

应对全球性

Mohamed A. El-Erian

随着新的力量
对全球资本
市场的促成，
国际金融的
参与者经过
深思熟虑，
决定重新考虑
其操作模式。

金融市场通常被视为洞察未来经济发展趋势最为客观的晴雨表。但近几个月来，不同市场层面释放出了一些不一致的，甚至让人感到困惑的信号。比如说：

- 许多国家的股票市场在2006年达到或接近历史最好水平。据此，分析家们信心十足地认为强劲的全球经济增长和温和的通货膨胀将会继续并存——这就是人们所说的“全球黄金岁月”（既不太冷也不太热）。然而，全球债券市场的表现，尤其是美国债券市场的表现表明前景并不那么乐观。

- 美联储基准利率在2007年将会如何变化？这个问题，在华尔街的分析师（美联储观察家们）中间存在异乎寻常的分歧。一些分析师预测基准利率会于今年12月从现在的5.25%下调到4%。而另一些人的观点则恰好相反，他们认为会上调至6%。此外，尽管对美国的基准利率将如何变动的判断缺乏信心，人们也并没有在主要的金融市场（包括外汇交易市场、股票市场和固定收益的债券市场）采取措施来应对可能发生的市场波动。这一点，也有些不同寻常。

人们很容易把那些不一致的信号当成“噪音”剔除掉——将其视为并没有包涵多少重要信息的市场活动。但这么做也许并不明智。这些明显不协调的信号可能携带了有关全球经济环境正在发生变化的重要信息。国家决策者、跨国机构、市场参与者需要面对这种变化，并且做出相应调整来适应它。

巨变正在发生

上述不一致信号产生的根源，在于3个正在同时影响全球经济的重大

结构性转变的出现。其中最为显著的一个，是来自发展中国家的大量劳动力进入国际市场促成全球劳动力市场逐步一体化而引起的劳动生产力的大幅提高。这种变化直接扩展了世界经济增长的源泉。发展中国家确实是在为全球经济扩张做出日益重要的贡献。同时，劳动力市场的一体化也降低了一系列产品的投入成本，使得发达国家的企业能更好地控制支出，提高利润。

第二个结构性转变指各类商品的重新定价。这是全球经济增长不断加速的必然后果：越来越多的国家有着越来越大的商品需求，而相对应的供给却是有限的。商品价格的迅速上涨让许多新兴经济体保持了十分可观的经常项目盈余，伴随而来的是它们所持有的外汇储备迅速增长。对于一些经济体来说，这种变化使它们的国际地位发生了戏剧性转变：从国际债务人变成了国际债权人。此外，商品价格的提高，生产力的进步以及其配置贸易盈余的方式，使所有新兴市场国家一道成为其他国家低成本资金的来源（尤其对美国更是如此）。

第三个结构性转变则是技术层面上的，它涉及到一场重要并且影响深远的金融革新。这场金融革新是由金融衍生工具的演进触发的，它的作用在于大大降低了进入东道国市场的壁垒。而市场进入壁垒的降低，为机构投资者和个人投资者对其资产配置进行重大调整提供了动力。

在这三种结构性转变的共同作用下，全球经济增长、国际贸易、价格形成、资本流动（境内的和跨境的）等经济活动的边际决定因素发生了根本性的改变。在此过程中，市场估值、市场波动、市场杠杆、周转速度、流动性



资 金 流 动

等等的决定因素也发生了显著变化。

于是，我们不难理解为什么用传统模型来解释当前的经济发展和预测未来走势不再那么有效了，我们也不难理解为什么根据现有的政策反应函数计算得出的结果变得更加不确定。同样，对于市场选择一条缓慢而崎岖的道路来定位新的全球经济形势，其中的一些经济体依然发展强劲，我们也不应感到惊奇。

是暂时的还是会持续下去？

在意识到这些结构性改变的发生之后，国际金融市场的参与者们正在努力调整自己以迎头赶上。传统的分析方法被重新构建，传统的政治智慧被重新定义，传统的商业模式被重新评价，新的市场工具被不断创造出来。在跨国机构的暗示下（特别是跨国机构的活跃性、效率、资源需求、管理和融资能力），人们也逐步意识到跨境间联系的变化。

很多人都越来越深刻地体会到了这个追赶过程的重要性，但它的设计和实施还是相当复杂的。此外，这个动态过程本身容易引起人们的过度反应。该过程至少会助长一场短暂而重要的意见分歧——考虑到正在发生的结构性改变影响深远，短期因素与长期因素间的微妙平衡需要被打破，这种分歧并非出人意料的结果。

要想生动鲜明地解释正在发生的变化之复杂性，最好的办法也许是引用出现在“长期还是周期”争论中的那些完全相反的意见。我们应该从目前讨论中最热闹的，即有关国际收支不平衡的讨论开始。这种不平衡集中体现在美国长期保持巨大的经常项目赤字，而亚洲和石油输出经济体则存在巨大经常项目盈余。

在讨论全球收支不平衡现象的内在含义时，长

期论的支持者们把数目空前的美国经常项目赤字视作对一些新兴经济体正在经历的政权交替的高效经济援助。特别是，通过保持巨大的赤字，美国吸收了美联储主席伯南克所说的新兴经济体的储蓄过剩。有些人走得更远，他们认为，为了应对国内财政系统的局限性，新兴经济体把金融中介功能外包给了更有效率的美国资本市场。所有这一切看起来都与当今全球经济所保持的快速增长及金融市场的稳定相一致。

循环论支持者们的看法完全不同。他们认为，美国数目巨大的经常项目赤字的存在仅仅是美国国内过度消费的结果，这种正在影响着世界上最大经济体的现象是可以逆转的，过去也曾在其他国家发生过，而且在历史上这种现象呈现出混乱的特性。美国之所以能“维持这种不可持续的状态”，原因在于其特殊的经济地位（比如说美元是当前的世界储备货币）和其金融市场的深度。

这场讨论同时也扩展到另一个热门话题——不寻常的几乎不包含风险溢价的定价方式的出现。这种现象在新兴市场国家和工业国家都很显著。一些人认为，风险溢价的消失是

全球经济趋同趋势和市场中的风险管理工具和风险管理技术改善的结果，也就是说那些持久的相应而生的长期因素在起作用。这种观点的支持者也引用了世界各地（特别是美国）所面临的“十分适度”的通胀压力及所采取的透明度不断增强的宏观政策来予以支持。

另外一些人则认为风险溢价必然会重新出现，投资者的短暂兴奋将会随着更符合基本经济规律的重新定价过程的出现而消失。他们还认为，风险蔓延的循环性萎缩是短暂而且可逆的。他们进一步提出，当重新定价过程开始进行时，许多新的衍生工具的风险抵御特征将会丧失。到那时，巴菲特在数年前提出的，衍生现象可能变成对经济极具破坏力武器的

“当变化来临时，
人们大都倾向于按兵不动，
以等待形势更为明朗。
然而，这种等待是
不明智的。”

警告，可能将会成为现实。

人们对诸如国际货币基金组织这样的跨国机构的潜在作用存在着不同看法，这也是“长期还是周期”争论存在的根源之一。由于认为国际货币基金组织的很多做法有失中肯，一些人对它的继续存在提出了质疑。另一些人则呼吁对其组织结构进行改革（包括专家组成、管理、代表制度）。考虑到现在很少有新兴经济体向国际货币基金组织贷款导致其收入减少，人们至少要为它寻找新的收入来源。周期论者则警告说，上述做法属于过激反应，国际货币基金组织重新回到舞台中央，扮演其传统的危机预防者和危机处理者角色的那一天迟早会重新到来。

市场人士也必须在这场“长期还是周期”大争论中表明自己的态度了。否则，上述所提及的结构性改变将侵蚀传统的投资收益来源。长期论者建议市场人士将其资产配置方式、投资回报预期管理方式以及对金融工具间相互关系的规范，都做根本性的调整。与此截然相反，周期论者不同意对市场的过火做出反应，而主张按兵不动，韬光养晦。他们指出，市场人士应该放弃短期内的投资回报以减小潜在的资本损失风险。

应对策略的思考

那么，国际金融市场中的不同参与者应该制定什么策略来应对这种金融流动现象呢？最好从应该全力避免的事项开始谈起：人们不应该因为问题的复杂，而丧失掉其进行思考和采取正确行动的能力。不管身处公共部门还是私人部门，人们都应该先弄清楚（通常是不明显的）大争论中哪些假说能够支持你的现行做法，思考这些假说与当前全球金融系统所发生的变化之间的联系，并明确可选的替代做法能带来的利弊。在这个过程中，我们可以对操作模式、商业策略、风险管理手段等发生改变而产生的成本和带来的收益进行比较。

对工业国家的政府而言，他们面临的挑战包括如何恰当应对传统市场政策影响力的减退（比如说收益曲线的形状、不同的风险贴水水平）。他们还必须明确国内劳动力市场加快国际化进程和跨境资本流动发生显著变化将会带来的影响（特别是新兴经济体成为工业国家政府债券和企业债券所有者的重要性）。

对一些新兴经济体而言，他们面临的挑战在于如何适应其国内支付状况所发生的戏剧性变化。这种适应至少包括采取更成熟先进的方法管理他们数目巨大的债务（包括如何回购和重组债务）以及加强

对日益增长的金融资产的管理。在某些情况下，他们应该采取措施增强国家机构的透明性、可问责性，并改变管理投资和债务的指导方针。某些新兴国家是否应该加强对经济和金融的管理，以求在一些关键领域，如汇率决定机制、国内消费领域等采取更为灵活的政策，这也是个棘手的问题。

对于机构投资者而言，他们面临的挑战远远超出如何应对不同寻常的估值水平和市场波动。他们还将面对一些更为基础的问题，如怎样调整其资产配置和投资组合来适应正在进行的结构性转变。鉴于这种调整将不可避免地涉及到一个更加国际化的投资定位，机构投资者们应该改进他们的风险管理技术，以更好地控制潜在的风险。

对于跨国机构而言，他们面临的挑战是如何继续受到信任，并继续可靠而有效地提供综合考虑了国内因素和国际因素的政策咨询。以国际货币基金组织为例，许多问题已经在其总干事于2005年9月和2006年4月发布的中期战略文件中得到了说明。总干事先生在报告中指出，当务之急（对国际货币基金组织来说）是和变化的世界保持同步。因此必须采取措施来应对众多挑战。比如说，应该采取措施增强其对各国政策的了解，包括更有效率地在各国之间推广传递好的实践经验，为各个国家的政策讨论提供一个多边维度，将金融部门关于国内国际经济评估的分析更好地整合起来，更新早已过时的治理和代理模式，将机构的功能改造得更加现代化，转变到一个能进行内部创收的更有活力的模式等等。

* * * * *

总而言之，世界经济和世界市场处在一个不同寻常的时代。它们两者都受到结构性改变的影响，而这些结构性改变不管是它们本身还是它们之间的互动方式都影响深远。因此，金融市场的参与者们将面对许多不断变化，有时甚至看起来相互矛盾的新情况。

当变化来临时，人们大都倾向于按兵不动，以等待形势更为明朗。然而，这种等待是不明智的。反应越迟缓，就将面临越大的风险，这些风险就来自于我们没来得及改变的日益过时的处事方法。因此，我们奉劝市场人士不断检验其所采取的操作模式应对不断改变的世界现实的有效性。最后我将重申第一条原则，当我们的方法被证实不再有效时，我们必须有能力有意愿做出必要的调整。

Mohamed A. El-Erian，哈佛管理公司的总裁和首席执行官，哈佛大学的副财务总监，哈佛商学院的教员，在1983年8月至1997年12月间，曾是IMF的工作人员。



从信贷 到农作物

阿根廷科连特斯市一台联合收割机正在收割接近戈雅的一块田块。

在 20 世纪，尽管大多数国家的人均 GDP 增长速度十分可观，赤贫和营养不良现象还是广泛存在。到 2001 年，从全球范围平均而言，人均日 GDP 数值为 21 美元，但一半以上的世界人口每天生活费用不足 2 美元，其中更是有超过 10 亿人每天生活费用不足 1 美元。90 年代末期，大约有 20% 的世界人口处于营养不良状态——这一比率在厄立特里亚高达 70.5%，而在大多数发达国家则接近 0。因此，对国际社会来说，采取措施促进发展与消除由发展缓慢引起的贫困同样重要、同样紧迫。联合国制定的千年发展目标中的第一个目标就与消除贫困有关：在 1990—2015 年间，将日均收入低于 1 美元的人口比例降低一半，将遭受饥饿的人口比例也降低一半。而考虑到一个人长期处于营养不良状态——即长时间不能获得足够的食物来维持基本的生理需要——就意味着他的生命受到了严重威胁，我们完全有理由把消除营养不良现象摆到最优先的位置。

很早以前，经济学家们就已经意识到经济的快速增长和不平等现象的减少能消除贫困和饥饿。同时他们也认为，良好的金融系统能有效促进经济的增长和不平等现象的消除。在最近几年里，一些研究把上述两种观点联系起来，从而得出了发展金融能够缓解贫困的结论。那么，金融的

发展也能同样消除饥饿吗？如果能的话，是怎么做到的呢？仅仅是因为大多数发达国家往往在拥有更完善的金融系统的同时营养不良率也较低吗？或者是因为金融部门的改良促进了经济发展，增加了人均收入，从而能让更多的人吃得更好吗？还是因为更优质的金融服务能找到一些特殊渠道直接消除营养不良现象呢？这些问题的答案如此重要，以至于它们能很好地指引旨在更大程度改良金融部门的政策干预。我们最近开展了一项研究（Claessens 和 Feijen, 2006）来探讨这些问题。我们的一些发现表明，农业劳动生产率的提高和农业设备投资的增长是问题的关键。

金融、贫困、饥饿之间的联系

人们很容易就能理解为什么金融发展有助于缓解贫困。如果穷人有机会享受到金融服务，他们就可以获得资金购买一些能提高劳动生产率的资产，比方说，一台小缝纫机。他们也可以借款开一家商店或者找到一笔资金办一家小公司。另外，通过积累金融资产和购买保险，各个家庭可以预防和减弱干旱、疾病、死亡等不幸可能带来的冲击，而这些不幸事件在许多发展中国家是相当常见的。如果有更好的渠道融资，家庭在遭遇灾难性事件的时候，

最新研究表明良好的金融状况可以直接改善人们的营养状况。

Stijn Claessens
和 *Erik Feijen*

就不必被迫出售诸如耕牛、拖拉机这样的生产性资产来应对危机了。失去这些赖以生存的资产往往并不能扭转局面，反而会使情况变得更加糟糕。如果没有什么不幸发生，人们也可以把金融资产当作养老金积攒下来，为养老留下一笔存款。

金融发展能在多大程度上消除贫困现象呢？最近的一项研究表明效果是显著的而且是有因可循的。一项调查显示，私人信贷额度增长10%——这种增长是金融发展的一种常见表现，它的数额相当于GDP的1%——贫

“私人信贷金额占GDP的比例每上升1%，营养不良患病率将下降0.22%—2.45%。”

困人口比率就将下降2.5—3.0个百分点(Honohan, 2003)。另一项研究也表明，金融发展确实能加速贫困现象的消失。(Beck、Demirgüç-Kunt和Levine, 2005) 比如说，如果秘鲁能在1985年到2000年之间把其私人信贷比率从13%提高到54%，一个在智利很普遍的水平，那么到2000年只会有的2%的秘鲁人生活在贫困之中，而不是实际的15%。

鉴于低收入和饥饿之间的紧密联系以及金融发展能起到减少低收入人口数目的作用，人们可以期待通过金融发展消除贫困，从而减少饥饿人口数目。有大量国家的证据表明低收入是营养不良现象产生的主要原因。以印度尼西亚为例，在1984—1987年，收入水平的提高减少了营养不良现象，使每天摄入热量少于1400卡路里的入口比例下降了26%。

金融发展消除饥饿的特殊渠道是什么呢？从间接影响方面来说，金融部门的改良能减少低收入人口数目，从而使人们有能力更好地满足自身的饮食需要。金融部门的改良同时使家庭更容易保持其消费水平的稳定，降低收入剧烈变动带来的影响。从直接影响方面来说，金融发展可以提高农业人均产出。有了更好地金融信贷服务，农民们可以在进行农业生产时获得贷款以增加投入——如购买化肥、牲畜、拖拉机及其他农机设备，从而有效提高生产效率，扩大粮食产量，增加家庭收入，降低粮食价格，减少营养不良。

我们开展了一项涵盖超过50个国家在1980—2003年之间信息的研究（所使用的数据来源于世界银行，2005），试图找到这些途径存在的证据。这项研究对以下三种关系进行了分析：金融发展与总的农业生产力之间的关系，农业生产力和营养状

况之间的关系以及最重要的一种：金融部门发展和农业设备投资之间的关系。作为第二轮研究的一部分，我们考察了金融部门的发展和其他生产力衡量方式如农作物和牲畜的产量、谷物的产量之间的关系，检验了谷物产量这样一种特定的生产力衡量方式是否和营养不良现象有确定联系，并探究了金融系统的发展是否能影响肥料和拖拉机的使用量——这两者的使用能有效提高农业生产效率（见图1）。

在接下来的有关金融部门发展和贫穷之间关系的其他研究中，我们把金融发展的一种代表性表现——私人信贷额度的增长作为研究对象。私人信贷是金融中介机构将信贷服务向国民经济的一个重要组成成分——私营部门的一种扩展。在研究中，我们使用了多种能影响这些关系的国家级别的控制变量，并特别控制了以下几种变量的初始水平：营养不良率，作为GDP一部分的政府支出数目，低收入人口比率，通货膨胀率，分布在农村地区的人口数量，从事农业生产的人口数量以及国家的开放程度（以作为GDP一部分的进出口总额来衡量）在一些情况下，食品的生产 and 贸易也被纳入考虑范围。

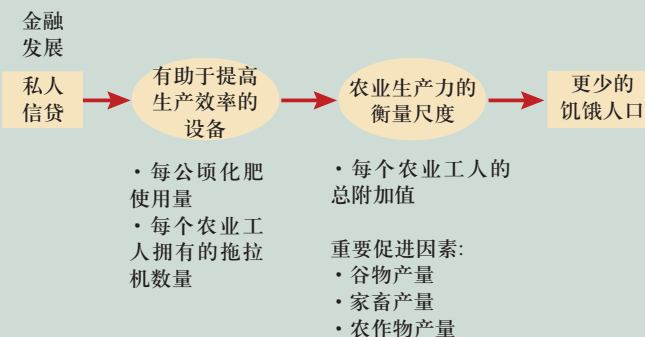
面对饥饿

我们的研究结果表明，私人信贷金额占GDP的比率每上升1%，营养不良患病率将下降0.22%—2.45%。作为比较，我们考察了人均GDP变动对营养不良患病率的影响：人均GDP每增长1%，营养不良患病率下降约0.85%。因此，可以看出，金融部门发展对遏制营养不良现象蔓延的作用是十分明显的——它的作用至少是人均GDP增长所起作用的1/4。这意味着，人们可以从金融部门的发展中受益良多，尤其在金融部门还有很大的发展潜力的前提下。例如，在低收入国家私人信贷占GDP比率大约是16%，远远低于高收入国家88%的水平，这

图1

从银行到人们的胃

以下是从完善的金融部门到生产更多更好食物的关系链。



当中存在一个很大的上升空间。

在把其他已知的对贫困和饥饿有影响的因素考虑进来以后，我们可以看出金融发展与营养不良现象之间在统计学意义上有十分紧密的间接联系。不仅如此，我们还发现，即使考虑到饥饿与金融发展之间关系可能以其他形式出现，所有分析依然成立。这种其他形式的联系即：金融之所以得到发展，是因为营养状况得到改善的人们在经济上会更加活跃，会对金融服务有更大需求。尽管毫无疑问这些因果关系是可以相互转化的，但金融部门的发展在消除饥饿上所起的作用远比提高营养状况对金融服务需求的刺激作用大。就算我们多此一举地把贫困和人均GDP的影响考虑进来，金融部门的发展对消除营养不良现象的作用仍保持在10%的高水平。

那么，存在哪些直接联系呢？首先，我们找到了私人信贷和农业生产力之间存在因果联系的证据。我们的分析表明私人信贷额在GDP新增值中占的比率每上升1%，农业工人人均产出值增长1.0%—1.7%。同时我们也发现了金融部门巨大发展促使农业产量特别是谷物和牲畜产量增加的具体证据。而把其他因素可能造成的影响排除在外以后，私人信贷和农业生产之间的这种正相关的联系依然存在。

其次，我们找到了农业工人人均附加值和营养不良之间存在的因果关系。比如说，农业工人人均附加值每提高1%，营养不良患病率就会下降0.4%—1.0%。我们同时发现，有证据表明，当农民劳动生产率提高以后，食品供给的增加和随之而来食品价格的降低能够造福全社会，即使那些不能享受金融服务的人也会从食品价格的下降中受益。

再次，我们找到了金融部门和农业设备投资之间存在因果关系的证据。研究表明，私人信贷与肥料和拖拉机的人均使用量之间存在十分紧密的联系，即使我们约束了肥料和拖拉机使用量、人均GDP、贫困程度等变

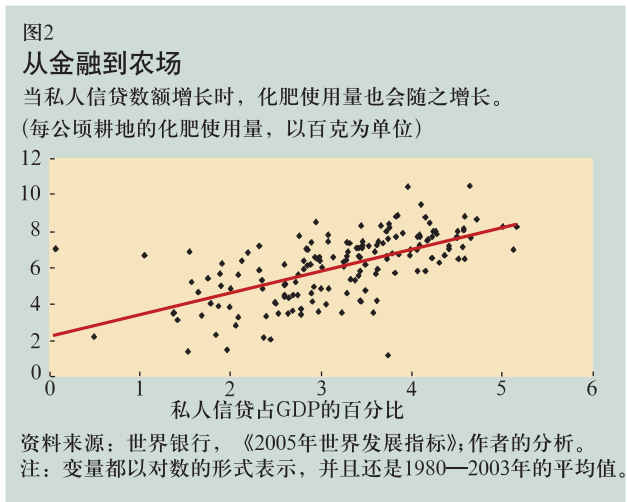
量的初始水平，这种联系依然明显（见图2）。我们同时发现，不仅金融部门自身的发展能降低营养不良率，更便利地获得金融服务也能减少营养不良现象。比如说，在2003—2004年，每1000平方公里范围内所拥有的银行分支机构越多，营养不良水平就越低。即使我们把贸易活动，政府规模，通货膨胀，农村人口比例等因素考虑进去，这种关联依然存在。我们同时也发现这种延伸与不同的生产力衡量方式有关系。

促进金融发展

因为金融部门的发展在缓解贫困和消除营养不良等方面具有重要作用，所以它能对千年发展目标中的第一个目标的实现做出重大贡献。许多政策可以促进金融部门的发展，包括保持宏观环境的稳定，加强对金融机构的规范和监管，建设适宜的信息化基础设施，加强对财产权利的保障等。

然而，在怎样让穷人和营养不良人口更方便地享受金融服务这件事情上，我们还有很长的路要走。在许多发展中国家，正规的金融机构与赤贫人口的联系十分微弱，而小额融资机构在大多数国家几乎不存在。但不管怎样，主流商业银行已经开始在一些发展中国家为中低端市场提供服务了。另外，一些成功故事也在涌现，包括一些小额贷款机构的持续发展，如孟加拉国的格雷姆银行。这家银行的创始人尤努斯因其在帮助穷人摆脱贫困方面做出的杰出贡献而获得了2006年的诺贝尔和平奖。技术的进步同样给金融业发展带来希望。如果移动银行，灵通卡，基于简单积分模式的信贷服务等早期试验能达到预期效果，那么更多的人将享受低成本的金融服务。

Stijn Claessens, IMF 研究部副主任; Erik Feijen, 世界银行金融与私人部门发展部副主任、金融经济学家; Stijn Claessens, 在2007年1月之前也是该部门的高级顾问。



参考文献：

- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, 2005, "Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence," NBER Working Paper No. 10979 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Claessens, Stijn, and Erik Feijen, 2006, "Finance and Hunger: Empirical Evidence of the Agricultural Productivity Channel," World Bank Research Working Paper No. 4080 (Washington).
- , 2007, "Financial Sector Development and the Millennium Development Goals," World Bank Working Paper No. 89 (Washington).
- Honohan, Patrick, 2003, "Financial Development, Growth and Poverty: How Close Are the Links?" World Bank Policy Research Working Paper No. 3203 (Washington).
- World Bank, 2005, World Development Indicators (Washington).