



FINANCE and DEVELOPMENT

2014年3月号

金融与发展

老龄化使货币政策效果差强人意

为抵御自然灾害而做准备

普拉萨德：美元霸主地位依旧

# 欧盟

## 一步一个脚印

Jeffrey Hayden

主编

Marina Primorac

责任编辑

Khaled Abdel-Kader

Natalie Ramirez-Djumena

Gita Bhatt

James L. Rowe, Jr.

Jacqueline Deslauriers Simon Willson

Hyun-Sung Khang

高级编辑

Glenn Gottselig

网络编辑

Maureen Burke

Lika Gueye

助理编辑

Lijun Li

印制/网络产品专员

Sara Haddad

媒体经理

Aissata Sidibe

高级编辑助理

Rob Newman

Jeamine Yoo

编辑助理

Luisa Menjivar

创意主管

Catherine Cho

Kenneth Nakagawa

Michelle Martin

美术设计

编辑顾问

Bas Bakker

Laura Kodres

Helge Berger

Paolo Mauro

Tim Callen

Gian Maria Milesi-Ferretti

Paul Cashin

Paul Mills

Adrienne Cheasty

Martin Muhleisen

Alfredo Cuevas

Laura Papi

Domenico Fanizza

Uma Ramakrishnan

James Gordon

Abdelhak Senhadji

Thomas Helbling

Janet Stotsky

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 2014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：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

### 欧盟，一步一个脚印

#### 8 欧洲一体化之路

历史表明，一体化是克服严峻危机之道  
雷扎·莫加丹

#### 14 欧元会走向衰亡吗？

历史学家或许会好奇最初为何会引入欧元  
凯文·约茨霍伊·奥罗克

#### 17 结构性转变

建立银行业联盟是一个长期的过程，这将显著重塑欧洲的金融体系  
尼古拉斯·维纶

#### 20 经济增长长期被阴影所笼罩

目前，战胜失业、促进增长是欧洲发展的第一要务  
赫尔奇·博格尔、马丁·辛德勒

#### 24 绿色欧洲

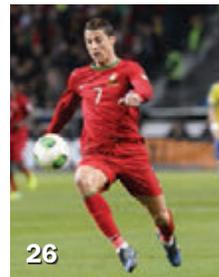
欧洲大陆为降低二氧化碳排放量已树立了远大的目标  
拉斯洛·瓦洛

#### 26 足球，足球

欧洲足球的成功部分归因于球员市场的开放。但其未来将会怎样呢？  
斯蒂芬·西曼斯基



8



26

### 本期还有

#### 30 老龄化危机

发达经济体的老龄化可能会使货币政策效果差强人意  
帕特里克·伊玛目

#### 34 美元霸主地位依旧

在全球金融危机爆发之后，国际货币安排受到重新审视  
埃斯瓦尔·普拉萨德

#### 40 衰退的预兆

资产价格的变化是经济下滑的风向标  
约翰·C.布鲁顿、耶格·W.德克雷森、马克·E.特洛尼斯

#### 44 人与大自然

在与自然灾害抗争的过程中，具有前瞻性思维的宏观经济政策能够帮助各国做好防备，并最终减少意外的冲击  
尼科尔·拉弗朗布瓦兹、塞巴斯蒂安·阿塞维多

#### 48 援助与石油

越来越多的大型油田在低收入国家被发现可降低对国际援助的需求  
拉巴赫·阿里基、李维克·班纳吉

#### 52 形成链条的价值

多国参与的制造业的增长正在改变全球收入和增长的产生模式  
米歇尔·鲁塔、米卡·萨依托



34

## 其他内容

### 2 简讯

### 4 经济学人物

#### 数据女王

杰里米·克利夫特专访卢克雷齐娅·赖希林——  
实时短期经济预测的领军人



### 38 回归基础

#### 什么是货币主义？

货币主义重视货币作用的观点在20世纪70年代获得一定的影响力

萨瓦特·贾汉、克里斯·帕帕耶奥尔尤

### 54 书评

《未知：将大数据作为人类文化的透视镜》，

埃雷兹·艾登、简-巴普蒂斯特·米歇尔

《GDP：简短而充满深情的历史》，

戴安娜·科伊尔

插图：第13页，Wikipedia；第34页，Tom Wood/IMF。

摄影：封面，Bogdan Cristel/Reuters/Corbis；第2页，Francisco Bonilla/Reuters/Corbis；Wolfgang Runge/dpa/Corbis；第3页，Owen Franken/Corbis；Steve Raymer/National Geographic Society/Corbis；第4页，Josh Lustig/Panos Pictures；第8页，Joshua Roberts/IMF；第9页，U.S. Army via CNP/Newscom；Hulton-Deutsch Collection/Corbis；Bettmann/Corbis；AFP/Getty Images，Time & Life Pictures/Getty Images；第10页，iStockphoto；Gamma Keystone via Getty Images；Regis Bossu/Syigma/Corbis；Wavebreak Media/Newscom；Ingram Publishing/Newscom；第11页，U. Baumgarten via Getty Images；第14—15页，Cristian Als/Panos Pictures；第17页，Kal Pfaffenbach/Reuters/Corbis；第20页，Eric Gaillard/Reuters/Corbis；第23页，Yiorgos Karahalios/Reuters/Corbis；第24页，Cultura RM/Mischa Keijser/Getty Images；第27页，Jonathan Nackstrand/AFP/Getty Images/Newscom；第31页，Marco Bulgarelli/Gamma-Rapho via Getty Images；第40页，Issei Kato/Reuters/Corbis；第42页，Toru Hanai/Reuters/Corbis；第44页，Orlando Barria/EPA/Newscom；第48页，Peter & Georgina Bowater Stock Connections Worldwide/Newscom；第52页，Elaine Thompson/AP/Corbis；第56—57页，Michael Spilotro/IMF。

本刊在线阅读网址：[www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)

浏览《金融与发展》的Facebook：  
[www.facebook.com/FinanceandDevelopment](http://www.facebook.com/FinanceandDevelopment)。

## 一步一个脚印

欧洲一体化的故事始于煤炭和钢铁。

1951年，六个欧洲国家决定成立一个“高级机构”——欧洲煤钢共同体，以协调各成员国的煤钢生产，这标志着欧洲一体化在二战的废墟上展开了。

富有政治远见的法国政治家罗伯特·舒曼（Robert Schuman）梦想着欧洲大陆能够实现政治和经济上的联合统一。当在1950年提出建立欧洲煤钢共同体时，他深知欧洲各国要走到一起并非是一下子就能完成的。合并煤炭和钢铁生产这一“有限但却具有决定性意义的做法”为欧洲后来的进一步融合以及最终实现欧洲的永久和平铺平了道路。

这是一步一步追求长期愿景，而非一蹴而就的绝佳示例。

舒曼的计划起初具有局限性，但却带来了一个广阔的未来。如今，欧洲是一个联系紧密的地区，在某些方面其生活水平是全世界最高的。欧盟有28个成员国，拥有共同政策、共享体制，经住了很多的挑战和巨变——从柏林墙的倒塌、新成员的纷纷加入使用欧元（有18个欧盟成员国使用）。鉴于这些卓越的成就，欧盟被授予2012年诺贝尔和平奖。

是的，这是令人称奇的进展，但过去五年间的一些新闻头条却表明，欧洲迈向更大程度一体化的旅程远未结束。2008年的全球金融危机使很多问题浮出水面，暴露了欧盟成员国之间的紧张关系、体制和政策方面面临的压力与差距，而这些正是欧洲的政治领袖们正努力想要解决的。这场危机对欧洲造成了严重的破坏，即使已经开始复苏，很多人仍然处于失业状态——这是各国以及该地区改革所急需解决的问题。

本期《金融与发展》探讨了欧洲迈向经济一体化的进程——各种力量将其聚到一起，同时也将其分隔开来。IMF欧洲部主管雷扎·莫加丹（Reza Moghadam）向我们简单介绍了这一进程，并指出欧洲需要更为深入的一体化，而不是相反。牛津大学教授凯文·奥罗克（Kevin O'Rourke）所持的观点并不是这么乐观，他对欧元的未来提出了质疑。有关欧洲的文章内容涉及失业、银行联盟、雄心勃勃的低碳能源目标，以及欧洲人最热衷的娱乐欧洲足球联赛的球员市场的自由化。

此外，我们还采访了欧洲中央银行前任首席经济学家卢克雷齐娅·赖希林（Lucrezia Reichlin），她是实时经济预测方面的领军人。我们还研究了老龄化对发达经济体货币政策的影响，以及资产价格的变化是如何预测经济不景气的。本期其他文章的内容还包括宏观经济政策、自然灾害，以及为何美元作为全球储备货币的地位近期不会被废除。

杰弗里·海登  
(Jeffrey Hayden)

主编

## 到 2050 年要养活 90 亿人

联合国环境规划署 (UNEP) 执行主任阿齐姆·施泰纳 (Achim Steiner) 表示, 全球农业生产必须转向更可持续的模式——包括更加尊重生态系统服务和减少浪费——以到 2050 年时养活全球日益增多的人口。

在 1 月中旬举行的由 UNEP 组织的粮食与农业全球论坛上, 施泰纳强调, 到 2050 年我们将需要与当前相同的土地数量、水及自然资源来养活约 90 亿的人口。

他补充道, 为了使农业生产的增加可持续, 人类必须减少大量的浪费和损耗粮食的行为, 正如 UNEP 即将发布的研究《粮食浪费、粮食损耗: 通过重建生态系统和减少粮食损失来改善粮食安全》(Food Wasted, Food Lost: Improving Food Security by Restoring Ecosystems and Reducing Food Loss) 中所概括的。

粮食损耗大部分出现在生产阶段, 包括收割、加工和配送, 而粮食浪费通常发生在粮食供应链的末端, 包括零售和消费者。在工业化地区, 几乎一半的粮食

## 是时候进行改变了

在近期召开的蓝色经济峰会上, 粮农组织总干事何塞·格拉齐亚诺·达席尔瓦 (José Graziano da Silva) 指出, 在管理和使用地球的海洋资源方面的重大改变

对于保护全球粮食安全及沿海国家和岛国而言是必要的。

他还提出, 从现在开始必须要认真对待诸如污染、过度捕捞、气候恶化以及由气候变化引起的海平面上升等严重威胁海洋健康的因素。在“蓝色经济”

中, 海洋和渔业的可持续发展是最重要的。

平均而言, 全球消耗的动物蛋白中近 17% 来自渔业和水产养殖业, 而在很多小型发展中岛国, 这一比例甚至更高。同时, 全球 12% 的人口依赖渔业和水产养殖业为生。

然而, 粮农组织的研究表明, 预计全球 30% 的鱼类被过度开发、耗尽或从枯竭中恢复, 管理不善、低效以及过度捕捞导致海洋渔业的经济损失每年高达 500 亿美元。

如今, 气候变化提出了新的挑战, 其改变着海洋和淡水生物的分布与生产, 对生物进程产生影响, 并改变了食物链。

总之, 粮农组织正在建立一项蓝色增长倡议, 这将是支持水产资源管理的政策发展、投资和创新的催化剂。



西班牙尼甲的蔬菜回收站。

因为生产者、零售商和消费者丢弃了仍适于消费的粮食而浪费掉了。

所浪费的粮食超过了撒哈拉以南非洲地区净粮食产量的总和。这些被浪费的粮食可以养活现如今情况下的约 8.7 亿的饥饿人口。

## 没有理由沾沾自喜

根据世卫组织出版的《2013 世界疟疾报告》(World Malaria Report 2013), 自 2000 年以来, 控制和消除疟疾的全球努力预计已挽救了约 330 万人的生命, 并使全球疟疾死亡率下降了 45%, 其中非洲下降了 49%。

防治措施的扩展使因患上疟疾而生病和死亡的人数持续下降, 尽管在 2000—2012 年间全球受到疟疾威胁的人口有所上升。其中, 增加政治承诺和扩大资金起到了关键的作用。

在 2000—2012 年间被挽救的 330 万人中, 大部分来自于 10 个疟疾负担最为严重的国家, 其中 5 岁以下儿童是最易受疾病影响的群体。然而, 我们需要做的还很多。

“这些令人瞩目的进展不是我们沾沾自喜的理由: 疟疾病例及死亡的绝对数并没有像其原本可以的那样快速下降,” 世卫组织总干事陈冯富珍指出, “很多人因被蚊子叮咬而感染疟疾并死亡, 这是 21 世纪最大的悲剧。”

## 2014 年大记事

3 月 27—30 日, 巴西巴伊亚州 Costa do Saípe 美洲开发银行年会

4 月 11—13 日, 美国华盛顿特区 IMF 和世界银行春季年会

5 月 2—5 日, 哈萨克斯坦阿斯塔纳 亚洲开发银行年会

5 月 14—15 日, 波兰华沙 欧洲复兴开发银行年会

5 月 16—17 日, 瑞士日内瓦 非洲健康论坛

5 月 29—30 日, 莫桑比克马普托 非洲崛起大会

6 月 4—5 日, 俄罗斯索契 八国集团峰会

## 新的“学校工具”

世界银行推出了一个全新的公开数据工具，以提供有关全球教育政策的深入的、可比较的且容易获取的数据。

实现更好的教育结果的系统方法（SABER）网络工具帮助各国搜集和分析其教育政策的信息，与其他国家进行对比以及区分改革的重要区域，其目标是保证所有的年轻人都能进入学校学习。

世界银行的人类发展代理副总裁、教育主管伊丽莎白·金（Elizabeth King）表示，“教育是终结极端贫困以及促进共享繁荣最重要的驱动力。但是保证基础教育的意义很小，除非所有儿童和青年都能上学。”

尽管近几十年在儿童入学方面已经取得了显著进展，然而学习水平仍然很低，令人担忧。在低收入国家，很多年轻人虽然完成了基础教育，但并未获得基本的



贝宁科托努的在校女生。

阅读和计算能力。甚至在一些中等收入国家，很多学生没有学习雇主所期望的且能够确保其找到工作的那些基本技能。如今，预计全球约 2.5 亿儿童不会识字和写字，即使他们在学校学习了三年或者更长时间。

世界银行通过 SABER 已经分析了超过 100 个国家的数据。其计划使用这些数据来帮助各国将政策实施和增强学生表现联系起来，以确保教育项目取得预期的成效。

## 智能运输

一份新的报告指出，改善城市交通战略能够为印度带来很多好处，如减少碳排放，成为流动性更强的、更具包容性的社会。

根据《城市发展工具箱：综合流动计划》（Toolkits for Urban Development: Comprehensive Mobility Plans），流动战略目标——包括更有效率的交通、改善的转接系统以及非机动车交通——应是安全、稳当及有效的连通性，以提高经济、社会和环境的可持续性。

自 2008 年起，印度的政策规划发展就提升到关注气候变化。考虑到经济增长使得贫富间的差距在过去 20 年间加大，关注包容性发展成为一个新兴的焦点。

该报告建议城市应发展强劲的、清洁的、实用的流动计划。由印度城市发展部、城市交通学院、UNEP 及其他机构共同发布的这一报告是基于 2008 年发布的一项类似的研究。



印度加尔各答拥挤的道路上的出租车和有轨电车。

## 非洲的年轻人需要技能提升

根据世界银行《撒哈拉以南非洲青年就业》报告（Youth Employment in Sub-Saharan Africa），提高非洲日益增多的青年人口的收入潜力对于该地区而言是首先需要考虑的，并且要求在多方面展开强有力的行动。

该报告指出，鉴于目前非洲国家人口中年轻人的占比最大，为其创造更多的生产性工作机会比任何时候都紧迫。不论年轻人将从事何种工作——快速增长的现代化工薪部门、家族企业或数以百万计的家庭运作式农场——这一点都是无可厚非的。

“所有年轻人都需要具备基本的识字和计算能力，要不他们的收入潜力仍然会非常低，”该报告的作者之一，同时也是世界银行发展研究小组和非洲地区的主要经济学家德翁·费尔默（Deon Filmer）说，“他们还需要有能力获得土地、资金和培训，这些对于提高其发展前景而言至关重要。”

政府政策必须有助于建立人力资本以及改善营商环境，以便私人部门能够在其他地区的竞争力出现不可避免的变化时抓住机会。该报告强调，必须提高农业、家族企业和现代化工薪部门的生产力，这样年轻人才看得到一个更好的未来。

适当的、正确的政策组合使非洲这个“最年轻”的地区——其他大部分地区正在加速老龄化——能够在家庭层面获得更大的繁荣，并使非洲国家取得重大的经济成效。

# 数据女王

杰里米·克利夫特

专访卢克雷齐娅·赖希林

——实时短期经济预测的领军人

欧元区经济或呈现复苏性增长，但远未摆脱各种风险，前路依然曲折。做出该预测的是伦敦商学院教授、欧洲中央银行首位女性首席研究员卢克雷齐娅·赖希林（Lucrezia Reichlin）。

作为商业周期分析专家，赖希林认为：“我们尚未走出经济危机，在找到对策之前，危机仍将持续一段时间。”在俯临伦敦摄政公园的狭小办公室里，她说道：“单看国内生产总值（GDP）的正增长，我们正经历技术性复苏，但这并不意味着风险的消失。”

赖希林是实时短期经济预测的领军人，而这种预测需要处理大量经济数据。凭借在该领域的专业知识，她在商界和学术界都颇具影响力。她现任伦敦商学院经济学系主任和意大利裕信银行（UniCredit，一家活跃于中欧和东欧地区的商业银行）非执行董事，曾在让-克洛德·特里谢（Jean-Claude Trichet）主政欧洲央行期间担任该行研究部主任，并曾担任美国联邦储备委员会顾问。

## 坐在比赛场地的位子

赖希林认为，“在商业银行担任董事，能使你以类似‘身处比赛场地’的视角近距离直面欧洲银行业的各种问题”。这位经济学家平时与女儿一同生活在伦敦北部地区，但也会定期回到意大利。

她将银行业联盟战略和破产银行的

重组或清算视为进一步稳定欧元区的重要步骤。今年5月欧洲议会新一轮选举则对欧盟金融业基础框架的完善至关重要。

通过建立欧洲央行主导的全面监管机制、针对经营不善银行的单一救助/清算机制以及统一的存款担保体系（见本期《金融与发展》“结构性转变”一文），银行业联盟将为拥有18个成员国的欧元区引入通用规则和保护机制。欧盟已向正确的方向迈出步伐，但赖希林认为各方仍需加倍努力，制定稳定、统一的货币政策，以实现欧洲金融一体化。

谈到自己的祖国意大利，赖希林满怀热忱与眷恋。她早年曾在摩德纳大学研习经济学。因靠近法拉利、玛莎拉蒂、兰博基尼、帕加尼等品牌的总部所在地，摩德纳被誉为“全球超级跑车之乡”。她随后就读于美国纽约大学，获得博士学位后赴比利时布鲁塞尔自由大学任教十年，在此期间与人共同提出可用于数据集处理的计量经济学模型，成为全球应用宏观经济学界开展动态因素模型研究的领军人物。

2002年，应时任美联储理事的本·伯南克（四年后升任主席）之邀，赖希林展开了相关评估：用自己的上述设计开发可用于各国央行短期预测的模型。她与自己曾经的博士学生多米尼科·吉安诺内（Domenico Giannone）共同设计了该模型，旨在对主要经济体的当季GDP增长进行实时预测。该模

型已被全球多家机构所采用，并成为她本人在十年后参与创立的现时预测经济学有限公司（Now - Casting Economics Ltd.）的主打业务。

## 激进的根源

赖希林及其家族的经历与二战以来的欧洲史联系密切。她的太曾祖父母于19世纪从瑞士移居意大利南部；她母亲的家族来自的里亚斯特（一战期间为奥匈帝国领土），拥有犹太血统。赖希林本人出生、成长于罗马，父母都是思想激进的政治活动家。

赖希林的母亲卢西亚娜·卡斯特里娜（Luciana Castellina）是意大利著名的共产主义知识分子，儿时曾与法西斯独裁者本尼托·墨索里尼（Benito Mussolini）的女儿一起打过网球，后来成为欧洲议会议员。她的父亲阿尔弗雷多·赖希林（Alfredo Reichlin）在二战期间曾是意大利抵抗组织成员，于1946年加入意大利共产党，并成为该党主要领导人之一、影子内阁“经济部长”。她的兄弟皮尔特罗·赖希林（Pietro Reichlin）也是一位经济学家，现在罗马的一所大学任教。

赖希林回忆道：“我家曾来过各种各样的人，比如帕尔米罗·陶里亚蒂（Palmiro Togliatti）等共产党传奇领袖，像我父母一样热衷政治的知识分子，来自社会各阶层的激进分子，还有其他国家那些持类似政见的人。”幼年的她还曾与母亲一起上街散发政治传单。

赖希林深知历史如何影响各代人。在为母亲的回忆录作序时，她将自己与母亲年轻时做了比较。该回忆录记录了她母亲初入成年、时局动荡的1943—1947年，其英文版《发现世界：墨索里尼统治阴霾下的政治觉醒》（Discovery of the World: A Political Awakening in the Shadow of Mussolini）将由Verso Books（以出版全球左翼学者著述而闻名——译者注）出版。

赖希林在序言中写道：“我们这辈人出生于二战后‘婴儿潮’时期，成长在富裕家庭，接受了大众教育，见证了离婚、堕胎的合法化和女权运动的新发展，也曾经历过失望。”而她母亲曾于1969年协助创办左翼报纸《宣言报》（Il Manifesto），却因批评苏联入侵捷克斯洛伐克而被意大利共产党开除出党。

赖希林继续写道：“我在政治上显然倾向左翼，但不支持共产党；然而在20世纪70年代后期，政局急转直下，我的生活也从此转向。”

20世纪70年代后期保护主义盛行、恐怖事件频发——1978年，意大利时任中左翼总理阿尔多·莫洛（Aldo Moro）被“红色旅”（Red Brigades，20世纪七八十年代活跃于意大利的一个极左翼恐怖组织——译者注）绑架、暗杀。赖希林在此后不久即离开意大利。她对此回忆说，当时在意大利让人“倍感窒息，亟需离开”。

在赖希林看来，在青年失业率居高不下的欧洲（例如，西班牙的青年失业率超过了50%），经济危机塑造了不合群的一代人。她不但对今后欧洲经济一体化的进一步发展持怀疑态度，还认为由于各国执政党理念各异、年轻失业人群戾气日增，经济危机的政治破坏力正在凸显。

“我们曾称她为‘公主’，但绝不敢当着她的面这么说！”

赖希林认为，欧洲如今面临的危险并非法西斯主义的沉渣泛起，而是政局不稳、政治进程日益失信于民。“人们不再寄希望于政治家，也不相信民主政治；由于许多人被拒之事外，民主制度出现了空洞。”

“人们倍感孤立。”

## 处理大数据

与父母不同，赖希林专注于经济数据，而非意识形态。“我研究经济学和经济计量学，是想用更专业的技术手段研究经济发展；这或许是有点和父母作对，但在意大利学习了大量马克思和新剑桥学派的经济理论之后，我有点厌倦，因此决定到美国去，并在那里对计量经济学产生了兴趣。”

作为经济学、数学、统计学的交叉学科，计量经济学运用统计、数学方法对各种经济学理论、经济问题的对策予以检验和量化（见“什么是计量经济学”，《金融与发展》2011年12月号）。该学科通常细分为理论计量经济学和应用计量经济学。

“作为经济学中的偏技术派，我想设计大数据集处理方法。从经济分析的角度看，此事很有挑战性，可我却对相关实际应用情有独钟。本·伯南克在担任美联储理事时，曾试图解决这家央行所面临的一个实际问题：每天面对众多数据应接不暇，须对每天获得的数据流加以主动分析，置之于相应模型中。为此，他特地邀请我主持这项工作。”

在伦敦经济政策研究中心，借助与意大利银行的合作，赖希林曾设计出反映欧洲经济活动的EuroCOIN指数。该指数目前仍在定期发布，反映欧元区经济的总体情况。该指数问世于欧元流通初期，是第一个反映欧元区经济总体走势的指标。

赖希林还曾成立欧元区商业周期网络（Euro Area Business Cycle Network），帮助各国央行、学者开展沟通；她曾是欧元区商业周期数据委员会（Business Cycle Dating Committee）的首任主席。该委员会通过

## 什么是现时预测？

经济学和计量学界都借助“现时预测”（nowcasting）来研究和判断当前、未来近期的经济状况。该术语是“现时”和“预测”的合成词，在经济学中指借助实时数据对一国经济状况进行即时、持续更新的描述。

经济学家对经济数据的跟踪通常具有滞后性。因此，他们所预测的实际上只是现在，甚至不久前刚发生的情况。与之不同，现时预测者设计出一种无需非正式判断即可处理大量数据的统计学模型。该模型能以不同频率、不同发布间隔，从大量数据系列中提取相关信息（Giannone、Reichlin 和 Small，2008 年）。

上述模型的设计理念便是人们可在 GDP 公布前，通过多种多样的大数据源（如失业数字、工业订单数、贸易差额等）获得其发生变化的信号。在现时预测中，这些数据被用于计算与实时发布的数据流有关的、当季 GDP 估算值序列。

还出现了以社交媒体（如推特）为载体，预测人口“情绪”或流感疫情的现时预测方法。

赖希林还曾参与创办一家名为“现实预测经济学”（Now - Casting Economics Ltd）的公司。该企业的主打业务正是利用了相关技术。

“所有数据（比如失业情况报告）都被事先录入机器（模型）。因此，当政府最终发布该报告时，其中的数据与我们先前预测的会有误差。而这一变量会影响我们对 GDP 或其他任何指标的现时预测。因此，我们通过新闻能将各种数据联系起来。在欧洲央行任职期间，我的团队曾向时任行长提供相关简报，行长阅后回应道：‘好吧，由此看来当前季度的实际产量已被修订了，可这意味着什么呢？’而这台机器（模型）恰能回答他的问题，使我们得以说明被发布的数据对其他指标的意义所在。”

“这（模型）是一种可进行数据读取的综合框架，问题是‘它能否取代人脑的判断’。据我们评估，它的平均效能不亚于人脑。”

记录欧元区 11 个初始成员国在 1970—1998 年期间以及 1999 年以来整个欧元区的经济衰退—扩张周期，编写该区域的商业周期年表。

对此，她回忆道：“这项工作使我得以走近各国央行，从而在此后有可能会进入欧洲央行任职，并对货币政策产生兴趣。”她在欧洲央行工作了四年，直至 2008 年到伦敦商学院任职。

赖希林一直积极推动关于欧洲的经济研究事业。在布鲁塞尔任职期间，她曾协助欧洲经济学和统计学高级研究中心设立顶级的博士研究生项目，并担任该项目负责人。

## 把研究和政策结合起来

吉安诺内曾与赖希林共同提出“现时预测”短期预测模型（见专栏），并协助她设计欧元区非标准货币政策。他认为，赖希林致力于“密切研究与政策之间的关系”，这是她对欧洲央行的主要贡献，影响深远。

吉安诺内指出：“具体而言，人们对货币在欧洲央行货币政策中的作用存有争议，而她能对这种争议施加重要影响。”（Fischer 等人，2007 年；Lenza、Pill 和 Reichlin，2010 年）她还改进了欧洲央行在危机时期的预测工作。

赖希林在欧洲央行的继任者、现任行长顾问的弗兰克·斯梅茨（Frank Smets）认为，她的存在使央行更加注重经验研究，而这正应了那句谚语“事实或图片胜过千言万语”（他对原谚语做了改动）。

欧洲央行的经济学家米歇尔·伦扎（Michele Lenza）认为，赖希林支持“在政策性争论中更多地应

用尖端研究”。在伦扎看来，赖希林致力于研究能以多种变量处理大数据集的动态因素模型，这或是她对经济学界最重要且深远的贡献（Forni 等人，2000 年和 2009 年）。

赖希林在摩德纳大学的老师（教授）马可·里皮（Marco Lippi）、马里奥·福尔尼（Mario Forni）、马克·哈林（Marc Hallin）曾在 20 世纪 90 年代和 21 世纪初与吉安诺内一同加入她的研究小组，从事政策分析和预测用动态因素模型的设计。美国学者詹姆斯·斯托克（James Stock）和马克·沃特森（Mark Watson）也在同一时期产生了类似的想法。赖希林和沃特森曾在 2000 年世界计量经济学大会（World Congress of the Econometric Society）上对上述模型做了专题介绍。

里皮认为，赖希林能为一个研究团队注入“一种极大的干劲和目标性”——这是一种联系理论与现实世界的驱动力。“当数据模型不起作用时，她会用一些直率的话语将整个工作拉回现实。”

作为酷爱赛车运动的意大利人，里皮还借用了赛车界的一个情形做比喻：“我感觉，我们当中那些偏技术派有时就像塞巴斯蒂安·维特尔（Sebastian Vettel）冠军车队中的那些熬过辛苦比赛日的技术人员。”

对于赖希林有些专横的性格，里皮爆料说：“我们曾称她为‘公主’，但绝不敢当着她的面这么说！”

## 可喜的进步

赖希林对女性在这一领域所取得的成就倍感欣慰。对此，她微笑着表示：“这对于经济学界的女性们来说，是一个令人振奋的时期。”

“以往出席各种会议，我不曾遇见其他女性同行。但情况正在改变，比如美联储的珍妮特·耶伦（Janet Yellen）、IMF的克里斯汀娜·拉加德（Christine Lagarde）、俄罗斯央行新任行长埃尔维拉·纳比乌林娜（Elvira Nabiullina）、南非央行行长吉尔·马库斯（Gill Marcus），当然还有自2000年起就担任马来西亚央行行长的泽蒂·阿齐兹（Zeti Akhtar Aziz）。”

“如能打开一点局面，便可取得聚沙成塔之效并冲破文化阻碍。我也希望广大女性能在职场规则制定、人际关系和自荐担任重要职位时互帮互助。但我们仍然任重道远，比如在我的祖国，性别歧视依然比比皆是。”

## 关于欧洲

赖希林正在写一本关于欧洲央行在经济危机时期表现的书。她在书中对该机构应对危机的工作给予了高度评价——虽然欧洲尚未实现财政一体化并缺少统一的银行业监管或问题解决机制。

“在我看来，欧洲央行做得不错。在危机最为严重的时期，它成功地挽救了欧洲金融体系，使其免于崩溃。2008年，它曾提出一揽子流动性供应措施，这对于避免银行业危机的全面爆发起到了定海神针的作用，令人印象深刻。”

“当然，金融体系架构不健全、银行资本化不充分、2009年经济略有复苏后主权债务危机的延续都是不争的事实，并暗示着欧洲央行已认识到自身处境的内在不稳定性——比美国、英国，甚至日本央行的处境更为脆弱。”

“我认为在那种处境中，我们会犯一些错误，但在下结论之前，你得承认在没有财政支持、不具备‘最后贷款人’功能、缺乏危机解决之道的工具时，欧洲央行的确名不副实。虽然我觉得央行地位终将实至名归，但恐怕前路漫漫。”

## 银行业为何成为关键

当被问及尚未完成的相关工作时，赖希林认为当务之急是组建银行业联盟。

赖希林指出，“这是一个亟需的项目——监管银行业的重任突然落在欧洲央行肩上，这对其而言是个艰巨的任务。我们尚不清楚该采用何种机制——针对银行业运行中的变量、资本短缺等问题，我们该采用何种解决机制。”

“在欧洲，随着金融一体化，众多跨国银行在中央市场兴起，因此银行资本的规模要比主权国家的经济总量大得多。这与美国的情况有所不同——其银行资本规模远小于国家经济总量。”

“因此，如果欧洲各家银行中有一家出现问题，我们只能超越国家的范畴来解决。这样一来，事情就变得极其复杂，因为涉及财政问题，而我们恰恰缺乏必要的财政工具。因此，我们正在尝试建立作为私人银行监管者、但却缺乏相应财政机制的中央银行。而这正是问题复杂之所在。”

“我们现已建立起通行的监管机制，但就其如何发挥作用，仍存在一些疑问。而我也对当前关口不甚乐观。除非今年5月的欧洲议会选举能带来利好因素，否则继续实施欧洲统一货币政策的努力将步履维艰。”赖希林目前定期为《意大利晚邮报》（Il Corriere della Sera）撰稿。

## 各种迫在眉睫的问题

当被问及今后可能出现危机的领域时，赖希林认为影子银行体系（各种与银行功能类似、但却缺乏监管的非银行金融机构）在未来或将引发关注。

“金融体系的各种风险正层出不穷，而我们必须认识到这些风险将以各种形式始终存在。我们得擦亮自己的眼睛。”

赖希林认为必须削减巨额公共债务，但如有可能，此举应循序渐进，以将对经济增长的负面影响降至最低。“我本人不太推崇经济紧缩战略。”

她还认为，欧洲当前的经济危机是一种债务危机，其长期影响之一便是GDP增长持续乏力。“那意味着我们的经济虽可能继续增长，但增长率却很低。”

无论经济增速几何，她都会予以实时跟踪。■

杰里米·克里夫特（Jeremy Clift）是IMF的出版人。

### 参考文献：

Fischer, Björn, Michele Lenza, Huw Pill, and Lucrezia Reichlin, 2007, “Money and Monetary Policy: the ECB Experience 1999–2006,” in Conference Volume of the 4th European Central Bank Conference, The Role of Money: Money and Monetary Policy in the Twenty-first Century (Frankfurt).

Forni, Mario, Domenico Giannone, Marco Lippi, and Lucrezia Reichlin, 2009, “Opening The Black Box: Structural Factor Models with Large Cross Sections,” *Econometric Theory*, Vol. 25, No. 5, pp. 1319–47.

Forni, Mario, Marc Hallin, Marco Lippi, and Lucrezia Reichlin, 2000, “The Generalised Dynamic Factor Model: Identification and Estimation,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 4, pp. 540–54.

Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin, and David Small, 2008, “Nowcasting: The Real-Time Informational Content of Macroeconomic Data,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55, No. 4, pp. 665–76.

Lenza, Michele, Huw Pill, and Lucrezia Reichlin, 2010, “Monetary Policy in Exceptional Times,” ECB Working Paper No. 1253 (Frankfurt: European Central Bank).



# 欧洲 一体化之路

雷扎·莫加丹

历史表明，  
一体化是克  
服严峻危机  
之道

虽然前景多少有所好转，但近几年欧洲仍不可避免登上头条，令人警醒。市场和媒体已经开始质疑欧洲应对严重金融震荡和经济衰退的能力，甚至引起了人们对欧元生命力的关注。

虽然经济危机相当严重，极具破坏力，尤其是对失业者而言，但这些不应该掩盖欧洲业已取得的成就——整个地区结合如此紧密，其中一些国家已是世界上生活水平最高的国家。而这一切成就都是在两次毁灭性的世界大战之后和20世纪东西欧长时间分化的背景下完成的，如此一来，这些成就便更加引人注目了。

过去25年间，欧洲曾出现一体化的关键推动力，如1989年柏林墙的倒

塌、2004年中欧国家纷纷加入欧盟以及1999年欧元的推出。当前的经济危机又为思考欧洲一体化之路的前途及面对的困难提供了绝佳时机。

虽然欧洲的面积和人口超过欧盟，但欧盟在欧洲一体化中发挥着核心作用——将发生过冲突的国家团结在一起，为各国提供超越国家之分的好处，她不但是其他经济体在欧洲主要的贸易和投资伙伴，也是许多新加入者和有志者进行根本性的经济和治理改革的强大催化剂。

过去几年，欧洲面临重重困难，未来之路也必定充满坎坷。本次经济危机暴露了区域架构和国家政策的缺陷，同时削弱了建立更密切联系的政治支持。



但就目前而言，一体化给欧洲带来了莫大的好处，并将继续指引未来之路。

## 复杂的起源

60多年前，西欧的六个国家（比利时、法国、西德、意大利、卢森堡和荷兰）决定进一步加强经济合作。1950年发表的《舒曼宣言》概括了欧盟创始国的愿景——加强经济联系（包括重新崛起的西德经济），以遏制战争爆发。

欧盟的建立不会一蹴而就，或仅仅通过单一计划完成。它需要各国的具体努力和真正的团结一致。

——罗伯特·舒曼

欧盟的成立是走向日益紧密的欧洲一体化之路的大大小的步骤之一。初期，各国领导人决定整合战争和战后岁月的重点行业：煤炭和钢铁生产。降低关税，削减补贴，拆散国家垄断集团。但与其他的新兴战后经济合作形式不同的是，欧洲一体是指创建超国家机构。多年来，这些国家机构已发展为欧洲计划的行政机构、立法机构和司法机构。超国家机构的持久生命力和不断壮大证明欧盟拥有的强大权力和取得的巨大成功。1979年，欧洲议会首次实行直接选举，当时欧洲议会掌握立法权。这是一个关键的里程碑。

从地理位置上看，欧盟经历了多次扩张。1973年，丹麦、爱尔兰和英国加入了当时的欧共体。20世纪70年代，希腊、葡萄牙和西班牙发生了深刻的社会和政治改革，推翻了军事统治和独裁统治。欧共体的繁荣稳定使上述国家深受鼓舞，短短十年后上述三国加入其中，加强了其新兴的民主制度。这些国家从自由贸易和共同政策中受益匪浅，尤其是结构基金——通过出资建立基础设施和对贫穷地区进行生产性投资而创立，以促进融合。

## 从共产主义过渡

20世纪80年代末，中央计划经济体制瓦解是欧洲战后政治经济一体化进程中最重要的事件。柏林墙的倒塌是长期、全面自由化进程中的决定性时刻。20多个国家脱离共产主义，加入民主欧洲，为欧洲一体化带来了战后的最大机遇和挑战。

## 欧盟的成立是走向日益紧密的欧洲一体化之路的大大小的步骤之一。

对所有国家而言，从共产主义过渡面临的首个挑战就是稳定。过渡初期，传统贸易和投资联系的崩溃以及国内需求的错位导致各国产出大幅度减少，其中波兰和匈牙利减少了约10%，而拉脱维亚和立陶宛等国家减少了约40%。由于实行价格自由化，价格迅速飙升，这部分是由于相关价格由供求关系而非中央计划决定所致，而在国家收入枯竭和政府资金来源不足（只能通过央行印刷大量钞票）的领域，价格上升尤为显著。整个地区的货币快速贬值，银行危机不断蔓延。对于那些能够为财政和货币纪律约束提供充分的政治和制度支持的国家而言，几年内可实现稳定；而其他国家则需要花费更长时间且需要在多方面做出努力，以建立低通胀和可持续的公共财政。

解决稳定问题后，重点将转移到制度建设层面，通过借鉴西欧和世界其他地区的最佳实践，提升经济体的职能。各国在私有化、公共部门改革和建立有利于改革的环境方面面临巨大挑战。对几乎所有国家而言，建立可靠的货币和汇率框架（不管是浮动汇率还是不同类型的固定汇率安排）对成功过渡都至关重要。金融领域的整合尤其明显，在大部分处于过渡期的国家中，西欧银行占统治地位。这在专业知识和融资方

## 欧洲一体化简史



1945年

二战结束；民族主义被废弃



1949年

建立欧洲理事会



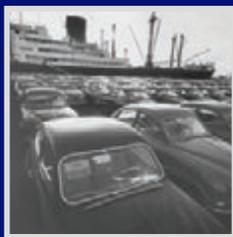
1951年

根据《巴黎条约》的规定，成立欧洲煤钢共同体



1957年

成立欧洲经济共同体



1960年

建立欧洲自由贸易联盟

## 东西德融合：供应链

以德国为中心的欧洲供应链的出现很好地证明了柏林墙倒塌后经济一体化取得的成功。

自20世纪90年代以来，捷克共和国、匈牙利、波兰和斯洛伐克共和国作为生产体系（以德国为中心）中的制造之星崛起——尤其是在汽车行业。较大的劳动力成本差距、地理位置近以及历史和文化亲和力引起了上述出口导向型体系的演变，而来自德国的大量外国直接投资推动了其发展。

如果德国局限于本国生产，在某些产品方面可能不具有竞争力，而该供应链使德国能够生产并出口这些产品，从而获益匪浅（见“附加值”，《金融与发展》2013年12月号）。用经济术语来说，其生产可能性边界扩大。与此同时，供应链上的新兴经济体获得了发达国家的先进技术，加速了收入趋同的步伐。根据经济理论，有人预测，如果其他条件均等，贫穷国家应该比富裕国家发展更快，但该供应链上的中欧国家扩大产出的速度更快，这可能是由于收入差距所致。而且，这些国家快速的出口增长倾向于知识密集型行业。因此，该供应链使得对技工的需求日益增长，同时为各国不断提升价值链创造了机遇。

面为其带来了巨大好处。与此同时，21世纪初期到中期，该地区源源不断的资本自由流入引发了泡沫，在随后爆发的全球金融危机中泡沫破灭。

一体化大大促进了收入趋同。1995—2013年，尽管受到了最近这次危机的影响，欧洲新兴经济体的人均GDP与欧洲发达经济体相比增长了约50%。不断扩大与西欧的贸易和投资联系是欧洲新兴经济体实现增长和收入趋同的关键因素，其收入水平也因此提高至欧洲发达经济体的一半。

在过渡时期，欧盟发挥着日益重要的作用。20世纪90年代，外部援助主要来自于其他国家和国际机构，如IMF、世界银行和新建的欧洲复兴开发银行。但随

着各国加入欧盟的进程加快，欧盟在确立制度、指导经济政策的制定和出资建立基础设施方面发挥了关键作用。当时，有11个国家加入欧盟（其中4个属于欧元区成员国），另有3个候选国。能取得这样的成就，是25年前所不能想象的。加入欧盟增加了贸易量、资本和劳动力的流动，因此给处于过渡期的国家和现有的欧盟成员国（见专栏1）带来了巨大的好处。

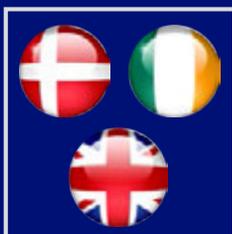
## 《马斯特里赫特条约》及欧元

与此同时，欧洲核心国家的联系日益紧密。初期，通过建立欧洲汇率机制减少了成员国之间的汇率波动——该机制允许各成员国的货币围绕平价在规定的幅度内波动。1990年取消了欧洲经济共同体内的外汇管制，允许资本自由流动。虽然在实施欧洲汇率机制期间也爆发过危机，如1992年英镑的价值低于设定的下限，英国退出欧洲汇率机制，但随着货币政策和通胀率日益趋同，汇率波动幅度的设定频率减少。

建立共同货币的理念逐渐兴起，但直到1992年签订《马斯特里赫特条约》后，经济与货币联盟和共同货币政策才初见端倪。创建单一货币植根于欧洲一体化，促进了欧盟内部的经济贸易，同时也有助于将统一后的德国（冷战结束后出现）牢牢地纳入欧洲共同制度框架内。

《马斯特里赫特条约》建立了趋同标准，旨在确保加入共同货币联盟的国家能够充分享受单一货币政策。该条约中有一条“不救市”条款，从而使市场力量在规范成员国方面发挥重要作用。实施共同货币政策后，为了打消怀疑和维护财政纪律，成员国于1997年签署了《稳定与增长公约》，旨在使成员国制定合理的财政政策，以达到财政平衡和债务目标。

综合上述，市场力量，辅以尽可能少的政策协调，将足以调整经济和约束财政政策，并能够使各国抵御特殊冲击，这是建立欧元架构的前提。



1973年

丹麦、爱尔兰和英国加入欧共体



1979年

欧洲议会第一次直接选举



1989年

柏林墙倒塌



1993年

成立欧盟



1999年

推出欧元

## 全球危机演变为欧洲债务危机

2008年9月雷曼兄弟倒闭，此后全球金融危机触发了欧元区的主权债务危机。此次危机暴露了欧元区经济发展的严重不平衡和欧盟架构的缺陷。

自1999年推出欧元以来，许多国家（包括希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙）都出现了借贷成本的急剧下滑，不管是私人部门还是公共部门。廉价信贷（源于欧元区核心国家银行的资本）导致信贷激增，进而带来了高增长率，而高增长率反过来又吸引了更多的资本和投资。这同时增加了家庭和企业的负债，投资集中于非贸易部门（如房地产），而高工资削弱了外部竞争力。经常账户余额急剧减少，各国积累了大量外债。有观点认为收入将持续增长，在这一错误观点的引导下，各国政府纷纷增加预算。

合并利率掩盖了缺乏基本的结构趋同这一缺陷。由于缺乏跨境交易成本和金融监管，跨境金融流动导致竞争力差距日益增大。当信贷周期逆转时，私人资本流入的戛然而止使许多欧元区国家处于崩溃的边缘，因过度投资，各银行不良债务巨大，并且易受主权债务（具有削弱作用）的影响。不仅市场没有意识到新兴的风险，《稳定与增长公约》也被削弱——许多成员国（包括一些核心国家）超出了公约规定的下限，从而削弱了其公信力，同时未能充分实施财政纪律。

欧元危机爆发初期，高度一体化的欧洲金融体系缺乏“断路器”和共同监督，从而极易受到危机影响。各国的经济和金融震荡在整个地区快速蔓延，威胁货币联盟的生存。

## 危机应对

各国政府开始实施具有挑战性的宏观经济调整计划，其总体目标是减少财政赤字，提升经济竞争力——消除前几年日益严重的失衡状况，为长期可持续发展



2004年

各国纷纷加入欧盟

奠定基础。欧洲的政策制定者意识到欧盟尚不具备足够的制度和财务能力来扶持深陷危机的经济体，这促使它们与IMF（见专栏2）。欧盟不得不重新考虑其“不救市”原则，并开始对被挤出市场的主权国家进行扶持。

各国本来可以更强有力地应对危机，但它们却一开始便采取了错误的举措和似乎刚好可以维持欧元区完整但却不足以取得突破性进展的解决方案。不过，

## 各国的经济和金融震荡在整个地区快速蔓延。

还是取得了很多成就，成立了一个永久性的金融支持机构——欧洲稳定机制。在危机最严重时期，欧洲央行挺身而出，为各银行提供大量流动性支持（长期再融资操作），并建立了所谓的直接货币交易（Outright Monetary Transactions）框架，以维持欧元区的统一。

最关键的是，本次危机表明解决银行体系问题需要全欧洲的一致行动——建立银行联盟。目前，相关工作正在进行中（见本期《金融与发展》，“架构转型”）。这样做的最终目标是减少金融分裂，并切断银行与主权国家之间的负面反馈循环。欧盟也采取了重要举措加强财政和经济治理，以发现并最终避免再次出现财政和外部过度失衡现象。

在关键时刻，欧洲各国总是能够团结一致，应对各种问题。

全球金融危机及其对欧元区的影响使新兴欧洲面临严峻的挑战。金融市场冻结，发行国际性主权债券几乎是不可能的。资本流动规模回落，包括通过西方银行子公司获得的资本。由于西方银行的总行面临资金和流动性短缺，互联系统的脆弱性开始显露出来，这些国家的银行子公司进入减债时期，至今尚未结束。

随着出口和国内需求骤降，欧洲大多数国家的产出急剧下降，导致与其他新兴市场地区相比，新兴欧洲陷入更深的衰退。仅有少数国家逃过此劫——要么由于这些国家更好地抑制了危机前的繁荣，便于采取反周期政策，要么由于它们与欧元区的贸易和金融联系有限。

此次危机对各国经济的冲击超过了此前最悲观的预期，因此各国采取了一系列政策来应对。其最初目标是稳定金融部门：各国放宽准备金要求，扩大存款覆盖面，并在一些情况下直接干预个别受困的金融机构。

由于私人债务缠身且大多以外币计算，政府可采取的货币和汇率政策少之又少。对该地区的大多数国家而言，经济衰退已使政府财政遭到重创，因此财政

## IMF与欧洲

引人注目的欧洲一体化进程一直得到 IMF 的支持。

现在看来可能有点令人吃惊，但 IMF 的许多早期计划都是与当前“发达”欧洲国家合作完成的。接受 IMF 早期援助计划的国家包括比利时、法国、意大利、荷兰、葡萄牙、西班牙和英国等国。在七国集团中，意大利和英国是接受 IMF 援助计划最晚（1977 年）的两个国家。

随着东欧的历史性转变，IMF 对该地区事务的参与也逐渐增多。柏林墙的倒塌打开了长期封闭的闸门。经济稳定面临着很多挑战，比如抵御产出下滑，而部分国家面临的则是恶性通货膨胀和建立新制度的挑战，这些挑战使 IMF 对许多处于过渡期的经济体采取援助计划。重大的结构改革有助于各国从共产主义过渡到以市场为主导的框架。

全球金融危机爆发后，IMF 推出了新一轮援助计划。发达经济体的经济动荡对新兴欧洲造成了毁灭性的影响，打破了 21 世纪初的平静。乌克兰、匈牙利和冰岛纷纷于 2008 年 11 月接受 IMF 援助计划，这是接受 IMF 援助计划的首批国家。其他国家紧随其后。随着危机在欧元区的蔓延，希腊、爱尔兰和葡萄牙分别于 2010 年和 2011 年年初请求 IMF 援助。

最新一轮的援助计划显示了 IMF 与各国合作的变化。以波兰为例，波兰经济基本面良好，并受益于新的授信额度（如同保险一样）。但大多数国家受益于大大增加的贷款金额及将限制条件集中在宏观经济关键优先事项方面的工作，与其较高的需求相称。

扩张已不可取。许多国家开始向 IMF 寻求经济援助，这是意料之中的。IMF 贷款的前期费用较高，能够支持各国当局和欧洲机构共同设计的经济计划，并为该地区 13 个国家在危机爆发初始顺利进行政策调整提供支持。

## 继续推进一体化进程

欧元区刚刚起步的经济复苏可能会让各国产生自满情绪——认为经济危机结束，可放松一体化进程。这种观点是错误的。

虽然已制定了影响深远的决策，但欧元区的经济一体化仍有待完善。金融市场支离破碎（欧洲央行设定的低利率并没有在整个欧元区得到实行，并且财政压力大的国家的企业通常面临较高的借贷利率），竞争力差距巨大，结构刚性阻碍了劳动力和产品市场一体化。这表明财政政策协调和其他政策协调还有很长的路要走。

一体化不仅仅是为了克服危机，修复创伤，但如果放弃一体化，会导致欧元区大多数国家的产出和投资仍低于危机前水平，失业率居高不下，令人难以接受。

建立更强大的欧元区来抵御未来冲击，并防止单个国家的冲击迅速蔓延至整个地区，这将是更大的挑战。

要解决危机，需要重新评估支撑欧元区的经济和金融架构。援助欧元区银行的方法（如强大的银行联盟的愿景所述）表明，需要进一步推动一体化，建立更强大的核心机构，并着重提高对溢出效应的认识。

经济危机及其响应也表明偏离了《马斯特里赫特条约》中的一些原则，如“不救市”条款，并使各国在共同政策的背景下对国家主权有了新的认识。根据这些新情况建立联盟将具有挑战性。达成政治共识，以合理平衡国家主权和一体化程度不断加强的中心和政策（服务于更广泛的利益）的作用，这是最困难的决策之一。将需要确立政治框架，以支持必要的经济一体化。

增强货币联盟对恢复整个欧元区的跨境资本流动和货币政策有效性而言至关重要。成立银行业联盟是这一过程的关键组成部分，建立单一监管机制是迈向健康的银行业体系的重要一步。持续进行的资产负债表评估将全面地提供银行财务状况，并有助于减少银行风险的不确定性。最近，欧元区国家就建立单一清算机制（Single Resolution Mechanism）和单一清算基金（Single Resolution Fund）达成一致，这标志着向建立更全面的联盟又迈进了。更全面的联盟能够更好地援助受困银行，虽然这些银行的复杂架构和繁琐的决策流程可能会阻碍其有效性。未来将有必要打造有效的、共同的金融后盾，以处理本次危机中显现的主权与银行之间的关系（负债累累的政府想方设法为银行业买单，同时，银行持有政府债务，从而削弱了民众对主权和银行的信心）。

欧元区更深入的财政一体化能够弥补银行体系架构的缺陷，增强欧元区抵御未来危机的能力，并针对已采取的危机响应措施建立长期可信度。相关部门正在改进对国家政策实施情况的监督和法律法规的执行，这将有助于恢复财政和市场纪律。加强治理是提前扩大财政风险分担范围的前提，我们还需在这方面取得更多进展，这将对危机爆发后减少昂贵的支持需求至关重要。通过扩大跨国财政保险机制的覆盖面来确保最小的财政风险分担范围也是恢复市场纪律的前提，进而增加不救市政策的可信度。

长期的劳动力和产品市场刚性持续阻碍相关价格调整和竞争力提升，在近期遭受巨大压力的国家尤为如此。虽然已在这方面取得了一些进展——尤其是西班牙和葡萄牙的劳动力市场改革——但必须采取更多措施。通过实施欧盟《服务指令》，来持续推动提高生产率将大有裨益。欧盟《服务指令》将促进跨境提供服务，类似于目前商品的自由流动。为中小企业提供

## 欧洲一体化的复杂性



资料来源：维基百科。

信贷支持和达成新一轮的自由贸易协议也将刺激经济增长。上述工作将有助于建立更加平衡和可持续发展之路，进而减少欧元区的失衡。

对新兴欧洲而言，危机前的经济增长大部分源于快速、大量的资本流入，而资本流入刺激了信贷扩张，从而在很大程度上使非贸易部门受益。由于西方银行总行继续减少其风险敞口，并且发达经济体实施的超宽松货币政策威胁到未来的资本流入，欧元区当前面临的情况与危机前大不相同。此外，随着适龄工作人口的减少，而且未来几年减少幅度将加大，欧元区的劳动力供给日益减少。

未来，欧元区的资本流入和劳动参与率将保持适度水平，该地区的经济增长将依靠通过结构性改革来提高生产率。对一些国家而言，需要持续进行劳动力市场改革：增加工资制定的灵活性、减少标准合同和临时合同的差异以及在社会福利方面进行配套改革。对其他国家而言，改善商业环境、完成私有化在贸易部门吸引外资、改善与欧洲供应链之间的联系方面发挥

着十分重要的作用。而对于另外一些国家而言，由于其出口部门拥有强大的竞争力，并且这些国家与区域供应链已经建立了良好的关系，其面临的挑战就是通过提升工作人员技能来创造更多价值。

近期欧洲爆发的危机在性质和采取影响深远的行动的需求方面不同于以往的危机，但回顾历史能让我们想起欧洲过去曾克服的重大障碍以及在艰难时期所采取的方法：扩大一体化。如果能再次鼓起政治意愿，进一步的一体化和经济增长举措能够为该地区未来的繁荣奠定更持久的基础。■

雷扎·莫加丹 (Reza Moghadam) 是IMF欧洲部的主任。



西班牙马德里的失业青年抗议紧缩措施。

# 欧元会走向衰亡吗？

凯文·约茨霍伊·奥罗克

历史学家或许会好奇最初为何会引入欧元

欧元区经济目前已是一片混乱。2013年12月，欧元区的GDP依然比2008年第一季度低3%，与此相反，美国要高出6%。爱尔兰的GDP比危机前低8%，意大利低9%，希腊低12%。欧元区的失业率超过了12%——葡萄牙约为16%，塞浦路斯为17%，西班牙和希腊均达到27%。

欧洲人已经对这些数据习以为常，不再感到惊讶，这点让人感到深深的不安。这些数据反映的并不是小事，亦不是在抹黑欧洲原本完美的记录，而是一个糟糕的政策失败的例证。

推行欧元是一个不恰当的做法，20年前当欧元还在襁褓之中时就有人预言

了这一点。欧元区覆盖范围太广，各国差异太大——此外，由于实际汇率需要定期调整，欧洲央行控制通胀的职权受到过多限制。成员国之间的劳动力流动也非常有限，因此，就调整劳动力分配而言，让劳动力从贫穷国家向高增长国家转移是不太可行的方案。除此之外，欧元区也未设立财政机制，以在一些成员国遭受更大的重创时实现跨区域的资源转移。

## 问题预测

传统的最优货币区理论对上述的所有问题都进行了适当的阐述。1998年



每况愈下，政府赤字不断上升——这种主权银行的恶性循环一直在不断重演。

## 政治分歧

银行危机会产生国际影响，进而引发恶性政治分歧。因恐慌做出的决策是特殊的、不一致的——可比较2010年爱尔兰银行债权人的处理与2013年塞浦路斯的处理。爱尔兰银行债权人大部分都很团结，而塞浦路斯的银行债权人则深受决策的影响。银行危机会对政治产生长期影响。欧洲的官僚们希望将类似事件视为过去式的意愿是可以被理解的，但是普通选民却并不接受伪善和恐吓。易受波及的小国家从欧洲的现实政治中获得了惨痛教训，这些教训会让他们耿耿于怀。

## 易受波及的小国家从欧洲的现实政治中获得了惨痛教训。

爱尔兰经济经历了前所未有的繁荣，房价迅速飙升，利率也随之上涨，但是在爱尔兰于1999年1月加入货币联盟之时，央行贴现率从1998年年中的6.75%跌至仅为3.5%。在爱尔兰经济仍然景气时，新成立的欧洲央行正在不断降低贴现率。

相似的事情也发生在欧元区的周边地区，在这些地方，资本的流动带来了工资与物价的上涨。但由于缺乏独立货币，上升的工资与物价不会轻易下跌。欧元区的劳动力流动仍然非常有限：年轻的爱尔兰工人移居澳大利亚或加拿大，葡萄牙工人移居安哥拉或巴西。而且，由于缺乏联邦预算以缓和不对称冲击，不论是出于市场的自主选择，还是出于欧元区政治家和央行行长的选择，无法改善经济却会加剧经济衰退的顺周期财政紧缩成为了危机期间首选的政策性武器。周边地区大量的失业人口正是理论针对这些情况所做出的预测。

事实上，自2008年以后，我们已经发现传统的最优货币区理论对欧洲货币联盟还是过于乐观。与众多主流宏观经济学一样，该理论忽略了银行等金融中介的作用，而银行连接着储户和贷款者。欧元区众多棘手问题的缘起都是资本通过银行间拆借从该地区的核心区流向周边地区。一旦资本停止流动或被抽离，由此引发的银行危机便会拖累周边地区政府的财政。银行资产负债表与信用创造进一步恶化，导致经济形势

那我们现在的方向是什么呢？自2010年以来，多数经济学家已将重点放在了如何让这个货币联盟更有效地发挥作用。甚至那些质疑欧洲经济与货币同盟(EMU)的人士也对欧盟解体的后果忧心忡忡，所以不再倡导哪个国家的退出。这些人担心的结果就是一系列建议的提出，这些建议主要是关于如何在中短期防止欧元崩溃以及如何较长时期改善欧元的作用。

从短期来看，欧盟需要推出更为宽松的货币政策，并在可能的情况下推出更具适应性的财政政策。如果说经济史学家从经济大萧条中学到一点教训，那就是基于紧缩和内部贬值（就是个别欧元区成员国目前所称的通货紧缩）进行调整是非常危险的。首先，名义工资粘性下降，这意味着如果通货紧缩得以实现，实际工资会增加，而失业情况则会加剧。其次，通货紧缩提高了私人 and 公共债务的实际值，提高了实际利率，使消费者与企业推迟大额采购行为，期待价格下跌。在20世纪20年代，英国拥有大量基本盈余，但其债务在GDP中的占比却大幅上升，这主要是因为当时的通货紧缩与低增长。

第三，利率接近于零时，财政乘数会非常大，因此支出缩减会造成国民收入的大幅缩水。IMF已经发现，从目前的危机来看，财政乘数更接近于2，而不是1——在两次世界大战期间，情况也是如此。所以，必然的结论就是欧洲央行必须采取积极果断的行动，而不仅仅只是预防通货紧缩，应该为过渡期设置一个高于2%的通胀目标，以促进实际汇率的调整，并推动成

员国偿债能力的提高。具有充足财政能力的国家或欧洲投资银行增加投资支出也会有所帮助。

从长期来看，除了德国之外，各国普遍认为欧元区需要建立银行业联盟，以促进欧元区的金融稳定，并以更基于规则且政治上合理的流程替代特殊的危机决策（见本期的“结构性转变”一文）。该流程应包括对欧元区的共同监管、欧元区财政支持经营不力银行的单一的决议框架，以及一个共同的存款保险框架。由知名的欧洲经济学家组成的欧元经济团队已经提出了一项国家银行可以拥有的“安全”的欧元区资产。

## 危机持续的时间越长，反对欧盟的声音就会越大。

这将有助于打破上文所述的主权银行的恶性循环，并让各国政府在必要时（通过减少对该国银行系统的附带损害）调整其债务结构。美国的例子说明，在满足成为银行业联盟所必须的要求外，财政联盟的一个要素是重要的稳定机制。在欧元区建立失业保险制度是向这一方向迈进的一小步。

### 小欧洲

现在到处都主张要建立一个欧洲，而非小欧洲。过去五年里，我和很多人也都在这么做。可随着时间的推移，我们越来越难以充满自信地这样主张了。

首先，自2010年以来，危机管理之差，令人惊讶，这提出了一个问题，即要一个国家——尤其是小国家——将国家大权拱手让给布鲁塞尔、法兰克福或柏林的决策者是否明智。这并不仅仅是关键参与者持硬通货理念的问题，虽然这已经够具破坏性了。这赤裸裸地表现了政府的无能。对许多观察者而言，蹩脚的塞浦路斯救助案让他们突然警醒，当然欧洲央行在2011年的加息举措也值得一提，只是该举措并不光彩。

无论是从法律、政治还是从道德方面，我们都要拷问一下欧洲央行在此次危机中扮演的角色——比如，欧洲央行在2010年发出威胁，如果都柏林不偿还私营银行的私人债权人，欧洲央行将让爱尔兰银行系统崩溃（或者，如果愿意的话，迫使爱尔兰退出欧元区）。人们经常提到的一个主张是，欧洲央行不能放松货币政策，因为这会缓解政府继续进行结构改革的压力，而法兰克福则认为结构改革是理想举措。尽管与经济学家有时所承认的相比，越来越少的证据表明这些改革是理想举措，但故意通过非自愿失业来推进一项具体的政策议程的做法是错误的。而且，一个未经选举

产生的位于法兰克福的中央银行试图影响意大利或西班牙等国家的内部政治争论是不合法的，因为该中央银行非但不是通过选举产生，而且还位于法兰克福。

其次，建立一个真正意义上的银行业联盟并不能一蹴而就，更何况是财政联盟或安全的欧元区资产，这一点已日益明晰。多年来，经济学家一直主张欧洲必须做出决定：是向更具联邦特征的联盟（这似乎符合使用单一货币的逻辑）迈进，还是倒退？如今已经是2014年了：在哪个阶段我们才能说欧洲已经做出了决定，而建立更深层次的联盟已经不在讨论范围之内了？危机持续的时间越长，反对欧盟的声音就会越大，这一点可以理解：等待并不有利于欧盟支持者。我们应该给新成立的德国政府几个月的时间，让其为我们带来惊喜，如果德国无法做到这一点，我们就要做出合理的论断。如果无法更进一步，那么从欧洲经济与货币联盟退出则成为了必然且理想的选择。

欧洲已经渡过了一个黄金期，这主要得益于欧洲经济一体化举措。该举措推动了20世纪五六十年代的增长，并让欧洲人能够自由地在国外学习、工作并退休，这些已经成为司空见惯的事了。现在的欧洲经济与货币联盟威胁着整个一体化项目。在两次世界大战的期间，选民们纷纷支持承诺会驾驭市场的政党，并让其为普通百姓的利益服务，而不是为政党服务。当民主党（如瑞典的社会民主党）做出这些政策时，他们赢得了选举。而当民主党继续固守其观点并提倡紧缩理念时，便遭到了选民的遗弃，德国就是这样。

### 不同的选择

欧洲各国政府现在深陷制约之中，没法改善国民的生活。这在政治上是不可持续的。要改变这种状况有两种解决方案：向前迈进，成立政治上的欧洲联邦，让左右两派公平竞争；或者回归欧盟，但不采用单一货币，而让各国自己决定。若选择后者，则需要进行资本控制，几个国家还要违约，同时要制定措施应对随之而来的金融危机，还要就如何应对遗留债务和遗留合同达成一致。

欧元的衰亡将成为一个重大危机，这是毫无疑问的。我们不该希望它发生。但是，如果危机无法避免，那么我们最好在中立派和亲欧洲派当政的时候做出积极的应对。无论选择哪一条道路，我们都必须以民主的方式为之，而且不能持久地等待，这是毫无意义的。如果欧元最终被废弃，我的预测是，50年后的历史学家会好奇最初为何会引入欧元。■

凯文·约茨霍伊·奥罗克（Kevin Hjortshøj O'Rourke）是牛津大学万灵学院经济史奇切利教授。



# 结构性 转变

尼古拉斯·维纶

德国法兰克福欧洲央行总部前欧元雕塑的水中倒影。

2012年6月29日，欧元区国家的领导人建立起了将银行业政策从国家层面转向欧洲层面的机制，也就是我们现在一般所称的欧洲银行业联盟。第一步是赋予欧洲央行作为欧洲银行业体系大部分成员的新的监管者的权力，这样，到2014年年底或2015年年初，欧洲央行有望实现其所提出的解决欧洲银行业体系长期存在的脆弱性问题这一目标。不过，银行业联盟的作用还不止于此，其结构性影响将在实现集中监管之后的很长一段时间内充分彰显。

## 欧洲银行业的问题

建立银行业联盟旨在解决一个迫在眉睫的问题。欧元区危机凸显出政府资产负债表疲弱（这影响了银行业的稳健度，如希腊）以及银行的薄弱环节（这

破坏了政府信用，如爱尔兰）所带来的具有破坏性的恶性循环。这种恶性循环在2011年中期对整个欧元区及其金融体系构成了威胁，以至于2012年被迫采取相应政策措施。但是，欧洲银行业系统脆弱性这一潜在问题在2009—2010年爆发欧元区主权债务危机之前就早已存在。

上述问题在危机的最初五年是被普遍否认的。许多政策制定者先是声称银行业的疲弱归咎于美国次级抵押贷款市场，随后又辩解，希腊等国的财政处置失当应为此承担责任。上述言论在2012年之前被普遍接受，在德国和法国尤为如此，这两国的政策决策者以上述说辞来为其导致金融疲弱的本国根源进行开脱。

不过，欧洲银行业的问题可追溯至更深的根源。问题的核心在于欧洲银行

建立银行业  
联盟是一个  
长期的过  
程，这将显  
著地重塑欧  
洲的金融体  
系

业监管机构的激励机制不统一。欧盟各国及其机构在20世纪90年代建立货币联盟之后，制定了消除跨境壁垒以进入欧洲金融市场的宏大目标。于是，尽管这需要承担额外的风险，但是各国当局纷纷对本国银行提供保护和促进措施，以便使其在竞争日益加剧的环境中处于优势。

这种“银行业的民族主义”形式有效地减少了对风险积累的谨慎顾虑。一个令人震惊的例子就是在2007年批准荷兰银行收购案和该银行的解体，这给银行业带来了厄运，其他许多银行因此相继陷入困境，其中包括富通银行、苏格兰皇家银行以及锡耶纳牧山银行。一般而言，在全球金融危机爆发前的十年中，银行业的民族主义者不厌其烦地为许多欧洲银行资产负债表中的巨额债务和风险自圆其说。

金融体系的国家监管的范围和欧洲范围之间的错位也解释了欧洲为什么没有能在危机爆发至2012年期间解决银行业系统的脆弱性问题。

问题未能得到及时解决并非是缺乏充分的警告，包括来自IMF的警告。这是一个典型的集体行动问题。大多数国家不愿意找出存在问题的银行，唯恐将本国的银行业陷入与邻国（尤其是欧元区的国家）相比更为不利的境地。缺乏强大的统一领导导致未能采取措施或采取的措施不到位。2009年9月、2010年7月和2011年7月，整个欧洲范围内相继进行了银行压力测试，当其结果很快被证明是不可靠时，该测试未能恢复银行业的信心。

## 具有转折意义的事件

欧洲尚未解决的银行业问题随后成为欧元区正发生的主权债务危机的一个促成因素。

欧元区银行，尤其是法国和德国的银行，受到希腊风险的影响，这是希腊政府债务未能在2010年年初得到迅速调整的一个主要原因。同年下半年，相似的原因导致爱尔兰无法让破产银行的优先债权人承担损失，使其财政进一步恶化。截至2011年中期，政府债券市场影响到了欧元区四个最大经济体中的两个——意大利和西班牙。2011年8月，甚至连法国的银行也在短暂的时间内无法获得美元标价的流动资金。

越来越多的投资者和政策制定者开始将欧元区解体的可能性纳入其计算当中，这增加了灾难性的自证预言变为现实的可能性。环境所产生的压力为主要成员国以及整个欧洲带来了许多重大政策性的变化，这些变化都是在2011年中期至2012年中期之间发生的。

在英国，欧元区传来的坏消息坚定了该国认为应该远离欧洲大陆并不参与其他制度建设的信念。英国将拒绝参与欧洲一体化，英国财政大臣乔治·奥斯本在

2011年7月谈到有关欧元区政治一体化的这一“一意孤行的想法”的时候对这种转变做出了概述。这标志着英国已经完全放弃了几十年来一贯参与欧盟方案的做法，尽管该国也试图弱化这种转变，如近期于2010年在伦敦成立了欧洲银行业管理局。

在法国，银行业于2011年8月遇到的资金困境削弱了金融界的自信心以及其对独立的国家银行政策的信任。这种心理上的转折点有助于解释为什么法国在2012年大力推广银行业联盟，而在之前的欧盟条约谈判过程（包括1992年的《马斯特里赫特条约》和2001年的《尼斯条约》）中法国曾经扮演着超国家银行业监管的主要反对者的角色。

大多数国家不愿意找出存在问题的银行，唯恐将本国的银行业陷入不利的境地。

在德国，欧元区的混乱促使欧洲央行采取前所未有的政策措施来打破德国联邦银行的传统政策，并引发了这两家银行的意见分歧。欧洲央行一直被认为是处于联邦银行某种形式的监护之下。不过，由于其对危机响应不利，德国央行行长艾克赛尔·韦伯和尤尔根·斯塔克相继离职，但尽管联邦银行反对，德国总理安吉拉·默克尔对其予以支持，所以该行获得了具有独特政策身份的独立机构地位。很可能正是由于这种转变促进了所有欧盟国家对将其权力延伸至银行业监管的接纳。

在整个欧盟内部，之前认为决不能允许银行倒闭的信念被彻底逆转了，而此前在2008年10月中旬，欧洲领导人曾经对此做出了明确承诺。直到2012年年初，在几乎所有欧盟成员国中，即便是破产银行（不管银行规模有多小）的从属债权人也受到了政府保护而免于遭受任何损失。不过，当时情况已经逐步明晰，即保护所有债权人会对政府的资产负债状况造成负面影响，在政治上不具备可持续性。在2012年6月初，欧洲委员会建议欧洲应基于在考虑用纳税人资金救市之前由债权人承担损失这一原则来进行立法。与此同时，欧洲委员会的竞争政策机构开始让从属债权人承担损失，作为银行获得国家援助的必要条件，这种做法从2012年开始使用，到2013年8月已经成为一个广泛应用的原则。

鉴于上述情况，2012年6月底欧洲银行业联盟的提议是有充分原因的。尚未解决的欧洲银行业问题和随后的欧元区情况恶化引发了一系列结构性转变，其中，这项提议被认为是最引人注目的。而其本身则成

为欧洲央行后来宣布的购买政府债券的“直接货币交易”计划的一个条件。总之，这些转变为降低自2012年年中以来欧元区解体的感知风险起到了相当大的作用。

## 2014年的决议前景

即便如此，截至2014年年初，欧洲的银行业问题尚未解决，但这种状况有望在未来的几个月内发生改变。欧盟建立一体化银行监管框架的立法目前已经生效，预计将于2014年11月将欧元区大部分银行系统的监管权移交欧洲央行。它同时由欧洲央行授权对上述银行进行全面评估，这一过程始于2013年，通常被称为“资产质量评估”。在进行资产负债状况评估以外，该过程还包括监管风险评估以及欧盟范围之内的压力测试，由欧洲银行业管理局负责协调。

起初，很多人认为“资产质量评估”是一项相对不太重要的技术性要求；因为这项要求是在关于过渡安排立法的最后部分的一个子条款中提出的。但是，其实际作用是将一个在政治上充满挑战的银行分类、资本结构调整和重组的流程提前进行了。以往银行业危机的经历说明，这一流程对于成功化解危机至关重要。其结果可能包括国家银行监管机构让更多过去的失败经历显露出来；股东、纳税人以及债权人受到打击；终结可疑借款人通过作假来获得贷款的做法，这将进而引起大规模的非金融公司的重组。所以，“资产质量评估”在欧洲政策议程上的地位迅速提升，有可能在2014年全年都成为媒体关注的焦点。

评估流程规模宏大，充满风险，而且是前所未有的。欧洲央行之前几乎没有监管银行的经验，但已经在此方面投入了不少资源。欧洲央行非常清楚其作为未来监管机构或（更广义上讲）一个权威机构的公信力目前还尚未建立。不过，尽管评估流程掌握在欧洲央行的手中，其影响也将涉及那些必须对评估所认定的疲弱银行进行重组的政府。至少在市场条件不出现显著恶化的情况下，重组对于单个国家而言可能在金融上和政治上都具有破坏性，尤其在缺乏整个欧洲层面的金融风险分担机制的情况下。在评估流程的早期阶段，判断哪些银行和国家存在最大的风险还为时过早。

这表明，随着评估逐渐接近尾声，政府、迄今为止一直负责监管的各国当局以及欧洲央行之间的互动将日益紧张。各国政府将受到银行业民族主义以及与其相应的银行系统之间的千丝万缕的关系的影响。2011年7月，上述因素造成了银行压力测试流程的失利，这严重影响了欧洲银行业管理局的公信力。不过这次的利益平衡有所不同。欧洲银行业管理局的公信力是欧元可持续性的核心支柱，所以与所有欧元区国

家都存在利益关系。

评估在2014年年底结束之前可能会一直伴随着不确定性，也非常可能出现市场波动性。银行重组流程的协调将成为一个关键，可能会成立一个欧洲联合资产管理工具或“坏账银行”，即便在金融风险依然分配给各成员国的前提下。将所有因素考虑在内，评估预计很可能会大体实现政策制定者恢复对欧洲银行业信心的目标，并进而解决欧洲的短期银行业问题。

## 长期展望

对认定的过于疲弱的银行进行成功的评估和后续重组可能会启动欧洲银行业体系缓慢恢复的进程。如果确实如此，银行融资条件可能会在2015年回归正常，使欧洲央行能够逐步取消其自2008年开始采用的特别干预工具。评估可能会最终引发一波银行并购潮，其中许多将为跨境并购，这将重塑欧洲银行业的格局。

评估既不意味着银行和政府资产负债情况的彻底分离，也不标志着银行业联盟的成立。这需要采取更广泛的措施，如进一步整合欧盟的财政政策和政治责任框架，也就是经常被提到的财政和政治联盟。这一联盟将为建立一个能够解决银行危机的真正一体化的体系以及泛欧存款保险制度铺平道路，而泛欧存款保险制度将能够最终割断银行和政府之间的金融联系。倘若发生，将无法预计落实这些措施的时间。

不过，唯一的银行业监管人可能会在下一个十年引发一系列结构性变革，这取决于未来的欧洲央行政策决策。目前，许多银行的治理模式是国家或地方性政治和立法环境的产物，在将来可能会受到影响。非欧洲银行可能会进入欧洲的零售银行和商业银行市场。欧洲的金融体系可能会变得更加多元化，也不像现在这样如此依赖于银行中间业务。欧洲批发银行业务活动以及金融中心的地理分布可能会发生变化。而政府通过治理国内银行将不再能够获得资金，可能也必须变得更加自律。

根据上述的一系列计划措施，据此看来，欧洲才刚刚踏上漫长的发现之旅。银行业联盟可以被视为欧洲金融的制度性变革。尽管初步努力的进展情况令人相当欣慰，但对欧洲金融稳定性和经济前景的影响的评判还需要很长的一段时间。■

尼古拉斯·维纶（Nicolas Véron）是位于布鲁塞尔的智库布勒哲尔（Bruegel）的高级研究员，同时也是位于美国首都华盛顿的彼得森国际经济研究所的访问学者。



# 经济增长 长期被阴影所笼罩

法国尼斯，求职者在招聘论坛上排队等候。

赫尔奇·博格尔、马丁·辛德勒

目前，战胜  
失业、促进  
增长是欧洲  
发展的第一  
要务

即使欧洲经济正以全速增长——显然这是不可能的——仍有一部分人在寻找工作。在创新型企业力图跻身市场，而效益欠佳的公司退出市场的同时，员工们也奔波于工作之间，找到一份新的工作总是需要一些时间的。因此，存在一定的失业是经济健康发展必不可少的一部分。

然而此一时彼一时：自欧洲债务危机开始，欧元区失业人口已上升至近2000万人。也就是说，到2013年年底，这些求职者中约有12%仍然找不到工作，约是债务危机前的1.5倍（见图1）。更糟糕的是，失业超过一年的求职者数量正与日俱增。现有的最新数据表明，欧洲近一半的失业是长期失业。

如此大规模的失业令人忧心忡忡。长期失业所带来的牺牲与艰辛已经影响了许多欧洲家庭。更糟糕的是，失业危机同样给欧洲未来的经济发展蒙上了一层阴影。失业率的上升大多集中于弱势群体，其中包括受教育程度较低者和一些年轻人：2013年年底，西班牙和希腊超半数的25岁以下年轻人在找工作方面毫无进展（见图2）。在意大利和葡萄牙，该比例超过了1/3，爱尔兰约为1/4，欧洲则平均接近1/4。这些数字使得迷惘的一代人心惶惶。

处于失业对于年轻人的打击极为严重。这意味着那些受过良好训练的年轻人不能施展其才能，并且根据“非用即失”的原则，这些年轻人很可能会遗忘



所学技能，然而那些受教育水平低者却会错过重要的在职培训。所有的这些都会造成持久性的后果，使年轻人永久处于低薪状态，激化了早已不断升级的收入不平等的矛盾。

但是失业对年轻人所造成的创伤远超出了经济领域：许多失业者因此调整其人生决定，延迟结婚生子的计划，或者远走异国他乡谋求工作。尽管当其他机制失效之时，移民支持着宏观经济调控，但是那些被迫移民的人们也因此付出了代价：文化冲突，需要学习一门新的语言，缺少公认的学历和培训，这使得高技术人员只能从事技术含量低的工作。受过高级培训的外国科学家在柏林和斯德哥尔摩开出租车的笑谈即将成为现实。

### 双行道

对这种情况显然需要采取行动：很多国家的失业状况处于一个不幸且难以接受的水平，阻碍着欧洲未来几年的经济发展。然而，尽管对决策者的呼声响亮而清晰，但让人们重返工作岗位远没有那么简单。基于IMF员工所做的大量分析，IMF的新书《就业与增长：支撑欧洲经济的复苏》(Jobs and Growth: Supporting the European Recovery)为决策者们提供了如何应对这一要求的行动线路图。

推动经济增长必须作为第一要务。危机再次强调这一沉痛的教训，就业和经济增长之间的关系如同一条双行道。大规模失业通常意味着消费疲软以及更低

的投资动机，从而导致经济增长放缓，公司没有雇佣员工的动力。与此同时，确保经济高速增长将会带动就业，支撑私人需求。失业与经济增长的关系当然也适用于今天的欧洲(见图3)。因此，解决失业问题的最重要且最有效方法就是让经济再次恢复增长。

### 失业危机再次强调这一沉痛的教训，就业和经济增长之间的关系如同一条双行道。

但是各国如何才能恢复经济增长？这并没有快速简便的办法。提高和保持经济增长速度是一个复杂而多面的挑战，需要在不同时间范围内采取多方面的行动。的确，尽管我们会有这样一种感觉，我们已经渡过危机最糟糕的日子，但是增长率和产出水平仍旧低于危机前的水平。预计2013—2017年欧洲年经济增长平均仅为1.6%，勉强达到危机发生五年前2.6%的一半(IMF, 2014)。因此，短期内仍需要持续的货币政策支持和逐步实施的财政整顿，以在市场条件允许的情况下，保护经济的复苏。

但是加强欧元区制度框架建设已迫在眉睫，落实银行业联盟的各项措施是绝佳出发点。通过获得普通的公共资源(这是一种普遍的援救方式)，对经营不善

图1  
失业

危机后，很多国家的失业率之高，令人难以接受。

(失业率，百分比)



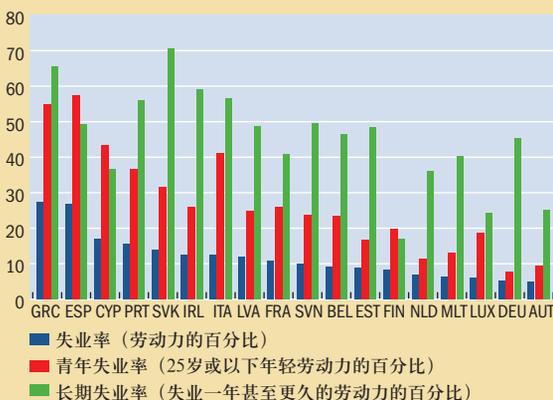
资料来源：哈维分析；IMF员工的计算。  
注：核心国家=比利时、法国、德国、荷兰；所选的其他欧元区国家=希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙、西班牙；新兴欧洲国家=保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、乌克兰。所有总数都是简单平均数。

图2

### 长期求职

青年失业率是其他人群失业率的两倍；其中大部分失业超过一年。

(失业衡量标准，2013年11月)



资料来源：欧盟统计局。  
注：GRC=希腊，ESP=西班牙，CYP=塞浦路斯，PRT=葡萄牙，SVK=斯洛伐克，IRL=爱尔兰，ITA=意大利，LVA=拉脱维亚，FRA=法国，SVN=斯洛文尼亚，BEL=比利时，EST=爱沙尼亚，FIN=芬兰，NLD=荷兰，MLT=马耳他，LUX=卢森堡，DEU=德国，AUT=奥地利。

的银行提供及时有效的低成本解决方案的能力将有助于打破银行业和公共部门消极影响的恶性循环。

欧元区制度的进程仍然有一段很长的路要走，消除投资者的不确定性，使他们坚信在把大量的资金投入未来之前危机终究会过去。另外，完善公共和私人资产负债表的中期工作必须认真地展开，以减少脆弱性。毫无疑问，解决劳动力市场和产品市场长期存在的缺陷是为欧洲维持产出和就业增长夯实基础，有助于实现欧元区经济和货币联盟的承诺。

## 危机的遗留问题

但是，直到危机所造成的资产负债表遗留问题得以解决，经济增长的持久回升才可能实现。在很多欧洲国家，尽管房价已有所下降，家庭和企业由于收入增长放缓或出现负增长使得已经很高的负债比率持续恶化。在经济萧条期间，公共部门债务同样大幅攀升。考虑到全球需求的缓慢进展，这些部门轻而易举地摆脱债务问题几乎希望渺茫。由此导致的减债的压力——即通过降低家庭消费，公司投资以及政府净支出的方式降低债务——会阻碍经济的复苏。

也就是说，不是所有的债务都是平等的。经济学家仍在讨论债务和经济增长的关系，但是IMF研究表明私人部门债务水平高尤显问题多多。事实上，家庭和公司的高额债务毫无疑问会降低经济增长，这主要由于其会导致脆弱性并抑制消费和投资支出。有现象

表明，财政的可持续性没有风险之时，公共部门债务就其本身而言并非不利于经济的发展。这表明通过促进私人部门减债，政府随后能够改善经济自我持续增长

## 青年失业率的激增会产生严重的社会和经济后果。

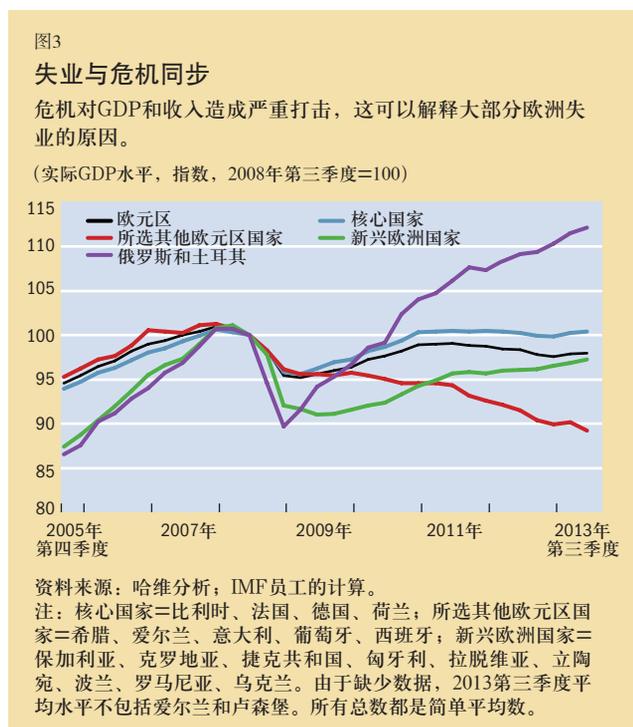
长条件。立足本国国情，决策者能够通过落实或加强合理的微观经济结构，如有效破产机制——例如，以快速而灵活的个人和公司破产程序为特色——有助于避免过长的减债进程，从而保护经济增长。

最后，政府债务当然也会随之消减。历史告诉我们，虽然充满困难，但即便在经济增长速度较低的环境下也是有可能做到的。例如，在20世纪90年代早期，比利时、丹麦和冰岛实现了债务消减超过GDP的30%，尽管最初接近于0甚至负增长。展望未来，我们要做的是在市场条件允许的情况下，通过长久维持中期的财政整顿落实相关政策，逐渐降低预算赤字，并且通过税收和支出措施的精心计划，努力控制预算紧缩对经济增长所造成的影响。例如，减少低效益的支出，保护公共投资以及直接税向间接税的转移将大有帮助，并且一些国家同样具有额外的私有化发展空间。另外，财政整顿期能够提供促进经济增长的税收或补贴改革的机会。

## 夯实基础

有助于长期提高增长的改革并不局限于财政领域。虽然各国国情各异，但已有明显迹象表明，大刀阔斧的结构性改革可极大影响经济学家所提到的潜在经济增长，即国家应对可持续的收入增长和就业的能力，这一点反过来也有助于家庭和公司完善资产负债表。IMF研究表明，尽管各国改革优先次序及其优化设计各有不同，但是产品和劳动力市场的同步改革将为经济潜在增长带来巨大前景。例如，尽管西班牙进一步加强劳动力市场灵活性能够促进调整，但是提高德国服务部门生产力的措施，如通过加强能源和运输行业的竞争和公共投资等方式，会有助于刺激投资、增加收入和促进国内需求。许多巴尔干半岛的经济体并非欧盟成员国（阿尔巴尼亚、波黑、科索沃、马其顿、黑山、塞尔维亚），它们需要解决深层次的问题——这些问题由延迟的过渡进程，欠佳的投资环境以及由此导致的更少的外国直接投资所造成。

综合性的改革是成功的关键——仅着眼于局部解决问题事实上会使情况更糟糕。在许多欧洲经济体中，





希腊雅典工人们正在建筑工地工作。

过去 20 年劳动力市场零碎的改革已证实了这一点。尽管劳动力市场普遍已变得更灵活，但改革在很多情况下既是局部的，又是不对称的。例如，减少对临时工解雇的限制，而对其他岗位则并没有降低解雇限制。这经常会导致劳动力市场分化（或“两级化”），持有永久性合同与短期合同的员工的工作待遇极其不同。二元劳动力市场以及工资缺乏灵活性，尤其是在较低端劳动力市场，这意味着如果工资不能调整，处于减少成本压力之下的公司不得不裁员。弱势群体（如低技能劳动者和年轻人）受此影响，导致一些欧洲经济体的青年失业率激增。正如先前提到的，这会产生严重的社会和经济后果。

## 利用改革，抓住机遇

解决结构性缺陷能够有助于国家从全球供应链所提供的出口动态中受益颇多。随着公司不断细化生产流程，并在具备合理的技能和生产因素的地方进行生产，这样的联系日趋重要。一些东欧经济体（如捷克共和国和斯洛伐克）的例子表明，一些有益于经济增长的相同改革措施将提高其竞争力，增加其吸引海外投资于较高生产率的出口部门的能力，反过来这也有益于经济的整体发展。这些动态也有助于解释债务危机前斯洛伐克失业率降低的现象。此外，日益高度融合的供应链也有益于解决欧元区内部区对经常账户余额不断加深的分歧，经常项目余额的分歧先于债务危机。事实上，在受危机重创的国家，近期经常账户赤字的减少是由危机本身引发的——缺少工作岗位和增长乏力，国内和进口商品与服务的支出趋于疲软。如果这些经济失衡通过更快速的出口增长得以解决，而不是

通过较少进口和降低生活标准的方式得以解决，该有多好。

虽然促进欧洲就业与经济增长任务艰巨，但令人鼓舞的迹象已经出现，最糟糕的时候终究过去了，不过危机所造成的影响将会延续，给决策者带来的挑战仍是巨大的。好消息就是经济全面复苏的路线图已经制定出来了。

从短期来看，扩大对商品和服务需求的政策，尤其是支持性货币政策，能够有助于保护经济反弹，而完成欧元区机构基础设施构建——更加迫切地朝着一个全面的银行业联盟发展——将降低潜在危机的不稳定性和风险性。必要时，同样有一些选择可以解决危机对家庭和公司资产负债表所造成的损害，此外，一个彻底的改革能够从长远上消除产出与就业的结构性障碍。

这些都绝非易事，但是现在是政府保证让更多的欧洲人能最终重返岗位的时候了。■

赫尔奇·博格尔（Helge Berger）是IMF欧洲部的顾问，马丁·辛德勒（Martin Schindler）是该部的高级经济学家。

本文基于IMF欧洲部的新书“Jobs and Growth: Supporting the European Recovery”中对相关研究结果的概括。

参考文献：

*International Monetary Fund (IMF), 2014, World Economic Outlook Update (Washington, January).*

# 绿色欧洲

欧洲大陆为降低二氧化碳排放量已树立了远大的目标

拉斯洛·瓦洛

2013年1月的一个寒冷阴暗的午后，一场来自北海的暴风雪席卷英国。风力发电厂的风车转得越来越快，输出了更多的能源——然而由于风速达到了安全系统停止生产的上限，风车突然停止转动了。结果造成能源输出在数小时之内从理论最大值降低为零。

但是并没有人注意到这些。伦敦陷入黑暗的相关消息并未见报。电力系统按照预先的设计——先是减少风力发电，而后迅速增加燃气发电的方式加以应对。

能源的有效转化远比用电照明意义重大。它能够窥探出决策者们如何看待欧洲低碳能源的未来。这是一个充满希望

和坎坷的未来，

欧洲大陆力图将

其2050年碳排放量

在1990年的水平上降低

80%至95%。这就意味着

欧盟所生产的80%甚至更多的电力必须来自风能、太阳能以及其他无碳能源。2014年1月，欧洲委员会经过慎重考虑提出一个中期目标。该目标计划到2030年将碳排放量在1990年的水平上降低40%。

## 绿色之路困难重重

欧洲绿化目标可谓雄心勃勃，但实现起来却又困难重重。与美国和中国相比，欧洲已经处于一个低碳的环境。这不利于通过简易的解决方案来降低碳排放量。

在美国，煤炭发电量占发电总量的40%多；在中国，75%以上依靠煤炭发电。采用更环

保的天燃气替换燃烧煤炭的方法会使两国的碳排放量大幅降低（尽管中国不断加大煤炭发电能力，远超过了其他能源）。

但欧洲的煤炭发电量仅占发电总量的约28%，而38%的发电量则是来自于核能发电和水利发电——这两者都不会排放二氧化碳。在欧洲，采用天然气发电并不能有助于降低欧洲的碳排放量。即使欧洲所有煤炭发电都改为天然气发电，电力部门排放的二氧化碳仍是欧盟所制定目标的两倍之多。

这也就意味着远大的减排目标仅仅能够依靠低碳能源的大规模部署来实现。甚至欧洲将换掉20世纪六七十年代建立的核电产能，才有可能实现这一目标。由于欧洲核能发电令人担忧的未来，众多需符合减排目标的投资将投入到诸如风能和太阳能等可再生能源领域——欧洲各国政府已经对可再生能源的发展进行补贴。

虽然有些日子乌云密布，但是有些日子却又风平浪静。或如2013年的英格兰，有些时候风力过于强劲。永远不变的只有风力和日照不停在变化这个最基本的地理现象。届时，天然气发电将发挥作用：有助于维持欧洲电力系统安全经济地运行，这将日趋有赖于可再生能源。欧洲必须制定相应能源政策，加强电力市场、系统运行和监管一体化。伦敦事件表明，当可再生能源不可利用时，电力系统将有赖于正确审慎地使用天然气，以维持日常照明。

## 技术积累

在过去十年中，欧洲在充分利用可再生能源操作电力系统方面已具有丰富的技术积累。目前，一些欧洲国家的风能和太阳能产能是最初预计的几倍。可以说，系统级的知识进步至少与风能和太阳能生产方面的硬件技术进步同等重要。

为实现这些远大的目标，决策者们必须做到以下几点：



建立欧盟单一能源市场。尽管支持单一能源市场的宣言已形成书面文字，但很多国家仍然追求能源的自给自足，这将不利于统一市场的发展。统一的能源市场能够允许远在德国的太阳能发电为巴黎的电热器加热，正如2012年那场寒潮所经历的一样。

为天然燃气创造一个合理的市场。当可再生能源不可利用时，天然气必须成为公共事业转向的后备能源，用以发电。甚至按最乐观的打算，常规发电站在未来几十年提供安全电力仍功不可没。尽管核电站的政策约束暂且尚无，但是用于后备生产的成本昂贵，而且其碳排放量是燃气发电的两倍。这使天然气成为含碳量最低的替代能源。

## 风车和太阳能发电场经常被建在能吸引补贴的地方，而不是风力十足或光照充足的地方。

一台现代燃气涡轮机能够在一小时之内从零发动至100万马力，又会按照需要以惊人的效率返至怠速。一家发电厂能够为600个大型风力涡轮机提供灵活的后备能源。国际能源署预测，在低碳欧盟电力系统中，该地区大量的天然气储能平均每天仅需运行3.5小时，以弥补由于天气原因造成的太阳能、风能发电不足。燃气涡轮机有时将闲置数日，有时会一天数次从零运转至最大产能，然后再返至零。但是常规能源发电为主的系统不这样利用燃气发电厂，在常规能源系统中燃气发电厂通常每天发电10至12个小时，夜间降低产能或停止发电。欧盟区经济衰退降低了对电力的需求，加速了向低端多样化使用过渡，但是电力市场规划并未跟上，引发了对被困投资的担忧。欧洲各国必须反复思考电力市场的规划，建设一个灵活的天然气基础设施，以便应对需求的快速波动，并能够瞬间储备和输送天然气。电力市场规划还需要高效流动的现货市场，能够在短时间内为公共设施提供天然气。它需要为昂贵的燃料提供新的输送线路和安全来源，并当其能够保证天然气生产商多样化的需求时，必须开发新来源。这些多样化的需求有赖于太阳能和风能产能的多样化和消费者使用的变化。

提高可再生能源的成本效率。欧洲各国政府对可再生能源的发展提供补助，其依据是可再生能源为幼稚产业，需要扶持，以达到竞争对手的经济规模。但在一些情况下，过度的补贴会引发投资泡沫，太阳能板的投资就是一个例子。在其他情况下，能源政策并没有充分考虑地理条件以及技术发展。因为可再生能源补贴因国情和技术差异而有所不同，所以同一件商

品有3000多个不同的经济补贴价格，这样会误导投资。风车和太阳能发电场经常被建在能吸引补贴的地方，而不是风力十足或光照充足、成本效率高、基础设施齐全的地方。

详细检查电力市场规划。一些欧洲国家拥有比起初预计高出几倍的风能和太阳能产能，技术成本也已降低——这些都是积极的发展。但却没有处理造成发电量波动的良方。一个世纪以来，电力行业计划在电力供应方面做到：消费者无论何时都能够使用他们想要的以及电力系统需满足消费者的需求。在常规电力系统中电力系统都显得力不从心，依靠风能和太阳能的电力系统更是无能为力。

欧洲能够实施更多需求方面的方法。建议100万消费者将自家空调温度调低的效果与一家10亿美元的备用发电厂的效果一样。日本在丧失核发电能力后，这一方法有助于提供电力系统的安全操作。另一方法是促进电力市场的一体化，使电力贸易在欧洲大陆更加灵活，这将利用各国的最高需求有所不同的这一优势。整个欧洲的最高需求比不同时期各国最高需求之和低30千兆瓦——相当于一个中等大小国家的电力需求。北欧最高用电需求是在冬天，而南欧则是在夏天。欧洲南北用电流通能提高用电效率。

## 进展缓慢

但是欧洲电力输送系统远未达到一体化模式的能效，还不能支持低碳能源市场。扩大传输容量的进展缓慢，这是因为事实上每一条新的输送线路都面临着巨大的局部阻力。尽管一些障碍可以克服，但是传输容量仍是稀缺资源。并且这需要国家之间相互组织协调。电力必须能够在欧洲各国间自由输送。拥有一个更强大的传输网络，连接欧洲不同地区并使一体化市场能够应对实时的天气变化，届时欧洲的风能和太阳能产能才能翻两番——超过10万个新风车和5亿块太阳能板的发电产能。

低碳未来将伴随着更高的标价，但标价到底有多高取决于欧洲目前是否采取措施改变能源格局，落实将天然气作为一种“保障”燃料的政策，与此同时降低可再生能源成本，提高天然气和电力传输能力以及打破国家壁垒。当然也可以推迟行动，不过这也许是代价最高的选择。■

拉斯洛·瓦洛(Laszlo Varro)是国际能源署天然气、煤炭和电力市场部的负责人。



# 足球，足球

欧洲足球的成功部分归因于球员市场的开放。但其未来将会怎样呢？

斯蒂芬·西曼斯基

巴西足球世界杯将成为2014年最为盛大的体育赛事，有可能在未来的几个月里成为头条新闻，并主宰很多球迷的生活。对于部分球员来说，这也将成为他们职业生涯中具有决定性意义的时刻。

届时，球迷们关注的焦点将是众多国际著名球星，如阿根廷的里奥内尔·梅西和葡萄牙的C罗等，关注他们能否如同在其所效力的俱乐部（两人分别效力于巴塞罗那和皇家马德里）一样，在国家队中同样表现出色。

此外，世界杯还将造就多位身价百万的新球员——这些球员目前效力于哥斯达黎加、克罗地亚、希腊或日本等国的小型足球俱乐部，如果他们在巴西世界杯上表现出色，将有望与拜仁慕尼黑、曼联等大牌俱乐部签署收入不菲的转会合同。几乎所有足球球员的梦想都是到欧洲最高水平的俱乐部踢球。

过去20年间，由于足球市场的监管制度和其他因素发生了根本性的变化，欧洲足球劳动力市场的国际流动性显著增大。如今，欧洲足球市场外籍球员的比重（超过总数的1/3）远远超过了整个欧洲劳动力市场外籍劳务人员的比重（仅为7%）（Besson、Poli和Ravenel，2008年；欧洲委员会，2012年）。因此，球员的国际性是欧洲足球市场取得成功的关键要素之一。

## 初期演变

1863年，足球运动率先在英国组织成立，随后迅速传播至欧洲其他地方。而1930年第一届“世界杯”的举办则是足球走向国际化的标志之一。现在，足球界的国际管理机构——国际足联所拥有的成员国数量甚至超过了联合国。

然而，如果说足球是一项世界性的体育运动，那么欧洲拥有最大的球队和天才球员市场也是事实。根据国际足联2006年公布的“大计数”（Big Count）调查结果显示，世界各地的职业球员数量共约113000名，其中有60000名职业球员效力于欧足联这一欧洲管理机构（Kunz，2007年）。根据欧足联的计算，2011年欧洲足球的总收入达到160亿欧元，其中69亿欧元作为工资支付给了球员。欧洲足球的成功在于，它拥有全球规模最大的俱乐部、最优秀的国家队（世界上仅有巴西和阿根廷的国家队可与德国、意大利、荷兰和

西班牙等欧洲国家队相提并论），规模最大的足球全国联赛和比赛。

在维持欧洲足球的主导地位方面，球员的流动性发挥着重要作用。在早期时候，那些因为高薪而转会的球员经常在同个赛季频繁易主。此后，所有俱乐部联合起来，共同制定了一项球员转会制度，要求每个职业球员必须首先在某个俱乐部注册。注册后，球员即是该俱乐部所属的资产，只有当该注册权转让后，球员才能效力于另一家俱乐部。最初，除非俱乐部选择出售该注册权，否则可永久性地持有该注册权，从而将球员牢牢地控制住。这种制度主要是为了确保球员的薪水始终保持较低水平。20世纪60年代，球员开始寻求更多的权利，如合同到期时可以自由转会等。

20世纪50年代开始，球员的国际流动成为足球市场的一个重要组成部分。当时，阿根廷的阿尔弗雷多·迪·斯蒂法诺（Alfredo Di Stefano）和葡萄牙的费伦茨·普斯卡什（Ferenc Puskás）是伟大的皇家马德里球队的主力队员。60年代，西班牙和意大利的球队开始试图吸引来自欧洲和南美地区的优秀球员。不过在90年代以前，球员的流动主要是在各国国内进行的。

20世纪80年代，随着有线电视和卫星技术的发展，越来越多的赛事得到转播，大大增加了市场对体育节目内容的需求，并形成了一个热衷于观看足球联赛的国际观众群体。竞争的加剧也加大了各俱乐部对国际优秀球员的争夺。1992年，英超联赛中仅有9名外籍球员，而到2013年时已多达290人，占其所有球员数量的2/3。不过，其他欧洲国家联赛的外籍球员的比重相对较小，其中德国约为50%，西班牙约为40%。

## 博斯曼法案

在推动欧洲足球球员市场的多样化方面，放宽管制发挥了很大的作用。由于体育运动机构通常为私人机构，因此其在制定规章制度而不受政府干预方面拥有很大的回旋余地。不过，具有约束性的劳务协议可能违反法律体系的规定，著名的“博斯曼法案”就是其中的一个经典案例。

让-马克·博斯曼（Jean-Marc Bosman）是一名比利时球员，当时他与比利时列日足球俱乐部的劳务合



同已经到期。法国敦刻尔克俱乐部希望与之签约，而博斯曼也希望转会到该俱乐部。敦刻尔克俱乐部提出为其支付注册转会费。根据当时的规定，博斯曼的注册权仍属于列日俱乐部。不过，列日俱乐部认为转会费开价太低，因此博斯曼未能转会成功。博斯曼愤而起诉，案件交由欧洲法院审理。1995年，欧洲法院裁定该项转会制度违反了欧盟有关劳动力自由流动的法律规定，同时限制外籍球员数量的规定也违反了法律规定（欧洲法院，1995年）。该项判决被普遍视为大大促进了球员的跨境流动。

在与欧洲委员会进行协商后，欧洲球员转会制度进行了重大改革。自此以后，转会费仅适用于其合同尚未到期的球员（年龄在23岁以下的除外），以补偿俱乐部的培训费用。参加欧足联比赛的每个俱乐部的出场球员必须至少包括8名本土球员——4名由本俱乐部培养的的球员以及另外4名来自本国其他俱乐部的球员。

当时，很多专家都认为“博斯曼法案”将彻底破坏整个转会市场，小型俱乐部的经济生存能力也将随之遭到破坏。然而，这两个预言都落空了。事实上，此后转会费纪录多次被打破，最近的2013年英超联赛托特纳姆俱乐部的球员格瑞斯·贝尔（Gareth Bale）在其劳务合同还有三年才到期时，以1亿欧元的天价转会到皇家马德里。尽管很多俱乐部深陷财务困境，但足球市场历来如此，并且很少有俱乐部选择退出市场。这些俱乐部的亏损往往由那些所谓的“大款”埋单。这些腰缠万贯、财大气粗的富豪们往往以拥有一支足球队而引以为荣。

## 足球劳动力市场的效率问题

整个欧洲足球市场拥有一个灵活的劳动力市场，其成功显而易见，不过要具体评估其经济效率则并不容易。过去20年间，英超联赛甲乙级球队的工资支出与球队的成功之间总体而言具有很强的相关性（见图）。我

们有足够的理由认为这种相关性具有因果关系：球员在足球市场广泛公开转让，球员的特点众所周知并且

从某种意义上讲，足球劳动力市场是一个完全竞争市场。

被密切关注，那么表现出色的球员往往会赢得更多的比赛，而赢球的球队将获得更多的收入。从某种意义上讲，足球劳动力市场是一个完全竞争市场。

不过，这种反向的因果关系似乎并不存在：当球队赢球后，球员可能赢得合同所规定的奖金。但是，一家成功的俱乐部不会因为其有能力就可能向球员支付更高的报酬，这是因为很多俱乐部希望投资未来，并且更愿意将他们认为表现不再出色的球员卖掉。那些旨在进行潜在反馈效应对比研究的更为复杂的模型往往支持这种假设，即球员工资和球队成功之间存在因果关系（Peeters和Szymanski，即将发表）。此外，上述确定的英式足球所存在的相关性在其他国家的联赛中是否存在，如西班牙、意大利和法国联赛。

## 维持球迷的热度

有数据表明，球员在转会市场上的身价总体得到了有效的体现，他们所获得的报酬水平与球队的成功大小成正比。不过，整个欧洲足球市场是否如此，这一点还并不清楚。

从经济学的角度看，球员应该转会至其“边际效益产品”能够最大化的俱乐部——在这些俱乐部中，球员可以为球队的成功做出尽可能最大的贡献。显而易见，只有在少量属于联赛传统强队的俱乐部中，球员对俱乐部收入的贡献度才是最大的。不过，很多经济学家认为，少量球队始终在联赛中称霸的局面在经济上效率低下。

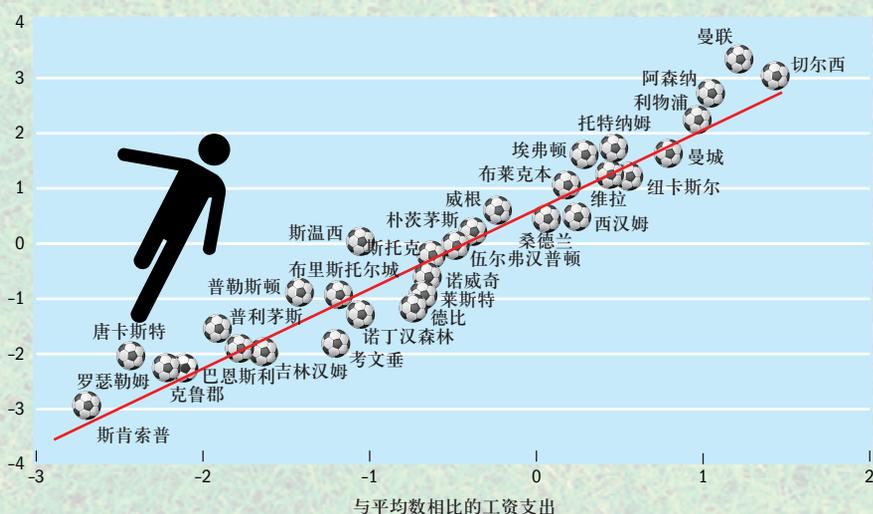


葡萄牙的C罗是全世界薪酬最高的足球球员。

### 一分钱一分货

球队倾向于支付更高的薪酬，以赢得更多的比赛。

(平均联盟排名)



资料来源：Companies House网站 (<http://www.companieshouse.gov.uk>)。

注：图中所示为英国足球两大顶级赛事（英超联赛和锦标赛）的俱乐部在2003—2012年间的工资支出数据。数据基于各俱乐部的财务账目。

经济学家认为，要使联盟保持吸引力，必须保持一定程度的“竞争性平衡”，否则其结果就会没有悬念。在这种情况下，球迷将对整个联盟，甚至对成功的球队失去兴趣（试想，如果你已预料到比赛的结果，再去观看比赛还有什么意义？）。如果成功的球队优势太明显，就会严重打击球迷对比赛的兴趣（Rottenberg, 1956年）。因此，联盟必须重新分配资源，推动竞争性平衡。

从劳动力市场的角度看，这意味着相对于联赛和球迷的最大利益来说，过度投资于人才对那些强势的大牌俱乐部具有诱惑性，而小型俱乐部在笼络人才方面则倾向于投资不足的状况。因此，球员在自由开放市场进行分配的社会效率低下——大牌俱乐部过于强势，而小型俱乐部过于弱势。这一问题在美国得到了认真的对待，美国一些职业体育联盟已采纳了一系列机制来保持竞争的均衡。

例如，全世界最为赚钱的体育联盟——美国国家橄榄球联盟（NFL）将其40%的门票收入与参赛球队分享，并将其所有的电视转播和衍生品收入与32支球队平等分享。联盟为各个球队设置了支付球员薪金的最高限额和最低限额，同时制定了一项征召制度，授予联盟中表现最差的球队首先挑选新球员的权利。所有这些规定都旨在保持竞争的均衡性，NFL声称，“在任何一个星期日，联盟中的任何一支球队都可能获胜。”在这种情况下，球队的工资支出与球队的表现之间几乎不存在相关性，这是因为各个球队的工资支出几乎没有任何差异。

鉴于实力高度不均衡的欧洲足球体制继续吸引大量球迷的兴趣，有利于类似NFL体制的证据也是出人意料地好坏参半（Borland和MacDonald, 2003年）。不过，为了竞争性平衡而强行采取的规定往往会限制工资和劳动力的流动。当加入NFL的球员签订为期四年的劳务合同后，NFL的征召体制将赋予某支球队独家劳资谈判权。如果某位球员的实际表现大大超过此前的预计，也只能等到四年合同到期后才有可能获得更好的待遇。NFL与球员联盟进行过协商，就最低的交换条款和条件达成了一致。此类约束条件既使NFL的各个球队获利颇丰，同时也让球员感到有保障。相反，在欧洲，球队绝大部分没有盈利，球员联盟FIFPRO（国际职业球

员联盟）声称，对很多球员的工资支付不及时或不足额。

本年度，一项称之为“财务公平竞争”（Financial Fair Play）的新财务管理制度将在欧洲正式生效。该制度一方面要求各个俱乐部履行相关合同义务，另一方面也将限制俱乐部对球员的工资支出。这些管理规定如果得到全面执行，将会降低球员的流动性，同时增强俱乐部的盈利能力。不过，至于它是否预示着欧洲的体育联盟将向更加美式的联盟组织形式发展，我们还将拭目以待。■

斯蒂芬·西曼斯基（Stefan Szymanski）是密歇根大学体育管理史蒂芬·J. 加莱提教授。

参考文献：

- Besson, Roger, Raffaele Poli, and Loïc Ravenel, 2008, Demographic Study of Footballers in Europe, *International Center for Sports Studies report* (Neuchâtel, Switzerland).
- Borland, Jeff, and Robert MacDonald, 2003, "Demand for Sport," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 19, No. 4, pp. 478-502.
- European Commission, Eurostat, 2012, European Union Labour Force Survey—Annual Results 2012 (Luxembourg).
- European Court of Justice, 1995, Case No. C-415/93, Report p. I-04921 (Luxembourg).
- Kunz, Matthias, 2007, "265 Million Playing Football," *Big Count Survey*, FIFA Magazine, July.
- Peeters, Thomas, and Stefan Szymanski, forthcoming, "Financial Fair Play in European football," *Economic Policy*.
- Rottenberg, Simon, 1956, "The Baseball Players' Labor Market," *Journal of Political Economy*, Vol. 64, No. 3, pp. 242-58.



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 2015–2016 program begins in July of 2015. Applications are due by January 5, 2015.

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)

# 喜欢你所读到的吗？



那么请在facebook上为我们点赞吧！

[www.facebook.com/financeanddevelopment](http://www.facebook.com/financeanddevelopment)

# 老龄化危机

发达经济体的老龄化可能会使货币政策效果差强人意

帕特里克·伊玛目

世界人口结构正在发生前所未有的巨大变化。人口老龄化日趋严重，尤其是在发达经济体。相关人士广泛研究人口老龄化对政府支出和税务（即财政）政策造成的影响，普遍认为应多管齐下，增加税收、减少养老金福利、延长工作年限，以解决人口老龄化造成的财政负担——尽管这样做会面临巨大的政治挑战。

但很少有人探究人口老龄化对货币政策的影响——央行对利率和货币供给进行调整，以推动实现稳定的通货膨胀水平、促进就业和增长。

根据生命周期假说，人们主要在年轻时期举债，积累资产和偿还贷款，直至退休，然后依靠其资产生活。这清晰地表明了货币政策有效性和人口结构之间的关系。经济学家很少探究这两者之间关系的部分原因是货币政策旨在对1—2年的短期冲击做出反应，却忽略了缓慢变化的因素，如人口结构的改变，而随着时间的推移，这些因素日益凸显出来。

虽然人口结构的改变是缓慢的、悄无声息的，但我的研究表明，其对发达经济体的货币政策产生了巨大影响，包括发达经济体近几年采取的非常规手段（如量化宽松）。从理论上讲，人口老龄化的影响尚不明确：各种货币政策变动通过不同渠道对老年人和年轻人所产生的影响是不同的。但总体来说，我发现老龄化社会削弱了货币政策的有效性。

## 突如其来的惩罚

货币政策有效地抑制和稳定了通货膨胀，进而促进了稳定增长，并大大减少了商业周期波动（自20世纪80年代中期以来，发达经济体的商业周期波动一直持续，直至2008年爆发全球金融危机）。为此，货币政策大受赞扬。分析显示，央行通过控制通胀预期，减少了左右投资决策和抑制消费的不确定性，并能够

对冲击做出灵活响应。1991年海湾战争后以及2000年互联网泡沫破灭后，各国迅速采取了宽松的货币政策，以恢复经济活动。由于当时通胀预期较低，因此能够迅速做出响应。

但2008年全球金融危机爆发后，人们对货币政策有效性的信心开始下降。自危机爆发以来，各央行发现很难支撑增长和价格，不管是日本、美国，还是欧洲。并且越来越多的证据表明，即使在长达约25年的所谓的大缓和时期（危机爆发前），货币政策也并非看起来那么无所不能。

## 货币政策也并非看起来那么无所不能。

新证据表明，自20世纪80年代中期以来，货币政策对可变因素（如失业率和通胀率）的影响已经减弱，有些正在减弱。按照利率变化对失业率和通胀率的影响来衡量，货币政策的有效性正在下降，这通常是由于更稳定的通胀和产出预期所致，而通胀和产出预期受利率变化的影响较小（Boivin、Kiley和Mishkin，2010年）。当通胀预期与央行的目标保持一致时，包括深度衰退时期（如近期的全球金融危机），通胀对周期性失业—产出缺口（在充分就业的情况下经济体的产出与实际产出之间的差距）的变化的响应程度较低（IMF，2013年）。许多经济学家认为，这些因素说明了为什么自2008年以来货币政策的空前扩张并没有对通胀或产出造成更大的影响。

研究人员从两个方面解释了货币政策有效性下降的原因。

经济结构转型，尤其是在信贷市场：一些经济分



析学家认为信贷市场上的制度变革是造成货币政策的有效性下降的原因。他们表示，过去几十年间放松了监管限制，信贷市场实现了自由化。新的借贷形式（如证券化，即将贷款转化为证券）使更多类型的机构在所谓的影子银行业部门提供信贷（见“什么是影子银行？”，《金融与发展》2013年6月号）。影子银行（包括如投资公司和保险公司等的实体）使人们更容易获得贷款，并且将大多数贷款提供给之前贷款困难的人们，尤其是那些低收入群体。从原则上来看，这些改变应该能够提高货币政策的有效性。但是，在信贷市场发生上述变化的同时，家庭资产负债表，尤其是房产价值，开始在消费决策中发挥越来越重要的作用。消费者发现他们可以通过对抵押贷款进行再融资，来利用房屋净值贷款。这就意味着标准的消费者借贷和利率变得不再那么重要，反过来降低了信贷渠道的重要性——其结果是，经济活动对货币政策的敏感度发生了变化。

货币政策影响经济活动参与者（如企业和消费者）的方式的改变：一些经济学家还认为，央行——由于其良好的信誉——越来越多地通过“公告操作”的方式运作，即仅通过公布其政策意图来管理市场预期，而不用像以前那样大幅调整利率。人们预期，如果产出偏离其潜在水平或通货膨胀偏离目标水平，各国将做出强烈的货币政策响应，这样的预期使收入和通胀预期更加稳定。这反过来意味着实际支出和通胀水平更加稳定，从而降低了利率变化的效果。

这些因素很重要，但它们不是造成货币政策有效性下降的唯一原因。在我研究过的5个主要发达经济体（加拿大、德国、日本、英国和美国）中，人口结构的变化在削弱货币政策有效性方面发挥着重要作用，

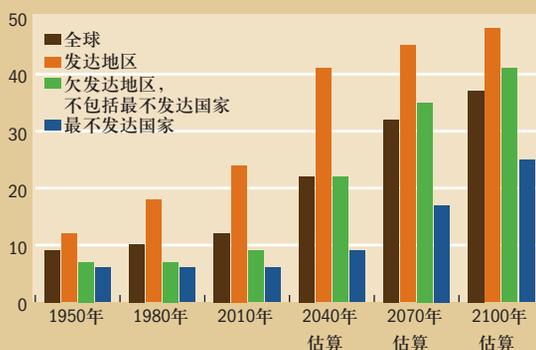
而这一原因尚未引起足够的重视。

各国人口结构的变化千差万别。德国和日本等国的人口老龄化速度快于其他国家，但每个国家都正在经历老龄化。其结果是，老年人与劳动适龄人口的比

### 日趋老龄化

一些国家的人口老龄化速度快于其他国家，但每个国家都正在经历人口结构的变化，从而导致老年人与劳动适龄人口之比上升。

（老年抚养比，百分比）



资料来源：联合国。

注：老年抚养比是指65岁以上的人口数量与15—65岁人口数量之比。2010年以后的数据是估计值。发达地区包括澳大利亚、加拿大、欧洲、日本、新西兰和美国。欠发达地区包括非洲、亚洲（日本除外）、拉丁美洲和加勒比地区以及美拉尼西亚、密克罗尼西亚和波利尼西亚（最不发达国家除外）的所有国家。49个最不发达国家包括：阿富汗、安哥拉、孟加拉国、贝宁、不丹、布基纳法索、布隆迪、柬埔寨、中非共和国、乍得、科摩罗、刚果民主共和国、吉布提、赤道几内亚、厄立特里亚、埃塞俄比亚、冈比亚、几内亚、几内亚比绍、海地、基里巴斯、老挝、莱索托、利比里亚、马达加斯加、马拉维、马尔代夫、马里、毛里塔尼亚、莫桑比克、缅甸、尼泊尔、尼日尔、卢旺达、萨摩亚、圣多美和普林西比、塞内加尔、塞拉利昂、所罗门群岛、索马里、苏丹、坦桑尼亚、东帝汶、多哥、图瓦卢、乌干达、瓦努阿图、也门和赞比亚。

例（即所谓的老年抚养比）上升（见图）。此外，由于各国的生育率在下降，全球老龄化速度加快。根据生命周期假说，在老龄化社会里，尤其是在发达经济体中，成为债权人的家庭占比较大，并且对利率变化不太敏感，当利率固定并且不随着通胀水平的变化而变化时尤为如此。在我所研究过的国家中，通常是这种情况。与之相反，在年轻化的社会里，成为债务人的占比较大，并且对货币政策引起的利率的变化高度敏感。换言之，除了结构改革和预期之外，人口结构在削弱货币政策对通胀率和失业率的影响方面发挥着一定的作用。

## 不同的方式

货币政策以不同的方式对不同的人群产生影响，这取决于货币政策面向的人群和传导渠道（见表）。货币政策通过调整利率引起行为变化（具体而言，其如何影响发达经济体的老龄化社会）的方式有很多，下文列举了几种：

**利率渠道：**根据生命周期假说，个人在其整个工作年限内获得房子、股票和债券等资产，并在其退休后出售这些资产。家庭的储蓄和消费模式都遵循有效路径，并且该路径随年龄的增长而发生变化。在生命周期的早期阶段，债务高企，然后开始下降（虽然与过去相比，近几年下降速度较为缓慢，这主要是由于受全球危机、教育及抚育成本的上升及其他因素所致）。年轻家庭通常为净债务人，对利率变化高度敏感，尤其是当房贷利率频繁变动时。相比之下，老年家庭通常不需要贷款，对利率渠道的变化不太敏感。这表明，如果在年轻家庭主导的社会里，货币政策在削弱或鼓励需求方面将比老龄化社会更加有效。

**信贷渠道：**信贷渠道影响所谓的外部融资升水，从而会凸显利率渠道的作用。外部融资升水是指家庭或企业利用其自有资金进行购买的成本与外部贷款的成本之间的差异。

老年家庭的净值通常大于年轻家庭，并且老年家庭更有可能依靠自筹资金进行投资或消费。与此同时，老年人通常拥有大笔资产，可将其用作抵押，因此贷款风险溢价较低，外部融资成本也应该更低。老年人能够自筹资金并且贷款成本较低，这表明老龄化社会对于货币政策对信贷渠道的影响不太敏感。在发达经济体中，有许多老年人处于贫困状态，但他们通常不受货币政策变动的影响，因为无论在何种情况下，他们都无法获得贷款。

**财富效应渠道：**根据生命周期假说，预计人口结构变化会影响资产价格。一般情况下，年轻人拥有的资产较少，而老年人则较多。当一个家庭获得大额资产时，许多资产可以产生利息收入。这表明，与基本上没有生息资产的老年人相比，利率变化对拥有生息资产的老年人的收入影响较大。在老龄化社会中，财富效应很可能日益重要，这是因为财富往往集中在老年人手里（至少在发达经济体中是这样），并且老年人通常将其大量投资于利率敏感性固定收益产品（如银行存款或债券），而非股票。因此，人口结构变化将相对凸显财富效应渠道的重要性，从而增加货币政策的有效性。但自全球危机爆发以来，宽松货币政策通过财富效应渠道削弱了货币政策的有效性。宽松货币政策导致利率下降，而利率下降又造成从储蓄或年金中的收入减少，因此，老年人可能会增加储蓄，减少消费。不过，尚缺乏确凿的实证证据来支持这一观点。

相对于上述渠道，对其他渠道的研究较少，并且更难以辨别，但其他渠道可能会改变货币政策传导的途径，例如：

**风险承担渠道：**货币政策影响了个人和企业的风险认知。风险承担渠道鼓励人们寻求收益，从而影响风险承担。当利率下降时，金融机构会增加借款（增加杠杆）；当利率上升时，减少借款。老年人没有多少时间用来挽回损失，因此在老龄化社会中，风险规避型家庭可能较多，而整体风险承担型家庭则较少，即债券投资较多，而股票投资较少。由于在老龄化社会中，风险承担渠道的效力下降，货币政策有效性很有可能被削弱。

**预期渠道：**人口结构变化可能对预期的影响不大，这是因为预期更有赖于央行的信誉，而央行的信誉应该不会因社会老龄化而改变。但近期根据调研数据而进行的研究显示，如果所有其他条件相同，通胀预期会随着人们年龄的增加而上升，从而产生风险规避行为（Blanchflower 和 MacCoille, 2009年）。行为金融经济学家表示，老年家庭通常为债权人，并且如果通胀水平较高，老年家庭遭受的损失多于年轻家庭，而年轻家庭反而可能会从通货膨胀中受益，高风险规避行为应运而生。因此，实际上央行可以针对老龄化社

### 货币政策传导渠道

货币政策可通过多种渠道进行传导，并且人口年龄可能影响其有效性。

渠道	年轻化社会	老龄化社会	如何影响其有效效应
利率	比较重要	不太重要	信贷需求：年轻成年人比老年人需要更多的贷款
信贷	比较重要	不太重要	外部风险溢价：年轻成年人更需要从外部获得贷款
财富效应	不太重要	比较重要	收入分配：年轻人掌握的财富较少，而老年人则较多，因此老年人对货币政策变动更敏感
风险承担	比较重要	不太重要	风险规避：老年人更倾向于规避风险，对货币政策变动的反应程度较小
预期	不太重要	比较重要	通胀预期：与年轻人相比，老年人对通货膨胀更敏感

会中对通货膨胀日益增长的担忧做出响应，并将重点放在维持价格稳定上。

为了估计人口结构变化的冲突效应对货币政策有效性的净影响，根据各国的人口结构，我将各国货币政策有效性的估计结果进行了一一对应。此项研究的重点是5大发达经济体，这5大经济体在1963—2007年间制定独立的货币政策。为了避免因全球经济危机导致任何困难，我研究了2007年的数据。通过比较上述5个国家的货币政策有效性随老年抚养比变化而变化的情况，并重点研究老龄化对利率敏感性变化的影响程度，我分析了货币政策变化对通胀率和失业率的影响。此项研究确定了人口趋势与货币政策有效性之间的强大关系。

## 除了大幅调整利率，老龄化社会将需要更激进的货币政策。

此项研究还证明了老龄化与货币政策有效性不足之间的关系，这种关系是长期的，并且不受商业周期等短期因素的影响。研究显示，如果老年抚养比上升1个百分点，那么货币政策对通胀率的影响能力将被削弱0.1个百分点，而对失业率的影响能力将被削弱0.35个百分点。以德国为例，预计未来十年内老年抚养比将上升10个百分点，在这种情况下，上述关系尤为显著。因此，在老龄化社会中，货币政策的有效性将被削弱，这一点会更加明显。

### 新的权衡因素

我的研究表明，人口结构变化是造成货币刺激政策没有产生较大效果的部分原因。如果老年家庭占多数的社会对利率变化不太敏感，那么在老龄化社会里，货币政策的效力将减弱。人口结构的变化意味着在很长一段时期内，发达经济体的政策利率将保持低水平（除非资产价值下降，从而使年轻家庭感觉比退休人员更加富有）。在经历人口结构向老龄化转变的社会中，将出现新的权衡因素，这些因素将有可能转变货币政策操作方式，以实现相同的效果。

首先，相对于产出稳定而言，对通货膨胀的偏好可能会改变，这是因为平均来说老年家庭拥有较多资产，因此会因意想不到的通货膨胀而遭受更多损失。越来越多的人规避通货膨胀，这可能导致降低最优通货膨胀目标。而各国央行将全面考虑这些权衡因素，并可能采取紧缩性货币政策，以使通胀率保持低水平，尽管这样做可能会造成产出波动较大。换言之，通胀

率可能会更低，但衰退率和复苏率会更高。

其次，如果在老龄化社会中货币政策效果不足，那么为了达到在年轻化社会中货币政策对通胀率或失业率的效果，央行将不得不大幅调整的利率，便于货币政策传导。这表明，25个基点（1个基点等于1个百分点的1%）的调整幅度——过去几十年中一直采用这个标准——可能不足（或者说，在多数发达经济体的当前环境下，利率已处于零水平，激进的量化宽松政策将成为常规工具的一部分，并且各国将更加频繁地使用这一工具）。除了大幅调整利率，老龄化社会将需要更激进的货币政策，以提高政策有效性。

再次，由于货币政策有效性下降，非货币政策（如税收和支出）将在稳定经济和金融体系方面发挥更大的作用。所谓的宏观审慎政策也可能是造成货币政策有效性下降的原因（见“整体性保护”，《金融与发展》2012年3月号）。宏观审慎政策使用审慎金融监管工具，如强制性贷款价值比、资本要求和资产负债表中现金类资产的限定水平，来解决对整体经济的担忧。例如，如果货币政策传导受阻，刺激（或减少）借贷的方法之一是调整那些审慎比率，同时维持金融稳定（Haldane，2011年）。

本研究主要专注于发达经济体，这是因为发达经济体最先经历人口结构的变化。虽然新兴市场和低收入经济体也将缓慢步入老龄化，但其对货币政策的影响不同于发达经济体，因为财富没有集中在老年人手中，并且整个社会可能会对利率变化更加敏感。■

帕特里克·伊玛目（Patrick Imam）是IMF货币与资本市场部的高级经济学家。

本文基于作者2013年的IMF工作论文13/191“Shock from Graying: Is the Demographic Shift Weakening Monetary Policy Effectiveness”。

参考文献：

Blanchflower, David, and Conall MacCoille, 2009, “The Formation of Inflation Expectations: An Empirical Analysis for the UK,” NBER Working Paper No. 15388 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Boivin, Jean, Michael Kiley, and Frederic Mishkin, 2010, “How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?” NBER Working Paper No. 15879 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Haldane, Andrew, 2011, “Risk Off” Bank of England Speech, August 18. [www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech513.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech513.pdf)

International Monetary Fund (IMF), 2013, “The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?” World Economic Outlook (Washington, April), Chapter 3, pp. 1–17.



# 美元 霸主地位依旧

埃斯瓦尔·普拉萨德

在全球金融危机爆发之后，国际货币安排受到重新审视

在上世纪的大部分时间里，美元一直都作为最优的全球储备货币。由于包括外国央行在内的国际投资者将美国的金融市场视为安全港，在这样的观念下，美元作为主要世界货币的地位又得到了巩固。美国的资本流入在过去的20年中出现了激增，其中有很大比例明显是受到上述观念的影响。许多人认为，美元的这种支配地位使美国能够以制造大规模经常账户赤字的方式来实现超出其实际收入的生活水平，因为美国可以通过从世界其他国家以很低的利率借贷来弥补其巨额赤字。一直以来，一些其他国家对美国所享有的这种“过分的特权”倍感愤怒。

此外，美国这样的富国竟然成为中国等中等收入国家的资本净进口国，这个事实已经被公认为是全球经常项目失衡的一个重要表现。资本的这种逆向流动——与标准经济学模型认为资本应从富国流向穷国的预测相反——已经引起了众多呼吁，要求对全球金融进行重建，并重新认定各储备币种的职责和相对重要性。

2008—2009年全球金融危机的余波依然在世界经济中持续回荡，危机的爆发更加剧了人们对美元作为世界主要货币的地位将被取代的猜测，即便不是马上实现，但时间也不会太远了。

美元的地位将面临危险，目前确实

存在着这样的征兆。美国正在被居高不下并有上升趋势的公共债务水平所困扰。(联邦政府)公共债务总额已达到16.8万亿美元(见图1),基本上相当于该国的全年商品和服务产出总和。美联储(美国央行)如此激进地使用非常规货币政策增加了美元的供给,同时给金融体系增添了新的风险。此外,美国所处的政治僵局使美国的政策制定变得徒劳无益,甚至在某些情况下,与推动经济恢复的初衷背道而驰。这也引发了严重担忧,人们认为近期的财政紧缩政策限制了政府在教育 and 基础设施等与长期生产率增长息息相关的项目上的投资能力。

## 总体而言,外国人大幅增持美国金融资产。

上述所有因素按理说应该引发美国的经济衰退并加速美元重要地位的不断下降。但是实际情况却与此推测大相径庭。美元作为全球储备货币的主导地位基本上没有受到全球金融危机的影响。在危机爆发之前的十年中,美元在全球外币储备中的份额仅出现了轻微下降,自危机以来,该份额一直稳定保持在62%左右(见图2)。总体而言,外国人大幅增持美国金融资产。外国投资者目前持有的美国政府债券金额接近5.6万亿美元(见图3),而2000年时为1万亿美元。事实上,在本次金融危机(自2006年年末开始)发生期间和之后,外国投资者购买了3.5万亿美元的美国国债。美国联邦债务存量一直处于上升状态,而外国投资者还在不断增加其在“私人持有”(不被美国政府的其他部门或美联储持有)的债务中的份额。这一份额目前达到56%。在某些方面,美元作为主导储备货币的地位自从危机爆发以来可以说得到了强化。

这种违背逻辑的情况是如何产生的呢?这种状况会一直延续下去吗?

## 寻找安全港

在过去的15年中,全球经济发生的最为引人注目的变化之一是新兴市场经济体的崛起。以中国和印度为首的上述经济体在此期间对全球GDP增长做出了巨大贡献。出乎意料的是,危机并没有阻止上述国家允许金融资本的跨境自由流动。这种做法看似冒险,但新兴市场一直能够做到将其国外负债的组成从债务转化为更为安全和更加稳定的资本流入形式,如外国直接投资。不过,尽管上述国家在货币危机方面的脆弱性已经降低,但其面临着不断增加的资本流入所带来

的新的危险,如通胀率走高和资产市场的巨大波动。

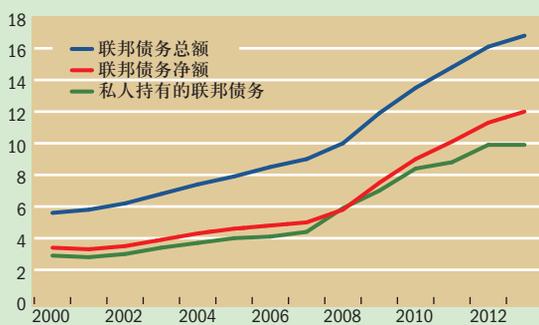
全球金融危机颠覆了关于经济体需维持多少数量的储备以防止其受到全球性危机溢出效应影响的传统观点。即便那些拥有巨额储备的国家也发现其储备会在危机发生的短期之内急剧下降,因为它们需要寻求方法避免发生货币崩溃。我所研究的13个经济体在危机最为严重的大约八个月期间所损失的储备占其储备总额的1/4至1/3。

不断增加的金融开放程度以及急剧变化的资本流动所带来的负面影响增加了各国政府对安全金融资产的需求,此类金融资产至少应保障投资者的本金且具有相对的流动性(即,易于进行交易)。新兴市场经济

图1  
膨胀的债务

美国的公共债务总额约为16.8万亿美元,几乎相当于其全年的GDP。

(万亿美元)



资料来源:美国财政部公告,2013年12月,表OFS-1、OFS-2和FD-1。

注:总债务包括政府间债务,其中包括由社会保险信托基金持有的债务。净债务包括美联储所持有的美国国债。数据为2013年6月末的数据。

图2  
坚持

美元在全球储备货币中的主导地位在过去的十年只出现了些许下降。

(占全球储备的百分比)



资料来源:IMF,“官方外汇储备货币构成”数据库。

注:本图仅显示了四大主要储备货币。

体比以往任何时候具有更加强烈的动机去积累巨额的外汇储备战争基金，以便使其免受剧烈变化的资本流动的影响。事实上，自从2000年以来，新兴市场已经增加了大约6.5万亿美元的储备，其中中国一国就占了接近一半（见图4）。

此外，许多新兴市场国家以及日本和瑞士等部分发达经济体一直在大力干预外汇市场——买入外币以限制其本币升值，从而保护其对外贸易的竞争力。外汇市场干预也会导致储备的积累，这类储备必须以安全且具有流动性的资产形式存放，一般为政府债券。此类干预致使对安全资产需求的不断增加。

要求金融机构持有安全的流动性资产作为应对不利金融冲击的监管改革也推动了这一需求。此外，在

发生全球性金融风暴的时候，全球各地的私人投资者也在竞相寻求此类资产。

如此便导致了失衡现象：安全资产的供给下降，尽管其需求一直在上涨。危机对人们的既有观念造成了打击，即便是那些绝对可靠的公司和金融机构发行的私人部门债券也不再被认为是安全资产。与此同时，欧元区经济体、日本和英国等许多主要经济体的政府债券在危机过后看上去更加不可靠，因为上述经济体需要应对本国疲弱的增长前景以及急剧上升的债务负担。于是，具有深度金融市场和不断上升公共债务的美国政府就这样巩固了其作为全球主要安全资产提供国的地位。

## 悖论

对于其他国家而言，当美国公共债务的规模迅速膨胀并可能威胁到美国的财政偿付能力时，买入越来越多的此类债务并认为其是安全资产，是否还能讲得通呢？美国国债的外资拥有比例如此之高，下述做法对美国有利：美国只要印制更多美元就可以降低其债务，因为这将降低债务的实际价值（考虑通胀因素之后的价值）——这相当于对外国投资者的部分债务违约。这种做法尽管乍看有一定诱惑力，但最终还是不值得去做，因为这样做会推高通胀并同时影响到美国的投资者和美国经济。

事实上，外国投资者认定美国不会通过通货膨胀的方式来冲销其所持有的美国国债价值是基于这样一个事实：美国国内存在着一种微妙的政治平衡。美国国债的国内持有者包括退休人员、养老基金、金融机构以及保险公司。上述群体构成一个强大的政治支持力量，如果国内通胀率急剧上涨，该群体会使现任政府付出巨大的政治成本。这给外国投资者提供了一些保证，使其认为所持有的美国投资的价值会受到保护。

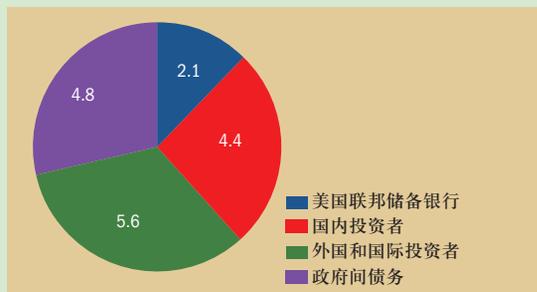
尽管如此，新兴市场国家对除美元资产之外没有其他途径安置其大部分储备感到忧虑，尤其是一直以来，在国库证券的利息很长一段时间一直维持在较低的水平，勉强能够与通胀率持平。此外，尽管美元作为主要储备货币具有优势，但长期来看美元可能会贬值，这种令人不安的前景更是加重了人们的担忧。预计中国和其他主要新兴市场将继续保持高于美国的生产率增长，所以一旦全球金融市场稳定下来，美元可能会重新回归其自本世纪最初几年便开始经历的缓慢贬值的道路。换句话说，当最终卖出其美元投资时，外国投资者的获利按照其本国货币计算则有所降低。因此，外国投资者似乎愿意付出高昂的代价，投资于低收益的美国国债，而不是更高回报的投资，以持有这种在其他方面看似安全且具有流动性的资产。

图3

### 受欢迎的债券

2012年年底，外国和国际投资者持有的美国政府债券达5.6万亿美元，而2000年时仅为1万亿美元。

(万亿美元)



资料来源：美国财政部公告，2013年6月，表OFS-1、OFS-2和FD-1。

注：外国投资者包括外国央行和主权财富基金等官方机构。

图4

### 储备持续增加

自2000年以来，新兴市场经济体的储备增加了约6.5万亿美元，其中中国占了大约一半。

(万亿美元)



资料来源：IMF，中国人民银行。

注：2013年外汇储备数据截至第二季度。

## 竞争对手

一国货币成为储备货币会给该国带来各种有形的和无形的益处。除了该地位带来的威望之外，还意味着可以以本国货币获得低成本的融资以及享受铸币税收入（铸币税是指货币购买力和货币生产成本之间的差额，既可以从本国也可以从外国的货币持有者获取）。

## 全球各地的投资者依赖于以美元定价的金融资产。

其他主要发达经济体，其金融市场规模要么过小，要么其长期增长前景疲弱并已经背负着高水平的公共债务，比如欧洲和日本。因此，其货币不可能在近期之内重现昔日的荣耀。不过，鉴于美元作为储备货币地位所带来的益处，原则上将会有新的竞争对手试图从中分一杯羹。

美元的一个潜在竞争对手是人民币，这一直是个备受关注的课题。中国是全球第二大经济体，并将在未来的十年成为第一大经济体。中国政府正在采取许多措施来推动人民币在国际金融和贸易往来中的使用。由于中国经济的巨大规模及其在国际贸易中举足轻重的影响，上述措施迅速起到了推进作用。随着跨境资本流动限制的取消以及人民币成为可自由兑换货币，人民币也将成为一种可行的储备货币。

不过，由于中国金融市场发展的限制及其政治和法律制度，人民币不太可能成为包括其他国家央行在内的外国投资者寻求资金安全的主要储备资产。人民币至多能够起到削弱美元主导地位的作用，但不会对其主导地位构成重大挑战。其他新兴市场经济体也无法将其货币提高至储备货币的地位，更不用说对美元构成威胁了。

当然，美元作为价值储藏手段的主导地位也并不一定意味着美元在其他方面持续保持主导地位。美元作为交换媒介和记账单位的作用也可能随着时间的推移而逐渐减弱。金融市场和技术进步在促进使用其他货币开展跨境金融交易的同时，也降低了对美元的需求。中国已经与许多主要贸易伙伴国家签署了双边协议，以使用其本国货币来实现贸易结算。同样，石油等某些大宗商品的交易合约必须保持以美元计价和结算的做法也就不那么说得通了。

相比之下，以美元计价的金融资产，尤其是美国政府债券，则依然是寻求投资安全的投资者的理想投资目标，所以美元作为全球主要价值储藏手段的地位在可预见的未来依然可保无虞。

## 前景如何

全球各地的官方和私人投资者依赖于以美元定价的金融资产，其主要原因是目前没有其他替代品具有美国金融市场所能提供的规模和深度。美国国债所代表的是美国政府的借贷，目前依旧被认为是全球市场上最为安全的金融资产。由于包括外国央行在内的外国投资者已经积累了庞大的美国国债及其他美元资产，所以他们防止美元价值崩溃的动机十分强烈。此外，目前尚无其他可替代货币或投资方式可以提供接近投资者所要求的安全程度和流动性规模。也正是出于上述原因，出现了“美元陷阱”的现象。

美国在全球金融中所表现出的特殊地位不仅仅是由于其经济规模，还由于其制度性因素（民主政府、公共机构、金融市场和法律框架）尽管也存在不少缺陷，但其仍然为全球树立了标准。比如，尽管美联储在很长的时间内采用激进的非常规货币政策，但全球各地的投资者似乎依然信赖美联储不会允许通胀失控和降低美元的价值。

最后，摆脱美元陷阱需要那些寄望于用本国货币来削减美元主导地位的国家采取有效的金融和制度改革。在全球治理方面需要进行大刀阔斧的改革，通过为各国提供更好的金融安全网来减少官方对安全资产的需求。上述改革将会使防范货币和金融危机而进行的外汇储备积累变得不再需要。

美元在很长的一段时间内将继续保持其储备货币的主导地位，主要原因在于缺乏更好的替代品。■

埃斯瓦尔·普拉萨德（Eswar Prasad）是康奈尔大学戴森商学院教授，布鲁金斯学会高级研究员，美国国家经济研究局副研究员。

本文取自作者所著的新书“The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance”。



# 什么是货币主义？

货币主义重视货币作用的观点在20世纪70年代获得一定的影响力

萨瓦特·贾汉、克里斯·帕帕耶奥尔尤

货币究竟有多重要？几乎没有人会否认货币在经济中所扮演的重要角色。

一个被称作货币主义的经济思想流派认为，货币供应（经济体中的货币总量）在短期内是当期美元GDP的主要决定因素，在较长期内则是价格水平的主要决定因素。货币政策是政府用于对经济体整体表现施加影响的工具之一，采用利率等工具来调整经济体中的货币数量。货币主义认为，实现货币政策目标的最佳途径是制定并完成货币供应的增长率目标。货币主义在20世纪70年代由于帮助美国和英国成功降低了通胀率而备受瞩目，并对美国央行在2007—2009年全球经济衰退的背景下做出刺激经济的决策发挥了重要作用。

目前，提到货币主义，人们主要会想到诺贝尔经济学奖得主米尔顿·弗里德曼。在他与经济学家安娜·施瓦兹于1963年合著的开创性著作《美国货币历史，1867—1960年》中，弗里德曼认为美国央行美联储欠佳的货币政策是导致20世纪30年代美国大萧条的主要原因。这两位经济学家认为，美联储未能平衡货币供应的下行压力及其降低货币存量的举措完全与正确做法背道而驰。他们还认为，由于市场会自然而然地趋于稳定，所以如果货币供应量的设定不正确，会引起市场的不稳定。

货币主义在20世纪70年代获得了广泛关注。1979年，美国的通胀率最高达到了20%，美联储转变了其管理策略，开始使用货币主义理论。不过，在之后的几十年中货币主义逐渐淡出，因为其对美国经济进行解释的能力日渐式微。然而，货币主义为经济分析带来的一些深刻洞察却得到了非货币主义经济学家的采纳。

## 本质内容

货币主义的基础是货币数量理论。该理论是一个会计恒等式，也就是说，它必须是真实的。该理论认为，货币供应乘以流通速度（货币转手速度）等于经济中的名义支出（所售出的商品和服务的数量乘以所支付的平均价格）。作为会计恒等式，等式本身是不会引起争论的，能够引起争论的是货币的流通速度。货币主

义理论认为货币流通速度基本上是稳定的，这意味着名义收入在很大程度上是货币供应量的函数。名义收入的变化反映实际经济活动的改变（所售出的商品和服务的数量）和通胀（所支付的平均价格）。

数量理论是货币主义几大核心原理和处理方法的基础：

- 货币长期中性：货币存量增长将导致长期内一般价格水平的增长，对消费或产出等实际因素没有影响。
- 货币短期非中性：货币存量的增长在短期对实际产出（GDP）和就业产生暂时性的影响，因为工资和价格的调整需要时间（用经济学术语来讲，工资和价格具有粘性）。
- 单一货币增长率规则：弗里德曼于2006年去世，他生前提出了一个固定货币规则。根据该规则，美联储应该使货币的增长率等于实际GDP的增长率，同时保持价格水平不变。如果经济体在某一特定年份的预期增长率为2%，则美联储应允许货币供应量增长2%。美联储在执行货币政策时应遵循单一货币增长率规则，因为自由裁量权会破坏经济稳定。
- 利率灵活性：货币增长率规则的本意是使影响信

### 不断变化的流通速度

1981年之前，美元转手速度可以预测，货币和产出是同步增长的。但当美元流通速度变得波动不定时，货币和产出之间的关系就没有规律可循了。



资料来源：美联储理事会。  
注：季度数据经过季节调整。货币供应=流通中的现金+活期存款(M1)。流通速度=美元在一年之内的转手次数。本图将GDP降低了10倍。

贷成本的利率具备灵活性，从而使借贷双方均能考虑到预期通胀率以及实际利率变化的影响。

许多货币学派人士还认为，如果货币供应量不出现较大的意外波动，市场有固有的稳定性。他们还明确表示，政府干预通常会破坏经济稳定，而不是起到帮助作用。货币学派人士还认为，在通胀和失业之间不存在长期权衡，因为经济体在充分就业的产出水平上会实现长期均衡（见“产出缺口有多大？”，《金融与发展》2013年9月号）。

## 大辩论

尽管货币主义在20世纪70年代受到了重视，但遭到了货币主义曾试图取代的凯恩斯主义的批评。凯恩斯主义者受到伟大的英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯的启发，认为经济产出的关键取决于对商品和服务的需求。他们主张，货币主义无法对经济作出充分的解释，因为流通速度具有内在不稳定性，并基本上对被货币主义作为规则的货币数量理论没有给予任何关注。由于经济体会出现深度波动以及周期性的不稳定性，所以让美联储遵循预先制定的货币目标是一件危险的事情；反之，他们认为美联储在制定政策的时候应该有些回旋余地或者“自由裁量权”。此外，凯恩斯主义者认为，市场不会针对干扰因素自行调整并迅速回归到充分就业的产出水平。

在二战之后的25年中，凯恩斯主义大行其道。到了20世纪70年代，由于通胀持续居高不下，同时经济增速放缓，货币主义加大了对传统凯恩斯主义的质疑力度。凯恩斯理论没有获得适当的政策响应，而弗里德曼和其他货币学派者言之凿凿地辩称，高通胀率是由于货币供应的迅速增长造成的，所以控制货币供应就成为有效政策制定的关键。

1979年，保罗·A. 沃尔克出任美联储主席，将遏制通胀作为其首要目标。（根据弗里德曼提出的规则）美联储限制了货币供应，以控制通胀并取得了成功。美国的通胀率迅速下降，尽管以经济大衰退为代价。

货币主义在英国也取得了一项胜利。玛格丽特·撒切尔于1979年当选英国首相，当时英国正经历连续数年的严重通胀。撒切尔采用了货币主义的观点作为遏制价格上涨的武器，并成功地将通胀率降低了一半，到1983年时通胀率被控制在5%以下。

不过，货币主义的优势地位并没有保持很久。因为只有当货币和名义GDP以及相应的通胀率之间的关系稳定和可预测的情况下，货币供应才能够成为一个政策目标而发挥效用。也就是说，如果货币的供应增加，名义GDP也会增加，反之亦然。但是，为了实现这种直接的影响，货币流通的速度必须是可预测的。

20世纪70年代，流通速度增长率相对稳定，所以货币数量理论的应用效果良好（见图）。经可预测的流通速度水平调整之后的货币增长率决定名义GDP。但是到了20世纪80年代和90年代，流通速度变得非常不稳定，上升和下降的时期变得不可预测。货币供应和名义GDP之间的联系就断裂了，于是货币数量理论是否还有用武之地就成为值得讨论的问题。许多在20世纪70年代接受货币主义学说的经济学家放弃了这一理论。

## 货币和经济表现之间的关系改变了。

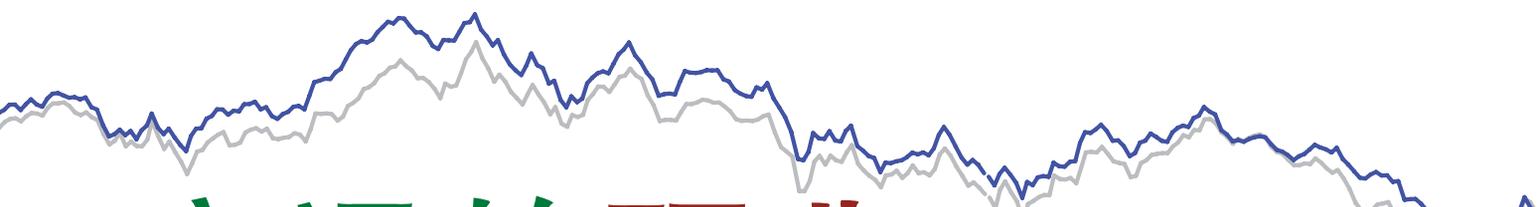
许多经济学家认为，流通速度的可预测性发生变化的首要原因是银行业规则的改变以及其他金融创新的结果。20世纪80年代，银行获准提供有息支票账户，从而导致支票账户和储蓄账户之间的界限模糊。此外，许多人发现货币市场、共同基金以及其他资产类别可以成为传统银行储蓄的更好替代品。于是，货币和经济表现之间的关系改变了。

## 作用依然存在

不过，货币主义对经济大萧条做出的解释没有被遗忘。2002年年末在庆祝米尔顿·弗里德曼的90岁生日时，时任美联储理事的本·S. 伯南克（他在四年之后出任美联储主席）在演讲中称，“我想对米尔顿和安娜（施瓦茨）说，在经济大萧条的解释方面，你们是正确的。我们（美联储）应承担 responsibility。我们非常遗憾。不过感谢你们，我们不会再重蹈覆辙。”演讲中，美联储主席伯南克提及，2007年全球经济衰退首先在美国发生，在此期间，他根据弗里德曼和施瓦茨的理论做出有效决策，通过降低利率和提高货币供应来刺激经济。著名的货币学派者（包括施瓦茨）认为，美联储的刺激政策会导致极高的通胀。但恰恰相反，流通速度急速下降，实际上出现了通货紧缩这一更加严重的风险。

尽管当前的大多数经济学家不愿意过度关注在货币主义分析中具有核心地位的货币增长率，但货币主义的一些重要原理还是被现代非货币主义分析所采纳，使货币主义和凯恩斯主义30年之前那种泾渭分明的界限变得不再清晰。可能最重要的一点是，在不增加货币供应的情况下通胀不可能无限期地持续下去，而控制通胀则应成为央行的一个首要责任，如果不是唯一责任的话。■

萨沃特·杰汉（Sarwat Jahan）是IMF战略、政策和检查部的经济学家，克里斯·帕帕耶奥尔尤（Chris Papageorgiou）是该部门的副处长。



# 衰退的预兆

约翰·C.布鲁顿、耶格·W.德克雷森、马克·E.特洛尼斯

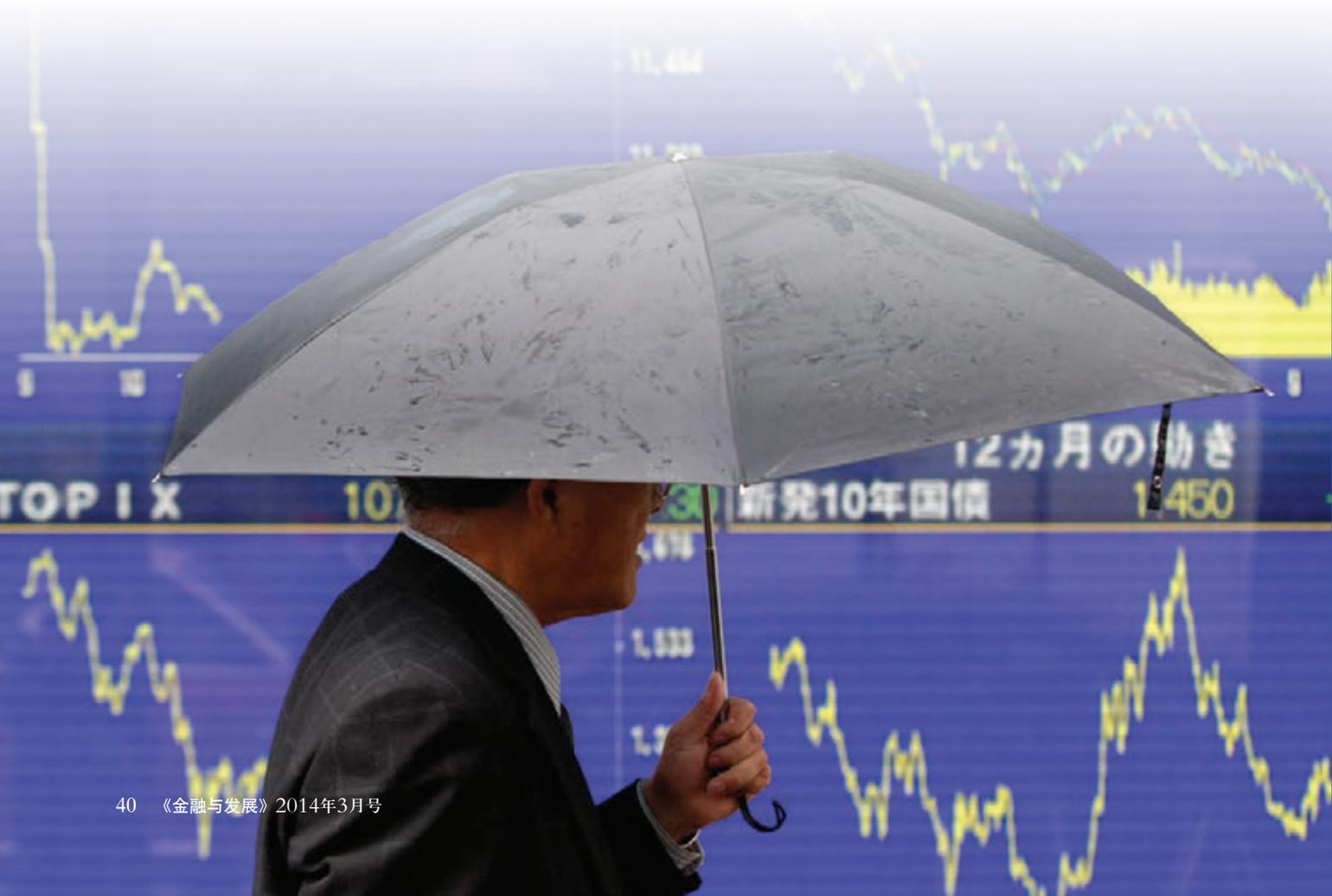
## 资产价格的变化是经济下滑的风向标

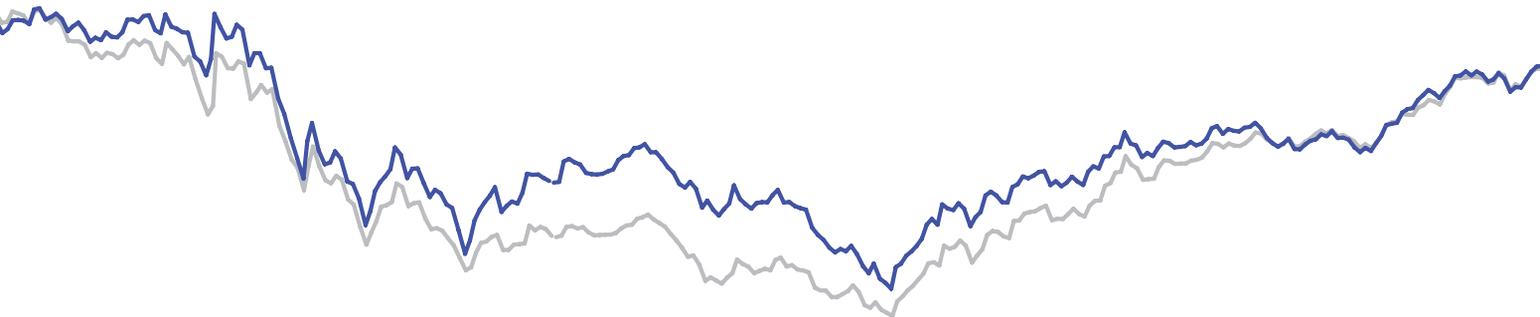
关于资产价格变化与经济周期（尤指经济衰退）的关系存在两种观点。一种观点认为资产价格的变化往往先于或同步于经济衰退。1929年股灾以及经济大萧条、20世纪90年代初资产价格崩溃和随之而来的日本经济萧条、2008年全球金融危机和经济大衰退都是资产价格回落预示经济衰退最鲜明的印证。

另一种观点则主张资产价格可能因为波动范围太广而不能有效地预测经济衰退。1962年股市大崩盘几乎没有减缓美国经济复苏的脚步。尽管1987年10月股市崩盘预示1988年经济衰退，

但其同样对美国经济活动没有明显的影响。该观点的支持者认为，资产价格的变化通常反映了投资者过于乐观或悲观的预期变化，因此并非预测经济周期的有效指标。

以上两种观点都对资产价格和经济周期的关系提出了一些重要疑问。如何通过理论解释其关系？能否通过数据来证实这些推测？资产价格回落是否能有效预测经济开始衰退？为了阐明这些问题，我们首先解释资产价格与经济周期关系的经济学理论假设，并利用七国集团（加拿大、法国、德国、意大利、日





本、英国和美国)过去40年的数据检验其真伪。然后,我们评估两类核心资产(股票和房屋)的价格是否能有效地预测经济开始衰退,并在分析中加入认为与经济周期相关的其他变量的情况下,探讨该两类资产价格的解释力。

## 资产价格和产出波动

理论上,资产价格的变动与经济周期相关有诸多原因。首先,资产价格影响家庭净财富以及对家庭消费计划有重要影响的家庭负债能力。其次,根据标准托宾Q理论(Tobin's q-theory),投资应与q正相关,q是资本的市场价值与其重置成本之比。因此,在资产价格(其与资本市场价值直接相关)高时,投资就高,反之亦然。第三,资产价格变动能影响企业资产负债表,不利于或有助于企业的担保和信誉,并因此提高或降低其投资的意愿和能力。资产价格的变动也同样影响银行的资产负债表,其中包括其调整资本及贷款业务。而这些影响也会在金融市场中借贷双方信息不对称和借方偿债能力受限的情况下扩大。

最后,基于金融资产基本定价等式,资产价格应等于其当期和预期收益的贴现值。就股票而言,股息是其相关收益;而租金则是房屋的收益。在收益与经济形势保持一致或优于经济形势的情况下,资产价格则能有效预测经济活动。贴现率的变化(适用于未来收益流折算成现值)则更强调了该关系,若其反映投资者对收益的追求——处于经济扩张期的投资者承担了更高风险,他们将选择降低贴现率,抬高固定股息的价格或租金流,若在经济紧缩时,投资者则做出相反的选择。

通过以上讨论,我们总结出资产价格和经济周期关系的两个关键结论。第一,资产价格应与实际产出相一致(也就是说,它们是顺周期变化的)。第二,资产价格应引导经济周期。这两点结论能否通过数据证实呢?我们将通过七国集团各经济体1970—2012年的数据来探讨该问题。图1展示了这些经济体的实际资产价格和产出增长变化的同期平均数和主要相关系数。

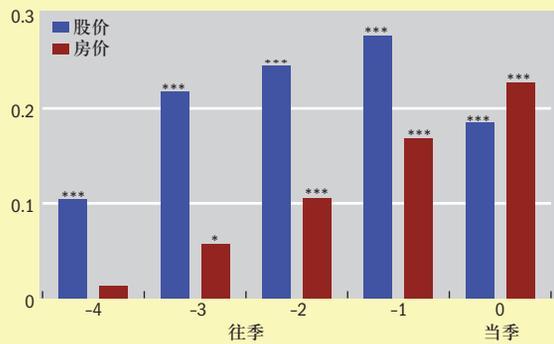
我们得出两个重要的结论。一是资产价格的确是

图1

### 先行者

七国集团经济体资产价格变动易导致产出的变化,这表明资产价格下降将预示着经济开始衰退。

(相关系数)



资料来源:作者的计算。

注:该图展示了七国集团经济体(加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国)当期(0)、往季股价和房价与当前产出变化的关系。正(负)相关表示当期或往季的主要资产价格变动和当前产出的变化方向相同(相反)。主要资产价格变化和产出变化同步有\*=90%与\*\*\*=99%的可能性。该图是以1970年至2012年数据为基础。

顺周期变化——也就是说,资产价格与经济产出同步变化,正如理论所设的那样。实际资产价格的变化和产出的增长是同期正相关(即两者沿同一方向变化),并且显著非零(换言之,两者具有统计显著性)。然而,较低的相关系数表明股价和房价仅具有较弱的顺周期性。二是资产价格在长达一年的时间内引导经济产出。与产出增长相关的(如,股价和房价的变动)最高的主要相关系数在一个季度之前就有所变化。然而,相关系数的显著差异性始终大于0,而只有股价会比经济产出提前一年开始变化。该两项结果表明,资产价格的确是经济周期的先行指标,如同理论所示。

## 预测经济开始衰退

接下来,我们通过逻辑回归模型检验资产价格变动预测经济开始衰退的能力,该模型通常用于研究二进制因变量的特征。这些变量有两种可能值。在我们研究中,若下一季度将进入经济衰退则值为1——人均



产出在当季达到峰值——反之则为0。在此类模型中，预测值在0到1的范围内变动，即下一季度经济开始衰退的可能性。模型中预测值的升高预示经济开始衰退的概率变大。我们侧重于经济衰退何时开始而非仅仅关注经济是否在该季度处于衰退，这也是显著区别于许多早期研究的地方。同样地，我们所使用的统计模型是预测经济开始衰退的预警器，但该模型的预测结果通常被认为有几个季度的延迟。

那么，是否实际资产价格能有效地预测经济开始衰退呢？简而言之，是的。我们发现在实际（或经通货膨胀调整后的）股价变化与经济在下季度开始衰退的可能性之间存在一个负的统计显著相关性。这种负相关意味着当实际股价下跌时，经济进入衰退的可能性升高，若实际股价上升，经济开始衰退的可能性则会下降。我们还发现，实际房价变化与经济开始衰退呈负相关，但不同于股价的变化，前者的这种负相关不明显非零。当模型中同时包含两类资产价格变量时，它们的相关系数和显著性与模型里只包含一种变量的结果类似。通过大型AUC统计可以看出，该模型样本内结果非常显著。在本例中，AUC统计（具体来说，是指“受试者工作特征曲线范围内”的数据）旨在用于演示模型预测经济进入衰退的准确性。当包含股价时，数值为0.8，该数值明显高于抛掷硬币所得到的基准值0.5（即随机猜想）。也就是说，该模型并不完美：经济衰退并未频繁发生，而模型却出现了一些错误的预警。

为了检验常被认为能预测经济衰退的其他因素的影响，我们把以下变量带入模型：期限利差（10年期

与3个月期国债收益率之差），美国标准普尔500指数的股票隐含价格波幅（全球不确定性与风险规避的通用指标）以及实际油价变化。期限利差的减少（代表紧缩货币政策），更大的不确定性以及风险规避（对耐用消费品和投资产生负影响），更高的油价（增加运输及生产投入成本）通常被认为提高了经济开始出现衰退的概率。

## 我们所使用的统计模型是预测经济开始衰退的预警器。

甚至在包含了这些额外的解释变量后，实际股价的负面显著影响也同样保持不变。有趣的是，当模型里包含其他变量时，房价变动的负影响比仅考虑房价变动或仅考虑股价时更大。当考虑这些变量时，房价的变动就具有统计显著性。同预期一样，期限利差的下降和市场不确定性、风险规避的增加加大了新一轮经济衰退的可能性。相比而言，实际油价的变化并未能有效预测经济衰退。这可能是由于石油价格的上升也能反映较强的总需求。当模型里包含这些新增变量的时候，其结果与模型里只包含股价一样，表明这些新增变量几乎不能提高模型预测经济衰退的能力。

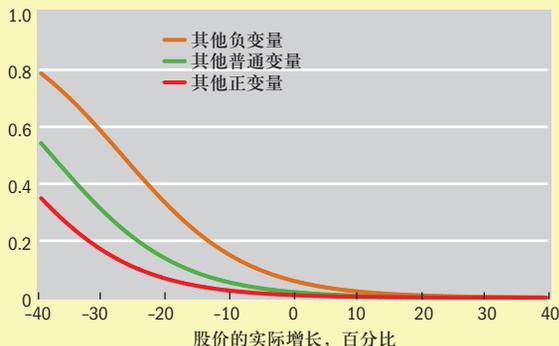
从整体情况看，实际股价变化是预测经济开始衰退的最有效指标之一。图2展示了该关系。图中下倾曲线说明股价的下跌显著提高了经济将在下一季度进入衰退的概率。反之，股价的上升意味着经济开始衰

图2

### 完整的预测

由于受其他市场变量——房价、期限利差、股价的波幅以及油价的影响，七国集团经济体股价下降大大提高了经济在下一季度开始衰退的可能性。

(出现新一轮经济衰退的可能性)



资料来源：作者的计算。

注：当其他指标为正时，红线表示股价下跌后出现经济衰退的可能性。绿线表示当其他指标为普通时的情况。橙线代表当其他指标变动时，出现经济衰退的可能性。“其他”指标是指实际房价变化、期限利差（10年期与3个月期国债收益率之差）、美国标准普尔500指数股票的隐含价格波幅（VXO/VIX）；以及实际油价增长。该图是以1970—2012年数据为基础。

现衰退的可能性并未改变。当其他实时变量亮红灯时，资产价格的预测能力同样也会改变——橙线始终高于绿线。如果期限利差反向，且房价的下降伴随着股价大幅下跌，则该模型预示经济即将进入衰退时期。

最后，该模型能较准确地预测出七国集团各经济体近期经济出现衰退的可能性。图3通过模型预测了近几年七国集团各经济体在下一季度出现经济衰退的可能性。对于七国集团中的欧洲经济体（法国、德国、意大利和英国）以及日本，该模型做出了准确地预测。对于美国，经济衰退已出现，但其预测结果较弱。而该模型对加拿大的预测却是一个失误。

### 有效指标

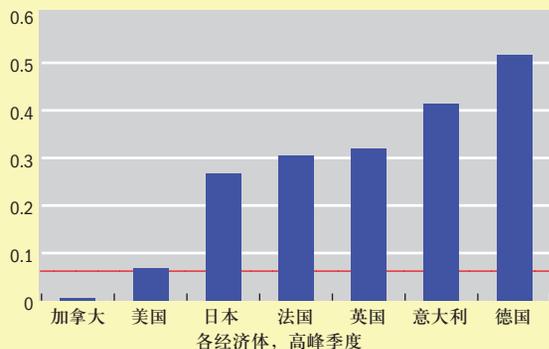
实际资产价格的回落是预测新一轮经济衰退的有效指标，尤其是实际股价大幅调整显著增加了经济在下一季度出现衰退的可能性。若同时期，房价崩溃、期限利差变为负数，经济进入衰退的可能性则会明显增加。这样的信息是明确的：政策制定者应该注意资产价格的剧烈下降——尤其是当价格下降伴随着期限利差变小时，这些变化很有可能预示着在不久的将来会出现问题。■

图3

### 七战六捷

资产价格下降准确预测出近期主要欧洲经济体和日本经济衰退的开始，对美国的预警作用有限，而对加拿大的预测则出现失误。

(预计下一季度经济将开始衰退)



资料来源：作者的计算。

注：红线（0.06）代表下一季度经济出现衰退的最优边界值，选择2007年第二季度相关数据（称为“约登边界值”[Youden cutoff]）。柱状代表模型预警七国集团各经济体进入经济衰退的强度。所显示的季度代表各经济体开始出现全球性经济危机（产出达到峰值）的前一季，柱状同时也代表着在接下来一个季度经济出现衰退的强度。Q=季度。

约翰·C.布鲁顿（John C. Bluedorn）是IMF欧洲部的经济学家，耶格·W.德克雷森（Jörg W. Decressin）是该部的副主任。马克·E.特洛尼斯（Marco E. Terrones）是IMF研究部的主任助理。

本文基于作者于2013年撰写的IMF工作论文13/203“Do Asset Price Drops Foreshadow Recessions?”

退的概率降低。但因为出现经济衰退的基线已经很低（每季度约4%），股价的上升在预测中没有实际作用。换言之，股价的预测能力具有一种固有的不对称性。当股价急剧下滑，一定要当心！当股价上升，经济出



# 人与大自然

尼科尔·拉弗朗布瓦兹、塞巴斯蒂安·阿塞维多

在与自然灾害抗争的过程中，具有前瞻性思维的宏观经济政策能够帮助各国做好防备，并最终减少意外的冲击

台风海燕于2013年11月侵袭菲律宾，给菲律宾造成了严重损失，受灾地区满目疮痍、民众痛苦万分，这些景象至今依然深深刻在我们的脑海之中。这让我们联想到在2004年大海啸袭击南亚及2005年飓风卡特里娜袭击美国之后也出现过类似的灾难场景，而且这些灾难还会给受灾地区造成长期破坏。

2013年11月，《纽约时报》在头版刊登了一个让人心碎的故事，故事讲述了一个菲律宾年轻人在台风海燕中遭受小腿骨折后的痛苦经历（Bradsher, 2013年）。在孩子的陪伴下，他躺在临时医院的一张轮床上等待救治，可是整整5天过去了，等来的结果却是伤口感染，最终不幸身亡。

毫无疑问，灾害还会给人们造成长期的心理创伤。除了会直接造成人员伤亡之外，自然灾害常常会加剧贫困并损害社会福利。发展中国家——及发展中国家最弱势的群体——特别容易受到灾害威胁。

是现在自然灾害增多了吗，更严重了吗？或者说，得益于全天候的实时媒体报道，我们只是比以前对灾害了解得更多了吗？我们的应对举措是什么？借

助技术以及先进的通讯系统，我们是否已经找到防御并应对自然灾害的举措，从而挽救生命并削减经济损失？

在过去50年，自然灾害爆发的频率的确增多了（见图1）。有关灾害的报道大幅增加，同时相关资料表明气候灾害的数量和强度也都出现增长，而且越来越多的人和实物资产集中在危险区域。有意思的是，在过去十年虽然报道的灾害数量减少了，但受灾害影响的人口数量和相关成本却持续增长。

## 贫困人口处境更加危险

与其他经济体相比，发展中经济体（根据世界银行的定义，发展中经济体指所有低收入和中等收入的国家）的自然灾害更为普遍，受其影响的人口也更多（Laframboise 和 Loko, 2012年）（见图2）。自20世纪60年代以来，在受自然灾害影响的人口中，有99%居住在发展中经济体（其中，87%为中等收入者，12%为低收入者），而在所有因灾害而死亡的事件中，有97%发生在发展中经济体（其中，64%为中等收入者，32%为低收入者）。按照土地面积

和人口计算，小岛国家最易受到自然灾害的袭击。在东加勒比海地区，预计每隔2—3年就会爆发一次大规模的自然灾害，造成的经济损失超过GDP的2%。

相对而言，发达经济体更有能力承受自然灾害所造成的损失，因为他们可依赖于私人保险、较高的国内储蓄和市场融资。他们还可以配置更多的资源来减少受伤的可能性——比如，通过制定和执行建筑法规。

## 最弱势的社会群体都是自然灾害的主要受害者。

以美元价值计算的话，由于资本数量和资本的集中程度，发达经济体受灾的损失要大一些，然而从损失占国民财富和产出的比例来计算，发展中经济体所受的损失要高得多。比如，2011年日本大地震的直接损失估计达到GDP的约3.6%，而2010年海地大地震的直接损失却远远超过其当年的GDP总量。

发展中经济体的民众更有可能居住在高风险地区，而且这些国家往往基础设施比较薄弱。发展中经济体对农业、旅游业等易受气候影响的行业的依赖性更高。此外，这些国家的经济行业之间的关联更紧密——从而造成这让这些国家的经济更易受到其他行业波动的冲击，包括对基础设施和跨行业所有权互联性的冲击。然而，这些国家缺乏完善的应对突发事件的机制。

无论是在高收入国家还是低收入国家，最弱势的社会群体都是自然灾害的主要受害者。他们基本上没有存款，即便是有，也不足以满足当前的消费。此外，灾害剥夺了他们有限的资本存量（如家畜），进而削弱其生产能力并减少其终生所得。他们的劳动技能有限且缺乏流动的机会，通货膨胀等间接因素又对他们造成了极大的伤害（通货膨胀通常在灾后出现，此时关键商品和服务短缺，从而产生需求压力）。所有这些因素均造成永久性的福利损失。

## 经济损失

从短期来看，灾难爆发后，经济产出会缩水，财政赤字会增加。各国的出口潜力也会受到削弱，从而推高与其他国家的贸易与服务赤字。这些影响可以通过国外救助和投资得到缓解，但大灾难通常会对各国的增长和收入造成长期影响。灾难爆发一年后，一国的经济增长平均可下降0.7%，灾难爆发三年后，累计产出损失会在当期直接损失的基础上增加1.5%左右。各国的人均实际GDP平均下降约0.6%，而低收入国家的人均实际GDP则下降1%。旱灾对各国的影响最大，

除了小岛国家（如加勒比海地区；见专栏）之外，对其而言，飓风是破坏性最强的自然灾害。

经历一次大灾难之后，政策制定者必须就是否通过缩减或稀释现有支出或通过贷款来为应急支出提供资金做出决策。如果这是临时性的冲击，即经济体可在一年之内实现复苏，那么通过借款来支持国内经济并抵消冲击的不利影响是合理的。这还有助于受灾最严重的地区保持收入稳定，并对最易受灾害影响的地区或民众提供支持。如果自然灾害造成的是长期影响，那么就必须要缓慢调整经济至一个新的平衡，而政府则必须确保顺利过渡并保持宏观经济平稳。

对于小岛国家和低收入国家而言，自然灾害常常会抬高公共债务。即使有外部援助和汇款流入，公共债务也往往会上升。由于自然灾害，东加勒比海地区的公共债务已大幅上升。以2004年席卷格林纳达的飓

图1  
灾害冲击

除了过去十年出现下跌之外，自1960年以来全球自然灾害的爆发频率总体呈稳步上升趋势。



资料来源：EM-DAT国际灾难数据库；IMF员工的计算。

图2  
受创最重的国家

相较于高收入国家，发展中国家的民众受灾害影响更深。

（每年受灾害影响的平均人数，占总人口的百分比）



资料来源：EM-DAT国际灾难数据库；作者的计算。

## 灾害对加勒比地区的影响

加勒比地区是全球最易受灾害侵袭的地区之一。就人均受灾频率以及每平方公里的灾害频率而言，加勒比地区国家是全球最危险的50个地方之一（Rasmussen, 2006年）。1950—2012年期间，该地区受灾次数超过400起，其中包括267起热带气旋（通常是飓风）灾害和113起洪涝灾害。平均而言，一个加勒比地区国家每年遭受热带风暴袭击的可能性为14%，而在大多数国家，遭受袭击的可能性都超过10%。

自然灾害对加勒比地区的成长和债务造成了严重影响。斯特罗伯尔（Strobl, 2012年）发现，一场普通的飓风会让一个国家的产出降低近1%。阿奇维多（Acevedo, 2013年）发现，重大风暴和洪灾也会造成类似的后果，而中等程度的风暴造

成的影响则相应较小（0.5%）。增长常常遵循一条标准的复苏道路：得益于灾后的恢复和重建工作，一国的各种活动迅速从灾害中回升。但这种回升通常都很短暂，其影响无法超过灾前水平，而且对GDP也有一个负面的累积效应。

灾害对一国债务的影响更为显著。经历过风暴袭击之后，东加勒比货币联盟国家当年的债务与GDP之比平均会上升近5个百分点（Acevedo, 2013年）。然而，从更广的范围来看，加勒比地区的洪灾会增加该地区国家的债务，但是风暴不会。其中的一部分原因是全球媒体对飓风的报道更多，这会推动全球援助与债务减免（Eisensee和Strömberg, 2007年），而洪灾的影响则更多地在本国报道。

风伊凡为例。这场飓风造成39人死亡，6万人无家可归，以及估计高达8.9亿美元的经济损失（占GDP的150%）。在短短一年之内，格林纳达的产出大幅下降，债务占GDP的比率飙升了15个百分点，高达95%。2005年，格林纳达实施了一次债务重组，但至今仍未摆脱债务高企的困境。

自然灾害的影响由多个方面决定，其中包括经济的规模与结构、高风险地区的人口密度、人均收入以及金融体系的发展水平。最新研究显示，较高的技能、较完善的体制（比如，当地政府、卫生服务、警察以及法治情况）、更为开放的贸易以及较高的政府支出都有助于降低自然灾害的经济成本（Noy, 2009年）。较为完善的体制以及受教育程度更高的人口有助于确保人们对灾害做出更具针对性、更有效的应对，高效配置海外救援，合适地实行建筑法规和分区法等结构举措，从而降低灾害来袭时所造成的损失。此外，拥有健康的外汇储备并对资本流出加以控制的国家能更好地预防自然灾害之后出现的资金外逃。

在金融体系较完善的国家，更多的人拥有银行账户，更多的家庭和企业可获得银行贷款，因而在灾害发生之后所受的影响更小。尽管这些国家普遍积累了高额的财政赤字，但产出损失较少。信贷市场越活跃，就越容易获得本地融资以支持复苏，从而最大程度地减少海外贷款的几率，而海外贷款则需要更长的耗时，甚至根本无法获得。金融体系活跃且保险覆盖面广的国家最容易渡过自然灾害，因为风险已经转嫁到外部（本地保险人通过再保险保单转嫁风险的案例正是应用了这个道理），因此投资或改造活动只会给国家造成较轻的财政负担或不会增加国家的财政负担。比如，先后于2010年和2011年在新西兰出现的两场大地震给新西兰造成了严重损失，估计达到了GDP的10%，但是保险覆盖范围（GDP的6%）已将大部分灾后恢复成本转嫁到国外，新西兰并未因此减少各种活动，并且

随着重建工作的进行，新西兰的经济增速实际上得到了大幅提升。

总而言之，政府的应对政策可以是进行新的融资与动用储备相结合，同时通过缩减现有支出或提高税收来调整宏观经济。IMF可在该阶段发挥作用，其中包括促进其他贷款者贷款，通过帮助各国政府维持宏观经济稳定和制定正确的政策响应，以为复苏铺路。

## 风险管理

尽管多数自然灾害都无法避免，但我们的研究发现可以采取更多行动来减少人员伤亡和经济损失，并最大程度地减少福利损失。我们认为，在灾害爆发之前，政府可以采取一些措施削弱灾害对人类和生产的影响，这尤其适用于因地理和气象原因而易受灾害影响的国家。在这些地区，将灾害风险与成本纳入考量的政策框架有助于政府更好地防御和应对自然灾害所带来的冲击。防御工作指的是风险评估与缓解、个人保险和风险转嫁方面的主要工作（见表）。

利用更为全面、更具预防性的方法应对灾害会遇到几个阻碍因素：首先，很多低收入国家的预算资源、技术实力和人员能力均不足以防御灾害或修建堤坝、改造办公室和房屋来抵御风暴。存在大量债务积压的国家更是如此。这些因素阻碍了各国制定相关机制来降低风险和个人保险——换言之，要么未雨绸缪，要么购买保险应对不测。

其次，如何分配稀缺资源很困难，因为总是存在这样的可能性，即下一次“大灾难”在近期不会再次发生，那么这些稀缺资源就可以用在其他亟需的社会支出或基础设施上。这也是为什么应该用灾害发生可能性和主要脆弱点的评估工作来统领防灾和减灾决策的原因所在。

再次，应急援助和融资可以是一个强大而合理的

激励举措，让发展中国家减少在降低风险方面的投资。实际上，由于这类融资的利率非常低，在灾害爆发前支出稀有资源是不合常理的；支出的费用可能不会如预期那般获得同等回报。以海地为例，在2010年地震之后，海地收到了国际社会所承诺的99亿美元的救助金，这是该国名义GDP的1.5倍。海地不可能提供相应数额的保险。

最后，随着时间的推移，灾害的爆发频率已经增加，尤其是与气候相关的灾害，而各国可能低估了其增加的幅度。

我们应该在人类悲剧面前讨论钱财吗？公共政策的第一要义是挽救生命，但是为降低经济成本所做出的努力也同样重要，因为经济成本会造成其他的人员和社会成本，而这些成本可能影响几代人。经济成本降低之后，资源可自由应用在灾害预防、灾害复原和灾害减少上，进而挽救未来的生命。政策制定者必须要求灾害风险管理在整个决策过程中受到充分重视。

## 未雨绸缪

我们的研究借鉴了从最新的案例研究中获得的基本和不太基本的经验。研究发现，在灾害爆发前和爆发后制定良好的宏观经济政策会产生不同的效果。我们从案例研究中获得的基本经验是：在应急支出中留出预算空间有助于危机缓解和解决、保险覆盖和低公共债务在重建需求出现时支持政府灵活处理支出问题，而且随着时间的推移，为减少风险而进行的公共投资会获得回报。

相对而言不太明显但同样重要的一点是，政府政策框架有极大的改善空间，以更好地管理风险并降低经济和社会成本（见表）。在危险区域，政策制定者应判断灾害爆发的可能性，并确定本地的灾难脆弱性。然后，政策制定者可将这些信息纳入应急计划，并对

风险减缓、保险、个人保险和灾难应对进行投资。

税收与支出政策应该具有灵活性，以便在必要时快速重新部署支出。

在灾害爆发前，与海外合作伙伴进行协调可以动员外部力量辅助各国减缓风险。与事后的紧急救援相比，这可能会获得更高的回报。

自然灾害爆发后，加强与海外合作伙伴的合作也十分必要，这一点在低收入国家以及行政能力有限的国家特别突出。

保险是降低自然灾害的实际成本而不增加税收或缩减支出的最有效的方法。一些创新的手段已在近年出现，但是国际社会可以采取更多行动来集中资源和创意，进而帮助弱势国家。加勒比巨灾风险保险基金就是其中一个例子，该基金在近期参与了加勒比地区国家的一线救灾工作。然而，紧张的财政状况却让各国无法购买加勒比巨灾风险保险基金的全额保险，导致这些国家仍然要面临灾害的影响。

上述这些做法是在灾害间歇期值得考虑的从上至下的政策建议。然而，多数国家都是等到下一场灾难来袭时才试图快速制定政策。与此相反，政策制定者及其海外合作伙伴应该融合新的、更有效的方法来提前管理风险并降低成本。这能挽救生命、减少伤害、节约资金，还能避免不必要的伤亡——菲律宾那位腿部骨折的青年就是其中一例。■

尼科尔·拉弗朗布瓦兹（Nicole Laframboise）和塞巴斯蒂安·阿塞维多（Sebastian Acevedo）分别是IMF西半球部的副处长和经济学家。

### 参考文献：

- Acevedo, Sebastian, 2013, "Debt, Growth and Natural Disasters: A Caribbean Trilogy" (unpublished; Washington: The George Washington University).
- Bradsher, Keith, 2013, "Death after the Typhoon: It Was Preventable," *The New York Times*, November 15.
- Eisensee, Thomas, and David Strömberg, 2007, "News Droughts, News Floods, and U.S. Disaster Relief," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 122, No. 2, pp. 693-728.
- Laframboise, Nicole, and Boileau Loko, 2012, "Natural Disasters: Mitigating Impact, Managing Risks," *IMF Working Paper 12/245* (Washington: International Monetary Fund).
- Noy, Ilan, 2009, "The Macroeconomic Consequences of Disasters," *Journal of Development Economics*, Vol. 88, No. 2, pp. 221-31.
- Rasmussen, Tobias, 2006, "Natural Disasters and Their Macroeconomic Implications," in *The Caribbean: From Vulnerability to Sustained Growth*, ed. by Ratna Sahay, David Robinson, and Paul Cashin (Washington: International Monetary Fund), pp. 181-205.
- Strobl, Eric, 2012, "The Economic Growth Impact of Natural Disasters in Developing Countries: Evidence from Hurricane Strikes in the Central American and Caribbean Regions," *Journal of Development Economics*, Vol. 97, No. 1, pp. 130-41.

灾害风险管理的主要工作			
风险评估	降低风险	个人保险	风险转嫁
收集数据，评估自然灾害爆发的可能性	采取措施降低实物的脆弱性，改善财政规划	建立存款与储备	推动保险和再保险
评估人与实物的脆弱性	开展搬迁、重建、改造以及防洪工作等	建立储备基金、缓冲库存等	安排全球保险、集中保险（如加勒比巨灾风险保险基金）
将信息纳入财政框架与开发规划之中	确定建筑法规、警告以及应急响应等	建立“雨天基金”，完善金融体系	建立债务设施、巨灾债券、国际金融机构设施等
注：这些工作旨在引导政策制定，并确保规划的全面性，而非提供一系列具体的先后步骤。			

# 援助与石油



西非海岸线附近的钻井平台。

拉巴赫·阿里基、李维克·班纳吉

## 越来越多的 大型油田在 低收入国家 的发现可降低 对国际援助 的需求

长久以来，国际援助一直是发展中经济体的一项可观资金来源。2012年主要捐赠国共捐赠1270亿美元，其中2/3流向非洲和亚洲的低收入国家。国际援助——或者更确切地说是官方发展援助——对捐赠国而言不过是九牛一毛，仅占其GDP总量的0.3%。但对一些发展中经济体而言，这确实是一个主要的资金来源——比如，国际援助占利比亚GDP的15%，占布隆迪GDP的5%（见图）。

国际援助以多种形式呈现，但最主要的还是发展援助，即发达经济体捐赠给较为贫穷的经济体用以促进其经济和社会发展的资金，这笔资金主要由经济合作与发展组织发展援助委员会衡量。一般来说，发展援助的长期目标是通过预算援助和提供技术来帮助低收入和中等收入国家摆脱贫困、增加福利——尽管目前仍未有明确的证据表明援助与一国经济表现存在关联性（见专栏）。

然而，近年来很多发展中经济体，尤其是撒哈拉以南非洲地区，已经发现了一种新的增加国内财富的资金来源，与发展援助一样，这一资金来源也提供预算援助，但不像捐赠国那样经常附带各种条件，比如这笔资金应如何使用或者国家必须进行改革以继续获得这一援助。在非洲，很多发展中经济体由于发现了大型油田，其财政状况得到了很大改观。

我们将探究这些油田的发现对国际援助产生的影响。比如，随着石油收入的增加，捐赠国是否会减少捐赠？或者说它们是否应该减少捐赠？换言之，在大发石油横财的发展中经济体中，国际援助是否依然能够发挥建设性的作用？

### 发现油田

近年来，许多发展中经济体，其中不乏主要的援助接受国，已经发现了大

量的油气储量。尽管南亚和拉丁美洲都有一些重大发现，但是最主要的发现还是位于撒哈拉以南非洲地区。一些分析家推断，在未来的十年内，多数非洲国家将成为石油生产国。加纳、肯尼亚、利比亚、莫桑比克和坦桑尼亚等国均已发现了大型油气田，而这些油田拥有至少5亿桶可采油气当量。来自这些已发现油气田的收入将占据一国GDP的很大一部分，这样就可缓解政府的支出紧张。

但发现石油却是一件喜忧参半的事情。盛产石油的国家并未因此繁荣昌盛，相反，很多国家开始谈论石油的诅咒，而且其中的很大一部分内容与一些分析家所提出的援助可能会拖延增长的警告不谋而合。事实上，就经济增速而言，在过去的数十年里，资源丰富的国家（特别是那些拥有大量碳氢化合物沉积的国家）普遍低于资源匮乏的国家（Frankel, 2012年）。关于资源丰富性与经济增速之间是否存在负相关的统计关系，目前尚无定论。但即使石油储量与经济增速之间不存在负相关的关系，依然没有明确的证据表明资源丰富性与经济增速之间存在正相关关系。

就目前而言，发现石油会产生负面效应的原因众多。首先，这会导致货币大幅增值，从而使其他行业失去竞争力，特别是制造业。换言之，石油行业的繁荣会带来其他行业的衰退。此外，石油行业带来的一夜暴富会导致政治和公共行政腐败（Arezki 和 Brückner, 2011年），为获得选民的投票，因石油致富的富人可能会依赖大量借款来为政治拨款项目和收入转移融资。如果石油繁荣破灭，大量的借款可能会严

## 援助的有效性

一些分析家认为，援助能推高本地货币的价值，削弱制造业的竞争力，从而延迟增长。其他人则认为，援助会削弱税收收入的调动，捐赠国提出的苛刻条件或会造成援助管理人才的过度集中。但最新的证据表明，援助会促进经济增长。总而言之，援助有效性的不确定已导致各国提出变更现有援助框架的要求。一些人甚至要求完全停止援助。

如果是在边界附近发现了石油储备，那么石油的发现还会引发国家间的冲突。

重拖累经济（Arezki 和 Brückner, 2012年）。此外，石油或其他资源的发现可能会导致内部关于哪个地区或哪部分社会群体有权获得好处的争斗（见“压力之下”，《金融与发展》2013年12月号）。如果是在边界附近发现了石油储备，那么石油的发现还会引发国家间的冲突。妥善制定的援助项目能够帮助各国——特别是体制薄弱、无能力有效使用新发现资源的国家——应对这些问题。因此，对石油与援助之间的关系以及用石油收入替代国际援助的效果进行审视至关重要。

## 一夜暴富

有关石油储量重大发现的公布意味着这个国家将突然变得富有。那么从某种程度而言，油田的发现应减少旨在支持一国经济与社会发展的持续援助。换言之，开采自然资源所获得的大量收入将缓解发展中经济体的预算紧张，因此这些经济体所需的国际援助也将减少。与此同时，捐赠国希望继续提供援助也是基于很多战略性考虑（Alesina 和 Dollar, 2000年）。其中的一个原因是确保能获得受援国的石油和能源。毕竟，油气进口对多数发达经济体的平稳运行至关重要，而这些发达国家是发展援助的主要供应者。为此，确保发展援助的流动有助于维护双边关系，并促进从受援国获得资源的机会。此外，由于西方主要的石油公司有机会赢得石油提取合同，援助是一种确保捐赠国公司能够获得巨额利润的方式。

为测试石油储量重大发现的公布是否会影响发展援助，我们研究了公告发布的时间。霍恩（Horn, 2011年）和《油气杂志数据手册》（OGJ Databook, 2013年）的数据记载了油气储备发现的精确时间、可采石油的发现地点以及可采量。我们通过计算发现，在1970—2012年间，对于我们采样研究的170个国家而言，石油发现的中位净现值是GDP的5%。大型油田在全球分布并不均衡。因此，我们能够审视众多国家的石油

## 援助的重要性

对某些受援国而言，国际援助只是杯水车薪，而对另外一些而言，国际援助则占据其GDP的一大部分。

（国际援助占GDP中的百分比）



资料来源：经济合作与发展组织，佩恩表7.0版。

注：本图显示了2000—2009年国际援助的年平均水平。

发现时间对发展援助的影响。除此之外，我们还能借助计量经济技术，发掘五年间石油发现对发展援助的效应，从发布石油发现的公布到开始生产（以及获取收入）一般都需要五年的时间。

我们的研究结果显示，大型油田的发现与发展援助的变化之间并无重大关联。为测试我们的主要研究结果是否可信，我们还对这些结果是否仅适用于低收入国家或非洲国家进行了探讨。为了减少潜在测量误差，我们使用了来源各不相同的、有关大型油田发现的数据，以重新审视两者之间的关系。这些结果非常相似，并显示受援国发布石油储备重大发现之后，发展援助并未出现重大变化。此外，没有证据表明捐赠国在石油生产开始之前一直维持援助水平不变，但在石油开始生产之后缩减了援助额——在公告发布之后的五年里，统计数字并未出现重大变化。

## 停止国际援助会破坏受援国为改善治理水平所付出的各种努力。

由于研究表明民主国家可能获得更多的援助，我们还对受援国的政治特征如民主程度等是否有利于在发现重大油田之后获得更多的援助进行了测试。我们发现，一些证据表明在重大油田发现之后，低收入的民主国家会获得更多的援助。该结果显示，当捐赠国与受赠国的政治体系具有长期可行性时，油田的发现将进一步深化彼此之间的关系。

### 援助与治理

我们发现，发现石油的国家所获得的国际援助较少出现变化。如果援助的唯一目标是缓解发展中经济体的预算紧张，那么援助额可能会被重新分配，以支持那些尚未发现新资源的经济体。但这将是缺乏远见的做法。

比如，停止国际援助会破坏受援国为改善治理水平所付出的各种努力。正如上文所探讨的，石油的发现可能会导致腐败、冲突、政治拨款以及非石油行业的衰退。尽管国际援助有待改进，但是捐赠国可以利用国际援助这个激励举措帮助受援国避免这些缺陷、改善治理水平、管理经济，以抵消货币增值的附带结果。为了确保国际援助继续推动受援国在民主机构的引领下改善经济效益、提高治理水平，援助框架应包含下述特点：

- 建立稳健的机制，以打造提高有关石油收入的宏观经济管理的能力。这将支持各国应对油价波动所引

发的不稳定问题，并管理资源价值的不确定性——这是石油收入管理的两大关键要素。该机制还应将政府的（支付利息之前的）非石油收支平衡纳入其中，并以此为主要衡量指标，旨在评估政府的支出规模以及注入经济当中的石油收入。从长期来看，这将提高财政的可持续发展，从短期来看，这将减少脆弱性。

- 有助于改善因货币升值带来的制造业问题并发展多元化经济。世界贸易组织已发起了一项贸易援助计划，此举旨在帮助发展中经济体解决供应方和与贸易相关的障碍，比如安全标准低、区域经济融合差。捐赠国可引导受援国采取该计划中的一些措施，如开发港口等与贸易相关的基础设施等等，以提高非石油行业的竞争力。这些举措应有助于发现大型油田的小经济体解决一个重大问题，即其他行业被挤出的问题。

- 确保受援国民主机构的实力得到增强。对援助施加条件似乎是捐赠国宣传民主的主要方式，因而也是更合理的宣传治理方式（Knack，2004年）。研究人员已经发现，油田的发现经常与独裁程度的增加有关（Ross，2001年；Tsui，2011年）。将援助与紧随油田发现而进行的民主机构改善联系起来是指导援助且覆盖面更为广泛的政策框架的一大重要组成。■

拉巴赫·阿里基（Rabah Arezki）是IMF研究部的高级经济学家，李维克·班纳吉（Ritwik Banerjee）是奥尔胡斯大学的博士。

本文基于作者即将发表的IMF工作论文“Aid vs. Oil: Can the Two Mix?”

参考文献：

- Alesina, Alberto, and David Dollar, 2000, “Who Gives Foreign Aid to Whom and Why?” *Journal of Economic Growth*, Vol. 5, No. 1, pp. 33–63.
- Arezki, Rabah, and Markus Brückner, 2011, “Oil Rents, Corruption, and State Stability: Evidence from Panel Data Regressions,” *European Economic Review*, Vol. 55, No. 7, pp. 955–63.
- , 2012, “Commodity Windfalls, Democracy and External Debt,” *The Economic Journal*, Vol. 122, No. 6, pp. 848–66.
- Frankel, Jeffrey, 2012, “The Natural Resource Curse: A Survey of Diagnoses and Some Prescriptions,” in *Commodity Price Volatility and Inclusive Growth in Low-Income Countries*, ed. by Rabah Arezki, Catherine Pattillo, Marc Quintyn, and Min Zhu (Washington: International Monetary Fund).
- Horn, Myron K., 2011, “Giant Oil and Gas Fields of the World.” [www.datapages.com/AssociatedWebsites/GISOpenFiles/HornGiantFields.aspx](http://www.datapages.com/AssociatedWebsites/GISOpenFiles/HornGiantFields.aspx)
- Knack, Stephen, 2004, “Does Foreign Aid Promote Democracy?” *International Studies Quarterly*, Vol. 48, No. 1, pp. 251–66.
- OGJ Databook, 2013 (Tulsa, Oklahoma: PennEnergy Research).
- Ross, Michael L., 2001, “Does Oil Hinder Democracy?” *World Politics* Vol. 53, No. 3, pp. 325–61.
- Tsui, Kevin, 2011, “More Oil, Less Democracy: Evidence from Worldwide Crude Oil Discoveries,” *The Economic Journal*, Vol. 121, No. 551, pp. 89–115.

# 免费试读我们的 最新出版物



我们的出版物内容涉及  
中国、能源补贴、全球  
经济学、非洲等等。

[elibrary.imf.org/page/free/fdm](http://elibrary.imf.org/page/free/fdm)

国际货币基金组织



# 形成链条 的价值

美国华盛顿州埃弗雷特装配线上的波音787梦幻客机。

米歇尔·鲁塔、米卡·萨依托

多国参与的  
制造业的增  
长正在改变  
全球收入和  
增长的产生  
模式

787 梦幻客机作为波音公司生产的最新机型，是众所周知的美国产品，是在美国华盛顿州组装并销往全球各地的，而其中 80% 以上的订单来自美国本土以外。

梦幻客机不仅仅销往全球各地，其生产也遍布全球各地。飞机的许多组件均在美国以外的地方生产，如中央机身由意大利的阿莱尼亚公司生产，驾驶舱座椅由英国的 Ipeco 公司生产，轮胎由日本的普利司通公司生产，起落架由法国的梅西耶-布加迪-道蒂公司生产，货舱门由瑞典的萨博公司生产。

飞机仅仅是多国参与生产的一个例子。越来越多的最终产品，如汽车、手机和医疗设备等都是采用来自其他许多国家提供的部件在一国生产的，导致这种情形的部分原因是，在过去的 20 年中贸易壁垒不断减少，同时技术进步也使交通和通讯成本逐步下降。我们将这种现象称之为全球价值链的增长，而这种现象正在改变全球收入和增长产生的模式。与此同时，竞争的性质也受到了影响。各国之间应就所生产的产品抑或是投入生产的劳动力和资本展开竞争？而竞争本质的变化进而又改变着旨在提

高竞争力的贸易政策和其他政策的制定。在本文中我们对全球价值链的增长如何对收入和增长、竞争力的衡量标准以及贸易政策产生影响进行了探讨。

## 非凡的增长

在过去的20年中，贸易相对于总产出的增长十分显著——这在很大程度上反映了中间产品跨越国境的次数。全球的出口产出比从1995年的20%上升至1995—2009年的25%（在2008年全球经济危机爆发之前，该比例已经高达30%，之后出现下降）。在一些国家，这一变化更加显著，例如中国的该比例从23%上升至39%，而在北部欧元区国家，这一比例从30%上升至40%。

总出口相对于产出的增长在一定程度上反映了对全球价值链的大量运用：作为生产流程的一部分，更多中间产品从一国流入他国。例如，要增加一架梦幻客机的生产需要增加进口瑞典生产的货舱门、日本生产的轮胎、法国生产的起落架以及国外供应商生产的数不清的各种部件。不过，评估价值链对增长和收入所产生的影响，还需要考虑除出口总量之外的其他因素。一国的出口值（如美国出口一架梦幻客机的价值）与该国为这一出口产品所增加的价值之间可能存在很大的差异。在这种情况下，所谓附加值出口所代表的是出口梦幻客机在美国所产生的劳动力和资本收入。

一个关键的问题是，全球价值链的增长是否能够参与价值链的相关各国创造财富。简单来讲，答案是肯定的，但在各不同经济体之间创造财富的速度存在差异。大多数国家和所有地区均通过出口增加了对全球产出的贡献。不过，一些国家和地区的增长相比

之下更加突出。从全球范围来看，附加值出口占全球GDP的比例从1995年的15%增长至2009年的约20%（见图1）。随着时间的流逝，劳动力和资本收入均实现增长，但资本收入的增长相对更快，因为附加值出口的资本密集性不断增加。

增长并不仅仅与制造业相关：全球价值链收入中，服务出口所占比例不断增加，其中多数是受到离岸外包或外部采购的影响。作为制成品出口一部分的金融、通信、商业和其他服务的出口直接或间接产生的收入占全球产出的比例从1995年的6%上升至2008年的约9%。

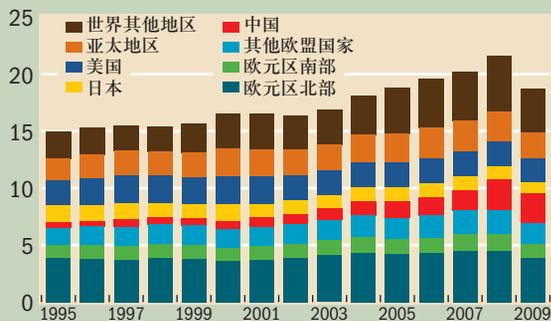
## 全球价值链收入中，服务出口所占比例不断增加。

附加值出口的增长源自许多因素，其中对全球价值链的参与显然起到了重要作用。考虑一下那些专门从事装配业务的国家。这些国家进口昂贵的核心生产元件，为这些元件增加相对较少的价值之后将其出口，出口增加值基本上都是由其他国家创造的。这些国家的附加值出口占出口总额的比例通常更低。不过，尽管这些国家所从事的是低附加值的装配工作，但其出口额依然在其收入中占据相当大的份额——也就是说，它们的附加值出口占GDP的比例较高（见图2）。这些

图1  
通过出口实现增长

附加值出口在全球产出中所占比重从1995年的15%增长至2009年的约20%。

（占全球GDP的百分比）

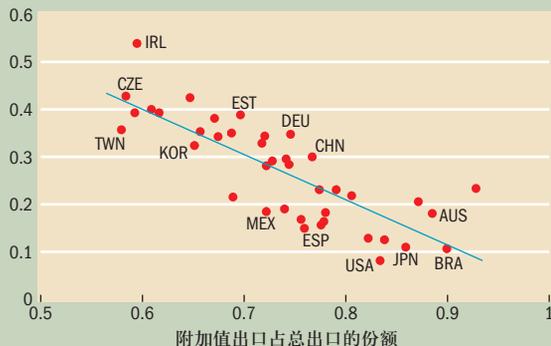


资料来源：世界投入产出数据库；IMF工作人员的估算。

图2  
创造收入

专门从事产品组装的国家可能对国外进口中间产品增加的附加值非常有限，但通过出口所产生的国民收入份额则相当可观。

（附加值出口，占GDP的份额）



资料来源：世界投入产出数据库；IMF工作人员的估算。

注：AUS=澳大利亚，BRA=巴西，CHN=中国，CZE=捷克共和国，DEU=德国，ESP=西班牙，EST=爱沙尼亚，IRL=爱尔兰，JPN=日本，KOR=韩国，MEX=墨西哥，TWN=中国台湾，USA=美国。

经济体自 20 世纪 90 年代中期以来增长相对较快，这表明参与到全球价值链中对这些经济体的其他领域产生了重要的学习效应以及其他类型的积极的溢出效应。例如，专门从事装配的国家的本地公司可以从接触国外公司所使用的新技术或者从与国外投资相关的业务环境的改善中间接受益。

## 处于变化之中的竞争力

自从 2012 年 12 月安倍晋三出任日本首相以来，日元兑欧元和美元的汇率降低了约 20%，这对日本的亚洲贸易伙伴可能会产生两个方面的影响。这可能意味着日本的亚洲贸易伙伴的出口将面临价格更加低廉的日本产品的竞争。但日元贬值也会降低上述国家从日本购买的中间产品的成本。这两种影响中的哪一种会起主导作用取决于贸易伙伴与日本产品的直接竞争程度，以及日本进口产品在这些国家参与全球价值链的产品生产中的重要性。

经济学家衡量一国价格竞争力的标准方法是计算其实际有效汇率，该汇率可以衡量一国货币相对其贸易伙伴一篮子货币的购买力（见“为什么是实际汇率？”，《金融与发展》2007 年 9 月号）。不过，这种衡量方式基于这样一种假设，即所交易的商品仅为最终消费商品，同时商品全部由各国独自生产。在一个充满价值链的现实世界中，这个假设显然是

不正确的。近年来出现了两种方法，可以将分散化的国际性生产融入对实际有效汇率的衡量之中。这两种方法均可以提供有益的新的深刻见解，但其侧重点略有不同。

一种方法（Bems 和 Johnson，2012 年）是构建一个用生产产品所需完成的任务而非产品本身来衡量竞争力的指数。这样一种指数更适合于衡量一国生产要素（即劳动力和资本）的竞争力。另外一种方法（Bayoumi、Saito 和 Turunen，2013 年）衡量的是，在考虑其产品进口要素存在的情况下，所生产产品的竞争力。这一指数更适于衡量一国出口商品的竞争力。

大量非全球性的、但涉及许多大型经济体的重要的自由贸易协定正处于谈判之中。

标准实际有效汇率和涵盖全球价值链运作的新指数之间的实证差异十分显著。例如，1990—2011 年期间，中国的实际有效汇率与标准衡量方式相比，累计增长了 14%—27%（见图 3）。换言之，中国的实际竞争力并没有以标准实际汇率计算所得到的结果那么理想，这主要是由于新的衡量标准能够更好地捕捉到这一时期中国的工资和其他要素成本的增长（与其贸易伙伴相比）。额外增值部分的大小取决于竞争力是通过任务还是通过商品来衡量。

全球价值链不仅仅涉及最终产品的买方和卖方之间的关系，正如梦幻客机的购买不仅涉及美国和购买国，还包括参与梦幻客机价值链的所有经济体。因此，整合至一个价值链的国家之间的汇率变化可能比标准实际有效汇率衡量标准所显示的更加重要、更为复杂。

## 模糊的边界

尽管由世贸组织主持的全球贸易谈判（即所谓的多哈回合谈判）已止步不前，但大量非全球性的、但涉及许多大型经济体的重要的自由贸易协定正处于谈判之中。例如，2013 年美国 and 欧盟开始就《跨大西洋贸易投资伙伴关系协定》(TTIP) 展开谈判。另外一个正在谈判之中的重要的自由贸易协定是涉及 13 个国家的《跨太平洋伙伴关系协定》(TPP)。价值链的增长增加了国际商业的复杂性并使贸易政策和国内政策之间的边界变得模糊，它需要在上述贸易协定的框架之内经常就新的贸易规则进行谈判。

供应链涉及货物、投资、服务、技术和人员的跨

图3

### 视角变化

对于像中国这样的经济体而言，其以实际有效汇率（REER）衡量的竞争力在 REER 的计算包含全球价值链运营时会发生变化。

（竞争力指数，1990年=100）



资料来源：经合组织双边投入产出数据库；IMF 工作人员的估算。

注：标准 REER 衡量的是一国相对于该国贸易伙伴一篮子货币的购买力，基于如下假设，即交易的商品为完全由各个国家生产的最终消费商品。用相关生产任务衡量的 REER 通过为生产商品所需进行的任务来衡量竞争力，而用产品衡量的 REER 是在考虑在其生产中存在进口中间产品的情况下衡量一国所生产的产品竞争力。

境流动。鲍德温 (Baldwin, 2011 年) 将上述各种流动称为“供应链贸易”。供应链贸易与传统贸易在最终产品方面存在重大差异。在供应链贸易中, 公司必须在许多国家建立生产设施并在这些设施之间建立联系, 在很多生产地之间进行人员、资本以及技术的流动。

对于政策制定者而言, 存在两大挑战。其一, 国内政策与以往相比成为国际贸易的一个更重要的壁垒。例如, 对知识产权和投资权利的保护不力会对全球价值链带来危害, 这是因为将生产转移至其他国家 (离岸外包) 会增加公司知识和资本的国际流动。其二, 全球价值链的崛起形成了国际政策溢出效应的新形式, 因为对国际生产链的国内组成部分产生影响的政府政策选择也会对生产链的整体价值产生影响。不过, 上述协定的内容已不再是关于如何遏制具有自我破坏作用的关税大战的爆发, 而是确保监管复杂商品 (如梦幻客机) 价值链不同部分的政策在各国之间的一致性。

支撑供应链贸易崛起的新规则和纪律的制定从未停止过, 并将继续下去, 主要 (但不仅仅) 是在新近谈判形成的自由贸易协定的框架之下。这些协定包括的可依法执行的条款通常超出在世贸组织框架下谈判所形成的承诺 (WTO, 2011 年)。世贸组织对覆盖 90% 全球贸易的 96 个自由贸易协定进行了调查, 发现这些协定中所推出的核心规则主要关注竞争政策、知识产权、投资和资本流动。例如, 调查中有 73% 的协定包含目前世贸组织规定之外的竞争政策义务。尽管在新一轮自由贸易协定的谈判热潮背后存在许多其他因素, 如地缘政治考虑以及世贸组织协定下多边谈判的重重困难, 但为供应链贸易提供监管的需要是一个重要的驱动因素。

自由贸易协定和全球价值链之间具有全局性经济影响, 但常常在政策辩论中被忽视的关系:

- 贸易协定的模式将会对价值链的未来版图产生影响, 迫使后来者采用由别的成员所谈判制定的规则。这可能会产生多边贸易体系监管碎片化的风险, 并进一步危害价值链的发展。寻找使自由贸易协定“多边化”的方法是一个重要的目标。

- 新一轮的贸易协定谈判将扩大政策和经济冲击在成员国之间的传递, 并同时降低其在成员国和非成员国之间的传递。这是因为, 从事跨境生产的公司往往更容易受到突发事件 (如地震) 的影响, 这会破坏定制型生产要素的提供。

- 评估贸易协定影响的经济模型通常侧重于取消受保护行业的高关税所带来的影响。不过, 超大型的自由贸易协定 (如 TTIP 和 TTP) 主要是针对非关税措施的, 其中很多与对增长具有直接影响的跨境生产决策有关。所以, 上述协定对经济福祉的影响可能与那些目前政策辩论中所建议的协定存在实质性的差异。

## 经济影响

在过去的 20 年中, 全球价值链的崛起改变了国际贸易的本质, 对包括收入的产生、竞争力的衡量以及贸易政策的制定等方面产生了影响。也就是说, 贸易领域的近期动态具有重大的宏观经济影响, 表现在对经济增长、国家竞争力以及冲击传递的影响等诸多方面。

我们的研究大体可得到三个结论。全球价值链正在创造财富, 但在各国之内和各国之间的速度不同。全球价值链也对影响竞争力这一概念产生影响, 使得了解公司如何在不同国家进行生产变得更为重要。最后, 全球价值链增进了不同国家间的相互依赖, 进而产生了政策合作的需要。■

米歇尔·鲁塔 (Michele Ruta) 是 IMF 战略、政策和检查部高级经济学家, 米卡·萨依托 (Mika Saito) 是 IMF 非洲部高级经济学家。

本文基于 2013 年 IMF 政策文件 “Trade Interconnectedness: The World with Global Value Chains.” [www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/082613.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/082613.pdf)

参考文献:

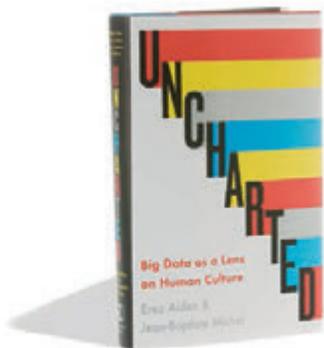
Baldwin, Richard, 2011, “21st Century Regionalism: Filling the Gap between 21st Century Trade and 20th Century Trade Rules,” CEPR Policy Insight No. 56 (London: Centre for Economic Policy Research). <http://dev3.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight56.pdf>

Bayoumi, Tamim, Mika Saito, and Jarkko Turunen, 2013, “Measuring Competitiveness: Trade in Goods or in Tasks?” IMF Working Paper 13/100 (Washington: International Monetary Fund). [www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13100.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13100.pdf)

Bems, Rudolfs, and Robert C. Johnson, 2012, “Value-Added Exchange Rates,” NBER Working Paper No. 18498 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

World Trade Organization (WTO), 2011, World Trade Report: The WTO and Preferential Trade Agreements: From Co-existence to Coherence (Geneva). [www.wto.org/english/res\\_e/publications\\_e/wtr11\\_e.htm](http://www.wto.org/english/res_e/publications_e/wtr11_e.htm)

## 文字游戏



埃雷兹·艾登、简-巴普蒂斯特·米歇尔

**未知**

将大数据作为人类文化的透视镜

河源出版社，纽约，2013年版，288页，27.95美元（精装）。

本书中包含了許多未知事物。但是“未知”并不意味着埃雷兹·艾登（Erez Aiden）和简-巴普蒂斯特·米歇尔（Jean-Baptiste Michel）不重视这些事物——事实上，“图表示意”或许是一个更加恰当的标题。

本书讲述的是搜集世界上所有图书中数亿个单词的故事。先前在文本意义中由于“未知”而丢失的单词，却被本书编制为核心内容。作者希望整个制图过程会带领我们探索文化中许多有趣的方面，他们称之为“文化经济学”。艾登和米歇尔利用谷歌制作一个强大的网络工具，但是有关其实用性的言论也许有些夸大。

这并不是说本书毫无乐趣可言。从本书一开始的鸣谢中你就能够发现这是一本有趣的书：在鸣谢中艾登对他的三个孩子致以谢意，他一个女儿的中间名字为“香蕉”（Banana）（他一贯这样古怪精灵；他的儿子名叫伽利略）。

目前，我急于寻求乐趣。但是艾登和米歇尔正在撰写重要的科技

著作，在书中举一些“有趣的”例子并不会有助于他们的工作。无需大量的数据说服我们，卓柏卡布拉（chupacabra）一词（据报道，1995年人们在波多黎各亲眼目睹了这种吸血生物）远比北美野人或尼斯湖水怪罕见。在20世纪40年代（难于详述本书中再现图表的起始日期）至2000年间发行的图书中，图表标注“argh”和“aargh”的使用变化是一件看似愚蠢的事情。书封皮引用了《琼斯母亲》杂志的一句话，将Ngram Viewer称之为“互联网有史以来最伟大的时间浪费者”。出版商作此引用实属气魄之举。

通过机器人阅读每本发行图书上的每一个单词，以记录文化历史是一个大胆的尝试。那么，我所说的这项工作有所欠缺是什么意思呢？艾登和米歇尔承认他们正通过单词细微的例子来探寻文化历史，尽管他们说谷歌迄今为止已浏览约3000万本图书（截止到目前也许数量更多），但仍然还有约一亿本图书需要浏览。

此外，倘若一个文字的使用是我们窥探文化历史的线索，本书中忽略了许多其他资料来源：报纸和杂志文章、信件、电影、电视和电台访问、改写本和讲座——事实上，忽略了所有除已发表图书以外的以书面或口头形式存在的文字。此外，著作撰写完成后，时常进行语法和拼写的编辑和修订，更别说翻成其他语言。每一位作者都了解编辑会根据他们所在出版社的风格修改文章。我不知道图书（甚至3000万本图书）中所使用的语言是否是语言使用变化的可靠来源。

我猜想艾登和米歇尔会说谷歌所浏览的图书全部是他们必须搜集的素材，但是考虑到有所遗漏，他们所提出的“人类文化透视镜”理论或许是一个太过大胆的言论。

至于书中的图表：图表数量很多，但被精简过；以黑、白、灰三色印刷；并且从数据资料中直接生

成。简单的图表并没有什么不妥，但是缺少相对的标签和网格线以及标注在区分度很小的灰色阴影里的图表分度线（有时多达6条），使其难于阅读。本书作者告知我们用网络浏览，这样所有这些问题都将

**本书讲述的是搜集世界上所有图书中数亿个单词的故事。**

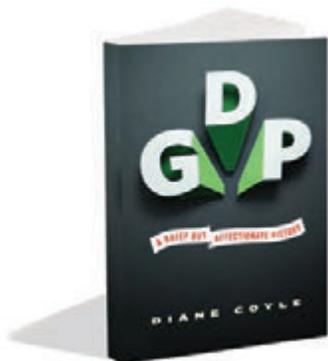
被解决：颜色区分线条，并且点击分度线上的任意一点都会有标签和日期显示。这是一个关于印刷图像和网络图像之间差距的例子。

但从乐观的角度来说，作者并没有规避在浏览众多图书时所引发的版权问题，或者用看似不道德的“阴暗”方式处理这些问题。书中生动的描述了有关拉里·佩奇（Larry Page）和玛丽莎·梅耶尔（Marissa Mayer）在2002年所进行的实验，她们计算出浏览完世界上所有的图书需要花费多长时间。显然，这将需要花费“几千年，甚至更久”。因此，作者们是如何处理这个问题的？阅读本书，其乐无穷！

奈杰尔·霍姆斯  
(Nigel Holmes)

Explanation Graphics 负责人，  
最新出版的《Wordless  
Diagrams》和《The Book of  
Everything》的作者

# 了解每件事物的价格，却不了解其价值



戴安娜·科伊尔

## GDP

简短而充满深情的历史

普林斯顿大学出版社，普林斯顿，新泽西州，2014年，168页，19.95美元（精装）。

既然“经济”一词起源于希腊文 oikos（意为家庭管理），那么为什么在2000年前没有像亚里士多德这样的聪明人提出国内生产总值（GDP）的概念呢？这是因为亚里士多德潜心研究运动的物体，如月亮和其他行星。

在大约5万年的时间里，人类的GDP并不会上下浮动。在亚里士多德那个时代，并没有美国全国广播公司财经频道通过广播GDP的上下波动的方式影响市场。也没有人希望过上比他们父母更好的生活。当然，人们也关心资金和债务。在16世纪，亨利八世命令其财政大臣密切关注他在酒馆消费和在与法国的战争期间的账单，但他绝不会想到去过问一下人均GDP是否比去年有所增长。

戴安娜·科伊尔（Diane Coyle）的新作《GDP：简短而充满深情的历史》巧妙易懂，讲述了20世纪GDP产生的故事，这一数值的创造使得各国首相在之后的每一季度倍感头疼。在本书的开头部分，科伊尔向我们提及了GDP对现代雅典而非古希腊的重要性，雅典国家统计局的负责人将其工作称之为“格斗

运动”。她还分享了她的朋友经济学家宝拉·苏拉奇（Paola Subacchi）的经历。宝拉·苏拉奇在皇家国际事务研究所工作，曾拜访希腊相关机构，期待在那里看到超级计算机或者至少看到一个算盘。然而，当她爬上一座建于20世纪50年代的住宅楼时却发现“三五个人待在一个满是灰尘的屋子里”，而屋内并没有电脑。

但是国家统计局必须想出一些对策，经常制造虚假数据以达到出售债券的目的并哄骗他人提供援助。科伊尔称中国官员有时大肆鼓吹其雄厚的GDP，而有些时候却减少GDP以使其有资格获取援助。苏联解体以后，我曾拜访过圣彼得斯堡。陈旧的经济学教科书曾说苏维埃社会主义共和国联盟在共产主义的领导下国力昌盛。甚至像保罗·萨缪尔森这样的诺贝尔奖获得者也曾发表过这样模棱两可的数字。但是我需要做的仅是在这个日益衰败的冬宫博物馆里呼吸着刺鼻的空气并意识到：共产主义所面临的问题不是跟不上西方的发展步伐，而是它还赶不上1917年西方的生活标准！

科伊尔完成了一项重要任务。她提醒我们，对GDP精确计算（ $C + I + G + [X - M]$  或消费 + 投资 + 政府支出 + 净出口）刺激政府领导人支出更多。原因何在？因为加强政府支出能力可以重复地增加GDP。因此，国家领导人只需放开支出限制，就可以依靠其统计专家增加GDP。而且，政府支出的价值是基于政府公职人员的工资进行计算的，而非其产出价值。我的一名哈佛学生曾经说过，鉴于这种无意义的重复，偶尔考虑预算紧缩的国家领导人值得特别的尊重。

科伊尔在将GDP问题进行拆分方面同样出色，包括一些悖论，如娶了女管家的鳏夫会因此降低GDP，因为他不用再发给女管家任何工资。合理评估信息经济服务尤其困难。举一个当下现实生活中的例子，我设计了一个新的数字矩阵，以帮助孩子学习算术。当孩子们通

过这种叫数字箭头的矩阵图学习加法时，他们会增加，比如说，10万美元的收入潜力。但是其应用成本仅为4.99美元。这个矩阵的每一次下载都会创造10万美元的价值？还是仅仅一点而已？

将GDP的问题进行拆分以后，科伊尔质疑我们是否能做得更好，通过竞争者的指数列表，包括人类发展指数（HDI），经济福利标准（MEW）以及各种各样的幸福指数。科伊尔的质疑是正确的，尤其是质疑那些被幸福大师和煽动者所鼓吹的言论。乌戈·查韦斯将GDP称为一个“资本主义的阴谋”。但是其他选择更易被扭曲，就像太妃糖一样。例如，2009年幸福星球指数显示，在众多国家当中哥斯达黎加的幸福指数位于榜首，古巴紧随其后，排名第七。同样，还发现巴勒斯坦自治政府的子民比以色列人民更幸福、更健康。如果一个支持犹太复国主义者发言人称巴勒斯坦人民经济状况更优裕，他将会受到嘲笑或者是被扔石子。呵呵，美国在该份名单中排名第114位。有趣的是，我从未见过一位居民乘伐子离开迈阿密前往古巴。所以，科伊尔剖析GDP的缺陷和对其临近的风险提出警告都是再正确不过的了。

在她短小精悍的论述中，我仅发现一处遗漏。当我想知道一个国家的生活标准的时候，我经常会同这样一个简单的问题：一个普通工人需要工作几个小时才能买到一只鸡？在20世纪20年代，赫伯特·胡弗的竞选宣言承诺“每家每户都能吃到鸡”。在那些日子里，人们花两个或一个半小时的时间就能挣到购买一只鸡的钱，而如今只需不到15分钟。对于我而言，这似乎是进步。当然，除非你是家畜。

托德·布赫霍尔茨  
(Todd G. Buchholz)

前任美国白宫经济政策主任，  
《New Ideas from Dead Economists》的作者，  
教育软件公司 Sprogit LLC 的首席执行官

# 移动中的《金融与发展》

在此下载全新的《金融与发展》APP



- 可在Apple、Google Play和Amazon免费下载
- 观看视频、听播客
- 现在就注册吧！

Finance & Development, March 2014 - Chinese \$8.00



MFICA2014001