

FD

金融与发展

FINANCE and DEVELOPMENT

www.imf.org/fandd

2007年3月号



金融

给灾难上保险
作为全球货币的欧元
购买力平价还是市场汇率起决定作用
对古勒莫·卡尔沃的采访

全球化 的两面性

Finance & Development, March 2007 - Chinese



MFICA2007001

编辑顾问

Francesco Caramazza
Adrienne Cheasty
Alfredo Cuevas
Domenico Fanizza
Andrew Feltenstein
Jonathan Fiechter
Paul Hilbers
Adnan Mazarei
Eswar Prasad
Thomas Richardson
Jerald Schiff
Arvind Subramanian



欲知广告事宜,请与IMF出版部联系。
地址:700 Nineteenth Street, NW
Washington, DC, 20431, U.S.A.
电话:(202)623-7430
传真:(202)623-7201
电子邮件: publications@imf.org

©版权所有,IMF 2007年。翻印本刊文章
应向主编提出申请。地址:

Finance & Development

International Monetary Fund
Washington, DC, 20431, U.S.A
Telephone: (202)623-8300
Facsimile: (202)623-6149
Website: <http://www.imf.org/fandd>

本刊对非经济目的的翻印一般会迅速
免费予准。

本刊的文章及其他材料仅为作者本人观点,
并不反映IMF的政策。

中文版由中国财政经济出版社翻译出版。
地址:北京海淀区阜成路甲28号新知大厦
电话:88190915 88190916
传真:88190916
邮政编码:100036
网址: <http://www.cfeph.cn>
中文版刊号:ISSN 0256-2561

特 辑

金融全球化的两面性

8 金融全球化: 别再指责

用考察金融全球化的新途径来重新衡量其成本与收益。

M. Ayhan Kose、Eswar Prasad、Kenneth Rogoff
和魏尚进

16 资本悖论

外国资本是否与经济增长存在联系? 如果不存在联系,那为什么从低处向高处流动?

Eswar Prasad、Raghuram Rajan
和 *Arvind Subramanian*

20 观点: 驯服老虎

印度资本账户可兑换的渐进式发展道路所带来的经验和教训。

Yaga Venugopal Reddy

24 了解金融

伴随着一国经济与全球金融市场之间的联系日益紧密,更好的金融分析对宏观管理十分重要。

Leslie Lipschitz

28 投资者变脸

国际资本流动的急剧增长对于金融稳定意味着什么?

Ceyla Pazarbaşıoğlu、Mangal Goswami 和 *Jack Ree*

32 观点: 应对全球性资金流动

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。

Mohamed A. El-Erian

其 他

35 从信贷到农作物

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*

38 回到快车道

作为中等收入国家俱乐部的成员,亚洲各国可能需要对其经济增长战略进行升级。

Indermit S. Gill 和 *Homi Kharas*

42 控制灾难迫在眉睫

保险的革新可以帮助国家管理自然灾害给财政带来的影响。

David Hofman



- 46 欧元: 愈加全球化
欧元未来的使用将被大多政策制定者不能控制的因素所影响。
*Axel Bertuch-Samuels*和*Parmeshwar Ramlogan*

其他内容

- 2 读者来信
- 3 简讯
- 4 经济学人物
一个理论与实践的大师
James L. Rowe 对经济学家古勒莫·卡尔沃的采访
- 14 图表释义
全球资本流动: 无法克服的严重问题
Mangal Goswami、*Jack Ree*和*Ina Kota*
- 50 回归基础
购买力平价与市场: 哪个更有份量?
Tim Callen
- 52 书评
1945年以来的欧洲经济: 协调式资本主义及背后
Barry Eichengreen
太阳能革命: 全球能源工业的经济转型
Travis Bradford
货币理论和布雷顿森林体系: 国际金融秩序的建立
Filippo Cesarano
- 55 国家聚焦: 澳大利亚
- 56 直言不讳
援助能够发挥作用
尽管未得到证明, 但援助的有效性却越来越强
*François Bourguignon*和*Mark Sundberg*

美术作品: 封面和第8页, Richard Downs; 第24页, Masood Etemadi。

摄影作品: 第3页, Zhou You/中国彩色照片 和 Romeo Gacad/AFP; 第5页, Eugene Salazar/IMF; 第16页, Zhengyi Xie/中国照片; 第23页, Sucheta Das/Reuters/Corbis; 第28页, Brian Kersey/UPI新照片; 第35页, Peter Johnson/Corbis; 第38页, Dallas 和 John Heaton; 第42页, Diaro Listin/Corbis Sygma; 第46—47页, John Macdougall/AFP; 第52页和第54页, IMF图片; 第56页, 世界银行。

朋友还是敌人?

自从1995年以来,全球资本流量增加了两倍,达到6.4万亿美元——在保持了占世界GDP的2%—6%这一相对狭窄的幅度15年之后,达到了世界GDP的近14.5%。这种世界范围内的资本急剧波动是好事还是应该引起警觉? 20世纪90年代末东亚金融危机的后果看来给人们留下的更多是警示。但是,对这种全球资本流动的成本与收益,目前正在进行重大的重新估价,尤其鉴于许多发展中国家正在探索它们是应该对这种资本流动采取更加开放的态度,还是应该采取资本控制手段抵制这种资本流动。

本期《金融与发展》对金融全球化的两个方面做了探讨。我们用IMF的一篇研究报告作开头。该文章认为“金融全球化既不像一些拥护者声称的那样,是一颗刺激经济增长的神奇子弹,也不像其他人所描述的那样,是一场不可掌控的危机。”IMF的第二篇文章提出了这样的问题: 在市场机会出现时,那些缺少资本的工业国输出一些资本,经常项目按赤字方式运作是不是合理的(而且是否是可持续的)。文章指出,这种有悖常理的资本流动急升现象,可能是由于发展中国家没有能力有效地对资本加以调节,防止对贸易部门造成不利影响所导致的。

IMF的第三篇研究报告基于《2007年全球金融稳定报告》的素材,试图勾画出谁是全球资本的供给者。文章认为,随着市场的一体化以及参与者越来越广泛地涉足,金融危机发生的几率也增加了。文章警告说,现在就断言国际投资者基础正处于平衡、稳定地扩张和深化尚为时过早。IMF的第四篇文章对为什么IMF在对其185个成员国的金融稳健性进行常规核查的同时,还要采取步骤努力改善其对金融部门的作用的分析做了说明。本期我们还联系到了印度中央银行的决策人、行长Reddy,其文章反映出印度在过去15年中逐渐地、谨慎地开放资本账户的经验。作为个人的观点,我们采用了Mohamed El-Erian的文章,他管理着哈佛大学290亿美元的捐赠基金。

在“回归基础”栏目中,我们就GDP的跨国比较应该基于市场汇率还是应该基于购买力平价的比率展开了讨论。如果使用市场汇率,就对全球增长的贡献而言,美国与其他国家相比较就十分相形见绌;而如果像IMF的《世界经济展望》那样使用购买力平价的比率,中国会由于长时期的飞速发展而拔得头筹。这场有关市场汇率还是购买力平价比率的辩论日益变得更具政治色彩,就不足为奇了。正如GDP水平所反映出的,当使用购买力平价的比率时,发展中国家的经济实力一般会相对更强。它们中的许多国家因而会推动IMF使用购买力平价比率来决定成员国的认缴份额和发言权——这会给予这些国家在国际货币基金组织中更大的发言权。

来信

读者



赤字会危害经济增长

Atish Ghosh和Uma Ramakrishnan的文章“经常账户赤字至关重要吗？”（见本刊2006年12月号）尽管写得很全面，但还有一个重大遗漏：没有论及赤字给长期经济增长带来的后果。按照正统的观点，国际收支对长期经济增长没有重大影响，因为经济增长是由劳动力和技术进步的外生性增长这一供方决定的，而国际收支的平衡无须用收入来调整。但是现在有大量的证据（见 McCombie 和 A.P.Thirlwall,《经济增长与国际收支制约因素》，麦克米兰出版公司，1994年；《有关国际收支掣肘经济增长的论文》，Routledge出版社，2003年）表明，出口增长与对进口需求的收入弹性之间的平衡，对于长期经济增长非常重要，因为实际汇率变化不是国际收支的有效调节机制，而正是对赤字起着纠正作用的收入，通过动态的Harrod国际贸易乘数发挥作用。



因此，以较低的需求收入弹性生产和出口货物，而以较高的需求收入弹性进口货物的发展中国家，如果试图像其他国家那样快速增长，要按赤字方式运作就会受到限制，最终将由于赤字的不可持续而使增长受到限制。这种收入调整机制当然是Raul Prebisch根据拉丁美洲的情况于20世纪50年代建立的著名的中心—外围理论的基础。但是它同样适用于今天非洲和其他地方的许多国家。

Tony Thirlwall
英国肯特大学可尼斯学院
应用经济学教授

贸易赤字与丢失钥匙

感谢贵刊对“经常账户赤字至关重要吗？”的讨论。令我惊奇的是作者能够用一篇短文如此精辟地阐述此等复杂的问题。该文的结论似乎暗示着美国贸易赤字是相对有利的。但是我认为，当外国投资者开始不太愿意在该国投资时，危险就出现了，此时利率就会上升，经济增长就会放慢。

除此之外，我拜读了Lant Pritchett的“继续求索”和他对发展经济学的调研（见本刊2006年3月号）。我认为他所提出的研究计划也给人们带来了许多希望。我们有关经济学的大多数著作一般都是实务性，而非学术性的，而Pritchett对回归分析优缺点的描述在商业经济学方面，尤其在营销方面也众所周知。在营销中使用回归分析的标准程序是，首先将一个公司的客户公平地归集于各种不同类型的组别中。与此不同，有关所有客户综合情况的回归分析将会产生一个平均客户，

而这种平均客户可能是不存在的。通常使用的一个简单案例就是一个只有非常富裕和非常贫穷的客户的银行，一个单一的回归等式就能使平均客户的条件得到满足。但是世上并没有这样的银行。然而首先将客户归集于不同组别，然后再对每一组别进行回归分析，银行就能够使各个组别的条件得到满足。Pritchett的意图与营销分析的目的是相似的：将客户相应归集于同种类型的组别中。我认为，实证性的著作如果遵循Pritchett的研究计划走下去，将会取得巨大成功。

接下来的问题就是如何加以具体说明。丢了钥匙的醉汉只围着电灯杆找钥匙，因为只有那个地方有亮——研究人员一般会被这一类问题所困扰。如果研究人员为了他们反复无定的预言人而继续“对惯常的猜测加以推测”，他们就别想有大的长进。他们有必要将目光从自己舒适安稳的研究领域转移到Douglass North等人的制度研究以及Lawrence E. Harrison和Samuel P. Huntington的文化研究领域中去。

Roger D. McKinney
俄克拉何马州 Broken Arrow

非洲与双边主义

随着中国领导人最近对非洲闪电式的访问，有关非洲与大国之间的双边主义问题大量见诸报端。由Abdoulaye Bio-Tchane和Benedicte Vibe Christensen撰写的发表于《金融与发展》2006年12月号的文章认为，非洲各国政府“在采用新的非优惠性贷款时必须非常谨慎，以便捍卫债务的可持续性。他们还必须关注此类贷款的条件——例如贷款与双边贸易的联系，或者贷款是否要以未来的出口作为偿贷的抵押条件。”

中国向非洲各国摆出的姿态涉及的风险是，这些国家会为眼前的利益所支配而使未来处于危境之中。自2001年以来，喀麦隆从中国进口的货物稳步上升，而它对中国的出口却处于停滞状态。中国与喀麦隆的贸易平衡对喀麦隆的赤字和中国的赢利都产生着影响。

在这种情况下，Bio-Tchane和Christensen所表达的异议应该得到理解。如果非洲国家在伙伴关系协议中不能保护它们的利益，它们就会成为受损者。

我不认为非洲在与强势国家建立伙伴关系方面有更多的选择。但提供着市场、土地、人力和财富的非洲不应该继续像乞丐那样行事。它们必须要求得到应得的那份红利，并且要问一问在各种伙伴关系协议中是否写清其人民应得到多少好处。在这个全球化的年代中，非洲人民和整个非洲大陆的利益正处于危险之中。

Israel Jacob Baruc Mekoul
世界银行实习生，
喀麦隆雅温得第二大学法律与经济学系学生

IMF 对主要金融指标采取“重大措施”

IMF 已经公布了来自大约 50 个国家的标准化指标,以便分析家们评估他们金融系统的稳健性,并与其他国家的情况进行比较。

IMF 统计部部长 Rob Edwards 呼吁将传播金融稳健性指标作为 IMF 各项努力中的“一个重大措施”,“以加强对成员国金融系统的监督,提高数据的透明度,推进数据的跨国可比性。”

在一年内,62 个国家——它们都被判定为对全球金融系统起着重要作用——将发布金融稳健性数据。这些国家参与了一个在 20 世纪 90 年代金融危机

之后设立的试点项目,该项目已在拉丁美洲、俄罗斯,尤其那些特别缺乏可靠数据来评估国家银行系统稳健性的亚洲国家开展。

要求这些国家拿出吸收储蓄的机构(主要是商业银行)的稳健性指标,该指标衡量了银行系统的资本充足性、资产质量、收益和赢利能力、流动性以及对市场风险的灵敏度。这些国家还被鼓励拿出包含更多信息的指标,例如有关银行以及包括诸如保险公司和养老基金会在内的非银行金融机构的信息;有关公司与股东等金融部门的客户信息,以及有关不动产与证券市场的信息。

详情见 <http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/cce/index.htm>。

遏制灾害造成的影响

鉴于联合国报告所称的,大气层、海洋、冰川和冰原的变化明确地表明全球正在变暖,而且 90% 以上的原因肯定是由于人类活动所造成的,联合国向各国政府提出要求,迅速采取行动以消除自然灾害的影响。

联合国减灾战略机构主任萨尔瓦诺·布里塞尼指出,“采取行动以减少人类面对与气候相关的灾害时的脆弱性是非常必要的。”他在日内瓦举行的一个新闻发布会上讲,“我们必须教会人们减少他们自己的风险,保护地表植被以免受到侵蚀,调整农业耕作方式以避免洪涝灾害给作物带来的损失,保护我们的海岸。”他说,“作为迅速的城市化、人口压力以及其他因素的结果,社会的脆弱性只会日益增加。气候变化将……给千百万人民带来更多洪涝灾害和风暴的风险,并把这些风险带到世界上以前从未遭受到这些风险的地区。”

联合国在 2006 年发布的另一个报告称,亚太地区民众目前的生存状况已经超越了他们采取生态手段所



中国工人在调整节水灌溉管道。

植一棵树：拯救地球

作为拯救地球免受全球变暖侵扰项目的组成部分,联合国环境规划署敦促国际社会在今年在全世界种植 10 亿株树木,以帮助修复受到侵蚀的土地,推动植树造林。树木有助于抵御大气中温室气体二氧化碳的积聚。

能维持的水平。为了使他们急于需要的经济扩张得以持续,他们将不得不采取有效的“绿色增长”方式。

据联合国亚太经济社会委员会最近的一份地区环境状况报告称,以“先增长,后治理”的经济增长方式来满足人类发展的需求将带来多重的生态问题。报告指出,不可持续的水资源利用方式、农业综合企业中过多地使用化学品以及污染都是该地区的主要问题。



菲律宾男孩在接受麻疹疫苗注射。

GAVI 向医疗卫生系统做出 5 亿美元的投资承诺

为了进一步增加全球免疫接种的覆盖率,GAVI 联盟(前全球疫苗与免疫联盟)将在 5 年中

投资 5 亿美元,以加强发展中国家的医疗卫生系统。GAVI 是一个公私合作的机构,致力于扩大贫困国家儿童获取疫苗的渠道。卫生保健基础设施不健全往往成为发展中国家向儿童提供免疫接种的主要障碍,在最贫穷、最边远的社区尤为如此。

详情请见 www.gavialliance.org。

2007 年的重大事件

- 3 月 19—23 日,南非开普敦
世界银行议会网络第七届年会
- 3 月 24—25 日,南非比勒陀利亚
20 国集团次长会议
- 4 月 14—15 日,华盛顿特区
IMF 和世界银行春季会议
- 5 月 20—21 日,俄罗斯喀山
欧洲复兴开发银行年会
- 6 月 6—8 日,德国海利根达姆
8 国集团峰会
- 10 月 19—21 日,华盛顿特区
IMF 和世界银行年会

20世纪50年代末，当古勒莫·卡尔沃（Guillermo Calvo）还是在布宜诺斯艾利斯读书的一个年轻学生时，他对了解经济学丝毫没有兴趣。他的父亲任职于中央银行，因此他在家中常常听到有关经济学的一些讨论。但是当卡尔沃开始尝试研究经济学的时候，他发现，经济学并不是他力所能及的。但卡尔沃并没有放弃，经过了经济学导言课程的学习后，他“突然间开始明白并领悟到经济学的美妙之处”。之后，卡尔沃竟得了央行的一个职位，并在央行行长朱利奥·奥利维拉的指导下，来到银行的图书馆，拿着一本英文词典，开始阅读大量“语言晦涩难懂”的经济学和数学方面的论文。

卡尔沃的坚持不懈得到了回报。他成为著名的研究现代宏观经济理论和新兴市场——尤其是拉美市场经济

政策，而是因为外界因素——如良性的全球环境和较低的美元利率驱使资金寻找更高的收益。他们在1993年一篇有争议的论文中提出一个假设，一旦外界因素发生改变，那么在新兴市场国家的投资——无论是节制的还是恶意的——都将瞬间逃离。

不久之后，全球环境果然发生改变。卡尔沃和他的同事们的断言被验证了。他提出的“突然崩溃说”——即大规模的、无征兆的、大范围的，并且一般缺乏经济基础（见第6页专栏）的资金流的中断，使一系列新兴市场经济体遭到重创，其中包括不少亚洲国家。这轮袭击从1994年的墨西哥开始到2001年的阿根廷才结束。其结果是发展中国家的政策制定者汲取了一个惨痛的教训：如果他们推行不利的政策，则一定得不到外资的青

一个理论与 实践的大师

James L. Rowe 对经济学家古勒莫·卡尔沃的采访

的专家之一。在2004年IMF会议上，时为哈佛教授，现任智利财政部长的安德里斯·瓦斯科如此评价卡尔沃，“如果说有人把现代经济理论带到了里约热内卢以南国家的话，那么这个人就是古勒莫·卡尔沃”。卡尔沃开展早期理论工作的时候，正是三个发展理论最为活跃的时期，即对整合人们关于政策预期的批评，对时间非连续性及其出现可信度问题的洞察，以及改进经济模型以解释诸如“粘性价格”之类的扭曲——这些理论近来被经济学家查瑞和帕蒂克·凯沃认为是过去30年中推动宏观经济理论发展的关键所在。

卡尔沃随后有关政策的信息一直都有不利的预兆性，并且经常与他的同事们不一致，尤其在经济比较繁荣的90年代初期。那时候大多数经济学家——包括卡尔沃当时供职的IMF的一些经济学家都认为，外来投资者对一个国家的态度取决于该国是如何执行其经济政策的。卡尔沃说，传统的理论认为“如果你做好自己的功课，资本市场就总会在你左右。”

但是卡尔沃及其IMF的一些同事们——包括卡门·雷哈德和里奥纳多·雷德曼并不同意。他们认为一国经济不会被外来资金破坏，并不是因为有良好的货币和财

睐；如果制定有利的政策，却也未必保证一定能够吸引到外资。由于准确的预言了墨西哥1994年的经济崩溃，《纽约时报》很快就称卡尔沃为“金融厄运”的预言家。尽管最新发表了有关对“复苏”经济的调查的论文，但是65岁的卡尔沃仍然被人们作为潜在的新兴市场危机的发现者而关注着。

跨越学术与政策两界

在卡尔沃30年的事业生涯中，他在学术型和政策导向型机构中不断变换着角色。2006年底，卡尔沃再次选择远离政策冲突，他辞去做了6年之久的泛美开发银行（IADB）首席经济顾问的职务，和他同为经济学家的夫人莎拉一起，重新回到30年前开始他学术生涯的纽约哥伦比亚大学任教——那时他刚刚从耶鲁大学前来攻读博士学位。这些年来，他曾在宾夕法尼亚大学和马里兰大学执教，担负一些研究任务或者做客座教授。他很早以前就在政策辩论中有了深远的影响——从IMF到泛美开发银行再到学术界。但只有在1996年给阿根廷财政部长做顾问的时候，卡尔沃的工作才真正涉及到政策制定，



而这个顾问他只做了两个月。

卡尔沃的研究议程普遍被认为可以分成两个阶段。在他事业的前半段，他是一个不断被周围事物启发的理论家；在后半段，他则是一个有着理论倾向的政策导向型的经济学家。

布宜诺斯艾利斯大学行政学院院长帕普洛·古多提（Pablo Guidotti）和一位前IMF学者称卡尔沃为“一个喜欢简单和一流模型的非常理论化的经济学家”。卡尔沃自己说，“我一贯的原则是简单化，简单化，再简单化。毕竟，我们研究的是模型，而不是现实”。

尽管如此，据乌拉圭罗神研究中心主任欧内斯图·塔尔维称，卡尔沃也经常对现实展开思考，他从来不单纯地研究理论。比如说，卡尔沃于1975年在《美洲经济

评论》上发表的第一篇论文——一篇被广泛应用的十分理论化的文章，其内容竟然是对他曾经居住过的哥伦比亚现状的研究。

有时候新经济问题是卡尔沃的理论构思的源泉。1978年卡尔沃对当时新生的时间非连续性做出了阐述，这个概念解释了正确的政策制定者仍然制定不利政策的原因。卡尔沃说，他的研究灵感之一来源于他曾经与亲戚们玩的一个游戏。卡尔沃回忆到，当他还是个孩子时，有时候他指着以前照片上的自己问哥哥姐姐，“这个人是谁？”，当他们回答说“那就是你”时，卡尔沃总是否认说“不，那不是我”，因为他和照片上的人已经分处在两个不同的环境。“很显然你可以把人类看作具有人形的序列”，而这让他很容易就明白了政策制定者制定长期政策失效的原因——即政府官员在制定现行政策时，他所面临的状况已与当初做出承诺时不同了。

1977年爱德华·普利斯特和费里·卡兰德提出，一国政府制定的长期政策计划（货币政策或财政政策），很有可能会在未来随着环境的变化而做出改变。1年以后，卡尔沃在没有和普利斯特、卡兰德（2004年因其对时间非连续性说的贡献获得诺贝尔奖）合作的情况下，提出即使政府和公众有着相同的政策倾向，政府也很可能做出不一致的、自由性的决策。

卡尔沃想要指出的是，政策制定者为了在一定的时期内——比如经济学家所说的“最优化”时机——制定最好的自由政策，会推翻他们曾经做出的良好的长期承诺，而使他们的信誉受损。这是因为不管出于什么理由，一旦他们的行为背离之前的承诺——比如说要控制通货膨胀——就会失去公众的信任。人们的期望也会发生改变，并希望通过一些政策，比如说提高银行利率以减少通货膨胀的损失等，来保护自己的利益。这更使得政策制定者进入两难的境地，而先前制定的有利的长期政策也就不能发挥效果。

时间非连续性——对预期和可信度有一定的影响——在高级经济学理论中并不是主要问题，卡尔沃说，但是“大多数经济学家认为其在新兴市场中扮演着重要角色”，事实上，“它有助于解释为什么一国会出现恶性

通货膨胀”。时间非连续性的理论研究成果，使许多国家不再一味实施政策制定者凭判断力做出来的决策，而是加强了中央银行的独立性，采用了公共认同的通货膨胀目标和其他比较稳定、不易背离的政策目标。

一国的发展可能并不符合现行的一般均衡理论——该理论应用数学方程式来解释整体经济的共同运转，卡尔沃下一步面临的挑战正是解开这个谜题。故乡阿根廷启发了他的灵感。1981年面临多种经济危机的阿根廷宣布其货币——比索贬值，但奇怪的是价格并没有随之发生变化。卡尔沃试图解释其中的原因，他想起了他曾经放弃过的一个由哥伦比亚大学同事埃曼德和乔恩·泰勒研究出来的模型。这个模型尝试引入所谓“粘性价格与工资”的变量——其可以在根本条件变动的情况下仍然保持不变。起初卡尔沃觉得这个模型过于复杂，但是随后就认为“它可以简化到如同儿童游戏一般简单”，并且能够解释一般均衡条件下的价格粘性。“由于同事们一直试图用可变价格与工资为变量的标准模型来解释发展问题”，卡尔沃说，所以他的论文直到1983年才得以发表。但是，到了90年代，卡尔沃的模型被麻省理工大学的罗伯特·里高博称为宏观经济学的“驮马”。

卡尔沃对宏观经济学最重要的贡献可以总结为对时间非连续性的研究和在一般均衡理论中引入粘性价格，但是卡尔沃的兴趣不仅限于此。他在70年代哥伦比亚大学的同事，现任布宜诺斯艾利斯大学校长的卡洛斯·罗弗兹说，“卡尔沃漫步于整个经济学的领地”。他还在产量利用、组织结构、结构性失业、国际贸易、实际工资

水平和实际汇率以及经济公平性等方面撰写过论文。

寻找他的领域

1986年卡尔沃结束了他在哥伦比亚大学13年的教学生活，前往宾夕法尼亚大学继续任教。但是不久以后，卡尔沃即在时任IMF研究中心主任的贾克博·弗兰克的劝说下，转往IMF工作。1988—1994年，卡尔沃撰写了大量关于汇率、新兴市场以及东欧国家在前苏联过渡时期由计划经济到市场化经济转变的论文。同事们说，正是在IMF工作的岁月，激发了卡尔沃对政策问题研究的兴趣。对此，卡尔沃有自己的说法，“我花了很长时间才找到真正能够体现自己价值的东西。政策问题一直是我所关注的话题，只是从前没有找到研究的切入点。IMF给我提供了一个全新的工作环境，在这里你需要与别人合作，而在学术界，你要以文章和原创性与别人竞争。合作是IMF所倡导的精神”。

在IMF和卡尔沃合作的主要是一些年轻学者，其中包括卡洛斯·维奇、埃瑞克·门多萨、古多提、雷德曼和雷哈德。在与古多提的合作中，卡尔沃研究的内容起初是公共债务问题，随后又转到债务货币化问题；在与维奇的合作中，卡尔沃倾向于粘性价格模型的研究；在与门多萨的合作中，卡尔沃又开始涉足贸易问题研究。“他们就像是卡尔沃的孩子一样”，塔尔维——一个不在IMF工作但经常与卡尔沃合作的学者。

尽管如此，对卡尔沃的理论提供帮助最大的并不是他在IMF的合作者们，而是一个名叫雷哈德的马里兰大学教授——他被卡尔沃称为“既是一个出色的应用计量学家，又是一位一流的经济学家”。他们合作多个项目，其中包括1993年他们同雷德曼教授合作撰写的论文，该论文对当时占主要地位的理论提出了挑战，即拉美国家得到的大量外资资本是否真的源于其结构改革和良好的货币财政政策。

“我来到拉美，发现所有人都有一个共同的想法——大量外资流入是因为国家制定了很好的政策。但是事实是，秘鲁有光辉道路（反政府武装组织）的叛乱，但它得到了大量外资；一些国家实行的是浮动汇率制，而另一些是固定汇率制，它们也都得到了外资。所以，看到这些，我想这其中一定隐含着某些问题。每个国家执行着不同的政策，但却毫无例外地都得到了资金，它们不可能每一个都是运行良好的”。卡尔沃回到华盛顿后，就告诉了雷哈德他的想法——他认为有一个外部的共同要素在起作用。他们邀请雷德曼共同合作，开始研究“普通猜想”：美元利率和商业周期。正如卡尔沃所说的，“问题渐渐明朗起来”。

IMF随即发表了其论文——基于同一模型的后续研

名词解释

古勒莫·卡尔沃及其同事在定义或推广那些被经济学家甚至非专家所组合的名词短语上，显示了其技巧：

突然崩溃说 (sudden stop)：一种危害性极大的，通常与一国经济基础无关的，大量的，无征兆的，并且传播广泛的资金流的崩溃。有时候这种系统性突然崩溃的现象又被简称为“3s”，强调危机中其广泛传播的本质。

浮动的恐慌 (fear of floating)：一国不愿使用自由浮动汇率制（由市场决定货币的价值）是因为，如果货币发生贬值的话，即便有许多公司和个人以美元来为资产和负债计价，仍然会给那些没有采取保值措施的公司造成严重损失。这个名词最初出现于2002年卡尔沃和雷哈德共同撰写的同名论文中。

凤凰奇迹 (Phoenix miracle)：经济从突然崩溃导致的生产量萎缩的废墟中恢复过来，一般指在两年之内重新达到崩溃前的产量水平，但还没有回归到原来的长期增长轨道上。凤凰是传说中的一种鸟，被火烧为灰烬后又重生，这个名词就来源于此。

究也一一发表,但这并不意味着IMF认可了他们所做出的结论。事实上,卡尔沃说,IMF的同事对他们3个人的研究极为质疑。但是,事实会说明一切:美元利率开始上调,墨西哥在比索贬值不久以后,于1994年12月爆发了所谓的特里勒危机。这次危机的爆发使卡尔沃的理论很受追捧,他不久后指出,虽然墨西哥问题是由货币贬值引起的,但它所经历的却并不是货币危机而是资本市场危机,因为公司和政府要靠资本市场筹集长期资金。他在下一篇论文“多样化的资本市场危机”中表明,墨西哥现象并不是孤立存在的。他说,许多新兴市场国家都十分脆弱,由于金融部门不发达,银行部门长期面临着挤兑的压力,并且由于“蔓延”现象——即投资者只管调离自己的资金,而不顾单个国家的实际情况——而无法承受国际游资的风云变换。

“许多经济学家认为,如果大萧条是中央银行无能的结果,那么今天新兴市场国家的危机也是由于中央银行的无能。”

卡尔沃在理论中强调金融部门是不稳定的源头。米格尔·克格尔(一位阿根廷经济学家,80年代早期就读于哥伦比亚大学并师从于卡尔沃)说,“模型中一旦引入了金融部门,那么从理论上来说这个国家就可以有多种被侵袭的可能性。银行可能比预算赤字或者经常项目赤字更为重要”。卡尔沃的假设在现今来看非常普通,但在当时则被认为是激进的,瑞戈博(Rigobon)说,“如同阿尔弗雷德·希区柯克(Alfred Hitchcock)的电影一样,虽然其特殊效果与现在所追求的(效果)不一样,但是他们的出现的确打破了常规”。他说卡尔沃1983年的模型也是一样的境遇,而他1996年的见解也是很长时间后才得到业内人士的关注。1997年爆发的亚洲金融危机以及后来爆发在东欧和拉美国家的危机,才使得许多经济学家认同新兴市场存在着一系列金融体系内部的问题。

卡尔沃承认虽然这些年来他的分析一直与IMF存在矛盾,但是在IMF工作期间,他总是会得到支持,并有时间完成他的研究。“看看我所写的那些论文吧,我一秒钟都没有停下过”,并且他还在继续高产量地创造着。他的朋友兼同事罗德古兹说,“他不停地从论文中思考与汲取。每当他有个新思想,他就会写成论文。很多人都会在餐桌上谈论说,古勒莫又写了一篇论文”。

在经受了长久的怀疑言论后,2004年卡尔沃终于赢得了IMF的认可。IMF号召众多同事为一个为期两天的专题论坛投稿,以此来表彰卡尔沃在诸多论题上的学术

领先地位——这些论题涉及资本流动、债务成熟性以及通货膨胀稳定性等。

随后时任IMF常务副董事,现任墨西哥财政部长的奥古斯汀·卡斯特评论说,“古勒莫能透过复杂的问题看到其本质,他教会我们,模型之所以复杂是因为我们思考得还不够……现实的混沌在古勒莫的手中总可以变成简单而明了的模型”。

填补理论的空白

近10年间外部环境趋于平静,而发展中国家经济也开始再度增长。但是危机爆发的可能性仍然存在,卡尔沃说,如果突然崩溃再次发生,政策制定者却很难从宏观理论中寻求到帮助。“我们在大学里讲授的标准化的宏观理论并不是针对于大萧条现象的,而是从美国这些年来所表现出的特有的持续稳定来阐述的”。

卡尔沃及其同事亚历山·兹维尔多和达尔维2006年合作的论题涉及“凤凰奇迹”——不发达经济似乎总可以从突然崩溃导致的产量显著萎缩的境地中恢复起来。为此,他们重新研究了20世纪30年代那场令人心惊胆战的大萧条。他们发现两次大危机发生的外部环境竟十分相似。遭受重创的经济多年后虽然可以重新达到危机前的产量水平,但却无法回归到原有的增长轨道。

新兴市场经济存在的一个重要问题就是它们的中央银行软弱无力。利率大幅波动和随之引发的混乱致使标准的、微量的货币政策工具失效。并且由于金融市场不发达,促使公司和政府借入大量美元或其他外国货币,那么在危机到来时,央行就很难通过作为最后贷款人的方法保持系统的偿付能力。一国也经常会出现“浮动的恐慌”,因为一旦货币大幅贬值,那些持有美元但却以本币交易的公司就会遭受重大损失。许多经济学家认为,如果大萧条是央行无能造成的话,那么今天新兴市场国家的危机也是由于中央银行的无能。

卡尔沃希望借助现在平稳的经济环境,通过为金融体系不发达且事实上缺乏最后贷款人能力的国家制定出货币政策基础,来帮助新兴市场的政策制定者。卡尔沃说,“仅靠精美的艺术藏品和华丽的装潢并不能造就出世界一流的中央银行,并且是远远不够的。”

James L. Rowe,《金融与发展》的工作人员。

参考文献:

Chari, V.V., and Patrick J. Kehoe, 2006, “Modern Macroeconomics in Practice: How Theory Is Shaping Policy,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20 (Fall), pp. 3–28.

Mendoza, Enrique, 2005, “Toward an Economic Theory of Reality: An Interview with Guillermo A. Calvo,” *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 9 (February), pp. 123–45.





金融 全球化： 别再 指责

用考察金融全球化的新途径来重新衡量其成本与收益。

M. Ayhan Kose、Eswar Prasad、Kenneth Rogoff和魏尚进

金融全球化——一种日益兴盛的跨国资金流动现象——经常被指责为引起了一系列的破坏性经济危机，动摇了20世纪80年代后期拉丁美洲和20世纪90年代的墨西哥以及少数亚洲国家等很多新兴市场的根基。这些市场的混乱和破产的后果招致了大量的指责，特别是一些人认为发展中国家过于匆忙地取消了对资本的控制——这使得发展中国家面对快速的资本运动和市场“羊群效应”的严厉条规时变得很脆弱。一些人还公开指责他们所见的一些国际机构鼓励资本账户开放，却不重视建立能够在坏时局下引导市场的强劲机构的必要性。

与学院派经济学家一致认为是相反的，贸易自由化大体上来说对工业国和发展中国家有利，实践家们和学术家之间在金融全球化的成本与收益的问题上就这一论点进行了激烈的辩论。一些经济学家（例如：Dani Rodrik、Jagdish Bhagwati和Joseph Stiglitz）认为不受约束的资本流动扰乱了全球金融

的稳定，引起了控制资本和其他国际资产交易的呼声。另一些人（包括Stanley Fischer和Lawrence Summers）认为，一般来说，事实证明，提高资本流动的开放度对于那些寻求将收入从低水平提升到中等水平的国家来说是至关重要的，同时，这加强了工业国之间的稳定性。这次辩论明显和经济政策有很大的关联，特别是鉴于像中国和印度这样一些重要的经济体最近采取开放资本项目的步骤。

抛开辩论，我们整理出一个框架来分析大量的而且日益增加的关于金融全球化的成本与收益的研究成果。我们的框架从经济增长和动荡的角度，为全球金融流动的宏观影响提供了一个全新的视角。我们系统地验证各种各样的证据，比如发展中国家是否能从金融全球化中获利，金融全球化本身是否导致经济危机。我们发现，金融全球化既不像一些拥护者声称的那样是一颗刺激经济增长的神奇子弹，也不像其他人所描述的那样是一场不可掌控的危机。

未予回答的问题

金融全球化最近的浪潮真正出现在20世纪80年代中期，很多国家本着对跨境的资本流动能带来更快的经济增长和更稳定的消费的预期，放松了对资本的控制，对这种全球化的浪潮起到了推波助澜的作用。我们假设这些收益是巨大的，尤其那些缺乏资本、收入不稳定的发展中国家，比其他国家收益更大。

发展中国家中的一个组别新兴市场经济体积极参与金融全球化，一般来说，比起那些没参与的国家明显地出现了快速增长（见图1）。但是大多数使用跨国经济增长回归分析方法分析金融开放和增长之间关系的研究，并不能证明资本项目开放产生了大量的增长收益。原因可以归结为衡量金融开放度是困难的。比如，大量被使用的资本控制方法（对资本项目交易的限制）不能反映出各国所实施的控制有多大的有效性，而且不能一直反映出经济体与国际资本市场一体化的真实程度。最近几年，人们在发现更好的资本控制办法，搜集整理出有关资本流与国际财产存量和债务的更可靠的数据方面取得了很大的进步。基于改进了的金融一体化衡量尺度的研究开始寻找金融全球化对增长的积极影响的证据。但是这些证据仍旧无法得出任何结论。

没有系统的证据证实金融一体化是经济危机的直接的決定因素。对这种危机——包括资本流入的突然中断、经常项目逆转和银行危机——有不同看法的作者们没有发现证明那些对金融流动更加开放的国家比起那些不开放国家来说更加容易出现经济危机的证据。

尽管经济危机受到了最高的关注，但它们只是宏观经济不稳定性的更一般现象的具体表现。关于这个问题，结果不那么讨人喜欢：金融全球化并没有

提供改善经济危机的分摊机制和减少发展中国家消费不稳定性的保证。

总的来说，金融全球化的影响还没有定论。尽管存在一些经验性的证据支持一些时常引用的主张，这些主张认为经济全球化导致了过去30年中出现的经济危机，但是令人难以捉摸的是，另一些关于金融全球化有利于促进宏观经济繁荣的证据也是存在的。考虑到跨国增长回归分析的缺点，有没有其他的方法可以弄清楚金融全球化的效应呢？

无法平衡

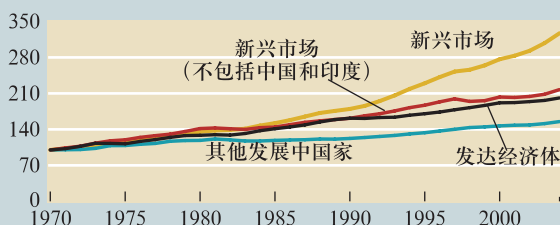
关于金融全球化中经济增长和不稳定性效应的另外一个视角是以各种不同类型的资本流动之间的差别为基础的。二者之间是显著相关的，因为国际金融流动的构成成分已经随着时间明显改变。

外国直接投资（FDI）现在已经成为了新兴市场经济体私人资本流的主要来源（见图2）；股票流量的重要性增加了，相反债券流量减少了。据推测，FDI和证券投资组合流更加稳定并且不易逆转，并且人们相信它们会带来金融全球化的许多间接收益，例如管理和技术专长的转让。相反的，债券流量被普遍认为更有风险；特别是它们的周期性和极度的不稳定性这一事实，会扩大对经济增长的负面冲击的不利影响。

新兴市场经济体的证券投资组合流日益增长的重要性推动了大批关于股票市场开放的增长效应的研究。这些研究文章一致认为开放对产出增长有重大的积极影响。在我们的观念中，已经评估出的增长效应是否会加速其他因素的作用——尤其是趋向于伴随这些开放而进行的其他改革——仍然是一个有

图1
不计成败

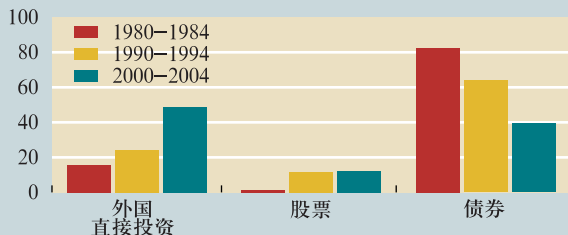
尽管一些新兴市场经济体爆发了危机，但是在过去30年里，这些国家的表现比其他国家更加突出。（人均GDP，以购买力平价衡量；1970年=100）



资料来源：IMF，《世界经济展望》；世界银行，《世界发展指标》。

图2
在上涨

目前，比起其他形式的资本流动，新兴市场吸引了更多的FDI。（新兴市场总资金流的构成，占总量的百分比）



资料来源：国家外部财富数据库，Philip R. Lane和Gian Maria Milesi-Ferretti，“国家市场的外部财富II：修订与扩展的外国资产与负债估计数，1970—2004年。”IMF工作报告，No.06/69（华盛顿：IMF，2006）。



待讨论的话题。另一方面，大量支持股票开放的利益的宏观证据的微观经济学数据（使用产业和公司层面的数据）正在增多。其中一些文章也证明了各种理论渠道在实证上的相关性，这些理论上的渠道将股票市场的开放和经济增长联系在一起，包括投资增长和全要素生产率增长。

有趣的是，尽管普遍同意FDI最有可能创造正的增长收益，但是在综合数据中的收益比伴随股票流量而来的收益更难察觉到。幸运的是，最近的研究使用微观数据，开始确定FDI确实对产出和生产率增长有大的溢出效应。

到此为止我们所回顾的证据中可以得出一个关键的主题：金融开放的许多收益在使用宏观经济数据在进行跨国分析时似乎被掩盖了，但是在使用微观数据进行单个国家的分析时却是显而易见的。基于微观数据的分析方法能更好地解决因果效应，反映出不同渠道的相对重要性，金融一体化通过这些渠道影响增长。

一些经济学家曾使用微观数据来评估资本控制的成本。这些控制似乎引起了公司（和个人）行为的扭曲，使他们调整自己的行为以逃避资本管制。通过切断一个经济体与竞争力的联系，资本管制也可能减弱市场规则。因此，这些控制的存在似乎导致了个体企业或部门层次上的大量实际费用。

使这些证据言之成理

我们现在引入一个概念上的框架，将这些不同系列的证据聚合在一起，以便弄清楚为什么不同层次上分别得出的经验性证据会导致不同的结论。

这个框架的一个基本的构建元素是这样观点：成功的金融全球化不是单纯的扩大本国投资的融资渠道，但是它的收益具有催化作用而且是间接的。比扩大融资渠道给增长带来的直接效应更重要的是，资本流是如何带来那种我们所标榜的金融一体化的潜在间接收益的（这样说正因为它们也许不是国家进行金融一体化的主要动机）。越来越多的研究表明金融开放可以促进本国金融部门的发展，加强宏观经济政策的纪律，通过本国公司与国外新进入者的竞争产生效率收益，同时释放出能使政府和公司改善治理结构的力量。这些间接的收益能够提高效率 and 全要素生产率的增长。

认为金融全球化主要通过间接渠道影响增长的观点强烈暗示对其收益进行经验性分析。制度建设、加强市场纪律和深化金融部门就像从这些渠道实现增长收益一样从容进行。这也许解释了为什么在短

期内更容易察觉到金融全球化的成本代价而不是收益。更根本的是，在长期内，如果一个人在试图解释增长的跨国回归模型中，包括了结构、制度和宏观经济政策变量，要在实证性的著作中发觉金融一体化带来的生产率增长收益也是非常困难的事情。毕竟，金融一体化正是通过这些渠道带来了增长（见图3）。

“尽管我们已经意识到
在解释跨国增长的证据时的困难，
我们还是很欣慰地看到
金融市场一体化
正在通过一些间接渠道运作着。”

当然，我们不应该夸大金融一体化所产生的间接益处。同样可信的是，与其他渠道一视同仁，我们也不能否定传统渠道的重要性——金融一体化可以通过放松对国内低储蓄率的限制和减少资本成本来增加投资。但是我们认为先前的研究过分强调了这些传统的渠道。

我们概念上的框架有实际经验上的价值么？我们现在把注意力放到将证据编组来支持我们的中心论点——金融全球化会产生巨大的间接收益。

金融一体化的间接收益

金融一体化的潜在间接收益在三个关键领域显得尤为重要：金融部门的发展、制度体系的质量和宏观经济政策。

大量的研究显示国际金融流动对于国内金融市场的发展起到重要的催化剂作用。这点在对银行部门和股票市场的规模大小的简单测量以及更广泛意义上的金融市场发展（包括监管和规则制定）方面都有所体现。

基于不同分析技术的研究（包括对不同国家案例的研究）得出这样一个结论：一个国家中外资银行越多，该国的金融服务质量就越好，金融中介的效率也越高。对于股票市场，压倒性的理论假设认为外资入驻本国会增加效率，而也同样有证据证明此假设。事实上，在证券市场开放之后股票市场确实趋向于规模更大，流动性更强。

实际经验的证明也显示出金融全球化使得许多

国家调整它们的公司治理结构，以应对国外竞争者和国际投资者的需求。此外，金融部门中的来自于良好监管国家的国外直接投资（FDI）趋向于支持新兴市场经济体的制度发展和治理的改进。

资本项目的开放也会给宏观经济政策带来影响，它会增加与疲软政策相关的潜在成本，同时也会放大有利政策下的效益。正是由于资本项目的开放，使得一国对于国际游资的转移更加敏感，它才能为一国制定更好的宏观政策提供指示性的信号，以便减轻出现这种转移的可能性和其不利的后果。虽然在这一点上经验性的证据很具有启发性，但可惜比较缺乏。金融高度开放的国家在治理通货膨胀方面好像可以取得更好的货币政策效果，但是却没有任何证据显示金融开放和更好的财政政策之间存在着系统性的联系。

我们在该部门观察到的证据几乎不具有决定性，但是它的确始终如一地表明国际金融一体化就是生产率增长收益的催化剂。尽管我们已经意识到在解释跨国增长的证据时的困难，我们还是很欣慰地看到金融市场一体化正在通过一些间接渠道运作着。

一个复杂因素：准入门槛

一些相关研究已经解决了这样的问题：如果金

融开放在对一个国家产生好的增长收益的同时，会降低危机爆发的风险，那么什么初始条件是必需的。这些条件是什么呢？

金融部门的发展，是金融全球化所能带来的增长的程度和稳定收益的关键决定因素。一个国家的金融部门越发达，通过直接和间接渠道的资本流所带来的增长收益就越大，该国家的抗风险能力也越强。

金融部门高度发展的另外一个收益就是它对宏观经济的稳定性有正的影响，而这反过来又暗含着关于资本流动的规模和组成结构的信息。在那些缺乏深层次金融部门的发展中国家，资本流动方向的突然改变往往会引发或加剧繁荣—崩溃的周期循环。此外，开放不适当的或管理不当的国内金融部门也许会导致许多和金融一体化相关的危机的发生。

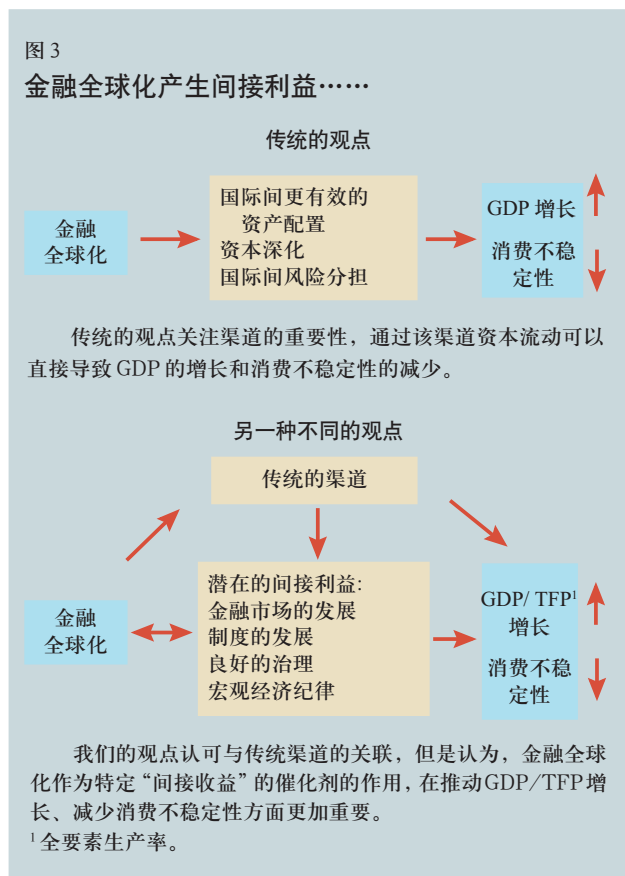
制度的质量在决定金融一体化结果和金融一体化真实水平中都扮演着重要的角色。它对流入发展中国家的资本构成也有很大影响，这是它影响宏观经济结果的另外一种方式。良好的制度有助于使一国的资本结构向外国直接投资（FDI）和股票投资组合流量倾斜，而这往往会带来更多的金融一体化的间接收益。

国内宏观经济政策的质量看起来也会影响流入资本的水平 and 组成，同时也影响该国面对危机的脆弱性。健全的财政和货币政策增加资本项目开放带来的增长收益，并且通过开放的资本账户转移国家的危机。此外，对于疲软金融体系下的经济体来说，开放资本项目和固定汇率制度并不是一个吉利的组合。一个不得已的情况也许会出现：当一个国家开放资本市场时，刚性的汇率制度会使这个国家面对危机时更加脆弱。

贸易一体化改善了对与金融一体化有关的成本效益的权衡。它同样也减少了伴随着金融开放出现危机的可能性，而如果危机真的出现时，它也会降低这些危机的成本。因此，近期的研究巩固了以前的文献中提到的情况，这些文献赞同把贸易自由化放在资本项目开放之前。

这一讨论认为存在着一些基本的支持性条件或是准入条件，这些条件决定了在什么样的潜在成本收益组合下一个国家灭亡。正是金融全球化和一系列的初始条件之间的相互作用决定了经济增长和不稳定性的结果（见图4）。

图3和图4的比较说明了在金融全球化中成本和收益之间基本的紧张状态。很多准入门槛与间接收益类似。换一句话说，就是金融全球化是大量重要的间接收益的催化剂，但如果在这些方面初始条件不充分的话，金融全球化会大大提高风险—收益比率。





另一种准入条件与一体化本身的水平相关。工业国与全球金融市场一体化的程度要高很多，它们在使用国际资本流来进行有效的资本配置方面比新兴市场经济体明显做得好，因此提高了生产率收益，并共担着收入风险。这是否就意味着为了实现这些间接收益，发展中国家惟一的希望就是达到与工业化国家相类似的金融一体化水平，而在这条路上它们会遇到不可避免的风险？毕竟，如果短期成本表现为危机的形式，那么它们就会产生持续的消极后果，而这会减损长期增长收益。更进一步，与这种短期后果有关的分配效应对于那些低收入国家来说可能格外痛苦。

风险—收益的计算

我们有关金融全球化的文献的综合看法（尽管对文献中有关总体收益持保留的积极态度）认为，当一个国家从与国际金融市场低的融合过渡到更多的融合时，它们很有可能遇到重要的难题。对于发展中国家来说，金融全球化看来似乎有可能带来一系列的间接收益，这些收益可能有助于推进长期增长和福利。与此同时，如果一个国家开放它的资本项目却没有适当的基本支持条件，那么获得收益将可能会推迟，而该国家面对资本流的突然停止时也会变的更加脆弱。这是金融全球化过程中成本与收益之间的一个基本紧张状态，也许是很难避免的。

这是否暗示着一个希望在金融全球化中获得间接收益的国家除了接受实际存在的危机风险就别无其他的选择？或者换个说法，发展中国家会试着将它们国内政策和机构制度的质量提高到一个可接受的水平来抵御外部的影响么？我们认为尽管风险不能完全规避，但在金融全球化中可以找到改进风险—收益的计算方法的途径。然而要找到一个适用于所有国家的开放资本项目的统一的方法似乎是不可能的。

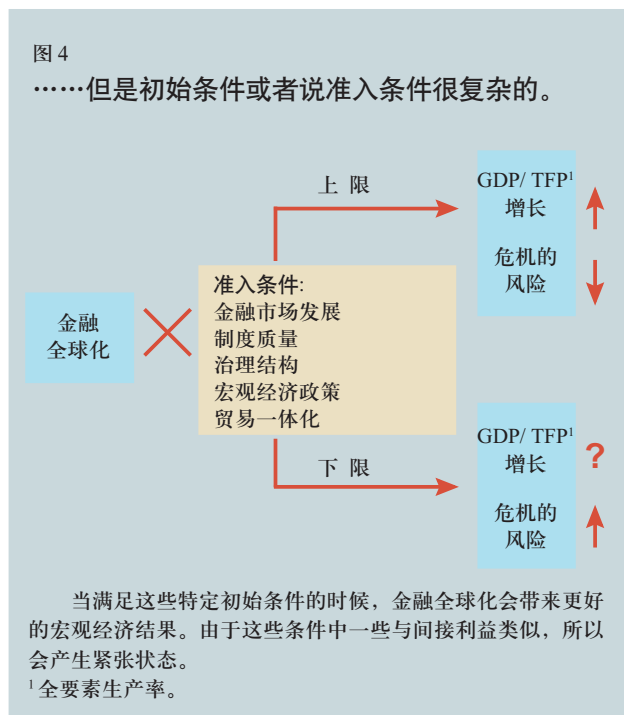
“一些关于金融全球化对发展中国家的影响的极端有争议的论断，与其去证实它们，不如笼统地承认它们更容易一些。”

间接收益的观点可能给推进资本项目开放提供一个方法，该方法把某一单个国家的环境（初始条件）考虑进去，当然也包括对于该国来说不同的间接收益中相对的优先事项。依据一国的内部扭曲——尤其是那些和国内金融部门相关的扭曲——人们原则上可以设计出一个资本项目开放的方案，该方法能在使相关风险最小化的同时实现特定的收益。虽然针对这些话题我们已经列出了一个思考框架，然而在有关此类方法的具体细节方面得到有力的政策结论之前，我们显然需要在诸多领域中进行更深层次的研究。

同时，我们应该认识到，一些关于金融全球化对发展中国家的影响的极端有争议的论断，与其去证实它们，不如笼统地承认它们更容易些。

M. Ayhan Kose, 经济学家; 魏尚进, IMF 研究部处长; Eswar Prasad, 康乃尔大学贸易政策专业 Nandlal P. Tolani 高级教授; Kenneth Rogoff, 哈佛大学公共政策专业 Thomas D. Cabot 教授和经济学教授。

该文章是在IMF研究论文(189期第6页)“金融全球化: 一个重新评价”的基础上完成的。与该题目相关的参考文献清单以及本文所引用的一些资料的主要来源请查阅此论文。



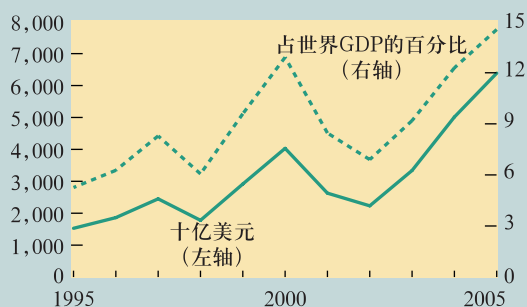


全球资本流动：

在总储蓄快速增长的推动下，并且储蓄正在成为跨国的金融工具，技术创新和更快的信息流动极大地促进了资本流动的全球化。资本流动的全球化被定义为资本的跨国流动。资本流量2005年最高达6万亿美元，其中包括债务、证券组合、基于融资的直接投资。

欧洲作为全球资本流动的领跑者，在欧元成为欧洲统一货币的推动下，欧洲内部资金流量增长迅速。

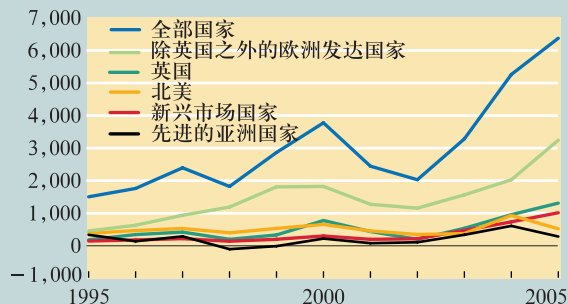
1995年以来，全球资本流量增长迅猛



资料来源：IMF，《国际金融统计》。

欧洲引领发展

(全球资本流量，十亿美元)



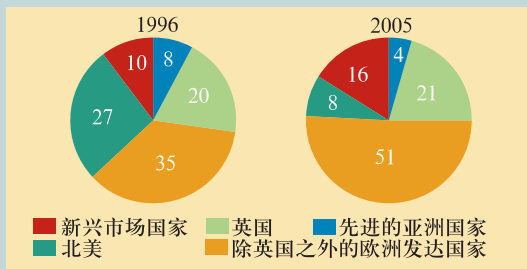
资料来源：IMF，《国际金融统计》。

发达的欧洲国家为新兴的欧洲国家（欧盟新成员国）提供了大量贷款。

欧洲国家已开始转向发行本国货币债务，这反映了更好的基础条件，更强的国外投资需求以及日益扩大的国内机构投资者基础。有利的全球环境能够使这些国家获得更长期的贷款并改善债务结构。

在过去10年，其所占的份额从55%增加到72%。

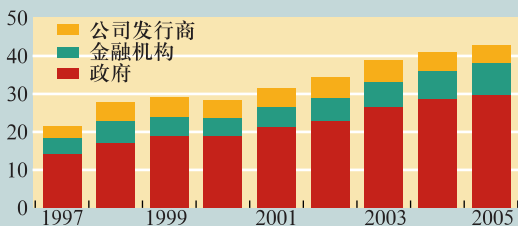
(占全球资本流出量的份额，百分比)



资料来源：IMF，《国际金融统计》。

当地新兴债券市场增长迅速

(部分新兴市场国家未偿还的国内债务占GDP的百分比)



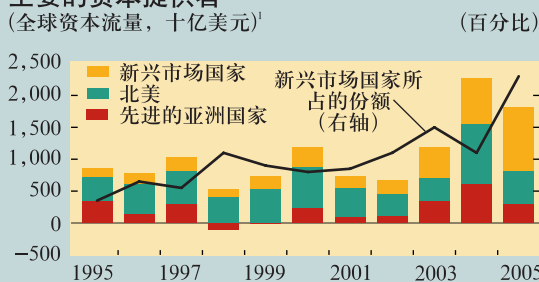
资料来源：国际清算银行。

无法克服的严重问题

由于亚洲国家巨额的经常账户盈余以及最近石油出口国巨额的经常账户盈余,新兴市场国家尽管仍占全部资本流量很少的份额,但所占的份额已大幅度增长。

荒谬的是,新兴市场国家是成熟市场国家主要的资本提供者

(全球资本流量,十亿美元)¹



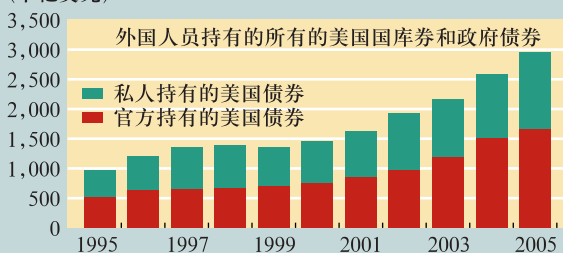
资料来源:IMF,《国际金融统计》。

¹不包括英国和成熟的欧洲国家。

资本从新兴市场国家流向受中央银行储备和主权财富资金控制的成熟市场。这些新兴市场国家主要是新兴的亚洲国家和石油出口国。

这些资本流量主要以官方储备的形式流入美国的长期债券市场

(十亿美元)

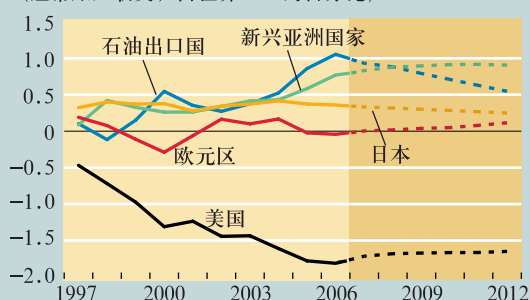


资料来源:美国联邦储备系统,资金流量数据库。

近年来,由于美国经常账户赤字和其他地区经常账户盈余的增加,全球失衡有所增加。美国金融市场的吸引力促进了资本流入(包括来自新兴市场国家的资本),减少了经常账户赤字。

美国较大规模的经常账户赤字反映了亚洲国家和其他石油出口国的经常账户盈余

(经常账户收支,占世界GDP的百分比)

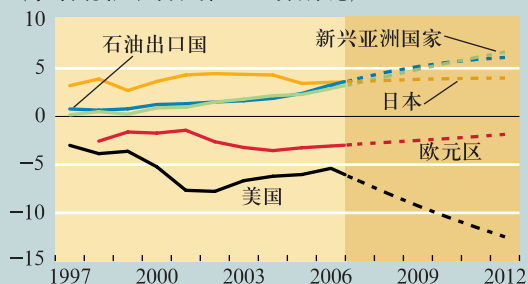


资料来源:IMF工作人员的估计;Haver的分析;IMF,《国际金融统计》。

尽管拥有高额的经常账户赤字和大量的资本流入,但是由于美元贬值和国外股票市场走强,美国的净外国债务仍然保持稳定。但是随着经常账户赤字继续保持着较高数额,美国净外国债务可能迅速增长。

……但是美国的净外国债务增加很少。

(净外国资产,占世界GDP的百分比)



资料来源:Haver的分析;IMF的《国际金融统计》和工作人员的估计;Philp lane和Gian Maria Milesi-Ferretti,“国家外部财富的标志II:国外资产和债务修订和扩展评估”,IMF工作论文 NO.06/69(华盛顿:IMF,2006年)。

本文由IMF货币与资本市场部Mangal Goswami和Jack Ree以及IMF对外关系部的Ina Kota撰写。



中国安徽一家工厂的工人，该厂产品主要出口欧盟。

Eswar Prasad、Raghuram Rajan 和 Arvind Subramanian

经典经济理论告诉我们，从净值来看，金融资本应当从富裕国家流向贫困国家。也就是说，它应该从人均资本较多的国家——这些国家的资本收益相对较低——流向资本相对较少的国家——这些国家存在更多的未被利用的投资机会。从理论上来说，这种资本流动可以向贫困国家提供更多的金融资源，使它们能够在诸如设备、机器和基础设施等实物资本方面进行投资，进而变得富裕起来。这种投资还可以改善贫困国家的就业水平和收入水平。

人们自然期待，随着金融全球化（即各种金融资本的跨境流动）的深入，从工业化国家向发展中国家的资本流动将会增加，进而可以使所有国家变得更为富裕。Robert Lucas 在 1990 年发表的一篇著名论文中指出，富裕国家向贫困国家流动的资本非常少，与理论预期的水平存在天壤之别。诚然，在过去 15 年中，金融全球化浪潮汹涌。那么是什么原因造成了 Lucas 所认定的实证悖论？日益强化的金融一体化是否能够解决这一问题？

引人注目的是，随着时间的流逝，这种悖论似乎得到了强化。如图 1 所示，资本输出国相对于美国的平均收入已经落后于资本进口国相对于美国的平均收入。也就是说，资本正在从贫困国家流向富裕国家。

当然，最近发生的美国经常账户赤字和中国经常账户盈余，是资本从低处向高处流动的主要原因之一。但这似乎不是故事的全部。当前，许多工业化经济体都保持着经常项目赤字，而大多数新兴市场经济体则维持着经常项目盈余。图 1 也显示，资本向高处流动并不完全是一种新的现象，在 20 世纪 80 年代就曾发生过类似的情况。

流入和流出发展中国家的资本包括官方资本，例如作为外国援助的流入以及以累积国际储备形式存在的流

外国资本是否与经济增
长存在联系？如果不存
在联系，那为什么“从
低处向高处流动”？

出。除了早先探讨过的基本收益率的考量以外，这些流动还受其他一些因素的驱动。私人资本流动是否能够更好地与经济理论保持一致？令人欣慰的是，外国直接投资（FDI）确实从富裕国家流向了贫困国家。虽然随着时间的流逝，FDI 的重要性正在逐步得到加强，然而 FDI

只占流入发展中国家私人资本的 40%，并且其在资本流动总额中所占的份额更小。此外，所有资本流动的模式最终是与一国适合金融投资的资源类型密切相关。本文将对资本如何在全球进行配置以及外国资本是否真正推动了发展中国家的经济增长进行探讨。

对悖论的分析

如果能够进行深入的分析，Lucas 悖论或许不像人们所认为的那种。毕竟，许多发展中国家正在遭受各种问题的困扰——不完善的基础设施、文化程度很低的劳动大军、腐败以及拖欠外国债务的偏好——从而降低了投资的风险收益。这些问题可以解释为什么资本不像人们期待的那样，大规模地流向发展中国家。外国投资者在这些国家投资所获得的风险收益，其收益率可能远远低于原来的预期，因为这些预期仅仅建立在相对缺乏的资本和相对丰富的劳动力就会带来较高的回报的理想之上。

无论如何，流向非工业化国家的资本应该更多地流向那些增长速度最快，因而拥有最多投资机会的国家。然而事实果真如此吗？

为了对该问题进行分析，我们根据 1970—2004 年的平均增长率，按照从低到高的顺序，对 59 个发展中国家进行分类。按大体相等的总人口，将这些国家分为 3 个组。由于中国和印度的人口总量过于庞大，我们对其另行处理。将每一组的经常账户赤字相加，并利用美国



消费价格指数来消除通胀因素，使其具有可比性。从理论上讲，向发展速度最快的国家流动的资本应该最多，向发展速度最慢的国家流动的资本应该最少。

图2表明，1970—2004年期间以及更短的时段内，向增长速度较高的发展中国家流动的外国资本净额，小于向增长速度中等以及较低的国家流动的净额。2000—2004年，上述流动模式事实上出现了一些反常情况，高速增长的中国、印度以及中等增长速度的一些国家向外输出了大量资本，而低增长速度的国家则接收了大量资本。流向发展中国家的资本与该国增长速度并不同步的现象，被 Gourinchas 和 Jeanne (2007) 称为配置之谜。

当我们对FDI净流动进行分析时(见图3)，上述谜团更加让人困惑。在最近一个时段内(2000—2004年)，即便是FDI的流动也与增长速度不尽一致。当然，从总体上来看，它们之间还是一致的，因为1970—2004年期间，增长速度最快的非工业化国家吸收了最多的FDI，而且中国吸收的数量巨大。这意味着增长速度最快的国家确实拥有更多的投资机会，这也是它们能够吸引更多FDI的原因。同样，它们并不是从头到尾一直在利用更多的外资，在中国的例子中，当前它已经成为资本的净输出国。

简而言之，通过对发展中国家的资本配置进行考察，我们可以发现，如果将发展中国家视为一个整体，其对外融资存在着更为明显的不合常理之处。国际资本流动中存在的悖论远比卢卡斯想象的还要严重。

推动经济增长

更多的外国资本为什么没有流向那些增长速度更快的非工业化国家，或者更为广泛地讲，流向那些资本显

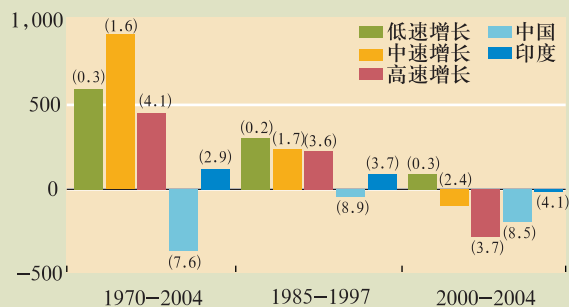
性边际生产率(也许是信用)已经较高的地方?更为重要的是,这些不正常的资本流动是否妨碍了非工业化国家的经济增长?

一项大型研究实际上已经得出了相同的结论:利用宏观经济数据很难在私人资本流入和经济增长之间建立起一种显著的因果关系。但是这是否意味外国资本对此不起一点作用?

为了用不同的方法对该问题进行处理,我们对经常

图2
不合常理的趋势

与增长速度中等和较低的国家相比，增长速度较高的发展中国家所吸收的外国资本净值反而更少。
(流入非工业化国家的资本总额，10亿美元)

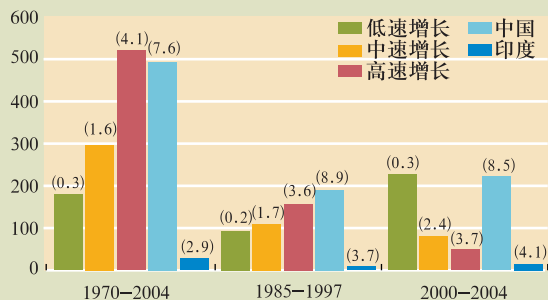


资料来源：作者的计算。

注：每一组各国的平均实际GDP增长率（在对每个国家某个时期进行平均计算以后）如括号中的数值所示。样本中的非工业化国家被分为3组，每组的总人口大致相当。中国和印度被另外加以处理。每个柱形代表经常账户赤字的累计数量（单位为10亿美元，并且用消除了通胀因素的美国消费价格指数，该指数将2004年的数值定为1，并以此作为起点），该数量是每组某一时期的加总。零刻度以下的柱形表示经常账户盈余。

图3
更多的机遇

除最近一段时期外，更多的FDI流入了高速增长的国家。
(流入非工业化国家的FDI净值，10亿美元)



资料来源：作者的计算。

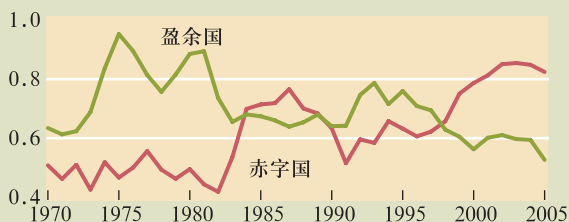
注：每一组各国的平均实际GDP增长率（在对每个国家某个时期进行平均计算以后）如括号中的数值所示。样本中的非工业化国家被分为3组，每组的总人口大致相当。中国和印度被另外加以处理。每个柱形代表FDI流入净值的累计数量（单位为10亿美元，并且用消除了通胀因素的美国消费价格指数，该指数将2004年的数值定为1，并以此作为起点），该数量是每组某一时期的加总。

图1

上坡或者下坡?

与美国相比，资本输出国的相对收入已经下降。

(以经常账户衡量的相对人均GDP)



资料来源：作者的计算。

注：对于每一年，我们将样本国家分为两组——该年的经常账户盈余国和经常账户赤字国。对于第一组，我们首先得出每个国家在该组所有国家经常账户盈余总量中所占的份额，然后将该份额乘以该国经过购买力平价调整的相对人均收入（以本年该样本国中最为富裕的国家作为衡量标准）。我们因而得到了盈余国以经常账户衡量的相对收入。我们对经常账户赤字国采取了同样的计算方法。通过上述方法，我们可以对盈余国和赤字国每年的相对收入进行比较。

账户收支与经济增长之间的长期关系进行了分析。经常账户收支是对一国可用于投资的外部资本总额的一种衡量工具。由于该衡量工具与国民储蓄、国民投资存在差异，因此特别适合于我们的分析目的。那些从国外贷款越多的国家，越有能力进行更多的投资（因为很少受国内储蓄的限制），因此也应该增长得更快。

我们利用每个国家较长一段时期内的平均数据，对经济增长与经常账户之间的相关性进行分析。令人惊奇的是，在51个非工业化样本国中，两者存在着正相关性（见图4）。换句话说，从长期来看，那些较少依赖外国资金的发展中国家增长速度更快。这并不是说不会出现这样一种情形，即非工业化国家在快速增长的同时还保持着较大的经常账户赤字——东亚国家在金融危机之前的情况就是一个鲜明的例证。我们试图探究，从平均水平和长期发展来看，短期外国资本带来的繁荣（也可能是冲击），是否导致增长速度最快的国家对外国融资最为依赖。然而这种情况并没有发生。

我们还对这种关系进行了一项更为彻底的统计分析，将其他一些可能促进经济增长的因素也考虑在内，并且用各种方法对结论的可靠性进行了验证。例如，我们仅对1985—1997年期间的相关性进行了分析。在某种意义上讲，该时期是全球一体化的全盛期，当时资本流动快速增长，国际金融市场相对稳定（除墨西哥货

币危机以外）。这应该是资本流入带来的收益不断涌现的黄金期。然而，在大多数情况下，非工业化国家的资本账户收支与经济增长之间的关系仍然保持着正相关性（在其余的情况中，相关性为零）。我们并没有发现经济学理论所预期的相关性为负的情况的出现。

开发储蓄

我们应该如何解释，一国的经济增长率与其经常账户盈余存在着正相关关系？一种可能的解释认为，这种关系反应了一国内储蓄的状况，并且受到了它的推动，而国内储蓄则是由更为深层的力量所决定，并且由增长本身带来的。毕竟，如果外国资本流入主要是受投资机会吸引，那么经济增长与经常账户之间应该存在一种明确的负相关关系。

事实上，我们发现的正的相关性显然主要受国内储蓄推动。也就是说，在给定投资水平的基础上，那些拥有较高储蓄水平的非工业化国家将拥有更高的增长速度。当然，高储蓄国家也可能拥有较高的投资水平，因此较高的国内储蓄并不意味着对外国储蓄较低的依赖。

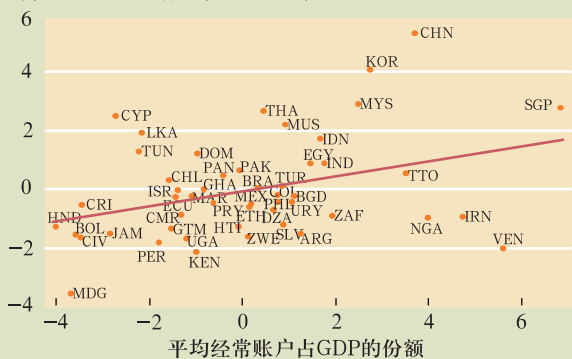
在图5中，按照投资对GDP的比率和经常账户对GDP的比率是否高于或低于平均水平，我们将非工业化样本国划分为4组。如我们所预期的那样，该图显示，那些拥有较高投资水平的国家，其增长要好于那些投资水平较低的国家。令人感兴趣的是，与那些有着较高投资水平但是在较大程度上依赖外国资本的国家相比，那些拥有较高投资率并且对外国资本依赖较少（经常账户赤字较低）的国家，其增长速度更快——平均来说，每年大约高一个百分点。

图4

卓尔不群

总的来讲，较少依赖外国资本的发展中国家增长更快。

（平均人均GDP增长率，百分比）



资料来源：作者的计算。

注：样本不包括孟加拉国。

ARG=阿根廷，BGD=孟加拉国，BOL=玻利维亚，BRA=巴西，CHL=智利，CHN=中国，CIV=科特迪瓦，CMR=喀麦隆，COL=哥伦比亚，CRI=哥斯达黎加，CYP=塞浦路斯，DOM=多米尼加共和国，DZA=阿尔及利亚，ECU=厄瓜多尔，EGY=埃及，ETH=埃塞俄比亚，GHA=加纳，GTM=危地马拉，HND=洪都拉斯，HTI=海地，IDN=印度尼西亚，IND=印度，IRN=伊朗，ISR=以色列，JAM=牙买加，KEN=肯尼亚，KOR=韩国，LKA=斯里兰卡，MAR=摩洛哥，MDG=马达加斯加，MEX=墨西哥，MUS=毛里求斯，MYS=马来西亚，NGA=尼日利亚，PAK=巴基斯坦，PAN=巴拿马，PER=秘鲁，PHL=菲律宾，PRY=巴拉圭，SGP=新加坡，SLV=萨尔瓦多，THA=泰国，TTO=特立尼达和多巴哥，TUN=突尼斯，TUR=土耳其，UGA=乌干达，URY=乌拉圭，VEN=委内瑞拉，ZAF=南非，ZWE=津巴布韦。

正在发生什么？

对于经常账户盈余与一国经济增长率之间正相关性的一种解释认为，较高的经济增长与较高的国内储蓄相关，并且较高的增长本身也导致了国内储蓄的增长。也就是说，增长迅速的国家可能对外国资本的需求较少。这种解释存在的问题比较典型的，就是，随着国家的发展（也就是说，劳动生产率得到提高），它们应该消费得更多（因为变得更为富裕）并且投资得更多（因为投资机会增多）。因此相关性无论如何都应该为负。

这正是金融系统——特别是不发达国家的金融系统应该起的作用。如果金融领域得到了深化并且变得更有效率，生产效率的持续增长不仅可以带来更多的投资（因为企业为了获得投资机会而进行借贷），而且由于消费者对自己更高收入的预期而借贷消费，从而带来更多的消费。相反，脆弱的金融领域可能将某些领域中生产率的持续增长，转变为投资增长的减少和储蓄的大幅度增加。企业用于投资的资本可能局限于由过去投资所带



来的内部资金,消费者由于不能基于更高的预期收入而借贷,从而将其由生产率增加所带来的收入增加大部分用于储蓄。

另一种可能是,脆弱的金融体系在有效沟通外国资本方面所起的作用并不大。这也可能导致外国资本与较高的经济增长之间缺乏一种正的相关关系。但是,既然发展中国家的金融体系较为脆弱,那么其生产效率的提高到底是由其他什么因素导致的?我们的推测是,全球化的力量——特别是得到改善的供应链和更多的竞争所导致的生产率的提高——使得非工业化国家获得了生产率收益,尽管其金融体系存在脆弱性。

脆弱的金融体系使得外国资本变得并不必要,也并不起什么作用,与这种看法相一致,当只对金融体系不太发达的那一组国家进行分析时,我们发现,经常账户收支与经济增长之间的正相关关系得到了检验结果的支持。在那些正在经历经济增长阶段的国家中,有利可图的投资机会所涵盖的范围,以及个人消费的水平,都有可能由于金融部门的障碍而受到限制,这就意味着投资项目将不得不主要依靠从国内储蓄中获得融资。

对外国资本的过度依赖同样可能造成有害结果。它可能导致对经常账户的偏好,而且在某些情况下,导致过高的估计(也就是汇率水平高于经济基础所能承受的水平)。接下来,这可能对制造业等关键领域的竞争力和出口造成伤害。最近有关经济增长阶段的分析显示,一个充满活力的制造部门对于保持长期经济增长至关重要。因此,对外国资本依赖的减少——以及避免过高的估价——对于外向型制造业的发展可能有所帮助。

必要的谨慎

我们上述分析的意义在于,当前表面上呈现的资本从贫困国家向富裕国家的反向流动,并不一定是全球金融市场无效率的表现。更进一步来讲,这可能表明,金融和其他结构性障碍,限制了贫困国家吸收外国资本的能力。

从表面意义来看,我们的分析结果显示,收益的增长与对外国资本依赖的减少之间存在着某种联系——虽然我们并没有充分的证据表明这是一种因果关系。然而,仅仅对国内储蓄的依赖,将会使非工业化国家付出代价。如果这些国家在引进外国资本方面能够拥有像工业化国家一样的条件,它们的投资和消费也就不会像现在这样少。

以上结论对于与资本账户开放有关的政策来讲到底意味着什么?对资本账户开放所带来的收益的任何探讨,可能特别专注于某个国家。我们的分析结果显示——在国内金融领域尚不发达,并且有必要避免由资本流入导致的汇率高估的情况下——对某些形式的外国资本的流入保持更为谨慎的态度是很有必要的。与此同时,金融开放本身对于促进国内金融发展,获得金融资金和更好增长机会所带来的收益,是十分必要的。

这种紧张局面应该如何加以解决?一种可能的解决办法就是,必须做出肯定而值得信赖的承诺,保证在未来某一特定时间内对金融市场进行整合,从而在不受资本流动带来的不利影响的情况下,给予国内金融体系以充分发展的时间,并且通过延缓外国竞争的方式,鼓励参与者为金融一体化做好准备。最近的一个例子就是,作为加入世界贸易组织所做承诺的一部分,中国必须向外国竞争者开放其金融领域,中国为此正在鼓励其金融领域的改革。

为更好地了解如何增强一国对外国资本的吸收能力需要更多的研究,这进而可以使发展中国家在其发展过程中能够从外国融资中受益。

Eswar Prasad, 康乃尔大学贸易政策系Nandlal P. Tolani 高级教授; Raghuram Rajan, 芝加哥大学商学院Eric Gleacher 突出贡献教授; Arvind Subramanian, IMF 研究部副主任。

本文建立在作者即将出版的IMF 工作论文基础之上,该工作论文包含了详细的结论和参考文献。

参考文献:

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2007, "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle," IMF Working Paper, forthcoming.

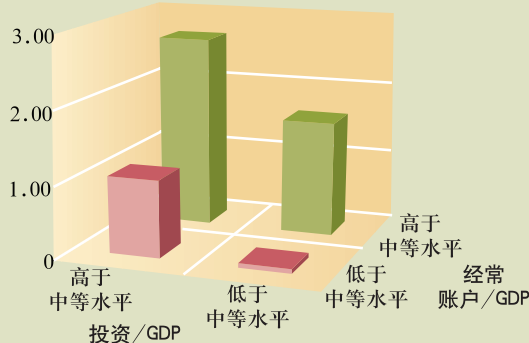
Lucas, Robert, 1990, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" American Economic Review, Vol. 80 (May), pp. 92-96.

图5

更少的依赖

与那些对外国资本有着更多依赖的国家相比,拥有较高投资率和较低经常账户赤字的国家,其经济增长速度更快。

(平均人均GDP增长率,百分比)



资料来源:作者的计算。

驯服老虎

“香甜的蜂蜜来自会叮人的蜜蜂”
——中国谚语

20世纪90年代早期开始的涵盖范围广泛的经济改革，使印度拥有40年经历的中央计划经济历程发生了转变，作为经济改革的组成部分，印度开始实施资本账户的自由化。该项改革的特点主要体现在其渐进的、谨慎的进程之上，并且从整体经济的高度，按阶段、分次序地小心进行。因此，从1991年以前对外汇交易的严格管制走到现在，印度已经经历了一段相当长的时期。随着对外国直接投资（FDI）和证券投资限制的逐渐放松，外国投资者可以进行卢布的自由兑换。然而，对国内外企业和个人仍然存在不同程度的限制，相对于个人来讲，公司可以享有更为自由的政策。

在过去15年中，印度经济变得越来越开放（见表1），而且年经济增长率也提高到9%左右（见表2），通货膨胀率自20世纪90年代中期以来一直保持着较低且稳定的水平。外汇储备大幅上升到1800亿美元以上——大大超过了外债总额——这主要归因于资本的流入而不是经常项目的盈余，而在金融领域，包括制度环境，也得到了加强。分阶段逐渐开放的进程使得印度能够承受来自外部的数次冲击，其中包括1997—1998年的亚洲金融危机。

本文将探讨印度是如何对资本账户的可兑换进行管理，并且将其渐进式进程带来的经验和教训进行总结。

理论与实践相结合

在可以获得明显收益的情况下，印度为什么会对外开放资本账户持审慎的态度？从理论上来说，资本账户可兑换是一个好主意，其主要原因有以下几点：第一，有理由假设，自由的资本流动可以使储蓄得到有效的配置，并且使资源向生产效率最高的地方流动。第二，它可以推动贸易，从而使各国的消费趋于平稳。第三，它可以促进证券投资的多元化和风险的分摊，降低交

易成本并提高收益。第四，通过金融服务的专业化、创新激励以及生产率的提高等途径，可以获得更多的收益。

当然，也可能存在着某些缺陷。这些收益依赖于贸易与服务自由化的进程，并且依赖于市场的效率。信息不对称可能导致市场的无效率、逆向选择、道德风险以及羊群行为。在这种环境中，不受控制的资本账户自由化可能使风险增加，从而导致货币和银行危机。更进一步讲，如果国内市场存在扭曲，例如以贸易壁垒、歧视性的担保以及补贴等方式所实施的不正当的激励措施，金融全球化对这些现象的减少无疑是有益的。尽管在理论上来说可能获得诸多好处，经济学家发现，资本账

户自由化进程本身很难带来真正的收益。几年以前，IMF一项综合性和开创性的研究，将事实上的自由化与法律上的自由化区分开来，从而得出这样的结论：“很难在金融一体化的水平与经济增长表现之间建立起一种充分的因果关系；……几乎没有证据表明，金融一体化可以帮助发展中国家更好地稳定其消费增长波动；……较低或中等程度的金融一体化可能导致国家遭受更大的消费波动”（Prasad等，2003）。然而，

该研究报告提供的证据也表明，在超出临界水平以后，金融一体化可以通过降低国内宏观经济波动来促进金融领域的发展。

虽然很难加以定义，然而临界水平已经成为发展中国家强调制度建设必要性的时髦口号。在最近对金融全球化的重新评估中，同样一群作者对发展中国家可以从金融全球化中受益这一观点提供了充分的支持，但是其中也存在许多细微的差异（Kose等）。除了传统的途径以外，收益也可以通过一系列所谓“间接收益”来实现——其中包括金融市场的发展、制度和管理的完善以及宏观经济纪律等（见本期第8页的文章）。

实践经验也强调，对于资本账户的开放同样需要持谨慎态度。从1974年到1994年，大多数发达国家对其资本账户的开放大约持续了20年，这一过程相对来说也是较晚的、渐进的，并且期间还伴随着间歇性的管制。一些当前被划归为新兴市场经济（EMEs）的国家，从20世纪80年代早期就开始了资本账户自由化的历

印度资本账户可兑换的渐进式发展道路所带来的经验和教训。

Yaga Venugopal Reddy
印度储备银行行长



程。一些新兴市场经济国家面临着如何管理日益增加的资本流入的挑战,另外一些国家则经历了导致一系列危机的资本流动的突然停止和倒流。作为应对,一些国家改变了自己的政策,并且采取了一些资本管制措施。

20世纪90年代,发生在巴西、东亚、墨西哥和俄罗斯的金融危机使得人们对新兴市场经济国家产生了一项最为重要的关注——资本账户的可兑换存在发生货币危机的潜在风险。从东亚金融危机来看,虽然各国情况不尽相同,但是它们都存在着基本制度具有明显漏洞、金融领域脆弱以及公司监管松懈等方面的问题。显然,良好的宏观经济政策、健全的制度框架、与国际接轨的审慎调节和监管标准以及得到改善的信息发布质量和透明度,是降低危机复发风险的前提条件。人们已经认识到,不彻底的和有缺陷的改革可能使金融系统在面临快速逆行的资本流动时,变得更为脆弱,更易遭到攻击。因此,新兴市场国家,特别是东亚的新兴市场国家更应注重保持资本账户自由化与宏观经济、汇率以及金融政策之间的和谐。

发达国家和新兴市场经济国家的底线是,正如有关研究所显示的那样,开放的资本账户并不意味着毫无约束的资本账户自由化,在实践中,资本管制以及非常审慎的规制等措施可以与资本账户的可兑换和谐共处。

打好基础

印度开放资本账户的过程经过了深思熟虑的考量并且一步步地按计划进行。每一阶段都事先经过了相关委员会的评估。总体框架是在国际收支平衡高级委员会1991年年报中确立的,该委员会主席是前印度储备银行总裁,现任总理经济咨询委员会主席C. Rangarajan博士。该委员会做出如下建议:开放经常项目交易,以实现经常项目的可兑换;改变资本流动的内容,从债务引起的流动向非债务导致的流动转变;对外国商业信贷,特别是短期债务进行严格的管制;不鼓励来自非印度公民的不稳定的资本流动;对资本流动逐步实施开放;对于外部援助带来的资本流动,政府实施非居间化措施。委员会还建议,在强调需要保持经常项目赤字的同时,必须引入一种市场决定的汇率机制。

自1997年以来,资本账户自由化过程一直受到“塔拉坡(Tarapore)资本账户可兑换委员会”报告的引导。该委员会以财政、金

融和通货膨胀指数等指标,从宏观经济、制度和市场环境等方面对资本账户自由化进程进行了考量。它还以3年为一个阶段,为具体措施设定路线图。委员会提供的分析框架可以在某种程度上预测,当金融领域仍然比较脆弱时,资本账户自由化可能带来的危害。这一基本框架以及对社会政治和全球发展的敏感度(其中包括从新兴市场经济国家发生的几场危机中获得的教训),主导了资本账户自由化的进程。

虽然IMF被指责鼓励新兴市场经济国家过于快速地开放其资本账户(见专栏),然而,在印度的例子中,IMF则是支持印度政府从一开始就采用渐进发展战略。20世纪90年代初,IMF对交易性经常账户的限制还有所忍受,然而1994年2月,该组织指出,在初期阶段就采用了条约第8款——即同意不对经常性国际交易的支付和转移进行限制,是印度向更为开放的经济转型的一个重大信号。印度当时已经决定朝着这一方向前进,并且在1994后期,其经常项目交易已经可以兑换。

随后,IMF赞同各国在对外国直接投资逐步开放

表1
更为开放

印度经济关键性指标表明了日益提升的自由化带来的影响。(占GDP的百分比)

	1990-1991	1995-1996	2000-2001	2003-2004	2004-2005	2005-2006
贸易	14.6	21.5	22.4	24.3	29.3	32.9
出口	5.8	9.1	9.9	11.0	12.2	13.2
进口	8.8	12.4	12.5	13.3	17.1	19.7
贸易加服务	17.2	25.7	29.1	31.6	39.5	45.3
资本流量(流入和流出)	12.1	12.5	21.6	22.4	24.3	32.7
外国直接投资流入量	0.03	0.6	0.9	0.7	0.9	1.0
孟买债券交易所						
3月末市值	16.0	44.3	27.4	43.5	54.7	85.6

资料来源:印度储备银行。

表2
更为强势的地位

随着改革计划的引入,印度经济开始得到提升,通货膨胀得以控制,外汇储备也逐步增加。

	1990-1991	1995-1996	2000-2001	2003-2004	2004-2005	2005-2006
	(百分比)					
实际GDP增长率	5.6	7.3	4.4	8.5	7.5	9.0
报端通货膨胀(3月末)	12.1	4.4	4.9	4.6	5.1	4.1
经常账户赤字占GDP的比重	-3.1	-1.7	-0.6	2.3	-0.4	-1.2
外债占GDP的比重	28.7	27.0	22.4	17.8	17.3	15.8
短期债务和证券投资存量与储备的比率	146.6	70.0	58.2	35.2	36.9	43.4
	(GDP的百分比)					
储蓄率	23.1	25.1	23.4	29.7	31.1	32.4
投资率	26.3	26.9	24.0	28.0	31.5	33.8
中央和地方财政总赤字	9.42	6.54	9.48	8.50	7.52	7.45
	(百万美元)					
外汇储备	5.8	21.7	42.3	113.0	141.5	151.6
	(月份)					
进口储备	2.5	6.0	8.8	16.9	14.3	11.6

资料来源:印度储备银行。

的过程中，可以对短期资本流动的潜在波动持适当谨慎的态度，并且从整体上对资本流动采取审慎的措施。对于汇率管理，IMF 继续强调各国应该拥有更大的灵活性并且采取浮动汇率政策，从而可以控制货币风险，推动衍生市场的深入发展。最近，IMF 承认，印度的汇率已经变得更为灵活。笔者认为，人们对汇率的波动性亦或灵活性的感受，是应该放在一定背景下才能成立的。在某些国家被认为是灵活性表现的事情，在其他国家则可能被认为根本就是一种波动。因此，从这种意义上来说，经济发展水平、金融市场的准备程度以及风险承受能力都是至关重要的。

随着对资本账户限制的放松，特别是对基金进入国内限制的放松，1993—1994 年度开始出现持续的资本流入，并且在 2003—2004 年度（3 月至 4 月）以后有了大幅的提升，从该年度的 167 亿美元跃升到 2005—2006 年度的 234 亿美元。这些资本流入大部分属于非债务创造型的（non-debt-creating），因此，非债务流动在整个流动中占有的比例有了大幅的提升。

除了增加汇率的灵活性以外，还有一系列措施被应用在对过度资本流动管理之中。对于什么情况才算

是过度流动，这应该动态地加以评估，必须将持久性流动与临时性流动的本质加以区别，以及能够将被本国经济所吸收的资本流动规模等因素考虑在内。这些措施包括逐步开放与经常账户和资本账户有关的政策框架，增加企业对外商业借贷预付手续的灵活性，扩大外汇账户的种类，允许银行自由地在海外对高质量的资产进行投资，放宽对出口商缴纳外汇收入的要求。为了对国内流动性进行管理，在不造成重大财政影响的情况下，一项为抑制过量资本流入而制定的市场稳定计划正在执行之中。

印度道路的显著特点

从 20 世纪 90 年代一系列危机中获得的教训使得印度意识到，对于印度来说，在与世界其他地区的金融一体化过程中，国内政策特别是金融体系的力量是至关重要的。部分归因于一系列审慎的管制，使得印度银行业免于将自己的资产负债表置于风险之中，因为它们在开展不动产、货币和股票业务时都会有所限制。从政策角度来看，这一信息表明，必须加强规范与监督体系，以

对 IMF 作用的评价

IMF 在资本账户自由化方面所做的所有努力——既包括亚洲金融危机之前也包括危机复苏时期——已经被该组织独立评估办公室记录在 2005 年出版的一部报告之中。由此产生了一个非常重要的问题，即 IMF 是否正在推进资本账户自由化。这是一个非常复杂的议题。该评估报告得出结论，在双边层次上，20 世纪 90 年代期间，IMF 显然对资本账户自由化持鼓励态度，但是在大多数情况下，自由化进程是由各国政府之间的经济和政治议程所推动的。在笔者看来，上述结论并没有显而易见的说服力。

首先，20 世纪 90 年代的多边管制，通常强调那些获得更多国际资本的发展中国家所得到的收益，而对资本流动的波动可能导致的潜在风险则相对关注较少。其次，1997 年底，IMF 几乎达成一项协议，即对其条款进行修改，增添一章，授予 IMF 对资本账户进行监管的权限，从而使其与 IMF 在成立之日起已经获得的对经常项目的监管权限相适应。在没有达成明确的有关资本账户的决议的情况下，IMF 应该选择一些道义说服性质的措施来鼓励各国，特别是正在执行 IMF 计划的那些国家开放其资本账户。这可以从许多拥有这些特征的国家的意向书中得到显而易见的证明。在笔者看来，IMF 理想化地倾向于将有序的资本自由流动作为国际社会的理想目标，并且在 1997—1998 年期间，通过倡议的修正行动来向该目标推进。时任第一

副总裁的 Stanley Fischer 在 1998 年 3 月的一次研讨会上讲到：“有一种途径可以让 IMF 参与到资本账户自由化进程之中……也就是我们将对自由化进程的推动与 IMF 的计划联系起来”。

IMF 与 Jagdish Bhagwati 教授的观点存在很大差异，他认为，应该公平地对待自由贸易和自由资本流动，因为它们同样可以带来经济收益，因此 IMF 应当对两者予以悉心的推进。IMF 似乎从后亚洲危机中吸取了沉痛的教训。

对于资本账户的可兑换，印度是持欢迎态度的，然而它不是特别喜欢对 IMF 条款的修正，印度认为：“各国在体制改革和经济稳定等方面取得的进展不尽相同，由于受制于条款死板的规定，危机发生时各国可能因为失去自主性而不能采取正确行动，因此这种做法是不明智的”。印度还主张，在成员国陷入收支危机时，IMF 应该具有将其解救出来的能力。

亚洲危机之后，要求修正条款的声音变得微弱起来，而且显然已被束之高阁。IMF 似乎逐渐改变了自己的立场，并且从很大程度上实施了一种折中一体的迈向资本账户自由化的途径，该途径强调适当的次序和阶段，并且需要经历几项次要的改革。

此外，在分析 IMF 资本账户自由化途径时，必须将 IMF 对资本流动管理、资本控制的应用和汇率管理的立场综合加以考量。当前，IMF 似乎在总体上具有一定的灵活性，能够认识到特定国家的情况不尽相同。



便金融机构可以审慎地对风险进行管理。20世纪90年代的危机同样也让政策制定者认识到，他们必须对危机扩散的潜在来源保持更多的警觉，机警地捕捉潜在衰退的信号，以便随时准备采取适当的政策行动。

如果要对过去15年的经验做一个描述，印度资本账户自由化进程可以概括为以下几个方面：

首先，资本账户自由化被当作一个过程而不是当成一个事件。

其次，人们已经认识到，经常项目和资本项目之间可能存在着某些联系，因此采取了一些措施来避免资本以经常项目交易的假相进行流动。

第三，资本账户自由化必须与其他改革相协调。资本账户自由化的程度和时机必须与其他改革措施相适应，这些措施包括银行体系的强化、财政的巩固、市场开放和一体化、贸易自由化以及国内外经济环境的改善等。

第四，对资本流动的来源和种类分成相关等级。将开放与流出有关的流入置于优先考虑的地位，而且与流出有关的流入已经完全开放。在资本流入的类型中，FDI由于其稳定性而受到欢迎，过度的短期外债则被规避。对公司、个人和银行的资本流动采取了差别待遇。

对于资本流出来讲，自由化的顺序依次为公司位于第一位，随后是金融中介机构，最后是一个人。取消了对在国外进行投资与兼并以加强其全球地位的公司的限制。但是银行和金融中介机构是波动的重要来源。众所周知，银行和金融中介机构之所以脆弱，是因为它们的资产相对来说缺乏流动性，而它们的债务却可能需要即时偿付，它们容易受到危机扩散和信用危机的影响。因此，这些领域的自由化已经与金融领域的改革紧密地联系在一起。对于个人来说，国民与非国民受到了不同的待遇，而非居民印度人则获得了一种仔细界定的、居于国民与非国民之间的中间地位。

第五，自由化的步骤和次序与国内发展，特别是金融和财政领域的发展，以及国际金融结构的变化密切相关。随着自由化进程的发展，行政措施开始减少，以价格为基础的措施则开始增加，但是政府显然拥有改变上述混合措施重新进行管制的自由。在这一过程中，已经形成了所有金融市场发展状况的整体共识。

第六，对个人、公司和共同基金的资本流出实施开放的重大政策，是建立在适当的外汇储备水平和波动幅度更大的浮动汇率制度的基础之上的。这主要体现在印度企业为了寻求全球协调以及与业务相关的知识而增加其全球业务等方面。

政治经济同样有着非常重大的影响力，对改革的成功至关重要。自1990年以来，印度已经历了6次议会选举，并且有过7位总理，许多全国和地方政党成为



印度加尔各答的股票经纪人正在注视着股票价格的变化。

联合政府的组成部分。印度还面临着边境冲突和交易。

无论在中央还是在地方，都存在着联合内阁和周期性选举，然而从总体上来看，印度的政治体系还是具有相当的系统稳定性。尤为引人注目的是，尽管存在着政治意识形态的多元化和经常性的选举，印度步入正轨的经济改革所取得的成就依然令人印象深刻。

印度打算继续坚持其渐进式的发展道路，因为只有这样才能与其他改革措施一致。为了朝着更为自由的资本账户可兑换迈进，另外一个委员会最近在《未来五年透明框架》中制定了一个路线图。然而，这个以进一步开放为目标的计划将主要依赖于一些国内因素，同时也将依赖于国际方面的进展。将要解决的问题主要包括在不动产领域改革中取得的进展，进一步巩固财政，加强国内金融体系，以及在与经济健康稳定发展相关的一些次要宏观经济要素方面取得进步。

Yaga Venugopal Reddy 自2003年以来一直担任印度储备银行行长。

参考文献：

International Monetary Fund, 2005, "The IMF's Approach to Capital Account Liberalization," *Evaluation Report* (Washington: IMF Independent Evaluation Office).

Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal," *IMF Working Paper No. 06/189* (Washington: International Monetary Fund).

Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose, 2003, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, *IMF Occasional Paper No. 220* (Washington: International Monetary Fund).

了解 金融

Leslie Lipschitz

伴随着一国经济与全球金融市场之间的联系日益紧密，更好的金融分析对宏观管理十分重要。

尽管国家金融体系之间的联系越来越紧密，金融市场也日益国际化，但是大多数国家的经济政策还是仅仅停留在国家层面上。因此，面对全球资本市场的形成，一国更加难以评定、判断并制定其宏观经济政策。那种认为市场会迅猛地惩罚对谨慎政策的背离的陈词滥调并不可信，而且已经过时了。事实上，从国内的角度来看，市场经常是反复无常的：有时候它们看起来反应比较迟钝，可以在相当长的时间内容忍一些鲁莽的行为，但有些时候又好像反应过于迅速了；它们的反映常常被一系列国内、国际的因素所控制。

国家经济分析中的金融方面——和国际货币基金组织（IMF）对成员国的核查（监督）应该在3个截然不同但又彼此联系的领域更加精细些。

- 加强对金融市场和宏观经济环境相互作用的监管。对最新的金融市场数据的详细分析——即通过解析数据，发出有关市场期望、变动、风险、

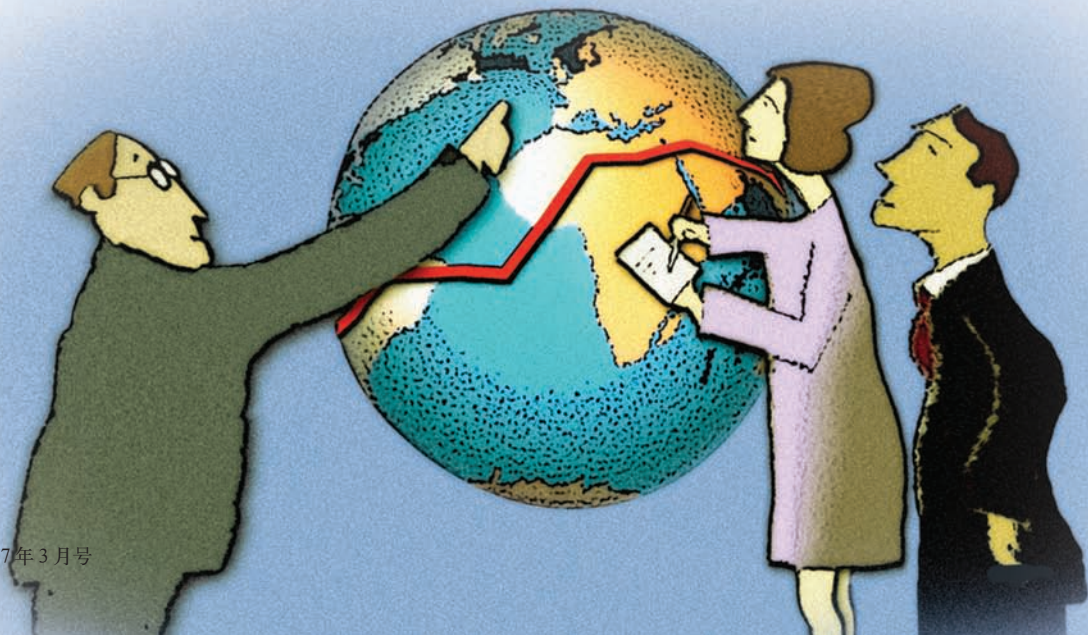
违约的可能性、潜在套利交易等问题的信号——可以作为诊断宏观经济并制定相应政策的重要的参考工具。

- 对金融部门自身的分析——即分析金融体系是否强健有力，能否承受外来打击，以及是如何被规范和监管的。

- 对经济中潜在的薄弱环节以及可能和薄弱环节相互作用而引发经济危机的潜在事件进行评估。

我们想要在这些领域中引入的分析论横跨的范围非常广泛，并且没有像“菜谱”一样可以让我们参考的东西。但是仅从概念上来说，它们一般具有一些有用的特征：比如我们所说的国际收支平衡表研究法和金融资本账户危机的防御方法。这些术语指出开放经济可以被看作一系列具有全球联系的资产负债表，其面对敞口风险和对方风险时是很脆弱的。

因此，政策制定者们和一国当局应该把经济看作一个地区性乃至全球





性的整体，对问题会传递到其他部门的可能性提起注意。这也正是前国际货币基金组织总裁米歇尔·康德苏（1987—2000年）所提到的。凭借其非凡的见解，康德苏把20世纪90年代中期墨西哥爆发的危机称为“21世纪的第一次大危机”。此次危机过后，在随后的10年间，亚洲、拉美和中东欧也先后爆发了危机，这促使我们重新思考金融和宏观经济之间的关系。本文并通过三个相当实际的案例探讨了金融对于宏观经济分析的中心地位：首先涉及的是资产负债表的脆弱性，其次研究国内货币政策与全球金融市场的相互作用，第三探讨国家在高度融合的资本市场中的稳定化计划。

脆弱性和导火索

现在许多对资产负债表敞口风险的研究明确了两个概念上的区分，即潜在的脆弱性，或叫做敞口风险以及导火索事件——即与潜在脆弱性结合可能引发经济危机的事件。

以一个假定的国家“世外桃源”为例，假设其只可以从国外借入外国货币（见表）。政府头寸显示了流动的外国资产（40）占到短期总负债（50）的80%，这虽然不够理想，但也并不可怕（当然，这可以用来了解经常项目流量和中长期头寸的期限结构）。银行体系有着看起来平衡的外汇头寸。并且非银行机构存在着相当大的外汇敞口头寸。

那么我们怎样来描绘“世外桃源”的潜在脆弱性呢？从数字上，我们可以清楚地看到，银行部门可以通过将它们的货币敞口头寸与具有相当大的外汇敞口的非银行机构部门套期来规避风险。然而，这大部分取决于有着外汇债务的非银行金融机构的性质。如果它们是具有外汇收入的出口商，那么自然是有保值措施的。或者它们可能有可靠的外部保值渠道（假设有国外的业务对于准备拥有本币敞口风险），并且它们的投资收益可以保证外债在扣除保值成本后仍然是盈利的。数据与这些良好的假设情景是一致的。如果我们想象一个突然的蔓延性的价格风险发生，并直接导致了大幅的汇率波动，那么最坏的后果是银行系统的流动性发生问题，而该国可以通过动用储备或按照国际货币基金组织条款来解决。

但是数据也同样与一个更有问题的情况相符：商业银行从国外借来短期借款，在外汇市场上向国内公司贷出长期贷款，比如说房地产开发商，而没有任何普通的或衍生的保值措施。在这种情况下，汇率的任何波动都可以有效地通过消除银行系统的货币保值头寸，削弱非银行机构以及银行系统本身。事实

“世外桃源”掩盖着的脆弱性

资产负债表的某一部分可能看起来比较安全，但可能隐藏着风险。

（10亿美元）

	外汇——标价		
	资产	负债	净资产
一般政府（对外国人）	40	10	30
短期	40	2	38
中长期	0	8	-8
商业银行	37	37	0
短期（对外国人）	3	28	-25
中长期	34	9	25
国内外汇头寸	30	0	30
非银行	1	75	-74
短期（对外国人）	1	20	-19
中长期	0	55	-55
国内外汇头寸	0	30	-30
总计	78	122	-44
短期（对外国人）	44	50	-6
中长期（对外国人）	4	42	-38
中长期（对内）	30	30	0

上，汇率冲击把银行的外汇风险转换成了信用风险。

在类似这种情况下，掌握具有外汇敞口风险的机构的特征的知识，对于评估脆弱性十分重要。获得那些必要的非银行机构的数据也许不太容易，在一定程度上，获得这些数据的重要性取决于国内机构的结构。当然，如果一国的汇率只有很小的灵活性（该国从而被认为基本上规避了外汇风险），就会出现道德风险的问题，其状况与未对借入的外汇套期保值类似。这样也许就会存在一个需要被认识和讨论的潜在的脆弱性。但是一国如果曾经发生过汇率的大幅变动，其企业被迫承担这些波动的冲击，银行有适当的制度改革，并具有有效的破产机制的话，那么类似的货币敞口风险的发生率就会比较低。

正如上面提到的，潜在脆弱性和导火索事件是评估危机爆发的可能性的两个相互独立的方面。在这个例子中，导火索事件指的是突然重新定价的风险。这个风险可能不太容易发生，这也许是因为一国拥有以充足的经常项目头寸作支持的良好政策以及稳定的周边环境。虽然潜在脆弱性一直以来都被认为很值得警惕，但是它是否值得用来关注潜在危机的发生，还存在着争议，而且这也取决于导火索事件发生的可能性和危机可能的严重程度。当然，对脆弱性和导火索事件的分析经常由于无法估量的因素（例如冲击持续的时间）和不充分的数据（例如有关公司资产负债的数据）而变得复杂化。再者，从政策方面来说，对假定的具有强破坏力的事件的分析——“想不可想之想”——则需要很强的判断力。

这并不意味着所有脆弱性都应该回避：如果一国需要用外部融资来实现其增长的潜力，并且能借到很少的本币，该国几乎肯定就会有一些外汇敞口风险。从事正常的期限转换业务的银行也几乎肯定拥有一些利率敞口风险。这些脆弱性都是商务工作中正常的方面，不可能不花费大量增加的中介成本就加以消除。充其量这种成本也会由那些承担风险能力最强的机构来承担。

艰难的货币政策选择

在我们第二个案例中，开放的资本项目和综合的金融市场使得国家面临更为复杂的货币政策环境，尤其是那些正在经历剧烈的根本性（结构）转变的国家（比如说新兴市场经济体）。

传统的看法青睐于实行浮动汇率的通货膨胀目标机制，其优势在于：货币当局得以从以前要确保增长和就业率的责任中解脱出来，而且不存在隐性的汇率担保，这种担保会鼓励不明智的外汇敞口风险。结果“浮动性恐慌”陷阱（当许多外汇敞口风险是建立在一个固定或准固定的汇率基础上，货币当局反对货币贬值时）就不太可能会发生。另一个选择是实施完全可靠的盯住战略——比如说，以一定的价格盯住欧元，而这个价格要和最后进入欧元区的价格一样可信。但是，一些国家愿意继续选择在一些联合因素指导下的干预政策——这些因素包括竞争性的重商主义贸易目标需求和控制货币供给的要求。

这些策略的难点都在于忽略了一个巨大的潜在问题：即国际投资组合的调整可以引起资本项目的极大转移，从而破坏国内目标。这可由以下两点来说明：

- 为实现国内稳定而进行的利率调整，不可能由于风险报酬或者汇率预期的变化而立即相伴发生；这样，它们可能导致巨大的、当前的或初始的投资组合调整，从而使国内稳定性政策陷入泥潭。

- 风险报酬和汇率预期的变动在一国货币当局看来常常是反复无常、不可预测的。

在很多国家，这几点都隐含着政策信息——比如说，“托索沃斯基两难选择”《金融与发展》2002年9月号）分析了转型比较快的中东欧国家的货币政策问题。但是2003—2006年的冰岛案例给我们提供了一个尖锐的例证，说明国内的周期性发展、货币政策和全球金融市场是如何相互作用以发挥其扰动效果的（见专栏）。

在流动性的全球资本市场和获取高收益的贪婪心态的驱使下，国内利率的一个敏感性的增长，就会

引起大量的资本流入和银行信用的急剧扩张，最终导致资本项目的逆转。即便这些关系在理论上得到了很好的理解，但是当实际的资本流动加大了汇率或利率波动的可能性时，政策仍旧很难实施。幸运的是，在冰岛，由于大部分资产负债表表现良好和采取了一些套期保值措施，其金融体系相对来说可以抵抗冲击。

但是在下面这个例子中，货币政策的问题比较棘手。假设一国货币当局希望冷却过热的经济——即将利率提高到与政府抑制通货膨胀的目标相一致的水平。根据以往的经验，利率应该提高1个百分点。

冰岛经受住了市场的考验

冰岛拥有丰富而廉价的能源，因而从2003年开始，大量投资项目把目光锁定了冰岛。外资的进入拉紧了冰岛的劳动力市场，提高了总需求，并扩大了经常项目赤字——虽然它们最初的目的是促进冰岛经济的增长以及货币的小幅升值。为了抑制需求的强劲增长，冰岛实施了紧缩性货币政策，这引起了利率的上升，并引发了冰岛货币克朗按贸易加权的大幅升值。

冰岛银行利用利差借入欧元，贷出克朗，对敞口风险做套期保值。货币升值、高利率和良好的信贷质量使冰岛的主权风险被评为AAA级，因此吸引到了大量外国投资者——他们通过借入低息货币来为克朗债务的长期头寸融资——这种做法被称为“转口贸易”（这一做法的效果被金融创新发扬光大了——把它们的克朗债务调期为冰岛银行的欧元债务的外国机构离岸发行以克朗标值的欧元债券[“冰河债券”]。包括在利率调整中的投资收益差额2003年约为9.25%、2004年为7.5%，2005年为18%。

鉴于商业银行的资金十分充裕，需要寻找新的放款渠道。2004年中期，政策开始鼓励银行参与优先抵押权的业务，并直接与政府运营的住房融资基金竞争。由于银行可以提供比住房基金更为优惠的放款条件，2004年商业银行的住房贷款增长了98%，并极大地刺激了房价的上涨，并通过再融资收回了住房股权。这些又反过来拉升了国内消费，进一步加剧了经常项目赤字。

冰岛的金融变革是巨大的，其外债的波动幅度也很大。私人部门借贷在2003—2006年之间翻了3番，住房贷款和公司债务也有了大幅增长。房地产价格和股票价格一路飞涨，从2003年中期到2005年底，证券市场市值几乎长了4倍。所有这一切最终造成了2006年春夏极度的市场恐慌，并给货币和股价带来了巨大的压力。



但是对于实行可变汇率的国家来说，利率变动引起的紧缩效应极大地取决于其引发的汇率的变动——利率升高1个百分点而汇率保持不变和利率升高1个百分点而汇率升值10%的结果是大不一样的。除此之外，在一定程度上，投资组合结果取决于纽约、伦敦和法兰克福市场的决策，并以其他货币的敞口风险和传播范围为基础，国内货币当局无法预测结果。一国在这种复杂条件下的最优做法是——虽然这看起来不太像一个政策决策——放缓脚步，持续的观察市场，并且充分认识潜在的脆弱性。

追随稳定化

最后，我们来关注一下处于全球一体化的金融市场中的国家所实施的稳定化规划。规划中详尽描述了为达到宏观经济稳定性目标，国家正在执行或将要执行的政策。国际货币基金组织和许多政府当局经常把基于央行或联合银行系统资产负债表的金融规划拿来，加以变动后给予应用。中央银行的资产负债表如下所示：

资产	负债
净国外资产(NFA)	基础货币(BM)
净国内资产(NDA)	
私人信贷(PC)	
政府信贷净额(NGC)	
其他项目净额(OIN)	

央行资产负债表上的会计恒等式是一个很有用的结构设计和连贯的监测手段。国内净资产包括私人信贷、政府信贷和其他项目净额；基础货币是国内净资产和国外净资产的总和。金融规划框架通常会给国外净资产设定下限而给国内净资产设定上限。

在过去实行固定汇率制和封闭式的资本项目时，这个结构设计非常简单。我们知道，国外净资产存量与谨慎性政策和合理的往来账户流动是一致的。因此，在从经济运行中估计出货币需求量的情况下，我们可以在追求经济稳定增长和控制通货膨胀目标的同时，实现适当的信用扩张，并在私人与政府部门之间合理分配。当然，我们可能应用了错误的货币需求方程式——即高估或低估了与我们收入和通胀目标保持一致的货币扩张的速度——但是我们可以在修订规划的时候予以纠正。比如说，如果收入和通货膨胀基本正常，而信用扩张过快，国外净资产头寸也比预想的要多时，显然是货币需求过于强烈的结果，那么我们就要对国内净资产上限做出调整。

在设定通货膨胀目标的浮动汇率制下，资产负债表恒等式的解释就比较复杂些——即便该国是处在有限融合的资本市场中。比如说，如果一国当局采用汇率干预政策来控制最初的货币贬值（可能为暂时的），国外净资产下限就会限制干预的幅度，国内净资产上限也会发挥作用冲销货币政策的效果。干预政策可能会抵挡暂时的货币贬值压力并抵销外国货币的干预。但是如果贬值的压力是长期的话，干预一抵销政策就有理由被质疑——金融规划恒等式的简单约束恰恰可以提出并解答这个问题。

但是我们可以想一想完全融入全球资本市场的金融规划框架到底有多复杂。国外净资产和汇率将会受制于资本市场的状况，变得不可预测。如果国外净资产额与短期外汇负债额基本保持一致的话，那么货币的风险报酬的暴涨就会引发货币贬值或利率升高。这可能会对开展外汇到期转换业务的金融系统的流动头寸造成影响，如果金融系统曾经放款给没做套期保值的国内借款人，那么它的偿付能力也会受到影响，此外，还会影响到政府、非银行金融机构和居民部门债务头寸的基础。所有或其中某几项的影响可能会要求央行扩大外汇或其他额外的信用，从而破坏货币政策的完整性。

当这些效果在央行的资产负债表中体现出来的时候，损害就已经产生并且不可逆转了。这样，我们从一个封闭式资本项目的简单市场进入了一个充满脆弱性和导火索事件的复杂市场——即我们给出的第一个案例所处市场。在这个市场中，数据的要求更加严格，而且只有抽象的、有前瞻性的分析模型才有用武之地；对于这个市场，我们需要明确其弱点，并且通过对不确定性条件下导火索事件发生的可能性假定的分析，来评估危机爆发的可能性。

结束语……

本文列出的三个案例非常复杂，解答起来也并不简单。但是它们的确为处在高度不确定的综合金融系统和资本市场条件下的宏观经济分析提供了帮助。在这个市场中，宏观经济学家需要首先考虑未来可能发生的事件。因此，他们必须认识到脆弱性的存在性以及可能引发危机的各种事件；认识到宏观经济政策实行的国际环境；同时还要了解风险估计、利率、汇率和增长率的变化将会如何影响到政府、银行和其他私人部门的金融状况。

Leslie Lipschitz，国际货币基金组织学院主任。



投资者 变脸

国际资本流动的急剧增长对于金融稳定意味着什么？

芝加哥商品交易所的一位职员正在大声喊出交易指令。

Ceyla Pazarbaşıoğlu、Mangal Goswami 和 Jack Ree

在过去十年中，跨境资本集聚大幅攀升。经过1980—1995年间相对较小的波动之后，全球跨境资本流动在过去十年增长了3倍，达到6.4万亿美元，约为2005年世界GDP的14.5%（见图1）。大多数资本流动可以归因于以下几种趋势：跨境投资变得越来越多样化；随着投资自由化和技术方面的进步，全球资本市场正在朝着更为一体化的方向发展；当前的经济环境为世界各国的经济增长提供了许多机遇。上述因素的综合作用，加上管理的资产快速增长，超出了

国内可以利用的规模，从而导致了跨境资本流动的高企。低风险的资产收益回报使得投资者在寻求更大收益时大胆地降低了信贷底线。上述变化还伴随着日益增加的投机和风险。

分析国际投资者在投资动机和投资配置行为方面所发生的变化，对于了解国际金融市场优点和弱点的构成是至关重要的。关键投资者做出的有关在何处配置其资产的决定，不仅对金融资产的价格产生影响，而且对于不同国家的经济表现和社会福利也有着广泛的潜在作



用。跨境资本流动的规模和快速创新，引起人们对金融稳定的关注，因为许多国家仍然记得，以往金融投资的繁荣往往伴随着危机的发生。虽然正如人们公认的那样，要想解开由全球投资者构成的复杂的联系和网络是非常困难的，本文仍然试图勾勒出全球投资者在心态方面发生的重大潜在变化，并且对其在金融稳定方面的影响进行评估。

资金来自何方？

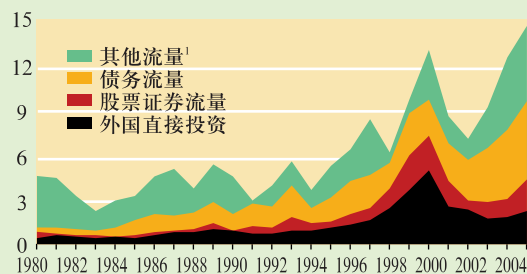
成熟市场国家仍然是全球资本总流量的主要贡献者，其中主要受泛欧跨境流动的驱动，紧随其后的是美国和日本。欧盟（EU）一体化推动了欧洲大陆金融区域化的发展，使得欧洲在全球跨境流动的份额从1996年的50%上升到了2005年的70%左右。事实上，相对于其他国家间的投资来说，欧盟成员国之间的相互投资并不成一对应的比例关系，因此许多经验证明显示，欧元区在证券投资方面存在偏差（Lane, 2006）。虽然其经济规模仍然较大，然而日本在过去十年中逐渐衰退，使得亚洲发达国家作为资本总流量主要供给者的地位下降。然而，自2000年以来，亚洲新兴经济体，即新的工业化经济体（中国香港、韩国、新加坡和中国台湾）以及石油生产国对跨境总流量的贡献得到了极大的提高。

一项对净资本流动趋势的分析显示，全球资产负债表的内容发生了很大变化，并且全球收支不平衡的状况非常严重。更为引人注目的是，在过去5年中，作为一个整体，新兴市场国家已经成为资本的净输出国，并且成为成熟市场的重要投资群体（见图2），它们的资本流出量与美国来自外部的融资数量大致相当。然而，资本从新兴市场国家向成熟市场国家的流动主要是通过亚洲各国中央银行储备以及国家福利基金等方式进行的，这些基金主要属于石油输出国（例如，那些受阿布扎比投资管理局、科威特投资管理局等机构管理的基金）。但是，随着机构投资者、银行和企业不断将其增长的金融资产进行跨境投资，以实施多元化发展战略并加强收益风险调控，私人资本也正在从新兴市场国家向成熟市场国家流动。

在过去十年中，机构资金的巨浪对全球资本流动起到了支撑作用。最为重要的增长发生在证券投资流量方面，其中主要是债务和跨境银行业务。这些流入流量，伴随着资产评估价格的攀升和派生市场的金融创新，导致了未曾预期的增长和金融市场的深化。当前，全球股票和债券市场的规模已经是全球GDP的两倍，2005年全球股票资本总额达38万亿美元，而债务市场的资本总额则达45亿美元（见图3）。

图1
新的高峰

自1995年以来，国际资本总流量大幅攀升。
(全球资本流入总额，占世界GDP的百分比)

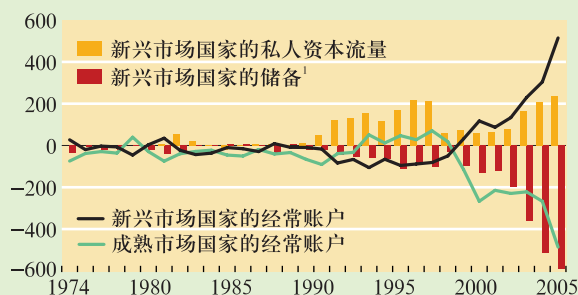


资料来源：IMF，国际金融统计数据库。
¹其他流量包括衍生交易。

图2
镜像

私人资本正在从成熟市场国家流向新兴市场国家，而官方资本的流动方向则与之相反。

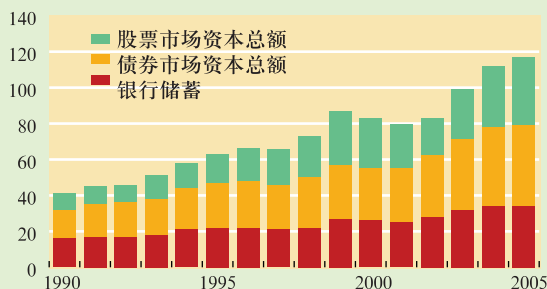
(10亿美元)



资料来源：IMF，国际金融统计数据库。
¹负值意味着资本流出。

图3
正在扩大的市场

全球股票和债券市场在过去15年中经历了空前的增长。
(万亿美元)



资料来源：IMF工作人员基于S&P/IFC的新兴市场国家数据库的估计；世界证券交易联合会；Datastream数据库；国际清算银行；国际金融公司。

自网络经济泡沫开始膨胀以来，除机构资金和银行融资以外，源自成熟市场国家的外国直接投资（FDI）也得到了部分恢复。流入新兴市场国家的FDI开始增长，但仍然保持着相当程度的集中，自2002年以来，中国占新兴市场流入资金的大约50%。在新兴市场国家中，亚太地区和新兴欧洲国家是FDI的主要接受国，而流向拉丁美洲的FDI——其中主要流向巴西，自2000年以来则开始下降。

投资者的心态发生了怎样的变化

在跨境资本流动快速增长的同时，投资者的心态由于以下3种重大趋势而受到激励：机构投资者管理的资产出现了显著增长，对冲基金快速增长，新兴市场中央银行与国家福利基金作为重要参与者的地位得到了提升。

传统成熟市场的机构投资者（社保基金、保险公司和共有基金）所管理的资产有了大幅增长。这些投资者的资产从1995年的21万亿美元增长到2005年的53万亿美元，其中美国占了一半以上，而欧洲则占了1/4多的份额（见图4）。美国社保基金在该类资产中占有相当大的比例，除爱尔兰、荷兰和英国以外，欧洲在该类资产所占的份额相对较小。然而不仅在美国而且在欧洲，共同基金和保险公司在机构资产中都占有主要份额。

另一个关键性趋势就是对冲基金的快速增长。对冲基金（不包括衍生基金）的数量从1990年的530个暴增到2005年的6700个。自2002年以来，除了特别富有的个人投资者之外，机构投资者的加入使得投资者范围得到了扩大，受这种背景的驱动，流入对冲基

金的资本大幅增加。虽然由对冲基金掌管的资产规模小于其他机构投资者管理的资产规模，但是其总量也从1990年的300亿美元增长到2005年的1.4万多亿美元。这些基金大部分受美国以及占欧洲多数份额的英国的掌控（见图5）。例如，2004年，英国社保基金大幅提升其在对冲基金中的份额（UBS，2005）。

在新兴市场，中央银行和国家福利基金已经在跨境资本配置中扮演着重要角色，其中美国金融市场已经成为其关注的焦点。在过去十年中，外国投资者持有美国政府债券的数量已经增加了3倍，其中外国官方机构对此做出了巨大贡献。中国保持了最大增长幅度的记录，在过去几年中将其持有的份额增加了50%，从而成为美国政府债券的第三大投资者。据估计，到2005年末为止，在所有被外国投资者持有的美国长期债券中，外国官方机构持有的份额已经超过了50%。

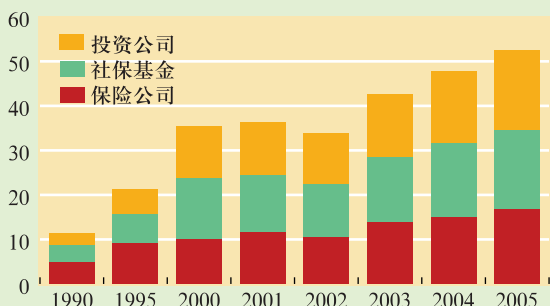
面向外国市场

在成熟市场国家机构投资者管理的资产出现增长的同时，往往伴随着跨境资产配置的增长和所谓“母国偏好”的下降。据观察，母国偏好是指在国际证券投资中，其投资重点倾向于投资者的母国（French和Poterba，1991；Aurélio，2006）。

作为成熟市场国家管理的总资产的一部分，跨境证券投资资产在过去大约5年中增长迅速，这些资产主要受到机构投资者的控制。2001—2005年期间，跨境证券投资资产累积增长超过100%，达19万亿美元左右。在此期间，来自美国的跨境证券投资资产从2.3亿美元增长到4.6亿美元，而来自日本的资产则从0.6万亿美元增长到2005年的2.1万亿美元。欧洲的母国

图4
钱袋子

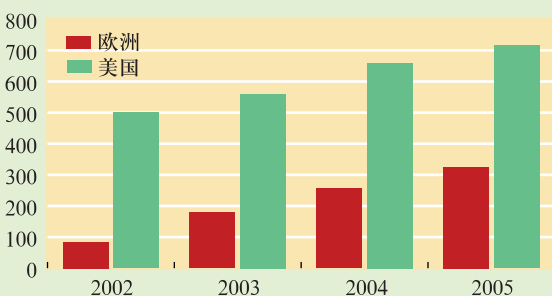
工业国家机构投资者掌控的资产已经大幅增长。
(成熟市场的机构投资者的资产，万亿美元)



资料来源：国际金融服务，伦敦；OECD；IMF员工的估计。

图5
正在增长的资产

套期保值基金受到了范围更为广泛的投资者的欢迎。
(管理的资产，10亿美元)



资料来源：Eurohege, Hennessee Group LIC。



偏好倾向大幅下降，2001—2005年期间，其跨境证券投资资产增加了6.1万亿美元。然而，这种下降大部分发生在欧洲发达国家之中，因为其投资者仍然喜欢在欧洲大陆和英国进行投资。自2000年以来，源自日本的跨境证券投资流量开始增加，其主要途径就是通过日本共同基金进行投资。机构投资者，例如来自成熟市场国家的社保基金和共同基金，正在新兴市场增加其投资份额。

**“在波动性和信贷价差较低的时期，
往往蕴育着新的风险，
例如相对流动性更大的
备选资产投资活动的增加，
将增加对金融稳定的担忧”。**

母国偏好的下降受结构性以及周期性因素所驱动。对于大多数机构投资者来说，多元化是一个非常令人兴奋的激励。社保基金在制度和账务方面的变化同样也对投资者资产配置决策的改变产生影响。特别突出的是，随着社保基金到期债务的增加，这些社保基金的投资者努力使其投资战略多元化，其目的不仅是为了能够及时偿付债务，同时也是为了获得最高的风险收益。

对全球稳定性的影响

跨境资本流动和投资者心态的改变对金融稳定具有巨大影响，其中既有正面影响，也有负面影响。代表不同机构和不同国家的一种更为全球化、多元化的投资者心态，遭受并发性、系统性和毁灭性冲击的可能性很小，因此能够更好地对风险进行管理，并且能够在经济处于危机阶段的时候更好地化解冲击。另一方面，在波动性和信贷价差较低的时期，往往蕴育着新的风险，例如相对流动性更大的备选资产投资活动的增加，将增加对金融稳定的担忧。这些担忧混杂着对市场参与者投机增加的关注以及如何采取果断措施来缓解这种局面。

成熟的市场机构投资者跨境资本流动的高涨使得投资者对新兴市场外债的立场有所松动，从而使得这类资产在过去5年中保持着较高的稳定性和较低的波动性——正如具有全球影响力的“JP摩根大通新兴市场指数”所显示的那样。诸如美国社保基金等机构投

资者在其证券投资配置标准中增加了新兴市场国家的外债，从而使得新兴市场资产利率产生了一种结构性的上扬。

信用基础的改善，各国汇率灵活性的增强，储备覆盖范围的扩大，新兴欧洲国家向欧盟标准靠拢而带来的结构性繁荣，以及新兴市场国家信息发布的透明，使得投资者对新兴市场国家资产成熟性的预期得到了加强（Byun和Oswald，2006）。上述变化使得向这类资产的战略流入得到更大的增长。事实上，作为新兴市场债券指数基准，由新兴市场基金掌控的资产，已经从2000年末的270亿美元上升到了2006年中期的2300亿美元。这些战略投资者之所以购买、持有这些资产，甚至通常在较低或零利率的情况下持有这些资产，其主要目的就是为了应对其长期债务支付周期的需要。

在过去十年中，虽然大多数新兴市场国家已经从金融冲击中得到了恢复，然而无论从净值还是从总量来看，成熟市场国家和部分新兴市场国家资本流动的波动性已经增加。事实上，对于大多数新兴市场国家来说，为增加外汇储备而提高跨境资本流动波动性的现象，在1996—2005年期间已经大为减少。

在较长一段时期内，债券、股票和外汇等类型的资产，其价格波动一直在下降。成熟市场许多类型的资产，无论是现实波动还是潜在波动都已变得相当温和。新兴市场资产，例如外债，同样遵循着这种趋势。虽然这种现象，按照美国联邦储备局主席本·伯南克的说法，可能归因于所谓的“伟大的适度性”，然而其可持续性仍然需要在恶劣环境进行考验。

Ceyla Pazarbaşıoğlu, 副主任; Mangal Goswami, 经济学家; Jack Ree, IMF 货币与资本市场部高级经济学家。

本文主要以IMF即将出版的《全球金融稳定性报告(2007年4月)》为基础，该报告中的一章对国际资本流动的增加，投资者基础的扩大以及金融稳定性所带来的影响进行了分析。

参考文献:

Aurélio, Marcela Meirelles, 2006, “Going Global: The Changing Pattern of U.S. Investment Abroad,” Federal Reserve Bank of Kansas Economic Review, Third Quarter, pp. 5–32.

Byun, Jennie, and William Oswald, 2006, “Emerging Markets External Debt as an Asset Class” (New York: JPMorgan).

French, Kenneth, and James Poterba, 1991, “Investor Diversification and International Equity Markets,” American Economic Review, Vol. 81 (May), pp. 222–26.

Lane, Philip, 2006, “Global Bond Portfolios and EMU,” International Journal of Central Banking, Vol. 2 (June), pp. 1–23.

UBS, 2005, Pension Fund Indicators (New York).

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。发展中国家确实在全世界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。

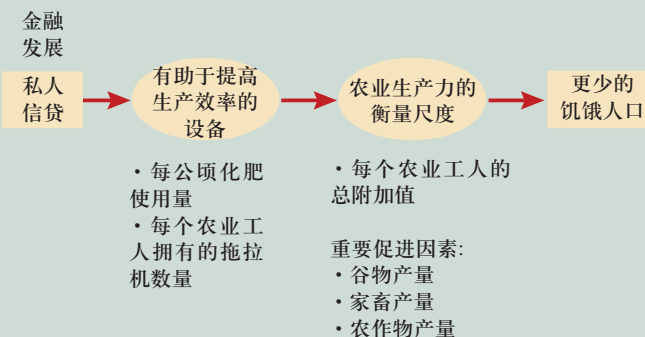
面对饥饿

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

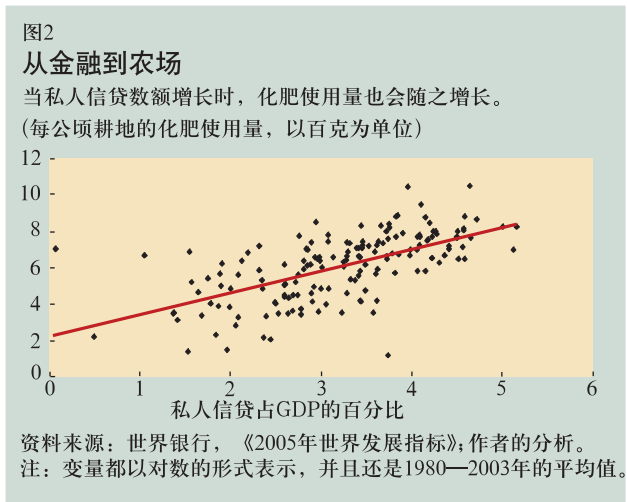
量的初始水平，这种联系依然明显（见图2）。我们同时发现，不仅金融部门自身的发展能降低营养不良率，更便利地获得金融服务也能减少营养不良现象。比如说，在2003—2004年，每1000平方公里范围内所拥有的银行分支机构越多，营养不良水平就越低。即使我们把贸易活动，政府规模，通货膨胀，农村人口比例等因素考虑进去，这种关联依然存在。我们同时也发现这种延伸与不同的生产力衡量方式有关系。

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).

回到 快车道



印度尼西亚首都夜晚熙熙攘攘。

作为中等收入国家俱乐部的成员，亚洲各国可能需要对其经济增长战略进行升级。

Indermit S. Gill
和 Homi Kharas

1997—1998年的金融危机，使东亚3个中等收入国家——印度尼西亚、韩国和泰国受到沉重打击。这次危机还对马来西亚和菲律宾产生了严重影响，使其经济增长难以维继。当时许多人认为，危机暴露出来的体制上的脆弱性——腐败、任人唯亲和裙带关系将使该地区的经济增长陷于停滞，就像20世纪80年代债务危机后拉美国家发生的情况一样。东亚新兴国家预计未来几年内将停止增长。然而，东亚新兴国家自1998年以来的经济增长记录令人瞩目：以现行美元价格计算，2005年的GDP为4万亿美元，与1998年相比差不多增长了两倍，年均增长率超过9%。尽管在20世纪90年代遭受了挫折，新兴国家在过去40年依然保持着持续增长（见表）。

大约十年后的今天，韩国已成为高收入国家，而其他4个遭受危机的国家也在迅速增长。中国已加入了中等收入国家俱乐部。越南可能在2010年加入中等收入国家行列，到时在东亚居民中，将有超过95%的人口生活在中等收入国家之中。

东亚国家将会继续保持这样高的经济增长吗？事实上，中等收入国家（指那些人均收入介于826—10665美元之间的国家）的增长速度要低于富裕国家或贫困国家。1980—2000年期间，高收入国家人均GDP增长50%，低收入国家人均GDP则增长150%，并且高收入国家与低

收入国家之间的收入比率下降了一半。相比较而言，在此期间，中等收入国家平均人均实际收入仅仅增长了不到20%，使其与高收入国家的差距扩大了大约20个百分点。贫困国家的低工资竞争者占据了传统产业，富裕国家的创新者则占据了那些技术正在迅速升级的新兴产业，中等收入国家则在这一夹缝中寻求生存。

基于以下原因的考量，东亚中等收入国家必须对其增长战略升级。因为推动一国人均收入从1000美元快速增长到10000美元（当前大多数东亚国家面临的挑战），与促使一国人均收入从100美元增长到1000美元（大多数东亚国家在过去已经成功地完成了这一转变）相比，这两种情况下所采取的战略存在着很大差异，并且前者将会面临更多的困难。

经济研究表明，两股相反的力量同时在起作用。一方面，随着国家变得越来越富裕，它们对商品需求的范围更为广泛，在这些商品中，许多可以在国内制造。这就产生了一股趋向于生产领域多元化的力量。另一方面，只有那些专注于自己最擅长的领域的国家才会变得更加富裕，即存在一种趋向于生产领域专业化的力量。哪种力量占居优势是一个经验问题。研究人员发现，向专业化的转变通常发生在中等收入阶段，并且对生产经济规模存在极大的依赖（见专栏）。

亚洲政府领导人首先应该做什么，

以使国家能够顺利渡过中等收入这一发展阶段？当今东亚中等收入国家应该做些什么，以避免自己遭受拉美中等收入国家那样的命运——这些国家在向富裕国家迈进的过程中遭受了失败？本文将对当今东亚中等收入国家面临的挑战做深入探讨。

对规模经济的认识

关于如何处理这些问题，亚洲各国的政策制定者可以从有关经济增长、产业结构、国际贸易和经济地理的最新研究中获得有益的启示。

20世纪80年代末以来，人们对经济增长问题重新产生了兴趣，因为大家发现各国收入水平与传统经济理论预期的并不一致。该理论预期，实物资本和人力资本的积累、生产效率的提升以及最新技术的应用，将有利于缩小发达国家与发展中国家之间的收入差距。其基本含义是，为了获得尽可能高的回报，金融资本和人力资本可能从资本丰富的地方向资本缺乏的地方流动，从而给这些地方带来最新最好的产品、工艺和技术。

但是上述情况并没有发生。除少数例外——主要是东亚的强劲表现——收入差距在进一步扩大。这并不意

如何变得更加富裕

虽然一国经济的发展通常要求不断地学习和调整然而最新研究显示，那些人均收入介于1000—10000美元之间的国家，必须对其发展战略做出以下几个重大转变。

- 从多元化向专业化的转变。一国在成长初期通常倾向于多元化发展，但是这种趋势在一国人均收入达到5000—8000美元时发生逆转，随后该国转向专业化发展。一国在什么阶段达到这一转折点，主要依赖于国家的大小和出口导向，然而这也意味着政策制订者除了需要对国家整体投资环境予以关注之外，还必须创建部门专业化战略。

- 从投资到创新。随着一国企业逐渐掌握了最新技术，鼓励现有企业投资的监管政策应让监管机构鼓励新企业的进入，而那些产品、技术落后的企业则退出市场。这种转变必须有一定的时间限制，否则将由于既得利益而难以实施。

- 从基础教育向更高级教育的转变。随着国家经济规模的扩大，依靠专门技能所获取的收入将迅速增加，政策制定者必须制定计划，提供数量充足的大学毕业生，以减轻人们在收入方面日益增加的不平等性。在这种规模经济下，知识外溢非常重要，并且有利于政府为更高级的教育提供补贴。

资料来源：Imbs 和 Wacziarg (2003)，Aghion 和 Howitt (2005)，以及 Romer (1994)。

一致的表现

尽管发生了1997—1998年的金融危机，东亚经济仍然增长迅速。(人均GDP, 1966—2004年, 百分比)

地区 / 国家	增长率	增长率为以下不同情况时的年数		
		负数	0—2个百分点	高于2个百分点
东亚和太平洋地区	5.8	2	3	34
中国	7.0	3	3	33
印度尼西亚	4.0	4	3	32
泰国	4.8	3	5	31
菲律宾	1.3	6	21	12
马来西亚	4.0	5	3	31
拉丁美洲和加勒比地区	1.5	10	15	14
中东和北非 ¹	1.2	8	13	9
南亚	2.6	1	12	26
撒哈拉以南非洲	0.2	14	20	5
OECD	2.5	0	18	21

资料来源：世界银行《世界发展指标》和全球发展金融中央数据库。

¹数据的时间跨度为1975—2004年。

味着市场没有起到一点作用：大多数国家变得更加富裕，贫困也在减少。然而不仅在国家之间，而且在国家内部，人力和金融资本显然是从稀缺的地方向丰富的地方流动。这也意味着在规模经济的世界中，生产要素倾向于向城市聚集。

按照现代经济增长理论，规模经济的主要推动力就是所谓的“创意”。与商品和生产要素不同，创意可以重复使用，而且可以被许多人同时使用——也就是说，他们是“非竞争的”。创意一旦形成，就可以作为新的创意的出发点。然而，提出有用的创意需要付出努力。即使是临时性的，人们还可以通过保密或知识产权保护等措施阻止他人使用创意来改进产品或生产工艺。正是由于这种“排他性”，知识赋予其创造者一些垄断权力，从而产生经济学家所谓的“经济租金”。

通过将知识引入经济增长模型，经济学家能够认识到创意在经济增长中的中心地位及其带来的递增收益，但是他们也必须认识到，在完全竞争条件下，创意并不是层出不穷。适度竞争能够激励企业进行创新，但是过度竞争可能减少企业从每个创意中获得的收益，从而降低其创新的积极性。直到20世纪80年代末，在有关国际贸易的解释中，通常认为不完全竞争是产业内贸易的主要原因。20世纪90年代初，研究经济增长理论的一些学者开始认识到，有必要将规模经济纳入经济总量模型。20世纪90年代中期，经济学家已经将这些理论用于解释经济活动的集聚现象。

对中等收入国家的研究

现代经济增长理论如何能够对中等收入国家有所帮助？为简便起见，我们将研究内容划分为两个方面：私

营企业在利用规模经济方面所扮演的角色，政府在确保收入分配公平方面所起的作用。两者都是维持经济增长必须的。

对规模经济效应的正式确认，拉近了政策制定者与经济理论之间的距离，对中等收入国家来说，大体有以下3点启示：

- 所有类型的经济体之间都可以发生贸易。拥有不同资源禀赋的经济体之间可以发生更多的产业间贸易，而拥有相同资源禀赋的经济体之间可以通过产业内贸易受益。全球和地区一体化都非常重要。

- 市场可能在创意的产生、应用或者对新创意的吸收等方面投资不足，这就意味着从理论上讲，政府必须对高等教育事业进行补贴，以使本国在一些领域获得竞争优势。

- 大城市能够为那些可以带来收益递增的经济活动提供理想的场所。因此，随着经济发展，如何保持城市适宜居住，营造良好的商业氛围，有关这方面的政策就变得越来越重要了。

有关经济增长对收入分配影响的认识，对中等收入国家同样有以下3个方面的启示：

- 由于城市在经济增长中处于中心地位，因此中等收入国家应当将城市化作为推动发展、加强城乡生产要素和产品市场联系的主要内容。

- 在充分利用规模经济的国家中，对于熟练劳动力的需求开始增加，技工工资也随之增长。因此不仅在城市内部，而且在城市与乡村之间，收入不平等也在恶化。虽然最终结果可能不是完全的平均主义，但是政策制定者至少应该尝试提供公平教育和社会服务的机会。

- 现代经济增长理论指出，可能存在经济租金，而且如何对其进行分配对于一国的经济增长至关重要。如果经济租金被重新投资到公共基础设施和社会服务领域，经济增长的基础将得到加强。如果消耗在无效的市民、社会冲突甚至腐败之中，则经济增长将相当缓慢。因此，政府必须采用对私人利益损害最小的方式来征收经济租金，并且采用能够最大限度地促进公共利益的方式去花费这些收益。

以规模经济为核心的经济增长包括了专业化和创新，而这两者又是由一体化推动的。东亚国家在保持其全球贸易、技术和金融联系的同时，也在进一步加强其地区联系，以便扩大其不断膨胀的经济规模。然而随着地区性生产网络重要性的不断加强以及城市的发展，专业化和创新在国家内部导致的地域和社会差距进一步扩大。如果任其发展，这些差距将随着企业成本的不断上升而拖慢经济增长的步伐，并且社会冲突将会随着经济不平等的扩大而不断加剧。诚实、透明和有效的政府应该出于公共利益的考虑，推动可持续的经济集聚（即城市的发展）和劳动技能方面的投资，从而确保自身从规模经济中获取更多的利益。

国际一体化已经取得一定进展……

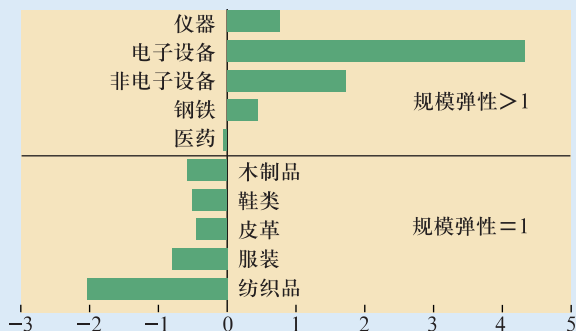
东亚地区很早就融入了全球贸易市场，并且正在全球一体化的进程中不断获得成功。东亚新兴国家（不包括日本）在全球出口市场份额中占到了20%，是其GDP在全球GDP中的份额的两倍，而且其商品贸易总额与其GDP总额相当。以上这些业绩主要归功于新兴国家开放的贸易政策。

东亚地区一体化进程也保持着领先地位，并且自2001年中国加入WTO以来，该进程得到了加速。尽管发生了1997—1998年的金融危机，但在过去10年中，地区性贸易的年均增长率达到了10%。一半以上的进口来自地区内部，从而导致了越来越富有效率的生产网络的产生。这种地区内贸易——对全球贸易的补充而不是替代——其贸易对象以零部件等中间产品的进口为主。在地区以外，贸易对象则以最终产品为主。这两类贸易紧密配合：地区内贸易可以提供低成本、高质量的供应链；地区间贸易则可以提供巨大的市场，进而充分实现规模经济。在能够体现规模经济的领域，东亚地区出口增长最为迅速（见图1）。

大多数贸易发生在城市之间。据估计在东亚，城市贡献了大约3/4的年产出以及1/2—1/3的出口。产出通常集中在单个城市：曼谷占泰国GDP的40%；马尼拉占菲律宾GDP的30%；胡志明市占越南GDP的20%；在中国，上海则占到了11%。

图1
非凡业绩

东亚在最能体现规模经济的领域出口增长最快。
(1994—2004年出口份额的变化，百分比)



资料来源：Antweiler和Trefler(2002)；Gill和Kharas(2007)。
注：规模弹性大于1表示收益随着规模的增加而增加，商品或服务的单位生产成本随着产量的增加而降低。规模弹性等于1表示收益随着规模的变化而保持不变。

……但是国内一体化却落在后面

虽然在全球一体化方面获得了成功,并且地区一体化进程也在不断取得进展,但是许多东亚国家的国内一体化却落在了后面。

要改变这一状况,必须从城市做起,因为绝大多数经济活动发生在城市。受经济快速增长的刺激,东亚地区出现了有史以来规模最大的城乡人口转移:在今后20年,平均每月将新增200万城市人口。这种大规模的人口流动将给那些超过1000万居民的特大城市带来压力,尤其是提供清洁空气与水、绿地、便利交通以及降低犯罪率等方面的能力。

但是大规模的人口增长将在人口少于50万的城市中发生,根据最新的投资环境调查,这些城市通常管理不善。较差的商业环境导致较少的税收规模,因此这些小城市在重要的社会服务和环境治理方面人均花费较少,进而导致对投资缺乏吸引力。

小型内陆城市与大型沿海城市的收入差距与连接大多数城市和主要港口的国内基础设施之间存在着一定联系。虽然东亚地区拥有一些全球最为高效的海港和空运设施,但是国内的物流系统却相当缺乏。

不断增加的不平等正给东亚地区的社会和谐带来压力。收入水平的不平等、教育和基础设施服务的获取等方面的问题,在该地区大部分国家中日益变得严峻(见图2)。农村和贫困地区越来越落后于城市地区,而且少数民族并没能参与到经济增长的进程之中。超过3/4的国家存在生活水平不平等的问题。

各国政府必须寻求解决国家分配、本地经济管理以及服务的提供等方法。然而一些国家的政府则受到了国内社会团体的严重质疑,因为中央集权导致的腐败已经泛滥成灾。韩国和马来西亚正在积极向香港、日本和新加坡这样的国家和地区看齐,在这些国家和地区中,腐败将受到严厉制裁,并且由于政府建立在法治的

基础之上,因此腐败机会得到了抑制。中国、印度尼西亚和越南也推行了积极的国家反腐计划,并且起诉了一些高级官员。

在当前的问題中,许多是地区层次上的。东亚地区已经在社会服务和基础设施开支方面进行了中央分权,从长期来看,这可以使地方公共部门的官员在处理政务方面变得更加透明,更有责任心。尽管制度性检查逐渐成熟,但是中央分权可能危害对腐败的控制,损失经济效率,加速社会冲突,扩大各地区间的经济差距。东亚地区一些定性的反腐指数出现了恶化,这表明该地区在反腐败过程中仍然存在差距,上述变化可以对该情况做出一定的解释。这同时表明,各国在面临中等收入发展阶段的挑战时,必须很下功夫,以确保政府廉洁公正。

因此,摆在东亚地区国家面前的一个重大任务就是国内一体化,以对其全球和地区一体化进行补充。这就要求必须确保那些与外国有着良好关系而与国内联系仍需加强的城市更加充满活力,增进社会和谐以使社会稳定与经济增长共同进步,建立廉洁公正的政府以便对快速增长所带来的经济收益进行有效的再投资。为东亚地区经济增长提供强大动力的全球贸易、技术流动以及地区生产网络,可以为该地区各国应对国内一体化的挑战提供充足的资源。如果东亚地区发展中国的政策制定者能像前两个一体化阶段那样,在第三个一体化过程中同样获得成功,他们就能够在一代人的时间内消除贫困,并且引领自己的国家进入世界富裕发达国家行列。在进行上述努力的过程中,他们也将为全球中等收入国家提供有益的启示。

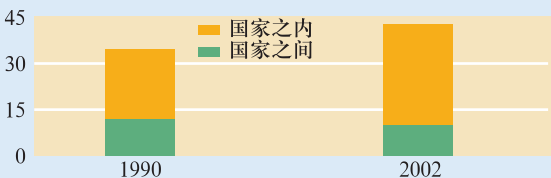
Indermit S. Gill, 世界银行东亚与太平洋地区办公室经济顾问; Homi Kharas, 布鲁金斯研究院 Wolfensohn 发展中心访问学者,世界银行东亚和太平洋地区前首席经济学家。

本文主要参考了作者的著作:《东亚经济复苏:经济增长的创意》(华盛顿:世界银行,2007)。

图2

落后于平等状况

尽管区域经济逐渐趋同,但是东亚的不平等程度仍在上升。
(泰尔不平等指数,百分比)



资料来源: Gill和Kharas(2007)。

注: 泰尔指数数值较高表明消费水平的不平等程度较高。

参考文献:

- Aghion, Philippe, and Peter Howitt, 2005, "Growth with Quality-Improving Innovations: An Integrated Framework," in Handbook of Economic Growth, Volume 1A, ed. by Philippe Aghion and Steven Durlauf (Amsterdam; Boston: Elsevier, North-Holland), pp. 67-110.
- Antweiler, Werner, and Daniel Trefler, 2002, "Increasing Returns and All That: A View from Trade," American Economic Review, Vol. 92 (March), pp. 93-119.
- Imbs, Jean, and Romain Wacziarg, 2003, "Stages of Diversification," American Economic Review, Vol. 93 (March), pp. 63-86.
- Romer, Paul, 1994, "The Origins of Endogenous Growth," The Journal of Economic Perspectives, Vol. 8 (Winter), pp. 3-22.



乔治飓风于1998年席卷多米尼加共和国。

保险的革新 可以帮助国家管理自然灾害给财政带来的影响。

David Hofman

随着2007年6月大西洋飓风季节的来临,居住在加勒比海沿岸的人们将会密切关注天气预报。大家都希望去年平稳的气压能在今年再次出现,但是,2004年(Charley和Ivan等)和2005年(Katrina和Wilma)飓风带来的巨大损失在人们的脑海里记忆犹新。此外,科学研究表明,飓风发生的频率和强度有上升趋势(Webster等,2005)。

自然灾害(如灾难性的飓风)会给宏观经济包括公共财政状况带来长远的消极影响(Rasmussen,2006),而且对发展中国家和小国家的影响比其他地区的影响更大。发展中国家常常无力为大灾难后的数目巨大的资源需求作安排。小国家(如加勒比海和大西洋地区的岛国)尤其不能像大国那样从地理位置上重新分摊灾害的风险,这些大国可以用没有受灾的地区的财政收入来贴补它们灾后所需的花费。因此,在这些小国家和发展中国家中,有关自然灾害的成本很快就会超过其支持公共部门有效作出反应的能力。

然而,灾难保险市场为这种风险的转移提供了越来越多的机会。但是,迄

今为止,虽然更频繁更强烈地利用保险市场是可取的,发展中国家却对选择这些机会的反应不太热烈。本文讨论的是发展中国家和新兴市场经济体可利用的保险形式和最新动态,还有保险团体、捐赠人和国际金融机构面临的主要挑战。

准备好了吗

一直以来,人们为自然灾害所付出的代价日渐增长(见专栏1)。在预防灾难的过程中,政府面临着收入的减少和花费的增多。这种压力来自于短期的灾害救济或者主要公共基础设施的重建,又或者是对私人部门提供财政支持的需要。例如,政府会经常被要求或按法律要求去重建被毁坏的住宅。

为了满足迫在眉睫的开支需求,易受灾的发展中国家经常依赖来自国外捐赠者的以捐赠或贷款的形式提供的灾后融资。然而,这种方式有许多不足之处。首先,得到捐赠人的承诺要花费大量时间,而让捐赠基金切实可用甚至还会花费更多时间。其次,同时来自许多国家

的提供救济金的捐赠人之间还会存在竞争。

但是如果国家为自己投保以抵御灾难，它们至少会预先获得部分必要的资源。这种保险不是一个遥远的理论上的远景。高收入国家，特别是美国和日本的经验都表明，许多自然风险是可保险的，而且灾难险保险市场已很好地建立起来了。

考虑到灾难保险价格的发展趋势和易受灾国家可支配的资源，这些国家很可能需要接受捐助来预先支付保险费。但是，从灾后捐赠到灾前捐赠的转换仍然对双方都有很重要的好处。对受援国来说，由于已经事先了解了保险融资的金额，这种转换将使灾后公共财政状况更可预测。对于捐赠者来说，可以通过把“如果万一”等不确定性费用转为可预测的保险费来帮助拉平现金流。这可能也给捐赠人提供了更好的应付预防性政策的杠杆（比如说建筑代码）。最后但并非不重要的是，当受援国在面对依赖灾后援助时，它会降低非正当动机的发生。的确，脆弱的国家常常缺乏为自然灾难留出财政储蓄或者采取防御措施的动机，因为这些防务可能减少当灾难来临时可得到的捐助（所谓的撒玛利亚困境）。通过支付可预测的保费，国家就有动机来制定财政条款和预防性结构政策。

专栏 1

上升的自然灾害成本

尽管自然灾害造成的损失贯穿整个历史，但有明显的迹象表明灾害的发生已变得更加频繁并且在最近的几十年更加严重，而这一趋势还将持续。这一趋势可以部分归因于不断进行的城市化，这导致了一些环境脆弱的地区污染强度日益增长（见Freeman, Keen和Mani, 2003）。这同时反映了气候格局的变化——尤其伴随着全球地表温度的升高——这似乎加强了不利气候事件，例如飓风、洪水和旱灾的频度和强度（见联合国政府间气候变化专门委员会，2007）。随着频繁而强烈的自然灾害越来越多地影响人口稠密地区，灾害的成本随着时间的推移而大大增加了（见下表）。

	1950—1959	1960—1969	1970—1979	1980—1989	1990—1999	1996—2005
事故次数	21	27	47	63	91	57
(十亿美元; 2005年的不变价格)						
总的损失	48.1	87.5	151.7	247.0	728.8	575.2
平均损失	2.3	3.2	3.2	3.9	8.0	10.1

资料来源: 慕尼黑再保险集团; IMF 工作人员的计算。

选出你的保险政策

寻求通过可靠到保险来保护其公共资金免受自然灾害影响的政府必需决定风险转移的程度，并且选择最终承担风险的机构。在风险资本联营（风险会在其中扩展）的规模上，不同的形式具有至关重要的差别（见图1）。

联营。一种选择是一国可以和其他国家共同承担灾害风险——这样就创造了一个合作保险的形式，共同承担风险的国家达到足够的数量，这样的机构就能生效，并且参与国之间的风险交互作用较低。

商业保险和再保险。保险公司可以更好地在吸收风险方面发挥作用，因为它们一般能保持风险投资组合非常好地多样化。再者，二级保险是可以通过再保险人获得的，再保险人作为保险公司的承保人，使得保险公司能够传递超过它们吸收能力的风险。事实上，由于它们擅长于损失分配——在平常年份低支出，在灾害年突然大量支出——灾难风险的很大一部分会由于再保险而抵消。然而，再保险人在保险索赔时也时常会遇到很大困难；这种困难反映在再保险费极不稳定上。

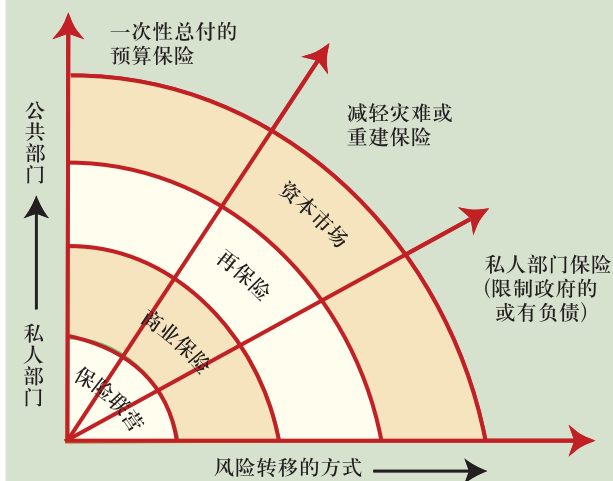
资本市场。资本市场在提供越来越多的风险资本，再保险人和国家自身都可通过保险链保障体系获得这些风险资本。巨灾风险（或称“cat”）债券市场（见专栏2）在最近几年中增长尤其迅速（见图2）。通过在大批投资者中高效率地分摊风险——和潜在损失，保险通过资本市场为减少与传统再保险有关的保险费用的不稳定带来了希望。

政府的第二个关键选择是谁应该做保险投资者和

图1

保险菜单

保险的可选方案可以通过两个关键的方面加以组织：公共财政和保险覆盖面之间的联系以及风险转移的方式。



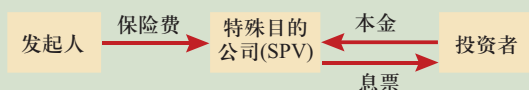
应该为什么投保。私人部门在应对灾害时的无能通常是造成灾难后预算压力的主要原因。因此，一个有用的策略包括推动、促进、私人部门购买保险（如房屋拥有者的房产保险或农民的庄稼保险）或为此而提供补贴，以限制政府的或有债务。或者是，作为补充性策略，一个政府还可以为自己直接投保，以更广义地通过预先决定的一次性总付的支出，应对与灾难有关的支出和预算压力。

专栏 2

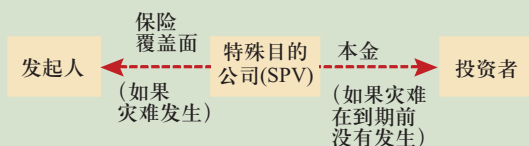
巨灾风险债券是如何运作的？

巨灾风险债券将一系列的风险从发起人转移到投资人。典型的巨灾风险债券的发行包括由发起人（通常是再保险公司，但也可能是其他实体）建立一个特殊目的公司（SPV）。这个公司的任务就是发行债券，并将所得资本投资于低风险的有价证券（例如国库券）。这种投资所得的回报将与发起人支付的保费一起付给债券持有者（见下图，A组）。如果债券在预测的事件没有发生时就已到期，那么和其他普通债券类似，本金很快就会还给投资者（下图B组）。而如果在债券生命周期内预测的灾害真的发生的话，投资者同意放弃他们的部分或者全部权益，同时由特殊目的公司将钱付给发起人，巨灾风险因此转移给了投资者。

A. 交易



B. 可能的结局



资料来源：摘自 Chacko 等（2004）。

因为与巨灾债券的发行相关的资产和负债，被分配到特殊目的公司（SPV），对于发起人来说，巨灾风险债券尤如一种纯保险，而不是一种债务。巨灾风险债券的主要优点是，当与单个的被保对象不可能开展保险业务，或者当这样做成本太高时，它可使风险中断并转移到许多投资者身上。从投资者的角度来看，巨灾风险债券会产生高于市场的收益率（因为保费是按照低风险/无风险回报率的上限支付的），同时因为巨灾风险一般与股票或债券市场的走势无关，它能为投资组合的多样化提供一个独一无二的机会。

前方的路

近些年，低收入国家和中等收入国家采取了许多大有希望的举措，它们大体可分为三大类：

为限制政府或有负债而设计的计划。这些计划的目标是让私人部门降低对政府灾后支援的需求。土耳其灾难保险联营机构就是一个很好的例子，它是受世界银行支持的，它与一个面向私人住房所有者的强制性地震保险计划联营，并为来自该计划的风险提供再保险。

为减轻灾害和重建提供资金的计划。政府用这些计划寻求有保障的资源，以开展减灾活动。最近的一个例子是世界粮食计划署（WFP）在埃塞俄比亚的项目，这个项目利用天气导数来确保出现旱灾时所需的资源。在这个例子中，政府和世界粮食计划署打算用这些保险金来减轻受灾农民的困境，而保费由捐赠者提供。还有一个例子，就是墨西哥的 FOUND。这笔基金是作为未来灾害救济的一笔标志性资金而设立的，将被当地政府根据需要安排支出。最近，作为中等收入水平的国家，墨西哥第一个发行巨灾风险债券，以确保地震超出一致同意的震级（该震级以客观的和不同的参数来衡量）时有充足的基金用于减灾，这使得这笔基金的财政状况更加安全了。

为支持政府预算而定的一次性总付计划。政府一般会以发生了某种灾害为条件，寻求一次性总付的支持，而不是购买保险来预防特殊支出。这种基金可以由政府自由决定支出。这种计划比较少见。但是世界银行将于2007年在加勒比海地区依照这种方式实施一个计划。按当前的打算，该计划将涉及与再保险或资本市场联营以及向这些市场转移风险的要素，其资金来自捐赠者的捐助。

在这些大有可为的举措中，关键的部分是向资本市场转移风险，对这部分探索刚刚开始。迄今为止，

图2

一种大有可为的新工具

新发行的巨灾风险债券在数量和金额上都有增长。



资料来源：MMC 证券公司。

只有墨西哥用巨灾风险债券的发行直接开辟出了国际资本市场。世界粮食计划署在埃塞俄比亚的计划也在以下方面取得了进步：它把埃塞俄比亚农民面临的风险与国际资本市场中潜在的可贸易的金融工具打包——尽管这些金融工具被批发给了一个再保险公司。墨西哥和埃塞俄比亚的计划站在了低收入和中等收入国家以保险为基础的解决灾难风险的前沿。

战胜风暴

把风险转移到国际资本市场有很大益处，因为它极大地扩展了发展中国家可获得的保险资本的总量。尽管如此，仍有很多不确定因素与自然灾害风险保险相联系。即使已经为大灾难风险的保险建立了很好的市场，但是并不能保证这个市场可以支付得起所有自然灾害的保险金。灾难保险市场尤其面临着两个不确定因素。

第一个是全球变暖和它给自然灾害发生的频率和强度造成的影响。尽管迄今为止保险业处理得很妥善，但过去两年间保险的损失，包括卡特里娜飓风带来的破纪录的450亿美元的损失还是让人们增加了对先前方式的怀疑。确实，保险业正在日益关注气候变化和这些变化所意味着的风险模式和风险管理。日益增长的自然灾害风险或对气候变化影响的持续的不确定因素，使得灾难保险更难获得，更加昂贵。

第二个不确定因素存在于国际资本市场对灾难风险的偏好中。迄今为止，保险发行人在向寻求风险多样化的国际投资者出售新型的、相对更有风险的巨灾风险债券时遇到的问题相对较少。但是，这些新工具（交易额相对低）的成功与良好的全球流动性和投资方寻求收益的愿望相一致，这导致了保费下降的风险。巨灾风险债券——很像新兴市场的主权债券——

很可能在这种情况下受益。当流动性条件收紧的时候，一个类似的情况是否会盛行还有待观望。

撇开这种发行不说，发展中国家对灾难险的承受能力即使在比较好的假设情景下也仍值得关注。的

“把风险转移到国际资本市场

有很大益处，因为它极大地

扩展了发展中国家可获得的

保险资本的总量。”

确，根据频繁发生的高成本和易变的保险费用，发展中国家，尤其是低收入国家灾难保险机制的可行性可能关键决定于捐赠者的捐赠。因此动员捐献人支持灾难保险计划是又一个挑战。尽管至今涉及的捐献人正受到鼓励，但捐赠人是否愿意放弃灾后救济而越来越多地参与到提供结构性支持的安排中还不明朗。而从改善在公众中的形象和满足在灾后采取的支持行动中做秀的欲望这个角度出发，提供灾后救济的收益可能更大。因此，捐赠者和受援者在灾难保险计划中开展协作的可持续发展的模式的发展将是关键。

从提供灾后支持转换到为灾前险融资的潜在利益是相当大的。虽然自然灾害是依然是生灵所面对的一种痛苦，但这种转换至少可以帮助人们降低第二轮的财政影响，因此，它可以限制经济瓦解，促进其更快恢复，还可为采取预防性政策的国家提供更好的激励。

David Hofman, IMF 政策发展和评价部门的经济学家。

参考文献：

Brukoff, Patricia, and David Hofman, 2006, “Insuring Public Finances Against Natural Disasters—A Survey of Options and Recent Initiatives,” IMF Working Paper No. 06/199 (Washington: International Monetary Fund).

Chacko, George, Peter Hecht, Vincent Dessain, and Anders Sjöman, 2004, “Catastrophe Bonds at Swiss Re” (unpublished; Cambridge, Massachusetts: Harvard Business School).

Freeman, Paul, Michael Keen, and Muthukumara Mani, 2003, “Dealing with Increased Risk of Disasters: Challenges and Options,” IMF Working Paper No. 03/197 (Washington: International Monetary Fund).

Heller, Peter, and Muthukumara Mani, 2002, “Adapting to Climate Change,” Finance and Development, Vol. 39 (March), pp. 29–31.

Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), 2007, Climate Change 2007: The Physical Science Basis (Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press for IPCC).

Lloyd's, 2006, “Climate Change: Adapt or Bust,” 360 Risk Project Paper No. 1 (London).

Munich Re, 2005, “Weather Catastrophes and Climate Change—Is There Still Hope for Us?” Knowledge Series (Munich).

Rasmussen, Tobias, 2006, “Natural Disasters and Their Macroeconomic Implications,” in The Caribbean—From Vulnerability to Sustained Growth, ed. by Ratna Sahay and others (Washington: International Monetary Fund).

Webster, P.J., G.J. Holland, J.A. Curry, and H.R. Chang, 2005, “Changes in Tropical Cyclone Number, Duration, and Intensity in a Warming Environment,” Science, Vol. 309 (September), pp. 1844–46.

欧元： 愈加 全球化

欧元未来的使用将被大多政策制定者不能控制的因素所影响。



德国法兰克福的欧洲大厦。

Axel Bertuch-Samuels 和
Parmeshwar Ramlogan

8年多前，被众人寄予希望在未来发挥国际作用的欧元启动了，甚至有人推测终有一天欧元将取代美元，成为国际最重要的货币。毫无疑问，欧元的推出是一种绝对的技术成功，欧元很快也很稳固地成为了世界第二大国际货币。如今，欧元的国际声望已经远远超过了其所取代的欧洲传统货币，而且超过了英镑、日元以及其他的主要国际货币，尽管欧洲中央银行（ECB）并没有主动寻求推进欧元在海外的使用，但其作用还是在不断增长。

国际货币是一种发行国境内外的居民都使用的货币，相反，国内货币是一种只在发行国境内使用的货币。对于欧元来说，国际使用是指被欧元区国家以外的居民使用。另一方面来说，拥有一个强势的国际货币就等于给予了发行国或者发行国集团政治和经济上的优势；在政治上，国际货币的发行国或者发行国集团也获得了国际声望，扩展了其全球影响力。而经济上的好处则包括交易费用和利率更低、金融机构的利润率更高，这也就促使国内资本市场活力和效率的增强；也增加了国家用自有货币为经常项目赤字融资的能力，由此还避免了累积外汇储备的需求；而且国家还能通过在换取货物服务的过程中发行无息债权，以获得铸币税收益。

不过货币的国际化也带来了风险和责任，制定

有力的宏观经济政策来维持物价和汇率稳定就变得至关重要了。但即使存在有力的政策保证，国家也将更多地暴露于波动的资本流，而这将导致金融和宏观经济的不稳定，限制政策选择。与此同时，货币目标的精细化也变得更加困难，因为部分货币被境外持有，这使执行货币政策变得复杂。

欧元是如何被实际使用的

欧元作为一个国际化的货币，其发展的道路不是平坦的。从功能角度来看，欧元在国际金融交易中（特别是作为一种国际债券用它标值的货币）取得了更多的进步，但在国际贸易交易中却是收效甚微。从地理角度来看，欧元作为国际化的货币的作用仍然大多限于那些和欧元区区域有着宗教和政治联系的国家，包括没有采用欧元的欧盟成员、欧盟新成员国以及非洲金融共同体法郎区。因此，有些人可能觉得欧元作用在地理上的限制使其仍然不能和美元处在同一等级。

那么，将欧元作为国际化货币来使用与使用美元相比，情况又如何呢？在官方使用方面，大约1/3的把自己货币盯住其他货币的国家把欧元作为自己的盯住货币，这些国家主要包括非欧元区域的欧盟



成员、欧盟新成员国或潜在新成员国以及法语系的非洲国家。而剩下的2/3的国家的绝大多数（在亚洲、非洲、中东和拉丁美洲）使用美元作为它们的盯住货币。已知的货币组合就反映了这个情况，在2006年9月底，以美元标值的外汇储备占了全世界官方持有的外汇储备的几乎2/3（见图1），以欧元标值的外汇储备则占了全世界外汇储备的1/4，而以日元和英镑值的外汇储备仅占全世界总量的7%。随着美元和日元份额的减少，欧元的份额增加了。欧元在发展中国家持有储备中的

份额比工业化国家更大，欧元区周边的国家和法语系非洲国家以欧元为主导的储备正反映了这点。

在私人使用中，美元作为发行国际债务和证券（面向非本国居民的国外货币和国内货币的发行）的最重要的货币的地位已经为欧元所超越。事实上，欧元的净发行量与其他货币的发行量相比已经迅速增加，截止到2006年9月底，欧元的发行已经占到未偿还的国际债券全球存量的将近一半（见图2）。尽管在亚洲和拉美地区欧元的发行量很小，但是在中欧和波罗的海国家，平均83%的未偿还国际债券都以欧元标值。

截至2006年6月底，国际银行业中全部贷款的

39%以及所有储蓄的28%都用欧元标值，而美元分别占41%和48%。而且，大部分交易涉及欧洲的非欧元区国家：欧元在欧洲以外的国际银行业务中使用的并不多。在外汇市场，欧元当前是紧跟美元之后的第二个被广泛交易的货币，欧元—美元是交易最频繁的货币对子，这暗示着欧元在外汇交易市场上是主要的货币工具。从欧洲中央银行（ECB）得到的有限的单证交易的数据显示出在欧洲的欧元区与非欧元区国家的单证贸易中，欧元是最重要的货币，但是它很少用在欧元区以外的国际贸易中（见图3）。这也恰好部分反映出商品贸易中还是传统地使用美元来开发票。

在欧元区周边的许多国家，欧元和这些国家的本国货币同时使用，甚至代替了它们的本国货币——这就是我们说的欧元化。这一渐长的趋势恰好证明了货币的所有职能：支付手段（现金和信用卡）、价值储存（银行储蓄）、记账单位（贷款合同）。这一现象的发生不足为奇。欧洲东部和南部的许多国家都致力于成为欧盟成员国（一旦满足一定的标准，就必须使用欧元），而且使用欧元进行贷款往往享受较低的利率。但是，大量未经套期保值的欧元借入借出使这些国家面对着投资者情绪的波动更加脆弱，这并不仅仅是由于这些国家的居民暴露于外汇风险面前。

影响欧元使用的因素

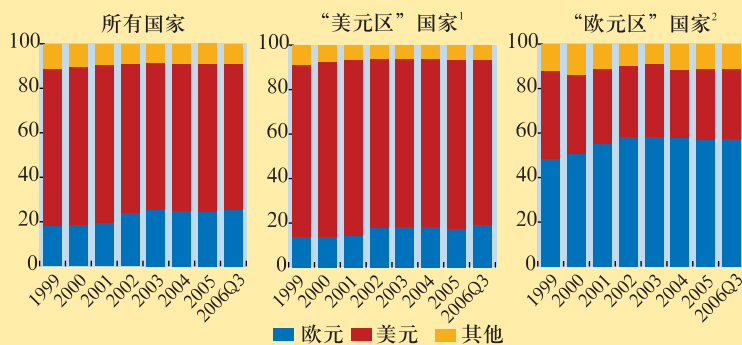
以下四个因素在很大程度上奠定了欧元作为国际货币的地位：

经济规模和开放度。一个经济体规模越大越有活力，那么它就越有潜力对全球经济产生影响，这在某种程度上是因为经济规模和开放程度与资本和贸易流动高度相关。作为一个拥有比美国更多人口、相互之间开放并且几乎和美国同样大（如果将欧盟考虑在内甚至更大）的聚生经济体，欧元地区很好的为欧元打造了一个重要的国际角色。然而，欧元区的经济增长却落后于其他国家，2003—2005年期间每年平均只有1.4%的增长率，而其他国家达到了5.7%。高增长会使欧元区作为投资目的地增加吸引力，同样会增强对欧元区的经济与欧元的信心，并且会带来长期的资本流入。加强经济增长基础的政策也起着重要的作用，包括改进公共部门资产负债质量，以及推进结构性改革以提高生产

图1
外汇储备名列第二

欧元在世界各国外汇储备中越来越多地被使用，这一增长发生在与欧元区联系紧密的国家。

（占有归属的总储备的百分比）



资料来源：IMF和Lim（2006）。

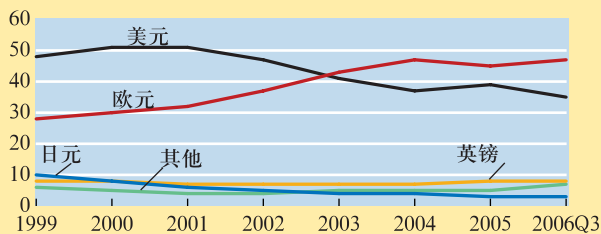
¹亚洲、西半球和其他主要盯住美元的国家。

²欧元区周边国家和一些非洲国家。

图2

债券的领头羊

欧元作为一种发行国际债券和证券使用的货币，经历了惊人的增长。
(占未偿还的国际债券与证券总量的百分比)

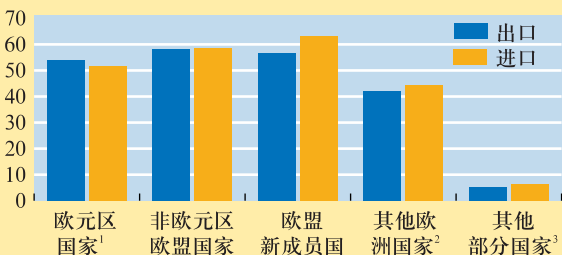


资料来源：国际清算银行。

图3

对贸易影响不大

欧元在贸易中的使用在欧元区以外影响依然不大。
(贸易总额中使用欧元的百分比)



资料来源：欧洲中央银行；IMF工作人员的计算。

¹部分国家。

²前南马其顿和乌克兰。

³澳大利亚、印度尼西亚、日本、韩国、巴基斯坦和泰国。这些国家为2003年的数据。

率和劳动力使用率。

物价和汇率的稳定性。发行国的物价和汇率的稳定性越高，成本和金融市场风险就越低，对货币的信心也就越高。马斯特里赫特条约授予欧洲中央银行稳固的权利和操作的独立性以维持物价的稳定，而且欧洲中央银行的记录是权威的。欧元地区的通货膨胀和通货膨胀预期较低，并且稳定，汇率的变动率也比较低。欧元本身就促进了货币政策的执行，并通过刺激货币市场的发展，维持了物价的稳定性。

金融市场的发展和一体化。现有的发展良好和一体化的国内金融市场是非常关键的。这些市场具有流动性，交易成本低，降低了不确定性和风险，进一步降低了防御成本，并导致低利率。它们同时促进了生产效率和经济的增长，加强了对欧元的信心。所有这些因素都影响着欧元作为世界货币用于储蓄、投资和借贷的使用程度。

传统上看，欧元区的金融系统很大程度上是以银行为基础的，它的金融市场的发展程度和完整性比美国的金融市场低。然而，欧洲金融系统在过去的20多年间正经历着一场平稳的转变——与这一进程相伴随的是欧元的推行和2002年3月金融服务行动计划(FSAP)的采纳。金融服务行动计划的目标是通过消除对跨境提供金融服务的管制和市场壁垒，建立一个统一的金融服务市场，从而鼓励欧盟内部资本的自由流动。

欧洲金融市场用多种方式显示出它正在不断发展和一体化。首先，欧洲公司和政府的债券市场已经大大扩张，并在欧元推行以后更具流动性。其次，证据表明欧元区内的股票市场一体化程度不断加深。股票价格共同变动的现象增加了，股票总市值中欧洲资金大量增多，市场参与者评价股票价值时将注意力更多地放在产业和公司因素上，而不太注意特定国家的因素。第三，欧元地区国家利率之间的巨大差距已经缩小。第四，金融改革取得了迅速的进步。市场结构正在调整，金融工具的使用范围变大、复杂性提高，贸易额也扩大了。

即使如此，欧洲金融市场并没有完全一体化。债券市场和零售金融市场还是分离的，商务票据市场发展不充分，国家证券市场还不够和谐。一些阻碍金融市场进一步完善的因素依然存在着。第一，各国之间管理着证券发行的法律体系没有统一的标准，导致了证券的异质性，不便于内部交换。第二，各国之间的证券结算和处理系统各不相同，结果导致会计记账和其他商业习惯大不相同，跨境交易成本相对过高。第三，各国之间的税收结构、消费者保护和商业法之间的差距也对跨境金融投资不利。第四，分离的监管体系框架阻碍了银行跨境操作的最优化，并且不具成本效益。随着时间的推移，金融服务行动计划的充分实施应该对清除这些障碍和提高效率、统一泛欧金融市场有所帮助。

习惯和惯性。规模经济可以提高效率并降低交易成本。大量金融市场工具所具有的便利性和有效性为经济代理人提供了强大的激励，使他们继续使用当前占主导地位的货币。例如，英国在失去了它在19世纪作为世界海军和经济力量的领军地位以后很长一段时间，在20世纪的前半个世纪，英镑仍一直作为世界主要的流通货币。

未来是什么样的

如果欧元成为真正的世界货币，它需要将它在国际上的使用边界扩展到欧元区周围以外的地方。

欧元面对这个挑战要增强的能力在很大程度上取决于结构障碍以及其他阻碍经济增长和金融市场在欧洲的发展的障碍在多大程度上得到克服。在国际舞台上包括国际金融事务中，欧洲越来越能用一个声音来说话的能力也是非常重要的。

对于欧元来说一个可喜的信号是自从它推出以来，流入欧元区的国外资本净额增加了，这从非本国居民所持有的净资产的存量从1999年到2006年底增长了两倍多的现象当中反映出来。这一增长在2002—2004年之间尤其迅速，当时欧元区资产的净流入量要多于美国。这些趋势可能反映出汇率的发展（2002—2006期间，除了2005年有所中断，欧元相对于美元升值），但是也可能暗示着欧元区保持着有竞争力的投资目的地的地位。2002年美国萨班斯-奥克斯利法案（Sarbanes-Oxley Act）的颁布——尤其是第404条款规定了公司内部控制的证明文件——可能使美国资本市场吸引外国公司在其上市的魅力减少了。说明这一现象的有力证据是，大量国外公司正在从美国股票交易中撤出股票份额，国外公司首次公开盘（IPOs）的大量减少，以及伦敦股票交易市场取代纽约作为外国公司选择首次公开盘地点等事实。在欧洲大陆的股票交易中，首次盘增多，尤其是在小公司的交易中（这也正是英国现在的情况）。如果英国决定加入欧元区并且欧洲股票市场得到统一，这会在将来大大促进欧洲资本市场的流动性，从而不利于美国资本市场。

其他两件事情的发展也会影响欧元将来的角色。第一个是全球不平衡的程度将会通过美元汇率的改变得到调整，全球资产配置也将得到改变。这个问题是一个很大的研究体系。例如，最近几版IMF的《世界经济展望》和《全球金融稳定性报告》就对渐进性的汇率调整和突然性的汇率调整两个假设方案进行了研究，无论哪一种方案下的条件和政策都有可能实现（IMF，2005和2006）。但是二者之间的一致意见是：调节全球不平衡都要包括努力使全球储蓄、投资和消费达到重新平衡，并且有多种方法可以实现。问题是调节到什么程度，要以多快的速度进行调节。全球资产配置的偏好是这场争论中的关键。渐进式的调整方案部分依赖于外国人继续购买美国资产的意愿。在投资组合偏好方面突然放弃美国资产，可能会使美元剧烈贬值，改变欧元与美元之间的相对信心，以牺牲美元为代价促进欧元作为国际货币的使用。但是对经常项目不平衡的一个更为渐进性的

修正避免了美元突然和大量的贬值，它似乎对欧元的国际地位没有重大影响。

据美国财政部数据表明，亚洲国家的投资者是迄今为止美国国债最大的国外持有者（到2006年10月底占57%），紧接着就是欧洲的投资者（21%），石油出口国只占了相对小的一部分（小于5%）。但是欧洲的投资者是美国证券最大的国外持有者（2005年6月占53%），接下来是西半球国家（26%）和亚洲（18%）。亚洲和欧洲投资者的行为正是对美元资产持续有力的需求的关键因素。这一需求正反映出美国经济的强劲有力、美国资本市场的深化和流动性以及汇率差别。如果出现大量的对美元风险增大的评价，公共和私人两个部门的投资者仍然愿意持有美元资产，那么有序的全球性调整和欧元的国际地位将陷入困境。

第二个发展便是中国和印度经济的持续高速增长和亚洲国家国外储蓄的积累。这两个国家的崛起将相对降低欧元区的全球重要性和影响力，并在贸易和资本流动中转向使用中国和印度的货币。但是并不能确定这两种货币在国际上的使用在可预见的未来会与两国经济同步增长。因此，一个重要的问题就是中国和印度将会采取什么指导政策来增强在它们在世界贸易和金融市场中的参与。同时，由于亚洲国家持有全球官方储备的大部分，它们对可能的持续美元贬值的反应也是非常关键的。

Axel Bertuch-Samuels, IMF 货币与资本市场部副主任; Parmesshwar Ramlogan, IMF 助理秘书长。

参考文献:

Bertuch-Samuels, Axel, 2006, "The Role of the Euro as an International Currency," in Conference on, Experience with, and Preparations for the Euro, ed. by Franz Uaushnigg and Paul Schmidt (Vienna, Austria: Oesterreichische Nationalbank).

International Monetary Fund, 2005, "How Will Global Imbalances Adjust?" World Economic Outlook, September, Chapter 1, Appendix 1.2 (Washington).

———, 2006, Global Financial Stability Report, September (Washington).

Lim, Ewe-Ghee, 2006, "The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data," IMF Working Paper No. 06/153 (Washington: International Monetary Fund).

U.S. Treasury, 2006, Treasury Bulletin, December (Washington).



购买力平价与

Tim Callen

全球经济的发展速度有多快？中国在全球经济发展中起的作用是不是比美国大？加拿大和瑞士的居民谁更富裕一些？经济学家们和其他人都对这些问题非常感兴趣，并且乍看起来对每个问题都有一个明确的答案的假定似乎是合理的。但是，如同经济学中的其他现象一样，事实往往存在较大差异。

为了回答这些问题，我们要比较不同国家产出的价值。但是每个国家的数据都是用本国货币来计量的，这意味着各国的统计数字必须要转换成一种通用的货币才能进行比较。这种转换有很多种方式，并且每种方式都可能导致显著的差异。“回归基础”解释了对经济变量进行国际比较的两种主要方法之间的差别。

两种不同的衡量标准

国际金融机构推出了一系列地区以及全球的统计数据。IMF作为这些机构中的一个，每年都在《全球经济展望》上发布两次统计数据，比如实际GDP增长率、通货膨胀率以及经常账户余额等。这些数据将众多国家的数字合并加总后得到一个平均值。每个国家的数据在总数中的权重则取决于其经济规模相对于对照国的大小。为了推导出这种权重，我们将一国用本币计算的GDP转换为一种通用的货币（在实践中是美元）。

两种主要转换方法中的第一种是采用市场汇率——外汇市场上通行的汇率（采用期末的汇率或者平均汇率）。另一种方法使用的是购买力平价汇率——为在不同国家购买等量商品和服务而将一国货币转换为另一种货币时所使用的汇率。

为了理解购买力平价，我们将举一个通常使用的例子——汉堡包的价格。如果一个汉堡包在伦敦卖2英镑，在纽约卖4美元，这意味着购买力平价汇率是1英镑对2美元。购买力平价汇率与金融市场上流行的汇率是不同的（所以一个汉堡包在伦敦的实际成本可能高

于也可能低于它在纽约4美元的卖出价格）。这种跨国比较是著名的“巨无霸”指数的基础，该指数由《经济学家》杂志公布，并且以世界各国麦当劳用几乎同样形式卖出的三明治的价格为基础计算购买力平价汇率（PPP）。

当然，要想在国家间对价格进行有意义的比较，必须要考虑一系列的商品和服务。由于庞大的数据量以及比较过程的复杂性，这不是项简单的工作。为了简化价格的比较过程，联合国和宾夕法尼亚大学在1968年建立了全球性国际比较项目（ICP）。由ICP生成的购买力平价就建立在价格的全球性调查的基础上。正在进行的2003—2006年的一轮调查中，每一个参与国（约147个）提供了近1000种具体商品的全国平均价格。

购买力平价与市场汇率

那么哪一种方法更好呢？对于将不同国家的经济数据汇总的最佳方法，我们要具体情况具体分析。

当涉及到资金流时，市场汇率是最合理的一种选择。比如，经常账户余额代表着金融资源的跨国流动。在将不同地区的数据合并汇总或者计算全球经常账户误差时，最好采用市场汇率的方式将这些资金流转换成美元。但对于其他变量而言，选择就不太分明。以真实GDP增长率为例。不同国际组织采用了不同的方法。世界银行在计算地区和全球的真实GDP时采用市场汇率来决定其在地区和全球合计值中的权数，而国际货币基金组织和经济合作与发展组织则采用购买力平价汇率来决定权数（尽管国际货币基金组织在《全球经济展望》上公布的全球增长数据使用的是市场汇率）。每种体系都各有着优缺点。

购买力平价的优点。购买力平价汇率的一个主要优点在于它在一段时期内是相对稳定的。与之相反，市场汇率更易波动。并且即使一个国家的增长率很稳定，通过市场汇率计算该值时会产生很大幅度的波动。市

“权数的选择使得在计算全球增长时产生较大差异，但在计算发达国家的增长总量时却没有什么差别。”

市场： 哪个更有份量？

市场汇率的另一个缺陷在于其只与国际贸易物品有关。非贸易物品和服务在低收入国家要比高收入国家便宜。在纽约理发的价格要远远高于在利马的价格；出租车行驶同样的距离，巴黎的价格要高于突尼斯；同样，在伦敦，一场板球的门票比拉合尔贵很多。事实上，因为穷国的工资更低，并且服务是劳动力密集型的，因此尽管两个国家的贸易物品（比如机械）的成本是一样的，但在利马理发的价格比美国便宜。有些研究没有考虑到不同国家间非贸易物品的价格差异，这将低估新兴市场和发展中国家中消费者的购买力水平以及整体的福利。由于这个原因，在衡量整体的福利水平时，购买力平价被普遍认为是一个更好的方法。

购买力平价的缺陷。最大的缺点在于，购买力平价

与市场汇率相比而言更难度量。ICP是一项巨大的统计工程，并且新的价格比较不能经常得到。早期的调查方法论上也有问题。各调查数据之间的购买力平价汇率也应该被评估，因为它会使测量不精确。此外，ICP没有覆盖所有国家，这意味着数据缺失国家的数据仍需由估计产生。

是否有差别呢？

这要看具体情况。在新兴市场和发展中国家，市场汇率和绝对购买力平价汇率间有很大的差异，这些国家中的大多数美元的市场汇率和购买力平价汇率之比介于2到4之间。但对于发达国家，这两种汇率更加接近。因此，发展中国家在加总数值中得到的权数在使用PPP汇率时比使用市场汇率时更高。如果用PPP汇率计算，中国在全球经济中的权重将大于15%，而如果以市场汇率计算，该权重则小于5%。在印度，这两个数字分别是6%和1.5%。

因此，在计算全球增长率时选择不同的权数会造成很大的不同，而对发达国家增长总值的估计差异则会很小。在PPP汇率方法下，最贫穷和最富裕的国家的人均资本收益差异有了一定减少（尽管差距仍然很大），并且根据使用的转换汇率，一些国家的收入规模有所提升或降低。

那么全球经济增长到底有多快？《全球经济展望》根据PPP计算得出的2006年最新全球经济增长率估计为5.1%，而用市场汇率算出的该数字仅为3.8%。

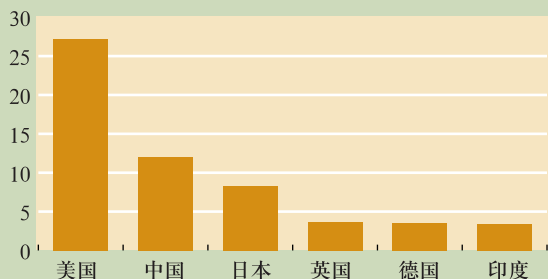
谁对全球经济增长的贡献最大？是中国还是美国？如果用PPP计算，结果是中国。但是用市场汇率计算则是美国胜出（见图）。

哪个国家更富裕，加拿大还是瑞士？即使在发达国家，权重的选择也很重要。使用市场汇率，瑞士的人均收入比加拿大高，但是用PPP汇率得出的结论恰恰与之相反。

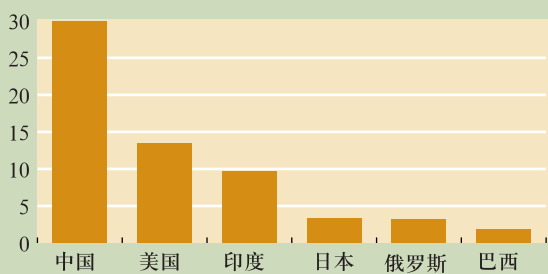
Tim Callen, IMF 研究部世界经济研究处处长。

谁对全球经济增长贡献最大？

当采用市场汇率时，美国的贡献最大……
(占全球GDP增长的百分比，2006年)



但是当采用购买力平价计算的汇率时，中国的贡献最大。
(占全球GDP增长的百分比，2006年)



数据来源：IMF，《世界经济展望》数据库（2006年9月）。

欧洲的黄金时代

Barry Eichengreen

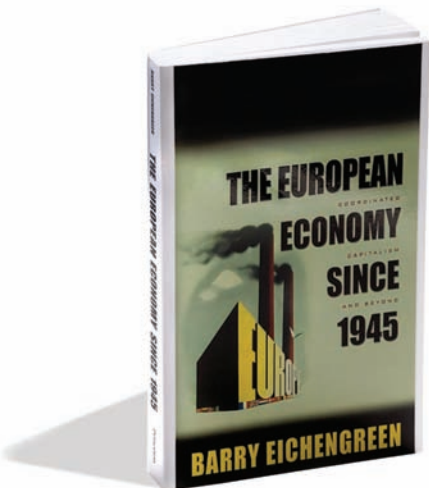
1945年以来的欧洲经济:

协调式资本主义及背后

普林斯顿大学出版社, 新泽西, 普林斯顿, 2006年出版, 504页, 35美元(精装)

在IMF的经济学家圈子里, Barry Eichengreen作为研究国际货币体系的一流经济史学家及其对现行国际金融体系发表的深刻独到的见解而为人称道。在经济史研究领域, 他出版的有关马歇尔计划和欧洲战后黄金时代经济增长的著作产生了巨大影响, 并给他带来很高声誉。在这个主题上, 他提出了如下观点: 包括西德在内的大多数成功国家, 它们的高速经济增长都建立在资本和劳动力保持合作性均衡的基础上——冻结工资增长以换取更多投资。这种组合有效地加快了经济追赶步伐。而自始至终没有达到这种均衡的国家, 比如英国, 则没有完全把握住黄金时代的发展良机。本书对上述观点进行了回顾, 并做出重要扩充。国际金融的发展并没有被当作欧洲一体化进程的中心焦点来看待, 而仅仅被看成其中的一个方面。同时, 对于欧洲一体化人们则是从它对经济增长的意义角度进行考虑的。

尽管Eichengreen早先的著作都深深扎根于黄金时代, 但在本书中, 他将故事延伸到了现在。他回顾了黄金岁月结束以后不再那么激动人心的欧洲经济增长表现, 并对这种增长乏力给出了他的解释。他认为, 欧洲的合作主义模式由于建立在战后早期不断得到积累增强的长期关系基础上, 因而十分适合快速追赶过程。但追赶过程基本结束以后, 经济继续增长需要制度和政策的根本性创新和调整来推动, 这时合作主义模式就不再那么适用



了。因此, 黄金时代结束后, 合作主义发展模式的一些特征, 如主要基于银行贷款而不是股本融资的资本市场, 偏重职业化教育而不是大学教育的人力资本形成方式等, 仍然存在并发挥作用时, 它们就成为了阻碍改革进程的不利因素。

更一般地说, Eichengreen在书中为美国对现代欧洲发出诸多批评这一现象提供了一个很有说服力的历史背景。美国人总是抱怨欧洲有太重的税收, 太多的监管, 而且在开拓信息通信技术的发展潜力方面缺乏竞争。对于未来, 他认为, 欧洲需要调整自己来应对全球化趋势所带来的压力, 并努力把握科技进步和生产技术发展带来的机会。

Eichengreen在书中做出的精彩分析能够帮助我们理解美国和欧洲自20世纪90年代中期以来所经历的经济增长速度的反转过程。Eichengreen有关英国黄金时代所经历的经济衰退及随后经济复苏的分析也很有见地, 尽管他并没有把这一点作为重点。然而, 文章的叙述风格有时候稍显平稳, 怀疑论者也许会质疑这些证据是否够分量来支持文中的解释。比如说, 尽管集中化的工资谈判被认为是支撑黄金时代经济快速增长的至关重要的有利条件, 但它的地位并没有经受经济衰退的考验。一些战后早期发展十

分成功的国家, 如法国, 很难套用Eichengreen的解释。与此同时, 瑞典却和这个模板吻合得天衣无缝。

有关合作性均衡为何能得以维持的合理解释应该也能令人满意地说明这种均衡何以消亡及黄金时代何以会在20世纪70年代走到尽头。但是, Gavin Cameron和Chris Wallace(“布雷顿森林体系及以后的宏观经济表现”, 《牛津经济政策评论》, 2002)将Eichengreen的理论转化成正规的博弈论模型来解决这些问题的大胆尝试告诉我们, 答案并不是那么容易就能得到的。作为一本明确以广大学生和非专业人士为对象的著作, 我们能够理解这样的技术问题为什么没有被摆在突出位置。但我们担忧, 建立在经验和理论基础上的宏大构思可能并没有普通读者想像的那么可靠。

本书文笔优美, 必将被广泛传播。它为读者们给出了很有说服力的分析, 理应获得成功。但它不会是对20世纪后半叶欧洲经济增长所下的最终结论。

Nicholas Crafts
渥里克大学经济史教授

太阳的力量

Travis Bradford

太阳能革命

全球能源工业的经济转型

马萨诸塞州坎布里奇, 麻省理工大学出版社, 2006年出版, 248页, 24.95美元(精装)

对许多人来说, 太阳能有朝一日成为一种重要能量来源的想法是相当牵强的。但本书不仅列举了一个看起来很有说服力的案例来反驳这样一种观点, 同时也进一步指出, 未来十年在太阳能应用领域取

得重大进展的趋势是不可避免的。

本书作者 Bradford 认为，现今对能源问题的重新思考，应放置在人类历史大背景中。人类社会的发展，在很大程度上来说，是在不断寻找新能源替代逐渐枯竭的旧能源的过程中进行的，这个找寻过程有时甚至会引发战争。而有一天能用上廉价矿物燃料的愿望是可望不可及的。传统石油资源日益枯竭；天然气难于运输；加拿大的焦油沙资源在理论上可以用上几十年，但是从环境角度考虑则是不可行的，因为如此密集型的能源是难以大规模批量开采的。

如果继续依赖矿物燃料，除了会加剧气候变化之外——这种变化可能非常显著，还会引发能源需求国之间日益激烈的冲突。Bradford 认为，当然人类最终还是会找到某种替代能源，但这一次的替代能源会是什么呢？促使替代能源出现的催化剂会是什么呢？政府应该为此做些什么样的前期工作呢？

为了回答这些问题，Bradford 指出，大多数矿物燃料的替代品本身就存在问题。水能发电有隐藏的社会成本和环境成本——例如，它常常会导致大规模移民。核能的使用众所周知涉及到安全问题，风能很难被大规模利用，生物能的开发需要

太多的水和土地，氢燃料电池则过于昂贵。

相比之下，通过考察目前日本和其他地方利用情况，人们发现太阳能有许多潜在的优势。据美国能源部的研究报告显示，地球一天所接收到的太阳能可以满足全球 27 年能量总需求。这一信息让 Bradford 做出太阳能在未来十年将成为主要能源的推断。他提出两个理由来支持他的预测。首先，有利己倾向的消费者出于自身利益考虑会选择太阳能作为替代能源，他们这样做并不是因为使用太阳能对环境无害而是看中它所具有的成本效益优势。政府的干涉对此过程可以起到促进作用但并不是决定性的。

其次，个人用户和商户可以通过使用光电电池拥有属于自己的能源供应，并且光电电池可以连接成网络以更有效率的生产和储存能源。这使太阳能的利用变得更加可行。Bradford 称，这一点至关重要。电能只有通过电网大规模集中供应才是经济实用的，人们的这种观点是错误的。尽管现行供电系统采取的集中发电能达到规模经济，但这种规模效益很大一部分都被运输成本抵消了——比如在美国，运输成本几乎是总成本的一半。规划中的从大规模集中发电到通过网络连接

的分散发电的转变与过去 20 年里计算机领域中从大型机到个人电脑的转变过程类似。

《太阳能革命》预示着一场人们渴望已久的摆脱矿物能源约束的大改变即将到来，同时也预示着能量来源在种类和位置上的改变。太阳能之所以显得如此有吸引力，原因在于它能同时满足以下两个标准：可再生，可以就地利用。毫无疑问，多样化的能量供应可以不断满足世界的能源需求，但是随着时间的推移，太阳能最终将会居于统治地位。Bradford 认为这一趋势不可避免，但是他希望决策者们可以通过规范竞争，加重对污染的处罚，加大研发投入来加快这一进程。

这本字字珠玑的著作作为人们提供了有关当前能源状况和未来可能发展趋势的大量有价值的信息和有说服力的分析。尽管书中做出的太阳能注定会占据统治地位的预测显得过于乐观——特别是考虑到运输部门对石油及其相关产品的严重依赖性，但 Bradford 对太阳能在发电领域大展身手的可行性分析还是十分有说服力的。

Hossein Samiei
IMF 研究部顾问



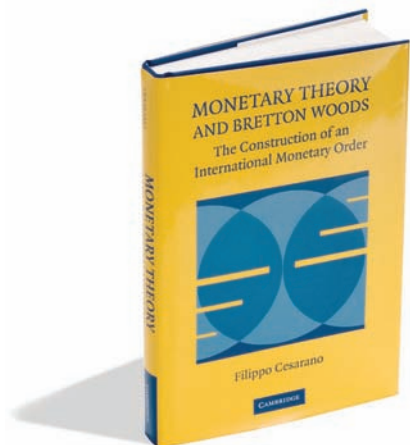
国际财务报告准则：实用指南（第四版）

本书由世界银行和国际会计准则理事会联合推出，中文版即将由中国财政经济出版社出版，由北京国家会计学院相关专家翻译。本书包括了国际会计准则理事会发布的

所有会计准则，除了对国际会计准则的详细讲解之外，大部分章节还包含了实际应用的简单例子。

定价：198 元
联系人：王颢，联系电话：88190918

评 货币范式兴衰史



Filippo Cesarano

货币理论和布雷顿森林体系

国际货币秩序的建立

纽约，剑桥大学出版社，2006年出版，262页，80美元（精装）

20世纪90年代，许多大学摒弃了对经济思想史和经济史的学习，以开设更多的数学训练课程。Cesarano的这本著作适时地提醒人们，应该设法去了解经济学理论的演进过程是如何与其所处历史背景及政策制定所考虑的政治性制度性现实相关联的，这么做十分重要。在叙述金本位制逐渐被抛弃及以法定货币为基础的新国际货币体系慢慢建立的过程时，Cesarano论证了两次世界大战之间的经济大萧条这样的经济震荡是如何引发经济学理论的变革的。通过这种方式，他同时也提醒我们，理论到政策的转变十分困难。

让人感到不解的是，尽管该书认为，历史上货币制度的形成受主流货币理论影响很深，但布雷顿森林体系却是一个货币理论为政策制定提供了不适当理论基础的败例——货币理论使该体系深受折衷主义之害。在20世纪40年代，决策者们根本找不到一个大多数

人都能认同的可靠的货币理论作为指导。1959年英国Radcliffe委员会的一份报告就曾宣称，由于对货币政策所能产生的影响认识不够充分，人们对其没能进行有效地利用。于是，正如Cesarano所指出的，政治上更有吸引力的凯恩斯主义充分就业主张在与更长期的、需要更多的政治付出的维持价格和汇率稳定主张的竞争中开始占据上风。这是对20世纪60年代可调整汇率制度之所以弱不禁风的标准诠释。Cesarano在书中进一步指出，20世纪60年代的体制性弱点是与货币理论从20世纪晚期古典的金本位制时期到两次世界大战之间的经济危机时期的发展分不开的。从商品货币到不兑现标准的转变只有在布雷顿森林体系妥协瓦解之时才能完成。

20世纪60年代早期，建立一个稳定的法定货币标准的基础开始形成：美国采取稳定的低通胀政策，私人市场则乐于利用美元的中介功能并开始积累可流动的美元资产。然而，当大银行家们继续采用金本位制以坚持古典理论，而政治家们选择新式的凯恩斯风格的需求管理措施时，现有的体系开始分崩离析，阻碍了从黄金兑换标准到纯美元标准的进化。美国从1965年开始的财政扩张以及欧洲黄金储备的积聚在1968年造成了一场危机，自此黄金被正式地从体系中排除。但是，这对挽救联系汇率制度来说为时已晚。

Cesarano成功地将一系列文献融入到文字优美而又有说服力的分析中，以便即使对货币理论并不太了解的读者也能读懂。比起形式化的模型构造，他更着意用叙述性风格的文体来表现他的主题——19世纪和两次世界大战期间的经济理论，以希望这能比

技术化的分析模式吸引更广泛的阅读群体。

Cesarano提醒我们，
理论到政策的转变
是困难的。

我对本书还是有一些意见，尽管这也许有吹毛求疵之嫌。读者们会看到，布雷顿森林协议在本书中直到倒数第二章才被谈及。这样以来，对支持经典金本位制和两次世界大战之间的货币体系理论的说明（关于此，已经存在着大量的间接文献）远远比有关战后体系和60年代的经济理论（这仍是一个新兴主题）的说明详细。如此安排，不甚合适。例如，如果除了人们熟悉的凯恩斯主义与怀特计划，Cesarano还能对其他国家采取的其他替代计划做出分析，大家会更感兴趣。

Cesarano既没有反思旨在改革体系的贯穿整个60年代的激烈争论，没有解释反映出两次大战之间国际货币理论发展的特别提款权和国际货币基金组织的国际资产储备的出现。他也没有解释为什么决策者会继续固执地追求稳定的汇率。在1971年美国政府宣布暂时取消美元与黄金之间可兑换性之后，这种政策惯性仍继续存在或许是最让人感到惊讶的。上述微词与其说是对本书的批评，还不如说是希望作者多做一些研究的恳求。

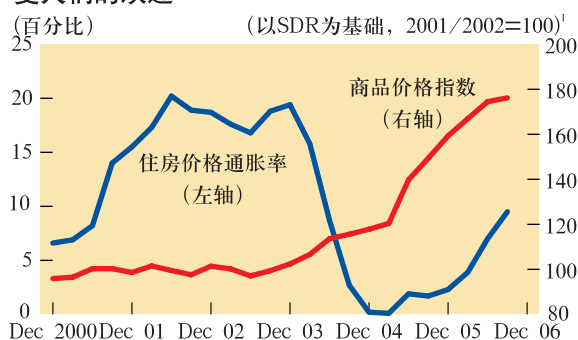
Catherine R.Schenk,
(英国) 格拉斯哥大学
国际经济史教授。

澳大利亚

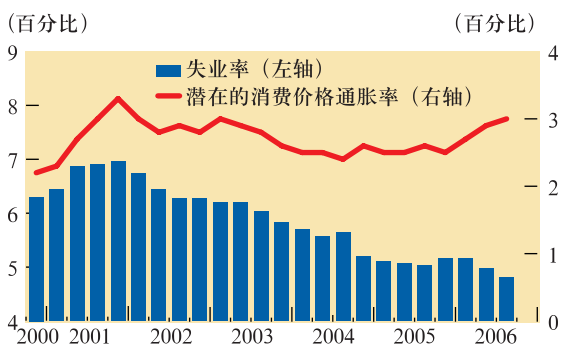


作为世界首要的矿产品（例如煤炭和铁矿石）出口国，澳大利亚正在调整其宏观经济政策，以适应近期国际商品价格的大幅度上涨。

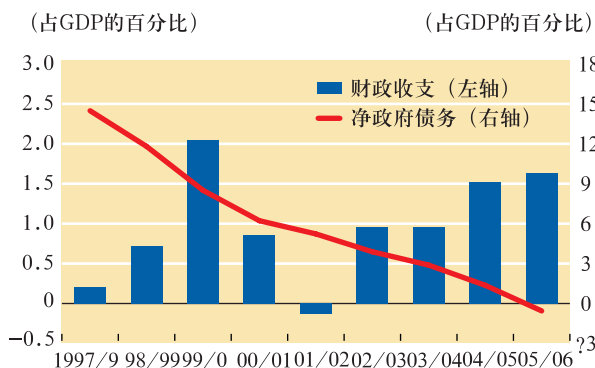
出口商品价格的上涨有助于缓解近几年房地产市场降温所带来的影响，虽然房地产市场的降温深受人们的欢迎……



……失业率已经下降到30年来的最低水平，消费价格已经大约上涨了3%……

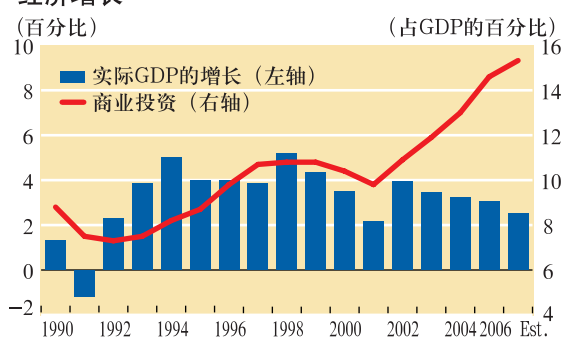


由于在过去9年中8年出现预算盈余，净政府债务近期已经消除。预计将来还将进一步出现盈余，甚至可以考虑为较低的商品价格提供少量补贴。

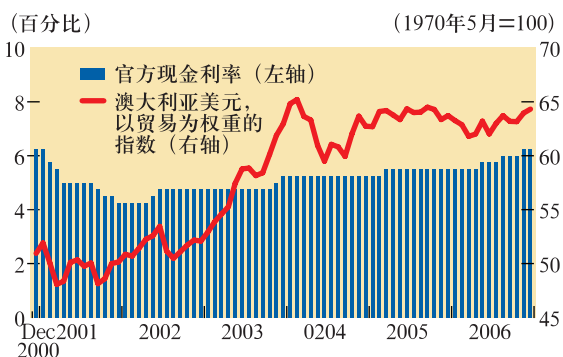


资料来源：澳大利亚统计局；澳大利亚储备银行；澳大利亚财政部。¹SDR=特别提款权。

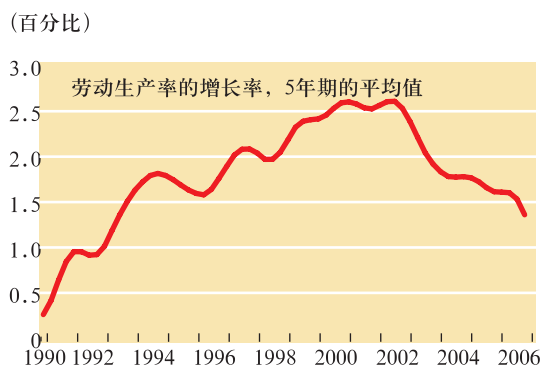
……通过刺激更多的商业投资，尤其在采矿业，目前澳大利亚已经连续保持了16年的经济增长……



……澳大利亚储备银行提高了利率，尽管汇率设定在相对较高的水平。



随着过去改革生产率收益的逐渐消失，澳大利亚已经调整其雄心勃勃的改革议程，以支撑未来十年经济持续、强劲的增长。



援助能够发挥作用

尽管未得到证明，但援助的有效性却越来越强

François Bourguignon 和 *Mark Sundberg*

国际社会基于援助可以促进发展这一认识，呼吁增加援助以抗击艾滋病，减少绝对贫困，使更多人获得干净的水源。国际社会之所以认为援助可以促进增长，是因为2005年国际机构和双边援助国将约1060亿美元的绝大部分用于对发展中国家的官方援助。但经济学家和发展的实践者对于援助的有效性仍存在较大争议，对这一问题的争论从援助首次成为国家预算支出项时就已开始了。对援助重新恢复兴趣与按比例增加对穷国的转移支付的努力相一致，这样做旨在帮助穷国实现“千年发展目标”。

从政治的各方面来看，对援助有效性的攻击日益增多。一些批评人士列举了援助所资助的糟糕项目，还有的批评人士指出援助提供给了糟糕的政府，并通常认为这是一种惯例而非个别现象。一些经济学家对跨国数据使用经济模型进行分析，以检验援助是否会促进经济增长，但结果却具有很大的不确定性。

这一方法有点类似于扎一个稻草人，但惟一的目的就是打倒他。毫无疑问，援助为批评者提供了丰富的素材。这里有许多例子，如援助资金缺乏合理规划、执行不力以及用于许多难以持续的项目（如水泥厂建立在远离沙石的地区）等。事实上，一些治理较差的国家在冷战期间确实获得了数百万元的援助，但这些援助是出于地缘政治的目的。有时，援助机构跟风逐流，但随后就被证明误入歧途，如20世纪70年代较为流行的综合乡村发展项目。但这并不能证明所有的援助已经或现在是无效的。

完全不会令人感到奇怪的是，许多经济学家发现，全部援助和增长之间的

关系并不密切。有证据表明，在援助的效果上存在着较高度度的异质性，这是在跨国分析所产生的典型统计学问题基础上得出的。发展成功的多个标志——收入增加、贫困减少、识字率、拥有卫生设施和疫苗接种情况，使经验分析进一步复杂化。由于很难找到一个与事实相悖的案例，因此案例研究并不能解决问题：一些人认为援助并没有减少非洲穷人的数量，但另一些人认为，如果没有援助情况会更糟。

这些发现似乎将援助置于无可辩驳之地，但仍有许多批评是错误的。这并不是说，我们很容易了解援助的影响，或者我们能够对援助加以调整以改善其结果。虽然很难在较短时间内提出充分的证据，但仍有充分的理由相信援助可以促进发展。

美元可以买什么

对于结果而言，将责备或信任归因于援助这一基本问题是原因之一。援助方希望了解每1美元援助所带来的发展成果，但这往往不可能真正实现。例如，1美元援助究竟能使多少儿童接受疫苗接种。更多儿童可能通过援助支持的免疫项目而获得免疫接种，但也有可能得到其他医疗卫生系统的资助，还有可能是由于医疗保健改善的结果。当然，即使指定援助款项的用途，资金也可能挪作他用。

在外国援助支出和最终发展成果之间，仍然有很长的因果链。这一链条有三个主要的联系，从而使我们能够确切了解援助的有效性。第一是国家政策（宏



François Bourguignon, 世界银行发展经济学部高级副总裁和首席经济学家。



Mark Sundberg, 世界银行发展经济学部首席经济学家。

观经济的稳定性、规章制度、贸易和公共财政)和最终发展成效的关系。尽管我们所掌握的国家政策对发展影响的知识并不全面,但实例仍然大量存在。经济研究和评估能够通过对其国特有经验和特殊干预影响评价的事前和事后分析而得出这方面的知识。

第二是决策者根据已有知识做出合适决策的能力,换句话说,也就是治理质量,即官员执政的能力、制度的能力、各机构之间的彼此制衡等。

第三种关系,实际上首先是外部捐助方(或援助机构)和决策者(或政策)之间的关系。援助机构提供资金和技术支持,而资金和技术支持都会对政策讨论有所影响。但即使援助机构通过不完整的知识并对执行稍加控制,援助机构通常也寻求利用其有限的条件。

在该种联系中,援助的有效性取决于援助方对国家决策者所采取的行动、治理环境、在可选择背景下一系列政策所导致发展结果中可获得的知识。

良好治理的作用

每一种联系虽然并不完整,但都可以加以考察。尽管一些质疑仍然存在,而且国家的特殊性也不容易考虑在内,但对一些政策对发展结果的影响却能够有所了解。例如,宏观政策的稳定性确保了良好的投资环境和对增长有影响的有选择的贸易开放性。在项目层面这同样是真实的,影响评估极大扩展了我们工作、家庭、企业和社会方面所获得的知识。

对于治理体系以及治理体系如何才能保证制定更好的决策以及最终发展结果的理解也增强了。尽管因果关系很难加以澄清,但有证据表明治理的某些方面对发展会有促进作用。这一逻辑解释了发展机构如世界银行,基于效果的援助分配体系中强调管理的原因。

因此,在那些满足特定治理条件、能够获得关于政策和项目正确知识的政府和援助机构,援助会变得有效。事实上,一些国家依靠不同的程度的援助做得很好。但仍有一些援助方不能说服决策者采纳有效战略的例子。为什么?推动援助分配的政治和历史因素包括后殖民地时期关系、商业利益、冷战以及最近的反恐战争。在援助如何实际使用上,援助方只有少量的利益。援助方通常使用援助来支持他们认为正确的发展策略,如国有企业私有化或金融自由化等,援助方常常很难理解可能使制定类似政策冒很大风险甚至达不到预期目标的本国限制因素。

实施政策条件的困难在事后看来似乎是明显的。削弱援助有效性的提供问题现在同样很好理解:捐助国的崩溃、援助的变化、缺少预见性、“遵从成本”可能大量消耗受援方的援助价值。

趋于新的援助模型

对这些困难的进一步了解会使援助的有效性更强。依靠前述的原则和从正在申请的一些国家中选择捐助国,将会出现一个新的合作伙伴的典范。

在过去十年,官方发展援助呈现出两个特点:国家所有和基于国家绩效的援助分配。第一个特点要求捐助方根据受援国的要求调整其援助战略,不再受严格的政策条件的制约。说永远比做起来容易,但由90多个国家所制定的巴黎宣言议程,表明已开始改变过去的援助行为,并似乎产生了缓慢的影响。事实上,2006年首次搜集并监测了援助队伍的指标。第二个特点基于援助的水平和形式,可以从期待受援国达到的发展成就中得出。这些特点包括国家治理和政策的效力和未来结果的一些中间指标。非常明显的是,基于绩效指标的选择性援助正在增加。

援助框架越来越类似于常见的委托人代理模型。委托人(捐助国)承认,由于缺少相关信息以及严格的政策约束的相对无效性。他们不能直接决定代理人(受援国)的发展。但委托人可以了解正在实施政策的特点,并推测出可能的结果,例如识字率增加、免疫接种的范围扩大以及贫困程度下降等。目标是使援助义

务建立在基于获得发展结果的契约基础上。

一个依然面临的挑战是在激励、鼓励良好绩效和解决需求之间,对援助加以平衡。良好的绩效模型承担着将援助只集中于几个援助已取得较好效果国家的风险。一种基于需求的方法冒着将资源用于管理较差、效率较低并可能毫无效果环境的风险,并可能破坏那些力图使援助发挥更大作用国家的积极性。如何将援助给予那些不成功的政权或治理水平较差的国家——这些国家和政府也许是最需要援助的。这些“脆弱的国家”确实需要援助,而且需要不同的援助方法(见《金融与发展》,2006年12月号,第37页)。全球社会将努力改进这一领域的工作。只要捐助国和有关机构能够与当地的迫切需要保持一致,我们希望这些备受困扰的政府能够从取得较好效果的援助国中吸取经验,并能够复制成功的援助项目。

“一个依然面临的挑战是在激励、鼓励良好绩效和解决需求之间,对援助加以平衡。”

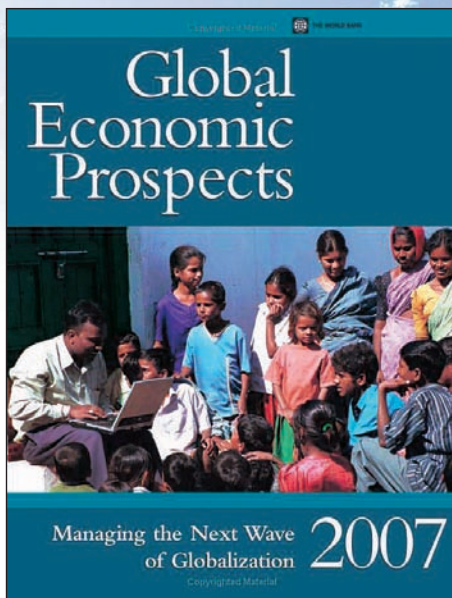
2007 年全球经济展望： 驾驭新一轮全球化的浪潮

世界银行相关专家撰写

本书即将由中国财政经济出版社出版

在未来的25年，发展中国家将成为全球经济的主角。《2007年全球经济展望：驾驭新一轮全球化的浪潮》分析了新一轮全球化浪潮所产生的机会或压力。在未来的全球化浪潮中发达国家和贫穷国家会同样受益，但今天所存在的在收入不平等、劳动力市场和环境方面的压力将日益严重。

到2030年，世界人口将从现在的65亿上升到80亿，而增长中的97%将来自发展中国家。未来的25年，科技水平的快速提升、商品及服务贸易的快速发展以及金融市场一体化速度的加快将促进经济的长期增长。然而一些地区，尤其是非洲却处于被遗忘的危险之中。此外，即使发展中世界的许多人进入了所谓的“全球中产阶级”之列，但许多国家内部的收入不平等仍在加剧。同时，来自中国、印度及其他发展中国家工人的低工资竞争（不仅商品贸易中如此，而且服务贸易也是如此）将对全球劳动力市场的一体化产生新的压力。尤



其那些缺乏技能的工人将被远远地抛在后面。要管理好这些问题，将增加国家决策者的负担（包括作为一个整体的国际社会），以保证世界更多的人分享全球一体化带来的机遇。

正在进行的全球化也将给“全球社会”增强压力。解决全球气候变暖、保护海洋鱼类以及控制传染性疾病将需要有效的多边协作。这样做的目的是保证经济的

增长和减贫活动不会给后代造成不可挽回的伤害。

《2007年全球经济展望：驾驭新一轮全球化的浪潮》对世界经济的现实情景和未来状况做了短期的展望分析，同时也对决策者调控目前以及改善未来的经济状况所面临的挑战也进行了分析。

欲了解更多的信息，

请访问 www.worldbank.org/prospects 网站。

欲浏览在线版的《全球经济展望》，

请访问 www.worldbank.org/globalouolook 网站。