种人类和社会的“不幸”, 应当引起政策制定者们的高度重视。

本书的分析契合了宏观经济学的主流, 清楚地表明了政府行动可能影响经济需求水平。克鲁格曼勇于坚持自己的信念, 认为政府(以及美国联邦储备局)不但能够而且也应该提供必要的激励措施, 以抵

消私人需求疲软的影响。

对于主导宏观经济政策相关政治辩论(不限于美国国内)的种种谬论, 他予以坚决反驳: 政策必须着眼于长期目标而不是短期问题; 需求管理政策未能触及失业的某个结构性成分; 政府作出的任何影响需求的举动终将被私人部门的行动所抵消; 危机的推手是政府对市场的干预以及美国抵押贷款巨头房地美和房地美的运营; 惊恐不安的债券市场要求立即采取行动减少赤字; 政策行动应当以能否重塑商业信心为主要标准。

为引导经济走出自20世纪30年代以来最为严重的萧条, 克鲁格曼开出的“处方”与IMF的做法非常相似: 当需要巩固财政时(某些国家亟需巩固财政), 如果条件允许的话, 重点应当放在可靠的中期财政改革上, 应当立即进行适度巩

在市场力量面前, 我们并非无能为力。数以百万的人并不是注定要经历漫长而痛苦的失业期。

固以支持增长。克鲁格曼和IMF都认识到了实施非常规性货币政策的必要性。他与IMF经济顾问奥利弗·布兰查德(Olivier Blanchard)持有相同的观点, 建议在当前形势下制定稍高的通胀目标。克鲁格曼在自己给出的建议中更加直言不讳, 同时他也认识到IMF能够坚守和捍卫宏观经济学所积累的成果。

但是, 如果分析得到了宏观经济推理逻辑如此有力的支持, 那么为何在实用政治领域遇到了如此阻力? 克鲁格曼在这个问题上则较为谨慎。一方面, 他利用经济论点无情地反驳那些反对积极经济政策的主张, 另一方面, 就理性为何无法占上风的原因言之甚少。这也许是因为他把对技术和经济论点的运用看作是自己作出的最大贡献。

对于理性在实用政治领域的屡

屡失利, 克鲁格曼回忆了已故的波兰宏观经济学家米哈尔·卡莱斯基(Michal Kalecki)关于商界反对凯恩斯调查结果的评论: 如果政府支出能够影响就业水平, 那么商业信心则不再是经济政策的全部和终极目标, 这意味着商业和金融精英们没有那么大的影响力。克鲁格曼对此进行的探究仅此而已。

公共利益经济学家已经迅速生成模型。在这些模型中, 公共机构的员工通过推行符合机构自身利益的计划来扭曲政策。但是, 经济政策辩论中的利益问题看上去比公共机构相对透明的运作更为“隐秘”。IMF、美联储等机构看上去更为理性; 问题在于对相关的富人以及金融和商业精英的影响力的监管比较薄弱。学术界中私人资助重要性的增加以及与特别议程相关的财力雄厚的智囊团的增长已使理性辩论遇

到了更大的阻力。

克鲁格曼的这本书表明, 在市场力量面前, 我们并非无能为力。数以百万的人并不是注定要经历漫长而痛苦的失业期。宏观经济学的百年发展历史为我们提供了解决问题的工具: 我们所需要的只是拥有这方面的政治意愿。

马克·艾伦
(Mark Allen)

IMF驻中欧和东欧高级代表

精神食粮



泰勒·科文

经济学家“有饭吃”

日常美食家的新规则

杜登出版社，纽约，2012年，385页，26.95美元（精装）。

读一读这本书，你就可以不用花大钱吃得更好。这本书对你和对这个世界都大有裨益。你要做的只是像经济学家那样去思考。

作者泰勒·科文（Tyler Cowen）表示，经济学将打破“食物挑剔者”设法束缚你们的精神枷锁，将掀开无知的面纱。但等一等！科文的论述不仅与食物有关，还涉及更广泛的问题。如果他的观点是正确的，那么你可以帮忙发动一场革命。

经济学这一“沉闷学科”能够诞生一位坚定的美食家、“一位饮食狂热爱好者”（根据维基百科定义），这个观点可能与人们的常识相悖。科文通过一系列通俗易懂、幽默诙谐的经济概念证实了这样一个观点。你的确可以在不依赖那些自诩为食物专家的人士的情况下，吃到更美味、更廉价的食物。

他甚至可以说服你改变对待食物的整个方法，转而接受他的观点：“一顿差劲或普通的饭菜不仅味道不可口，还是对生活乐趣的一种不必要的否定……浪费了提高自身品味、了解世界、分享有益经历的一次机会。”他邀请你让生活

“发现中变充实，尤其是在提到非常人性化、基础和原始的食物乐趣的时候。”

科文追溯了经济学的历史根源，回顾了托马斯·马尔萨斯（Thomas Malthus）和亚当·斯密（Adam Smith）的观点，认为自己的观点比十几项经济概念更加全面，包括生产函数和超理性，并且利用了多个截然不同的研究领域，比如统计学和心理学。

他获得美食的经济方法应用了如下原则：“因为食物是经济供需的产物，所以要试着判断哪里有新鲜的物资供应，哪里的供应商具有创意，哪里的需求者消息灵通。”他试着使用一种真正科学的方法来更好地理解食品市场的运作方式，以及如何将这类信息用到实处。

格言是他喜爱的说教工具之一。“当驴车是常见的交通工具，而妇女头顶竹篮时，就在海边或湖边吃鱼吧”，科文建议道。

这位知名经济学家使用了跨国案例来检验自己的假设。他从世界各地获得食物体验，但大部分来自

经济学这一“沉闷学科”能够诞生一位坚定的美食家。

亚洲、北美、南美和欧洲，为了避免人们指责他陈腔滥调，他还加入了坦桑尼亚的中国食物以及新西兰的炸鱼和薯条。

可以说，很少作者有勇气得出这样一个结论：“在美国，巴基斯坦食物优于印度食物”或者“大多数人不喜欢韩国料理。”但是，科文强有力的观点和政治错误都令人耳目一新。无论你同意与否，他的论点清晰且具有建设性。顺便说一句，“了解韩国料理的一条途径是蔬菜。”

科文并没有停留在地理问题上，而在书中加入了若干历史片段，

增加了趣味性。他对于北美食品供应链的研究是本书的一个关键要素。本书主要借鉴了美洲的历史参考文献。除了对阿兹特克人和玉米的起源一笔带过外，大部分参考都源自现代。本书与马克·科兰斯基（Mark Kurlansky）所著《盐：世界历史》这样一本精彩、全面的史诗形成了一个令人遗憾的对比。

然而，本书不仅推荐了可以吃上像样饭菜的去处，还谈及了一些严肃的话题，比如食物质量低下、食物价格上涨，缺乏获取美食的渠道等等。这些问题可能产生可怕的社会后果，包括肥胖、营养不良、食品暴乱乃至饥荒。作者提醒我们绿色革命的轻微递减效益，以及发动支持饮食改善的新革命的需要。他坚决支持资本主义，看到了农业综合企业和转基因生物的价值，认为它们是解决食物供应和质量问题的一种方法。针对肥胖问题，他认为肥胖这种状况是受害者的有意识的选择，这点显然颇具争议。但我们可能一致认同的是，经济学家可能且应当成为支持饮食改善运动的一员。

科文的风格可能偶尔会比较尖锐（我推荐批评“绿色”运动部分的内容），但在他的叙述中还有内在的人性因素，比如“最有益的经历之一是接受你所获得的食物知识，然后邀请人们来到家中共同分享。”

全世界的美食家们，团结起来吧！除了你午餐吃的那些真正差劲、定价过高的炸鸡外，你不会有任何损失。

阿玛窦·塞
(Amadou Sy)

IMF 货币与资本市场部副处长



G7 成员国从国外举债

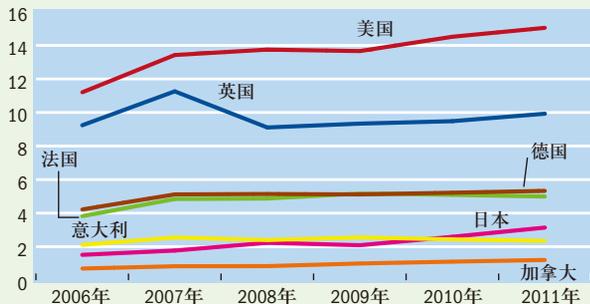
在外债占GDP的比重方面，英国位居G7首位

在世界最富裕国家（七个主要工业国家集团，简称七国集团或G7）中，美国的外债数量最多，但在外债占GDP的比重方面，英国则位居G7榜首。2011年，英国的外债总额（由外国人持有的债券）超过了其GDP的四倍，其主要原因是其作为活跃金融中心的地位。法国、德国和意大利的外债占GDP比重也均超过了100%。

2011年美国外债为15万亿美元，与其GDP相等。在从2006年（当时外债为11万亿美元）开始的过去五年间，受到为高财政赤字融资的部分影响，美国外债数量大幅增长。

在G7国家中，美国的外债数量最大。

（外债总额，万亿美元，期末）

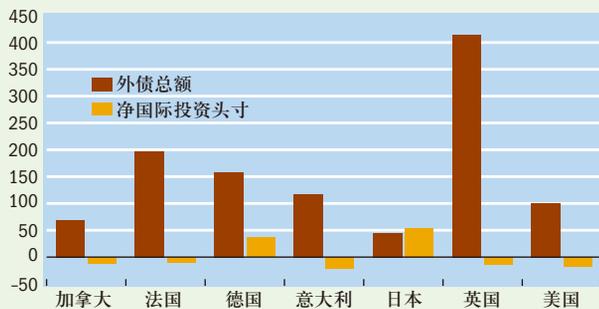


不过外债总额本身并不能完全代表一国的财政状况。由于现有的债务从国内居民重新分配至国外居民，外债水平可能发生变动。此外，国外资产水平是一国能否抵御负面冲击的一个重要因素。英国等国际金融中心同时拥有很高水平的外债和国外资产。

要评估一国的财政实力，必须分析该国的国际投

G7国家的外债和IIP比率各不相同。

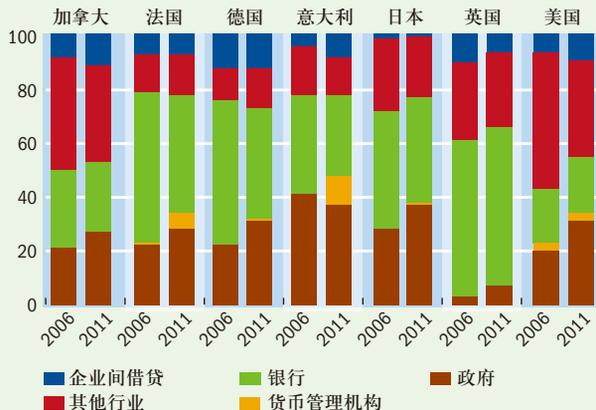
（占GDP的百分比，2011年年底）



注：IIP（国际投资头寸）债务包括外债债务和以证券和金融衍生工具为形式的对外债务。法国和美国的IIP比率是2010年的比值。

其中大部分债务是银行举债。

（外债总额，占总外债的百分比，期末）



资头寸（IIP）。净国际投资头寸是指国外资产与外债之间的差值，反映的是从世界其他国家（地区）的净借款（或向世界其他国家和地区的净贷款）。G7国家的总国外资产与总外债比率，反映了各国对外投资头寸存在显著不同的状况。比如，2010年，日本和德国为净债权国，而其他五个G7国家为净债务国。

在2011年的外债构成方面，法国、德国、日本和英国外债中的最大部分为银行举债。而美国和加拿大外债中的最大部分来自于“其他行业”（主要是非银行金融企业和非金融企业），其次是政府债务。2006—2011年期间，除意大利外，G7国家的政府外债占总外债的比重均有所增加。其部分原因来自于金融危机，金融危机导致了社会支出借贷的增长，以及企业借款和支出的下降。意大利的这一比重下降，其原因是按照欧洲央行建立的货币互换掉期体制之下的意大利货币管理机构为应对流动性需求增加借贷所致。

有关数据的说明

相关数据来自于IMF—世界银行外债季度统计（QEDS）数据库。该数据库包含了109个经济体有关外债总额的详细数据，其中67个经济体签署批准了“数据公布特殊标准”（Special Data Dissemination Standard）。QEDS数据库可从以下网址获取：www.worldbank.org/qeds。

本文由IMF统计部的塔玛拉·拉辛（Tamara Razin）、马塞洛·狄纳森（Marcelo Dinenzon）和马丁·莫卡纳伽（Martin McCanagha）共同撰写。

Can emerging economies continue their rapid growth?
What went wrong in the euro area?
Are there measures to keep household debt from constraining economic activity?
What drives commodity price shocks?

坚持到底，走向复苏

What's the right mix between stimulus and fiscal consolidation?
Will debt continue to rise?
Will the euro area crisis spill over to other areas?
How healthy are banks globally?
How should we deal with the future costs of an aging population?

IMF的《世界经济展望》、《全球金融稳定报告》和《财政监测》研究了危机的影响以及如何确保稳定和增长。



在www.elibrary.imf.org/page/fdip上浏览IMF的主要出版物。

国际货币基金组织

Finance & Development, June 2012 -Chinese \$8.00



MFICA2012002