



金融与发展

危机
侵袭亚洲

FINANCE and DEVELOPMENT

www.imf.org/fandd

2008年12月号

Blanchard:
复苏之路

El-Erian论
失效的
断路器

对《非理性繁荣》
作者席勒的采访

对122次
国家经济衰退的
解析

从历史角度
看危机

系统的 断裂

困境中的
世界经济

Finance & Development, December 2008 - Chinese



MFICA2008004

《金融与发展》是IMF的季刊，用英文、阿拉伯文、中文、法文、俄文和西班牙文出版。

英文版刊号 ISSN 0015-1947

Jeremy Clift
主编

Camilla Andersen
Archana kumar
James Rowe
Simon Willson
高级编辑

Maureen Burke
Sergio Negrete Cardenas
Natalie Ramirez-Djumena
Jair Rodriguez
助理编辑

Luisa Menjivar
创意主管
Lai Oy Louie
美术编辑

Lijun Li
Kelley McCollum
Niccole Braynen-Kimani
编务助理

编辑顾问
Bas Bakker
Tim Callen
Adrienne Cheasty
Ana Corbacho
Alfredo Cuevas
Marcello Estevao
Domenico Fanizza
James Gordon
Thomas Helbling
Paul Hilbers
Paolo Mauro
Gian Maria Milesi-Ferretti
Paul Mills
Uma Ramakrishnan



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 2008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。

中文版由中国财经出版社翻译出版。
地址：北京海淀区阜成路甲28号新知大厦
电话：88190915 88190916
传真：88190916
邮政编码：100142
网址：<http://www.cfeph.cn>
中文版刊号：ISSN 0256-2561



金融与发展 国际货币基金组织季刊

2008年12月号·第45卷·第4期

特 辑

困境中的世界经济

- 8 系统的断裂
修复被损坏的世界经济
Olivier Blanchard
- 11 预防未来危机
灾难之后的制度建设优先事项
Noel Sacasa
- 15 铭记危机
多边框架现代化的案例
Mohamed A. El-Erian
- 18 从历史角度看危机
尽管当前的金融危机非常凶猛，但是历史指出
如何避免下一个大萧条
Charles Collyns
- 21 斯德哥尔摩解决方案
北欧经验的一个重要教训就是在处理危机时，
需要卓有成效的政府参与
Stefan Ingves和Göran Lind
- 24 复苏之路：日本的观点
既能解决流动性又能解决偿债问题的战略是必
需的
Kenneth Kang和Murtaza Syed
- 26 危机袭来
伴随着信贷紧缩或者资产价格暴跌而来的经济衰退更持久、更深入
Stijn Claessens、M. Ayhan Kose和Marco E. Terrones
- 29 赶超竞赛
*Archana Kumar*就不同形势（好或者坏）下如何促进国家的经济增长对
*Michael Spence*和*Mahmoud Mohieldin*的采访
- 34 全球金融风暴考验着亚洲
随着全球金融危机的扩散，亚洲如何渡过困境？
Kenneth Kang和Jacques Miniane
- 37 确保粮食安全
其他措施必须与贸易政策配套，以确
保每个人都可以得到食物
Maros Ivanic和Will Martin
- 40 邻近的投资
海湾产油国正将石油美元投向其他中
东国家，即使油价下跌，这种趋势仍
将持续
Mahmoud Mohieldin



危机的下一阶段

金融危机给全球带来威胁：经济深入、持久的衰退。作为回应，各国货币与金融当局正在采取史无前例的措施以恢复信心和信贷资金流，并通过应急手段和财政刺激，试图维护经济契约的严肃性。与此同时，监管者和决策者正把关注点聚焦于迫切需要的监管与监督改革上——这也是2008年11月在华盛顿举行的20国集团会议上的一个重要议题，而且在整个2009年都将继续受到关注。

在本期《金融与发展》中，IMF首席经济学家Olivier Blanchard从当前和中期视角出发，考察了世界何以陷入如此混乱的局面，以及如何扭转这种局面。他为我们提供了一个令人信服的案例，即一些有承受能力的国家在短期内通过针对性较强的财政扩张手段刺激经济增长，而对较长的时期则采取了更为灵

活的财政政策。

在本刊6月号里，我们考察了危机的起源。本期我们则进一步探讨监管可选方案和使多边框架现代化的案例，并试图从历史经验中汲取一些教训。我们与一些经济思想领军人物就一些问题进行了探讨，如与罗伯特·席勒就资产价格泡沫问题、与Michael Spence和Mahmoud Mohieldin就危机及其对增长的影响、与Mohamed El-Erian就对国际监管的反应等问题。此外，我们还考察了与食品和燃料价格有关的“其他危机”的附带结果，这些价格在2008年中期达到了峰值，使得粮食安全、石油美元的投资以及贫困等主题凸现出来，也使得本期《金融与发展》的内容空前地丰富多彩。

Jeremy Clift
本刊主编

42 尼日利亚的补救尝试

将尼日利亚的石油横财转变成上帝的恩赐

Ngazi Okonjo-Iweala

45 区域经济一体化的经济地理

做得对，区域一体化可以帮助发展中国家与世界市场相连接

Uwe Deichmann和Indermit Gill

其他内容

2 读者来信

威德·迪毛罗论治理

谁应该为自由市场危机受到指责？

3 IMF新闻

IMF新的流动性便利基金

改进的外部冲击便利基金

IMF监管优先事项

给乌克兰和匈牙利提供贷款

坦桑尼亚会议

4 经济学人物

从理想主义者到改革家

Paolo Mauro对罗伯特·席勒的采访

32 图表释义

持续高增长的要素

Natalie Ramirez-Djumena和Jair Rodriguez

48 回归基础

什么是国内生产总值？

Tim Callen

50 书评

日益变化的世界中的阿拉伯经济体，

Marcus Noland和Howard Pack

竞争对手：中国、印度与日本之间的力量抗争将如何重新构建我们未来10年，Bill Emmott

大幅度的通货膨胀及其后果：美国过去与现在的富裕，Robert J. Samuelson

贸易体系中的白蚁：优惠贸易协定如何破坏了自由贸易，Jagdish Bhagwati

54 直言不讳

林毅夫：转变对贫困的认识

修改后的贫困统计数字可能提高人们对发展进程的理解

56 国家聚焦：沙特阿拉伯

57 2008年文章索引

摄影作品：封面，Leverett Bradley/Corbis；第3页，Viktor Korotayev/Reuters；第4页，Stephen Jaffe/IMF；第8—9页，Image Source/Corbis；第12页，Lance Nelson, Corbis；第15页，Rudy Sulgan, Corbis；第18页，Bettman/Corbis；第21页，Peder Björkegren/Etsa/Corbis；第24页，TWPhoto/Corbis；第26页，Bill Pugliano/Getty Images；第30—31页，Michael Spilotro/IMF；第32—33页，Koichi Kajino/amanaimages/Corbis；第34—35页，Manan Vatsyayana/AFP/Getty Images；第37页，Ed Kashi/Corbis；第40页，Paul Dowd/Eye Ubiquitous/Corbis；第42—43页，Ed Kashi/Corbis；第45页，Imageplus/Corbis；第50—53页，IMF图片；第54页，Ryan Rayburn/World Bank。

来信

读者来信



威德·迪毛罗论治理

对出生于瑞士的经济咨询专家比阿特丽斯·威德·迪毛罗的侧记（见本刊2008年9月号）读起来引人入胜。德国选择威德·迪毛罗任职于该国经济专家顾问委员会，凸显了德国向结果驱动型的、公开活跃的发展模式开放。

我同意威德·迪毛罗的观点，即西方国家、IMF和世界银行似乎更有必要着手削减其对治理结构上存在劣迹的发展中国家的援助。我更倾向于多边机构应该在针对私营部门的金融和人力发展的援助中起到沟通疏导作用。这种作用在非洲出现得较晚，使得该大陆迟迟不能通过本地孕育的首次公开发包，来刺激通信与银行业基础设施的发展。



Robert M. Oyewole
尼日利亚

谁该受到指责？

我们发现自己正面对着某些时事评论家称为“市场地震”的局面。

这个最初起源于美国经济的一个部门，而如今已威胁到全球金融系统的始料未及的问题，构成了Carlo Cottarelli和Isabelle Mateosy Lago的文章



“帮助全球经济保持健康”（见本刊2007年9月号）的主题思想。文章开篇第一句话就说，“从经济学角度看，没有哪个国家是处于孤岛上的”。如今我们证实了这句话的真实性。我们正在见证着一个大国的政策——但它们是有缺陷的——是如何“以极快的速度使冲击跨境传导”。

文章说到，“今天，IMF的经营模式正在更大范围内受到重新检验，以确保能够继续履行其促进国际金融稳定的核心使命。”据作者称，这一使命包括对成员国的经济进行监督，以及在更广的意义上对国际货币体系进行监督，以确保该体系有效运作，对其185个成员国不同政策间的协同之处或者不协调之处做出甄别。

我确信，自由市场体系一直受到一些人的行为的影响，这些人做出了一些不正确的决策——无论是因为受到了误导，还是因为有着秘而不宣的动机。但愿资本主义体系不会因这类事件而被削弱，也希望能够采取措施克服危机，重新恢复全球经济的正常功能。尽管美国监管机构或者任何国际组织将进行分析，以鉴别错在何处，并找出应对措施，但是问题还是摆在那儿的。

Carlos Martorell Flores
秘鲁，Umacollo-Arequipa

欢迎读者来信。内容不超过300字。来信请发至：
fancldletters@imf.org或者致函本刊主编。地址：Finance & Development, International Monetary Fund, Washington, D.C., 20431, USA。我们将对您的信件进行编辑。

2009年大事预览

- 1月28日—2月1日，瑞士达沃斯世界经济论坛年会
- 3月10—11日，坦桑尼亚达累斯萨拉姆关于非洲经济增长挑战的高级别会议
- 3月27—31日，哥伦比亚麦德林泛美开发银行年会
- 4月25—26日，华盛顿特区IMF和世界银行春季会议
- 5月15—16日，英国伦敦欧洲复兴开发银行年会
- 10月6—7日，土耳其伊斯坦布尔IMF和世界银行年会

IMF BOOKSTORE
The online bookstore of the International Monetary Fund

Visit the IMF's
new e-bookstore at
www.imfbookstore.org.

IMF新的流动性便利基金

IMF为那些具有良好记录，但在资本市场上遇到暂时的流动性问题的新兴市场国家建立了一个新的短期贷款便利基金。在2008年10月29日批准的这项短期流动性便利基金项下，合格的国家有资格在不附加后续条件的情况下获得大笔先期融资，以帮助其恢复信心，遏制金融危机的传染。

IMF总裁多米尼克·斯特劳斯卡恩在一次新闻发布会上说，“基金组织正对融资需求作出迅速而灵活的回应。我们正在向一些国家提供大量的资源，贷款的条件仅仅依据于我们的衡量，即对于渡过危机和重建一个有活力的外部条件来说，这笔贷款是否绝对必要。”

这种新的贷款便利基金是对IMF在其成员国中的融资作用进行更广泛评审的一个组成部分。该举措于2008年初推出，以确认在这个以资本跨境流动日益增长——并且日益复杂——为特征的世界上，IMF为满足各国的需求所采取的手段是正确的。



乌克兰的钢厂。

经济消防员

IMF迅速采取行动，帮助那些受全球金融动荡和发达经济体经济急剧下滑的余波冲击的新兴市场经济体。在东欧，IMF同意向乌克兰贷款164亿美元，向匈牙利贷款157亿美元。两笔贷款的协议将通过IMF的快轨紧急贷款程序签订。通过该程序，IMF对其185个成员国的贷款能够迅速得到批准。

冲击的缓冲器

IMF对其推出了两年的外部冲击便利基金（ESF）进行了改进，该基金的初衷就是帮助低收入国家抑制由其自身无法控制的事件所引起的危机紧急诱因。

对ESF的修订使得基金组织能够更快速、更大量地向IMF的低收入成员国提供援助，以帮助它们处理诸如商品价格（包括石油价格）变化、自然灾害以及可能导致贸易中断的、发生在邻国的冲突和危机等等事件。此次修订还简化了附加于ESF的贷款条件——借款国政府要承诺改进其经济和金融政策。

由于食品和燃料价格剧烈波动，低收入国家在2008年中期特受打击。为使成员国能够更加便利、快捷地得到IMF的支持，加快了对ESF的评审。

共享经验教训

由IMF发起的一个会议将于2009年3月10—11日在坦桑尼亚的达累斯萨拉姆举行，以讨论非洲应该如何应对全球金融危机，并巩固其近期的经济成果。欲知更多的信息，请登陆www.changes-challenges.org。



密切关注

作为对IMF监督作用的评审的一个组成部分，IMF对其在全球经济和国家经济——例如风险分析、金融部门与实体经济的联系以及跨国分析等领域——的监管工作确定了新的优先事项。

监管优先事项陈述报告列出了经济上的优先事项，其反映了IMF成员资格所面临的对外稳定性的主要挑战，而这正是监管应该帮助解决的问题。此外还列出了运作上的优先事项，确定了IMF为应对这些挑战应采取的具体行动，并为监督绩效而提供了明晰的基准。监督应通过监管报告来实施，并辅之以精确完整的评估。

监管优先事项一览

经济方面

- 消除金融市场困境；
- 加强全球金融体系；
- 进行调整，以应对商品价格的急剧变化；
- 推动有序解决全球失衡状况。

运作方面

- 风险评估；
- 金融部门的监管以及实体经济与金融部门的联系；
- 多边视角；
- 对汇率和对外稳定方面的风险进行分析。

从理想主义者到改革家

Paolo Mauro对罗伯特·席勒的介绍

罗伯特·席勒通常被描述为一个理想主义者。在他的一些畅销书，比如《宏观市场》和《金融新秩序》中，他提出创造一种新的金融市场，在其中个体能够通过多样化摆脱影响他们的最主要的风险，如收入或房价。他称这为金融民主化，或者使金融市场造福大众。

席勒拥有两项属于自己的金融创新专利，近年来，他已经着手把其理想变为现实：2006年，美国10个大都市房价期货和全国平均房价期货都开始在芝加哥商品交易所交易。席勒被公认为金融和宏观经济的理想主义者，这可能更多是因为他对金融市场上非理性行为的研究上为公众称道——特别是他很早就识别出股价和房价存在“非理性繁荣”和投机泡沫，使人们对他的这一能力深表钦佩。

当然，席勒仍然首先是一位受到高度尊敬的学者（他是耶鲁大学奥肯经济学教授和耶鲁大学管理学院金融学教授）。随着名流这个词进入经济学界，他已经越来越接近这个称呼：他的关于金融市场和次贷危机的著作已经使他的名字家喻户晓，而且他还出现在美国流行报刊一系列全版退休计划广告上。

非理性繁荣

首先，看一下席勒确定资产价格存在泡沫的能力。1996年，他指出股票市场价格收益比率正处于一个历史高位，并认为（诚然，提前了4年，太早了）股市被高估而且有可能崩溃。他在2000年3月第一版的《非理性繁荣》中阐述了这一观点，恰逢其时的赶上互联网泡沫的破灭：特别是，他对心理因素是投机泡沫形成基础因素给出了令人信服的分析。

在2003年他与Karl Case合作研究的《布鲁金斯论文集》中，以及第二版的《非理性繁荣》（2005年）中，席勒表明，房价已经开始看起来像一个“起飞的火箭”，尽管解释起飞的基本因素，例如建筑成本、人口，或利率没有新的发展。的确，席勒首次收集了跨度为一个世纪的房价的数据系列后发现，与房屋租金或者个人收入相比，房价上涨速度比以往任何时候都快。

席勒关于泡沫产生的看法很大程度上受到心理学的影响。他将此归功于同他结婚30年的妻子Virginia，一个临床心理学博士，在其职业生涯的早期阶段把他引导到心理学领域，并补充说：“一个健康的婚姻，往往需要达成共同的世界观”。因此，在席勒看来，金融泡沫的根源来自于这样的事实，即“人是社会动物，我们相互影响”，结果导致“社会传染”。在资产价格泡沫膨胀时，“新时代”的故事导致股票价格上升；类似的，房价持续上涨，加强了大家对房价只能上涨的认识，从而形成一个房价看似总是上涨的趋势。正如席勒所强调的那样，这并不是说基本面不起作用。相反，他认为，在重要的基本面变化会最终导致资产价格变化的情况下，有效市场假说是有效的。但是，这取决于人们的侧重点，资产价格对基本面变化做出反应可能需要很长的时间。

众所周知，从2006年以来，美国的房价急剧下跌，在这方面，席勒已经被称作卡珊德拉（译者注：凶事预言家）——他认为这是不公平的，因为虽然房价最近的下跌给金融机构以及更广泛的经济带来了重

大损失，但是在较正常的情况下，当买得起房子时，大多数人通常会非常高兴。

席勒的新作《终结次贷危机》，讲述的就是关于肇始于房地产市场和抵押贷款市场的问题，一些评论家批评这本书是一个草稿，为了吸引眼球就急着出版。然而《终结次贷危机》就房价泡沫出现的成因做了大量分析，就美国政府在20世纪30年代为了让房地产市场和经济摆脱大萧条的影响而成立主要的、新的金融机构进行认真回顾，并且就未来减少类似泡沫出现的可能性提出建设性建议。

席勒从一开始就强调主要的紧急救助的关键作用——救助是一个必要的（即使是令人遗憾的）、让市场恢复的战略组成部分。但他为未来提出的建议特别富有想象力：对所有的人接受津贴的金融建议；建立标准抵押贷款合同，设想在事先商定条件下的违约情况，比如由于借款人的职业类别而使得收入快速下降；新的金融产品，比如根据国内生产总值或房价把证券指数化；建立房屋净值保险和职业伤害保险的新金融市场。他还赞成法学学者Elizabeth Warren建立一个金融产品安全委员会的提议。

的确，在其职业生涯中，席勒一直认为金融市场是非理性的，同样还是席勒提出增加而不是减少金融作为解决金融市场非理性方案的一部分。他声称，未来需要“更多的金融，更多的金融创新，更加多的民主金融（全民都能参与），与制度得以完善的环境下的金融”。

不付出努力，就不会有远见

席勒的远见来源于大量的学术研究，通常包括理论、实证分析以及大量的仔细的数据收集与设计适当的方法的综合，抓住经济现象进行深入研究。

席勒早期的研究无疑是学术性的和技术性的。他发表的第一篇论文是在《经济计量学杂志》上，这篇论文的标题是《来自平滑先验的分布滞后估计》。他说，由于自己对物理学有所研究，因此他对非参数和贝叶斯统计非常感兴趣。他的第一个重大突破《股票价格变动太大而不等于后来股利的变化？》（《美国经济评论》，1981）受到同仁的广泛关注。这是一篇影响极大的论文（根据GOOGLE学术文章搜索，该文仍然是席勒被引用最多的论文）。根据标准的金融理论，一个公司的股票价格应该等于预期公司未来支付的股利（净现值）总和。但是，正如席勒的论文标题所表明的那样，股票价格波动太大以至于不能对未来可能的股利做出合理预期。用该领域的术语来说，股票价格的波动远远超过了所有未来预期股利净现值的

专栏1

“非理性繁荣”这个词的真正起源

并不是席勒发明了“非理性繁荣”——这是他的这本畅销书的书名——这个词，但是被他随后使用了。这个词首先是美联储主席格林斯潘1996年12月5日在华盛顿的一场半正式晚宴发表演讲时使用的。格林斯潘问：

“当非理性繁荣已经使资产价值过分升级时，然后就很容易遭受意想不到的、持续的缩水，就像过去十年中的日本，但是我们如何知道呢？”他补充说，“如果崩溃的金融资产泡沫不会损害实体经济以及生产、就业和价格的稳定，我们中央银行就不必担心”。他刚说完这些，东京的股市暴跌3%。世界各地的股票市场受挫。席勒（与其同事John Campbell）已经在美联储表明观点，并就在两天前与格林斯潘共进午餐。他证明市场是非理性的，但不记得使用了“繁荣”。对这一部分，格林斯潘在其自传中写道，“非理性繁荣这个概念是一天早上，我在浴缸里写发言稿时想起的。”

变化。这篇论文一个重要的部分就是搜集股利长期的历史数据，用长达一个世纪的数据进行分析，他可以计算足够长时期内股票价格的基本价值。为了搜集到可靠的资产价格历史数据，席勒往往追溯到一个世纪之前的数据，这会贯穿于其整个职业生涯。

这篇论文让人很感兴趣，偶尔也会有人心怀敌意，因为它触动了敏感神经——对投资者是理性的这一早已普遍接受的观点提出了挑战。鉴于席勒最先强调指出心理因素在金融中的作用，他被视为“行为金融学之父”（从更广泛的社会科学的角度看金融，包括心理学和社会学），而行为金融现在在学术界很流行吗？是也不是。虽然他明确指出市场波动太大以至于不能完全由基本面因素驱动，但是他并没有集中解释或预测资产价格从基本面偏离的方向。

这就是说，从职业生涯的早期，席勒就指出心理因素的重要性，回忆起组织两个重要国家经济研究局专题讨论会的作用他现在显然很高兴：一个关于行为金融，是与Richard Thaler从1991年开始合作的；另一个关于宏观经济和个人决策，是与George Akerlof从1994年开始合作的。他说他的一个遗憾是，虽然行为金融方兴未艾，但是很少有研究生愿意冒着偏离宏观经济学标准效用理论的风险，投身到行为金融的研究之中。

新指数，新市场

作为真正从事学术研究与注重实证研究的标志，在他对房价认真测算和数据采集的研究中得到了最好的诠释。真正学术研究，注重实证研究使得席勒更富有远见。虽然美国房地产的总价值与公司股票总价值是统一量级，但是一直到现在，房价的历史数据还是无法使用。席勒（与其同事Karl Case）分析了价格指数的属性，然后又收集了美国和10个美国大都市地区的一系列历史房价。

席勒和Case开发的价格指数是按价值权重计算的，是记录同一房子销售的重复销售价格，以避免房子大小和质量随时间总体呈上升趋势，从而导致均价的变化。价格指数的目的是为标准、同一的房子提供估价，因此价格指数代表投资房子的收益——这就如同记录投资于股票的收益的股票市场指数，该指数是基于在不同时间买卖同一、不变的股份。获取几千所买卖相隔多年的房价，这确实存在现实挑战——包括设计方案以查出准确的街道地址，由于业主建造大房子而找不到被抽样的房屋地址等等。

用可靠、高质量的房价衡量方法，席勒与其同事说服芝加哥商品交易所，在2006年5月启动房价远期市

场。贸易额迅速增长了一年，后来随着房价的下跌，房价远期交易萎靡。从规模上来看，从成立房价远期市场以来，累计交易额达到数亿美元，这远远不能与金融市场相提并论。席勒承认，写畅销书比启动新的金融市场更有利可图。但他补充说，他的公司也收集住房价格数据和计算标准普尔Case—Shiller指数，并且经营得非常好。然而，新的金融市场已经存在，房价最终停止下跌，看它们能否恢复，这将很有意思。

另一个由席勒首创的市场为“macro-shares”，“macro-shares”是场内交易的证券，它使得投资者对资产类别和经济利益（由指数衡量的东西）表示乐观或悲观看法。Macro-shares完全是由美国短期国债和现金来抵押的。它们的持续期长达20年，并且是成对发行的：例如，根据现货市场的石油价格，假设“石油价格上涨”与“石油价格下跌”，最初设定的价格都是100美元。刚开始，交易商将同时购买这两种证券，然后分别抛出。看涨石油价格的交易商购买“石油价格上涨”，看跌石油价格的交易商购买“石油价格下跌”。当油价上升到120美元，“石油价格上涨”的价值是120美元和“石油价格下跌”的价值是80美元。该交易商完全是对冲风险，没有投资者面临交易对手风险。这个市场的累计交易额已经远远超过10亿美元，而且席勒希望，房价、国内生产总值，以及其他宏观经济变量也可以在macro-shares市场上交易。

专栏2

调查和通货膨胀指数化

弄清楚为什么有些创新受大众欢迎而另一些创新不受大众欢迎的一种方式，是很简单的，即问人们对提议的创新的态度的态度。席勒在不同的国家，对大众关于通货膨胀指数化的普遍态度进行了一系列调查。早在1997年之前，这项工作的目的是了解为什么通货膨胀指数化并没有在美国更加流行。运用调查——而不是运用更复杂的理论或数学模型——可能没有给席勒的学术界同仁留下深刻印象。但他认为，“这是一个终身教授要做的：我不是必须与其他人做同样的事情”，为了了解什么激励了人们的行为，有时最简单的办法可能是问他们为什么这样做这个事情。即使在调查过程中，不能得到直接回答，人们做出选择时关注的焦点仍然提供了很多的信息。多年来，席勒不仅将调查应用到指数化和金融创新上，而且应用到影响资产价格重大变化的因素，比如1987年10月的股市崩盘。

金融创新的秘密

为什么有些金融创新取得成功，而其他的金融创新失败了？这仍然有点神秘色彩。正如席勒所指出的那样，当在新的金融市场上引入住房期货时，不幸的是房价开始下跌。的确，房价远期是现货溢价（低于现价）——从而表明房价预期下降——在新金融市场的开始阶段。大量的参与者在该部门经历金融困难对此并没有给予帮助，价格自身下跌也没有用。有人说，与房子相关的新闻太少，特别是，房价指数的数据每月才公布一次，这意味着刺激房价指数市场交易的行为太少。席勒持有不同观点：他指出有很多新闻刺激房价指数市场交易，这些新闻既包括个人购买和出售房屋，也包括最终影响房屋需求（比如收入和基础设施的可得性）和供给（比如利率和建筑成本）的很多因素。

“这是一个终身教授要做的：我不是必须与其他人做同样的事情”

但是，除特殊情况和运气的成分之外，人们越来越认识到，很快实现大规模或者关键规模的交易是新的金融产品或金融市场取得成功与否的一个关键因素。席勒观察到，有时市场参与者有意占有房价远期市场很大份额，但是由于缺少其他大的市场参与者而搁浅。事实上，席勒把新金融市场比作聚会：“只有知道其他人也会参加聚会，人们才想着去参加聚会，这样的话，聚会气氛才会活跃。”因此，要么是每个人都参加聚会而取得成功，要么是没人参加聚会，很难预期哪一种情况会出现（在学术文献中，这种截然不同情况的可能性被称为多重均衡，像这样由多方相互加强的行动导致的不确定性被称作战略互补。）。

席勒还认为，决策者在引进金融创新中起着很大的作用。例如，很多著名的经济学家（包括席勒）在过去一个世纪里多次表示支持发行通货膨胀指数债券。但是，直到1997年，财政部通货膨胀保护证券市场才建立，根据席勒（和其他经济学家）的观点，财政部副部长Larry Summers在这次金融创新中发挥着关键作用。此外，测量标的资产或者标的数量的能力，也是市场出现的一个必要条件：如果没有标准普尔Case—Shiller房价指数，房价远期市场可能还不能建立。这表明，好的测量方法是必要条件，而不是充分

条件：尽管绝大多数国家的国内生产总值数据长期以来都可以得到，但是席勒倡议的基于国内生产总值的证券至今还没有应用。

理想主义者的未来

席勒对自己未来的职业有何远见？当然，他正在与George Akerlof合著一本关于行为宏观经济学的新书。在这本著作中，他们强调“动物精神”和信心在决定宏观经济产出中的作用。这听起来更像一个学术作品：席勒是否觉得他最近的畅销书已导致其偏离于学术论文？他是否不能更多地运用其学术生涯之初用的经济计量方法？席勒再次保证，他“仍然可以运用经济计量方法，仍然运用数学。”

事实上，他并不认为他的书是畅销书，它们之所以流行，是因为“我把书中的数学部分给剔除了”。不过席勒说，现在“其他的事情需要我做”。特别是，他打算继续从事金融创新的倡导者和促进者。他指出金融本应该为人类服务，但是现有的许多金融工具仍是“非常带有19世纪的特征”。

个人如今面临的经济风险不再是已经被承保的风险。我们有火灾险，但是随着建筑规则的改进和更好的消防，现在越来越少的房屋被烧毁。很多人买了寿险，但是死亡年龄的中位数不再是45；越来越少的父母在他们子女尚不能工作时而逝世。席勒认为，需要出现新的金融工具和市场，以保护人们应对收入减少和房价下跌。希望这一理性继续变为现实。

Paolo Mauro, IMF财政事务部副处长。

参考文献：

- Case, Karl E., and Robert J. Shiller, 2003, “Is There a Bubble in the Housing Market?” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, pp. 299–342.
- Shiller, Robert J., 1981, “Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?” *American Economic Review*, Vol. 71, pp. 421–36.
- , 1993, *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society’s Largest Economic Risks* (Oxford: Oxford University Press).
- , 2000, *Irrational Exuberance* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- , 2003, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*, (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- , 2008, *The Subprime Solution: How Today’s Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

系统的 断裂

修复被损坏的世界经济

Olivier Blanchard

世界经济正面临着60年来最严重的危机。在21世纪的最初5年，有利的环境使得投资者、企业和消费者都认为这种光明的前景是永远不变的，从而低估了风险。房屋和其他资产价格猛涨，风险资产被创造出来并到处出售，就好像它们没有任何风险，而杠杆率也在提高。所以当房屋价格下降，次级抵押贷款和建立在它基础上的保险出现问题时，危机就开始酝酿。在全球一体化加速、金融机构间的相互联系越来越深入复杂的背景下，危机很快在资产、市场和经济体之间蔓延。剩下的事只能交给历史来做，或者更确切地说是正在构造中的历史。

来看看我们今天处在什么境地。如果有好消息的话，我们已经从金融大灾难的悬崖边退回了一步。在今年10月份，面对似乎濒临崩溃的金融体系，大的发达经济体宣布了一系列连续的救市措施。除了注入流动性，政府着手启动收购不良资产的方案，调整金融机构的资本，并提供充足的担保。无可否认，这些措施的实施很复杂，而且实施的效果还远不尽如人意，政府在摸着石头过河。金融市场在这个时候所传达出的信号是这些措施对处理危机有所促进，但

还远不是宣布胜利的时候。的确，当金融危机在发达国家有所缓和时，它又开始吞没新兴市场经济体。尽管不是由于这些国家自身的原因，但是许多国家面临经济突然停滞、汇率的压力以及金融系统瓦解的危险。

而坏消息是，随着发达国家政策制定者在金融方面采用了合适的措施，金融危机开始对实体经济造成更急剧、更深入的影响。金融机构的去杠杆化已经使居民和企业贷款成本加大，造成金融甚至实体经济部门的经营困难。更为重要的是（至少从量化的影响来看），全球企业家和消费者失去了信心。对出现如同20世纪30年代的持久深入的经济衰退的担心，已经触发了对就业保障、储蓄和信贷的担忧。结果，消费大幅度下降，企业投资缩减，失业率迅速上升。

这些情况的发生，尤其是过去两个月信心的崩溃，使得IMF对其2008年10月份的《世界经济展望》做了修改，大幅下调了对经济增长的预测。我们现在预测发达经济体2009年产量将会减少2.5%，这将是第二次世界大战以后发达经济体首次年度产量减少。基于房地产价格会在2009年回升的预期以及去杠杆化会在未来减速，我们预计发达国家



经济会在2010年恢复经济正增长。我们预测因为全球增长前景黯淡、商品价格猛涨以及趋紧的金融状况，新兴经济体和低收入国家的经济增长也会放缓，任何独善其身的希望都破灭了。

我们对这些预测有多大信心呢？回答是不是很有信心。往好的一面说，消费的减少不是因为悲观本身，而是不确定的结果——消费者和企业也许推迟了消费和投资，直待看到明确的好的经济前景。不确定性的减少会刺激更大的消费和投资需求，从而使得产出的增长比预计的恢复更快。往不好的方面说，产量的减少会使金融机构的资产负债表恶化的程度比想象的严重，这是一个明确的风险。以上会导致信贷的进一步缩减，造成更大量的破产和经济活力的进一步恶化。

20国集团11月份的华盛顿峰会就是在这样的环境下召开的。政策制定者总体上的议程以及IMF特定的议程都很简单：首先，先扑灭当前的火——确定并采用相应政策，控制当前发达国家、新兴经济体和低收入国家的经济危机。第二，对如何尽可能避免目前危机的再现做前瞻性思考。让我分别就这两方面来进行阐述。

当前的政策

我们在短期内需要做的事情即使说不是很简单，也是很明确的。政府必须在两个方面对危机做出回击。它们必须贯彻并更新在过去几个月内应对金融危机所采用的政策。并且，它们必须用强有力的措施维持需求，阻止产量的下降，重新恢复信心和私人支出。

在第一方面，我早前就认为组织动员流动性备用金、购买资产、调整资本结构以及提供担保的政策框架大体上是合适的。而政策的实施则具有内在的复杂性，显得比较困难。政策的变化和未来政策的不明确，在某些情况下正在使事情变得更坏而不是更好。只有到这些政策措施被清晰地阐述、游戏规则被更清楚地制定出来，私人投资者的热情才会被激发出来，而当前这种状况则使危机恶化，拖延了金融系统的调整。

第二方面，很清楚责任必须落在财政政策上。当

一些国家，明显的比如在欧洲还仍然有放松货币政策的空间，而其他国家——特别是美国和日本——已经把利率降到了很低的水平，而实际利率已经随通货膨胀的降低而上升。

因此，扩张性财政政策在当前扮演了最重要的角色。那么财政政策扩张的规模以及哪些国家应该提供财政刺激呢？我们的结论是，全球财政扩张应该占全球GDP的大约2%。假设乘数为1——如果财政刺激正好达到目标，则这就是一种保守的假设——财政扩张会转化为使全球经济增长提高两个百分点，从而大大降低全球经济陷入深入衰退的风险。但是为了避免溢出效应，那么很重要的就是，即使不能相互协调，过去低债务比例和严格的政策下具有充分政策空间的所有国家都应实行财政扩张。这里很重要的一点警告是：如果产出降低的幅度比我们现在预测的还要严重，那么财政扩张的规模必须比我们目前建议的还要大。原因是：在当下这个关键时刻，最重要的是降低陷入全面衰退的风险，并且减少经济衰退对今天私人消费投资的负面效应。

为后危机时期做准备

让我们转向未来。当危机消除时（如果我们可以想象这样一个时刻），政府必须解决两个重大的问题。

第一，它们会面对截然不同的财政状况。短期内为了拉动需求而积累的财政赤字会使长期内产生更高的债务，而且往往数额巨大。多数国家对问题机构进行的公共干预的规模和资产购买都会导致更高的总债务。但是由于它们获得的资产总额可能数额巨大，净债务的增长有可能比以前反而低得多。尽管如此，政府的财政状况也会改变很多，从而需要采取更加灵活的财政政策立场。

第二，在一些国家，金融领域的状况会变得截然不同，金融部门会得到大大加强，政府在其中的参与也会加大。政府会面临一系列关于如何界定自己在金融部门的作用等问题。这里，政府的目标是保持与私营机构处于平等的竞技场上，逐渐使金融机构回归私人手中。过去很多银行危机的经验为如何做好这件事提供了指导。

完善监管，避免重蹈覆辙

这次危机暴露出当前国内和国际监管结构的缺陷。因此，我们面临的挑战是设计新的规则和制度来减少系统性风险，而不是强加没有必要的负担或者

阻碍创新。贯彻是需要时间的；而设计已经开始，并且会由20国集团会议上产生的工作小组进一步加以研究。而改革的轮廓已经清晰可见。

测量系统性风险需要更充分透明的信息。这意味着需要重新审视透明度、信息披露、报告制度以及通过更广泛规模的机构收集信息，包括保险公司、对冲基金、表外经济实体，这些都是目前没有做到的。限制系统性风险也意味着要进一步扩大当前的监管范围，用来换取更宽泛的流动性备用金的获取渠道。

微观层面和宏观层面都需要更新更好的国家规则。反周期的谨慎的宏观经济政策似乎有希望成为减轻系统性风险的有利措施。这些政策的实施需要伴随金融基础设施的健全来抵抗危机——这正是形成这次危机的主要因素——包括通过更多的使用集中清算中心和有组织的交换，并为解决单个机构的问题而建立更坚实的框架。

国际体系和IMF潜在的作用

这场危机让人们很清晰地看到金融体系是全球性体系，各个国家之间有很强的相互作用。最初起源于美国的危机现在已经蔓延到全球。各国的政策制定者不能仅仅从本国的立场出发制定政策：它们如何决策不仅仅取决于自身的监管结构，而且取决于其他国家的监管结构；不仅取决于国家层面的系统性风险，而且取决于其他地区风险的组合。在全球范围内监管风险变得非常重要。国际货币基金组织似乎最适合承担这项工作，它可以与中央银行以及其他国际组织协调合作。这意味着扩大全球监管的范围，而这是我现在就要开始着手的工作。

危机也使我们清楚地看到建立国际流动性备用金的必要性。在目前的危机下，这种支持的必要性已经通过特别的双边互换协议来实现，它涉及到一小组国家。全球流动性的备用金也可以得到改善，办法是通过IMF新的短期流动性便利基金，或者建立多边结构，以使IMF得以通过其他成员国和官方债权人，共同为流动性备用金融资金。

最后，这场危机表明，在这个大而多变的资本流动的世界，处于危机中的国家需要一个渠道来获取比过去更大量的资金支持，这笔资金比IMF目前所能提供的量更大。扩大IMF的资金来源就变得十分必要，惟有如此，它才可以更好地履行有助于确保全球金融稳定的使命。

Olivier Blanchard, IMF首席经济学家兼经济顾问。

预防 未来危机

灾难之后的制度建设优先事项

Noel Sacasa

金融危机暴露了当前监管体系的缺陷。近来的发展使得我们很清楚至少应该在四个方面采取行动来减少风险。它们是：（1）找到评估系统性风险更好的方法，并且在繁荣时期就避免风险的积累；（2）提高市场透明度和完善对各种市场参与者所承担风险的披露；（3）扩展跨机构和跨境的监管，同时保护有建设性意义的多样性；（4）为保证更有效、协调地行动而建立的各种机制更好发挥作用。

使开放的金融市场实现其潜能需要有效的监管。如何改善监管是2008年11月份召开的20国集团金融市场与全球经济峰会讨论的中心议题。金融创新和一体化加大了冲击在各类资产和国家之间传播的速度和范围，模糊了系统性和非系统性机构的界限。但是监管还是仅仅针对单个金融机构。监管机制并没有充分考虑到国内机构的行为对系统与国际的含义。

本文对当前关于金融部门改革的实质问题的争论进行了分析。第一部分厘清了需要加以解决的金融机构的主要缺陷，第二部分提出了需要采取政策行动的重点领域。

什么出了问题

改革议案应该解决造成不稳定的市场和管理失误的问题。三组没有得到监管者和货币当局足够重视的互相加强的因素导致了系统性风险的加大。第一，全球宏观经济失衡导致了10年的低利率，引起更大的风险偏好以及全世界更大的资产泡沫。第二，金融部门结构的变化和20年来风险管理滞后于金融创新的发展，导致金融系统更加不稳定。第三，杠杆运作的金融机构有追逐过多风险的内在动机，而不能将系统风险内部化，这是它们需要被监管的主要原因。

全球失衡和房地产泡沫

监管当局和央行都没有足够的知识来处理信贷快速增长和资产价格泡沫所带来的系统性风险。在这10年中，一些经济体长期以来保持大量经常项目的顺差，这引起了对逆差国金融资产的大量需求——特别是美国资产。这与美国宽松的货币政策一起，导致了全球范围的低利率，而这又反过来引致了大量的追逐风险和快速的信贷增长。在美国，家庭和非金融工商企业的信贷市场负债在1994年至2007年间从占GDP的118%升至173%（见图）。家庭信贷增长速度自从2000年以来增长更快，占可支配收入的比例在7年间从98%跃升至136%。与此同时，这一比例在英国从120%增长到180%，在欧元区从72%增长到91%。同时美国房屋价格上升，许多发达国家也伴随着类似的猛增。

创新和结构变化

2008年4月IMF和金融稳定论坛（FSF）在对当前危机背后原因的分析中，都强调了风险管理存在内在缺陷，以及不能评估和解决被大量机构广泛采用的金融杠杆的程度——负债与资产的比例——以及与无序放松相关的风险（IMF,2008;FSF,2008）。风险管理、信息公开和监管等都没有跟上金融创新的步伐，因此就为过度风险偏好和资产价格上涨留下了空间。

尤其是四种金融创新和结构改变削弱了风险管理，使金融系统更加趋于不稳定。它们分别是引起分配的经营模式和依靠大额融资市场；顺周期的资本和会计实践与管理规则；过度依赖向后看的、以市场为基准的风险管理模型和制度；市场参与者更加复杂和



位于华盛顿特区的美联储。

不透明。

引起分配的经营模式和大额融资。证券化和私人复杂结构的信贷工具不可否认增加了贷款的可得性。但是，同时它已经造成更大的风险，造成了风险转移到不具备管理能力的机构，从而应该被卸下的风险又被转移回银行，导致了市场参与者中风险的分散的更大的不确定性，因而带来更大的不稳定而不是有效的分散风险。再有，银行和在证券化过程被创造出来的表外的特殊目的机构都过多依赖大额融资市场，因此引起期限错配，而没有考虑资金耗尽的风险。虽然发起和准备的实体缺少恰当的信贷监管的动机，大量投资者不能充分质疑这样的动机，或者检查以结构产品为基础的贷款的质量。相反，它们过度依赖所涉及机构的信誉和信用评级工具（FSF,2008）。

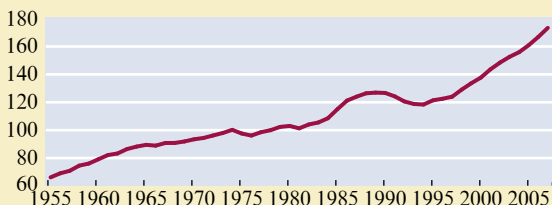
反过来，信用评级机构为仅有有限历史数据且结构复杂的次级贷款打上很高的等级；在某些情况下是基于有瑕疵的模型；且没有为相应的担保付出努力。他们也没有采用披露假设、标准和方法；没有澄清结构性金融评级的含义和风险特征；也没有解决利益冲突问题（FSF,2008）。最后，金融机构并没有经常性充分披露其表内表外风险的类型和重要性，特别是与结构化产品相关的那部分。

顺周期的资本准备金要求和会计。在经济上升

快速增加的债务

全球范围较低的利率导致了包括美国在内的许多国家信贷快速增加。

（美国家庭和非金融企业的信贷债务占GDP的百分比）



资料来源：IMF工作人员根据美国资金流量账户和美国经济分析局的数据计算得到。

期，市场对市场的资产和担保品的价值增加，而贷款损失补贴价值因为违约率在短期内预期下降而下降。这提高了报告股的价值，降低了对借款人和贷款人短期内违约率的估计。同时，风险基础上的资本准备金要求可能在繁荣时期被侵蚀，因为在经济状况好的时候，对风险的衡量趋向于忽视风险的积累。这种对风险的低估使借款人提高杠杆，增加放贷，这又反过来促进资产价格的上升，产生了杠杆率和资产价格之间自我反馈的循环上升（Adrian 和 Shin,2008）。

相反，当对风险的衡量在经济下滑时猛增，损失已经成为现实，在经济运行良好时积累的缓冲资本被侵蚀，而且不能很快得到补充，因为在经济状况不佳时外部资本变得稀缺。资本、信贷和资产市场间的相互作用会通过有广泛基础的相互作用链条而放大，而接下来就会发生资产减价销售和自我驱动的信贷困难以及经济行为收缩。

过度的以市场为基础的向后看的风险管理。过度依赖市场价格和过度简化的、向后看的模型来管理风险，又忽略了对经济基本面应有的分析，这些似乎导致了风险被低估，引起自满和监管的减少。再有，当许多市场参与者使用相似的模型时，他们可能被引诱采取相似导向的市场定位，因而恶化了系统风险。

更复杂但是异质性减少的市场参与者。与30年前相比，当前金融体系中的各种参与主体、较大型的联合体、新类型的参与者更紧密但是更加不透明的相互作用，都更加难以区分（Borio,2007）。虽然这些发展是以提高金融中介效率为目的的结果，但它们也为杠杆率的提高和风险在参与者之间以更加不透明的方式转移创造了条件。这导致市场和监管者在任何层次上都更容易遭受风险，同时多样性的减少增加了协同行为的可能性，从而使系统更加不稳定。

破坏稳定的动机

近来的事件表明一些监管者已经过分依赖金融机构的自我风险管理能力。与此同时，他们已经允许缓冲资本通过证券化和不透明的表外结构，以及没有充足支持的风险减少技术（比如没有充足资本资产的机构来进行信贷违约风险掉期）来削减。监管者可以更好地识别和对抗杠杆化金融机构过度的风险偏好的内在动机，可以不通过将系统风险内部化，而是通过更有效的运用监管工具和更有力的实施。

杠杆率和风险。杠杆化的金融机构的股东和经理人有动机把增加自己的收益作为最先考虑事项，通过承担过于长期的尾部风险——他们可以寻求不对称信息，以便把风险转移到未来或者转移到信息较少的市

场参与者身上。特别是，他们会被驱使通过提高杠杆率，使短期股票回报率高涨。即使这样提高了违约风险，只要债权人不将这种风险价格转移到债务的成本上，比如因为存款保险或缺乏透明度，只要股东和经理人自己受到的风险很小(Dewatripont 和 Tirole, 1994; 以及Rajan, 2005)。

不顾系统性风险。在过去的金融危机中，金融机构将系统风险内部化的动机也被证明是比较弱的。下面例子中，当很多金融机构行为相似时，他们的行为会产生系统风险：①在经济上升时提高杠杆率，而不顾潜在的不可持续的资产价格泡沫；②用易变的批量融资和支持可以制止住危机的流动性便利基金来代替核心存款基金和流动性资产储备；③在利率过低时大幅度增加对特定部门的信贷，因此没考虑当利率最终反弹打击高杠杆的借款人时，债务负担组合的风险。金融机构和它们的经理人也有动机随大流和在一起推高风险，因为保持市场份额的竞争压力，建立在相关表现上的补偿计划，或者预期因系统风险造成的风险会被全社会分担。

监管改革的优先事项

虽然在解决上述缺点的一些措施上已经达成了共识，在其他关于改革金融部门管理的问题上却存在激烈的争论。管理改革的四个方面在这次讨论中特别突出：更好的应对系统性风险和顺周期的风险承担；提高透明度和信息公开；改变信贷分类机构的角色；在管理上对综合性和多样化进行充分平衡，同时提供更好的国际协调。

系统风险和顺周期风险承担

使得资本准备金要求和宏观经济政策更加逆周期。越来越多的政策制定者支持缓和的逆周期（20国集团,2008），但是执行起来很有挑战性。从谨慎的方面看，一个观点是，资本和/或提取准备金的需求，也许还有抵押扣减率最小化，应该识别出将来在经济繁荣时期上升的风险，并且允许在经济较好的时期建立足够的资本缓冲。但是宏观经济政策也许会需要在防止经济过快增长和长期低利率上发挥互补作用。因为后者扭曲了激励，产生很难仅仅通过谨慎管理来控制的过分投机。

重新评估以市场计值的会计方法。对这一问题的讨论现在更加激烈。一方面保持足够的透明度很重要。另一方面，市场价格趋于在投机猛涨和恐慌这两种情况下都与实体经济基本面脱钩。因此，以市场

计值的会计方法不切实际地扩大了股票和监管资本顺周期的流动，潜在地造成如上讨论的金融市场的不稳定。透明度标准以及对谨慎性和系统稳定性的考虑支持这种意见，即对于一些持有期超过到期日的资产来说，有必要对资本向着市场评价方向调整给其带来的影响加以降低或者限制——特别是当市场价格上升时（不包括为了立即提供流动性而持有的资产）。这种有意的抑制效果以及希望得到的透明度，也许可以通过适当的披露条款获得。或者在价格上升到某个门槛值以上时积累起来储备，价格下降时提取出来储备。

“资产组合的多样化对管理信贷风险是不够的，它不能完全替代尽职调查。”

使证券化与动机更相容。资产组合多样化对于信贷风险管理是不够的，它不能完全替代尽职调查。证券化协议应保证发起和主办机构证券化资产上保留足够的风险，因此这些机构有动力对各笔贷款进行足够的监管。此外，巴塞尔银行监管委员会最近（BCBS,2008b和2008c）签署了协议，对特定复杂贷款产品增加了资本准备金要求；为由于违约、信贷转移或因对信贷差价或股票价格的收费导致的会计账户的增量风险，收取附加的资本收费；并加强表外渠道流动性便利基金的资本处理。

加强流动性管理。为健全对流动性的风险管理和监管而更新的一系列原则已由巴塞尔委员会在2008年9月发布（BCBS,2008a），以解决近来危机中表现出的脆弱性。保持充足的流动资产缓冲的重要性可能需要进一步加以强调。

重新评估风险管理模型和系统。巴塞尔协议II框架的第二个支柱可以被监管者用来对银行加强风险管理，加强银行对尾部风险的控制，减缓风险的过度暴露和集中（Caruana 和 Narain, 2008）。这可以帮助确保风险管理资本缓冲和潜在信贷损失具有适当的前瞻性，将与模型有关的不确定性、评价风险集中度和整个商业周期的预期变化等因素考虑在内。监管者可以与市场参与者合作，来缓和产生于薪酬政策的逆向激励（FSF,2008）。

透明度和披露

风险披露和评估。为了防止表外实体在有关组织者真实风险暴露方面误导市场参与者，解除管制和合

并的会计和披露标准正在改进。此外，找到不同的方法，以强调围绕着金融工具的会计评价估计数的点评而不可避免地存在的不确定性是重要的，从而不致使人们对精确性产生误解，特别是当市场不再起作用时(FSF,2008)。

证券化过程和市场。关于证券化产品和它们在各阶段的基础资产的信息可以扩展。尤其是证券化产品发起人和发行者关于承销的标准的透明性，基础资产的尽职调查结果也应加强(FSF,2008)。

信用评级的作用

评级过程的质量和利益冲突。信用评级机构修订了结构化产品评估方法，并且采取步骤把信用评级行为从其他商业活动中分开；将评级主管人的报酬与他们业务单位的金融表现分开；加强对信用评级过程的监管；加强对信用评级方法的内部监督。国际证券事务监察委员会组织在2008年5月修改了信用评级机构操作准则的基本原则(IOSCO, 2008)，以进一步提高评级过程的质量，处理利益冲突。为投资者提供更多有关评级的历史表现的数据以及更多有关评级方法、标准和如何解决数据局限性的信息。

信用评级的应用。投资者不应该用评级来代替强有力的风险分析和管理，后者适合于他们购买的复杂的工具以及持有它们的重要性。在这种情况下，监管当局也许会考虑检查评级规则的应用，来保证这样的使用不会引发对信用评级的盲目依赖，用它代替了独立的评估。

在复杂性和多样性间找到平衡

扩大监管范围以抑制管理套利。所有杠杆化经营的金融机构以及任何与它们有关的实体，也许需要被放在同一把法规大伞下。管理者可能要更加小心，不允许通过建立不透明的市场结构，通过不透明地将风险转移到非合并的实体，或通过其他任何值得怀疑的方式，从事导致风险分配的交易，或者通过也许不能充分衡量或避免实际基本风险的风险管理模型和技术，来欺骗和侵蚀资本准备金。

加强跨境信息交流与合作。事实证明，监管者国际学院对于发展好的实践，对大而复杂的金融机构进行诊断以及处理跨境事务是有帮助的。应该为每一个大型的全球金融机构在短期建立类似安排(FSF, 2008; 以及20国集团, 2008)。

保护多样化以促进系统互补性。持有到期日较长的债务(比如抚恤金和人寿保险公司)的金融机构应该符合以市场计值的准备金要求或者符合风险管理标准，这一标准建立在聚焦于短期价格波动的风险模型基础上。在管理它们的资产时，金融机构应重新考虑它们持有债务的期限。对这类机构的管理范围应该扩大，以使其长期发挥作用。但是其系统重要性有限的低杠杆率的金融机构，如果需要管理的话，也仅仅需要轻微的管理，从而使它们能够在面临更大风险或处于受约束地位时，能比其他市场参与者发挥更大的潜在的稳定作用(Nugée 和 Persaud, 2006)。

Noel Sacasa, IMF货币与资本市场部高级金融部门专家。

参考文献:

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008, "Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles," *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 14, No. 1, Federal Reserve Bank of New York (January/February).
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2008a, "Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision" (unpublished; Basel: Bank for International Settlements), June.
- , 2008b, "Proposed Revisions to the Basel II Market Risk Framework" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.
- , 2008c, "Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the Trading Book" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.
- Borio, Claudio, 2007, "Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy," *BIS Working Paper No. 237* (Basel: Bank for International Settlements).
- Caruana, Jaime, and Aditya Narain, 2008, "Banking on More Capital," *Finance & Development* (June), pp. 24–28.
- Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole, 1994, *The Prudential Regulation of Banks* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Financial Stability Forum (FSF), 2008, "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience" (Basel), April 7.
- Group of 20 (G-20), 2008, "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy," November 15.
- International Monetary Fund, 2008, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness* (April).
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2008, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, revised* (Madrid).
- Nugée, John, and Avinash Persaud, 2006, "Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22, No. 1.
- Rajan, Raghuram, 2005, "Has Financial Development Made the World Riskier?" *NBER Working Paper 11728* (November).

铭记危机

多边框架现代化的案例



纽约市成排的木屋。

Mohamed A. El-Erian

这不仅对于全球金融体系来讲是一个特定时刻，而且对于国家关系来讲也意味着是一个特定时刻。制度和政策制定框架正在以迅速且不可捉摸的方式变革。这些变革都是由全球金融危机所带来的一系列不同反应推动的，而不是什么周密计划推动的。其结果就是市场失灵与政策失误在很大程度上变得不可避免。在这一进程中，我们都能看到当今的多边合作少得可怜。

展望未来，有必要审视受金融危机影响最深的国家，同时也有必要寻找出路摆脱困境。金融体系不会再像一年前的那样，金融危机对实体经济更久远的影响（包括生产率和就业趋势）将改变世界经济的基本面。这就要求刻不容缓地建立现代化的多边框架。

危机是如何酿成的？

我们怎么到了这般田地？我们该怪谁呢？简单来讲，长期结构问题中的两个因素导致这场危机：第一，全球经济的三个主要部分（房地产部门、金融部门和美国的消费需求）同时出现大量的去杠杆化；第二，无论从国家层面，还是从国际层面，面对集中的去杠杆化，市场和政策都没能做出迅速的反应。

房地产部门。第一个出现低迷的主要部门就是房地产，始于2006年（见图1）。美国的次级抵押贷款受到直接损失，次级抵押贷款在经济中那些杠杆率最高

的部门，其中，这些部门也是得到最脆弱资本支持、最不透明、尽职调查最差的部门。

起初，绝大多数政策制定者与市场参与者认为，能够隔离并抑制损失。其部分地反应在对拥有现代风险管理技术的盲目自信，而这些技术金融衍生工具和结构产品的激增来推动。其部分反应在对次贷披露的不充分信息，进而影响了大量的资产负债表。

金融部门。第二个出现低迷的主要部门是金融，始于2007年（见图2）。刚开始，这一进程还有条不紊。机构动员新资本来缓解吃紧的资产负债表。随着不断增加资本，他们在认识到其损失的同时继续增加资本。

但是随着房地产低迷的加速深化，影响的不断扩散，银行为了健康运行而迅速撤离房地产市场。这导致股东权益不断被大幅度稀释。其结果就是，绝大多数资本提供者撤到一边而不愿再提供资金。

在这种情况下，为了紧缩其他地方的信用，银行有两个战略选择：要么出售资产，要么处置业务。但是从某种意义上讲，个体机构也会影响整个体系。经典的“谬论成分”案例告诉我们，在没有促使资产价格下降的条件下，该体系不可能使每个人想要的与出售的相一致。这反过来，加重了刚开始的问题。

美国的消费需求。第三部分的走弱恶化了这些负面效果，其始于2008年并由美国消费者推动。经过长期的过度消费之后，消费者屈服于较高的物价、

收入萎缩与信用减少的多重压力。由于房地产价值的下降，抵押再融资不再轻易为房屋的剩余权益提供套现。结果就是，消费者不能再把其房屋当作取钞机。

低迷的消费需求成为危机巨大潜在破坏性的重要信号：负反馈的一环。低迷的消费需求进一步降低了房地产需求。汽车贷款和信用卡应收款的稳健性受到侵蚀，这就增加了金融机构资产负债表的压力。银行撤出贷款业务，消费者的压力加大。

失效的断路器

由于大量“失效的断路器”的存在，全球体系进入去杠杆化阶段。他们采取相对低负债资产负债表的方式，其中包括新兴市场积累的大量资本（相当部分是主权财富基金）。在危机爆发之初，公司部门现金充裕，新兴市场经济体的经济增长也很有活力，从历史的角度来讲，像中国与印度这样的重要经济体，其

经济增长上的赶超给新兴市场经济带来了活力。

但是，去杠杆化的加速和一般特性使得稳定力量难以奏效。主权财富基金撤到一边，信守混乱市场的至理名言“如果你担心自己的资本回报率，那就真得担心资本回报率”，而等待稳定的市场。

主权财富基金的撤离使得一些美国公司部门不断动用现金储备。这一进程加速低收入带来的低迷的需求，也加速各种资金市场的倒闭，比如商业票据。这导致灵活的公司动用与银行达成的应急筹资，从而进一步加剧了资产负债表问题。

脱钩论

随着这些不同的循环破坏者示弱，焦点转移到全球经济利用经济增长来部分弥补去杠杆化带来损失的能力上来。注意力自然也就集中到最近几年全球经济增长的最重要的驱动力，那就是新兴经济体(见图3)。

最近的证据表明，新兴经济体的增速放缓，部分原因是美国对这些国家的出口需求减少，部分原因是2008年第二季度旨在应对高通货膨胀压力而采取紧缩的货币政策。新兴经济体的增速放缓明确了关于新兴经济体和工业经济体的关系的争论，争论不应是关于脱钩还是再挂钩，而应是脱钩的强弱。

脱钩假说的主要表现形式是，新兴经济体经济增长，与此同时，工业国家经济下滑。这在相互联系的当今世界中，这几乎不可能，特别是在美国——世界上最大的经济体和储备货币发钞国——面对强劲经济逆风的时候。

鉴于工业国家的发展，与历史相比，微弱变化使得新兴经济体的增长更慢。在这个过程中，新兴经济体将受益于补偿因素，比如压抑的本地消费需求、国内高储蓄、大量的国际储备以及较大的逆周期宏观经济政策操作空间。

然而，即使脱钩假设的微弱变化证明是属实的，丝毫不能抵消去杠杆化对全球经济增长、减贫和福利的不利影响。这些用来解释近来全球卓有成效的政策行动，其目的在于：

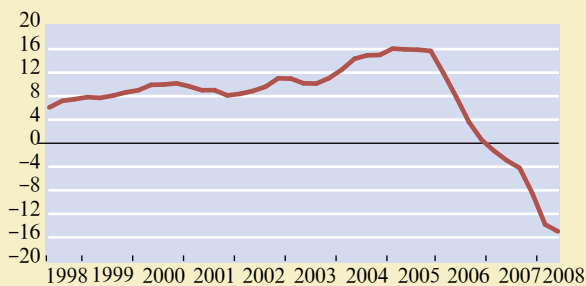
- 恢复现金流和抵押品的正常运行，其中包括恢复对支付和结算系统的信心；
- 向银行和其他金融机构注入资本；
- 消除威胁与不透明、复杂相关的资产；
- 改变某些管制政策的影响，以确保政策更大的逆周期性。

当这些政策行动开始发力时，去杠杆化动力从根本上重新界定了美国的金融前景。只需要考虑：在2008年，商业银行与投资银行的差异得到消除；像如

图1

暴跌

美国房价的增长率最高达到16%，但是从2006年开始下跌。
(Case-Shiller房价指数，年度变动百分比)



资料来源：标准普尔；Fiserv；MacroMarketLLC/HaverAnalytic。

图2

熊市

从2007年6月金融部门股经历了急剧下跌。
(1997年12月=100)

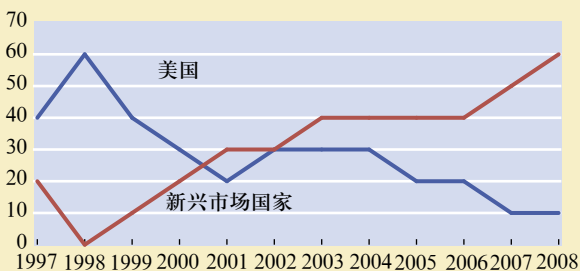


资料来源：Bloomberg。

图3

新火车头

新兴市场国家已经成为全球经济增长的主要推动力
(对全球 GDP增长的贡献, 百分比)



资料来源: IMF; PIMCO。

贝尔斯登和雷曼兄弟这样具有代表性的投资银行不复存在; 美林证券现在是美洲银行的一部分; 两个知名银行, 美联银行与华盛顿互惠银行被更健康的机构合并; 以及世界上最大的保险公司, 美国国际集团, 得到美国联邦储备委员会的紧急注资。

IMF: 姗姗来迟

在未来的几个月, 随着金融风暴即将消退, 人们就该体系怎样陷入了困境以及为何陷入困境展开了讨论。事实上, 当我写这篇文章的时候, 就有一个关于新布雷顿森林体系的会谈。我怀疑讨论将涵盖大量的实体, 其中包括银行、投资者、评级机构、管理者, 而最为重要的是公共部门和私营部门的风险管理师。这些讨论也将考虑, 一旦决策者认识到面临金融体系的挑战, 他们是否有供其运用的正确的政策工具。

毋庸置疑, 人们将会得出很多结论, 一些可能有用, 一些可能不太有用。而最让人引起共鸣的一点就是全球金融活动的终结超出了该体系将其控制在有序范围内的能力。简而言之, 该系统的基础设施不能满足我们, 无论是国家层面, 还是全球层面。

从全球层面来讲, 毫无疑问, 目前的争论至少集中于IMF支持新兴经济体时, 并没有积极干预。毕竟, 去杠杆化完全是一个系统性危机, 这次危机袭击了全球金融体系的核心。它影响到“全球公共产品”, 这些公共品对于很多国家(例如美元的储备货

币地位, 世界上最具流动性的政府市场的可预测性, 大多数国家使用并顺利运作的支付和结算系统)的福利至关重要。

具有讽刺意味的是, 并不缺乏对IMF的分析。在早期, 该机构确定国家共同的责任, 以纠正日益严重的全球失衡问题。此外, 作为对IMF和其他机构所倡导政策的反应, 人们普遍认同。虽然IMF重新调整并加强对金融部门的分析, 但是其工作发现了一些主要的政策问题。

但是, IMF的意见和建议基本上被忽视, 它没有发挥“知识渊博且可信赖的顾问”的作用, 与此同时, 在我们着手处理混乱的去杠杆化进程之时, 我们发现自己处于全球体系达到债务衰竭点。

最初, 我们并没有采用较好的政策解决方案——采用一个协调的多边反应——全球体系付出惨重代价。这些代价包括放弃收入增长、金融不稳定以及失业问题。我们切勿忘记, 我们的社会最脆弱的群体处境最为危险。

囚徒困境

最终, 由于国家的弱点及其IMF与其他多边机制(例如七国集团主要的工业化国家)不能克服国际协调问题, 全球有序解决政策失效。全球体系中的每个主要经济体都对平滑结果感兴趣。但是, 在博弈论文献中, 有一个众所周知的“囚徒困境”, 如果其他参与者没有及时行动, 先行者可能会更糟糕。

缺乏足够的合法性和代表性, 多边框架就会太脆弱, 以致于不能必定保证每个国家的预防政策都能得到其他参与国家的支持。因此, 没有任何一个国家果断采取行动, 及时纠正失衡。

随着全球金融体系可能进入一个较长的恢复和改革期, 这个教训就应该是一个前沿和中心问题。一个相互联系的世界, 要实现高增长, 减少贫困和金融稳定, 就需要更多及时的国家政策。这需要国家政策更多地关注一系列跨境影响。只有卓有成效的、国际政策协调体系的现代化, 才能实现这些。如果现在不更新全球金融架构, 我们注定要重复过去的错误。

Mohamed A. El-Erian, PIMCO的联合首席执行官和首席投资官。1983—1997年供职于国际货币基金组织。



从历史 角度看危机

尽管当前的金融危机非常凶猛，但是历史指出
如何避免下一个大萧条

Charles Collyns

经济史又得到了重新流行。2008年上半年，油价和其他商品价格的飙升，唤起对20世纪70年代滞胀的不幸记忆。最近，自从9月中旬雷曼兄弟的倒闭，全球金融危机的加剧带来一个更加不祥的幽灵，这就是来自20世纪30年代的大萧条。

当前的金融危机基本可以看作现代历史上程度最深、最严重的经济灾难，但毫无疑问，目前的危机已成为第二次世界大战之后最危险的危机。与其说个别国家经济深度衰退——在发达经济体和新兴经济体发生灾难性的金融崩溃之前——倒不如说，危机遍及世界经济各个角落，70年来没有发生的危机威胁到全球的经济繁荣。

但是，按照过去的标准，目前的金融危机有多么严重？而且，关键的是其可能的经济影响有多大？怎样才能遏制破坏和为经济复苏铺平道路？经济史可以帮助回答这些问题，它提供了有益的视角来理解目前危机的相对规模和严重性，并提供了宝贵的经验教训以解决这次危机。

与大萧条不尽相同

一个衡量金融危机的指标就是金融损失的规模。

IMF最新的《全球金融稳定报告》(IMF,2008)估计，按照9月中旬的市场价格，美国相关抵押贷款及其他贷款损失将达到1.4万亿美元。这一损失数额将是战后金融危机损失最大的。不过，考虑到自从9月中旬全球金融危机不断加剧，损失数额还将更高。但就占GDP的百分比来看，这些损失并没有过去一些遭受金融危机国家损失的那么高(见图1)。

另一个衡量指标就是市场压力程度。国际货币基金组织2008年10月的《世界经济展望》(Lall、Cardarelli和Elekdag, 2008)测算一个金融压力指数，以自1980年以来17个发达经济体为基准。该指数已经达到了可与这些国家压力最大时期相提并论的水平，这一指数测算了2008年9月以来可以得到的银行间利差、股票和债券市场业绩等变量。更引人注目的是，压力已经维持在非常高的水平，将近整整一年，并已影响到样本中的所有国家(见图2)。同时，自2008年9月以来，压力非常迅速地蔓延到新兴经济体，其包括许多那些最初被视为对外部因素比过去更具有抵抗力的新兴经济体，虽然它们加强了资产负债表并且还拥有巨额的国际储备。

上图：纽约市在大萧条时期领取救济的队伍。

所以可以肯定的是，这次危机深度非常之大，范围非常之广，凶残非常之猛。但是它能否与20世纪30年代的金融崩溃相提并论？在1929—1933年间，美国的2500家银行倒闭，银行贷款萎缩了1/3。股指从最高点下降了75%，失业率超过了25%。并且，大萧条导致全球经济出现深度衰退。迄今，我们所看到的似乎还没有超过这些标准。银行倒闭相当有限，存款损失及其对银行的其他债权损失也非常小，这主要是由于监管部门迅速采取行动处理了破产机构。国家当局为防止银行资本破坏性的深度崩溃而长期不懈地努力，到目前为止，至少银行信贷得到持续，尽管其中采取了国有化和注入公共资本这样非传统的救急工具。

错综复杂的联系

这一金融危机对全球经济将产生什么影响？影响是复杂的并且通过多种渠道。首先，最为重要的是，在相当长的时期内，获得银行贷款很可能受到限制，因为银行要设法降低杠杆率并重建资本基础。银行放贷标准已经急剧提升，即使政府提供公共资金，以帮助银行提高资本基础，但是随着脆弱的经济加大银行的损失，它们有可能进一步紧缩信用。其次，债券市场融资急剧紧缩，不仅对风险较高、评级较低的借款人，还对一流的发行者和短期证券，比如免疫于这种风险的商业票据。第三，股票价格的降低和住宅财产价值的减少已侵蚀掉了家庭的净财富。例如，在过去一年里，美国家庭的净财富已经下降了大约15%。第四，由于全球去杠杆化和风险规避的增强，投资者对新兴市场的兴趣减少，新兴经济体也面临对外部融资更严格的约束。

总的影 响将有多大？从历史记载中可以得到一些启示，这些历史记载了以前金融危机之后发生了什么经济活动。乍一看，证据是喜忧参半。最近的《世界经济展望》研究发现，在过去30年里所爆发的113次金融困局，只有大约半数伴随着经济下滑或衰退。然而，其金融困局的特征决定宏观经济影响大小的一个关键因素。伴随着银行危机的金融困局对宏观经济影响更为严重。事实上，与没有银行危机的经济衰退相比，伴随着银行危机的经济衰退持续的时间是其两倍，猛烈程度是其两倍，这就意味着4倍于其累积产量的损失。同时，金融困局持续的时间越长，越有害于经济。

在金融困局对宏观经济影响的决定方面，初始条件也起着关键的作用。决定全球经济灵活性的一个要素就是，鉴于2001—2002年度网络泡沫崩溃之后的重大改组，这一时期公司的资产负债表健康状况。总体

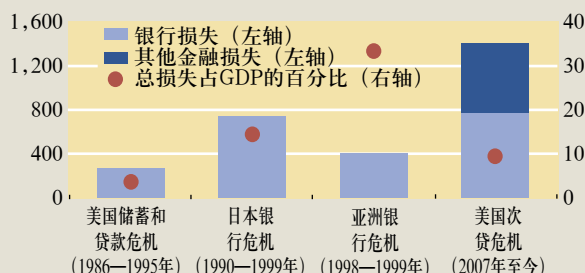
而言，公司的杠杆率已经减少，盈利能力已达到较高水平，这两者都为紧缩的融资条件提供了缓冲。但是，让人感到不太安心的是，家庭的资产负债表看起来并不那么稳健，特别在美国，自2006年房地产市场开始繁荣，美国的储蓄率下降和借款飙升，最近股票和房子价格的下跌，也侵蚀了净资产。

新兴经济体又如何呢？再次，看看其细微差别。经过多年的强劲增长，与经济下滑的2001—2002年相比，公共部门的资产负债表要健康得多，很多主要的新兴经济体已经积累了大量国际储备作为战略储备，并降低了公共债务占国内生产总值的比例，这为应对外部压力提供了更多的回旋空间（见图3）。但是，并非都有这么好的条件。许多国家，特别在新兴欧洲，还有其他地方，积累了大量的经常账户赤字，在全球去杠杆化的进程中，部分通过证券投资和银行的

图1

历史损失

一些国家在过去的危机中所遭受的损失看起来比目前的危机损失得要多。
(10亿美元)



资料来源：世界银行；IMF工作人员的估计。

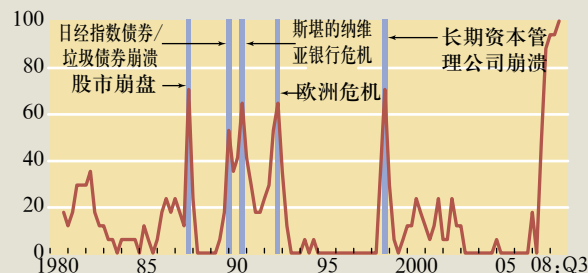
注：美国次贷危机的损失是IMF对银行和其他金融机构损失的估计。所有的损失都以2007年实际美元计。遭受亚洲金融危机的国家是印度尼西亚、马来西亚、韩国、菲律宾和泰国。

图2

高压

将近一年，目前的金融危机事实上已经给成熟市场带来了相当大的压力。

(经历金融困局的国家份额)



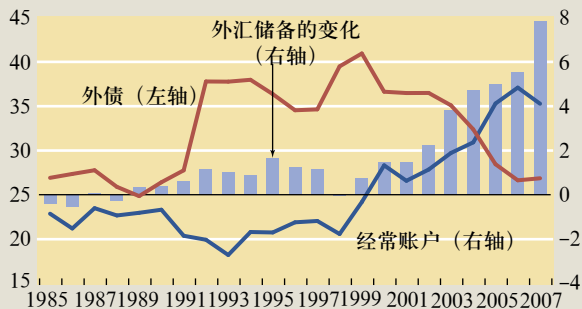
资料来源：Haver 的分析；OECD，分析数据库；OECD，《经济展望》(2008)；IMF工作人员的计算。

图3

处境较好

在这次衰退中，较多的外汇储备和较少的债务为很多国家提供了缓冲，尽管不是全部新兴经济体和发展中经济体。

(10亿美元) (占GDP的百分比)



资料来源：IMF工作人员的计算。

注：新兴经济体和发展中经济体的综合数据是按照IMF的《世界经济展望数据库》分类的。

融资正在急剧减少。即使公共部门拥有稳健资产负债表的国家也表现出脆弱性，这种脆弱性源于私人银行信贷的增长和过多的企业和家庭借款人，所有这些导致资金从新兴市场大量撤出。商品价格的急剧下降——全球经济下滑的常见模式——增加了商品出口商的压力，特别对于那些已经花了很多前期积累的收入出口商而言。

从历史经验可以看出，全球经济正在经历重大下滑。事实上，经济活动已经放缓，企业信心和消费者信心锐减。根据IMF的最新预测，在2009年，以年度为基础，发达经济体的经济活动首次在第二次世界大战后有所放缓。从总量来看，新兴经济体也将大大放慢，这对更脆弱的国家更为严重，尽管像中国一些大的、有活力的经济体为全球经济提供了一些支持。

历史教训

那么，在抑制全球经济损失和尽量减少全球经济负面风险方面，历史可以告诉我们什么呢？大萧条以来每次金融危机首先最重要的教训就是对金融紧缩及早地、积极地、全面地采取行动。当务之急就是采取一切措施扑灭火灾。正如美国前财政部长萨默斯所说，当市场超调时，决策者也必须超调。因此，大萧条之所以如此巨大，部分是因为1929年股市崩盘的4年，决策者遵循正统的政策，使信贷收缩，银行倒闭，让危机自生自灭。今天的决策者非常清楚这次冷酷的先例，其中包括美联储主席伯南克，他对这一时期做了认真研究，有助于加强理解经济中金融部门和实体部门之间的联系（伯南克，1983）。

20世纪90年代的日本是最近的一个警示案例，房地产和股票价格泡沫崩溃之后很多年，对银行和公司资产负债表的影响没有得到注意，这导致十年的经济疲软增长（见“复苏之路：来自日本的观点”，本期第24—25页）。一个更加积极的案例就是对20世纪90年代初期的北欧银行危机的各种反应，其创造了经济急剧下降后经济强劲复苏的条件（见“斯德哥尔摩解决方案”，本期第21—23页）。

第二个重要的教训就是提供宏观经济支持，同时采取金融上的行动。金融混乱抑制了货币政策效果，财政刺激必须对维持实体经济动力、抑制金融部门与实体部门相互之间的负作用发挥重要作用。事实上，目前对增加基础设施支出的兴趣也越来越大，这就类似于大萧条时期的公共工程项目。但是，正如日本的案例所清楚地表明的，宏观经济自身只提供喘息空间，而不是治愈；利用提供给解决潜在金融问题的空间很有必要，否则结果就是一揽子影响递减的财政政策。人们必须认识到，在公共部门管理弱化的国家，宏观经济反应空间非常有限，这种情况常出现在新兴市场危机中。

第三个教训就是需要全球层面的政策解决方案。大萧条再次提供了一个什么不能做的经典例子，那就是美国遵循斯穆特—霍利关税法，上调关税，“以邻为壑”，结果导致危机传播到世界各地。一个国家对其他国家具有消极传染效应其他案例还有20世纪80年代拉丁美洲的债务危机和亚洲金融危机。

更为积极的是，最近几个月已经清楚地表明国际协调合作的益处，这些益处包括确保流动性的支持，加强对存款和银行间风险的保护，处理破产机构与放松货币政策。同时也采取行动确保受到危机的传染的国家有足够的外部融资，其中包括不断采取措施增加IMF信贷的可获得性。

最主要的是从经验中学习教训，我们能够避免过去最糟糕的状况。全球经济正遭受大规模金融危机的冲击，但是，通过强有力的协作措施，损失将得到抑制，从而修复金融损失、支持活动、确保继续获得外部融资。

Charles Collyns, IMF研究部副主任。

参考文献：

Bernanke, Ben, 1983, "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," *American Economic Review*, Vol. 73 (June), pp. 257-76.

IMF, 2008, *Global Financial Stability Report (Washington)*, October.

Lall, Subir, Roberto Cardarelli, and Selim Elekdag, 2008, "Financial Stress and Economic Downturns," in *World Economic Outlook (Washington: IMF)*, October.



斯德哥尔摩 解决方案

北欧经验的一个重要教训就是在处理危机时，
需要卓有成效的政府参与

Stefan Ingves 和 Göran Lind

自肇始于美国的金融风暴爆发以来，为了成功遏制危机蔓延，政策制定者就从以前的金融危机和银行危机中借鉴经验。很多人从20世纪90年代初瑞典和其他北欧国家的金融危机中借鉴经验。

如果不考虑与“第二次世界大战”直接相关的银行问题，20世纪90年代初期的北欧动荡是自20世纪30年代以来工业化国家第一个系统性危机。人们广泛研究发生在北欧危机之前的美国储蓄和贷款（S&L）危机，事实上，美国储蓄和贷款危机只是影响了功能不是非常强大的金融市场的子市场，因此这次危机并非真正的系统性危机。

北欧银行危机令人诧异。这些问题如何在组织和不是非常有序的经济和金融体系出现的？我们至今仍在思考的是，北欧国家如何有效地处理这些危机。

北欧国家重要的经验教训就是，在危机处理过程中，需要政府卓有成效地参与：不是私有部门，而是政府进行系统重构，尽可能地引入私有部门的业主和投资者。北欧的反应也表现出，当资本市场崩溃时，政府保护银行资产价值的作用，如何利用特殊资产管理公司和贷款业务单位，而这些单位必须是政府所有的，私人投资不能参与，因此它们很少陷入系统性危机。这种机构可以通过精心管理来保护价值，避免“火灾物品拍卖”所带来的损失。

作者深入地参与解决了1991—1993年的瑞典危机，因此本文侧重于瑞典的经验以及瑞典危机与此次风暴有何联系。

危机的类型

目前的国际金融风暴，让很多参与金融市场的金融机构重新考虑市场操作长期秉承的信念。但是，这样的事情我们之前已经看了很多，尽管以前的金融风暴规模较小。

每次金融危机的原因都是不同的，但其主要原因总是存在的，就像在北欧国家一样：银行较差，市场纪律松弛，银行监督和管理脆弱，与金融自由化相关的宏观政策不足。

在这种情况下，金融危机所遵循的共同特征则是：

- 潜在脆弱性的显化；
- 特殊事件引发严重的危机；
- 危机传播和恶化；
- 采取措施缓和并解决危机。

我们的分析着眼于瑞典危机和目前危机的一些异同，并就解决目前的局势提出一些建议。

潜在脆弱性——一些相似之处

绝大多数危机的潜在原因都是轻易放贷，这些贷款与房地产相关，而房地产基于与宽松的货币政策和宏观经济失衡相关的过于乐观的风险评估。房地产周期相当长，因此投资者和信贷提供者似乎忽视了未来经济衰退的可能性。他们低估了风险并且投入信贷过多，从而推动了投机泡沫。

政治家好意促进住房建设，而这又往往加剧这种投机泡沫。使现存住房增加和现代化是政治家重视的目标。公共激励支持居民住房需求，特别对信用不足的购房者而言。在瑞典信贷市场自由化之前，法律强制银行把大量的资源用来资助住房和其他房地产项目。事实上，对居民住房按揭贷款和投资提供了公共担保，这类似于美国抵押贷款巨头房地美和房利美。在瑞典危机中，纳税人大量的钱花在了救援政府所有企业，这些企业都拥有公寓楼。

有时，银行集团、其他市场参与者、甚至当局都没有充分考虑到表外和其他潜在的风险。例如，在目前的危机中，金融和信誉风险来自于结构投资工具和其他信贷工具，以及来自于表外承诺对银行流动性的需求。在瑞典危机中，贷款公司发挥了类似结构投资工具的作用。这些公司比银行的管制少，持有大量高风险贷款。当贷款公司陷入流动性问题时，银行需要

不断资助与自身事实上紧密联系的贷款公司，尽管从法律上来说，这些公司都是独立的。

虽然在瑞典危机中这并不是决定性问题，但是金融保险是很多危机常见的一种因素。在经济形势较好时，保险提供者似乎提供了太多的承诺。在危机的形势下，高杠杆率的保险提供者加重了系统问题。

金融管制和监督的差距导致脆弱性的形成。金融发展普遍提高了金融中介的效率，并为客户提供了更好、更多样化的服务。但它也带来了新的风险，市场和当局可能无法完全理解这些风险。在瑞士的案例中，向房地产部门发放太多贷款时，并没有充分考虑风险的集中。此外，银行和有关当局没有意识到用外币提供贷款的潜在风险，即瑞典借款人的收入和资产以本币计价。在目前的国际危机中，很显然，无论银行还是监管部门都没有充分考虑所涉及的问题，源于“发行一出售”的商业模式，尤其是结构投资工具（SIVs）和其他以衍生工具为基础的基金的使用。

一些关键的差异

美国储蓄和贷款危机主要涉及商业房地产，瑞典危机是商业房地产危机和住宅房地产危机的结合。但是，目前的危机与瑞典危机的一个根本区别是，由于高度复杂的金融工具和国内外紧密相连市场的存在，目前潜在的信贷问题恶化了。

虽然较早的危机存在国际联系，比如说，外国投资者持有危机发生国的债券，如今的国际影响则更大、更直接。美国次级贷款危机和以这些贷款为杠杆的金融工具已影响到很多国家的银行，包括法国、德国和英国。甚至远在北极圈的一些挪威的大城市，也在基于美国次级贷款的金融工具方面遭受了重大损失。

同样，不同的国内金融市场之间的联系更为明显。除了对信贷市场的影响，商业票据基金、资产支持证券、银行市场基金和美国市政基金也受到强烈影响。股票市场和证券市场在价格和流动性方面受到冲击。

最严重的问题就是流动性压力。由于缺少信心，持有过剩流动性的人不愿意把流动性转移到需要的地方。在没有市场解决方案的情况下，当局可以处理这个问题将是成本较低、破坏性较小的优先选择。因此，尽快恢复信心是第一要务。对于分析师和交易方认识真正的金融形势而言，复杂的金融工具、估价问题和机构设置使情况更为复杂。他们会问：“这些资产最终由谁买单？”

瑞典式危机解决方案

与目前的金融风暴相比，瑞典危机更多的是“纯”信用危机，从而可以更加直截了当地分析和处理。银行的贷款损失程度和其他损失程度可以估算出来。要求银行所有者注入附属资本，或者让瑞典当局处理这种情况——这意味着对严格的条款甚至政府的干预和银行改组提供金融支持。

瑞典当局认识到有必要迅速恢复金融体系的信心。目前还没有储户大规模地挤兑银行，但是，瑞典银行的外国债权人开始削减其信贷额度。因为债权人发现很难评估个别银行的形势，从而减少其风险。银行和有关当局已经尽最大努力恢复信任。不能光说不练，采取行动是必要的。

“处理危机主要是靠恢复信心，透明度至关重要。”

透明度在恢复信心方面起到重要作用。当局让银行披露其真实财务状况。当局还准备让公众了解其计划和行动。金融部门的高级官员前往纽约和伦敦，会见银行家和市场分析师。这证明是成功的，瑞典银行尽快恢复信贷额度。

透明度的一个重要部分就是确定银行投资组合的价值，在标的资产市场缺少流动性，不能提供健全的价格信息时，很难确定投资组合的价值。瑞典当局让银行保守评估其资产价值，特别是其房地产价值。因此，当时银行的财务状况似乎更为严重，与此同时也建立了一个底线。稳定价格期望，市场再次上扬。在一些危机中，当局试图平滑价格变动，由此产生的不确定性持续时间将更长，从而延误了好转时机。

政治协商是树立信心的一个先决条件。在瑞典，所有的主要政党一致同意危机解决框架。这一框架包括加快和协调相关当局之间的反应，同时保持每一个当局的完整性。作为一个新的当局，银行支持局（BSA）成立。银行支持局在做出决策之前，必须获得中央银行、瑞典金融服务管理局和国家债务办公室的批准。如果没有达成一致意见，这个问题将交给财政部，但是这种情况很少出现。如果没有政治协商或者当局没有采取一致行动，那么就更加难以迅速采取补救行动。

经验表明适当的立法和制度对于解决脆弱银行问题的重要性。如果缺乏这些措施，瑞典不得不临时凑合。英国还没有一个专门的银行解决框架，从而延误

解决北岩银行危机。自从20世纪30年代大规模银行业违约以来，美国逐步建立了成熟的法律、机构和专门机构。尽管如此，美国为了适应非商业银行机构，比如贝尔斯登和“两房”，而且采用了灵活的、非传统的框架。“系统威胁”这一概念已经广泛得到正式认可，例如投资银行也可以构成这种威胁。

狙击风险规避

对房地产业放贷的不当方法显然是一个在瑞典危机和目前危机的根本弱点。整体经济特别是房地产部门的疲软导致了这两次危机。投资者变得更加厌恶风险，使得风险溢价增加。

流动资金紧张、蔓延到其他机构和市场，传播了这两次危机。然而，目前的金融风暴更为严重，因为更多的市场受到影响。复杂的难以估价的金融工具、表外承诺与银行相关的工具（SIVs和其他渠道）加剧了金融风暴。

缓解危机的方法也基本相似。目前的金融危机，采取协调一致的国际行动大规模地提供了流动性；瑞典的金融危机，全国大规模地提供了流动性。在这两次危机中，银行被收归国有、合并或出售（有时得到当局的财政支持）。

事实上，北欧危机的一个主要教训是决策者不能单独地依靠私有部门或市场本身来解决系统性银行问题。这与处理流动性短缺需要最后贷款人类似，当所有其他资金来源已经枯竭，关闭整个银行系统并不可行，这就需要投资者和最后贷款的所有者。政府为恢复信心进行全面担保以防止银行挤兑和潜在的金融崩溃，金融崩溃意味着大规模地价值破坏。

恢复信心

总之，目前的危机包含许多早期危机的特征，但是在金融工具和制度安排高度复杂、国内外市场紧密联系的情况下，危机特征非常复杂。

从其他危机得到经验支持的这两个危机，表明只有恢复信心，危机才能得到解决。提供更多的透明度降低不确定性。透明度意味着更多的对持有风险资产机构及其这些资产现值的披露。当局本身也必须尽可能地公开危机形势及其计划。

Stefan Ingves，瑞典中央银行行长；Göran Lind，瑞典中央银行执行董事会顾问。



一位银行顾客正在使用东京的高技术自动取款机。

复苏之路： 日本 的观点

既能解决流动性又能解决偿债问题的战略是必须的

Kenneth Kang和Murtaza Syed

日本在20世纪90年代和21世纪初所遭受的金融危机与目前困扰美国的金融动荡在起因上存在一些相似之处。15年前世界第二大经济体所发生的经济危机留下了一个明白无误、似曾相识的感觉：流动性过剩、金融监管松懈、过于乐观的资产价格预期造成房地产业急剧下滑和银行危机，导致经济泡沫的破裂。

与过去几年的遗留问题和政策反映相比，日本经济危机的时间明显延长。尽管日本经济泡沫的破裂为金融系统留下了大量的不良贷款，并极大削弱了经济，但仍然经过相当长时间，大量的问题才暴露出来。

1997年，日本经济危机发生6年后，房地产贷款的大量损失和股价下跌导致银行间市场冻结和金融机构的倒闭狂潮，其中包括日本一些最大的银行。在金融系统瘫痪可能破坏日本经济的情况下，日本银行匆忙开放信贷市场。政府同样采取了利用公共资金大规模介入的配合手段，从而导致目前熟悉的两难选择：如何在促进有秩序的去杠杆化的同时，使纳税人的支出最小化并限制道德风险。以日本的情况为例，金融危机被成功化解，但导致“失去的10年”的经济滞胀和通货紧缩时间延长。

当前的经济危机由于其全球性、涉及金融工具的复杂性和更加脆弱的国际背景，似乎更令人生畏。高度杠杆化的金融机构将大量举债的家庭卷入其中，同时使得国内资产负债表更加脆弱。然而，这两次危机都基于普遍的通病，因此日本最终克服这些挑战所取

得的成功（尽管早期存在困难）可能提供了一些有用的见解。

随着危机深度和广度的不断展现，日本战略经过了数年的发展，最初集中在日本银行所采取的创新和非常措施以提供流动性，其中的措施包括：扩大抵押物的范围、直接购买资产、在零利率政策下放松数量限制。提供流动性性虽然必要，但对于稳定金融系统是不够的。当危机加剧，政府当局转而重组银行，使银行承认问题贷款并增加新的资本，在某些情况下甚至会寻求公共资金或退出该部门。最终，更为严格的监管、公共资金的审慎使用、重组危困资产的稳健框架，帮助恢复了金融系统的正常运行。银行损失了100万亿日元以上（约1万亿美元），大大超过了最初的预期，最终大约动用47万亿日元的政府资金来处理大量不良贷款和银行资本的调整。然而，至今这些资金只有不到3/4得到了偿还。

令人鼓舞的是，应对当前危机的最初行动——主要是解决银行间市场流动性压力的一些措施和政府资金支持的救市方案，迅速而有力。总之，美国目前以令人赞许的敏捷行动推进救市；日本直到1999年——房地产泡沫破裂8年后，才注入纳税人资金实施全面的金融改革。

但是我们从这里将走向何方？美国金融市场仍然形势严峻，并且人们也担心出现严重的经济萧条。如果日本的历史有某些指导作用，一些最困难的阶段可能也将到来。尽管目前大量资金被用于解决银行债务

(保护存款并支持借贷)，一个解决更广泛挑战的全面战略——重组陷入困境的资产并支持合并，却并未完全实现。

为实现持续的经济复苏，缺少解决资产负债表任何一方面的系统方案将不会发挥作用。以日本为例，解决银行系统偿付问题和流动性问题的综合手段被证明能够最为有效地解决危机。其中采取的措施包括银行重组和调整公司部门的债务。日本战略一些可能有用的经验如下：

- 虽然提供流动性有助于防止迫在眉睫的系统危机，但并不足以解决资本不足银行体系的根本问题。充足的流动性是解决方案的一部分，但不采取充分认识损失并解决资本不足的措施，市场功能将会被扭曲并推迟所需的调整。较差的会计实践及其对规章制度的忽视掩盖了多年的不良贷款问题，并限制了采取行动的动力，例如寻求新的资本或者与其他机构相融合。延期确认损失被证明代价极大，使破产的公司继续苟延残喘。据IMF估计，目前全球源于美国的证券化债务损失约1.4万亿，只有一半记录在案。基于公平市场评价的、更为透明的制度结构鼓励银行修补其资产负债表，这将有所助益。至少，早期采取行动确认损失并增加足够的准备金有助于确定短缺资本并启动重组程序。

- 用于银行资本重组的公共资金取决于股本冲销和严格的绩效标准以限制道德风险。在日本将资本注入能够存活下来的机构并依次解决不能存活的机构，有助于支持信贷并提高资本率。然而，作为公共资金的交换，银行需记录现有股东的资本，更换高级管理层，提交由金融服务机构定期评估的重组计划。在较宽松的方法失败后，公共资金同样将目标战略性地放在促进金融部门的合并，几个较大的银行和许多较小的银行机构相继倒闭或合并。为强化市场秩序并使道德风险的可能危害最小化，政府同样应考虑在银行系统恢复稳定后，采取适当的退出战略以剥离其在银行系统的股份。

- 重组危困资产是清理资产负债表所必须的。日本战略要求主要银行在2—3年内，通过向市场直接出售、推进破产程序或通过不经法院恢复借款者，加速处理其资产负债表中的不良贷款。剩余贷款将销售给日本工业复兴公司(IRCJ)，该公司负责处理银行的不良资产，或出售给日本工业复兴公司。该公司建立于2003年，负责从银行购买危困贷款，并在重组过

程中与债权人合作。通过这些资产管理公司的政府采购有助于提供法定的清偿力和责任。如果资产价格恢复，这样的介入将结束纳税人的负担，并使其花费远低于其最初价格的情况。在日本，IRCJ在2007年倒闭前甚至力图创造少量的利润。

- 一个稳健的私营部门所主导的框架在这样的调整中将有所助益。尽管一个公共的资产管理公司能够迅速将危困资产从银行中剥离出去，价值的恢复可能取决于私营部门在调整中所充当的主导地位。在日本，私营部门发挥了重要作用，包括国外资金允许接管两家陷入困境的银行，并帮助重组危困公司。获得适当的激励取决于对危困资产的适当评估及其重组的稳健框架。

- 债务人资产负债表也需要调整。在日本，大量的不良贷款被注销，债务调整有助于推动公司部门必要的去杠杆化。更为重要的是，对破产系统进行了检查，2000年国内振兴法允许更快和更为多样的破产处理方法并建立了IRCJ。尽管美国清理住房抵押债务可能需要不同的方法，但是住房抵押债务使人们得到了自己的住房并导致不动产价格急剧下跌，成为目前危机的根源。

- 支持性的宏观经济政策尽管并不是一剂万灵药，但是金融部门的补充措施。为应对危机，日本的决策者降低利率，增加财政支出。1991年中到1993年末，BOJ将贴现率由6%削减为1.75%。然而，由于危机破坏了货币政策的正常转移渠道，需要深入和全面地修补银行系统。总之，日本的经验表明宏观经济政策能够支持调整程序，并提供了一些思考的空间，但它们并不能替代解决导致危机的金融部门潜在不足的直接措施。

最后，一个令人安慰的经验是：尽管最初出现了极大的混乱，但是没有什么能比得上带来光明的危机——为许多必需的改革提供普遍的支持。在日本，在巴塞尔II框架下发展资本市场的措施和确保银行资本充足的制度，有助于建立一个更有竞争性的金融系统。这一金融系统在当前全球性危机中运行相对良好。通过一个更有战略性的焦点，目前的危机同样将预示着积极改革的实施，这一改革将增强全球金融体系的效率、应对危机的能力及其透明度。

Kenneth Kang, IMF 亚洲和太平洋部副处长; Murtaza Syed, 该部经济学家。

危机袭来

Stijn Claessens、M. Ayhan Kose 和 Marco E. Terrones

伴随着信贷紧缩或者资产价格暴跌而来的经济衰退更持久、更深入

密歇根州兰辛市内一家关闭的通用汽车厂。

开始于美国的金融风暴已经影响到世界各国的实体经济。经济学家就危机的影响有多严重以及造成的经济衰退持续多长时间等问题展开了激烈讨论。

讨论强调的几个问题集中于在衰退时金融部门和实体经济的联系。例如，在经济衰退、信贷紧缩和资产（住房和股票）价格暴跌时，宏观经济变量和金融变量表现怎样？与信贷紧缩和资产价格暴跌伴随而来的经济衰退是否不同于其他经济衰退？

为了澄清这些问题，我们对关键宏观经济变量和金融变量之间的关系进行了全面的分析，分析对象是21个经合组织国家在1960年至2007年间的商业和金融周期(Claessens、Kose 和 Terrones, 2008)。这是第一次详细的、与金融市

场困难相伴的经济衰退的影响进行的跨国实证研究，金融市场困难包括信贷紧缩、住房价格暴跌和股票价格暴跌。

衰退、紧缩和暴跌

在分析经济衰退以及经济衰退与信贷紧缩、资产价格暴跌的相互作用之前，有必要确定这些活动发生的时间。鉴于此目的，我们采用的方法侧重于用变量水平变化来确定周期。这与非官方的美国权威机构国家经济研究局的指导原则相吻合，该方法假设经济衰退起始于经济活动的波峰，终止于经济活动的波谷。我们采用这种方法确定产出和金融变量周期，金融变量包括信贷、房屋价格和股票价格等。确定周期拐点之后，我们剖析了经济衰退、信贷紧缩、房屋价格暴跌和股票价格暴跌的主要特征。

在1960年至2007年间，发生了122次经济衰退。平均来看，经济衰退持续时间约为一年，不同情况下经济衰退持续的时间差距很大，最短的为半年，最长的是13个季度（见图1）。从波峰到低谷，产出的下降即经济衰退的幅度往往是2%左右。我们还采用了累计损失的方法来估计总成本，该方法考虑到经济衰退持续的时间和经济衰退的幅度。经济衰退的累计损失通常是3%左右。严重的经济衰退比一般的衰退持续时间长一个季度，并且代价更



大，这些经济衰退是指从波峰到波谷产出的减少，它占到与经济衰退相关的产出减少的1/4。

我们对28次信贷紧缩、28次住房价格暴跌、58次股票价格暴跌进行了甄别。在所有信贷和资产价格下降的事件中，下降最剧烈的25%的事件里，信贷紧缩和资产价格暴跌都分别与信贷和资产价格从波峰到波谷的下降相呼应。信贷紧缩和住房价格暴跌往往是长期和深刻的。例如，信贷紧缩的时间通常持续两年半，并伴随着信贷减少20%，信贷是用私营部门的债权来衡量的（见图2）。住房价格暴跌往往会持续更长的时间——长达四年半，房地产价格下降30%。股票价格暴跌持续的时间超过两年半，股票的实际价值会下降一半。

如果经济衰退并没有紧随其后，信贷紧缩和价格暴跌未必带来产出的减少。事实上，虽然产出增长放缓，特别是在信贷紧缩和房屋价格暴跌的早期阶段，产出最终还会增加。在信贷紧缩和价格暴跌的时期，最终的产出仍然增加，这并不稀奇。因为这些事件并不总是与经济衰退完全重叠，这些事件的持续时间是经济衰退的两倍。尽管如此，在信贷紧缩和资产价格暴跌时期的平均增长率明显低于信贷市场和住房市场更为稳定时的增长率。

但是，信贷紧缩和房屋价格暴跌总是伴随着投资的大幅度下降。信贷紧缩往往伴随着住宅投资下降6%左右，而房价的暴跌伴随着住宅投资下降12%。由于经济活动开始疲软，失业率显著增加，尤其是在这些事件的早期阶段。

周期性变化的跨国同步

一些观察家认为当前的危机具有前所未有的全球性质，一些发达经济体同时出现房屋和股票价格的下跌以及信贷市场的困难。然而，历史经验表明，这很正常。经济衰退、信贷紧缩和价格暴跌经常在不同国家同时发生。在过去40年里，许多发达经济体的经济衰退集中在4个时期——20世纪70年代中、80年代初、90年代初，以及21世纪之初，而且这些衰退往往同时伴随着全球冲击。

正如许多国家经历同步出现衰退，这些国家还经历了同步的信贷紧缩。此外，房屋价格和股票价格下跌往往同时发生。例如，住房价格的下跌在不同国家是高度同步的，这反映全球金融因素的重要性，金融因素包括各国利率的共同变动、房屋价格波动的共同变动。股票价格表现出同步高度，可能是因为股票市场的高度金融一体化。但是，各国经历熊市的次数往往超过经济衰退的次数。正如俗话说，“华尔街已

图1
漫长而痛苦的道路
严重的衰退持续时间更长……
(季度，平均)

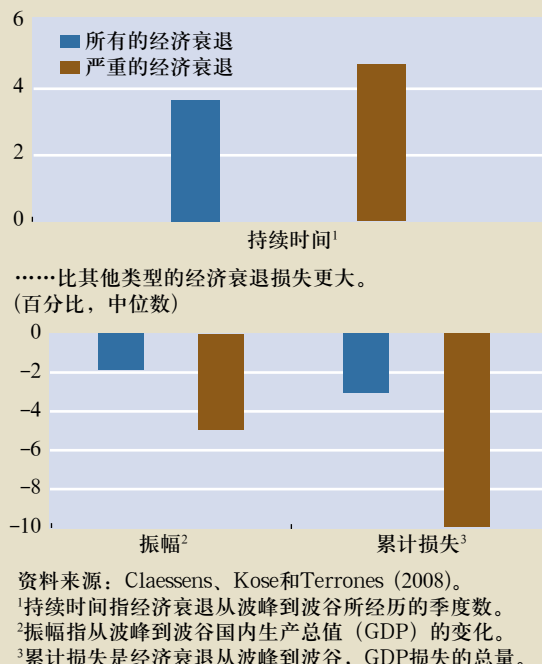
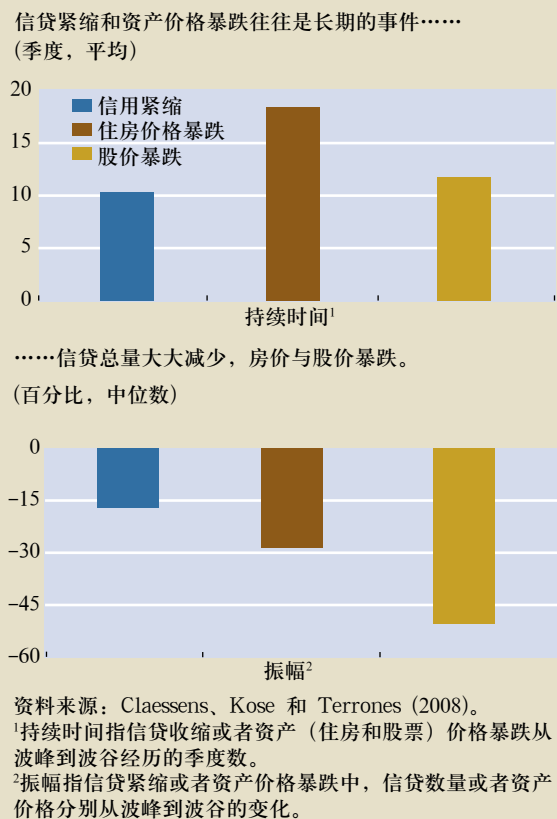


图2
持续时间更长，损失更大
信贷紧缩和资产价格暴跌往往是长期的事件……
(季度，平均)



经预测到最近5次经济衰退中的9次。”

双重打击

伴随着信贷紧缩和价格暴跌的经济衰退确实比其他类型的经济衰退更为糟糕？要回答这个问题，我们首先使用一个简单的“约会”规则，以确定具体的经济衰退是否与信贷紧缩或资产价格暴跌相关。特别是，如果经济衰退发生在信贷紧缩或资产价格暴跌之时，或者发生在正在进行的紧缩或者暴跌之初，我们认为经济衰退与紧缩或者暴跌相关。这条规则描述了两个事件的“时间”关系，但没有给出因果联系。

许多经济衰退确实伴有信贷紧缩或资产价格暴跌。1/6的经济衰退伴有信贷紧缩，1/4的经济衰退伴有房价暴跌。超过1/3的经济衰退伴有股票价格暴跌。金融市场动荡和实体经济活动之间也有相当长的滞后。经济衰退如果发生，可能比信贷紧缩或房价暴跌晚4个到5个季度。

关于当前的金融危机，一个关键问题是，伴有信贷紧缩和价格暴跌的经济衰退是否比其他经济衰退更为糟糕。这里，国际证据是明确的：这些类型的经济衰退与其他类型的经济衰退相比，不仅持续时间更长，而且还伴有更大的产出损失。伴有严重的信贷紧缩或者房价暴跌的经济衰退，与平均情况相比，持续时间只是长了3个月，它们通常会导致产出损失2至3倍于没有这样的金融压力的衰退（见图3）。

为什么伴有紧缩和暴跌的经济衰退更持久、更深入？信贷紧缩和资产价格暴跌导致的金融市场问题可以通过各种渠道延长和加深经济衰退。例如，资产价格急剧下降可以减少企业和家庭的净资产，从而约束了他们借款、投资和消费的能力。这反过来又导致资产价格的进一步下降。随着资本基础削弱，银行和其他金融机构可能限制贷款，这导致更长期、更深入的经济衰退。

对经济衰退时产出的几个主要部分的变化做的多少带有机械性的考察强化了这一结论。在伴有金融问题的经济衰退中，消费与投资通常剧烈下降，从而导致产出和就业更加明显地下降。举例来说，伴有房价暴跌的经济衰退，消费下降通常是没有房价暴跌时的两倍，这很可能反映了住房财富的巨大损失所带来的影响。此外，在伴有紧缩和暴跌的经济衰退中，失业率较大上升。

虽然伴有股票价格暴跌的经济危机往往比没有暴跌的危机更持久、更深入，但是，这些事件在各国的差异，统计上并不显著。这证实，与信用紧缩、房屋价格暴跌相比，股票价格暴跌与实体经济发展的关系并不那么紧密。

对今天的启示

全球经济经历了史无前例的金融风暴。早期出现的温和的经济衰退、紧缩和价格暴跌的教训表明，金融风暴之后的经济衰退的代价可能会更大，因为它们可能同时伴有信贷紧缩和资产价格暴跌。此外，虽然世界各地逐步感受到目前的危机，过去的证据表明，在未来几个月内，危机在全球层面有可能加剧。但是，在某一特定国家，衰退的特征可能是由很多因素构成的，这些因素包括危机前公司、银行和家庭的财务状况，当局为缓解负面效应而采取的政策措施。在国家 and 全球层面上继续果断采取政策行动，有助于迎战危机所带来的不断变化的挑战。

Stijn Claessens, IMF研究部副部长；M. Ayhan Kose, IMF研究部高级经济学家；Marco Terrones, IMF研究部高级经济学家。

参考文献：

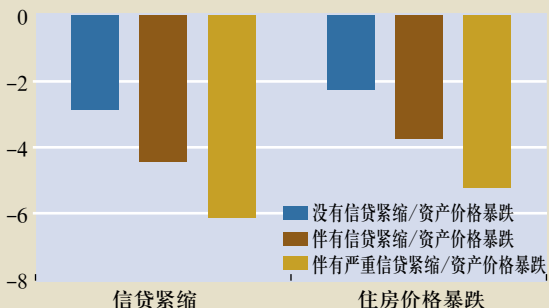
Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" forthcoming IMF Working Paper.

图3

严重信贷紧缩和资产价格暴跌带来的重创

伴有严重信贷紧缩和住房价格暴跌的经济衰退比累计GDP损失更大。

(累计损失，百分比；中位数)



资料来源：Claessens、Kose 和 Terrones (2008)。

注：累计损失是经济衰退从波峰到波谷GDP损失的总量。严重的信贷危机和房地产价格暴跌是所有危机爆发和泡沫破裂的先兆。

赶超竞赛

专家与决策者解读在不同形势 (好或者坏) 下各国如何促进经济增长

当前的金融危机已经让增长和激励问题成为大家关注的焦点。为了解读这个问题，本刊高级编辑Archana Kumar请教了两位专家：诺贝尔经济学奖得主迈克尔·斯宾塞与阿拉伯埃及共和国投资部长Mahmoud Mohieldin。他们两人都供职于增长与发展委员会，增长与发展委员会是一些决策者和学者汇聚一起，用两年的时间来探索持续高增长的原因、结果和内在动力。该委员会恰好在如此严重的金融危机之前完成了这项工作，最近出版了研究成果《增长报告：持续增长和包容性发展的战略》。

本刊编辑：发达经济体需要采取什么紧急行动，以减轻金融危机对实体经济的影响？

Specnce：发达经济体面临两种情况。其一，如果我们不能有效地解决信贷紧缩问题，它会给金融部门以外的经济带来极大的普遍的危害。这种情况会比战后我们已经看到的任何情况都更糟糕。只有全球共同努力才能够避免这种情况，我的意思是，需要国际协调。它不会立即解决股票市场问题，因为股票市场是按照一个完全不同的动态方式以惶恐的心态进行运作的，但是，它还很重要，决策者需要予以关注。因此，我将它放在首位。

让人们关注于第二种情况比较困难，因为我们已经看到了经济增速大幅放缓。从长期来看，我们既需要一个深思熟虑的财政激励手段，也需要制定一个计划，以恢复财政平衡，防止金融市场进一步混乱。这个财政激励手段涉及时间问题。Larry Summers与其他专家已经详细地谈过该问题。

这里有两个选择：处理金融危机的实际影响，并在可能的情况下重组金融体系；然后关注于财政方面。当然，金融体系重组速度再快也不能快到解决信贷锁定问题，因此金融体系重组需要各种形式的直接干预：为银行间交易系统出清的交易以及美联储购买

商业票据和市政票据等等提供担保。

Mohieldin：首先是恢复信心，第二件事还是恢复信心。如今金融体系的信任、信心和信誉问题至关重要。不管我们做了什么，只要能够恢复信心，对发达国家和发展中国家都将是有益的。

正如Specnce教授刚才提到的那样，我们需要考虑一些捷径，采取一些支持措施，直到各种金融机构恢复秩序。为了给关键性发展项目以及贸易和投资融资，国家需要有足够的资金。而金融问题与信心问题一起，意味着应尽快建立支持机制，以恢复金融体系的正常功能。

Specnce

本刊编辑：新兴市场怎样呢？它们现在应采取什么关键行动来保证它们的增长率？

Mohieldin：你不能对所有发展中国家与新兴市场一视同仁，特别是现在，因为它们正以不同的方式面临着当前的危机。因此，比其他国家相比，具体政策可能会更适合一些国家。以商品价格上涨为例，一些国家受益，其他国家则受损。

但是，没有人从金融危机中受益。这不是一个零和博弈。对于小型的开放经济体，包括诸如埃及这样的国家，感觉上就像坐在剧烈动荡的大海中的一只小

船上。我们需要做的就是通过采取某种防范措施和加强安全保障保持小船的安全。我们需要继续使用注重实际的方式来行事。

此外，通过更多的投资来实现和保持增长是至关重要的。以埃及和非洲的许多其他国家为例，它们可以依靠私营部门投资，特别是依靠基础设施这样的生产部门。看到这种有益的项目的结果需要时间，但它们为未来的繁荣铺平了道路。

另一个现在需要考虑的重要方面是衡量经济业绩，包括增长业绩的方式。目前我们衡量这些业绩还依赖于“滞后的指标”。这就像开车连一个干净的后视镜都没有，前方道路上的情况似乎并不十分清楚。要准确评估金融危机对发展中国家的影响，我们需要明确而先进的指标，这些指标能反映问题的全貌。而这并不总是可能的，因为许多发展中国家缺少先进的金融体系，包括活跃的股票市场。

因此，在发展中经济体中，金融危机会带来什么或者将会带来什么都不清楚，我担心这些国家将直接受到伤筋动骨的打击。如果没有任何缓冲或金融避风港，增长率、失业率、人民福利以及更为不幸的是，穷人将直接受到影响。

Specnce：我同意Mohieldin部长的看法，稳定和让小船能继续漂在海上是第一要务。在全球经济出现些微真空的时候，对于能够负担得起的国家来说，国内投资，包括国内公共部门的投资和就业非常有意义。对商品进口达到国内生产总值10%，家庭预算的很大比重要用在食品上的穷国而言，全球社会正确的反应是共同努力帮助它们。

本刊编辑：《增长报告》说，“可持续高增长是赶超型增长，全球经济是必不可少的资源。”你对此有什么看法？

Specnce：我们称之为赶超增长是因为全球经济对增长的贡献，在考察很多成功高速增长案例的动力之后，我们发现全球经济对增长的贡献是一个必要因素。从贸易理论和现代增长理论来看这很好理解。该理论认为全球市场很大，在不用尽力扩大市场份额的情况下，一个国家如果维持原来的贸易条件就可以非常快地增长。但是，另一方面，保罗·罗默与其他增长理论领域知名的领军人物强调赶超型增长实际上涉及到学习。它与知识传播有关。无论是私营部门还是公共部

门，在用专业技术进行经营时，就使经济处于赶超阶段，而对于赶超型增长来说，就是基于这种经济而使潜在的产出得以扩大。这就是我们认为各国能够达到7%—10%增长率的原因，除此以外，没有其他原因能使我们做到这一点。你不能孤立地做到这一点，发达国家在没有反例证的情况下也做不到这一点，因为发达国家必须发明所有的技术，而这种技术可能使得生产外移，发展中经济体则至少可以在一段时期内进口这种技术。你必须进口这种技术并适应这种技术，这就需要相当数量的聪明才智、创新和适应能力。



Mohieldin: 通过更多的投资获取经济增长是至关重要的。

Mohieldin：《增长报告》中13个“二战”后实现持续高速增长的成功案例，通过知识载体，甚至通过外国直接投资融入了世界。它们获得知识的途径要么是直接派人到国外接受教育，要么是进行培训。

我们这一代人接受的教育是，经济活动的三大支柱是土地、劳动力和资本，如果把它们与企业家精神结合起来，你会看到经济活动的奇迹。现在，这三大支柱已经被取代。在一个有趣的著作中，罗默教授讨论了内生型增长，根据他的看法，发展的三个新的方面是：第一，学习、创新、以及思想的传播。第二是“人”取代劳动力，人不仅仅是指在工作的人，还有可能是工作的人以及与他们交流的人。第三，为了安全起见，他们增加“其他因素”，这可能是任何东西，比如资本、额外资源等等。所以，现在经济活动的三大支柱是思想、人和其他因素。

“这意味着全球化仍将是至关重要，尽管人们或许会对全球化的许多优点提出质疑，我还是要这样说。”

Mohieldin

新加坡、马来西亚、韩国、中国以及最近的印度和越南等成功案例，都是基于这些新的支柱而非传统支柱。与世界其他国家进一步的融合能够受益更大。这意味着全球化仍将是至关重要，尽管人们或许会对全球化的许多优点提出质疑，我还是要这样说。

本刊编辑：但是全球经济本身受到严重困扰。你还认为参与全球经济是实现高增长的先决条件吗？

Mohieldin: 正如我刚才提到的那样, 即使全球市场曾经一度出现一些非常消极的发展事态, 即使多哈回合谈判不断失败, 我仍然相信全球经济对小型、开放经济体的价值, 比如埃及和该地区其他国家。全球经济也让较大的国家受益, 比如中国和印度。我仍然相信全球化在以下几个方面的价值: 通过出口扩大需求, 通过外国投资提高资本增长的能力, 通过向其他国家学习扩展我们的知识等等。没有全球化, 这些都是空谈。

Specnce: 我只补充一点。世界各地大约有40亿多人民生活相当殷实, 或增长很快, 这个数字一直在增大, 现在对此也抱有很大希望。希望是最恰当的一个词。如果我们听任全球经济停滞不前和截断所有人的机会, 包括在成功的经济体的人们以及那些可能加入这一队列的国家的人们, 也就是说世界人口的其余很大一部分, 我们将: (a) 做出一些损害增长和繁荣的事情是很不公平的; (b) 这将让人们思考他们与世界上其他人的相互关系。因此, 值得付出很大的努力以保护某些开放的全球经济的观念。

本刊编辑: 你是否澄清了“二战”后的增长“模式”? 或者, 如果您已经写了《2008年增长报告》, 它可能为实现高增长提供了不同的政策处方?

Specnce: 这可能不是惟一的模式, 但它是我们能够找到的惟一的。在某种意义上说, 这是一个实证观点, 其他人在不同的具体情况可以得到不同的观点。举例来说, 迪拜可能会从自然资源型经济转向全球服务型经济, 而处于独特情况下的印度, 通过发展“高学历”服务业形成了自己的做法。话虽如此, 在某种意义上, 它是我们知道的惟一模式。如果在2008年下半年写此报告, 我们会更多地强调波动和保险方面的问题, 因为当它们失去控制就会滋生危机。此外, 我们已经知道, 这种危机正在削弱进步和增长, 并且不能充分支持增长政策。

Mohieldin: 对决策者而言, 该报告特别有用, 因为它突出了不要做的事情。尤其是对13个地理上并不接近的高速增长的国家至关重要, 我们在报告中已经指出, 这些国家大部分都在亚洲。与我们最接近的国家

是阿曼, 阿曼是一个非常特殊的案例, 至少从相对较小的人口规模这个角度看。这并不削弱阿曼已经取得的成就, 特别是在人力资本投资与股权投资方面。但东亚国家, 比如新加坡、中国、马来西亚、韩国和日本学习了彼此的经验。邻近, 不仅地理上的邻近, 而且文化上的邻近是有益的。

本刊编辑: 除了你提到的“个别国家的条件”外, 什么是实现持续高速增长的关键的政策因素?

Mohieldin: 人力资本投资。教育和卫生方面的投资和公共物品的提供是一个至关重要但是被忽略的问题。之所以被忽略, 是因为这些投资的产出在今天或明天不能反映出来。看到人力资本甚至基础设施的回报需要一代人或者更长的时间。在更广泛的意义上, 您可以支持人力资本发展。

Specnce: 我非常同意这一观点。从长期来看, 高水平的投资对后代非常重要, 似乎应该至少放在紧接着高度优先事项之后。但我会选择对全球经济开放。我认为这是其他潜在的待选事项。

本刊编辑: 关于增长, 什么是最难理解的?

Specnce: 这个问题很难回答, 因为它取决于你对谁谈这个事情, 或者谈什么; 但我认为最重要的贡献是: 政治领导、达成共识、建立沟通, 让人们知道将会发生什么, 让他们满怀激情地参与到需要作出暂时牺牲的事业中。如果你不这样做, 实现高增长的机会就会很少, 我想很多人对此并不能很好理解。刚开始我对此也不理解。

Mohieldin: 这取决于观众, 但是, 总体来说, 增长代表着很多其他事情, 是社会一直努力去实现的一些事情中的好事情。这个观点很难准确理解。从经济和社会的角度, 增长代表了人们的愿望。它有可衡量的美丽。它是对一个民族进步的概括。

Archana Kumar, 《金融与发展》的高级编辑。本文对这次访谈做了编辑。有关增长委员会的著作和观点的深度报道, 可见于: www.growthcommission.org。



Specnce: 赶超增长就是要学习。

持续高增长

1950年以来，13个经济体已连续至少25年以年均7%（或以上）的速度增长。这些经济体是如何实现持续高增长呢？而且更重要的是，在可持续的前提下如此高的增长能够在其他国家重现吗？两年多来，这些问题指引着增长与发展委员会的工作。增长与发展委员会由商界、政府、学术部门的负责人组成（包括两名诺贝尔奖获得者）。

多样化和参与

持续快速增长并不是一个奇迹，对于发展中经济体，只要其领导人致力于实现经济高增长并利用全球经济所提供的机遇就能实现。由委员会所认定的13个成功经济体包括相似的亚洲经济体的范例，但这些经济体的经济规模、资源禀赋和政治机制则相当多样化。

因为学习经济学比创新发明得更快，所以当发展中经济体创造其自己的增长手段，发展中经济体就能够以比目前工业化经济体更快的经济增长速度迎头赶上。即使以如此高的增长速度增长，迎头赶上发达经济体也是一个长期的过程，这将需要两代或更多的时间。

成功的关键就是融入全球经济之中，这样将使发展中经济体能够输入知识和技术、进入市场、产生强大的出口部门，这在增长的早期阶段尤其重要。

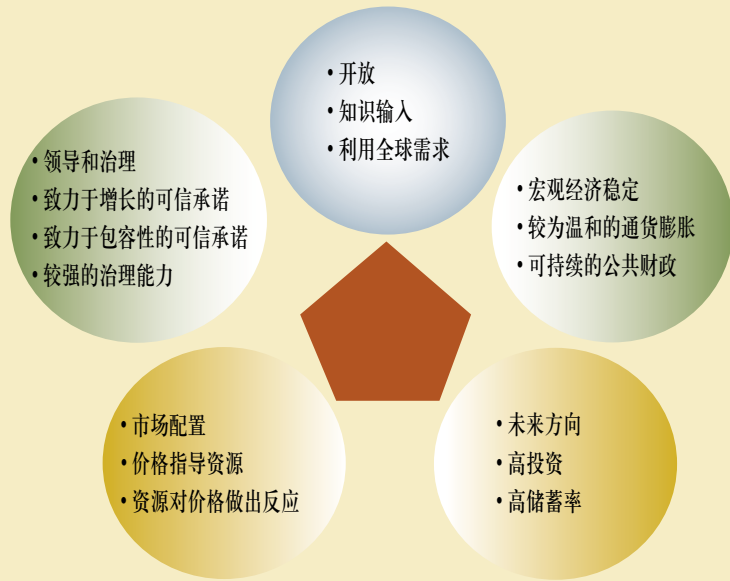
发展中经济体持续的高增长是第二次世界大战后出现的现象

经济体	高增长的持续时间	人均收入	
		增长初期	2005年 ¹
博茨瓦纳	1960—2005	210	3,800
巴西	1950—1980	960	4,000
中国	1961—2005	105	1,400
中国香港	1960—1997	3,100	29,900
印度尼西亚	1966—1997	200	900
日本	1950—1983	3,500	39,600
韩国	1960—2001	1,100	13,200
马来西亚	1967—1997	790	4,400
马耳他	1963—1994	1,100	9,600
阿曼	1960—1999	950	9,000
新加坡	1967—2002	2,200	25,400
中国台湾	1965—2002	1,500	16,400
泰国	1960—1997	330	2,400

资料来源：世界银行，《2007年世界发展指标》。

注：选择7%的截止点是因为以此速度增长，在收入和财富方面会发生较大变化；以7%速度增长的国家每10年收入翻一番。¹以2000年美元不变价格计算。

持续高增长的5个共同特征



此外，除融入全球经济之外，这些高增长经济体还有其他的一些重要特点。宏观经济稳定——包括相对较低的通货膨胀和避免出现过多债务，有助于这些经济体避免遭受经济冲击和不确定的投资水平。这些经济体的经济政策和共同选择是面向未来的，有助于这些经济体获得较高的投资和储蓄率。

这13个经济体同样依靠市场（包括劳动力的流动性）来分配资源。强有力的领导——以个人、政党或政治系统形式，围绕增长和发展的目标形成共识，确保程序包容、机会公平。

的要素

这些经济体怎样做的呢？

6个经济体——中国香港、日本、韩国、马耳他、新加坡和中国台湾继续向高收入水平目标迈进。但在赶上工业化国家之前，几个经济体失去了增长动力。最引人注目的例子是巴西（见下一专栏）。

中等收入国家达到高收入水平并不简单或平常。决策者最优先的考虑是期待转变和新的需求将实现这一目标。

例如，韩国在20世纪80年代和90年代改变其政策和公共投资，以有助于其实现从劳动密集型制造业向知识和资本密集型经济的转变。

这些经济体的第二个考虑重点是放弃其一些早期政策，即使是成功的经验。例如，新加坡通过允许劳动密集型制造业在劳动力廉价地区任意迁移，以应对国内和国外经济条件的变化。新加坡甚至在中国和印度设立特别经济区。

巴西的经济衰退

巴西曾经是首个实现高增长的国家，但是其经济从1980年起开始下滑。该国1973年受石油影响，遭遇通货膨胀和债务危机。

巴西并没有寻求扩大出口，而是在1974年转向国内，将对国内轻工业的保护政策扩展到重工业和资本性商品生产。

巴西汇率大幅度贬值，出口商过去几十年所打下的基础丧失殆尽。1979年美元利率提高时，巴西陷入债务危机之中，用了10多年的时间才从中摆脱出来。

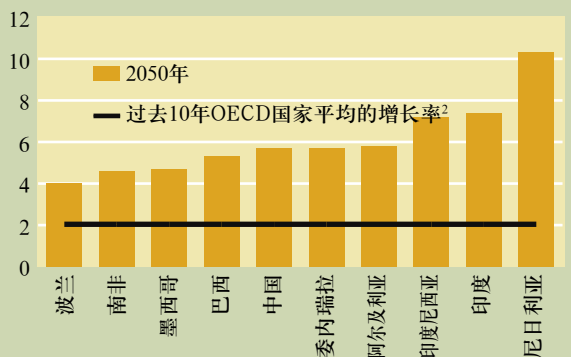
新的全球挑战

当前启动高增长战略的国家必须克服在它们之前国家所没有面临的一些全球趋势。这些全球趋势包括：全球变暖；制造业商品价格的相对下降和日用品（包括能源）价格相对上涨；发达经济体和部分发展中经济体对全球化不满的增强；世界人口的老齡化，即使较穷的国家也必须努力应对“年轻人口膨胀”；全球在经济、健康、气候变化和其他领域的失衡问题，以及国际社会应对这些问题较差的协调情况。

但不管面临什么样的挑战，全球经济的优势仍然是发展中国家快速增长的基础。

发展中国家仍需强劲增长以赶上OECD国家

（到2050年¹，能够达到OECD国家的人均GDP水平的增长率）



资料来源：世界银行，《2007年世界发展指标》。

¹2006年OECD国家的人均收入为30897美元，假定仍以历史上年均2.04%的速度增长，未来50年OECD国家的人均收入将达75130美元。

²OECD是经济合作与发展组织。

本文由Natalie Ramirez-Djumena和Jair Rodriguez提供。基于《增长报告：持续增长和包容性发展战略》，2008年世界银行发布，由增长与发展委员会起草。该报告可在网站www.growthcommission.org上获得。



在印度德里店主正在摆放价签。

全球金融风暴 考验着亚洲

随着全球金融危机的扩散，亚洲如何渡过困境？

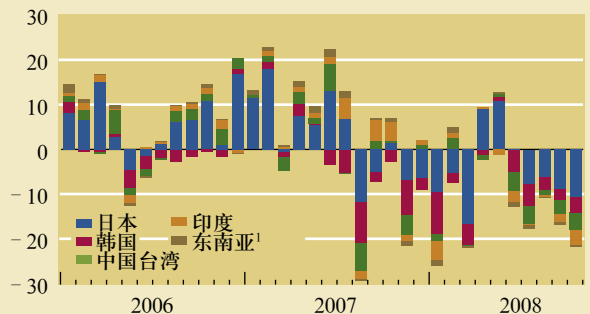
Kenneth Kang和Jacques Miniane

与其他地区相比，面对全球金融危机掀起的风暴，亚洲第一次处于较好的位置，这得益于大量的官方储备缓冲、改善的政策框架以及企业部门和银行部门普遍稳健的资产负债状况。

但是，9月中旬雷曼兄弟倒台以及对全球风险的厌恶上升之后，危机蔓延到亚洲，扰乱了亚洲的许多市场。任何使该地区摆脱危机影

图1
外国资本逃离

自从全球信贷危机以来，厌恶风险的投资者已经从亚洲股票市场上撤资。
(净股本流动，10亿美元)



资料来源: Bloomberg LP。
¹含印度尼西亚、菲律宾、泰国和越南。



响的希望都不复存在。随着对明年全球经济增长的预期明显放缓与去杠杆化的继续，亚洲将来可能面临一个困难的时期。亚洲怎样经受全球经济增长放缓与金融危机的扩散，这对亚洲和整个世界都至关重要。

亚洲的金融体系

亚洲金融系统一些重要的特征在危机初起时保护它们免于受到最严重危机的冲击。这些金融体系往往是银行主导，一般不从事表外业务，也不向非流动的证券资产投资，这些证券资产形成了目前发达经济体危机的核心。亚洲的金融机构总体上有限暴露于美国次级抵押贷款和国外的结构信贷产品，这部分归因于更谨慎的风险管理和加强管制结构，加强管制结构是因为汲取了日本20世纪90年代末银行危机和1997年亚洲新兴市场金融危机的教训。此外，该地区的衍生产品和结构性产品大部分仍然处在相对初级阶段。

但是，鉴于该地区的大量贸易和与世界其他地区金融的一体化，随着全球动荡加剧和对全球经济增速放缓的看法增长，投资者对亚洲的看法变坏。净资本

大量外流导致股票价格大幅下跌（见图1）。以亚洲为重点的对冲基金在全球表现最差，其回报率始终低于其他新兴市场基金。

资本外流也使一些国家货币大大疲软，特别是印度、韩国、新西兰和越南。一些国家的反应是通过干预来支持本国货币。这种做法与过去的几年截然不同，那时大多数亚洲国家所担心的是本国货币迅速升值。

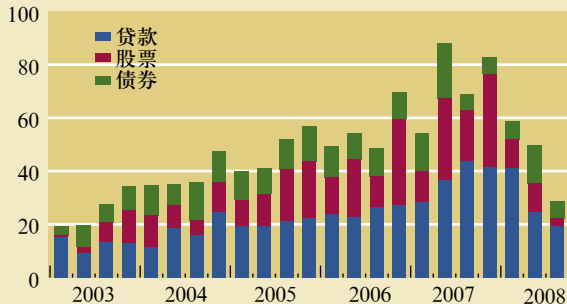
随着对全球风险厌恶情绪的增加，亚洲各国政府、企业和金融机构已发现更难以进入全球金融市场（见图2）。具有较多地依赖批发性融资、较少依赖小额存款银行体系的国家（澳大利亚、印度、韩国、新西兰）经历着更高的借贷成本，部分原因是担心它们将面临债务转期的难题。由于这些紧缩的环境，该地区的私人外部融资已大幅下降。

国内银行间同业拆借市场和货币市场也处在全球动荡的压力之下。在金融中心（香港特区、新加坡和东京），银行间同业拆借的利差收益率相对于政府收益（即所谓的泰德价差）有所上升，这反映了外资银行对交易对手风险的担心，也反映了外资银行进行安全投资转移。亚洲信贷违约互换价差已经大幅度扩大（见图3），该价差是企业债券违约的保险费。因为投资者仍在厌恶证券工具，国内结构性产品的现金市场倒闭。对高度依赖对外贸易的该地区而言，最令人担忧的是越来越多的证据表明贸易融资正在枯竭。最终，全球美元流动性短缺的蔓延影响到当地的货币市场，如互换和回购协议，从而导致一些市场机能失调和较高的国内筹资利率。

图2
冻结

亚洲借款者——政府和私人——发现比以往任何时候都更难利用全球金融市场。

(10亿美元)



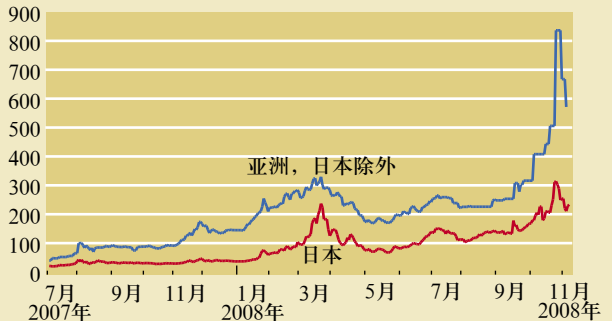
资料来源：IMF通过Dealogic公司获得的债券、股票与贷款数据库。

图3

信贷风险增加

亚洲信贷违约互换价差从2008年中期大幅度上升，互换价差本质上是信贷违约保险的成本。

(基点)



资料来源：Bloomberg；IMF工作人员的估计。

注：根据iTraxx 指数测算。价差是一个寻求保护的实体每年支付的数量，以被保护债务价值的百分比表示。1个基点是一个百分点的1%。

一系列政策反应

决策者已采取了一系列措施，以稳定金融环境。举例来说，除了提供特殊的短期流动性，香港金融管理局已采取措施，扩大它接受的各类抵押，并增加流动性的吸引力和到期日。在印度，储备银行大幅减少银行的现金存款准备金，以减轻银行间同业拆借市场的压力。澳大利亚、印度和韩国的中央银行也利用它们的官方储备，通过当地市场的外汇互换（金融机构使用的金融工具，以给使用一种货币融资所带来的外汇风险提供保险，满足对另一种货币的需求）以提供美元流动性。该地区的各央行通过与美联储的互换安排得到帮助。而且，许多国家已宣布为存款提供担保和/或为银行的外债提供担保。

亚洲面临着什么

由于全球金融环境的恶化很大程度取决于在增长放缓和市场风险增加的背景之下，国内银行部门及时提供充足的信贷的能力。到目前为止，尽管有资金压力，传统银行的贷款活动仍在合理地展开。整个地区的私人信贷增长有所下降，但依然强劲，除了越南，越南是受到紧缩政策的影响而信贷扩张减速。虽然亚洲银行具有比较稳健的资金状况这一优势，但是，经济放缓可能会提高信贷成本，也能减少贷款增幅。在国内需求已经疲软的国家，企业违约率已经上升，这可能引起今后不良贷款的增加。一些国家的住房市场降温，也影响到银行的资产质量。现阶段，虽然预计该地区银行的情况不会严重恶化，但也不能排除这种情况。特别是，全球经济放缓面临着比预期的情况更深入和更持久的风险，导致该地区大量企业违约。

做最坏的打算

监管当局需要采取什么措施限制全球经济放缓和信贷风暴的传染？亚洲需要多管齐下。

- 加强对暴露于高杠杆率的金融机构的管理。发达经济体几大金融机构的倒闭，引起了对其他高杠杆率金融机构潜在风险暴露的忧虑，包括亚洲的高杠杆率金融机构。早期对风险加以披露可以缓解市场忧虑，让投资者对不同的机构和国家加以区分。（例如，日本金融服务局公布存款机构所持有的次级贷款产品和其他结构产品。）可以预期，违约会进一步增加，政策制定者应该审视应急计划，包括处理可能的影响（这种影响体现在银行间同业拆借市场），确保存款保险（或担保）的充足和公共再资本化规划等几

个方面。在金融体系密切联系的地区，监管当局需要更多的跨国合作，监测来自境外的金融压力，为更为有效地协调行动奠定基础。

- 加强对流动性的风险管理。监管当局必须确保银行的流动性风险管理遵循适当的银行监管标准，例如，避免期限错配风险。它们还必须确保银行执行压力测试和应急计划，以消化诸如外部融资中断的极端事件。中央银行也应考虑审视现有的流动性金融工具，包括外币，向更广的机构和更大范围的抵押品提供流动性。

- 维护跨境资金，包括贸易融资的可及性。国内银行在很大程度上依靠外国银行分支机构提供的美元流动性，同时也依靠于外汇掉期市场，外汇掉期市场在对风险厌恶情绪高的时期受到压力，这反过来影响到其他地方的资金市场。为了确保跨境融资安全顺畅，监管当局应审查这些市场上交易方的风险，并确保这些市场的融资中断时，当地银行就有获得外国资金的替代方案。

“很大程度取决于在增长放缓和市场风险增加的背景之下，国内银行部门及时提供充足的信贷的能力。”

- 加强风险管理。随着经济增长放缓，企业违约率和不良贷款预计将继续上升。暴露于特别容易受到国内经济增长放缓影响的部门（如房地产、中小企业）的地区银行可能会面临更大的危险。监管当局需要确保本地银行对贷款适当分类，并为问题贷款留出足够的准备金。

- 必要时准备重组银行体系。目前，有可能出现比预期的更大的企业违约浪潮，不能排除导致银行倒闭的可能性。因此，如果需要准备公共资金来资助金融机构的资本基础，当局应考虑采取应急计划。

- 实施长期的金融改革。尽管这场危机正在展开，还有可汲取的教训，但是决策者可借此机会实施长期的改革，以加强金融体系。这些措施可能包括加强以风险为基础的监管，解决杠杆率引起的顺周期性风险，进一步发展地方债券市场，并加强对具有系统重要性的金融机构的监测，包括监测银行体系以外的金融机构。

Kenneth Kang, IMF 亚太部副处长; Jacques Miniane, IMF 亚太部经济学家。



叙利亚哈塞卡米什利附近的麦垛。

确保 粮食安全

Maros Ivanic 和 Will Martin

从2007年底到2008年初，主要农产品价格飙升，尽管近期有所下降，仍远远高于过去20年的平均水平。许多分析师认为，用粮食生产生物燃料所产生的新的需求等因素将维持高粮价。这对穷人或者贫困边缘的人是坏消息，他们把收入的很大份额用在主要食品上。我们的估计表明，在2005年至2008年第一季度，贫困人口的增加超过1亿，即使穷人总体状况有所改善，他们仍是粮食净卖方 (Ivanic和Martin, 2008)。

一些分家师与官员认为，高粮价与一些穷国的粮食短缺，至少部分根源于全球农产品贸易的自由化，这种自由化鼓励各国用国内生产的基本食品取代高附加值出口作物。为提高粮食安全，以

确保人民有饭可吃，政府是否应通过贸易政策和其他政策，鼓励国内主要粮食的生产和提高自给率？

诺贝尔奖得主阿玛蒂亚认为，粮食安全和自给自足不尽相同。粮食安全不是由粮食在哪儿生产确定的，而是由人们是否能够获得粮食确定的（森，1981）。他对20世纪发生的重大饥荒的研究发现，即使在一个有充足食物的国家也可能出现严重的粮食不安全。他同时注意到，当价格将要上升时，当局可以通过食品的进口来加强粮食安全。

粮食安全受到国内和全球贸易政策的影响。贸易政策不过是影响穷人获取食物的途径的一种措施。在全球试图恢复贸易谈判以降低全球贸易壁垒时，让

**其他措施必须
与贸易政策配
套，以确保每
个人都可以得
到食物**

我们看看发展中国家短期和长期的粮食安全及其与贸易政策的联系。

短期粮食安全问题

即使粮食购买能力上暂时的问题也可能会严重威胁穷人。食品价格上涨时，穷人几乎没有什么不是用于食品的机动开支可供削减，他们往往缺少储蓄或者不能获得贷款来渡过危机。为了对付短期粮食购买能力问题，各国政府一般采用三大办法：提供社会安全网，进行干预降低粮食价格，保持储备以确保粮食供应。

“长期粮食安全可持续的改善，在很大程度上取决于使穷人实际收入可持续增加的能力。”

社会安全网的办法是，比如向穷人提供紧急粮食援助或粮食划拨，原则上是针对那些最需要帮助的人。因此，与导致使所有人承受的价格都降低的政策相比，安全网有较少的副作用。此外，安全网可以解决来自粮价的问题。相比之下，在处理很多粮食安全的问题上，降低食品价格往往是无效的，比如处理因干旱而引起的农业产出减少的问题。

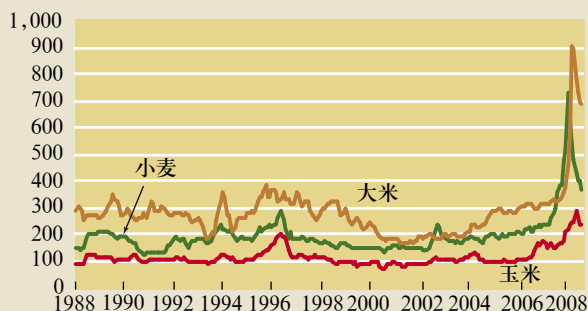
采取政策措施降低国内粮食价格在行政上容易执行，比如征收出口税或削减进口关税。在2007年底和2008年初（见图1）世界主要农产品价格飙升时，约45%的发展中国家降低了关税和/或粮食的消费税，而将近30%的发展中国家通过征收出口税或采取其他方式限制粮食出口（Wodon和Zaman，2008年）。但是，这些方法并没有达到预期效果。例如，出口限制降低了国内大米价格，也导致产量下降和大米短缺时需求的增加，这会伤害出售大米的贫困农民，而给收入远远高于贫困线的消费者带来好处。

使国内粮食市场与世界市场价格的变化相隔绝的政策往往会给涨价火上浇油，与它们平息火灾的初衷背道而驰。主要出口国在2007年底和2008年初实行出口限制，导致世界粮食价格在此期间急剧增加。取消或放宽这些限制可以帮助减少世界市场粮食价格的压力。例如，乌克兰宣布，在2008年4月将放宽出口限

图1

停在此处？

主要粮食的价格在2007年底和2008年初飙升。
(美元/吨)



资料来源：世界银行，商品价格数据。

制，小麦价格立即下跌了18%（Chauffour，2008）。

公共储备可以用来应付短期粮食安全所面临的困境，但是代价高昂，并且涉及到困难的管理问题。目前，必要的粮食储备数量和可以随时调配的粮食数量普遍存在不确定性。此外，就像2008年的情况一样，如果在粮食价格高时建立和增加储备，这时的储备管理政策就不稳定。最重要的是，放在粮仓里的粮食储备本身不足以确保粮食安全。不管是否使用公共储备，粮食安全的关键是确保穷人能够得到粮食。

长期粮食安全问题

长期粮食安全可持续的改善，在很大程度上取决于使穷人实际收入可持续增加的能力。提高穷人资产的生产能力的发展政策，对实现收入可持续增加至关重要。广基的贸易自由化通过确保资金投放于正确的生产活动和通过技术变革，能帮助穷人提高生产力和收入。但是，贸易自由化必须与发展政策齐头并进，要从提供适当的法律框架入手，通过投资于研究和开发、公共卫生、基础设施、教育以及帮助贫困家庭从冲击中恢复过来的基本安全网等公共物品来操作。对农村研发的投资不仅具有特别高的回报率，也有提高农民收益，降低消费物价的潜力。

除了实施降低出口税或进口补贴的国家外，个别国家实行的贸易自由化本指望用来降低国内物价。全球贸易自由化的影响更为复杂。单个国家会受到多大影响取决于对各种相互抵消的因素的平衡，即全球物价的上涨和一国贸易壁垒的减少。

从历史上看，发展中国家通过对农业部门征税而让城市各部门获益，为了保持物价的低水平而征收的

出口税比进口税更重。但是，根据世界银行最近的研究成果，在过去50年来，这一模式已经发生转变。在20世纪50年代，与国内产品形成竞争的进口很少得到补贴，但现在平均保护率接近30%。另一方面，已过去对农产品出口征收重税变为按接近全球价格销售农产品（Anderson，即将出版）。这一发现引起了严重的问题，即发展中国家关于主要粮食贸易自由化的呼吁已经导致目前的很多粮食安全问题——对这些商品的保护一直在增加而不是减少。

“发展中国家农业贸易改革能够通过减少针对穷人的食物成本，从而提高他们的粮食可获得性，因而增加他们的粮食安全水平。”

全球贸易改革福兮？祸兮？

全球贸易改革预计将使世界粮食价格提高，较高的主要粮食价格会增加穷国的贫困，全球贸易改革有可能降低发展中国家贫困人口的粮食安全水平。全球范围的关税削减刺激着全球对主要粮食市场的需求进而刺激着价格上涨。大多数研究估计，相对于最近几年看到的大多数主要粮食2%—7%价格变化，全球农业贸易改革将非常有限地抬高世界粮食价格（Anderson、Martin 和van der Mensbrugge，2006

年）。发展中国家的一个关键的问题是，它们自己关税削减对于降价的效应是否超过较高的世界粮价对于涨价的效应。

运用Hertel等人（2008）的全球贸易分析模型，我们发现全面自由化的国家的进口价格下跌效应超过较高的世界粮价的效应，这导致发展中国家食品价格整体下降1个百分点（见图2）。Hertel与他的同事对15国的研究发现，WTO所倡导的农产品自由化使得14个国家减少贫穷。这是上述发现背后的关键原因。

几个难题

发展中国家农业贸易改革能够通过减少穷人食物成本，提高他们的粮食可获得性，从而提高他们的粮食安全水平。全球自由化的影响更加复杂了，因为它导致全球物价的上涨，这是对全球进口需求增加和取消出口补贴的反映。我们的分析表明，平均而言，全球贸易改革将略微降低穷国的主要粮食价格，从而有助于小幅度减少全球贫困。

对实现粮食安全而言，实现和维护一个开放贸易制度是重要的，但仅有此还不够。从短期来看，贸易自由化必须辅之以社会安全网方案，以保护最贫穷的人受到冲击，这些冲击包括较高的国际粮食价格等等。从长远来看，关键在于提高生产力，以提高贫困家庭的收入。

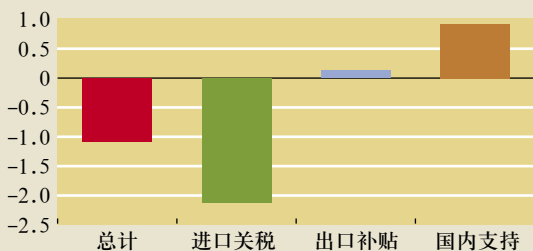
Maros Ivanic，世界银行发展研究小组顾问；Will Martin，世界银行发展研究小组首席经济学家。

参考文献：

- Anderson, Kym, ed. (forthcoming), *Distortions to Agricultural Incentives: A Global Perspective, 1955 to 2007* (Palgrave Macmillan and World Bank).
- , Will Martin, and Dominique van der Mensbrugge, 2006, “Distortions to World Trade: Impacts on Agricultural Markets and Incomes,” *Review of Agricultural Economics*, Vol. 28(2), pp. 168–94.
- Chauffour, Jean-Pierre, 2008, “Global Food Price Crisis: Trade Policy Origins and Options,” *Trade Note 34* (Washington: World Bank).
- Hertel, Thomas, Roman Keeney, Maros Ivanic, and Alan Winters, 2008, “Why Isn’t the Doha Development Agenda More Poverty Friendly?” *GTAP Working Paper 37* (West Lafayette, Indiana: Purdue University).
- Ivanic, Maros, and Will Martin, 2008, “Implications of Higher Global Food Prices for Poverty in Low-income Countries,” *Agricultural Economics*, Vol. 39, pp. 405–16.
- Sen, Amartya, 1981, “Poverty and Famines: An Essay on Entitlement and Deprivation” (Oxford: Clarendon Press).
- Wodon, Quentin, and Hassan Zaman, 2008, “Rising Food Prices in Sub-Saharan Africa: Poverty Impact and Policy Responses,” *World Bank Policy Research Working Paper No. 4738* (Washington: World Bank).

图2
变得便宜一些

农产品贸易改革的完成将会使得发展中国家主要粮食价格平均下降1%。
(粮价指数变动百分比)



资料来源：作者的计算。

邻近的投资

海湾产油国正将石油美元投向其他中东国家，即使油价下跌，这种趋势仍将持续



Mahmoud Mohieldin

埃及炼油厂的储油罐。

昂贵的石油价格对于发达国家和石油缺乏国家的通货膨胀和经济增长已经产生了广泛的冲击，但是它对于石油美元盈余的阿拉伯国家较大的有益影响却被忽视了。尽管石油价格已经从2008年中期以来的最高点急剧下跌，但是石油生产国已经获得的可用于投资的盈余仍然很巨大。

这种情况的结果是，石油美元的流动不仅推动了6个波斯湾石油生产国的经济发展，而且，由于大量的石油美元投资于这个地区，使得相邻的阿拉伯国家发展前景更好。财富的积累和寻求回报率更高的投资领域使得海湾合作委员会的投资者将其投资战略多元化，不仅跨地区而且跨越不同等级的资产。

海湾合作委员会的成员在利用它们的财富进行投资方面变得更加有战略头脑，这主要是由于它们不断增长的石油收入。组成海湾合作委员会的6个石油生产国——巴林、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国，石油价格已经从20世纪70和80年代突然上涨又突然下跌的周期中吸取了教训。而且，美国从2001年9月恐怖袭击后采取的投资限制也激励着海湾合作委员会成员将它们的盈余投资在地域上多样化。石油生产国现在正利用它们的石油积累外汇储备、减少财政赤字、建立主权财富基金和由国家控制的复杂的投资机构，而不是投资于美国财政部的债券或将其石油收入存在跨国银行的欧洲美元账户上。

邻国感受到冲击

尽管近来石油价格下跌，海湾合作委员会2008年的石油收入预计仍将超过6000亿美元，2009年也会保

持相当大数额。这些石油收入主要通过三条渠道影响着海湾国家和邻国：

- 商品贸易。这仍是一个不太重要的领域。阿拉伯国家之间的贸易额占总贸易额的比重在2006—2007财年已经上涨到11.2%，但在跨国收益中，这一比例并不高。例如，埃及2006—2007年与阿拉伯国家的贸易仅占该国总贸易额的9.6%。

- 服务贸易。通过汇款和旅游，这种方式产生了更大的地区收入流动。在国外工作的埃及人，包括那些在海湾合作委员会国家工作的人的汇款大量增长，对于埃及的收支平衡状况和家庭福利产生了积极的影响。根据埃及中央银行的数字，2006—2007年，来自于在海湾合作委员会国家工作的埃及人的汇款比2003—2004年增加了160%，从12.1亿美元增加到31.3亿美元。在这段时间里，它们占在海外工作的埃及人的全部汇款的比例从40%上升到50%。旅游收入自2002年以来增加了将近3倍，2007年达到108亿美元，大约20%的游客是阿拉伯人。埃及经济发展大臣估计每个旅游美元最终将产生4—5美元的收入，这意味着将对在旅游部门或相关部门工作人员的生活产生巨大的影响。

- 投资。一些投向美国和欧洲的资金已经开始转向阿拉伯国家，使其成为海湾合作委员会国家和邻国之间最有效的渠道。一些国家如埃及、约旦和摩洛哥等成为对于海湾合作委员会国家最有吸引力的投资地区，并从中获益（国际金融学院，2008）。巨大的经常账户盈余加上公司集团和富人的投资，已经通过主权财富基金方式在海湾合作委员会国家的投资中占有

更大的份额（见表）。海湾的主权财富基金在保持其利用储备盈余进行长期私人股权投资这种传统方式的基础上，又对混合金融工具显示出了浓厚的兴趣。

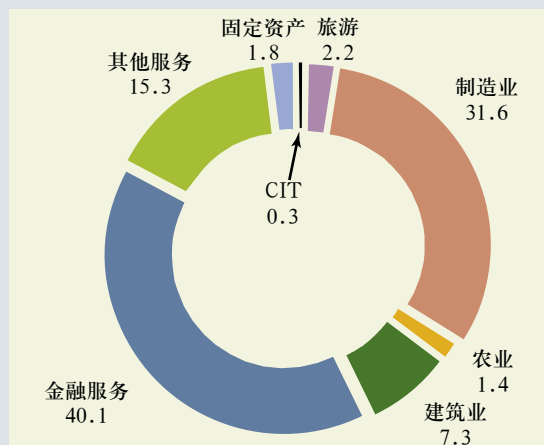
对于大多数海湾合作委员会成员而言，外国直接投资是他们投资邻国的主要选择途径——多数与私有化、大型基础设施项目和新的股权投资有关。埃及是海湾合作委员会外国直接投资的最大接受国，来自于海湾合作委员会成员国的投资占其全部外国直接投资的比重从2005年的4.56%上升到2007年的25.2%。

但是在这个时期，比较明显的变化不仅仅表现在外国直接投资数量的增长上，海湾国家向邻国的投资方式也发生了变化。在20世纪70年代和80年代，海湾国家的投资更多地集中于房地产开发和石油部门。较高的石油收入使得海湾合作委员会成员国的政府执行多元化的经济政策，脱离对石油部门的依赖，采取更加雄心勃勃的投资计划，包括增加对国内基础设施的投入，购买发达国家和新兴市场国家公司的股份。尽管这些国家已经出现了多元化的转变，石油工业的收入仍占海湾合作委员会成员国财政收入的80%以上，石油工业占GDP的比例实际上仍在上升——从2002年的36%上升到2007年的大约50%。近年来，通过与总部设在工业国家的公司合营和积累与海湾合作委员会成员的合作经验，海湾国家在埃及的投资不断扩大，已经远远超出了它们的传统领域，包括制造业、有机农业、通信和信息技术、金融服务和物流。

除了外国直接投资外，一些邻国已经从对外国上市公司的证券投资中获益。外国投资占埃及和摩洛哥市场资本的约1/3，占阿曼和约旦股票交易的将近一

扩展范围

海湾国家已经扩展了它们对埃及的投资，从固定资产和碳氢化合物到包含了金融服务，通信和信息技术以及服务。（非石油部门在埃及的直接投资，占总数的百分比，2007—2008年）



资料来源：国际收支统计，埃及中央银行季报(2007—2008财年)。

半。在这些投资中，估计阿拉伯的投资占埃及吸收投资的一半，占约旦吸收投资的3/4。

这一地区对能源价格的波动非常敏感，考虑到区域地缘政治风险，能源价格的波动往往被放大。而且，通货膨胀和相关的货币升值也增加了海湾合作委员会成员面临的风险。但是，石油价格的变化显示，未来十年海湾合作委员会成员的财富仍将快速增长。

即使石油价格在50美元一桶（这一价格似乎低于其在长期有可能达到的价格），海湾合作委员会国家到2020年仍将积累约5万亿美元，这一数字是其过去15年收入的2.5倍（麦肯锡公司，2008）。如果谨慎管理这些财富，将能够保证海湾合作委员会国家继续实施它们的发展战略，并给它们的邻国带来益处。

Mahmoud Mohieldin, 阿拉伯埃及共和国投资部部长。

参考文献：

- Institute of International Finance, 2008, Economic and Capital Flow Database (October).
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008, "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices," Santiago Principles Report, p. 2.
- McKinsey & Company, 2008, "Investing the Gulf's Oil Profits Windfall," The McKinsey Quarterly (May), p. 6.

主要投资国

海湾合作委员会国家拥有的主权财富基金占了此类基金超过40%的份额。

国家	基金	资产 (十亿美元)	起始年份	排名
阿拉伯联合酋长国	阿布扎比投资当局	875	1976	1
沙特阿拉伯	SAMA外国控股	365.2	1990	3
科威特	科威特投资当局	264.4	1953	6
卡塔尔	卡塔尔投资当局	60	2003	12
阿联酋—阿布扎比	穆巴达拉发展公司	10	2002	29
巴林	玛姆塔拉卡特控股公司	10	2006	30
沙特阿拉伯	公共投资基金	5.3	2008	32
阿曼	国家总储备基金	2.0	1980	39
阿联酋—哈伊马角酋长国	哈伊马角酋长国投资当局	1.2	2005	40
海湾合作委员主权财富基金资产		1,593.1		
占全球主权财富基金的比例				41.6

资料来源：主权财富基金学会，2008年8月。

注：阿拉伯联合酋长国、科威特、卡塔尔和巴林是主权财富基金国际工作组的成员国；沙特阿拉伯和阿曼是永久观察员。

尼日利亚 的补救尝试



尼日利亚费尼马市渔村旁边的天然气厂。

将尼日利亚石油横财转变成上帝的恩赐

Ngozi Okonjo-Iweala

尼日利亚挥霍了它们20世纪70年代的石油横财，这导致了这个国家30年的经济停滞和公共机构的退化，其主要原因在于不合适的财政和宏观经济政策、腐败和管理不善的共同作用。此外，没有多少国家（甚至经济学家）充分认识到管理石油横财是一件困难的事情。最近的石油价格上涨再次给了尼日利亚一个将“石油资源的诅咒”变成上帝恩赐的机会。它必须从过去的错误中吸取教训，不能再像过去那样以缺乏经验为借口。这个国家为应对近期油价的上涨采取了一些根本性的变革，这是一个良好的开端。但是，对于尼日利亚和整个非洲大陆而言，坚持这些改革至关重要。

2006年4月，尼日利亚还清了其拖欠巴黎俱乐部国家官方债权人300亿美元的最后一笔分期付款，这占其全部外债的85%以上。按照协议的一部分内容，尼日利亚立即支付60亿美元欠款，其余的240亿美元根据那不勒斯协议进行重组，并最终免除180亿美元——那不勒斯协议是巴黎俱乐部的特别优惠条款，用于重新安排穷国的外债。虽然这是一个纯粹的胜利，但是对于一个石油蕴藏丰富的国家，尼日利亚以这种方式摆脱债务负担具有讽刺意味。

尼日利亚是怎样陷入这种困境的？它和其他出口石油的发展中国家应从中得到什么教训？现在正是提出这些问题的良机。因为，过去几年石油价格的上涨给了出口石油的发展中国家，尤其是在1973—1974和1979—1980年石油价格上涨时浪费掉石油收入的国家一个难得的救赎性尝试。

债务高悬

石油输出国组织在1973—1974年和1979—

1980年所推动的两次价格上涨为尼日利亚带来了巨大的财富，1971年到2001年总计达3000亿美元。但是这种横财同时也带来了实际汇率的上升，在1974年到1980年间汇率上升了55%。结果，1982年，这个国家受到了双重打击：石油价格下降和利率的急剧上升。结果，通货膨胀率上升，国家面临着债务的重新安排，政府选择了通过进口许可证制度限制外汇交易。

这些事态进一步发展，盯住美元的尼日利亚货币在1980到1984年间贬值了36%。但是通货膨胀率越来越高，对外汇的超额需求被进口许可证严格限制，黑市上外汇价格上升。最后，1986年9月，尼日利亚对本币奈拉实行浮动。到那时为止，债务重新安排和外部融资已成为迫切的问题。汇率浮动是改革方案的核心，这一方案基于市场激励、自由价格、取消进口许可证和商品局。但是外债仍在增加，它影响的与其说是20世纪80年代以后新的借款，不如说是欠款和惩

专栏1

外债高悬

到1983年底，尼日利亚总的外债和已拨付未偿还债务为120亿美元。基于对探明的石油储量保守的估计，并允许提取费用和与私营部门适当的分享收入，即使按照1985年的低油价估计，尼日利亚政府从石油财富获得的收入可达到750亿美元。但是，到1985—1986年，尼日利亚在重新安排一笔微不足道的20亿美元的贸易信用保险时遇到了困难，其债权人坚持要求其首先进行国际货币基金组织支持的改革计划。

为何油气储备丰富的尼日利亚会在债务重新安排上如此困难？第一，尼日利亚的外部借款都是以石油作抵押，债权人在油价下跌的时候非常敏感。第二，由于20世纪80年代中期主导经济的石油已经与严重的政策和体制的失败联系在一起，债权人在没有国际货币基金组织的改革计划的情况下，不愿意重新安排尼日利亚的债务。尼日利亚已经有了一条“信用鸿沟”，即使在一些潜在的高回报的投资项目上也无法吸引来外资。这样，它就造就了一个典型的“债务高悬”。



罚性利息的累积效应。而且，面对这种宏观经济的失衡，这个国家在发展经济和减贫方面几乎无法表现出曾发过石油财。

为什么会这样呢？答案是尼日利亚当局在20世纪70年代油价上涨时采取的错误政策，这表明即使是短期的错误政策也会带来长期的消极影响。当时，尼日利亚当局重点是防止“荷兰病”和非石油

贸易部门（很显然，这指的是农业和制造业）的衰落。在很久以后，当局才意识到腐败和恶政对于经济的破坏更为严重，债务负担（见专栏1）、长期的经济停滞和公共机构的腐化是其表现形式。

一个新的机会

随着1999年的大选，奥巴桑乔的第一届任期致力于保证政治的稳定，并着手处理腐败问题。奥巴桑乔的第二届任期（2003—2007年）实施了一系列的经济和反腐败的改革，包括金融的、结构的、制度的和治理的改革方案。该方案还通过实施《采掘业透明度倡议》（EITI；见专栏2）和起诉腐败官员来寻求扩大透明度。这些决定的实施与石油价格的提高同时发生，这有助于尼日利亚打破自然资源的困境。

在宏观经济方面，核心的挑战是通过降低公共支出对石油收入的依赖来减轻波动。尼日利亚在2004年通过实施“以石油价格为基础的财政规则”成功地做到了这一点。这一规则的目的是通过将石油收入根据参考价格纳入预算，并制定一个无石油赤字的上限来控制开支。这一财政责任法案在2007年11月由总统 Umaru Yar' Adua 签署，以石油价格为基础的财政制度成为法律。

为了增加透明度和解决腐败问题，政府采取了双管齐下的办法：

- 它将反腐败的措施体现在综合性的经济改革法案中。
- 它进行调查研究以确定那些腐败高发、损害公共利益的部门行为。

例如，为了防止腐败，政府对公共采购过程进行审查，并在公共合同中制定了“法定诉讼程序机制”。

以石油价格为基础的财政规则和采掘业透明度倡议的实施，表明了尼日利亚通过反腐败和改善治理，

与过去彻底划清界限的决心。在这些革命性的变革中，尼日利亚通过公开各级部门的所有收入来源，逐步减少对石油部门的依赖。信誉的提高有利于巴黎俱乐部对尼日利亚债务的减免和提升它在投资者眼中的形象。标准普尔和惠誉国际评级机构将尼日利亚2007年的主权信用评级定为BB，证明了以前的评级结果。当时，尼日利亚的等级与印度尼西亚、土耳其、委内瑞拉和越南相同。评级的提高导致了外国直接投资的大量增加，不仅包括石油部门（每年约60亿美元），还包括非石油部门（每年约30亿美元）。

近期石油价格的上涨将提供其所需要的流动性，对于尼日利亚消除债务负担是非常必要的，但是这远远不够。如果它不吸取20世纪70年代的教训，油价上涨提供的机会将再次失去。高油价、治理改善、新的政治愿望、领导、良好的财政管理，所有这一切都与以前大不相同。现在，保持改革的势头仍面临着巨大的挑战。（挑战和政策反应见下图。）

应吸取的教训

20世纪70年代得出的最重要的教训是：对短期石油横财的管理不善不仅对当前有害，而且对未来几代都是有害的。合适的补救措施必须要考虑石油的两个主要特征：不可再生性和价格易变性。对于大多数发展中国家而言，石油首先增加了政府收入，政府开支的构成和水平自然而然就与当期的石油收入联系在一起了，这对于经济的多元化、偿付能力和长期增长非常重要。因此，核心经济政策主要取决于财政政策。2004年以来，尼日利亚利用其以石油价格为基础的财政规则应对这一挑战，打破了政府支出和当期石油收

专栏2

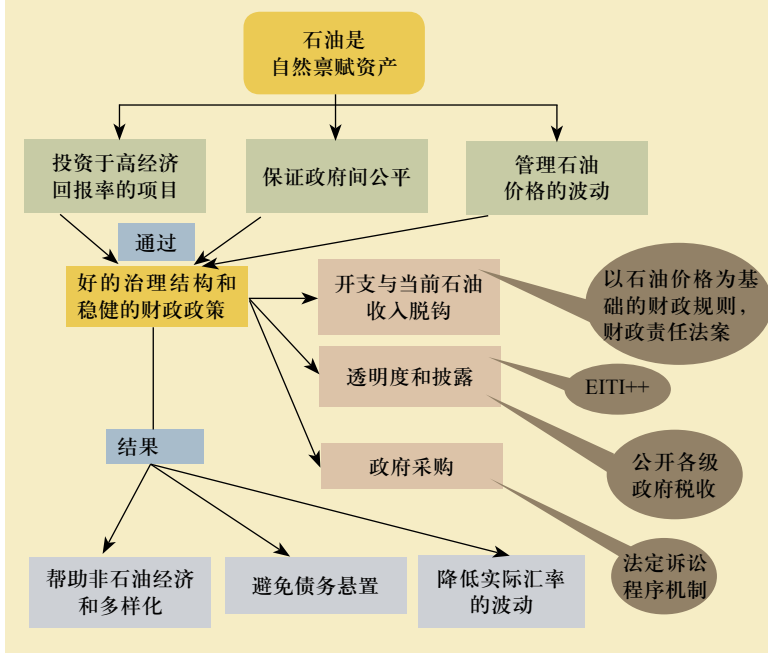
采掘业透明度倡议

2002年在约翰内斯堡可持续发展世界首脑会议公布的《采掘业透明度倡议》（EITI）是一个自愿的倡议，由一整套提高资源丰富国家收入透明度和问责机制的标准组成。倡议要求公司公布支出，要求政府披露石油、天然气和采矿业的收入。

2007年5月，尼日利亚批准了《尼日利亚采掘业透明度倡议目录》，是第一批实施《采掘业透明度倡议》的国家之一。尼日利亚已经对石油部门1999—2004年的财政、物资和工序进行了审计，远远超出了倡议书的要求。这使得尼日利亚的努力等级被认定为EITI++。现在，在世界银行和其他参与国的支持下，倡议已经被推广到其他国家。

管理石油收入

好的财政政策和治理结构已经成为管理尼日利亚近来石油横财的中心问题。



入的联系，并通过限制升值和实际汇率的波动，减弱石油价格的波动对其他经济的影响。

尽管以石油价格为基础的财政规则有助于节省一部分石油收入，但仍然不够，因为石油收入的增加来自于财产（石油储备）的消耗。因此，政府还需要保证政府支出的回报率至少应当与他们投资于金融资产的投资组合的回报一样高。这意味着应仔细甄别公共投资项目，警惕支出结构。

尼日利亚通过责任程序机制保证部分政府支出的高回报率，用对政府合同的竞争性出价促进公开招标程序，但这仍需要有一套有效的公共投资的成本收益分析。有一个非常好的高回报率投资的例子是尼日利亚在2005—2006年对巴黎俱乐部债务的回购。回购不仅节约了未来的债务服务费用，而且通过消除外债负担、提高尼日利亚的信誉，改善了投资和增长环境。

石油是一种自然禀赋和会枯竭的资产，它的收益应该世代共享。为保证如此，方法之一是以较低的负债遗赠给下一代一个健康的和多元化的经济。尼日利亚已经开始了这一过程的第一步。储蓄一部分收入、投资于基础设施和医疗、教育等长期项目是另一重要方面。但是，尽管计划在过去几年就已经制定，但尼日利亚仍对石油保持较高的依赖性。在石油价格大幅上涨的背景下，2007年石油和天然气占出口的比例超过95%，而且，石油和天然气仍占政府财政收入的85%，占GDP的52%。尽管油价上涨，尼日利亚的资

源也比较丰富，将近54%的人口每天的生活费不足1美元。很清楚，尼日利亚在经济多元化、推进发展议程、削减贫困方面还有很长的路要走。

但是，油价上涨毕竟已经提供了减少债务负担、建立储备缓冲的途径，政策制定者需防止油价持续上涨所带来的过度繁荣。这种担心正被与日益扩散的全球金融危机和世界范围的经济萧条预期相联系的近期石油价格下跌所证实。我们期待命运能像20世纪80年代那样迅速显著地改变。来自于过去经历的最深刻的教训非常清楚：石油资源丰富的发展中国家必须沿用保守的参考价格，并预计波动和下跌的风险。

来自于尼日利亚经历的第二个主要的教训是：纠正措施必须超出经济政策的限制并涉及治理和透明度。好的财政政策至关重要，但是保证尼日利亚政府获得其合理的石油收入份额、保证石油

开采中尽可能小的浪费和尽可能大的透明度也同样重要。在这方面，尼日利亚已经通过获得EITI++的评价和公开各级政府的收入，成为先行者。

尼日利亚已经开始雄心勃勃的努力以推动经济增长，使国民的福利最大化。最近的油价上涨为消除在20世纪70年代的油价上涨中挥霍浪费所造成的损失提供了必要的资金。一定不能让这一机会溜走。

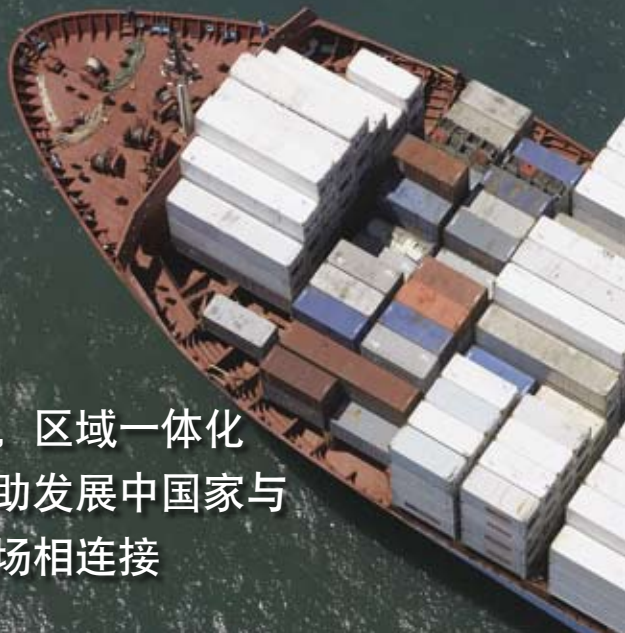
Ngozi Okonjo-Iweala，世界银行执行董事。她在2003—2006年担任尼日利亚的财政大臣。这篇文章来自于她2008年1月30日在印度尼西亚雅加达的一次公开讲演。世界银行的Brian Pinto和Mona Prasad协助完成了这篇文章。

参考文献：

- Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta, Romain Ranciere, and Kenneth Rogoff, 2006, "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development," NBER Working Paper No. 12117 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Budina, Nina, Gaobo Pang, and Sweder van Wijnbergen, 2007, "Nigeria's Growth Record—Dutch Disease or Debt Overhang?" World Bank Policy Research Working Paper No. 4256 (Washington: World Bank).
- Okonjo-Iweala, Ngozi, and Philip Osafo-Kwaako, 2007, "Nigeria's Economic Reforms: Progress and Challenges," Brookings Global Economy and Development Working Paper No. 6 (Washington: Brookings Institution).
- Pinto, Brian, 1987, "Nigeria During and After the Oil Boom: A Policy Comparison with Indonesia," The World Bank Economic Review, Vol. 1, No. 3, pp. 419–45.
- World Bank, 2007, Country Brief on Nigeria (November).

区域经济 一体化的 经济地理学

做得对，区域一体化
可以帮助发展中国家与
世界市场相连接



巴西海岸离港的集装箱运货船。

Uwe Deichmann 和 Indermit Gill

由于多哈回合的不确定性，双边和区域贸易协定的数量增加很快。这使得国际经济学中长期以来关于支持全球贸易协定与支持区域贸易协定的争论再一次被提起。但是从很多方面来说，这都是一个错误的争论，特别是对于世界上最小、最贫穷和地理上存在障碍最多的国家来说，比如那些非洲和中亚国家。

一个原因是贸易协定和更宽泛的一体化机制常常被误解了。区域一体化包括要采取很多步骤来增进参与国家竞争力，而不仅仅是获得贸易上的优惠。第二，这场争论往往暗含一个错误的在区域或是全球一体化之间的选择。两者都是必要的，因为它们支持了不同的目的。区域一体化帮助小的偏远国家在区域生产网络中增加生产能力。这反过来会有助于这些国家走向国际市场。

为了理解为什么这些区别对政策制定很重要，世界银行最近着手撰写的《世界发展报告（WDR）》，标题为“重塑经济地理学观念”，从经济地理学的角度分析了贸易发展（见专栏）。发展是与从农业部门向工业和服务业部门的转移相伴随的。《世界发展报告》主张发展中国家还必须同时从空间上进行转变——也就是允许经济行为在一国内部和国家之间按地理区域来分布。这些转变当中的重要组成部分是区域一体化。为了有效率，区域一体化战略需要根据世界任何一个部分的经济地理学进行调整——最重要的是规模、方位以及对主要市场相互开放。

20世纪货物运输成本意想不到的减少表明经济地理学在全球发展中的作用。在1910年，英国出口基本上平均分布于欧洲、亚洲和其他地区。但是到20世纪90年代，英国出

口的60%都集中到欧洲，只有11%到亚洲。标准经济理论会做出这样的预测，即随着运输成本的降低和运输质量的提高，向较远地区的贸易会增加。而于此相反，邻国间的贸易反而增加了。

从新经济地理学和国际贸易理论的角度（保罗·克鲁格曼因理论而获得2008年诺贝尔经济学奖），可以解释这个问题。在19世纪的第一次全球化浪潮增加了基于比较优势的贸易。国家之间交换本国不能生产的商品。所以欧洲出口机器设备到中美洲来换取香蕉，或者出口到中亚来换取香料。但是在20世纪，运输成

专栏1

地理学观念的转变

当一国促进经济地理学维度观念的转变时，它会发展得更好：随着城市的发展，城市密集度会加大，工人和商业活动向更稠密的地区迁移使得交通距离变短。当国家降低经济边界的束缚进入国际市场来享受规模和专业化的好处时，就减少了分割。《世界发展报告》的结论是这三个方面——密度、距离和分割——观念的转变是重要和应受到鼓励的。

但是这些转变会造成发展的不平衡。有10亿人口现在还生活在贫民窟，但是人口向城市的涌入还在继续。有10亿人口还生活在发展中国家落后的地区，远远没有分享到全球化的好处。贫穷和高死亡率在处于世界最底部的10亿人中持续，在其他国家走向繁荣，人口寿命也在延长时，他们却因各种阻碍而不能进入世界市场。对这三个相互关联的处于最底部的十亿的关切突出了从空间维度对经济增长加以平衡的需要。

但是我们发现即使发展会是不平衡的，但它可以是包容性的。即使那些开始生活在远离经济活动密集地区的人们，也能从财富积累中分享到好处。为了使经济增长更快，成果共享，政府必须使用合适的工具组合，促进区域经济在所有地理层面上的一体化——空间分布上稠密的机构，空间上相互连接的基础设施，空间上有针对性的激励。

本下降非常快以至于即使贸易相似产品或者零部件以及中间产品都可以产生经济意义。所以各国交换不同种类的啤酒或者汽车和电脑的零部件。这有利于禀赋相似地理上接近的国家的贸易。这种运输成本降低和贸易性质的变化之间的相互作用带来了世界主要市场中的经济聚集。成功发展的国家可以为现在的发展中国家提供经验。

搭便车之外的因素

自从第二次世界大战末期以来，运输成本的确降低了很多。据估计到1970年，这项成本降了一半。同时运输摩擦——货物装运总价值中运输成本所占的比重——因贸易的价值与重量比的提高而降低得更多。由于运输方式随着运输成本和摩擦的降低，质量和速度在很大程度上已经得到了提高。比如，集装箱的使用节省了再装卸的时间，减少了成本，并且现在越来越多的货物采用了空运的方式。

但是这些成本并不是在所有地方都同等程度下降了。运输的规模经济意味着更低的成本会增加贸易，这又进一步促进成本的减少，比如在东北亚和北美之

间这条获利很多的航线就有巨型集装箱船。这一逐渐积累的良性循环过程带来很多收益，但很多发展中国家却被排除在外，因为它们缺少生产能力和基础设施来吸引更便宜的运输服务。

在运输成本下降的地方，企业提高了生产规模和专业程度。对核心的驱动力以及经济增长的主要决定因素是发展地区产业内贸易，主要是零部件。这种贸易方式比初级产品和最终产品对运输成本更加敏感。在全球最大的市场——北美、西欧和东亚——产业内贸易在总贸易中占比重很高并且越来越大（见图1）。在世界主要地区买方与卖方关系网络日益复杂已经成为全球化的主要特征。最终产品的消费者可以在任何地方，但是投入品的供应者趋向于在临近地区。日益提高的专业化产生了大量贸易，这为即使是很小的国家都提供了机会。比如，柬埔寨可能没有能力生产电脑或汽车，但是它可以生产电缆或者轮胎，而这些会被用到中国的生产组装线上。通过这种对生产的“垂直分解”——由于运输成本的降低而得以实现——发展中国家和地区实现了经济增长和繁荣。

近来东亚的经验可以用随着运输成本降低带来的专业化生产来解释，但是同样的事情并没有发生在世界其他地方。特别是在非洲，单个国家都太小以至于没有足够的规模和生产能力将投资吸引到劳动密集型的制造业——而这一过程仍然是成为中等发达国家的重要途径。非洲国家之间依旧明显地相互分割。非洲国家之间的边境渗透比起西欧国家要低得多。这种分割阻碍了有益的相互交往和资源相互流入，而这可以促进区域发展中心的出现，比如在临海的地区。结果，增长的溢出效应就不能在非洲这样的地区体现，而这恰恰是世界主要经济体发展的动力。如果瑞士忽略了邻国的溢出效应，就像中非共和国1970年至2000年那样，那么它那一阶段的GDP则会损失3340亿美元。如果柬埔寨位于东非而不是东亚，则它的经济增长会缓慢很多。

成为亲密的伙伴

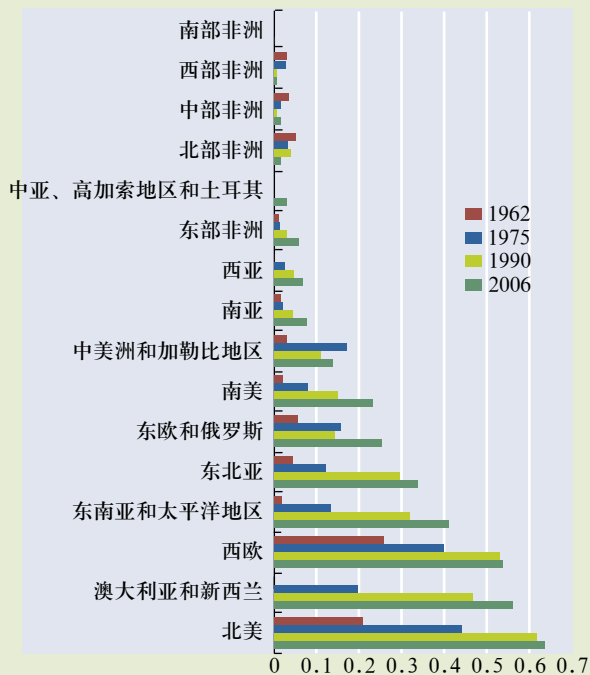
那些贫穷的、小的、偏远的国家如何从东亚那样的改革的力量中获得好处呢？从个体的角度来讲，滞后的国家没有足够数量的技术工人，地方财政能力不足或者不具备保持供应商和互补服务的集群能力。克服这些困难的关键是区域合作。目标是通过区域性公共产品和享受专业化的好处，刺激区域内国家的供给能力。

区域一体化意味着能够比邻国之间能享受互惠的贸易带来更多的好处。走向全球一体化包含几个步骤，从区域基础设施投资到区域劳动力市场的自由

贸易集中度

产业内贸易在发达国家比重最大，但是在非洲和中亚、高加索和土耳其几乎为零。

（谷洛贝尔·洛伊德区域内贸易指数）



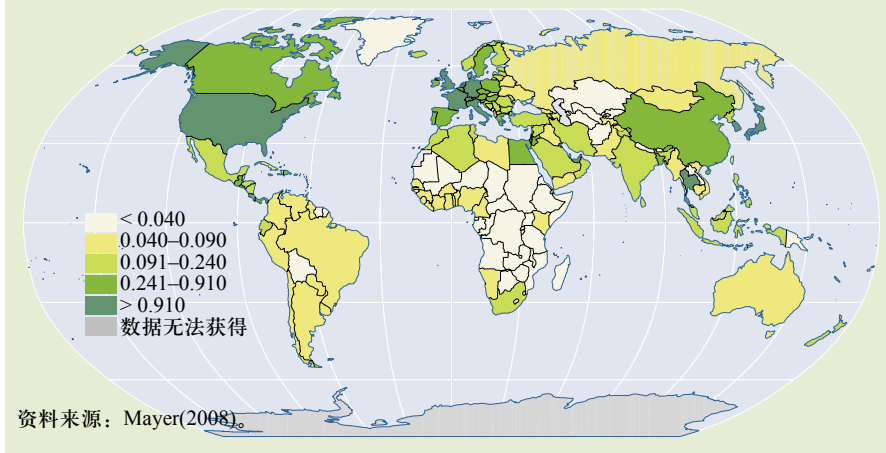
资料来源：Brülhart (2008)。

注：谷洛贝尔·洛伊德产业内贸易指数是总贸易中可以被产业内贸易解释的比例。南非、中亚、高加索地区和土耳其、澳大利亚和新西兰数据不完整或者不可得。

国家俱乐部

与繁荣地区距离接近可以改变发展的前景

(与美国相关的实际市场准入, 2003年指数)



化。有三个关键原则应予以澄清。

从小处着手。区域一体化可以最先涉及较窄的合作领域, 这样收益和成本都可以清晰地界定。今天的欧盟也是从6个国家的煤炭和钢铁协议开始的。

全球思维。区域一体化不应该各自为政。它应该帮助自身没有能力的国家进入世界市场。比较大的国家可以在单方面进入全球一体化和区域一体化之间进行选择。但是小的贫穷的国家或者是内陆国家则需要通过区域化实现全球化。比如, 通过共用区域基础设施枢纽——例如运输走廊——让那些之前没有能力的国家与世界市场联通起来。

对最不幸的给予补偿。当在少数地方的企业实现专业化生产和扩大生产规模时, 这种经济行为的集中会带来区域一体化, 这是不可避免而又的确是可取的发展过程。但是, 这意味着一些地区得到的好处要高于另一些地区——至少开始是这样。随着人们迁移到大的地区, 他们将好处通过汇款汇回本国。但是, 进一步说, 明确的补偿计划要求保证落后地区社会服务和基本的基础设施。外部帮助对于补偿落后地区十分重要, 但是也必须要靠其自身的努力。西非经济和货币联盟在2000年采取一致的对外关税, 并且分享收入。最富裕的两个国家科特迪瓦和塞内加尔的关税收入占整个联盟的60%, 但是留存收益仅为12%左右。

不受疆界束缚的赢家

有效的区域一体化战略在世界各国不是完全一致的。地理观念发展的前景起决定性影响, 并且规定了所需要的手段类型。普遍的问题是分割问题——厚实经济边界。区别在于区域内的经济密度和与大的世界市场的距离(见地图)。

与世界主要市场距离近的区域。那些与世界市场接近的国家——比如中美洲和加勒比地区、北非和北欧——实现一体化较为容易。共同的惯例可以帮助这些

国家形成更大更复杂的市场。

与大型经济体远离的区域。在地理上远离大的世界市场但是有较大大国内市场的国家——比如中国、印度、南非和巴西——对各地投资者都有很大吸引力。好的制度和区域基础设施可以帮助他们进入这些大市场。这种国家的例子有东亚, 另外南亚也在向这个方向发展。而南非和南美通过扩大国内市场并且使其区域的制

度和基础设施更专业化, 也可以推进与世界经济一体化的进程。对于最小的国家, 区域基础设施对于减少它们与大的邻国的距离尤其重要, 而这些邻国更是通向世界市场的通道。

由很小的国家组成的远离世界市场的区域。世界经济一体化对于那些被分隔的偏远的和当地缺乏经济密度的国家是最困难的。这些国家被Collier (2007)称为“处于最底部的10亿人”——东部、中部和西部非洲; 中亚以及太平洋岛国。对于这些区域, 所有三种手段都是需要的——有利于使边境变窄的区域制度, 将各国联系起来的区域基础设施以及激励——比如随着放开原产地规则使它们能以优惠的条件进入市场, 对落后国家社会服务的提供给予更多的援助以创造更便捷的技术, 对沿海国家提供更多基础设施方面的支持以改善其市场准入。激励措施应能保证所有国家都努力加强区域合作。

更好地理解经济地理学观念的发展可以帮助我们更好地应对全球一体化的挑战。

Uwe Deichmann, 世界银行发展研究小组空间分析团队的负责人; Indermit Gill, 世界银行欧洲和中亚地区首席经济学家, 他带领的团队负责撰写《2009年世界发展报告》。

参考文献:

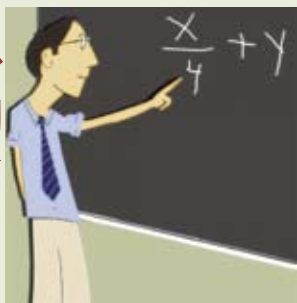
Brühlhart, Marius, 2008, “An Account of Global Intra-Industry Trade, 1962–2006,” background paper for WDR 2009; see <http://econ.worldbank.org/wdr>

Collier, Paul, 2007, *The Bottom Billion: Why the Poorest Countries Are Failing and What Can Be Done About It* (New York: Oxford University Press).

Krugman, Paul, 2007, “The ‘New’ Economic Geography: Where Are We?” in *Regional Integration in East Asia*, ed. by Masahisa Fujita (New York: Palgrave Macmillan).

Mayer, Thierry, 2008, “Market Potential and Development,” background paper for WDR 2009; see <http://econ.worldbank.org/wdr>

World Bank, 2008, *World Development Report 2009: Reshaping Economic Geography* (Washington).



什么是 国内生产总值？

Tim Callen

许多专业人员经常使用缩写。对医生、会计和棒球运动员来说，字母MRI (magnetic resonance imaging)、GAAP (generally accepted accounting principles) 和ERA (earned run average)，都无需一一加以解释。而对于不熟悉这些领域的人，不解释这些缩写就会成为更好解释要研究主题的绊脚石。

经济学也是如此。经济学家使用许多缩写。最常用的之一是GDP，表示国内生产总值。它经常被报纸、电视新闻以及政府、中央银行和公司的报告所引用。它已经成为广泛使用的国家和全球经济健康状况的参考点。当GDP增加，特别是不存在通胀问题的时候，工人和企业总体感觉福利改善。

衡量GDP

GDP衡量在一国一定时间内生产的（比如一个季度或一年）最终——即被最后使用者购买的——产品和服务的货币价值。它统计了所有在一国边境内的产出。GDP由以在市场上销售为目的的产品和服务组成，并且包括属于非市场性质的生产，比如政府提供的国防、教育服务等。另外一个概念，国民生产总值，或者GNP，统计了所有一国居民的产出。所以，如果一家德国所有的公司在美国设厂，他的产出就要计入美国的GDP，德国的GNP。

并不是所有的生产行为都包括在GDP当中。比如，不付薪酬的工作（例如家庭中的劳动或是志愿者服务）以及黑市活动就没有包含，因为它们很难准确计量和估价。这意味着，举例来讲，一个面包师如果为消费者烤了一块面包，他为GDP做出了贡献，但是如果这块面包是为自己家庭烤的，则不计入GDP。

此外，国内生产“毛值”不考虑机器、建筑物等（所谓的资本存量）在产出过程中的损耗。如果这些固定资产的损耗，即折旧，从GDP当中被扣除，我们则得到净国内生产总值。

理论上，GDP可以用三种方式考察。

- 生产法将每个生产阶段的附加值加总，这里附加值被定义为总销售额减去生产过程中投入品的价值。比如，面粉是中间投入品，而面包是最终产品，或者建筑师的设计服务是中间投入品，而建筑物是最终产品。

- 支出法将最终使用者购买的价值加总——例如，家庭食品、电视机和医疗服务的消费；公司对机器设备的投资；政府和国外部门对产品和服务的购买。

- 收入法将生产过程产生的收入加总——例如，雇员得到的补偿金和公司的营业盈余（粗略的销售额减成本）。

一国GDP通常由国家统计局计算，它将大量来源的信息收集编集。但是在计算中，大多数国家采用已经制定好的国际标准。衡量GDP所使用的国际标准包含在《1993年国民核算体系》中，它由国际货币基金组织、欧洲联盟、经济合作与发展组织、联合国以及世界银行编制。

实际GDP

关于经济人们想知道的一件事是它的产品和服务总产出是增长还是缩减了。但是因为GDP是以当前或者名义价格收集的，如果不对通货膨胀进行调整，我们不能比较两个不同时期的GDP。为了决定“实际”GDP，它的名义价值必须根据价格变动因素加以

调整，以便使我们清楚产出价值增加是因为产品增加还是仅仅因为价格上涨了。一个被称为价格平减指数的统计工具被用来把GDP从按名义价格计值调整到按不变价格计值。

GDP很重要，因为它传达出一国经济规模以及经济表现的信息。实际GDP的增速经常被作为经济总体上健康与否的指示器。广义而言，实际GDP的增加可以被解释为经济运转良好的标志。当实际GDP增长强劲，就业也很可能增加，因为企业会雇用更多的工人，人们口袋里的钱也会变得多起来。目前人们的担忧却在相反的方向。在实际GDP超长期强劲增长几年以后，许多国家开始经历减速，在最近几个季度，一部分工业国实际GDP下降。各国经济在有些时候出现繁荣，有些时候增长放缓甚至衰退（有时衰退被定义为连续两个季度产量减少）。比如，在美国，在1950到2007年间经历了6次不同期限、不同严重程度的衰退（见图）。国家经济研究局对美国商业周期进行了预测。

比较两个国家的GDP

GDP是用被研究国家的货币来表示的。在比较两个使用不同货币的国家的产值时必须进行调整。通常的做法是将各国的GDP转换成美元然后进行比较。换算成美元可以采取两种方法——利用在外汇市场盛行的市场汇率——或者购买力平价（PPP）汇率。PPP汇率是指一国购买另一国家相同的商品和服务时，必

须将本国货币兑换成另一国家的货币所使用的兑换率（见“返回基础”《金融与发展》2007年5月）。在新兴经济体和发展中国家，市场汇率和以购买力平价为基础的汇率之间有很大差别。对大多数新兴市场国家和发展中国家来说，美元的市场汇率和购买力平价汇率之间的比率为2到4之间。这是因为非贸易商品和服务在低收入国家比在高收入国家更便宜——比如在纽约理发就比在比什凯克要贵，即使生产可贸易品比如机器设备的成本，在这两国是相同的。对于发达国家，市场汇率和购买力平价汇率则更加趋向接近。这些差别意味着新兴市场国家和发展中国家如果采用购买力平价，则以美元计价的GDP会被高估。

国际货币基金组织在其网站（www.imf.org）上公布了一系列GDP数据。例如国际货币基金组织这样的国际机构还计算全球和地区性实际GDP增长的测算值。这些数据可以显示出世界经济以及某一特定地区经济增长的快慢。加总数值由各国GDP的加权平均值组成，权重则反映各国GDP所占的比重（权重由购买力平价汇率决定）。所以，比如，最新版的国际货币基金组织《世界经济展望》指出，2009年全球实际GDP将增长2.2%，比今年下降3.7%，（较2007年下降了5%）。发达国家预计将面临二战后第一次年经济负增长。

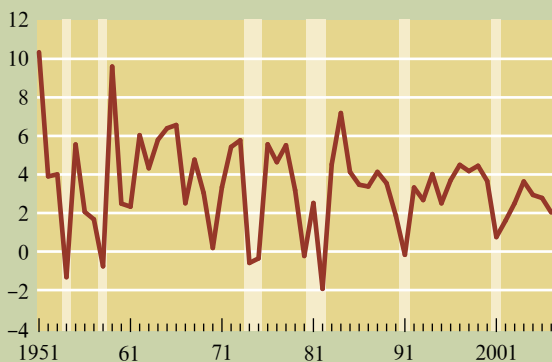
GDP没有揭示什么

理解GDP不能告诉我们什么同样重要。GDP不是一国生活以及福利的全面衡量标准。虽然人均产品和服务产出（人均GDP）的变化常常被用来作为衡量一国居民平均生活水平提高或恶化的指标，但是这些指标并不一定对衡量福利提高很重要。所以，比如，产量增加有可能付出环境恶化的代价，或者带来其他外部成本，例如噪音等。抑或，它会导致休闲时间的减少或者不可再生自然资源的消耗。生活质量同时取决于GDP在一国居民中的分配，而不仅仅取决于总体水平。为了尽量对上述因素做出说明，联合国建立了人类发展指数，各国的排名不仅决定与人均GDP，而且考虑其他因素，例如预期寿命、文化程度以及入学率等。其他一些指标旨在揭示GDP的一些缺陷，比如真实进展指标和国民幸福总指数，但是这些指标也同样遭到批评。

Tim Callen, IMF中东和中亚部副处长。

增长和缺口

自1950年以来，美国以根据通货膨胀调整的国内生产总值衡量的经济产出，除了6次持续时间不同严重程度不同的衰退外，在大多数情况下是增长的。
(实际GDP年度变动百分比)



资料来源：国际货币基金组织，世界经济展望数据库。
注：浅色阴影区域代表衰退——产量减少的时间。衰退时期由一个私人机构美国国家经济研究局鉴定。

评

对阿拉伯世界均等论的质疑



Marcus Noland和Howard Pack

变化世界中的阿拉伯经济体

彼得森国际经济研究所，华盛顿特区，2007年，350页，24.95美元（平装）

在《变化世界中的阿拉伯经济体》一书中，Marcus Noland和Howard Pack考察了阿尔及利亚、埃及、约旦、科威特、黎巴嫩、摩洛哥、沙特阿拉伯、阿拉伯叙利亚共和国、突尼斯以及也门10个阿拉伯国家的经济业绩与发展前景。考察基于这样一种假设，即“阿拉伯主义”使得对各国经济业绩和前景的比较呈现出较大程度的同质性。作为在1976年就写过一部关于该地区的情况的著作（其涉及的国家从摩洛哥一直延伸到伊朗）的作者，我敢说，“阿拉伯”地区的同质性微乎其微。海湾合作委员会6个国家1997年的情况也是如此。这些国家都没有呈现出希望中的那种同质性（很难对沙特阿拉伯与巴林加以比较）。后来在2006年，我感到波斯湾的石油输出国在同质性方面的指标可能会表现好一些，然而即使

这些国家也好不到哪去。作者所列举的国家存在很大的差异性以致于很难对它们作简洁的概括，对于这一相同的结论，Noland和Pack则保持沉默。

主要见地

本书的主要结论是：（1）从社会指标来看，尽管这些国家大多数获得了较大的成就，但其经济表现较为均等；（2）它们取得经济业绩的原因各不相同；（3）影响经济业绩的主要因素是不良的体制（高度腐败、缺乏跨境的一体化、技术与创新的应用有限、平均教育程度与技术增进的水平低等等）、专制制度、政治上的不确定以及政府部门庞大；（4）在石油输出国，石油在带来特定机会的同时也设下了陷阱。总之，作者的结论是，“问题不在于过去取得了多大成就……而在于是否存在……足以用来成功地解决当前因人口膨胀带来的压力，以提供就业机会……的经济与政治模型……”。答案几乎肯定是没有。”

尽管他们的分析经过深思熟虑，而且很有意义，但我还是不敢与作者苟同。例如，作者故意淡化了未来的失业中妇女劳动力参与的重要性。而且，由于他们列举国家的多样性，Noland和Pack忽略了这样一个事实：波斯湾石油输出国的业绩非但不均等，而且在1975—2004年还低于平均水平。

疏忽带来的错误

在评价支撑均等的经济业绩的原因时，Noland和Pack没有注意到冲突和战争的作用。伊拉克、黎巴嫩、科威特、阿尔及利亚、埃及和

阿拉伯叙利亚共和国以及约旦都为此支付了沉重的代价，而某些海湾合作委员会国家还付出了一定代价。

作者还忽略了外部势力的负作用，无论是支持独裁者的势力还是对国家实行孤立、制裁，帮助其实现精良的军事装备的“推动力量”，或者仅仅就是一项分裂和征服政策。作者说，“由于阿拉伯地区的政治体制具有非同寻常的长期稳定性，看来其产物（也就是专制主义）在该地区会比在其他具有相等独裁体制的地区持续存在的时间更长。”然而，他们没有说为什么会这样。“受到争议的问题其根本在于‘内部’。在这种情况下，国际社会也无能为力”。答案是，外国势力必须扛起对这些国家的专制制度和所谓的内部问题的某些指责。

“尽管根据一些社会指标这些国家大多数取得了较大成就，但它们的经济表现较为平均。”

最后，尽管作者在许多地方阐明伊斯兰不是这些国家取得经济业绩的一个因素，但他们似乎对自己确认的事也闪烁其词：“可能较早时候对伊斯兰历史遗产评议的负面阐述是正确的，但制度、政策和行为已经发生了足够的趋同，在当代世界上，其影响一直在减弱。”他们仅引用了一组时事评论员的话，而没有提供其他人相应的看法——这些人相信，伊斯兰也显然关注经济繁荣以及经济上的公正性对于穆斯林社会的重要性。

Hossein Askari

乔治·华盛顿大学教授
国际商务与国际事务的
伊朗教授

朋友还是敌人？

Bill Emmott

竞争对手

中国、印度与日本之间的力量抗争将如何重新构建我们未来的10年

Harcourt, 2008年, 352页, 26美元(精装)。

Bill Emmott已担任《经济学家》杂志的主编13年。这是其20世纪80年代在该杂志驻东京记者这个职位上驻足不前之后升任的高级职位。在那段时间里，日本经济的扩张引起了美国和其他那些决定重新构建其印象中的世界的国家的担忧。但是，1989年，Emmott写了一部一反直觉的著作《太阳也会西落：日本经济实力的局限性》，预言该国在20世纪90年代不可能继续保持经济增长。

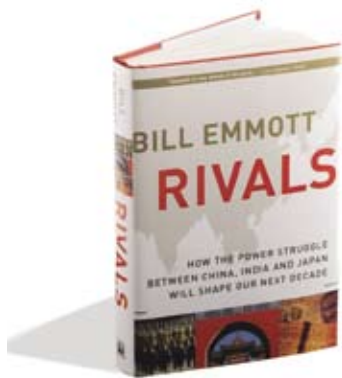
从这个一语中的的断言出发，Emmott以一种合理可信的方法着手对亚洲进行研究。2006年，他离开了《经济学家》，这使他得以重新从事报道工作，并在他的《竞争对手：中国、印度与日本之间的力量抗争将如何重新构建我们未来10年》这部著作中，展示了一种崭新的明细观察手法。《竞争对手》一书将重点放在三国的细微差别上，抨击了充斥着陈词滥调的喝彩，对于亚洲经济与政治的未来的讨论（这种讨论通常带有浮夸色彩）做出了宝贵的贡献，而且是一部通俗易懂的著作。

谁是正确的？

Emmott的论述是从这一洞见出发的，即亚洲前所未有地在同一时期内成为三个强势国家所在地，因而，亚洲未来的核心问题就是如何处理好三国相互之间的政治和经济关系。该书援引印度外交部一位高官的话，认为这是一场零和游戏。这位官员说：“您所了解的事情正是我们双方（印度和中国）都在想

的事，即未来是属于我们的。我们不能同时属于正确的一方。”

由于许多中国人民指控日本在战争中犯下的罪行，而日本拒不悔罪，二战时期日本的所作所为在中国积下的怨恨依然是中日关系上的一道伤痕。中国依然主张对藏南达旺地区的主权——这导致了1962年



的中印之战——而印度则说它是如今属于中国的喜马拉雅山一小片边远土地的正当主人。

在这种背景下，中国决定每年增加相应的军事支出，而印度也增加了8%（尽管该国也与美国签署了一个核能协定），这看起来都是不祥之兆。至于日本，尽管它在加强军事方面的作为受到限制，但还是在去年与澳大利亚签署了一项防务宣言——这是1952年与美国于签订和平协定之后，东京第一次涉足此类协议。

联系的纽带

更多的新闻是关于三国通过经济的融合而被交织于一体的。例如，2008年7月，日本对中国的出口超过了对美国的出口——这是前所未有的事情。由于高增长的势头依旧（至少中国和印度是如此），一体化还会朝着更深的层次发展，亚洲的联合将发展到自成吉思汗拓疆以来前所未有的程度。

然而，这种融合将会继续下去吗？这取决于各国对能够催生经济增长的改革的推动能力。

例如，中国的资本市场还扑朔迷离，存在着缺陷。

印度经济仍然受到制约着经济活动的、密集的监管措施的阻碍（在世界银行的《全球商业环境报告》排名中，该国位于较低的第134名）。该国的基础设施以及效率低下的治理体系，也威胁着投资与经济的增长。

日本经济仍然受困于四处蔓延的低效率，日经指数最近一段时间降到了1982年以来的最低点。在1982年担任《经济学家》主编的时候，Emmott发表了一篇封面文章，标题是“日本在带来失望方面令人吃惊的能力”。这条标题的说法如今依然管用。

缔造和平

Emmott以一系列处理三国间竞争关系的建议结束了本书的论述。这些建议包括建议实施一系列与安全（说服印度签署核不扩散条约）、环境（减少污染排放和增加对清洁能源的投资）和外交（鼓励美国支持2005年推出的东亚高级别会议，因为它是包含了中、印、日三国的惟一一个地区性实体）有关的举措。鉴于Emmott作为一名预言家在过去取得的成就，他没有说明他预期三国会作为自我毁灭性的竞争对手，还是作为互惠性的同盟国而崛起，这是一个奇怪的疏忽。

但是，对三国之间关系的正确观察离不开对中国表现的观察。北京奥林匹克运动会的成功上演对树立中国形象起到了令人称奇的效果，尽管从更长远的角度来看，邓小平的讲话对于树立中国形象更有意义。当有人问到中国的治理之道时，邓小平说：“稳定压倒一切。”日本和印度以及亚洲其他国家只希望这句话意味着对该地区的伙伴关系——以及和平的承诺。

Matthew Rees
Geonomica 总裁

评

关注价格

Robert J. Samuelson

大幅度的通货膨胀及其后果

美国过去与现在的富裕

兰登书屋，纽约，2008年，336页，26美元（精装）。

美国联邦储备委员会（“美联储”）在其95年的历史中有过两次重大的失误。由于拒绝向渴求资金的全球经济注入流动资金，美联储使得20世纪30年代的大萧条恶化。而在20世纪70年代，又是由于美联储没能吸收淹没了全球经济的流动资金而听任由大幅度的通货膨胀肆虐。在公众的感觉中，对大萧条的印象更加强烈，而对大幅度的通货膨胀已经淡忘了。

Robert Samuelson的这部著作对重新唤起人们对大幅度通货膨胀这段“失去的历史”的记忆作了成功的尝试。他称这段经历是后二战时期美国政府“国内政策的最大失误（一开始就强调）”。但是，本书对1960年以来美国和全球经济的精彩描述胜过了它对战胜通货膨胀的过程的描述。

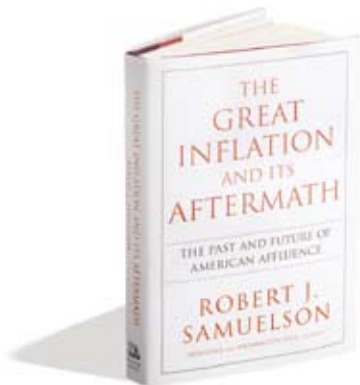
下不完的雨

1960—1979年，美国的年度通货膨胀率从不足1.5%上升到将近13.5%。Samuelson说，物价的上涨就像“下不完的雨”。那时，美国公民强烈抗议通货膨胀的上升。在当时的民意测验中，公众将通货膨胀描述为比越南战争和水门事件“更恼人的事情”。

Samuelson指出，听任通货膨胀达到两位数给20世纪70年代的美国经济带来了破坏性后果。高通货膨胀率“无可争辩地造成了经济的不稳定，导致越演越烈的四次衰退”。高通货膨胀——以及伴随而来的较高而波动的利率——通过压低生产率的增长，阻碍着生活水平

的提高，导致股票市场陷入僵局，并引发了一系列影响到“美国农场主、美国储蓄与贷款业以及发展中国家”的债务危机。

这场下不完的雨是否仅仅就是遭遇了一场厄运？不是。Samuelson说，这是“用心良苦的政策带来的差强人意的后果，而这些政策又是国内一些最著名的经济学家促成的。”在20世纪50年代和60年代初，经济学家们开始相信，通货膨胀与失业之间存在一种稳定的互逆关系，这意味着失业率可以通过容许存在稍高一点的通货膨胀来降低。美联储是触发大



幅度通货膨胀的“首要共犯”。Samuelson写到，所有重大的通货膨胀更多地涉及到货币，很少涉及商品，而平时美国最糟糕的通货膨胀的发生就是“由于政府通过美联储制造出了太多的货币”。

美国的早晨？

通货膨胀率是如何从1980年的两位数降到1982年的约4%的？Samuelson认为，这“主要是两个人的功劳——保罗·沃尔克和罗纳德·里根。”但是，他们为抚平通货膨胀而不得不做的事却不那么漂亮。事实上，自从大萧条以来，沃尔克主席领导下的美联储已将流动性收紧得足以“给经济的下降带来最有力的惩罚”。美国前总统里根的角色就是允许美联储长期维持

这种政策，“长得足以使通货膨胀心理预期改变”。即便到了今天，Samuelson说，美国经济不得不承受由1980—1982年间的低通货膨胀所带来的社会成本“看上去还是骇人的”。

Samuelson认为战胜通货膨胀开创了“过去25年的繁荣”，扭转了许多使通货膨胀率上升到两位数的不利因素。美国收入的增长超过了其他发达国家；反映在诸如微软这样的企业中的蓬勃的企业家精神以及对美元信心的恢复等，都成为这些年份的标志。这种生机勃勃的景象有利于通过鼓励国内因素激发的资本的跨境流动，扭转国际金融现状。

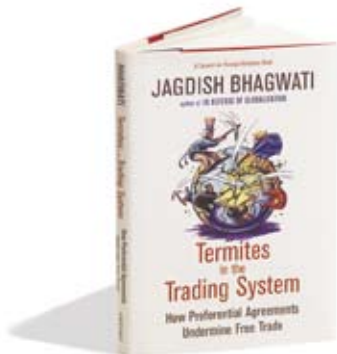
又变天了

没有哪项成功没被粉饰，也没有哪项成功会永世不衰。Samuelson承认，良好的经济业绩历经25年之后也会出现瑕疵，也许现在是成功告一段落的时候了。紧接着通货膨胀被战胜之后的那些年份是经济的增长年，但是“这是一个更为纯粹的社会，它已经回复到以粗略的、颠覆性状态存在的那个更受市场驱动的经济。”而持续长久的繁荣——持续的经济增长，其间只出现两次中等程度的衰退——有助于“孕育”对国际金融日益增长的复杂后果的“满足且疏忽淡漠”的情绪，及至酿成今天的混乱。

Samuelson说，金融体系与经济中其余那些随着时间的推移会变得“更大而更难以预测”的部门之间的联系，将使人们更容易理解最近几十年来经济何以恢复繁荣。然而，还必须汲取新的经验教训。Samuelson敏锐地指出，从战胜通货膨胀的经验中得出的教训不应该被遗忘，“大幅度通货膨胀的经验教训是，应将通货膨胀遏制在萌芽状态；延误的时间越长，越难以加以遏制”。

Prakash Loungani
IMF研究部顾问

激昂的声音



Jagdish Bhagwati

贸易体系中的白蚁

优惠贸易协定如何破坏了自由贸易
外国关系丛书委员会，牛津大学出版社，2008年，160页，24.95美元（精装）。

保罗·萨缪尔森这位毋庸置疑的20世纪经济学泰斗阐释了比较优势的原理：“它逻辑上的真实性在数学家面前也无可辩驳；它并非毫无价值，这一点已被千万个重要而睿智的人所证实，而在向他们做出说明之后，这些人从来不会为了自己而去领会或者相信这个原理”。然而，数学家斯坦尼斯拉夫·乌尔玛对于给所有的社会科学都冠以一个单独的命题提出了质疑，这一质疑既真实，且重要。正如20世纪的国际经济学泰斗，《贸易体系中的白蚁》一书的作者Jagdish Bhagwati所指出的，千万个重要而睿智的人在领会自由贸易与自由贸易区（一组国家之间的贸易协议，下文还将精确描述）之间的原理方面却做得不太好，尽管一组简短的公理也对它们做了区分，但却没能领会它对全球贸易体系的危害。

Bhagwati一直很留意这种区分的重要性和知识含量，以及它在长期内通过学者的文献和见诸于大众

传媒上的文章所表现出的实用性。20世纪90年代之初，当隐含在优惠性贸易协议（PTAs）趋势中的最新含义刚刚开始出现时，他是唯一一个对这种分裂贸易体系的做法提出警告的人（见他1993年发表于Jaime DeMelo和Arvind Panagariya编辑的文集《地区主义的新维度》中的文章，“地区主义与多边主义：概论”，纽约，剑桥大学出版社）。目前，鉴于优惠性贸易协议的数量已达数百，鉴于对流入这些国家的货物和服务流量的监管的复杂性相应增加，Bhagwati的这种关注看来尤其具有预见性。

尽管成立于1948年的《关贸总协定》将成员方的非歧视性确定为主要原则，但它认可了通过第XXIV条款，允许优惠性协议以自由贸易区和关税同盟的形式出现，从而使非歧视原则具有了排他性。根据通行的定义，自由贸易区（例如北美自由贸易协定集团）和关税同盟（例如欧盟）的成员方必须消除区域内的贸易壁垒，但关税同盟的成员还同意针对来自非成员方的进口制定一个共同的对外关税。尽管自由贸易区和关税同盟都希望消除成员方彼此之间的贸易壁垒，但这样做并不等同于多边自由贸易。成员方向非成员方施以歧视性关税意味着可能使得进口资源来源效率低下，同时还会给成员方和非成员方带来重大的（有可能是不利的）道德规范方面的后果。尤其是，正如Jacob Viner在其1950年的一个经典性分析（发表于《关税同盟的问题》一书中，纽约，卡内基国际和平基金会）所证实的，成员之间在能够比世界其他地方相对有效地生产出的货物方面，可能会获得一定程度的贸易“创造”，但由于成员方之间互赠优惠，贸易也恰恰可能会从效率较高的非成员方“转移”出去，因而可能使成员方自己处于不利的境地。

在100页充满风趣与智慧风格的书中，Bhagwati以严谨的学术态度仔细剖析了优惠性贸易协议的问题，具有历史深度并注重于政策细节。在第2章中，他分析了关贸总协定第XXIV条款的历史起源及其政治上的支配力，这种支配力曾使美国政府放弃了一度所持的非歧视性原则立场，并认可了XXIV条款的排他性。他在第3章中关于实际运作中贸易转移的负面结果的论述，采用了最近的研究成果，并使针对贸易优惠的理论实例增加了有分量的实证经验。他还深入讨论了优惠性贸易给多边贸易体系带来的后果，而且他确实是正确的，最近贸易体系向着相互重叠、交叉的优惠性贸易协议的混乱网络（曾被他称为“管道网”现象）的演变，可能未必是低效率的。在第4章，他呼吁各国尽量避免采取双边举措，呼吁采取基础广泛的多边自由化，以淡化贸易优惠带来的扭曲效应，呼吁我们更贴近全球自由贸易。

但是，那成千上万个重要而睿智的人们会听到吗？在过去很少的几个十年中，Bhagwati像一个传统的印度艺术鉴赏家一样，为自由贸易、为通过多边途径实现自由贸易而提出了一些非常不同的论点。《贸易体系中的白蚁》一书包含了Bhagwati为区分自由贸易与自由贸易区而提出的众多令人印象深刻的论点，强烈驳斥了那些使二者混淆的论点，并满怀激情地描述了这种混淆将给贸易体系带来的后果。他的这些论点值得我们认真关注。

Pravin Krishna

约翰·霍普金斯大学
国际经济学Chung Ju Yung杰出教授

转变对贫困的认识

修改后的贫困统计数字可以增进人们对发展进程的理解

修改后的贫困统计数字可以增进人们对发展进程的理解，设想你是一个发展中国家的总理，你已经努力工作了多年来改革本国经济以便使经济增长率持续提高，减少贫困。当你正满怀信心认为事情进入了正确的轨道，并且实现新千年发展目标已经有了很清晰的进展时，出乎意料的是，世界银行的一些专家提出的新的计算结果表明，你们国家的最新校正的国际贫困率比过去想象的要高很多。你感到非常震惊，于是你仔细思考，并且要求你的专家仔细检查他们的统计结果。然而同样的，他们重新检验的实证经验证据，证实贫困确实比你想象的要普遍得多。



林毅夫，世界银行高级副行长兼首席经济学家。

这差不多是许多发展中国家的政策制定者发现他们自从世界银行贫困国际比较估计数据的发布以来所面临的处境。这个消息的确让人清醒：我的同事Martin Ravallion和Shaohua Chen的研究把衡量全球贫困的标准调整为2005年物价水平为基准的每日1.25美元，研究表明，发展中国家生活在贫困线以下的人较之用世界银行较早的以1993年物价水平每日1.08美元的贫困线衡量时要多。在对贫困的计量方法上有了较大修改以后，他们估计14亿人口或者说25%的发展中国家人口生活在世界贫困线以下。过去，在2007年发布的文献中，估计有9.5亿或者17%的发展中国家人口每人每天的生活标准为1.08美元甚至更低。在更新的计算方法下，新增的贫困人口有4亿。

新的研究发现发展中国家的贫困人口比例从1981年的52%下降到1990年的42%和2005年的25%，对发展中国家这一整体，这个比例从1981到2005年保持每年以一个百分点的速度连续下降。由此得出的结论是整个世界上仍然走在实现到2015年全球贫困人口比1990年减半的轨道上，这是千年发展目标中的第一个目标。

戏剧性转变

贫困人口数量改变的原因是显而易见的：世界银行采用了近年发布的国际比较项目的结果，以及675份涵盖116个国家1981年至2005年的调研。重新统计了生活在极度贫困中的人口数量。原来是用“每日一美元”的贫困线作为衡量极度贫困的门槛。它是基于当时（即1993年）最容易获得的生活成本数据，但是已

经发现这些数据低估了许多贫困国家的生活成本。因为目前所知的贫困国家人口的生活成本高于原来的设想，所以生活在贫困中的人口数也会相应比原来增加。

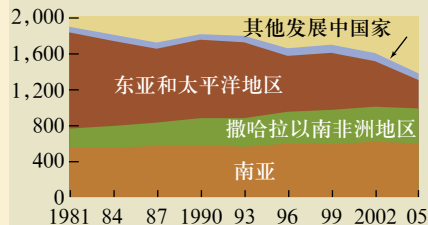
虽然所有发展中国家贫困线的标准提高了，但是实际上贫困人口比原来的估计是逐渐减少的。国际贫困线和衡量贫困率的总体方法从30年前第一次估计以来就没有变化。变化的是数据的可靠性、及时性和复杂性。

这些材料的更新表明减贫的巨大成功，尤其是东亚（见图）。回顾20世纪80年代初，世界范围的贫困发生率是最高的，几乎80%的人口生活在1981年每天1.25美元以下。截止到2005年，这一比率已经下降到17%。仅中国一个国家，用这一标准衡量的贫困人口就减少了大约6亿，虽然这一进程一直以来还很不平衡。

但是这种进步不仅出现在东亚——该地区有很多贫困率降低的例子。除中国以外的发展中国家1981—2005年间以1.25美元标准衡量的贫困率从40%下降到29%，尽管总贫困人口下降得不够多，贫困人口依然维持在12亿。印度在减贫方面迈出了显著步伐，按照每人每日1.25美元的国际贫困线标准，贫困人口比例从1981年的60%下降到2005年的42%。南亚其余国家也取得了相似的

发展不平等

更新的数据表明东亚地区的贫困在减少，但是，撒哈拉以南非洲国家贫困几乎增加了一倍。（每天生活标准在1.25美元以下的人口，百万）



资料来源：世界银行。

进展。经过长时间停滞，拉丁美洲的贫困比例也在下降，从2002年的11%下降到2005年的8%。

重新思考和调整

但是进展是不平衡的，全世界一些地方的贫困程度依然严重到高得不能接受。在撒哈拉以南非洲，以人均每天1.25美元来衡量，2005年的贫困人口比率为51%，与1981年相比几乎没有变化。考虑到非洲贫困化的程度很深，为了达到同样的减贫效果，非洲比其他地区有更需要达到更高的经济增长率。

尽管出现了这种数据表达方面的符合实际的新闻，但更新后的估计数还是有助于国际社会以及发展中国家的政策制定者重新思考和调整他们的发展战略和政策。世界银行研究人员20年来所做的经验研究表明，贫困发生率随着经济增长有下降的趋势。使用了1980—2000年80个国家的样本中三份连续的家庭调查和每日一美元标准下的贫困率，Ravallion (2007) 估计增长对贫困减少的弹性是负的——也就是说，它们二者趋于相匹配——占大约所有案例的80%，虽然在平等很严重的国家贫困减少率相对于经济增长的比率趋于减少。这一研究发现得到了新的全球贫困人口数据的支持。地区经济增长率以及过去15年里生活在国际贫困线以下的人口比例的变化表明了同样的事实：东亚地区1981—2005年间经历了最高的平均增长率，与之相伴的是最大幅度的减贫。相反，撒哈拉以南非洲和欧洲以及中亚地区经济增长率最低，同时减贫工作的成绩最差。

因此核心政策问题是如何让经济可持续增长以减少贫困。证据表明高经济增长率与开放相联系。进一步加大贸易开放程度并不总是能够促进经济增长，但是它也可以带来分配效应，以缓和贫困的影响。但是，通常的情况是，贸易开放会带来更高的经济增长，而穷人会从中收益。

提高竞争力的关键

经济增长、贸易指标的改善和贫困减少之间的相互关联可能是因为这样的事实，即开放促进了以比较优势为基础的经济战略的形成，而比较优势正式是一个国家竞争力的关键所在。迈克尔·波特(1990)指出了国家竞争的四个优势来源：

- 能很好利用国内充裕的要素的部门或产业
- 能够使企业实现规模效应的巨大的国内市场
- 产业集聚
- 鼓励提高效率和生产增长的充满活力的国内竞争

对于任何一个国家，国内充裕的要素实际上指反映在其禀赋结构中的比较优势。产业集聚和国内竞争要素依赖于一个国家是否采取顺应其比较优势的发展战略。这是因为一国的产业发展如果公然背离其比较优势，会以变成一个封闭的经济体和没有竞争力的市场而告终，因为这样本国公司不能在开放竞争的市场中自行发育，而必须要依靠补贴和保护才能生存 (Lin, 2007)。

在这种情况下，产业集聚也很难建立和维持，因为政府不可能对同一产业的大量企业给予补贴和保护，从而使集群得以形成。当一国顺应其比较优势，巨大的国内要素市场就变得不必要了，因为产业能够在全球市场中竞争。

发掘比较优势

因此，波特的四个要素可以归结为一个简单的描述：允许各国发掘自身的比较优势。任何低收入、资本稀缺的国家背离其比较优势而试图发展资本密集型产业，都会以封闭的没有竞争力的经济体告终。穷人会遭受经济增长缓慢和缺少就业机会的双重打击。相反，低收入国家开放并且最大限度地发挥其比较优势，则会促进经济增长目标的实现和提高收入的潜在能力，这些是创造就业和减贫的关键。

虽然最新公布的贫困数字会使政策制定者和研究发展的专家更加羞愧，这些数字同时也提供了一个机会，使我们重新评估到目前为止学到了什么。扩大开放程度作为开发利用比较优势的途径会提升一国经济增长的表现，并有助于减贫。最后，世界上所谓贫困人口比我们以前想象的要多这一让人感到不舒服的事实确实可以提高我们对发展进程和我们为减贫所做出的努力的理解。

参考文献：

Chen, Shaohua, and Martin Ravallion, 2008, "The Developing World Is Poorer than We Thought, but No Less Successful in the Fight Against Poverty," Policy Research Working Paper 4703 (Washington: World Bank).

Lin, Justin Yifu, 2007, "Economic Development and Transition: Thought, Strategy, and Viability," Marshall Lectures (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).

Porter, Michael, 1990, The Competitive Advantage of Nations (New York: The Free Press).

Ravallion, Martin, 2007, "Inequality Is Bad for the Poor," in Jenkins, Steven, and John Micklewright (eds.), Inequality and Poverty Re-examined (Oxford: Oxford University Press).

Ravallion, Martin, Shaohua Chen, and Prem Sangraula, 2008, "Dollar a Day Revisited," Policy Research Working Paper 4620 (Washington: World Bank).

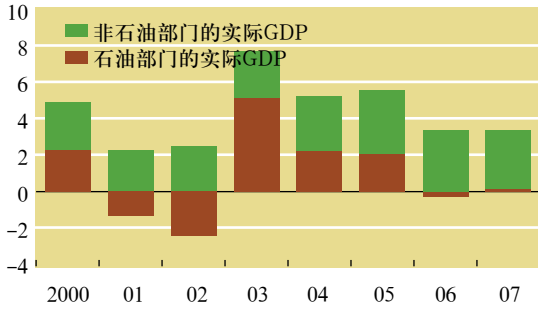


沙特阿拉伯

自2003年油价暴涨以来，沙特阿拉伯经济取得了强劲增长，获得了较高的石油收入，非石油私人部门也得以快速扩张。尽管通货膨胀压力正在缓解，但是全球金融危机也带来了新的风险。

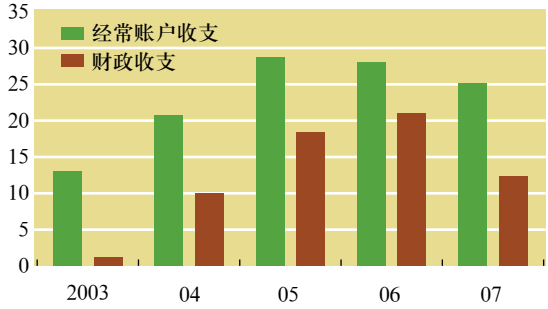
自2003年以来，经济增长平均达4.3%，其中绝大部分贡献来自非石油部门。

(变动百分比)



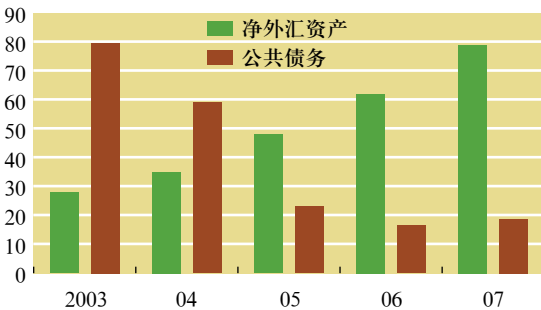
到2008年中期，不断增加的石油收入使其财政和外部经济状况得到了巩固……

(占GDP的百分比)



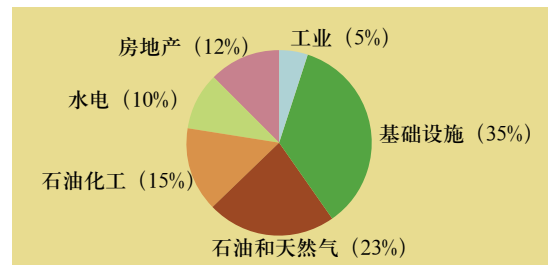
……通过净外汇资产的累积和公共债务的减少。

(占GDP的百分比)



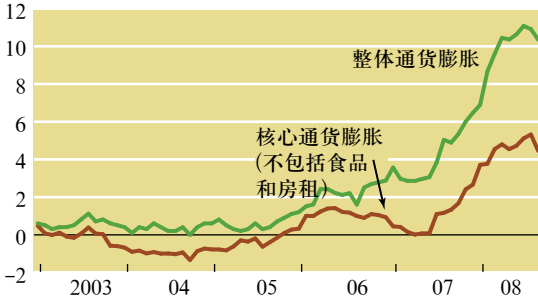
石油财富在中期内用于投资以扩展非石油部门，推进石油生产能力，进而维持全球石油市场的稳定。

(占全部投资的百分比，2007—2014年)



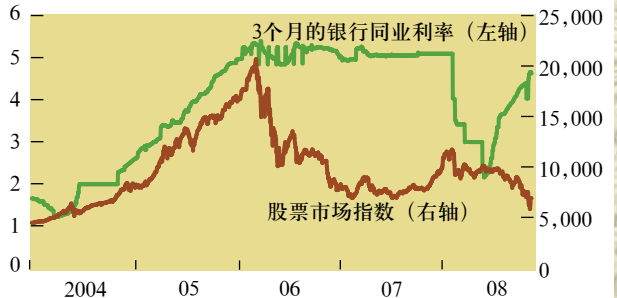
全球经济下滑使通货膨胀压力开始得以缓解。

(与上年同期数字相比，变动百分比)



短期内的主要挑战就是使全球金融危机带来的负面影响最小化，然而到目前为止，对国内银行体系产生的影响有限。

(百分比)



资料来源：沙特阿拉伯当局；IMF工作人员的估计。

A

Masood Ahmed, 下一处前沿, 9月号

B

返归基础: 汇率制度: 固定还是浮动? 3月号; 什么是场外交易市场? 6月号; 什么是资产证券化? 9月号; 什么是国内生产总值? 12月号

Olivier Blanchard, 系统的断裂, 12月号
Andrew Burns, 缩小技术差距, 6月号

C

Tim Callen, 什么是国内生产总值? 12月号
Jaime Caruana和Aditya Narain, 银行需要更多的资本准备, 6月号
Oya Celasun和Jan Walliser, 解决援助中的意外问题, 9月号
Stijn Claessens, M. Ayhan Kose和Marco E. Terrones, 危机袭来, 12月号
William R. Cline, 全球变暖与农业, 3月号
David T. Coe, 在海岸另一端的工作, 3月号
Charles Collyns, 从历史角度看危机, 12月号
国家聚焦: 南非, 3月号; 阿尔及利亚, 6月号; 越南, 9月号; 沙特阿拉伯, 12月号

D

Uwe Deichmann和Indermit Gill, 区域经济一体化的经济地理, 12月号
Eckhard Deutscher和Sara Fyson, 提高援助的有效性, 9月号
Randall Dodd, 什么是场外交易市场? 6月号
Randall Dodd和Paul Mills, 爆发: 美国次贷危机蔓延, 6月号
Thomas Dorsey, 资本的故事, 6月号

E

Mohamed A. El-Erian, 铭记危机, 12月号

G

Atish Ghosh, 货币调控, 6月号
Sanjeev Gupta和Shamsuddin Tareq, 筹集财政收入, 9月号

H

Thomas Helbling, Valerie Mercer-Blackman和Kevin Cheng, 驾驭风浪, 3月号

I

Stefan Ingves和Göran Lind, 斯德哥尔摩解决方案, 12月号
Maros Ivanic和Will Martin, 确保粮食安全, 12月号

J

Andreas Jobst, 什么是资产证券化? 9月号
Simon Johnson, 内部风险, 3月号; 自动

“失稳器”, 6月号; 崛起中的新兴市场, 9月号
Benjamin Jones, Michael Keen和Jon Strand, 为气候变化买单, 3月号

K

Kenneth Kang和Jacques Miniane, 全球金融风暴考验着亚洲, 12月号
Kenneth Kang和Murtaza Syed, 复苏之路: 日本的观点, 12月号
Khor Hoe Ee和Kee Rui Xiong, 观点: 亚洲: 看待次级债危机的一个角度, 6月号
Laura Kodres, 信任危机……更多的问题, 6月号
M. Ayhan Kose, Christopher Otrok和Eswar Prasad, 离散到什么程度? 趋同到什么程度? 6月号
Archana Kumar, 赶超竞赛, 12月号

L

林毅夫, 转变对贫困的认识, 12月号
Prakash Loungani, 对规则的追寻, 3月号; 经济预测: 难以依靠? 9月号
Lorcan Lyons, 全球能源: 可持续性不断下降, 3月号

M

Paolo Mauro, 从理想主义者到改革家, 12月号
Paul Mills, 市场绿化, 3月号
Mahmoud Mohieldin, 邻近的投资, 12月号
Mohan Munasinghe, 升高的全球温度, 加大的全球风险, 3月号

N

David C.L. Nellor, 非洲前沿市场的兴起, 9月号

O

Ngozi Okonjo-Iweala, 尼日利亚的补救尝试, 12月号

P

经济学人物: 约翰·泰勒, 3月号; 雅克·波拉克, 6月号; 比阿特丽斯·威德·迪毛罗, 9月号; 罗伯特·席勒, 12月号
图表释义: 全球能源: 可持续性不断下降, 3月号; 缩小技术差距, 6月号; 经济预测: 难以依靠? 9月号; 持续高增长的要素, 12月号
Eswar S. Prasad和Raghuram G. Rajan, 印度的下一轮金融改革, 9月号

Q

Zia Qureshi, 看得到, 但还无法实现, 6月号

R

Natalie Ramirez-Djumena和Jair Rodriguez,

持续高增长的要素, 12月号
Martin Ravallion和Dominique van de Walle, 东亚改革中的土地和贫困问题, 9月号
James L. Rowe, 精巧模型的遗产, 6月号

S

Noel Sacasa, 预防未来危机, 12月号
Jesús Saurina和Avinash D. Persaud, 观点: 巴塞尔协议II有助于防范风险还是加剧风险? 6月号
Antoinette Sayeh, Domenico Lombardi, Kumi Naidoo, Andrew Kumbatira, Eveline Herfkens, Roy Cullen和Enrique V. Iglesias, 对话: 在未来十年什么东西最可能让贫困国家的生活水平提高一倍? 9月号
Mark Stone, Harald Anderson和Romain Veyrune, 汇率制度: 固定还是浮动? 3月号
直言不讳: 内部风险, 3月号; 自动“失稳器”, 6月号; 崛起中的新兴市场, 9月号; 转变对贫困的认识, 12月号

T

Natalia Tamirisa, 气候变化和经济, 3月号

V

Elaine Venter, 观点: 尚在进行中的工作, 9月号

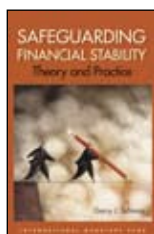
W

Jian-Ye Wang和Abdoulaye Bio-Tchané, 非洲和中国不断发展的关系, 3月号
Simon Willson, 勇敢的经验主义者, 9月号

书评

Anders Åslund, 俄罗斯的资本主义革命: 为什么市场改革取得成功而民主改革失败了, 3月号
Jagdish Bhagwati, 贸易体系中的白蚁: 优惠贸易协定如何破坏了自由贸易, 12月号
Richard M. Bird和Pierre-Pascal Gendron, 发展中国家和转轨国家的增值税, 6月号
Barry Eichengreen, 全球失衡与布雷顿森林的经验教训, 3月号
Bill Emmott, 竞争对手: 中国、印度与日本之间的力量抗争将如何重新构建我们未来10年, 12月号
Tim Harford, 生活的逻辑: 非理性世界的理性经济学, 6月号
Marcus Noland和Howard Pack, 变化世界中的阿拉伯经济体, 12月号
Robert J. Samuelson, 大幅度的通货膨胀及其后果: 美国过去与现在的富裕, 12月号
Vito Tanzi, 阿根廷经济纪事: 世界上最富裕的国家之一何以福祉不再, 9月号
Michael Tomz, 信誉与国际合作: 跨越三个世纪的主权债, 9月号
Douglas Wass, 衰落: 英国宏观经济政策的制定以及1976年的IMF危机, 9月号

IMF关于金融稳定性的出版物

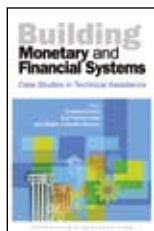


维护金融稳定：理论与实践

金融与经济过程存在什么样的联系？为什么金融应该看作需要政策行动的公共产品？本书给出了答案，创建了一套维护金融稳定的实践框架，其中包括问题的防范与化解。同时本书还检测了金融全球化、对衍生品及其市场不断增强的依赖以及保险商、再保险商在资本市场上的活动所带来的挑战。

28美元，英文，©2005年，312页，ISBN 1-58906-440-2，库存号# SFSTEA

预览或者订阅此书，请登陆<https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=6354>。



欧洲金融市场一体化

IMF的这部著作追踪了欧盟走向单一金融市场的历程，并指出了未来的挑战及其优先选择。本书尤为关注欧盟在推出欧元之后，在一体化方面所做出的努力。这一研究考察了金融一体化（尤其对于经济增长来讲）、银行与市场之间的相互影响以及股票市场一体化的重要意义。

24.5美元，英文，©2007年，261页，ISBN 978-1-58906-623-6，库存号# IEFMEA

预览或者订阅此书，请登陆<https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7842>。



构建货币金融体系：关于技术援助的案例研究

本书包括2003—2006年IMF提供的21项关于技术援助的案例研究。这些研究涵盖了与货币政策和运作、金融市场、支付体系以及金融监管相关的问题，其重点主要放在问题的本质以及技术支持的特征方面。本书阐述了稳健的货币金融政策的制定需要合理有效地执行加以补充。

29美元，英文，©2007年，346页，ISBN 978-1-58906-615-1，库存号# BMFSEA

预览或者订阅此书，请登陆<https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7775>。



金融部门评估手册

该手册为评估金融系统的稳定性以及发展的需要引入了一个分析框架，而且还为评估金融系统的途径、方法和技巧提供了广泛的指导。尽管该手册主要讲述了世界银行和IMF从所实施的金融部门评估项目中获取的经验以及这两个机构从广泛的政策及其运作中获取的经验，但是本书主要还是为通常的金融部门评估设计的，无论由政府当局自身操作，还是由世界银行和IMF的团队操作。

45美元，英文，©2005年，460页，ISBN0-8213-6432-4，库存号# FSAPEA

预览或者订阅此书，请登陆<https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=6840>。



加强财政纪律

财政纪律对于改善和维持经济业绩、保持宏观经济稳定以及降低脆弱性来讲，都是至关重要的。如果各国要想成功地应对经济和金融全球化的挑战并取得一定的收益，那么纪律就是非常重要的。财政纪律的缺乏通常根源于政策决断的不正当使用。作者首次深入分析了财政政策的决断规则以及顺周期的程度、结果和原因，尤其在繁荣时期。然后，他们又考察了各种不同的制度方式如何才能有助于完善财政纪律。

25美元，英文，©2007年，134页，ISBN978-1-58906-609-0，库存号# PFDEA

预览或者订阅此书，请登陆<https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7895>。



IMF援助与危机预防

这一不定期论文考察了IMF融资在危机预防中的不同作用。过去经历金融危机的新兴市场经济体已经付出了巨大的经济成本和社会成本，从而高度重视危机的预防。尽管危机的主要预防措施在于国家自身的政策和制度框架，但是IMF可以通过自己的监管活动、技术援助的提供以及标准法规的推动帮助预防危机。

30美元，英文，©2008年，28页，ISBN978-1-58906-709-7，库存号# S262EA

预览或者订阅此书，请登陆<https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=9904>。

以上促销图书欲享受10%的特殊折扣，请在结账时输入优惠代码FD0812；在用邮件、传真和电话订购时，请注明这一代码。欲了解如何订购IMF出版物更详细的信息，请登陆www.imfbookstore.org。