



金融与发展

FINANCE and DEVELOPMENT

www.imf.org/fandd

2010年3月号

Nicholas Stern

论气候变化

通货膨胀

目标制的20年

房价:还有下降

空间?

Simon Johnson

论银行家的奖金

庞氏骗局

奖励 或惩罚

当体育有助于经济体发展时



《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

Marina Primorac

执行编辑

Camilla Andersen

Hyun-Sung Khang

James Rowe

Simon Willson

高级编辑

Maureen Burke

Jacqueline Deslauriers

Natalie Ramirez-Djumena

助理编辑

Luisa Menjivar

创意主管

Lai Oy Louie

美术编辑

Lijun Li

Niccole Braynen-Kimani

编务助理

编辑顾问

Bas Bakker

Helge Berger

Tim Callen

Adrienne Cheasty

Ana Corbacho

Alfredo Cuevas

Marcello Estevão

Domenico Fanizza

James Gordon

Thomas Helbling

Paul Hilbers

Paolo Mauro

Gian Maria Milesi-Ferretti

Paul Mills

Uma Ramakrishnan

Rodney Ramcharan

欲知广告事宜，请与IMF出版部联系。

地址：700 Nineteenth Street, NW

Washington, DC, 20431, USA.

电话：(202)623-7430

传真：(202)623-7201

电子邮件：publications@imf.org

© 版权所有，IMF 2010年。翻印本刊文章

应向主编提出申请。地址：

Finance & Development

International Monetary Fund

Washington, DC, 20431, USA

电话：(202)623-8300

传真：(202)623-6149

网址：<http://www.imf.org/fandd>

本刊对非经济目的的翻印一般会迅速

免费予准。

本刊的文章及其他材料仅为作者本人观点，

并不反映IMF的政策。

中文版由中国财政经济出版社翻译出版。

地址：北京海淀区阜成路甲28号新大厦

电话：88190915 88190916

传真：88190916

邮政编码：100142

网址：<http://www.cfeph.cn>

中文版刊号：ISSN 0256-2561



特 辑

当体育有助于经济体的发展时

6 奖励还是惩罚？

体育赛事(如足球世界杯)能刺激世界贸易增长，并使主办国得到更多的关注

Jeremy Clift

8 值得吗？

主办奥林匹克运动会和其他大型体育赛事是许多国家求之若渴的荣耀之事——但这是为什么呢？

Andrew Zimbalist

12 奥运的贸易影响

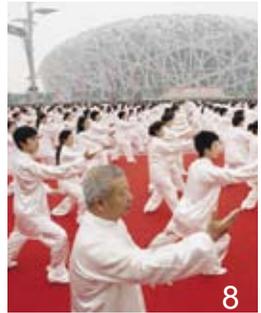
申办奥运的国家正在释放准备开放贸易的信号

Andrew K. Rose和Mark M. Spiegel

14 良好的开局

如果将人生比作板球比赛，那么运气对于个人职业的生涯成功具有重要作用

Shekhar Aiyar和Rodney Ramcharan



8

危机之后

20 避免贸易保护主义

迄今为止，世界各国抵制住了过多启用贸易措施的趋势，但最困难的时期可能尚未到来

Christian Henn和Brad McDonald

29 金融危机的影响差异

为什么全球金融危机对某些国家的冲击更大？

Pelin Berkmen、Gaston Gelos、Robert Rennhack和James P. Walsh

32 水满而溢

美国和英国的金融市场危机对世界其他地区产生了溢出效应，这就是全球经济出现同步下滑的原因

Trung Bui 和 Tamim Bayoumi

35 外国银行贷款在两大区域间表现各异

全球危机期间外国银行对新兴市场国家的贷款呈现出地区性差异

Jorge Ivan Canales-Kriljenko、Brahima Coulibaly 和 Herman Kamil

42 高额奖金是不对的吗？

是否该给银行家派发奖金？

Steven N. Kaplan

奖金与“厄运周期”

Simon Johnson

50 以史为鉴

海湾合作委员会国家强力应对全球金融危机

May Khamis和Abdelhak Senhadji



16

一位IMF偶像级人物的离去

2010年2月，雅克·波拉克离我们而去，对此我们感到无比悲痛。本刊曾在2008年6月号中刊登了对他的采访。波拉克博士是IMF的一位偶像级人物，他在1944年见证了基金组织的成立。

在1944年之后的30年里，作为IMF的高级官员，波拉克博士在国际货币体系（二战结束后该体系旋即确立，并在20世纪70年代早期全球固定汇率体系瓦解后经历了调整）的发展中扮演着重要角色。在特别提款权的发展中，他也发挥了举足轻重的作用。从2009年起，特别提款权被用作支持全球金融危机下国际流动性的国际储备资产。

尽管如此，波拉克博士及其同事认为，他在1957年发展创立的、以其名字命名的波拉克模型才是这位经济学家对经济学界以及他所效力60年的IMF的最伟大贡献。

波拉克模型以货币形式解释了一国的国际收支平衡，使经济学家们领会了一国国际经济失衡的原因。通过指出在国内信用创造中国际收支平衡问题的根

源，该模型使IMF有能力为处于经济困境中的国家指明应对措施，用以纠正这一问题。

波拉克博士离世时95岁。在1987—1997年间，他还是IMF佩尔·雅各布森基金会的主席。随后，他开始担任IMF的顾问，直至2007年，他每周都会来IMF好几次。我们将深深地怀念他。

在本期《金融与发展》中，我们将探究为何各国竞相争办世界上花费最高昂的运动盛会；另外在多篇 文章里，我们将继续探寻全球经济危机所带来的后果。同样，我们也对很多热点进行了探讨，包括房价、保护主义、银行家的奖金、庞氏骗局，以及美元化。“图表释义”栏目讲述了饥饿是如何在世界部分地区卷土重来的；在常规栏目“经济学人物”中，我们对达龙·阿塞莫格鲁进行了采访，这位出生于土耳其的知识分子在2005年被美国经济学会评为美国40岁以下最具影响力的经济学家。

Jeremy Clift
主编

本期还有

- 16 房价:还有下降空间?
从历史上看,房价最突出的特征不是按照一定的趋势发展,而是表现为波动往复
Prakash Loungani
- 24 世纪挑战
气候变化与全球市场失灵密切相关,必须将之与政府债务以及全球经济发展失衡问题共同加以解决
Alex Bowen、Mattia Romani 和 Nicholas Stern
- 26 不透明交易
并非所有的金融创新都会提升效率,有三种创新的效果就值得怀疑
Randall Dodd
- 37 庞氏骗局之害
监管机构应该在庞氏骗局形成气候之前及时将其制止,发展中国家更应如此
Hunter Monroe、Ana Carvajal和Catherine Pattillo
- 46 通胀目标制步入第20个年头
越来越多的国家将特定的通胀率作为货币政策的主要目标,并取得成功
Scott Roger

其他内容

- 2 经济学人物
维护和平的排雷车
Simon Willson 对达龙·阿塞莫格鲁的采访

40 图表释义

日益增长的饥饿人口
饥饿人口已达到10亿
David Dawe 和 Denis Drechsler

44 回归基础

什么是通货膨胀?
Ceyda Oner

53 书评

《价值的创造与毁灭:全球化的周期》, Harold James著
《时过境迁:金融部门犯下愚蠢错误的8个国家》, Carmen M. Reinhart和Kenneth S. Rogoff著
《援助困局:关于终结贫困的严峻真相》, R. Glenn Hubbard和William Duggan著
《足球经济学》, Simon Kuper和Stefan Szymanski著

57 数字聚焦

拉丁美洲的美元化程度下降
拉美各国越来越重视本国货币
José M. Cartas

图片:第26—27页, Tom Wood; 第37页, Stanley Marcucci, Images.com/Corbis; 第46页, Steve Kropp, Images.com/Corbis。

摄影:封面, Zheng Bin/新华社/Corbis; 第2页, Eugene Salazar/IMF; 第6—7页, Matthew Ashton/AMA/Corbis; 第8—9页, Getty Images; 第12页, Wally McNamee/Corbis; 第14页, Nic Bothma/EPA/ZUMAPRESS.com; 第16—17页, Harf Zimmerman; 第20页, Macduff Everton/Corbis; 第29页, Patrice Latron/Corbis; 第32页, Ian Waldie/Getty Images; 第40页, UN Photo/Marco Dormino; 第41页, UN Photo/Sophia Paris; 第50页, George Hammerstein/Corbis; 第53—56页, Michael Spilotro/IMF。

维护和平的 排雷车

Simon Willson

对达龙·阿塞莫格鲁的采访

在监狱的一夜第一次让达龙·阿塞莫格鲁体会到监管对于市场体系的重要性。年少时的阿塞莫格鲁曾在土耳其伊斯坦布尔和别人一起无证学车，地点是一条废弃的高速公路，这里通常被他们这样的驾驶者用于练习。一天当地警察决定进行干预。一场突如其来的搜捕将阿塞莫格鲁和其他驾驶者抓到市中心的牢房里，第二天早上他们遭到严厉斥责。

“没有监管和可遇见的法律，市场无法运营”，阿塞莫格鲁悔悟道，如今他是已从懵懂少年成长为麻省理工学院（MIT）应用经济学的查尔斯·P·金德尔伯格讲席教授。几个小时面对班房水泥墙的经历以及随后的行政惩处使他从此认识到公正裁决的规则的重要性，即便是在明显的自由市场中这也不可或缺。

“世界上每个单一市场都受到监管，只是程度有所不同”，透过办公室眺望窗外冰冻的查尔斯河（流经马萨诸塞州的坎布里奇）阴沉萧瑟的远景，阿塞莫格鲁这样说道。“只要有法官执行法律，就构成监管。这在发展中经济体表现得更为明显，这些经济体的市场并没有精确地运作，因为其缺失必要的监管和制度。政府通常阻碍了市场的运作，但倘若你真的需要市场有效运作，就需要政府对其进行支持，具体方式包括法律和



秩序、监管，以及公共服务。”

早期经历

阿塞莫格鲁年少时所经历的法律执行程序帮助他规划了自己的职业生涯，目前他侧重于研究为何某些国家成功地成为财富和满足感的可行的发动机，而其他国家却失败了，并且持续遭遇失败。探究这一领域的迂回路线引导着这位出生在伊斯坦布尔的经济学家从原先的一名政治学学生将研究扩大到了经济学，并且最终完全放弃了政治学。

20世纪80年代中期在英国北部的约克大学念书时，阿塞莫格鲁主要集中于宏观经济学，但他逐渐发现宏观经济学的发展趋势起源于微观经济学。“如果想充分理解更广阔的宏观图景——经济增长、政治经济学、长期问题——你就必须理解基本的微观原理，例如激励、资源配置、技术变革，以及资本积累。”

对经济学两个主要学科的重叠和相互影响的认识与论述使阿塞莫格鲁成为一个非凡的通才，这使他打破了旧有的界限。“我做的许多工作属于政治经济理论，其中绝大多数是博弈论的基本应用，所以你可以说它属于微观，但我的研究是源于更宏观的问题，所以当然也属于宏观经济学。”

从约克大学毕业后，阿塞莫格鲁在伦敦经济学院（LSE）完成了他的博士学位，在那里他迎来了转折点——他遇到了自己的长期合作者詹姆斯·罗宾逊，后者现在是哈佛大学的政府学教授。当阿塞莫格鲁和罗宾逊开始交谈时，事情很快取得进展。“我们一致认为催生经济发展的关键因素是民主”，阿塞莫格鲁回忆道，“但当时并没有关于民主从何而来的模型，政治学文献也无法提供帮助，所以我们从1995年开始将其作为研究主题，并一直延续至今”。

罗宾逊现在还记得，在LSE研讨会的参与者中，有个衣服皱巴巴的、不停指手画脚的身影从第一排站出来大声质疑他的方法论。“1992年初我在一个研讨会上展示我的研究成果，当时我正对面有个着着实烦人的博士生，他不停地打断我，并且在我演讲的过程中发现错误。之后我们中的一群人出去吃饭，而我最后坐下来发现旁边又是那个令人不快的家伙，但接下来开始聊天时，我才发现他有一些原创的思想，而且进展得很好。这就是达龙。”

在那时，阿塞莫格鲁似乎正在系统性地与他未来的研究合作者进行争辩，因为其另一位未来的合作者，LSE的经济学教授史蒂夫·皮施克记得自己曾受到过同样的对待。“我曾于1991年在LSE进行研讨会

发言，这个讨厌的研究生就在前排询问我的方法并要求得到更多信息”，皮施克回忆道，“达龙甚至在我们之后出去吃饭时还在询问。”

共同开展研究

从1993年初起，阿塞莫格鲁和罗宾逊（那时在澳大利亚任教）通过一个新奇的通信媒介就研究课题交换意见。“那是我第一次使用电子邮件”，罗宾逊回忆说，“我们最开始通过电子邮件交换各自的论文，然后我们突然发现我们已经各自独立地写了两篇关于相同主题的论文。”真正的经济学家对重复和低效深恶痛绝，两位学者开始共同开展他们的研究。

那时他和罗宾逊的研究已经迈向更高台阶，阿塞莫格鲁已经转向了“我的第一份真正的工作”，他于1993年成为MIT助理教授。不久他特有的对本专业已有界限的不加掩饰的漠视在查尔斯河沿岸走廊引起轰动。得益于罗宾逊所注入的原创思想，阿塞莫格鲁继续在马萨诸塞州的坎布里奇发展结合微观和宏观的政治经济学研究，在伦敦时他已为该领域打下基础。

“当我准备在MIT晋升时，老一辈的同事说我的大多数研究优秀而有趣，并有着良好反馈。但他们还说：‘你真的应停止目前在政治经济学上的研究’。所以接下来的两年中我隐藏了部分工作，直到获得终身教职。”1998年阿塞莫格鲁拿到了MIT的终身教职，而他的政治经济学研究也已经几乎成为主流。

在MIT站稳脚跟后，阿塞莫格鲁于2005年荣获美国经济学会的约翰·贝茨·克拉克奖，该奖项颁发给40

自满文化的观念

阿塞莫格鲁与其他学院派经济学家对那些专业人士进行了审视（阿塞莫格鲁，2009年），以找出其在预测和处理始于2008年初的全球经济金融危机过程中出现的智力错误。他相信三种观念尤为扼杀了任何忧患意识。

第一是认为商业周期已经被精明的决策和改变游戏规则的技术创新所征服。事实上，这两股变革力量已经将经济的内部联系增至一个临界点，一旦超过就会产生跨金融机构、公司和家庭的潜在多米诺牌效应。

第二，市场的制度基础已经被遗忘，而自由市场被等同为不受监管的市场。现在可能没有人还会认为市场监控是充分的，足以防止不受监管、追逐利润的个体通过承担风险、在令他人损失的同时获利的机会主义行为。

第三，长寿的大型组织的声誉资本被高估，尽管新千年之初安然和世通公司的会计丑闻已经对此进行了预警。对此类组织自我监控能力的信任已经使人们遭受致命打击，而未来对违规行为的惩罚需要严厉而可信。

岁以下最具影响力的美国经济学家。他与罗宾逊（当时在伯克利任教，现在在哈佛）合著的《专制和民主的经济起源》于2006年出版。“我当时对欠发达问题非常感兴趣，所以我开始阅读致力于“依附理论”研究的作者的著作，该理论是阐述世界是如何产生贫富现象的，这是因为穷人受到富人的剥削。我还着迷于寻找土耳其贫穷和不民主的原因。”

在《专制和民主》一书中，阿塞莫格鲁与罗宾逊开始了他们至今仍在继续的研究。他们追问为何某些国家非常民主——这些国家有着定期的自由选举，且政治家们对公民负责——而另一些国家则不然。他们调查了是什么因素决定一国是否为民主国家，以及为何有些国家的民主得到持续和巩固，而在另一些国家却在此遭遇失败。但是，鉴于阿塞莫格鲁自己的职业路径，这本书从经济而非政治的角度解释了民主，并强调单个的经济激励决定了政治立场。

该书还强调了政治领域中冲突的根本重要性，以

电影咒语

在对始于2008年的全球金融危机的成因和解决办法进行总结时，阿塞莫格鲁从一部著名电影的剧本那里找到了呼应和调整路线。在1987年奥利弗·斯通的电影《华尔街》中，迈克尔·道格拉斯扮演的金融大亨盖葛有一句著名的台词：“贪欲是好的，是正确的，贪欲正发挥作用，贪欲澄清了、打破和抓住了改革的本质，贪欲以各种各样的形式——贪图生活、金钱、爱情，还有，还有知识，并且记录了人类前进的步伐。”

在对全球危机的早期分析中（阿塞莫格鲁，2009年），他这样说道：“经济学原理深刻而重要的贡献之一就是洞见到抽象中贪婪既不好也不坏。当涉及在良好的法律和监管下的竞争、创新行为和利润最大化时，贪婪可以作为创新和经济增长的动力。但若没有合适的制度和监管进行约束，贪婪将堕落为寻租、腐败和犯罪。”

阿塞莫格鲁曾看过这部电影，并且在他起草关于贪婪的文章时回忆起了盖葛的独白。“每个人都对激励有所反应。对绝大多数人而言，野心和贪婪之间存在承接关系，制度在这其中发挥作用。制度可以通过其职能阻止市场走向极端如对垄断进行监管，从而使其不击垮竞争对手。贪婪只在其引导向坏事时才是不好的。制度可以将贪婪引向卓越。”

但他警告说，20世纪80年代和90年代美国将银行家和金融家的贪婪引导向发挥积极作用的制度已不再适用。“我们（经济学者）提供建议，决策者颁布法律——拆除了使原有制度运作的体系，却又不任用任何一种对金融行业行为的制衡来取代它。这就是为何贪婪会起负面作用。”

及经济领域中竞争所起到的作用。不同的社会团体或社会阶层将利益置于政治成果之上（通常采取寻租的方式）。这些对立的利益以政治制度的形式转化成了根深蒂固的冲突，而这决定了政治成果。

合著此书的经历使得罗宾逊对阿塞莫格鲁研究范围的不断扩大有了新的认识。“我们能通过其专业和研究重点描述大多数经济学家。但他无法归类——他无所不及，而且有一个无所不包的模型。我不知道他哪来这么多能量研究所有他关注的领域。他持续保持旺盛的进取心。”所有的这些激情和动力是否能以更平静的方式呈现？罗宾逊坦言：“达龙可能会痴迷于让所有细节变得正确。”

曾经有一次，他们早期合作的论文已被提交给一本期刊，并收到了回复的邮件。当时两人正挤在罗宾逊位于洛杉矶的办公室内，点开邮件一看，是拒信。

“看到审阅人例行公事的报告，我真的非常沮丧和压抑，当时我坐在那里望着窗外，不知将何去何从”，罗宾逊回忆道，“等我转过身来，发现达龙已在废纸堆上奋笔疾书代数式了。他当时对此的反应是：‘我来重新做模型，我们要把论文发到别的地方’”。

宝贵的思索

通过一系列的期刊论文，阿塞莫格鲁对民主的经济起源进行了颇具价值的反思，这些论文汇聚成了他的第二本书（阿塞莫格鲁，2008年），该书聚焦于民主产生的时机和发生率。这本名为《现代经济增长导论》的教材超过1000页，以他在MIT所教授的课程为基础。该书比他的第一部著作中提出的“为什么要民主”更进一步，深入探讨了“何时民主”。再一次地，阿塞莫格鲁发现了一个极为重要的经济学原理。

“我们在实证上做了很多工作，它们表明了大量的经济制度间清晰的因果关系——鼓励社会各个阶层的广泛参与、落实产权、防止征用没收与经济增长密不可分”，阿塞莫格鲁断言，“增长和民主政治制度之间的联系则没有那么明晰。”

这本教材表明，政策和制度对了解跨期增长过程而言至关重要。接下来该书基于这种理论基础解释了两个关于“何时民主”的关键问题：为什么1800年以前世界经济没有经历可持续的经济增长？为什么1800年前后世界经济开始腾飞，且主要发生在西欧？

该书声称1800年之前没有可持续的经济增长，第一条理由是因为在这之前没有一个社会曾投资于人力资本，从而使得新企业能带来新技术，并且普遍释放出“创造性毁灭”的威力，第二条理由是1800年之前所有的社会都处在专制的政治制度之下。而经济腾飞始于西欧是因为在发现新大陆、开辟海上新航线之

后，国际贸易额不断攀升。贸易的上扬带动了商业活动，并使得新的批发商、贸易商和工业家群体拥有了更多的经济和政治力量。这些人之后摆脱了欧洲君主的限制，开始独立运营。

阿塞莫格鲁承认，专制政权也可能带来经济增长，但他坚称这是不可持续的。“在古罗马，这种增长断断续续保持300—400年，虽说这个时间不算短，但之后的经济增长大幅放缓。但这种专制下的增长将受到三种制约：这些制度总会受到变得更加专制的激励；这些制度往往利用手中的权力阻止熊彼得所说的“创造性毁灭”，而这是可持续增长的关键；总是存在为了争夺专制控制权的内讧，这导致了不稳定和不确定性。”

阿塞莫格鲁和罗宾逊已经着手准备他们的下一本书《为什么联合国遭遇失败？》，承接他们第一本书中“为什么民主”和及其教科书中“何时民主”的问题，第三本书可以被非正式地看做是三部曲的终结篇，它很可能会问这样的问题——“如果没有民主会怎样？”

“功能失调的社会将退化为失败的国家”，阿塞莫格鲁如此断言，“但我们是能够采取一些措施的。”

解铃还须系铃人

阿塞莫格鲁认为用于解决此次全球金融危机的政策之所以值得关注，是因为其可能已经为未来的危机埋下祸根。“这些解决现有问题的政策是否为下一次危机创造了条件？在我看来，这并非是虚幻的风险。”

“一旦危机消退，我们将回到老路上来，而不会做任何事情。此次危机前，美国有20个左右的银行在GDP中占有很大比例，其在企业总利润和金融部门雇员总薪酬中的比重甚至更高。现在我们只有5到6个机构扮演此种角色，因此这是一个更加垄断的体系。美国金融机构看到解决本次危机的政策背后的明确含义是：‘你太大而不能倒’。好的，现在是‘太大而不能倒的平方’了。”

“它们预期美国政府有意愿并且有政治支持以各种方式救助它们。如果你现在是一家大银行的主席，而且对股东有利润最大化的受托责任，那么你的职责就是在当前监管环境下最大限度地利用政府可能给予的一切。”

“另一方面，如果我们有好的监管，则银行的董事会主席对股东的受托责任就将是通过更好的金融中介实现利润最大化，而非通过更多的自营交易——银行代表自身而不是客户进行交易。如果美国经济相当比例的利润是通过自营交易而非金融中介或合并与收购获得的话，那么将很难见到有效分配资源的资本主义体系。”

我们可以建立基础设施完善、法律健全、秩序井然的政府，从而便利民众，使其有信心经商或依靠公共服务。但是，政府没有任何政治意愿想要做到这一点。你不会需要军队来实施这种计划——一个仅仅设定市场体制基础的正常运作的官僚政府。”

奖励结构

阿塞莫格鲁对失败政府的解读将致力于说明为何某些国家实现了经济腾飞，而有些国家则不然。这将部分牵涉到阐释政策和制度如何对社会能否实现现代经济增长产生影响。这些政策和制度将决定社会的奖励结构，投资是否有利可图，合同的执行，法律和秩序，以及基础设施；还有市场的形成，有效率实体是否能够取代无效率实体，以及社会对新科技的开放性（这可能会侵犯到政治上的相关任职者的利益）。

这些结论可能将使我们重新审视《专制和民主》中的一组对比，即参与制下促进增长的制度集合与专制下阻碍增长的制度间的对比。

阿塞莫格鲁在MIT的办公室紧挨着前厅，里面堆满了摇摇欲坠的杂志、期刊、参考书和卷着毛边的手稿，是怎样的雄心支撑着他在如此的环境中进行着热情洋溢、兼收并蓄而且前景不可限量的学术研究？从个人的角度讲，阿塞莫格鲁的妻子阿苏正在期待夫妻二人第一个孩子于2010年5月的降生，“所以我最大的志向就是成为一个称职的父亲”。在勾画他的主要学术目标时，阿塞莫格鲁将他的多重学术兴趣置于更广阔的领域中。“我们有必要开展更多跨学科对话和关于社会科学重要问题的广泛讨论。在美国，公共知识分子被视为失败者，但英国的公共知识分子却投身于国民对话之中。我希望能够看到这种场景，并且能够参与其中。”

但回到土耳其并不是阿塞莫格鲁的近期计划。

“我不能回去，因为我没有服兵役。如果我回去就会被逮捕。”那样做的惩罚是：回到监狱。■

Simon Willson是《金融与发展》的高级编辑。

参考文献：

- Acemoglu, Daron, 2008, Introduction to Modern Economic Growth (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).*
- , 2009, “The Crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics,” *CEPR Policy Insight No. 28 (London: Centre for Economic Policy Research).*
- , and James Robinson, 2006, *Economic Origins of Dictatorship and Democracy (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).*

奖励还是

Jeremy Clift

从南非高原的桌山上，我们可以俯瞰足球世界杯的其中一个主要比赛场地。而在远隔重洋的泰国，那里的体育用品制造商已经为这场盛会忙活了好几个月。泰国队并非是入围本次世界杯（被认为是除奥运会以外最重要的体育盛会）决赛圈的32支球队之一。但是该国的运动鞋、足球和足球衫制造商期待这次盛会将带来世界出口的一次井喷——这将成为全球经济危机期间对该国出口的一个令人欣喜的提振，尤其是在2009年该国经历了纺织品和服装出口低迷的情况下。

“我们深信世界杯会给我们的出口，特别是服装和运动装的出口，注入一针强心剂”，泰国服装制造商联合会秘书长Wallop Witanakorn这样说道，“我们希望球迷们能够帮助泰国在2010年增加服装出口，希望能有10%—15%的增长。”

在泰国，每四年举办一次的世界杯被某些人看作是一个纯经济范畴的事件。但是对于主办国南非来说，这将是该民族的一个重要时刻。自1994年废除种族隔离制度以来，南非举办了许多国际性体育赛事，包括1995年的橄榄球世界杯和2003年的板球世界杯。但是对于他们来说，足球世界杯才是真正意义上的能引起全球关注和吸引世界各地电视观众的赛事。

这是足球世界杯首次在非洲举办，其意义和影响远远超过了举办该赛事所带来的自豪感。举办全球最重要的足球赛事已经成为南非重塑经济、减轻长期难以消除的社会分裂现象，以及展示其新的民族特质的契机。

因此，尽管一些研究体育问题的著名经济学家对举办诸如世界杯和奥运会等超大型体育盛会的价值提



惩罚？

体育赛事（如足球世界杯）
能刺激世界贸易增长，并使
主办国得到更多的关注

出质疑，但考虑到上述因素，这可能就没那么重要了。鉴于这些经济学家认为成本高于经济收益，本期《金融与发展》将探讨举办超大型体育盛会以及其所带来的贸易增长的利与弊。

2008年，一份来自均富（Grant Thornton）咨询公司的报告预测，为期一个多月的世界杯将为南非经济注入76亿美元，新增就业岗位超过40万个，并能吸引49万名外国游客前往游览。

南非总统雅各布·祖马盛赞举办世界杯所产生的经济影响：“我国的交通、能源、通信和社会基础设施正在得到改进和加强。在全球衰退期间，这对于我国的经济发展来说是巨大的贡献，而且我们的投资环境得到了改善。”

但是一些经济学家对此持怀疑态度。他们预料这将是沉重的累赘，例如为这次比赛所修建的体育场馆在赛后将很少使用。总的来说，用于这场盛会的资金转投到社会项目（如学校和医院）上效果会更好。

然而，最终经济学家或那些拥护者谁是正确的，似乎并不重要。举办世界杯和奥运会的冲动是永无止尽的。正如Simon Kuper 与Stefan Szymanski在其著作《足球经济学》（见第56页的书评）中所说：“举办这些赛事并不会使你变得富有，但是却让你感到快乐。” ■

Jeremy Clift是《金融与发展》的主编。



值得吗？

主办奥林匹克运动会和其他大型体育赛事
是许多国家求之若渴的荣耀之事
——但这是为什么呢？

Andrew Zimbalist



2009年10月，当里约热内卢一举夺得2016年夏季奥运会主办权的时候，成千上万欣喜的巴西人在科巴卡巴纳海滩载歌载舞，尽情庆祝，一时成为世界各地报刊的头条新闻。据报道，这届运动会中竞标败北的芝加哥为争夺主办权的耗资也有约1亿美元。为什么各国如此舍得斥以巨资去争夺奥运会或类似大型体育赛事的主办权呢？

主办大型体育赛事会给东道国带来直接和间接的经济利益。直接的利益包括与此类赛事相关的资本和基础设施建设。公路和铁路网的改善在长期内有利于降低成本（如运输成本），而道路改善所需的费用是由居住在承办地之外的参加这类盛事的旅行者支付的。间接的利益可能包括广告效应，其向世人展示了主办城市或主办国作为未来的旅游目的地或企业落脚地的潜力，使其人民的自豪感和当地的社区观念日益增加，主办国家或城市的地位逐步提高。但是，如果成本过高、土地利用不当、计划不周详、设施得不到充分利用，其也会有潜在的负面效应。

奥运会与其他大型体育赛事——世界杯、美国职业橄榄球联盟冠军总决赛（即“超级碗”）或者世界职业棒球大赛——有很多相似之处，但奥运会涉及更多的参与者、官员和体育爱好者，要求建设更多的基础设施，带来更多的外来参观者，而且一般情况下利润也更高。

潜在收益

在大型体育赛事带来的直接经济利益中，旅游支出可能最受追捧。在以往六届夏季奥运会中，平均每届售出了510万张门票，而过去五届冬季奥运会平均也售出了130万张门票。即使许多门票是卖给当地居民的（尤其是通常在大都市举办的夏季运动会），但规模和范围如此之大的体育盛事也会潜在地吸引着东道主城市之外的人数众多的参观者。而且，由于运动会为期两周以上，这些参观者可能会在主办地度过更多的时

间，因此而产生了大量的住宿和餐饮支出。但是，额外的运动会参观者可能至少会部分抵消掉少数抱有其他目的（旅游或者商务）的来访者，后者力图避免与奥运会有关的高价格和拥挤状况。此外，即使酒店入住率和房间价格在运动会期间上涨了，额外的收入往往能通过转移到公司总部的酒店业利润这种形式留存在当地经济中。

主办像奥运会这样的大型体育赛事往往要求扩建基础设施，以便利参赛人员、官员和体育爱好者观赛的往返交通。过去的交通运输基础设施建设主要集中于公路运输。但是，主办城市和地区也在机场建设以及公共交通运输系统的改造建设方面花费了大量资金（Essex和Chalkley，2004年）。为长野奥运会建设的子弹列车就大大减少了长野至东京之间的运行时间。

在欠发达的城市建立现代化的通信能力也意味着需要一笔巨大的投资。这类基础设施的建设给主办地

历届奥运会主办地

年份	夏季奥运会主办地	冬季奥运会主办地
1976	加拿大蒙特利尔	奥地利因斯布鲁克
1980	前苏联莫斯科	美国普莱西德湖
1984	美国洛杉矶	前南斯拉夫萨拉热窝
1988	韩国首尔	加拿大卡尔加里
1992	西班牙巴塞罗那	法国阿尔贝维尔
1996	美国亚特兰大	挪威利勒哈默尔
1998		日本长野
2000	澳大利亚悉尼	
2002		美国盐湖城
2004	希腊雅典	
2006		意大利都灵
2008	中国北京	
2010		加拿大温哥华
2012	英国伦敦	
2014		俄罗斯索契
2016	巴西里约热内卢	



中国举行2008年北京奥运会一周年庆祝活动。

带来了可观的经济活动。这种建设需要雇用大量建筑工人，还必须采购和运输大量建筑材料。

在建设期过后，为运动会建立的基础设施还会给主办城市和地区带来源源不断的经济效益。为这些赛事建设的场馆还可在赛后使用若干年甚至几十年。更为重要的是，如果当地的商务活动能够充分利用改善了交通运输设施，那么这些设施的升级就能够极大地推动当地经济的发展。

大型体育赛事所带来的间接经济效益可能要比直接经济效益来得更为重要，但也更加难以量化。一个可能的间接收益是此类赛事的广告效应。许多奥运会主办城市和地区将主办奥运会视为在世界这个平台上提升它们形象的途径。从这个角度看，在奥运会或其他大型赛事的赛前和赛中，密集的媒体覆盖率是一种广告形式，其可能会吸引旅游者的到来，而如果没有此类赛事，其中的部分旅游者是不可能来到这些地区的，另一些人则可能是为谋求更大、更广和更长期的经济利益而来到这里。

然而事实往往与理论大相径庭。例如，悉尼奥运会的目标之一是希望在赛后带来更多的旅游者，但是，澳大利亚联邦财政部前经济预测家Graham Matthews则宣称：“尽管举办奥运会可能给我们带来热烈、难以描述但美妙的感觉，不过从冷静而现实的说，国际经验实际上也难以判定短暂的光鲜是否会给旅游带来积极的、持续的影响”（Burton, 2003年）。

Ritchie和Smith（1991年）对欧洲和北美主办地在后奥运时期公众的意识展开了研究。1986—1989年数千次电话访问的记录显示，不到10%的被调查的北美人和不到30%的欧洲人能够回忆起奥地利的因斯布鲁克是1976年冬季奥运会的举办地。只有28%的被调查的北美人和24%的欧洲人记得1980年的冬奥会是在纽约州的普莱西德湖举行的。其他研究表明，到1991年，人们差不多都忘了卡尔加里曾经举办了1988年冬奥会（Matheson,

2008年）。而且，如果运动会期间还同时伴随着坏天气、污染、令人不快的政治事件或者恐怖袭击等事件的发生，实际上还会毁坏这个地区的声誉。

其他大型体育赛事，例如超级碗或者世界杯，尽管用于基础设施建设的支出远远低于奥运会，但在带来经济活力方面其效应也与奥运会相似。对世界杯影响的多维计量经济学研究发现，主办这类四年一次的国际竞赛只能给主办场馆带来极少的（甚至不会带来）收入或者就业上的实惠。

不过，主办一次像奥运会或者世界杯这样的赛事能给东道城市或地区带来巨大的无形效益，这些地方的居民可能会因主办了此类赛事而感到无上光荣，并形成一种社区意识。他们的家乡会在一个短暂而密集的时期内成为世界关注的焦点。主办此类赛事需要进行筹划并开展大量工作，这要求花费大量时间并付出巨大努力——此类工作主要是由志愿者来完成的——这会给当地和国家带来巨大的成就感。这些因素尽管难以用金钱来衡量，但它们既重要又宝贵。

潜在不利因素：不确定性和沉重的成本

1976年的一个分水岭似的事件撼动了奥运会的融资模式，使其转变为当前这种用经济手段融资的方式。这一年蒙特利尔举办了夏奥会。官方原本预计这届奥运会可能耗资1.24亿美元，然而其给该市带来了28亿美元的债务，或者说相当于2009年的100亿美元。政府用了30年的时间才还清这笔债务（Burton, 2003年）。

蒙特利尔奥运会结束时，莫斯科已经做出了主办1980年奥运会的承诺，但是没有有一个城市愿意竞标1984年的奥运会。在一通纷争之后，洛杉矶同意主办这届奥运会，但条件是不能使它背上任何金融债务。国际奥林匹克委员会别无选择，只能接受这个条件，洛杉矶于是被授予1984年夏季奥运会的主办权。

洛杉矶奥运会组委会赢得了超过3亿美元的适度盈余，并重新确立了公共成分较少而私人融资较多的奥运会融资模式。洛杉矶在基础设施建设上只花了很少的钱，而洛杉矶奥组委主席彼德·尤伯罗斯被授权通过向企业发售赞助权筹得了大笔资金。洛杉矶奥运会在融资方面取得的较大成功引领着世界上各个城市为主办大型体育赛事而展开新的竞争。

不幸的是，洛杉矶的经验只是一个例外。其后的主办城市发现它们不可能获得同等分量的私人支持。首尔（1998年）、巴塞罗那（1992年）、长野（1998年）、悉尼（2000年）、雅典（2004年）和北京（2008年）奥运会有数十亿美元的公共资金都是由政府承诺支付的。

巴塞罗那奥运会给西班牙中央政府留下了40亿美元的债务，而巴塞罗那省、市政府还另有21亿美元的

赤字。长野奥运会组委会虽然表示有2800万美元的盈余，但日本政府各个部门却背上了110亿美元的债务（Burton和O'Reilly，2009年）。雅典的公共投资超过了100亿美元，而北京的公共投资在400亿美元以上。

最初公布的预算——在奥林匹克运动中是由奥运会组委会公布——千篇一律地低估了举办奥运会所需要的最终成本。组委会的预算一般只包括举行奥运会的运营成本，其中包括开幕式和颁奖仪式、运动员往返于各场馆的交通、招待、通信/广播中心以及安保等费用。而东道城市的总成本还应包括竞赛场地的建设和更新、运动员和宾客的住宿、供媒体使用的设备以及相关的基础设施。许多场馆（如自行车摩托车比赛使用的赛车场，或者长橇/雪橇/骨架雪橇赛道）的建设由于其专用性而使得成本尤为高昂。奥运会的场地还要求有相当大的座席容量：夏季奥运会举行开幕式和闭幕式的体育场通常要求有10万甚至10万以上的座位。

从投标争夺主办权开始直到比赛进行的这段时间内，主办城市的建设成本以及土地的价值可能会剧烈增长。而且在寻求公众支持时，那些最初支持在一个具体城市中承办赛事的人发现，不充分报告真实成本符合他们的利益。此外，由于可能会成为主办地的城市加入了与其他竞标者的竞争，自然就具有追赶其竞争对手的标底、粉饰其竞标计划的倾向。

计划中的预算从来就不够支付实际成本。雅典最初预计该届奥运会的成本大约是16亿美元，而最终接近160亿美元（包括设备和基础设施成本）。北京奥运会的预计成本也是16亿美元（北京奥运会组委会运作成本预算），而最终的价格标明是400亿美元（包括诸如北京地铁系统扩建等的设备和基础设施支出）。2014年将在俄罗斯索契举办的冬季奥运会最初的预算约120亿美元；到2009年末预计成本支出已达330亿美元——其中230亿美元来自公共资金（《体育商业日报》，2009年）。

醉心于此的城市仅仅制作竞办奥运会标书的支出就可高达1亿美元。如果招标程序是完全竞争性的，由于要与其他争办城市争夺主办权，对本地经济利益的任何预测都会被作为竞标的出价：预计收益最高的城市有可能因为其报价仅仅高于预计收益处于其次的城市1美元而胜出，这使得获胜的城市只能获得较小的收益。然而竞标程序并不是建立在赢钱多少的基础上的，争办城市还可通过提供各种设施和保证融资与安全来竞标。而且，自从2001年9·11事件以来，安保的成本已经变得非常高昂：2004年雅典奥运会的安保费用达到历史最高的14亿美元，共计雇用了4万名安保人员。据报道，北京2008年奥运会在岗的安保人员超过8万人。

伦敦曾希望其2012年奥运会的成本低于40亿美

元，但目前预计将耗资190亿美元（《体育商业日报》，2009年）。由于成本扩张逐步升级，一些项目相应缩减——例如，伦敦计划中的奥林匹克体育馆的盖顶已经取消——但这个体育馆仍将耗资8.5亿美元以上才能完工，而最初只计划花4.06亿美元。政府努力想找到一个足球队或者橄榄球队作为2012年奥运会后该场地的固定租户，但尚未取得成功。这将给英国纳税人每年增加数百万美元的额外负担以维持设施的运转。难怪伦敦奥林匹克大臣Tessa Jowell会说：“早知道事情如此，我们还会争办奥运会吗？几乎肯定不会”（《体育商业日报》，2008年，援引自《伦敦电讯报》）。

某些此类支出带来了主办城市基础设施的改善和进一步的现代化，但留给东道主的其余设施却是大而无用的累赘。许多专门为运动会而建立的设施在竞赛中使用了十六、七天之后就被弃之不用或者使用不足，每年还需花费数千万美元加以维护，而且它还占用着日益稀缺的地产资源。以都灵为例，长橇赛场花费了1.08亿美元才建成，而都林冬奥会组委会副总裁Evelina Christillin对《华尔街日报》的记者说：“我不能对你说谎。显然，长橇的赛道没有其他任何用途。这是纯粹的成本”（Kahn和Thurow，2006年）。

目前，夏季奥运会的平均总收入在40亿—50亿美元左右，冬奥会的收入约为前者的一半（其总成本也比较低，这是因为冬奥会的参与者较少、需要的场地也较少，而且基建规模也较小）。其中近一半的收入被用于资助各种国际联合会、国家奥林匹克委员会以及国际奥林匹克委员会本身的活动。

显然，即便承办奥运会能获得经济利益，当地政府的预算也不可能得到改善，这就产生了这样一个问题：主办奥运会是否能带来更广义的、长期的或者相对无形的经济收益？

收益的放大

奥林匹克或其他大型运动会影响经济的明显证据相对较少。现有的大多数证据都是由主办城市和地区所列举出来的，它们都带有不少瑕疵，而证实对这类赛事的巨大付出是合理的符合这些城市和地区的既得利益。

更为可信的证据来自公布的学术研究中得出的对此类赛事经济影响的评估，这是因为这类赛事的经济成就中不掺杂作者个人的利益，而且同仁们对评估过程的审视对于评估所使用的方法和假设条件起到重要的制约作用。这些研究为主办奥运会的经济影响勾画出以下景象：尽管主办奥运会可能会创造一定数量的就业岗位，但这显然对收入没有明显影响。这表明现有劳动者没有受益（Hagn和Maenning，2009年；Matheson，2009年）。而且，主办奥运会所产生的影响取决于整个劳动力市场

对奥运会所创造的新就业的回应，而这种回应未必是积极的（Humphreys和Zimbalist，2008年）。即便主办世界杯有某种经济影响，其也相对较小（Hagn和Maennig，2008年和2009年）。

如果经济收益很少或者可能没有收益，主办城市和地区又该做些什么，从而使主办奥运会之类的大型赛事的收益尽可能提高呢？仔细考察以往的经验，我们发现两个重要的途径：首先，东道城市或地区对土地使用的决策必须慎之又慎；其次，东道主应在赛后尽可能对新建和更新的设备和基础设施加以利用。

通常，在主办夏季奥运会的大都市和主办冬奥会的山区，土地的稀缺性都在日益加剧。主办奥运会需要用大量土地来建设运动设施、公园，以及供运动员、媒体、工作人员和观众使用的房屋。

不成功的运动会留下的是很少被使用或者从不会被使用的设施，它们占据着宝贵的土地，还要花大量资金加以维护。例如，澳大利亚的悉尼目前每年要花费3000万美元来保障设有90000个座位的奥林匹克体育场的运营。2004年雅典奥运会使用的许多场馆不是被闲置就是很少被使用，其还占据着闹市区宝贵的土地。北京奥运会也留下了几个成本高昂的建筑遗产，包括精心建造的、目前使用严重不足的水立方游泳设施。相反，在洛杉矶夏季奥运会这样成功的案例中，现有设施得到了最大可能的利用，稀缺的土地资源也得到了很好的使用。1996年亚特兰大奥运会用于开闭幕式的体育馆在奥运会后立即被改造成一个篮球馆。奥运会的规划者们必须将设施设计得能够长期使用，并使之创造性地融入主办城市或地区。

发展中国家获益更多

主办重大体育赛事的影响因东道城市和国家发展水平的不同而异。通过适当规划，主办一项大型赛事能够推动主办地现代化交通、电信和运动基础设施的建设，而这一般都会给欠发达地区带来更多的实惠。

尽管主办奥运会要求为各方面的改善（如果不承办就不可能有所改善）而付出更多的公共资源，但公共政策往往十分滞后，如果不主办奥运会的话，所需的基础设施投资可能会被推迟几年甚至几十年。而且，国际奥委会也会提供一些资金促进所需项目的建成（Preuss，2004年）。

对更发达的地区而言，其在竞标和计划初期土地就比较稀缺（抑或预计在奥运会主办权筛选和准备阶段的7—10年中会变得较为稀缺），而且劳动力和资源市场吃紧，因此主办大型运动会可能会导致土地总体上的错用，并刺激工资与资源的价格压力，引发通胀。

竞标之前三思而行

主办像奥运会这样的大型体育赛事究竟有没有经济价值，答案较为复杂，而且很可能因情况而异。我们不可能得出简单的结论。对再下一届冬奥会的竞标者——法国阿讷西、德国慕尼黑和韩国平昌——以及想要竞标2020年夏季奥运会的许多城市而言，其应尽可能避开难以规避的奥林匹克迷局，并对本地区长期发展目标做长期的、艰苦的、冷静的考量。■

Andrew Zimbalist是史密斯学院Robert A. Woods讲座经济学教授。

参考文献：

Burton, Rick, 2003, "Olympic Games Host City Marketing: An Exploration of Expectations and Outcomes," *Sport Marketing Quarterly*, Vol. 12, No. 1, pp. 37-47.

———, and Norm O'Reilly, 2009, "Consider Intangibles When Weighing Olympic Host City Benefits," *Sports Business Journal*, September 7, p. 33.

Essex, Stephen, and Brian Chalkley, 2004, "Mega-Sporting Events in Urban and Regional Policy: A History of the Winter Olympics," *Planning Perspectives*, Vol. 19, No. 1, pp. 201-32.

Hagn, Florian, and Wolfgang Maennig, 2008, "Employment Effects of the Football World Cup 1974 in Germany," *Labour Economics*, Vol. 15, No. 5, pp. 1062-75.

———, 2009, "Large Sport Events and Unemployment: The Case of the 2006 Soccer World Cup in Germany," *Applied Economics*, Vol. 41, No. 25, pp. 3295-302.

Humphreys, Brad, and Andrew Zimbalist, 2008, "The Financing

and Economic Impact of the Olympic Games," in *The Business of Sports*, Vol. 1, ed. by Brad Humphreys and Dennis Howard (Westport, Connecticut: Praeger).

Kahn, Gabriel, and Roger Thurow, 2006, "Quest for Gold: In Turin, Paying for Games Went Down to the Wire," *The Wall Street Journal*, February 10, p. A1.

Matheson, Victor, 2008, "Caught under a Mountain of Olympic Debt," *The Boston Globe*, August 22.

———, 2009, "Economic Multipliers and Mega-Event Analysis," *International Journal of Sport Finance*, Vol. 4, No. 1, pp. 63-70.

Preuss, Holger, 2004, *The Economics of Staging the Olympics* (Northampton, Massachusetts: Edward Elgar).

Ritchie, J. R. Brent, and Brian H. Smith, 1991, "The Impact of a Mega-Event on Host Region Awareness: A Longitudinal Study," *Journal of Travel Research*, Vol. 30, No. 1, pp. 3-10.

Sports Business Daily, 2008, November 14.

———, 2009, September 30.

奥运的贸易影响

申办奥运的国家正在释放 准备开放贸易的信号

Andrew K. Rose 和 Mark M. Spiegel

经济学家们通常对“体育赛事基础设施应该由公众买单”的观点持怀疑态度，这种质疑是有道理的。人们之所以支持新建体育场馆和举办盛大的体育赛事，通常是因为未经世事或出于一己私利。现实中，这些赛事花费巨大，对发展中国家而言更是如此。2008年北京奥运会开幕式的花费估计远远超过1亿美元——而至少有1亿中国人每天的生活开支不到1美元。

里约热内卢近期赢得了2016年的奥运会主办权，预计开支将达到150亿美元，相当于每个里约居民平均承担2000美元，这还不包括预料中的超支。这笔资金的大部分计划用于提升城市的交通系统。但是如果交通领域的投资对于一个有着奥运前景的大城市很有意义的话，那么假如没有承办奥运的刺激，这样的投资还同样有意义吗？长期投资的决策是否真的应该用来应对仅仅持续两周半的峰值需求吗？经济学家通常对举办奥运这样大型活动的目的感到疑惑。经过测算，这类大型活动中直接经济效益显著者寥寥，且通常为负；而非经济效益难以核实。花钱承办大型活动对于公共财富来说是一种理想的用途吗？或许吧——专业的经济学家的质疑并不能得到决策者和当地民众的认可，他们对这样的盛况总是报以热情。实际上，各国为了夺得大型活动的承办权而激烈竞争。是经济专家们忽略了什么吗？

国际奥委会（IOC）确实这样认为。IOC相信，通过感受奥运会，游览者会被主办城市的场馆和产品所吸引。人们由此归纳出一个观点，即主办奥运会将促进一个国家的出口，尤其是它的旅游业。

我们对这个观点在实践中是否奏效表示怀疑，任何因奥运会而产生的出口繁荣都规模甚小且为期短暂。我们因此开始近期的研究，以实证的方法来检验这个理论。

我们使用一个标准的“引力”贸易模型，它将两国之间的贸易量设定为一个函数，受两国之间的距离和其他一些解释变量的影响。这个模型已在文献中被广泛用来解释大部分跨国贸易水平的变化。我们增加了一个变量来考查奥运会的持续影响。我们发现强有力的证据显示奥运会对出口有着巨大的正效应（大约超过30%）。我们的怀疑看来是没有根据的，这个永恒的“奥运贸易影响”对出口的推动作用显著而积极。

在我们2009年的论文中，其他研究结果表明所有的贸易都在增长；进口和出口增长相当。我们的研究



1992年巴塞罗那奥运会开幕式。

结果也经过了一系列其他的敏感性检测。奥运贸易影响始终保持为正，且相当显著。当我们把目光转向其他大型活动（例如足球世界杯和世界博览会时），就会发现这些活动对贸易也有着巨大的正效应。

为什么承办大型活动会带来更多的贸易呢？一些有趣的证据表明，在实践中承办大型活动和贸易自由化有一定联系。2001年7月，北京获得了第29届奥运会的承办权。仅仅两个月后，中国就成功地完成了加入世贸组织的谈判，正式确认了其贸易自由化的承诺。无独有偶，罗马在1955年获得1960年奥运会承办权，同年意大利开始推动货币兑换的进程、加入联合国，最重要的是，其催生了两年后的罗马协定，并据此建立了欧洲经济共同体（EEC），即今天欧盟的前身。

“我们发现强有力的证据显示奥运会对出口有着巨大的正效应。”

在承办东京奥运会的1964年，日本加入了IMF和经济合作与发展组织；巴塞罗那在1986年获得了1992年奥运会承办权，同年西班牙加入了欧洲经济共同体；韩国获得1988年奥运会承办权与该国的政治自由化也几乎同时。这样的相关性不仅发生在奥运会的案例中：1986年足球世界杯在墨西哥举行，与此同时，墨西哥开始启动贸易自由化并加入关贸总协定，即世界贸易组织的前身。

因此，对于奥运贸易影响的真正解释似乎是，开放贸易的国家同时承办了奥运会这样的重要赛事。也许承办大型活动会推动贸易自由化，后者得益于一些和奥运会有关的活动和基础设施。但现在就得出这个结论还为时尚早。我们用同样的方法来考察没有赢得奥运会承办权的竞标者，发现其贸易也得到积极推动，和奥运会实际承办者所受的影响一样大。

考虑到与失败的申办者相比，实际承办运动会并没有体现出更明显的效益，我们由此得出一个结论，做为一个认真的申办者，无论成败，其行为本身都起着一种信号的作用。因为这些申办行为之后都紧跟着自由化的步伐，所以试图成为大型活动申办者的行为传递了一个国家希望推动贸易自由化的信号的说法是符合逻辑的。

为什么一个国家愿意发出这样昂贵的信号呢？我们引入了一个模型。在这个模型中，发出这样的信号将产生更多与贸易有关的不可逆的投资。更为重要的是，这创造出了一个特定的政治环境，在该环境中，无论是大型活动还是贸易自由化方面的后退都将带

来无法承受的后果。重大的贸易自由化进程和大型活动一样，难得一遇、成本高昂，不仅引人注目，而且影响深远。但是贸易自由化带来的长期效益将超过举办重大活动的短期成本，因此在公众心目中将二者联系起来是一个明智的战略。而且，举办大型活动的成本往往被经济部门（比如承办城市和国家的政府）承担，而后者恰恰是贸易自由化最大的受益者。成本和收益的匹配使得竞标申办重大活动成为一个有效的自由化信号。

我们的研究忽略了一些与大型活动有关的议题。巴西将承办2016年奥运会，但同时它也将举办几乎同样受到关注的2014年足球世界杯。如果各国以申办大型活动作为其对外开放的标志的话，为什么要重复申办呢？温哥华承办了2010年冬奥会，伦敦将承办2012年的夏季奥运会。这些已经自由化的经济体为什么要申办大型活动呢？芝加哥申办第八届美洲奥运会失败了，美国又从这次失败中获得了什么？显然，另外一些动机促成了自由经济体的多次申办，不过上述的基本观点也能被轻易地扩展为：多次竞标是因为在一个声誉逐渐降低的环境中，需要以重复传递信号来不断提升知名度。不过，其他方式也能作为其国际自由化的标志，那么承办一场盛大的体育赛事有何重大意义呢？显然对此还将有许多理论层面的解释，这也为未来的研究提供了很大的空间。当然，我们的观点很直观，对于那些力求打造国际形象的新兴经济体来说更是如此。俄罗斯的索契将举办2014年冬奥会；南非将举办2010年世界杯。对于这些国家（或许也包括巴西）而言，承办重大活动意味着一个清楚的宣言：这个国家正在成为国际社会中的一个负责任的成员。因此带来的收益可能远远高于承办运动会的成本。

自由化总是充满困难的，大部分国家在这方面有始无终。因此当一个国家在认真考虑对外开放时，传递一个昂贵的信号也是自然而然的事。简而言之，当一个国家希望进入国际舞台时，其可以通过申办大型活动来向国内和国际表明这一意愿。■

Andrew K. Rose是加州大学伯克利分校哈斯商学院经济分析与政策研究中心B.T. Rocca讲座教授，Mark M. Spiegel是旧金山联邦储备银行国际研究部副主任。

参考文献：

Rose, Andrew K., and Mark M. Spiegel, 2009, "The Olympic Effect" CEPR Discussion Paper 7248 (London: Centre for Economic Policy Research). Also published as Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 09-06 and National Bureau of Economic Research Working Paper 14,854.

良好的开局

如将人生比作板球比赛，那运气对个人职业生涯的成功具有重要作用

Shekhar Aiyar 和 Rodney Ramcharan

第一份工作找得好是靠运气，还是凭能力？对于经济繁荣时期的毕业生和经济衰退时期的毕业生而言，找到第一份工作的起点一样吗？第一份工作找得好对个人的职业生涯的影响会持续多久？上述问题的答案对于全社会如何看待公平性问题至关重要。设想，如果软件业巨头比尔·盖茨的财富完全是因为运气好而获得的，那么将其财富再分配给运气差些的人则没有多大的妨害。但是，如果人们获得事业上的成功完全是源自辛勤工作和个人能力，那么高税收就不公平，同时也会导致效率低下。

有关就业的文献资料显示，第一份工作找得好将为个人的长期职业生涯带来诸多好处，如终生享有更高的工资和地位等。如果人们获得第一份工作是一种随机事件，这将表明运气对决定个人的长期职业发展起着很大的作用。不过，人们获得第一份工作并不是随机的。那些被认为能力较强的人更可能获得较为优越的首份工作，而且，如果这种评价准确的话，这些人也很可能在其整个职业生涯中取得成功。由于经济学家难以测定一个人的内在能力，因此确定运气在劳动力市场中的重要程度存在困难。

体育比赛，尤其是国际板球对抗赛这种两个国家队之间长达五天的比赛，可以从另一个侧面很好地阐释运气对于个人职业生涯成就的相对重要性。我们能够直接观察到比赛的成绩，同时也能方便地进行测定。比赛的奖金丰厚、国家队中的位置数量有限，因此球队一旦取胜球员就能获得不菲的回报。此外，在板球对抗赛中，成绩不仅取决于球员的能力，同时也取决于其对当地地理和气候状况的熟悉程度。这种地理和气候状况在举行对抗赛的不同国家之间存在很大的差异性。我们采用那些在1950—1985年期间初次参加板球对抗赛的所有球员的数据，从而将他们首次参加对抗赛的自身能力和运气因素区分开来。我们通过区分其首次参赛的地点是在国内主场还是在海外客场进行分析，而初次参赛的地点在很大程度上是由运气决定的。

主场，甜蜜的主场

我们发现，主场作战对初次参加系列对抗赛的板球运动员的成绩具有显著的有利影响，而初次参赛的成绩对其今后职业生涯中的“战绩”也具有很大影响。对于击球手来说，在主场作战可以使其初次参加系列赛的平均击球率提高33%。而对于投球手——将球投向击球手的防守队员来说，在主场作战会使投手得分率下降18%左右，也就是说，投球手使得他所面对的每个击球手的平均得分减少18%（见专栏）。

初次参赛的地点为何如此重要？在某种程度上，主场优势可以适用于任何体育比赛中的主队，不过这并非只是主场球迷的支持效应，地理和气候因素也发挥着重要作用。板球比赛中，投球手在方球场内全力将球投出，球击中地面然后反弹至击球手的面前。方球场的状况可能有利于某种投球方式，而当时空气中的湿度也可能影响板球在空中与击球手的偏离程度，阳光和雨水也将决定方球场和外场的状况。

英格兰的方球场有助于投旋转球，而在澳大利亚的方球场中板球反弹的高度较高。印度次大陆的方球场在板球对抗赛进行到后期时会愈发糟糕，因此有助于投慢球。由于各个国家的球员对其本国的状况更为熟悉，因此主场优势非常明显。此外，客队球员参加国际板球比赛的次数越少，则主队的主场优势可能将越明显。对于初次参加国际比赛的球员而言，由于在此之前其一直参加国内板球比赛，所以往往完全不熟悉海外客场的状况。

好运气的重要作用历久不衰

初次参赛的成绩是反映运动员未来职业生涯成就的一个绝佳指标。对于板球击球手和投球手来说，初次参赛的良好平均成绩往往会带来职业生涯的好的平均成绩，这对于击球手来说就是在每次击打时获得较好的平均得分，对于投球手来说就是造成击球手较高的平均失分。这种相互联系不仅适用于所有抽样调查的球员，同时也适用于每支参加对抗赛的国家队。

良好的初次参赛成绩同时取决于个人本身的能力以及运气。鉴于我们仅仅关注运气对于个人职业生涯的影响，在此我们采用了一种称之为辅助变量的两阶段分析技术，从而剔除了能力的影响因素。在第一阶段，我们分析了球员初次参赛的平均比赛成绩与其初次参赛地点之间的相互关系。由于球员初次参赛的地点主要是运气因素，因此在第二阶段中，我们将初次参赛地点与球员相应的比赛成绩之间的关系作为分析其职业生涯平均成绩的一个解释变量。这种两阶段分析过程将运气对球员职业生涯中成绩的影响进行了单独分析。如果好运气不能持久保持下去，我们会认

为初次参赛的平均比赛成绩与其职业生涯中的平均成绩之间不存在关联。然而事实上，我们发现这种关联性仍然很强，只不过其相互关系的强度逐步递减。总之，运气因素（在主场时处于有利的状况）不仅影响个人初次参赛的成绩，同时随着球员国际职业生涯的展开，这种影响也仍将持续下去。

重要的是，我们现有的计量方法是基于这样一种认识，即参加板球对抗赛的选手初次参赛的地点属于外部因素，与个人本身的能力无关。然而在整个劳动力市场，情况常常并非如此，并且看上去属于外在因素的初始条件可能与个人本身的能力存在关联。例如，我们将特定的商业周期作为初始条件。乍看之下，这一初始条件似乎与职场新人的个人能力无关。然而，一个能力很强的毕业生可以在经济衰退时期选择继续深造，从而推迟进入就业市场的时间。相反，在板球对抗赛中，一名板球运动员因为比赛在海外客场举行而放弃为本国国家队比赛这样的事情还前所未闻。国家队能够提供的位置极少，为获得有限名额，球员间的竞争非常激烈，同时在国内参赛和参加国际对抗赛之间的报酬存在天壤之别，所有这些因素都使球员不可能放弃去海外参赛的宝贵机会。因此，初次参赛的地点不可能与个人能力有关。由于初始条件属于外在因素——这在其他劳动力市场上很少见，这使得板球对抗赛可作为一个很好的工具，以分析运气对个人职业生涯的影响。

运气经久不衰的原因

为什么运气能够如此经久不衰？文献提出了至少两种可能的解释，这两种解释在我们的样本中都可以找到完全一致的情形。首先，那些在初次参赛中成绩不俗的人——相当于首份工作找得好的人——可以因此积累某些技能，而这些技能可能在其今后的职业生涯中结出累累硕果。比如，在初次参赛的过程中，击球手面临优秀的国际投球手时未被打出局的时间越长，就越可能获得更大的信心和更好的技能。这些品质将在今后的比赛中使之持续受益。我们将这种现象

初次参赛者与超级明星

一名初次参赛者在主场作战可以使其平均击球率提高33%，投手得分率减少18%，这大致相当于一位超级明星与一名赛场老手之间的成绩差距。

比如，印度杰出的开局击球手Sunil Gavaskar的平均击球率要比Keith Fletcher 或 Larry Gomes等同行的成绩高出1/3左右。而富有传奇色彩的澳大利亚籍投球手Dennis Lillee的投手得分率要比他的助理投球手Max Walker低15%左右。

称为“人力资本假说”。其次，那些负责挑选国家队队员的人在决定谁去谁留的时候，可能不会考虑到初次参赛地点的差异问题，那些初次参赛即在海外客场的队员将因此受到不公平的待遇。我们将这种现象称为“信号偏移”。需要注意的是，人力资本假说和信号偏移这两种现象可能同时存在。

利用那些在初次参赛后被淘汰的以及留下来的选手的有关数据，我们构建了一个简单的选手选拔决策模型。通过研究，我们发现了击球手和投球手的“人力资本假说”证据：在初次参赛中表现良好有助于积累实用的技能。同时我们发现，负责选拔的人员对击球手和投球手都存在信号偏移倾向，不过选拔人员对投球手的信号偏移要比对击球手的强得多。选拔委员会使初次参加海外客场比赛的击球手和投球手处于不利的地位，投球手则会受到更不公平对待，其原因可能是与较差的击球成绩相比，较差的投球成绩更可能导致球队败北，因而也会受到更加严厉的处置。

开局良好，功不可没

简单地将本研究的结论推广至所有其他劳动力市场的做法将是错误的，但看上去运气在决定个人的初次表现方面的确具有重要作用，而个人内在的能力及辛勤工作则能为开始时获得的好运气锦上添花。因此，我们的研究可能会令两种绝对主义者——认为成功完全是因为运气或者完全是凭借能力的人——都感到失望。不过必须补充的是，与其他劳动力市场不同，板球对抗赛队员所处的市场中运气的成分应该更少，而不是更多。对于那些负责选拔对抗赛团队的人来说，队员的成绩很容易测定，各个国家的不同状况也非常清楚。此外，与做出正确决策的重要性相比，对精心筛选队员所需做出的努力可谓微不足道。不过，对于那些运气不佳、首次参赛即在海外客场的投球手和击球手来说，选拔委员会似乎都对其做出了不公平的处置，而投球手所受到的不公平待遇相对更大。因此，各类雇主可能普遍存在类似的偏移现象。因为相比选拔委员会，这些雇主进行绩效评估的方法更为模棱两可，判定初始条件的差异更为不易，同时其做出的是否任用的决策也不会事后遭致怀疑和批评。而板球选拔委员会的境遇则不然，因为赛后全球各地数百万名坚持己见的球迷们会对此提出质疑。■

Shekhar Aiyar是IMF亚太部的高级经济学家，Rodney Ramcharan是IMF非洲部的高级经济学家。

本文基于IMF即将出版的工作论文：“国际板球对抗赛对研究按劳付酬力市场中运气的作用有哪些启示？”



房价：还有

Prakash Loungani

从历史上看，
房价最突出的
特征不是按照
一定的趋势发
展，而是表现
为波动往复

1625年，Pieter Frantz在阿姆斯特丹新形成的绅士运河社区建造了一栋住宅。17世纪20年代，随着荷兰共和国崛起为世界强国，阿姆斯特丹出现了世界上第一个大型股票市场以及商品和期货市场，房价在不到十年的时间里翻了一番。在接下来的三个世纪里，Frantz的住房价格在战争、经济衰退和金融危机的影响下起起落落（Shorto，2006年）。当这幢房屋在20世纪80年代易主时，其剔除通胀影响的实际价值在350年的时间里仅上涨了一倍——投资回报显然不太理想。

实际上，从长期的历史进程来看，绅士运河社区的房价所表现出来的显著特征并非是呈现出某种趋势，而是构成了一个个周期（见图1）：创新和繁荣有时会抬高价格并持续若干年，就在人们普遍认为这一轮上涨会与以往不同并将持续下去的时候，某种冲击又会出现，使房价再度回落。

从20世纪90年代末开

始，绅士运河社区以及整个阿姆斯特丹的房价在10年内都翻了一番，然后开始急剧下跌。阿姆斯特丹房价近期的上涨和修正是全球房价涨跌大局中一部分。在美国，住房金融创新推动了房价的急剧上涨。在爱尔兰，房价上涨与历史性的经济增长同步出现；在西班牙和澳大利亚，房价在移民的支撑下上浮；在冰岛，房价受该国金融业高速扩张的影响而水涨船高。2006年，房价开始下跌，

图1
房价长期走势

1628—2008年间，绅士运河社区的房价起起落落，但平均实际价格只增加了一倍。

(1628年 = 100)



资料来源：Eicholtz、Piet M.A., 1997年，“长期房价指数：绅士运河社区指数，1628—1973年”，《房地产经济学》，由Eicholtz更新至2008年。



Pieter Fransz的住宅位于阿姆斯特丹绅士运河社区。

下降空间?

先从美国开始，然后蔓延到了全世界（见图2）。

这一轮房价涨跌周期被很多人视为造成本次全球金融危机的重要原因，也被认为是自“大萧条”以来世界面临的最危险的经济威胁。为了在国家和全球层面上保持宏观经济稳定，了解造成房价周期的根源以及如何让这一周期趋向缓和具有重要意义。

我们对世界各国房价周期的发生频率和幅度（即价格从波峰到波谷或波谷到波峰的波动范围）了解多少？促成此类周期的背后推手有哪些？这种分析又能告诉我们关于未来房价的哪些内容？

房价周期

18个发达经济体¹的房价上涨始于20世纪90年代中期，并持续了十年，上涨期超过了以往的历次周期。三年前开始的下跌仍在继续。

周期	上涨		下跌	
	持续时间	价格波动 ²	持续时间	价格波动 ³
1970年至20世纪90年代中期	21个季度	+40%	18个季度	-22%
20世纪90年代中期至今	41个季度	+114%	13个季度	-15%

资料来源：Igan和Loungani（即将发布）。

¹18个国家为澳大利亚、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、爱尔兰、意大利、日本、韩国、荷兰、新西兰、挪威、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国。

²实际价格，从波谷到波峰。

³实际价格，从波峰到波谷。

图2

从上涨到下降

2000—2006年间，大多数发达经济体的房价都出现了上涨。自2007年又开始普遍出现下降。

(百分比)



(百分比)



资料来源：经济合作与发展组织。

关于房价周期的事实

确定一系列经济数据的拐点，即测定周期时，数据序列覆盖的时间越长，结果就越可靠。不过，像阿姆斯特丹绅士运河社区那样可以将房价追溯到17世纪初的情况是十分罕见的。对于经济合作与发展组织（OECD）的许多成员国来说，其国内房价可以回溯到1970年，而这个时间长度足以可靠地测定房价周期。

在1970年至20世纪90年代中期这段时间，18个OECD经济体的房价平均上升阶段只持续了五年多，在此期间，实际价

住房价格：是反映了基本面还是出现了泡沫？

罗伯特·席勒因准确预测了2000—2001年美国股市崩溃（见《金融与发展》2008年9月刊）而闻名。2003年，他发出警告称，美国的房价也含有“泡沫”成分，也就是说，房价的上涨已经远远超出了收入增长、利率、人口变化和建筑成本等基本面对推动力的支撑。席勒指出，住房租售比和房价收入比都达到了一个世纪以来的最高点。

席勒认为，房价泡沫的形成是因为人们对资产价格的预期通常是基于传闻、对现实情况的社会认知，以及对乐观结果的过度信任。某些人的腐败和反社会行为可能进一步吹大了泡沫。席勒指出，在美国住房市场，人们已经接纳了这样的观点，即房价永远不会下降，或者这次上涨会与以往不同。金融业向明显不具备偿还能力的人推销按揭贷款，然后将这些贷款重新打包成有价证券出售，进一步加剧了这些错误认知的后果。

与此相反，叶史瓦大学的经济学家詹姆斯·卡恩和纽

约联邦储备银行的合作者罗伯特·里奇在研究中指出，美国房价剧增的原因可以由经济基本面（尤其是对收入增长的预期）来解释。卡恩的研究表明，20世纪90年代中期到2007年间房价剧增的基础是人们相信生产力增长将会带来持续的收入增长。在2007年，这种上升态势发生了逆转，人们认识到生产力增长已经放慢，因此住房市场的繁荣受到了抑制，以房价持续上涨的预期为依据发放的按揭其正确性也受到质疑。卡恩称，虽然美国的生产力增长在2004年就已经开始减速，但直到2007年，人们才真正意识到这一点。

卡恩还提出，因为住房供应相对缺乏弹性，因此在经济增长超过平均水平的时期，房价增长速度可能会快于收入，但是当经济增长放缓的时候，房价就会急剧下降。这样，房价的变化比基本面决定因素的根本性变化更为剧烈，这种剧烈的价格反应与近期发生的房价“泡沫和破裂”的情况非常类似。

格（扣除通货膨胀因素）平均上涨了40%（见表）。接下来的价格下降阶段通常要持续四年半的时间，在此期间价格下降幅度是之前上升幅度的一半。

过去就像一面镜子，可以折射出本轮房价周期的情况。对于大多数国家来说，本轮周期始于20世纪90年代中期到21世纪初之间。本轮周期中价格上涨期的平均持续时间是上一轮周期的两倍（本轮为41个季度，上一轮为21个季度），同时上涨幅度也更为显著，价格上涨了近两倍。目前我们正处于周期中的价格下降阶段，已持续的时间接近上一轮下降的持续时间，迄今为止的房价下降幅度已经接近上一次下降时的降幅。但是由于本轮周期中价格上涨的剧烈程度要远高于已往，因此下降也可能会比过去更猛烈。

房价周期背后的推动力

为什么房价会经历表中显示的各个周期？在这里，长期关联性和短期影响都在发挥作用。

长期关联性：经济理论指出，房价、租金和收入从长远来看应该是联动的。为什么？首先看一下房价和租金。购买和租赁是满足居住需求的两种可以相互替代的方案。因此，从长远来看，房价和租金不可能脱钩，如果房价和租金出现背离，人们就会在购买和租赁之间进行转换，形成对价格和租金的调整，最终使其重归一致。与此类似，从长远来看，房价不可能同人们的承受能力偏离太远，也就是说不能过多地偏离人们的收入。

以美国和英国的此类长期关联性为例（见图3），

图3
房价、租金和收入相互关联

在美国和英国以及许多其他国家，租金和收入都随着房价的变动而变动。

(比率)



(比率)



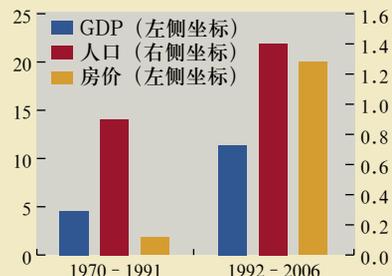
资料来源：经济合作与发展组织。

图4

推动房价上涨

强劲的收入和人口增长可以大幅推高房价，爱尔兰自1992年之后的情况即为如此。

(平均年增长率，百分比)

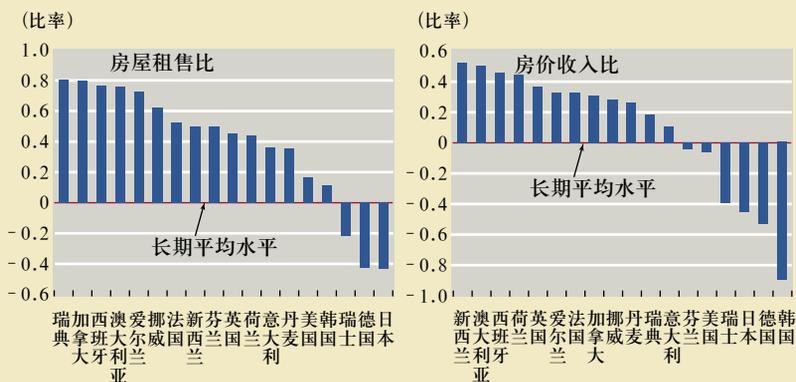


资料来源：作者依据IMF和经济合作与发展组织数据所做的计算。

图5

还有多少下降空间？

尽管下降幅度很大，但大多数发达经济体的房屋租售比和房价收入比仍保持在长期平均水平之上。



资料来源：经济合作与发展组织。

注：长期平均水平所指时期为1970—2000年。当前比率的计算截止到2009年底。

美国的房屋租售比在1970年至21世纪初之间四次回归到长期平均水平。在20世纪70年代，房价增长幅度远超租金，但是在1980至2000年间，房屋租售比下降到略低于长期平均水平。2000—2006年间，房屋租售比急剧上升到长期平均水平之上，之后则开始向平均水平回归。按照这种趋势，参照以往周期的幅度，未来房价将发生更多的修正。英国的情形与此类似。1970—2000年间，该国房屋租售比一直徘徊于长期平均水平上下，尽管曾经出现过几次严重偏离的情况。2006年以后，这一比率虽然始终位于平均水平之上，但现在已经开始逐步向长期平均水平的方向下降。

“房价飞速上涨的一个原因是因为住房供应无法实现快速调整。”

短期决定因素：虽然长期关联性起到锚定的作用，但在短期中，房价会发生偏离，而且经常势头很猛且持续时间很长。强大的需求会导致房价上涨，而且在很多情况下，这种上涨无法完全用基本推动力来解释。爱尔兰就是一个很好的例子（见图4）。在1992—2006年间，爱尔兰实现了强劲的收入增长，年增长率超过10%，是此前二十年平均增长率的两倍多。1992年之后，该国人口重新实现增长。而在此期间的房价上涨幅度却远远超过与这些因素相对应的水平，在1992—2006年间，每年房价的上涨幅度接近20%，是此前二十年的平均年增长率的十倍。

房价飞速上涨的一个原因是因为住房供应无法实现快速调整。另一个原因在于住房与金融市场的相互作用。由于住房可以充当抵押品，因此房价的上涨具有反馈效应：一旦抵押品价值增加，银行就会愿意向家庭发放更多贷款，从而为房价上涨提供更多动力。无论一开始导致房价上涨的原因是需求动力、降低利率等政府政策，还是提高按揭贷款可及性的制度变化，这种反馈效应都会发生。

另外，基本面驱动力并不能完全解释所有国家在任何时候的全部价格变化情况。耶鲁大学经济学家罗伯特·席勒等人指出，房价可能取决于心理和社会因素，这些因素

也可以放大房价对基本面因素的反应（见专栏）。

更多下降空间？

虽然房价表现出了某些企稳的迹象，但住房市场的全球性修正还是贯穿了整个2009年。在2007年第4季度到2009年第3季度之间，OECD经济体的房价在剔除物价因素后平均下降了约5%。

房价可以下降到什么水平？要回答这个问题，需要考虑多个因素。

首先，大多数国家的房价仍然保持在21世纪初房价上涨初期的价格水平之上。其次，房价仍然高于租金和收入，而正如前文中所探讨的那样，租金和收入通常在长期起到锚定价格的作用。图5显示了各个国家的房屋租售比和房价收入比还需要下降多少才能达到长期平均水平。再次，计量经济学模型显示，2000—2006年间的房价上涨幅度已经超出了短期驱动力或长期关联性可以解释的范畴，因此，到目前为止的价格修正还没有完全消除由房价上涨所产生的全部过剩。

这就可以得出一个令人不太舒服的结论：许多国家的房价仍有下降空间。■

Prakash Loungani是IMF研究部的顾问。

参考文献：

- Igan, Deniz, and Prakash Loungani, forthcoming, "Global Housing Cycles," *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).
Shorto, Russell, 2006, "This Very, Very, Old House," *The New York Times Magazine*, March 5.



避免 贸易保护主义

加利福尼亚州长滩市马士基码头的货物。

Christian Henn 和 Brad McDonald

迄今为止，世界各国遏制住了过多启用贸易措施的趋势，但最困难的时期可能尚未到来

经济衰退及其后续影响是滋生贸易保护主义压力的源泉。当经济产出下降、失业率上升时，人们通常会认为对外贸易在某种程度上难辞其咎。通过限制进口和补贴国内产业将失业转移到国外的做法变得越来越有引诱力，尽管有证据表明，这种政策的效果适得其反。

20世纪30年代的大萧条引发了诸多严重的贸易保护主义行为，而这些行为加剧了世界各国经济与社会的混乱。

人们普遍认为最近的全球金融危机是自20世纪30年代以来最严重的一次经济灾难。金融市场陷入停滞，产出大幅下降，而发达经济体的情形尤为严重。2008年最后几个月内，世界贸易急剧萎缩。虽然各国领导人坚称其已经吸取了大萧条时期的教训，并保证将抵制贸易保护主义的压力。但他们是否获得了成功？再者，即使就目前而言全球顶住了这种压力，但我们是否可以高枕无忧了？

贸易大崩溃

一般而言，经济衰退期内贸易比整体经济活动下跌更为迅速。然而，2008年10月至2009年1月间，世界贸易量骤降17%，与全球经通胀调整后的GDP相对较低的下滑率（主要发达经济体下滑2%，见图1）相比，这看起来太过剧烈了。贸易大幅下挫的起因似乎并不是过

多的采取贸易保护主义，而是全球总需求的同步下跌。总需求的这种下跌对国际贸易的影响尤其巨大，原因在于近年来的贸易流动存在以下三个重要特征：

首先，耐用品的交易量与其他可延期采购量下降最为严重，而这在贸易中占据相当大的比重。金融风暴导致信贷市场失灵。金融市场的不确定性达到顶峰，这使得消费者推迟购买诸如电子产品与汽车等耐用品(受影响规模之大前所未有的)，因为他们在衰退的房地产与股票市场中已经损失了大量财富。为应对消费者需求下降以及资金成本上升的

图1
不正常的情形

与产出和工业产值的下降相比，2008年最后几个月世界贸易的下跌比以往的经济衰退期更为急剧。

(2008年9月=100)



资料来源：荷兰经济政策分析局(CPB)，IMF《世界经济展望》。

注：实际GDP为美国、欧洲地区 and 日本的GDP的简单平均值，经季节调整。

局势，公司搁置了投资计划，这便降低了对生产资料的需求。而生产资料与耐用消费品占全球商品贸易的比重最大（见图2），但占全球GDP的比重则小得多，其中后者主要由服务业与非耐用品构成。贸易崩溃有一半或者更多的原因都可以由这种不对称的情形来解释（Levchenko、Lewis、Tesar，2009年；Baldwin，2009年）。

其次，因为存在着大规模的全球供应链，在制成品生产出来之前，产品的各个组件已经经过多次贸易。经济衰退放大了这些供应链效应：可延期采购货物的供应链的范围更广，且在经济低潮期，公司会削减中间投入品的订单，这样既降低了产出，也缩减了库存（Freund，2009年）。“适时生产”技术可以使公司的库存维持在较低水平，但这种技术对需求冲击的传导也更为迅速。这种库存调整所产生的影响可以解释2008年底和2009年初发生的贸易骤降，而在此之后，贸易便迅速企稳。全球供应链一体化程度最高的国家遭受了最为严重的贸易下降，例如日本的出口量在此期间缩减了1/3。

再次，对贸易金融的依赖性不断增加也是贸易缩减的一个原因。由于采用全球供应链的方式，产品需要更长的时间才能到达终端消费者，这意味着公司需要对运营资本进行长期融资。此外，因为存在这些更长的供应链，银行作为中间人的贸易融资可以为进口商与出口商提供担保，所以这种贸易融资也变得越来越重要。至少在危机前期，贸易融资的成本上升和难度增大造成了负面影响，对新兴市场经济体的影响尤甚（Dorsey，2009）。

贸易已经开始复苏，但目前还不能保证复苏的持久性。2009年5月至11月期间，世界出口量增长了10%左右（见图3）。全球供应链似乎在恢复过程中发挥了重大作用：在东亚等供应链一体化程度最高的地区，贸易的恢复最为强劲。然而，发达经济体的进口自2009年9月份以来步伐放缓（见图4）。维护开放市场将在巩固贸易以及支持经济的广泛复苏过程中发挥极其重要的作用。

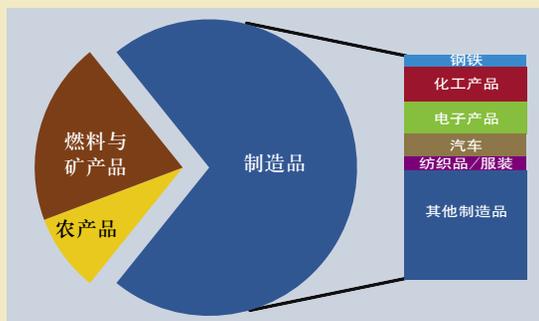
贸易保护主义似乎动静不大

2008年至2009年间，在货物与服务贸易急剧下滑的形势下，并未出现明显的贸易保护主义措施。几乎从所有角度来看，自危机爆发以来，贸易保护主义行为都少之又少。据世界贸易组织（WTO）估计，自危机爆发后，受到新实施的贸易保护主义政策影响的全球贸易额不高于1%（WTO，2009年）。虽然有些国家提高了部分（数量通常较为有限）产品类别的关税，但广泛提高关税的国家非常少。尽管根据WTO的关税

图2

可延期采购

耐用消费品与生产资料在世界贸易额中占很大比重。



资料来源：世界贸易组织《国际贸易统计》。
注：本图数据为2007年的数据。

图3

受冲击最严重的国家

全球供应链一体化程度最高的国家的经济复苏最快。

（出口额，2008年9月=100）



资料来源：荷兰经济政策研究局（CPB）。

图4

市场再现疲态

在2009年初的反弹后，发达经济体的进口增长从2009年9月起开始放缓

（进口水平，2008年9月=100）



资料来源：荷兰经济政策研究局（CPB）。

上限，许多发展中国家都有充足的空间去提高本国所实行的关税税率，但这些国家均未采取这种做法，这种现象可能表明了各国都已意识到，开放的市场对于其本身的经济绩效以及全球经济复苏都具有重要意义。

即便如此，为应对危机而采取的贸易措施可能已经使某些市场出现了不公平竞争。政府的救助以及增加的补贴可能使其免于采取更具破坏性的措施，但此类政策却向本国企业（特别是金融与制造业的本国企业）倾斜。政府针对本国企业进行优先采购的范围不断扩大，使竞争者陷入不利境地，并削弱了激励措施对全球经济增长的作用。其他针对危机制定的一些更为隐性的措施包括非关税贸易壁垒（如限制性进口许可、更为繁琐的海关流程）以及明显提高的产品标准和更为严格的法规。结果是，自2009年下半年起，随着贸易复苏，各行业提出实施反倾销措施申请的频率大为增加(Bown, 2009年)。

20世纪30年代的经验

决策者很好地汲取了大萧条时期的经验。1929年，美国国会甚至在股票市场崩溃之前就开始大规模地提高关税。尽管当时的众多经济学家强烈反对，美国仍然在1930年6月实行《斯姆特—霍利关税法案》，此举引发了全球强烈的愤慨以及某些报复性行动。国际联盟于1930年召开大会，以防止爆发一系列的保护主义行为。1931年全球贸易急剧恶化，并出现“争相保护国内市场以及保障国际收支平衡”的混乱局面(Eichengreen、Irwin, 2009年)。主要国家都开始大规模的货币贬值并实行外汇管制，或大幅收紧进口关税，并实施进口配额。本币与黄金挂钩的国家由于缺乏独立的货币政策而更倾向于限制贸易，尤其是在过去的贸易伙伴国都对本国货币进行了贬值的情形下。

政治议程的首要事项

政治领袖对贸易保护主义风险认知的提高在本次危机初期表现得十分明显。由发达与新兴经济体组成的二十国集团(G20)的领导人于2008年11月保证：“避免对货物和服务贸易以及投资设置新的壁垒、实施新的出口限制，或采取与WTO规则不一致的出口刺激措施”。

2009年4月，G20领导人将该保证的期限延至2010年，并请求WTO及其他组织监管成员国对该保证的遵守情况。该要求进一步推动WTO继续实施其自2008年10月开始采取的行动。WTO的监管报告不断深入调查各经济体为应对危机所采取的贸易政策的性质及程度。与G20的做法相呼应，其他国际性机构、各国政府以及诸如独立经济政策研究中心这样的全球贸易预警组织等非官方机构也采取了类似行动。

1929年至1933年间，全球贸易量下降了25%，近一半的降幅是由提高贸易关税造成的。在美国，新实施的关税税率将应税进口品的平均税率从已经处于高位的40%升高至47%。然而更大的影响来自通货紧缩与“特别”关税的相互作用。根据Irwin(1998年)的结论，有效关税的上升(在《斯姆特—霍利关税法案》及通货紧缩的双重作用下)使美国在1930年至1932年间的进口量下降了12至20个百分点。

虽然贸易保护主义并不是造成大萧条的起因，但贸易壁垒的提高使危机进一步恶化，而且最关键的是，贸易壁垒的提高还遏制了经济的复苏。全球产出至1938年才恢复至危机前水平，但贸易与GDP的比率仍比1929年低20%左右。尽管自1934年之后就取消了层层限制措施，但某些经济体在几十年之后才扭转了1930—1932年的政策带来的负面影响。

迄今为止并未重蹈覆辙

就其严重程度而言，最近这次危机本来足以引发一系列贸易保护主义措施。但事实并非如此，原因如下：

- 经济学家与决策者在危机早期就强调指出，依靠贸易保护主义措施将恶化并延长危机。特别是20国集团领导人对此给予的高度重视以及WTO广泛的监管活动使各国决策者对这些风险(见专栏)一直保持警觉。

- WTO和IMF等多边机构提供了贸易措施的透明度，并确保各国认识到实行贸易保护主义对他国产生的负面影响。同时，其在多边规则中明确了作为负责责任的政府所应该采取的政策回应。

- 各国政府在危机初期就采取了有力的应对措施，以拉动消费、放宽货币政策并支持金融业，这些措施有助于缓解危机并缩短其持续时间。对企业给予直接或间接的扶持可能有助于降低直接实施贸易保护主义的诉求。

- 如今，约99%的进口关税被规定为从价税，即按商品价值的百分比征收关税，这意味着进口商品价格下降，关税也随之降低(WTO, 2008年)。而对比20世纪30年代，那时许多关税都采取从量税，即进口商品价格下跌，关税占进口额的百分比反而上升。

- 广泛的全球供应网络与外国直接投资影响了贸易政策的政治经济。对于在国外设有工厂或要素投入大量依赖进口的国内公司来说，保持开放的贸易政策事关重大，这有助于与贸易保护主义的观点相抗衡。

未来将会如何？

虽然迄今为止，各国并没有像起初担忧的那样大规模诉诸贸易保护主义，但其带来的压力仍然存在。实际上，发达经济体的失业率仍处于数年来的最高水

平，所以这种压力在2010年甚至会有所增加。陷入贸易保护主义的泥沼需要付出巨大的代价——一方面会对经济复苏带来风险，另一方面会在今后数年内阻碍全球经济增长——所以有必要呼吁制止贸易保护主义这种固步自封的做法。然而，贸易保护主义压力的存在，仍有其他几个需要加以关注的原因。

“由于贸易的增长速度开始超过了总体经济活动，进口渐渐恢复到危机前的市场份额，这可能会激发实施贸易保护主义的要求。”

2008—2009年间，失业与进口下降同时发生，该时期贸易的萎缩也比总体经济活动的严重得多。由于进口商品市场份额下降，外国商品不再如通常那样成为失业问题的归咎原因。关注于减少失业的人也没有兴趣对进口加以指责。但是，由于贸易的增长速度开始超过总体经济活动，进口渐渐恢复到危机前的市场份额，这可能激发实施贸易保护主义的要求，特别是在失业率仍居高不下的地区及复苏步伐缓慢的行业。

还存在其他可能导致贸易保护主义的情绪抬头原因。过去，多边或双边的经常账户赤字通常被用作限制贸易的理由。尽管近期的贸易萎缩导致外部失衡缩小，但这种失衡再度出现的可能性仍不明确。一旦财政、货币和金融部门的刺激措施取消，受到影响的企业和行业可能会开始寻求贸易保护。商品价格上涨带来的风险是某些国家将对其商品出口征税或进行限制，这种风险在2007—2008年的粮食价格危机中得到过印证。最后，在一些新兴市场，资本流入的剧增已经导致货币大幅升值。不论新的汇率是否合理，货币升值将伤害出口商以及与进口产品竞争的国内产业的竞争地位，从而形成要求进口保护和出口扶持的压力。

贸易保护主义的愚蠢之处

面对全球当前的形势，进一步限制贸易是一个下策。而且，一旦实施了限制措施，撤除这些措施将十分困难，这意味着现在采取的贸易保护主义行为将会在今后数年之内阻碍经济增长。幸运的是，决策者已经意识到了贸易政策对经济复苏可能产生的影响。尽管各国目前可能已经采取了大量的限制措施，但其应用范围一直相对有限。然而在2010年，由于失业率仍可能维持在高位，同时进口将迅速反弹，来自贸易保

护主义者的压力有可能会增强。

近期，以下三个重大方面将对国际贸易发展产生影响：

对贸易政策措施的监控得到了加强，从而影响到各国针对经济向好形势出台的政策。对歧视性政策进行明确（不夸大其频率和效果）已经成为有效的威慑手段。这一方面还有更多的施展空间。

出现秘密或“隐蔽”的贸易保护主义的可能性仍然存在。此种贸易保护主义可能不表现为海关税率，而是以政府采购政策、产品标准、海关程序或其他形式出现，这使得贸易保护主义的影响变得比较隐蔽。

达成WTO多哈回合多边贸易谈判协议将有助于确保市场开放，使贸易在经济复苏中发挥作用，并在未来数年中支持强劲的经济增长。确保关税保持较低水平、减少有可能造成贸易扭曲的农产品补贴、增加贸易政策的透明度，以及强化贸易相关领域（如粮食援助、渔业补贴）的多边规则等措施将降低未来发生贸易冲突的风险，并增进世界各国之间的经济关系。■

Christian Henn是IMF战略、政策与检查部经济学家，Brad McDonald是该部门的副处长。

参考文献：

- Baldwin, Richard, ed., 2009, *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*. Available at VoxEU.org
- Bown, Chad, 2009, "The Global Resort to Antidumping, Safeguards, and other Trade Remedies amidst the Economic Crisis," *World Bank Policy Research Working Paper WPS5051* (Washington).
- Dorsey, Thomas, 2009, "Trade Finance Stumbles," *Finance and Development*, Vol. 46, No. 1, pp. 18–19.
- Eichengreen, Barry, and Douglas A. Irwin, 2009, "The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?" *NBER Working Paper 15142* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Freund, Caroline, 2009, "The Trade Response to Global Downturns: Historical Evidence," *World Bank Policy Research Working Paper WPS5015* (Washington).
- Irwin, Douglas A., 1998, "The Smoot-Hawley Tariff: A Quantitative Assessment," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, No. 2, pp. 326–34.
- Levchenko, Andrei A., Logan Lewis, and Linda L. Tesar, 2009, "The Collapse of International Trade During the 2008–2009 Crisis: In Search of the Smoking Gun," *Gerald R. Ford School of Public Policy Research Seminar in International Economics Discussion Paper 592* (Ann Arbor, Michigan: University of Michigan).
- World Trade Organization (WTO), 2008, *World Tariff Profiles 2008* (Geneva).
- , 2009, "Overview of Developments in the International Trading Environment" (Geneva, November).

世纪挑战

气候变化与全球市场失灵密切相关，必须将之与政府债务以及全球经济失衡问题共同加以解决

Alex Bowen、Mattia Romani 和 Nicholas Stern

目前全球经济主要面临三大问题，即政府债台高筑、储蓄国与消费国之间鸿沟凸显、低碳经济势在必行。这三大问题彼此关联，并且必须同时解决。某些解决方案可能彼此间相互促进；另一些则可能顾此失彼。在此方面，IMF完全有能力发挥主导作用。

挑战

其一，为应对近来的全球金融危机和经济增长的衰退，世界各国政府纷纷加大了财政支出，以支撑其金融体系并提供财政刺激。与此同时，各国的税收持续下降。目前，这些国家的政府正面临不断攀升的公共债务，因而必须向债权人表明其已制定行之有效的削减财政赤字的中期战略。IMF的Carlo Cottarelli 和 José Viñals指出，此举将给公共财政带来重大挑战。如果不采取进一步的措施，预计发达经济体的债务与GDP的比率在2008—2014年间将上升50%以上，从75%达到115%（《金融与发展》，2009年12月）。这一难题在至少十年内都不太可能得到解决。

其二，全球经济仍表现为宏观经济发展的显著失衡，尤其是全球储蓄—投资和资本账户的失衡。这种失衡使得全球经济难以恢复至21世纪初的增长水平：一方面，债务国极力想控制经常账户赤字；而另一方面，债权国却无法充分推动国内需求的增长。不过，如果各国贸然采取措施来解决这种失衡问题，又可能再度对金融体系以及投资和贸易流动的稳定性造成严重破坏。此外，失业率居高不下所产生的政治压力本身也会限制贸易的发展。减少这些失衡的举措应该目标明晰而又循序渐进。

其三，全球必须迈向低碳经济的发展模式。原有的发展模式可能会导致温室气体(GHG)浓度升高，使得气温出现过去数千万年所未有的变化，从而带来极其剧烈的影响。目前全球每年的GHG排放量约为470亿吨二氧化碳当量。为了完成国际公认的避免气候恶化的长期目标——将全球气温的上升幅度控制在2摄氏

度（相对于19世纪中叶的水平），全球GHG的排放量必须在2020年前降至大约440亿吨，在2030年前降至远低于350亿吨，在2050年前降至远低于200亿吨；即便如此，实现目标的几率也只有50%。如果在今后40年间全球经济年增长率达到2%—3%（即经济总量增至3倍），则每单位产出的GHG排放量必须降低至约为原来的1/8。无论从何种标准来看，这都是一个彻底的转变过程，它要求我们在2050年前基本上完全实现电力生产的去碳化。同时，各国必须大力开展减排方面的持续投资，并且精心制定相关政策，以矫正因GHG排放的外部性所导致的市场失灵。完成这种转变将需要耗费数十年的时间，其中接下来这十年尤为重要。这十年将确定技术和基础设施（尤其是能源技术和基础设施）的发展路径，在此期间我们还将面临长期资本资产仍为碳密集型的风险。碳排放的增加将导致GHG浓度的上升，而其一旦升高将难以降低，所以如果迟迟不采取行动，后果将极其严重。

协同作用

认识到上述三大挑战之间的相互作用至关重要：如果不能有效地应对其中任何一个挑战，都将造成极其严重的后果。某些协同作用尤其重要。

从短期和中期来看，通过碳市场或税收进行碳定价可以为政府带来急需的财政收入，并缓解公共赤字问题。此外，在全球经济放缓之际投资于低碳基础设施建设，能够有效地利用此前未被充分利用的资源，降低挤出其他重要投资的风险。

从长期来看，去碳化的能源体系意味着化石燃料进口量将大幅降低，从而给那些经常账户出现赤字的化石燃料净进口国的贸易收支带来正面影响。而这也有助于增强这些经济体适应化石燃料价格剧烈变动的能力，从而降低能源补贴压力。与此同时，低碳经济增长还将带来其他众多益处，使整个世界变得更为清洁、噪音更小、更加安全，生物多样性更为丰富。

转向低碳经济发展模式将会带来巨大的投资机会。合理的激励和可靠的长期政策框架将推动私营部门投资于低碳技术，从而减小计划性储蓄和投资之间的某些失衡现象。此种失衡现象在私人储蓄率较高、经济高速增长的国家中尤为显著，这些国家非常需要能够提高生产率的国内投资。

转变全球经济发展模式所需技术变革已经开始，如果潜在创新者相信政府将长期致力于制定应对气候变化的合理政策，我们就可能迎来一个伟大的创新时代。因此必须尽快消除那些阻碍创新的市场失灵。低碳技术为全球经济带来的变革将可以与蒸汽机、电力或者信息技术相媲美，甚至有过之而无不及。如同以往那样，技术进步所带来的显著溢出效应将促进经济发展，从而带来应对上述几大挑战的解决方案。

矛盾

不过上述三大挑战与相关政策之间也存在矛盾。

低碳经济可能导致碳密集型产品及其替代品的价格相对较高，造成部分资源配置不合理的混乱现象，以及实际收入增长的暂时性微幅放缓。同时，部分低碳技术可能会阻碍生产力的发展，至少在初期会存在这种情况。鉴于全球经济衰退对实际收入和消费者信心的不利影响，以上所提到的状况可能会影响公众对气候变化政策的支持。利用绿色税收收入来降低其他税负可能将起到某种程度的弥补作用，但该方法本身也存在局限性，因为政府还需要减少公共债务、刺激研发支出，而富裕国家还要为贫困国家提供更多的资金，以帮助它们适应气候变化并实施减排。但是如果政府政策能够有效地利用提高能效的机会，那么即便能源价格上涨，整个经济体的能源支出也将很快下降。

化石燃料净出口国对该转变所持的态度将至关重要。如果其降低化石燃料价格，就会对经济模式的转变造成破坏，使可替代燃料技术相对更为昂贵。而如果它们通过提高价格来最大限度地提高短期收益，则会给那些能源进口国的企业和政府带来更大的预算压力，使得后者处于更加弱势的地位，被迫提高计划性储蓄净值，从而导致全球经济发展放缓。在这种情况下，制定强有力的碳定价政策将有助于解决该问题。

刺激私人投资可能有助于矫正部分失衡现象，但若转向低碳经济时需要更多的公共物品（如与能源和交通有关的基础设施，以及初期的研发投入），则有可能进一步增加对公共部门预算的压力，从而挤出其他投资。因此，在投资耗费巨资的大型基础设施项目时，由于是在目前全球银行体系的金融中介能力已被削弱的情况下，我们可能需要运用创新的融资和风险

共担方式。与此同时，发展中国家也需要采用类似创新方式来实现经济模式的转变。

国际货币基金组织的作用

利用协同作用并处理此类矛盾是IMF职能的核心部分。管理短期风险和机会与促进长期可持续增长和金融稳定性两者之间密不可分。IMF完全能在此方面发挥重大作用，尤其是通过以下措施来实现这一点：

- 帮助各国政府分析和制定相应的政策，以应对那些阻碍其向低碳经济转型的市场失灵。

- 支持相应政策，这些政策旨在利用低碳投资之间的协同作用，并调节全球储蓄—投资失衡。

- 监控和管理上述矛盾所导致的风险，确保未来十年内的政策目标围绕这三大挑战，即控制金融危机后的公共财政支出、调节全球的失衡现象，以及向低碳经济转型。

- 帮助创建其他融资渠道，以应对气候变化，从而在对各国的低碳发展战略提供支持的同时，无损于其管理本国公共财政的能力。

- 与其他国际金融机构和联合国合作，通过使各方对协同作用及矛盾达成共识，帮助开展相关的国际合作，为税收、金融和风险共担方面的国际性创新方案提供支持。

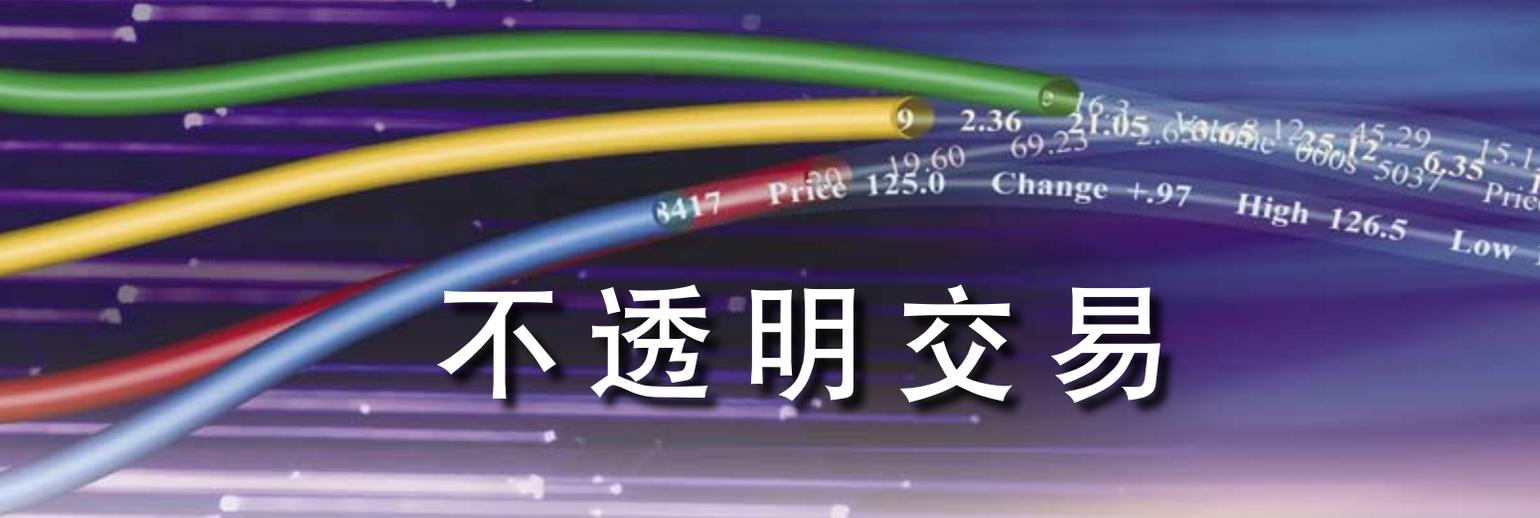
在此背景下，IMF拟定的“绿色基金”应运而生，受到各国政府的青睐。其将为适应气候变化以及转向低碳技术提供支持，该基金采用创新金融工具，对于那些亟需缓解赤字压力的政府尤其具有吸引力。同时，其将向发展中国家保证：新的融资渠道是对常规发展援助的补充，而不会影响到原有的援助。

气候变化与全球市场失灵密切相关。我们所面临的挑战是如何进行谨慎有效的管理，使世界经济的发展模式完成重大的转变，重新步入一个富裕稳定的发展时期。如果不能实现这一目标，将从根本上削弱我们应对全球贫困状况的能力。这是全球公共政策和公共财政所面临的世纪挑战。■

Alex Bowen是伦敦经济学院葛量洪气候变化与环境研究所首席研究员，Mattia Romani是该研究所高级访问学者，Nicholas Stern是伦敦经济学院经济学与政府管理IG Patel教授兼葛量洪气候变化与环境研究所所长。

参考文献：

Cottarelli, Carlo, and José Viñals, “A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies,” IMF Staff Position Note 09/22 (Washington: International Monetary Fund).



不透明交易

Randall Dodd

并非所有的金融创新都会提升效率，有三种创新的效果就值得怀疑

最近在股票和期权的电子交易方面有三种创新频繁见诸报端：高频交易、闪电交易和资金暗池。人们通常认为此类技术进步可以提高效率，但是上述创新却有悖于这种观点，同时由于其对金融市场稳定性造成的影响，这些创新可能会引发公共利益方面的担忧。

对市场微观结构的研究可以揭示价格的形成过程。市场通常看起来像充满魔力的黑箱。供给与需求进入这个箱子，而一只看不见的手推动了价格的形成——很像魔术师从帽子里变出兔子。但在这些箱子里，有非常重要的事情发生。在证券和衍生品的电子交易中，黑箱里的微观结构包括以下活动机制：向市场提交买卖委托指令（即买入与卖出的报价指令），市场参与者观察报价并通过匹配买卖委托指令来执行交易。如果这种机制能够迅速而透明地执行，从而使得所有市场参与者都能看见指令并以同样价格成交，那么市场就会接近有效市场假说所描述的理想状态。当市场处于分割状态同时市场机制中存在信息优势时，市场效率和公平性就会受到破坏。

本文将通过探讨上述的金融政策议题解释它们如何在市场微观结构的层面上影响定价效率，并讨论矫正性的监管措施可以怎样提高效率。

高频交易、闪电交易和资金暗池都源于两项关键的金融市场创新——电子交易和与此密切相关的另类交易系统（alternative trading systems, ATS）。如今在场内交易和场外交易中，电子交

易已经开始迅速占据传统交易的主导地位。计算机系统可以对通过计算机提交的买卖委托指令进行自动撮合而完成交易。在股票和衍生品交易所进行的传统场内交易只有在纽约证券交易所（NYSE）这样的最大、最显赫的市场中还存在，而即使是在这样的市场中，电子交易也是与传统交易共存的。ATS是以更低成本提供类似交易所交易机会的、由计算机自动执行的指令撮合系统，但这种系统的信息披露要求较低，所受的交易规则也不同。

高频交易

高频交易（High-frequency trading, HFT）又称黑箱交易，这种交易方式使用受算法（或对计算机下达的指令）管理的高速计算机来分析数据、识别投资机会，并管理流向市场的交易指令。采用高频交易的公司可以在1分钟内向交易所提交1000条指令，并且能以同样惊人的速度取消和替代这些指令。高频交易商提交的指令估计有90%都被取消。例如，如果一支股票买入价是9.9美元，卖出价是10美元，如果计算机算法认为将买入价提高到9.91美元并将卖出价降低到9.99美元（价差为8美分）将会有很高的概率触发即时交易，那么高频交易商就可能通过这种方法来获取微小但低风险的利润。如果这些改进的报价确实导致了即时交易，高频交易商就以这种方式在每支股票上获得了8美分的买卖价差。这种交易方式的风险



在于，在交易中，只有其中一个步骤能立即执行，而另一个步骤会发生延迟（因为要在市场价格变化后完成）而这种延迟会造成损失。如果高频交易商在9.91美元价位上买入但却发现没人愿以9.99美元接盘，同时市场价格跌破9.91美元，其就会遭受短期损失。

高频交易赚取了巨额利润。金融市场研究公司TABB集团估计2008年高频交易的利润达210亿美元，而这一年还正是金融市场惨淡的一年。像高盛这样的顶级经纪自营商、Citadel这样的顶级对冲基金以及GETGO这样的独立公司都在超级计算机和商业软件上投入了巨资。高昂的成本也解释了为什么在高盛公司起诉一位前雇员盗窃交易算法的计算机代码之后，去年夏天出现了那么多备受关注的诉讼案件。利润丰厚的高频交易行业中竞争非常激烈，因此这些公司花钱把它们计算机放到与交易所和ATS的计算机尽可能近的地方，从而将“延时”（通信延误）降低到最低程度。有的公司付钱把计算机放到与委托指令撮合计算机相同的地方。提交委托指令时一微秒的延迟可能意味着是处在交易序列的前面（完成交易）还是后面（交易未完成）。每次交易的收益可能很小——罗森布拉特证券有限公司估计高频交易在股票交易中的平均收益为每股0.001美元到0.002美元之间——但交易量非常巨大，同时一些交易所和ATS为提高交易量对高频交易商提供返利。2008年高频交易商获得的返利达37亿美元。目前，高频交易的交易量大约占美国股票市场总交易量的73%，并占期权交易所交易量的约20%。

人们已经开始关注高频交易对公共利益的影响。一些批评者声称这种交易方式极其迅速，这会导致在发生重大事件和新闻时，市场价格出现的变化更加急剧。这些担忧与1987年股市崩盘后出现的观点类似。当时公众的视线集中在芝加哥商业交易所股指期货交易中的程序交易上，这种程序交易能在纽约证券交易所相关股票价格下跌时自动生成卖出委托指令。

另外一种担心是高频交易降低了行业中的竞争程

度，原因是其使得交易商（又称做市商或专业会员商）与市场其他参与者（即客户）相比处于劣势。客户向市场提交的委托指令与交易商提交的指令相比具有优先权。这种优先权的理由是：市场主要是为客户而存在的，而交易商的角色是只在需要提供交易流动性或维护具有买卖报价的双边市场时发挥作用。问题是有时高频交易委托指令可以通过提供流动性和微小的买卖价差来起到与做市商同样的作用，但高频交易商却从变化过于激烈或交易太慢的市场中退出。这样，高频交易商就在风险正常的情况下夺走了传统交易商的业务，但却使传统交易商在市场风险增加和盈利水平降低时承担保持市场交易正常进行的责任——这种情况在混乱的市场中尤其突出。

闪电交易

标准的股票交易包括以主导价格（市场价格）或一些预定价格（限定价格）发出的买入或卖出的委托指令。委托指令被提交给交易所（或ATS），在这里它与已有的或正在提交的买入或卖出指令自动匹配。与原先的买入指令匹配的卖出指令可能来自属于国家市场体系的另一个交易所或ATS。在任何情况下，所有的委托指令以及这些指令引发的任何交易都是公开的，并且能够被所有的市场参与者观察到。

但闪电交易有所不同。在闪电交易中，进入ATS或交易所的委托指令在被发送到国家市场体系之前会先短暂停留零点几秒（闪现）。如果在交易现场收到这种短暂信号的交易员能撮合系统中的最佳买入或卖出委托，那么其就能在市场中其他人发现之前获取该委托指令。闪电交易就是这样发生的。NYSE曾经允许其指定的交易商（称为专家）通过提前查看发来的委托指令而受益，但为了使所有市场参与者拥有获得所有报价的平等机会，该交易所已经停止了这种做法。

闪电交易是一些交易所的商业模式的重要组成部分

分。NYSE禁止这种做法是因为这样做与其公平交易的政策相抵触。然而，由于一些ATS与现有交易所在交易量上进行着针锋相对的竞争，所以它们为了从交易商那里夺取生意就采用了闪电交易。

闪电交易引发了一些公共利益方面的关注。闪电交易允许一部分市场参与者在其他人之前提前交易或比其他人更早接触到委托指令信息流。这种做法破坏了市场公平的原则（而公平交易在美国等国家的监管规则中被奉为圭臬）以及该原则所产生的市场效率。闪电交易也使做市商不愿意进行使其承担风险但却无法保证其能获得交易优先权的报价活动。虽然零点几秒看起来很短暂，但如果电子化的交易所和交易系统决策和委托路线的选择是以微秒计算的话，零点几秒就是相当长的时间了。

资金暗池

资金暗池是经纪自营商、机构投资者和对冲基金在正式的交易所交易规则（包括要求买卖报价需向整个市场公布的规则）之外进行大额证券交易谈判时使用的电子交易系统。通过使用资金暗池，市场参与者可以向特定对象“表达”以设定或待定价买入或卖出一定数量证券的意愿。例如，资金暗池的参与者可以表达以当天下午2点时或收盘时的价格买入40000股IBM股票的意愿。这样该资金暗池参与者可以安排大额购买并减少因此推高价格的风险。

还有别的方法可以操作大额购买或卖出交易。一种方法是将交易拆分成许多金额较小的委托并在公开市场上交易，这样可以避免暴露投资决策的总规模。这种方法的风险在于大额买入或卖出会使价格发生波动。另一种方法是进行“大宗交易”。这种做法是买卖双方绕过交易所直接进行交易，但要在成交后立即向交易所报告，以最大限度地减少透明度的损失。进行大宗交易的标准过程更加复杂，而这种过程也欠缺流动性。

由交易所和经纪自营商所拥有的或者独立的资金暗池使用一种效率更高的电子交易平台来进行大额交易的谈判，并且不要求参与交易的公司表明自己的身份或希望成交的价格。通过资金暗池进行的交易被记录为场外交易而不是在交易所中进行的交易，同时该交易及其规模、价格和成交时间也不公开披露。

通过资金暗池进行交易，公司可以在进行大额交易时规避其大额委托指令推动市场价格偏离目标价格的风险。在公开交易中，公司需要披露其委托指令——当它们的委托被提交给交易所时就向公众公开了。当大额委托被公开时，市场参与者可以通过提高

卖出报价或降低买入报价来做出反应。高频交易的存在提高了市场价格对新委托指令的反应速度。

资金暗池也引发了公共利益方面的关注。首先，在资金暗池中，交易量以及买卖报价的是不公开的，其游离于交易所和相关的ATS中的价格发现过程。其次，资金暗池也使市场不再是统一的整体，并使其参与者能够得知不在公开市场上以报价形式显示的买卖“动机”。这令相关市场信息的获取产生了差别。它剥夺了公开市场系统充分了解市场买卖意愿的权利。此外，资金暗池中的交易还规避了监督交易活动的监管当局。

打破平衡

技术创新，尤其是电子交易（即数据处理）领域内的创新，能为提高生产率提供有力途径。但这些创新造成的变革也可能使以前的制度性规则和市场安排变得不再适用。开展业务的新方式可能深刻地改变了市场力量的平衡，并使交易环境不再公平。高频交易也是人与机器之间的竞赛。虽然高频交易本身没有创造不对称或不公平的交易环境——而且它确实增强了市场流动性——但高频交易似乎使人的思考速度处于

“技术创新，尤其是电子交易（即数据处理）领域内的创新，能为提高生产率提供有力途径。”

劣势。高频交易会降低一般投资者用于管理风险的止损指令的作用。它能使诸如误报大额卖单这样的错误变成系统性的破坏事件，原因是它可以几乎瞬间触发其他针对初始错误的自动响应程序。竞争性的高频交易程序间的相互作用可能造成不可预测的后果。

闪电交易提供了获取部分市场特定信息的特权，并使交易商不再愿意积极报价。闪电交易指令只对那些试图从其他交易所夺取交易量的ATS有利。资金暗池交易的出现就是为了避开向公开市场公布买卖报价。

监管当局——其中一些几年前还欢迎这些创新——现在正在努力使这些创新处于监管之下。美国证券交易委员会正在提出关于禁止闪电交易并提高资金暗池交易信息披露程度的法规。美国商品期货交易委员会发布报告称，目前其正在继续研究这些交易方面的进展情况并考虑采取合适的监管措施，以确保所有投资者平等参与市场的权利，并确保市场稳定性不受威胁。■

Randall Dodd为IMF货币与资本市场部高级金融专家。



金融危机的 影响差异

*Pelin Berkmen, Gaston Gelos, Robert Rennhack
和 James P. Walsh*

2008年到2009年间，源于发达经济体的全球金融危机影响了世界其他地区的经济增长。但是，某些国家应对得要比其他国家好。这些国家的表现更好是否反映出其在贸易及金融部门开放度、外部压力下的脆弱性以及经济刺激政策的力度方面存在差异呢？是否正是因为这些差异，它们才能免受全球金融危机的重创？

为考察这些国家表现更好的原因，我们重点关注了由40个新兴市场国家组成的样本以及126个发展中国家（包括前者）的样本在金融危机前后对GDP增长预测的调整。然后我们对一系列因素的重要程度进行了评估。这些因素覆盖范围广阔，有助于解释预测调整幅度的大小。通过使用预测调整数据，我们可以绕过许多棘手的问题——如所处发展阶段和经济周期的不同或其他与危机影响无关的因素所导致的增长率差异。此外，其使我们能够在研究中结合关于政策短期效果的预测。我们从《共识预

测》（英国共识经济预测公司）上摘取了独立分析师的预测结果，在此基础上计算出2009年1—6月较2008年1—6月对2009年经济增长预测所发生的变化。我们还使用了IMF《世界经济展望》（WEO）中关于增长预测变化的数据。

调查数据显示，各经济体对2009年经济增长预测的调整范围在-18%到-1.5%之间。其中，东欧和中亚国家经济增长预测的下调幅度最大，拉美国家的预测则变化不大（见图1）。我们的分析表明，如果一国国内金融体系的杠杆化程度越高、对私营部门的信贷投放增长越快，那么该国经济增长预测的下调幅度就越大。灵活的汇率机制显然有助于缓冲经济冲击的影响，因为那些实行钉住汇率制的国家经济明显下滑得更为严重。

危机是如何扩散的？

金融危机通过多种形式（包括直接

为什么全球
金融危机对
某些国家的
冲击更大？

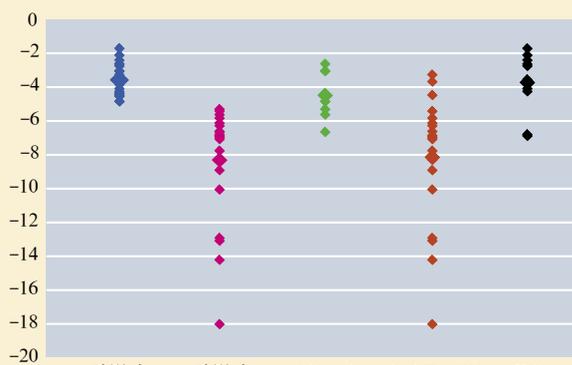
通过贸易联系和金融联系)由发达经济体向世界其他经济体扩散。此外,某些国家暴露出的脆弱性(如高额的经常项目赤字、高负债、低储备或是较强的信贷扩张)使得这些国家更容易受到全球衰退的影响。相反,那些采取了有效政策(如灵活的汇率机制、稳固的财政状况或可靠的制度框架)的国家应该能够更好地抵御危机。

就这40个新兴经济体而言,金融因素在很大程度上决定了对其GDP增长预测的调整幅度。具体来说,

图1
预测值下调

全球衰退迫使预测者对大多数国家的经济增长预测进行了调整。拉美国家的境遇要远好于东欧和中亚国家。

(预测调整,百分比)

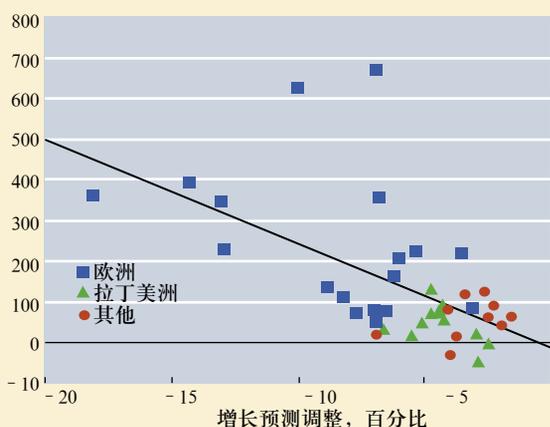


资料来源:作者基于共识经济预测公司数据的计算。

图2
信贷爆发式增长

与信贷低增长的国家相比,信贷快速增长的国家对产出预测的调整幅度更大。

(累计信贷增长率,2005—2007年,百分比)



资料来源:作者基于共识经济预测公司数据的计算,以及IMF《国际金融统计》。

那些经历了信贷快速增长的国家更容易受到经济放缓的影响。在许多情况下,以存贷比率为标志的杠杆率和累计信贷增长率被证明是重要的解释性变量。研究结果表明,对于样本中杠杆率排在前1/4的国家(平均杠杆率为GDP的1.85倍)而言,如果其杠杆率降至与排在后1/4的国家(GDP的0.85倍)相同的水平,那么其增长预测的调整值平均将减少4.1个百分点。信贷增长率对调整值的影响则略微小一些:如果累计信贷增长最快的前1/4的国家(平均累计信贷增长率为350%)的信贷增长降至后1/4的国家(平均累计信贷增长率仅为14%)的水平,那么前者增长预测的调整幅度将平均减少3.3个百分点(见图2)。

汇率制度更为灵活的国家预测修改更小。在大多数情况下,实行固定汇率制的国家的预测下调幅度要大于那些采取灵活汇率的国家(平均多两个百分点)。

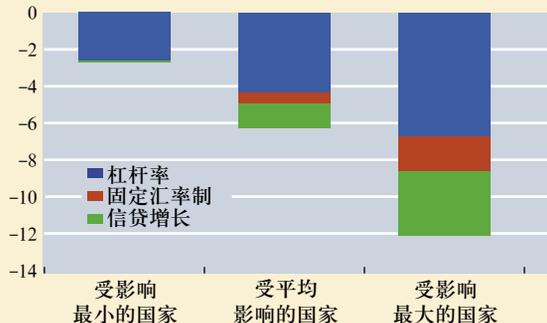
外汇储备存量(可以其在GDP中的比重、出口额、短期债务等多种方式衡量)在统计学上并无对GDP预测调整的显著影响。这一结果与布兰查德(2009年)的研究成果类似。其也反映出一种可能性,即当外汇储备升至足够抵御风险的水平后,其价值就会锐减。事实上,一些增长预测调整幅度最大的中东欧国家与调整幅度较小的欧洲及拉美国家的外汇储备水平大致相同。

尽管缺乏强有力的证据,但财政政策中的主要财政缺口(基本财政收支实际差额与保持公共债务在GDP中的稳定份额的财政收支差额之差)与经济增长正相关。相应的,那些在全球金融危机之前就采取了审慎财政政策的国家受信心危机的影响更小,从而更加易于在经济增长放缓期间采取刺激政策。

图3

杠杆率能完全解释样本中受危机影响最小的国家对增长预测的调整,也能够解释受平均影响的国家对增长预测大约2/3的调整,以及受危机影响最大的国家对其增长预测超过1/2的调整。

(增长预测调整的百分比)



资料来源:作者的计算。

贸易联系

我们也采用了WEO中的预测数据集（WEO数据比《共识预测》的数据覆盖面更广）来考察126个发展中经济体（包括新兴市场）对增长预测的调整，以便在更多国家数据的基础上探讨是否还有其他渠道（如贸易联系）也会对预测调整产生影响。

“贸易融资在2008年年底大幅下滑，并且作为一种金融渠道影响了几乎所有的经济体。”

有意思的是，贸易因素对第二个样本的预测调整有显著影响，但对新兴市场经济体的预测调整却影响不大。尽管贸易开放程度并没有起到决定性影响作用，但贸易结构的不同却对预测调整产生了显著影响。大宗商品（粮食和其他商品）在总出口中所占份额的不同导致了较小幅度的预测下调。对所有发展中国家而言，工业制品在总出口中所占的份额与经济增强的不良绩效相互关联，《IMF区域经济展望：亚洲与太平洋地区》（2009年）中已经提及该关联。这可以进一步证明，由于发达经济体市场需求的衰退，那些主要向其出口工业制品的国家似乎更多地受到金融危机的冲击。而那些以粮食出口为主的国家的处境则相对乐观一些。

总的来说，这些结果都与一个概念相吻合，即对于那些与世界的金融关联程度不高的国家（如低收入经济体）而言，冲击主要通过贸易传导，而往往通过金融渠道向那些与经济发达国家金融联系紧密的国家传导。贸易融资在2008年年底大幅下滑，并且作为一种金融渠道，影响了几乎所有的经济体——发达国家、新兴市场和发展中国家。

政策建议

对新兴市场国家而言，冲击传导的主要途径是通过金融渠道，特别是通过信贷的迅速增长和杠杆率的提升实现传导，并在固定汇率制的作用下进一步恶化。杠杆率能完全解释样本中受危机影响最小的国家对增长预测的调整，也能够解释受平均影响的国家对增长预期大约2/3的调整，以及受危机影响最大的国家对其增长预测超过1/2的调整（见图3）。此外信贷增长也能够解释受平均影响的国家 and 受危机影响最大的国家对增长预测的显著调整。在样本里受危机影响最小的国家中，没有一国实行固定汇率制；而受限的汇

率灵活度则能够部分地解释受危机影响最大的国家的增长预测调整。同时有证据显示，对于那些不属于新兴市场的发展中国家来说，贸易因素对危机的传播也有一定影响。

本文试图解释为什么一些发展中国家和新兴经济体国家经济运行得更好，并由此初步提出以下政策建议：

- 汇率制度的灵活性对抵御大范围的冲击而言至关重要。

- 需实施审慎的监管措施，以防止金融体系脆弱性的不断累积，尤其是信贷快速增长所导致的过高的银行杠杆率。

- 还有一些尚不充分的理由显示，如果一国在经济状况良好时形成稳固的财政基础，其就能在受到诸如本次全球金融危机冲击时有一个缓冲期，并能采取反周期的财政政策。

以上只是一些初步结论。我们还需开展更深入的研究，以了解政策回应和某些制度性、结构性因素对各国衰退持续期、复苏速度和规模所造成的影响。■

Pelin Berkmen是IMF亚洲及太平洋部的经济学家，James P. Walsh是该部门高级经济学家，Gaston Gelos是IMF驻阿根廷和乌拉圭的代表，Robert Rennhack是IMF西半球部的主任助理。

本文基于IMF的工作论文09/280：“全球金融危机：解释各国产出影响的差异”。

参考文献：

Blanchard, Olivier, 2009, “Global Liquidity Provision,” presentation at the Financial and Banking Conference of the Central Bank of Argentina, August 31.

Consensus Economics, Consensus Forecasts (various issues).

International Monetary Fund, World Economic Outlook, various issues (Washington).

———, 2009, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (Washington, May).





水满而溢

美国和英国的金融市场危机对世界其他地区产生了溢出效应，这就是全球经济出现同步下滑的原因

澳大利亚准备出口的小麦。

Trung Bui 和 Tamim Bayoumi

最近的全球金融危机从任何角度来看都是20世纪30年代以来最严重、波及范围最广的一次，这使人们重新开始关注国家之间的溢出效应。是金融问题的规模和性质导致了全球经济的同步下滑吗？换句话说，如果我们在危机前就能够预见到美国（以及英国）会出现大规模的金融崩溃，那么我们可以预测到随之出现的全球经济同步衰退吗？对这个问题给予肯定回答的理由是十分充分的。

识别溢出效应

理解国际商业周期总是很困难的。我们知道各国的衰退和复苏是相互关联的，尤其与美国的经济周期相关。但要弄清是全球性的经济冲击（如油价攀升）推动美国的商业周期还是美国的冲击（如货币政策之类）推动了全球的经济变化是相当不易的。“美国经济打个喷嚏，世界其他地区都会感冒”这样的传统说法所指出的是美国 and 全球其他国家在经济上的直接的因果关系，但其难以通过统计方法加以识别。

此外，解读商业周期在全球的传播路径需要我们对关键的贸易、金融市场和大宗商品价格之间的联系的重要性进行仔细分析。在过去20年中，全球贸易量增长了2倍，而跨国金融流动量增加了9倍以上。但经济学家一般不擅长区分这些不同的、并且可能是相互联系的影响途径。最近的危机显然是从美国的金融部门开始的。金融业内在联系的重要性是否已经超过了跨越主要发达经济地区的传统贸易途径呢？

最近的一篇文章（Bayoumi和Bui，2010年）扩展了Bayoumi和Swiston在2009年的研究。这篇文章研究了最发达经济地区的实际GDP增长率的溢出效应——这些地区包括美国、欧元区、日本和英国。因为我们还想对全球性的冲击进行建模，所以我们还增加了一组经济结构各异、地理分布广泛的小型工业国，这些国家的行为可以被视作反映了全球性的经济冲击。这项工作使用了从20世纪70年代早期到2007年末的数据来识别跨越这些主要地区的溢出效应的规模以及推动这种效应的途径。遗憾的是，由于样本的起始时间较早，所以我们无法利用许多新兴市场国家（如中国）的数据。此外，欧元区在20世纪90年代后期才形成，在样本期内欧洲大陆的主要国家持续进行着它们漫长的经济一体化进程。

我们通过一种创新方法来识别因果关系的方向，即评估在一段时间内国家之间经济冲击严重程度的改变是如何与其联系的紧密程度相对应的（Rigobon，2003年）。粗略地讲，如果美国发生比日本更为严重的经济冲击，而与此同时美国与日本两者经济增长的联系较以往更为紧密的话，我们就假设大部分溢出效应是从美国流向日本——这种假设的逻辑在于，美国的冲击越严重，则可观察到的相关性越高。在一定范围内对国家的行为进行合理的改变可以使我们估计所观察到的因果关系方向的不确定性程度。与此相反，关于这个问题的传统方法必须对因果关系的方向进行假设，而不是从数据中判断这种联系。我们的研究表明，传统方法对因果关系方向的粗略假设无法得到数据支持。此外，通过

使用代表经济周期可能途径的变量，我们可以把跨国溢出效应的来源分解为不同的途径（用出口对美国、欧元区和日本的经济增长的贡献来度量贸易联系；用这些地区的股价、债券收益率和短期利率的变化来度量金融联系；用石油和非石油大宗商品价格来度量商品联系）。

国际溢出效应：途径和规模

我们计算了美国、欧元区、日本和英国以及世界其他国家组实际GDP变动1%这种冲击对其他地区造成的溢出效应的规模（见图1）。图中第一条曲线（这条曲线显示了美国实际GDP变动1%的冲击对世界其他地区的影响）表明美国的经济冲击引发了显著的短期溢出效应，且随着时间推移不断积累。在美国贸易的国际化程度低于其他国家的情况下，2年后这样的冲击使其他地区的实际GDP提高了0.4至1个百分点，这代表了明显的溢出效应。即使把地区间因果关系方向的不确定性考虑在内，这种溢出效应在统计上一般也是显著的。

与此相反，欧元区的溢出效应开始时与美国的规模差不多，但后来就逐渐减弱并变得不再显著（世界其他地区组是个例外，对此我们随后就会谈到）。日本对其他地区的溢出效应一般比较弱并且不显著，而这与日本20世纪90年代“失落的10年”对全球经济增长影响程度极小是大体一致的。其余两个地区显示了显著的、并且随时间不断增强的溢出效应，但方向正好相反。英国的对实际GDP的正冲击随时间推移提高了样本中其他地区（除了世界其他地区组）的产出。奇妙的是，其对范围更大的欧元区经济的影响随着时间推移稳步提高。因此，虽然短期溢出效应的方向倾向于从欧元区到英国，但从长期来看情况刚好相反。最后，世界其他地区组产出的提高往往导致其他主要地区的经济活动降低。

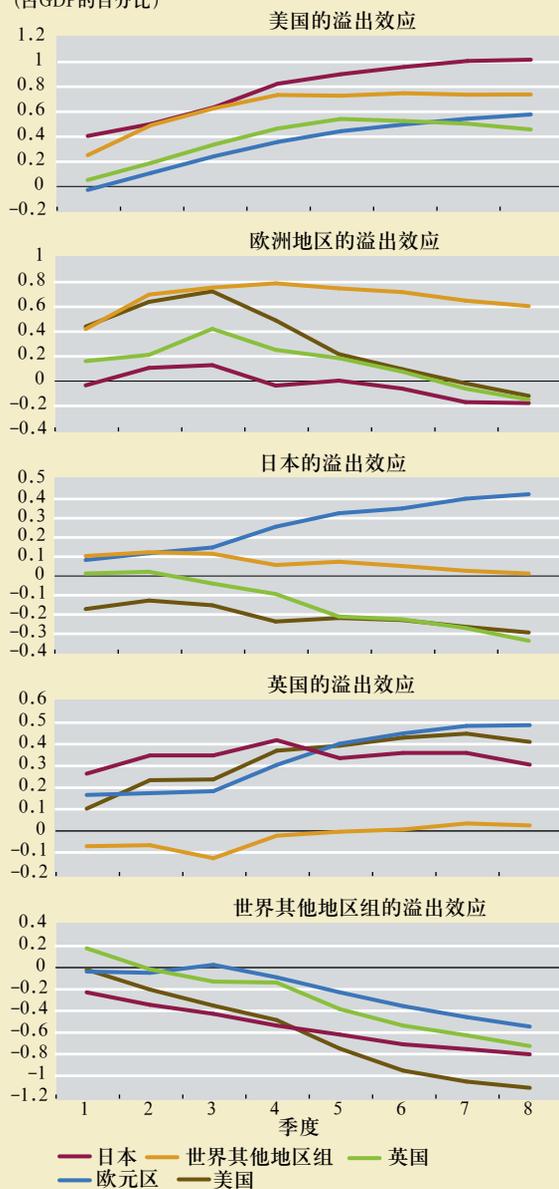
对这种结果有直观的解释吗？我们相信是有的。值得注意的是主要金融中心所在的两个地区会产生随时间增强的正的溢出效应。美国的这种溢出效应更大，其在全球金融市场中比英国发挥更大的作用，并且经济总量也比英国大（实际上，由于英国的金融体系高度国际化，其发生的冲击在很大程度上可能很好地反映了全球金融市场的状况）。相反，欧元区（它与其他地区的联系很大程度上是以贸易为基础的）的溢出效应逐渐减弱；日本（它的贸易开放程度低于欧元区并且不是突出的金融中心）的溢出效应较小。

来自世界其他地区组（包括一些大宗商品生产国，如澳大利亚、加拿大和新西兰）的溢出效应似乎主要反映大宗商品价格的重大变动。这可以解释为什么

来自世界其他地区组的实际GDP的正冲击对其他地方有负的溢出效应。它也解释了为什么美国、英国、欧元区和日本对世界其他地区组的正溢出效应与其在世界经济中的规模和由此产生的在大宗商品需求方面的重要性大致一致：美国和欧元区的溢出效应最大，但英国的溢出效应却微不足道。简言之，美国和英国的金融冲击与大宗商品市场价格的剧烈变动似乎推动了全

图1
推动经济周期

美国和英国的溢出效应随着时间推移逐步增强。
(占GDP的百分比)



资料来源：Bayoumi和Bui（2010年）。
注：使实际GDP变动1%的冲击在其发生后的2年内对所有其他地区的溢出效应。

球商业周期，而欧元区和日本的作用则相对次要。

我们通过两种方法来对国际商业周期的这种解释的正确性进行检验。首先，我们看一下它如何解释20世纪80年代的“大稳健”——即大多数发达国家普遍存在的宏观经济波动减少的现象。通过查看我们的样本中前后两部分的结果，我们发现美国和英国经济冲击规模的下降比其他区域大得多（实际上，日本的冲击是逐渐增强的）。这些结果表明“大稳健”主要反映的是：作为主要金融中心所在地，这两个经济体受到的经济冲击较为轻微，而这为世界其他地区提供了更稳定的环境。

溢出效应来自何处

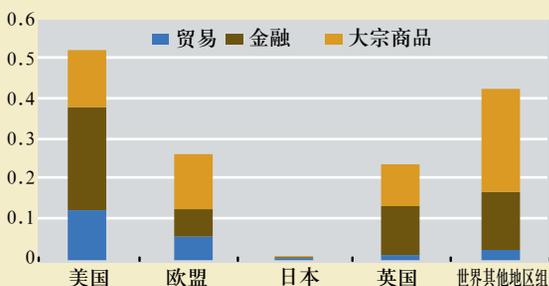
我们的第二个检验是通过更直接地审视溢出效应的来源，以确定它们是否与我们的以下假设一致：美国和英国受金融方面的影响较大而世界其他地区组受大宗商品方面的影响较大。该分析得出的结论如图2所示。图中每个柱形的高度代表每个地区的溢出效应（在两年中）的平均规模——美国的溢出效应大约占GDP的0.5%，世界其他地区组的溢出效应占GDP的0.4%，欧元区和英国更低，而日本的溢出效应可以忽略。由于欧元区的金融、贸易和大宗商品溢出效应的比重较为平均，所以它是一个有用的参照点。相反，在美国和英国（尤其是英国），金融市场因素占主导；对于世界其他地区组而言，大宗商品因素占主导。我们为识别这些影响使用了一种与估计溢出效应大小完全独立的方法，这种方法为我们最初的假设（即美国和英国的溢出效应主要是金融方面的，而世

图2

金融业的影响

美国和英国的溢出效应主要是金融方面的，而世界其他地区组则主要是大宗商品溢出效应。

(占GDP的百分比)



资料来源：Bayoumi和Bui（2010年）。

注：对平均溢出效应的贡献（这些效应是指使每个国家实际GDP变动1%的冲击在其发生后2年内对所有其他地区的溢出效应）。

界其他地区组的溢出效应主要通过大宗商品市场发生作用）提供了重要证据。

“源自美国和英国的金融冲击对其他地区的经济造成了重大影响。”

对目前危机的解释

我们的发现有助于解释21世纪以来全球性的经济繁荣以及此后全球衰退的严重性。美国和英国及全球市场的一系列经济正冲击推动了全球金融繁荣，其溢出效应驱动了所有主要发达经济体的经济增长。但是这种繁荣埋下了泡沫破灭的种子，包括通过经济繁荣导致的大宗商品价格暴涨。美国住房市场过度的金融化在2007年末开始收缩，随之而来的是英国住房市场和全球金融市场的紧缩。尽管有大规模的货币和财政干预措施，但这些冲击最终还是拖垮了发达经济体。这些证实了我们的假设，即金融业的影响很重要，同时源自美国和英国的金融冲击对其他地区的经济造成了重大影响。

虽然我们取得了一些研究成果，但我们还是坦率地承认这并不能完全解释危机期间的所有现象。衰退预期的同步性很大程度上是由美国的投资银行雷曼兄弟破产引发的金融市场恐慌及其导致的（原本交易活跃的）耐用消费品和资本品支出的突然减少造成的，而后者随之又造成了短暂但剧烈的贸易溢出效应（Kose、Otrok和Prasad，2010年）。但与我们关于贸易冲击对经济活动的短期影响的研究结果一致，主要通过贸易与发达经济体相联系的新兴市场国家恢复确实非常迅速；而金融联系更加广泛的发达经济体的复苏则缓慢且痛苦得多。■

Trung Bui是IMF战略、政策和评论部的研究员，Tamim Bayoumi是该部门的高级顾问。

参考文献：

- Bayoumi, Tamim, and Andrew Swiston, 2009, “Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers across Industrial Countries,” *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 2, pp. 353–83.
- Bayoumi, Tamim, and Trung Bui, 2010, “Deconstructing the International Business Cycle: Why Does a U.S. Sneeze Give the Rest of the World a Cold?” forthcoming *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok, and Eswar Prasad, 2008, “How Much Decoupling? How Much Converging?” *Finance & Development*, Vol. 45, No. 2, pp. 36–40.
- Rigobon, Roberto, 2003, “Identification through Heteroskedasticity,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, No. 4, pp. 772–92.



外国银行贷款

在两大区域间表现各异

全球危机期间外国银行对新兴市场国家的
贷款呈现出地区性差异

Jorge Ivan Canales-Kriljenko、Brahima Coulibaly 和 Herman Kamil

外国银行贷款是向新兴市场国家流动的国际资本的重要组成部分，也是金融全球化的标志性特征。在本次全球金融危机发生之前的几年间，外国银行对新兴市场国家的贷款规模迅速膨胀——这种贷款直接从外国银行总部（跨国贷款）或通过其在东道国的分支机构流向新兴市场国家。在许多国家，尤其是在拉丁美洲和欧洲的新兴市场国家，外国银行贷款成为家庭和公司融资非常重要的来源。尽管对外国银行贷款有着种种支持或反对的声音，但人们通常认为外国银行的参与增强了竞争并有助于金融业的总体稳定。

然而，在全球信贷危机期间，外国银行是危机从发达经济体向新兴市场扩散的潜在途径。尤其重要的是，国际信贷危机引发了这样一种担忧，即正如在历次金融危机中发生的那样，来自外国银行的资本流动可能会突然停止，从而破坏宏观经济稳定性并影响经济复苏的进程。

但拉丁美洲和欧洲新兴市场国家的情形有所不同。在拉丁美洲，资本流动没有突然停止。尽管步伐

放缓，但外国银行的贷款还在继续增长。到2009年9月底，拉丁美洲的外国银行未清偿贷款余额与2008年9月底（当时华尔街投资公司雷曼兄弟破产并使世界金融市场陷入混乱）相比略有增加。与这种外国银行贷款增长的情况相反，从2007年中期全球信贷危机开始，欧洲新兴市场国家的外国银行贷款急剧下降，并在2009年初变为负增长（见图1）。外国银行贷款变化模式在这两个地区之间的差异该如何解释呢？

关键差异在于危机之前外国银行在维持这些新兴市场国家国内信贷快速增长中所发挥的作用。在欧洲新兴市场国家，来自西欧（大部分来自奥地利、比利时、意大利和瑞典）的全球性银行推动了其中大多数国家信贷的快速增长。这些银行将大量资金转移到子公司，后者则将这些资金用于对所在国放贷（见图2）。由于这些西欧银行的激进扩张战略，欧洲新兴市场国家大部分国内银行体系被全球性银行控制——在许多国家它们的市场份额飙升至90%以上。而在拉丁美洲，外国银行信贷增长的步伐相对温和，其子公司的贷款业务对来自发达经

图1
贷款的表现

危机期间，外国银行对欧洲新兴市场国家的贷款急剧下降，而对拉丁美洲的贷款则保持了相对稳定。

(年度百分比变化)



资料来源：国际清算银行，IMF《国际金融统计》，以及作者的计算。

注：贷款已按汇率调整，其中包括跨国贷款和外国银行分支机构贷款。

图2
贷款接力

在欧洲新兴市场国家，外国银行是其国际融资的主要渠道。

(对国内银行部门的跨国贷款，占GDP的百分比)



资料来源：作者的计算。

济体母公司的外部融资的依赖程度要低许多（这些银行大多数来自西班牙、英国和美国）。同时，虽然一些国家（尤其是墨西哥和萨尔瓦多）中外国银行的子公司很多，但总体来说，在拉丁美洲，外国银行对当地银行部门的掌控程度相对较低。

“到金融危机爆发时，欧洲新兴市场国家金融业的脆弱性超过了拉丁美洲。”

到金融危机爆发时，欧洲新兴市场国家金融业的脆弱性超过了拉丁美洲。在所有欧洲新兴市场国家，信贷都曾经快速扩张，外债增加，同时经常项目余额出现大量逆差。当信贷繁荣在雷曼兄弟公司倒台后终结时，欧洲新兴市场国家经济活动所遭受的冲击比其他任何新兴市场地区都要剧烈，严重的衰退由此开始。私人信贷的放缓可能反映了信贷需求和信贷供给双双出现下降。因此，外国银行对欧洲新兴市场国家放贷模式的不同（信贷规模快速膨胀以及随之而来的更为严重的信贷紧缩）也部分地说明了欧洲新兴市场国家的金融动荡较之拉丁美洲更为严重。

外国银行战略的差异

欧洲新兴市场国家的信贷投放减速快于拉丁美洲国家，这也可以归因于国际银行集团在这两个地区采用了不同的商业模式和扩张战略。有两方面的差别值得重点关注（见IMF，2009年）。

在拉丁美洲，当地的外国银行分支机构主要通过吸纳东道国国内存款融资（国内存款在危机期间相对稳定），而不是通过母公司的贷款或资本转移。因此外国银行在拉丁美洲的当地分支机构不易因短期外部资金的突然撤离而遭受损失，其抵御国际流动性紧缩影响的能力也较强，甚至在全球金融危机期间仍能继续保持信贷扩张。而在欧洲新兴市场国家，外国银行的贷款在很大程度上依赖于西欧的母银行，而后者在危机期间经历了重大的财务压力并面临银行间流动性收紧的状况。这促使母银行削减对当地分支机构的融资，进而导致后者在东道国市场信贷的减少。

外国银行贷款的货币组成似乎也存在差别。在拉丁美洲，60%的外国银行贷款以本地货币计值。多数大型拉丁美洲国家其国内金融业的美元化程度都较低，并且在过去10年中，那些美元化程度较高的拉美

国家也系统化地降低了美元化程度。在欧洲新兴市场国家，60%的外国银行贷款是外币贷款。由于那些当地分支机构依赖于国外的外币融资，并需要保持它们的资产和负债的货币匹配，所以外国银行主要以欧元而不是本地货币进行贷款。外币贷款存在来自汇率波动的额外风险。例如，本国货币贬值可能推高借款成本或在借款人货币错配时增加违约的可能性，从而导致更严重的信贷紧缩。

经验证据表明，这两方面的因素在最近的全球危机中可能已经产生了作用。Kamil和Rai（2010年）的研究详细探讨了拉丁美洲国家的融资渠道和贷款币种在外国银行贷款对外部冲击耐受力方面的重要作用。他们还评估了形成本次全球金融危机的三个因素的影响，这三个因素是：银行间流动性的收紧、发达经济体主要银行资本头寸面临的越来越大的压力，以及发达经济体银行体系更严格的贷款标准。在控制推动外国银行融资的其他因素后，作者发现这些全球金融冲击在拉丁美洲的传播明显温和得多：在这里外国银行通过吸纳当地存款而不是母银行或批发市场筹集资金，同时在这里大部分贷款以本币计值。

减少波动

从最近外国银行向拉丁美洲和欧洲新兴市场国家贷款的经验中，我们可以得到一些降低波动的初步经验教训，而这也关系到有关国内银行部门对外开放的成本和收益的政策讨论。外国银行通过吸纳东道国国内存款进行融资并以当地货币发放贷款的做法可能更有利于抵御外部的金融冲击；这在拉丁美洲确实起到了抵御全球金融冲击传导的防火墙作用。其也较合理地解释了拉丁美洲国家受全球去杠杆化和外国银行贷款减少的影响程度没有其他新兴市场国家那样严重的原因。■

Jorge Ivan Canales-Kriljenko是IMF西半球部的高级经济学家，Herman Kamil是该部门的经济学家。Brahima Coulibaly是美国联邦储备委员会国际金融部的高级经济学家。

参考文献：

International Monetary Fund (IMF), 2009, Regional Economic Outlook: Western Hemisphere (Washington, May).

Kamil, Herman, and Kulwant Rai, 2010, "The Effect of the Global Credit Crunch on Foreign Banks' Lending to Emerging Markets: Why Did Latin America Fare Better?" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).



庞氏骗局之害

监管机构应该在庞氏骗局形成气候之前及时将其制止，发展中国家更应如此

Hunter Monroe、Ana Carvajal 和 Catherine Pattillo

一百五十年前，狄更斯曾在《小杜丽》中讲述过伦敦投资者深陷Merdle银行投资骗局的故事。时至今日，那些一夜致富的谎言仍然在诱惑着轻信的受害者。

以部分投资者的资金作为高额回报来诱惑其他投资者的庞氏骗局即使在发达国家也很盛行。美国高度发达的监管体系都未能阻止2008年末伯纳德·麦道夫650亿美元骗局的快速蔓延和崩盘，也未能阻止随后在全球金融危机中崩盘的其他几个骗局。

但是，在那些监管体系不完善的国家，庞氏骗局的危害会更大。1996年的阿尔巴尼亚就遭遇了这样的不幸事件，当时的骚乱导致政府下台甚至引发伤亡。近来出现的更多案例也印证了上述结论。例如，在牙买加，庞氏骗局造成的损失占到GDP的12.5%，并波及许多其他加勒比海国家和地区。在哥伦比亚，庞氏骗局卷走大约10亿美元，其崩盘导致13个城市的骚乱和暴力抗议，政府被迫宣布进入紧急状态。在莱索托，大约10万名投资者蒙受损失，他们中的许多人生活贫困、毫无保障。要减少这些骗局的危害，需要在其处于起步阶段、尚未形成气候时就以果断的监管措施加以制止。监管机构和投资者认为上述案例和下文提及的经营活动即为庞氏骗局，尽管这些案件中有许多至今仍然悬而未决。

何谓庞氏骗局？

庞氏骗局的名称源于波士顿巨骗查尔斯·庞兹，他编造的一个投资骗局于1920年崩盘。庞氏骗局是一种投资欺诈，其支付给投资者的回报不是来自真正的投资或实业产生的利润，而是来自后续投资者投入的钱。这种骗局提供的回报一般要比其他合法实业所能提供的回报更高，并以此来诱惑投资

者。庞氏骗局通常不得不以突飞猛进的增长速度来吸收新的投资，以此维持向已有投资者支付回报。当行骗者无力通过继续吸引投资者满足新的投资需求时，崩盘便不可避免。这时，大多数投资者都血本无归，但早期投资者——包括骗局的发起人——如果能够及早取现，他们就可以获得高额回报，卷走这笔意外横财。

为引诱投资者，各种骗局所兜售的“商业机会”可谓花样繁多。例如，某一发生在牙买加的骗局（OLINT）声称从事外汇交易；莱索托的一家公司（MKM墓地公司）通过出售预付费墓地来提供投资产品；某一出现在哥伦比亚的骗局（DMG集团）贩卖预付费的借记卡。这些骗局一般在特定的群体或社区中选定目标，这些群体或社区往往在种族、宗教或者职业等方面比较接近，从而能更容易地利用他们彼此之间业已建立的信赖关系。这些骗局使各种收入阶层的人都中了圈套。

投资骗局举例

庞氏骗局对发展中国家危害尤甚

国家	名称	崩盘年份	投资额/亏损额	
			(美元)	(占GDP百分比) ¹
安提瓜和巴布达	斯坦福金融集团	2009	80亿	无 ²
格林纳达	SGL Holdings	2008	3000万	5
牙买加	OLINT、Cash Plus、World Wise、LewFam等	2008	10亿	12.5
美国	麦道夫投资证券公司	2008	650亿	0.5
哥伦比亚	DRFE、DMG等	2008	10亿	0.4
莱索托	MKM Burial Society	2007	4200万	3
阿尔巴尼亚	VEFA、Gjallica、Kamberi等	1997	17亿	79

资料来源：报刊资料、IMF工作人员的估算，以及加勒比政策研究院关于牙买加的数据（2008年）。

¹虽然某些骗局也吸引了非居民投资者，但该表格数据均对应本国GDP。

²安提瓜投资者被禁止投资该离岸机构。

许多骗局的经营者的往往借助引人注目的慈善捐献、巨额政治捐款，以及大肆炫耀财富或其所带来的丰厚回报来尽量拓展他们的经营。例如，一个在牙买加的庞氏骗局（Cash Plus）赞助了2007年该国的国家足球联赛；艾伦·斯坦福曾赞助一项国际板球巡回赛；哥伦比亚DMG集团的创始人拥有私人飞机和车队。在崩盘以前，这些经营者可能会被看作社会的中流砥柱——牙买加OLINT的创始人就曾被一家商业报纸评选为年度商业人物。

对经济和金融的危害

庞氏骗局会给绝大部分投资者造成不可避免的经济损失，并且会从那些产生收益的正当投资中分流出一部分资金。如果听之任之，它们可以迅猛发展，并对经济和制度造成更为广泛的危害，损害人们对金融机构和监管当局的信心。如果之后采取救助行动，则会增加财政成本。它们在崩盘时甚至可能导致政治和社会的动荡。

阿尔巴尼亚就是最典型的例子。1996年，当几个骗局崩盘时，骚乱一发不可收拾，政府垮台，国家陷入一片混乱。据估计，大约有2000人为此丧生。

近来的骗局在规模上差异很大（见表），这反映了多方面的因素，但监管机构的反应速度和工作效果无疑是最为关键的。这些数据仅是粗略的估计结果，因为在财务报表不完整或不准确，监管缺位，资金、记录和本金缺失的情况下，即便要找到最基本的数据（比如投资额、亏损额、投资者人数、账目）都很困难。但是很显然，许多情形各异的国家都经历过大规模的庞氏骗局。

这些例子说明了快速的政策反应的重要性。然而，哥伦比亚、莱索托和许多加勒比海国家（牙买加、格林纳达、安提瓜和巴布达、圣文森特和格林纳丁斯等国）的主管部门在应对近来的骗局时面临重重困难（Carvajal等，2009）。出于各种原因，这些骗局难以被管控和取缔。在很多案例中，骗局的操盘手和经营者本身都没有获得过执照，监管也无从谈起。许多国家的监管机构缺乏有力的执法手段（比如冻结资产的能力），从而在骗局出现的早期就将其遏制。一些

骗局经营者通过向法庭提出异议成功地延缓了执法措施。

一旦骗局做大，政府当局就越有可能不愿意促成其崩盘。因为如果它们这么做——削减了骗局经营者履行资金义务的能力——投资者就会埋怨政府的干预而不去责怪投资骗局固有的问题。相反，当投资骗局自然崩盘时，经验表明政府又会因不及时采取措施而受到指责。

关键性监管行动

要阻止庞氏骗局生根发芽并继续蔓延，就必须采取及时而果断的监管措施。监管机构必须在以下几个方面做好准备工作：

调查骗局。因为大部分骗局的经营活动都不太透明——有的甚至是秘密进行，且往往要求投资者为其保密，所以庞氏骗局一般难以被发现，尤其是那些通过不受监管的实体实施的骗局。监管机构应该发展高效的调查措施，着力查明骗局。这些措施包括针对投资欺诈的红牌警告、利用互联网和其他大众媒体进行调研的辅助工具，以及公众投诉的受理与应对机制。

寻求紧急救助。为提起民事、行政或刑事诉讼而完成充分的调查需要很长时间，在此期间骗局经营者或投资者的钱都可能会不翼而飞。一旦监管机构有足够的证据证明欺诈行为构成庞氏骗局，就应该立即采取紧急限制措施（比如冻结资产），以便在调查不间断的情况下保护投资者的利益。

提起诉讼。金融监管机构应当在争取民事或行政救济的同时向刑事机关提起诉讼。在牙买加，针对OLINT的禁止令发布后，其并未受到刑事诉讼，从而延误了对这个骗局的取缔。监管机构应当协助刑事机关立案审查，或者有权力单独提起诉讼。民事或行政补救措施与刑事补救措施在很多方面有所不同，比如负责起诉和采取强制措施的主管部门、举证责任的分担和制裁的严重程度等方面都有区别。

协调与合作。一个庞氏骗局可能同时触犯几项金融法律，有多个监管部门追究其责任。加强与刑事机关的沟通可以提高执法效率。金融监管部门需要建立有效的机制，用于交换信息，并合作控制未被监管的骗局。国际证券事务监察委员会组织（IOSC）多方谅解备忘录日益成为这样的一个重要工具。

确保信息公开。广泛地普及金融知识有助于遏制未被监管的骗局。除此之外，监管机构确保信息公开非常重要，具体方式包括发出例行警告以提示公众注意欺诈投资者的方法，质疑潜在投资的财务可靠性，提醒公众仅投资具有执照的实体；公布取得或未取得

免责声明：

本文相关信息来源于公共渠道。本文并未暗示任何个人或实体的不当行为。本文任何陈述均不构成对某一特定监管或司法制度是否完备，监管机构、法院或检察机关是否具备相应职权，或法律观点是否有效的判断。

执照的金融从业人员和实体的名录；公布对特定个人和实体所采取的措施的数据库等。圣基茨和尼维斯的金融监管机构在网站上宣布牙买加的OLINT未被批准在当地经营，从而阻止了该骗局在当地的发展。

快速反应的先决条件

各国经验表明，当具备下列条件时，监管机构更有可能主动出击，并采取快速而果断的行动；如果不具备这些条件，监管机构的反应要慢很多，甚至带来更严重的后果。

对调查和起诉未被监管骗局的广泛授权。许多发展中国家的经验表明，其法律法规、监管体系以及金融执法方面的漏洞已经成为金融监管机构应对庞氏骗局力不从心的关键原因。下列四方面因素尤为重要：起诉骗局的明确规定、广泛的调查权（尤其是通过获得银行信息掌握资金流向）、寻求或实施民事或行政补救措施的权力（比如罚款、吊销经营牌照或刑事制裁），以及采取紧急措施的权力（比如冻结资产）。

金融监管机构的独立性。在许多案例中，缺乏对监管行动的政府支持——甚至民众支持——来制止庞氏骗局。例如，一位资历较浅的牙买加部长将对OLINT的打击比作“盖世太保式的暴力入侵”，是“政府权力的粗暴滥用”。金融监管机构应当有足够的独立性，无需政府额外授权即可采取措施，即使是在这些骗局已经得到了政府成员默许支持的情况下。而且监管体系必须保护其员工和专员，以免其因履行职责而惹上官司。

与其他金融监管机构进行合作和信息交换的广泛授权。庞氏骗局可能会横跨很多国家或地区：OLINT在牙买加有办公室，先将总部设在巴拿马后又改在特克斯和凯科斯群岛，在美国征集投资者，并通过分支机构在格林纳达、多米尼加和圣卢西亚招募投资。由于缺乏授权，所以无法交换机密信息（尤其是银行信息），且不便对外国监管机构提供协助，很多发展中国家和新兴市场国家对庞氏骗局的调查和起诉都遇到了阻碍。一些监管机构在与本国其他监管部门交换机密信息时也遇到了困难。

足够的执法资源。由于缺乏经验丰富的人才，一些刚刚开始应对庞氏骗局的往往无法及时采取措施。开展培训、制定实施调查的内部指南、建立有利于案件调查的组织结构都有助于解决这一问题。

专门化和法院的快速处理。由于金融监管机构做出的很多取缔庞氏骗局的决定要经过司法核准和审查，所以法官是否具有必要的专业知识、是否重视金融事务就显得非常关键，在涉及紧急措施的时候更

是如此。以OLINT案为例，尽管金融监管机构发布了禁止令，银行也试图核销其账户，但OLINT对此向法院提出异议，并在审理此案期间继续经营长达数年之久。银行的行为甚至被上诉到牙买加的终审法院——英国枢密院。

发展中国家更易成为受害者

历史经验表明，庞氏骗局可能发生在任何金融市场，无论是发达国家还是发展中国家。虽然这些骗局宣扬的投资机会及其运营架构千差万别，但其发起人却用类似的伎俩来推广投资业务、确定目标客户、吸引公众注意，以及建立信用基础。

大多数发达国家的监管机构都有大量的执法工具可供使用，包括在庞氏骗局被发现时立即冻结资产的能力，以及与此相配套的司法体系。因此，就像麦道夫案提醒我们的那样，虽然大规模、长时间的骗局在发达国家时有发生，但其一旦在这些国家被发现就更可能很快被叫停。

发展中国家的情况就不可同日而语了。由于缺乏强有力的监管，并且正规金融机构尚未得到发展，使得庞氏骗局能够持续运作，即便被屡次红牌警告也不受影响。这也反映出更为广泛的问题：可靠的执法方案在制定过程中会面临挑战。很多发展中国家的监管机构缺乏必要的执法工具和资源，有时甚至缺乏政治独立性来应对包括庞氏骗局在内的诸多金融违法行为。在一个全球化的金融市场上，监管机构必须交换信息，相互合作。鉴于这些诈骗机构具备在不同国家之间游走的能力，各国监管机构的合作显得尤为重要。但对许多发展中国家的监管机构而言，法律上的缺陷使得这种合作超出了其力所能及的范围。

庞氏骗局是一个全球性问题，但对于那些监管体系不完善、不能遏制其快速发展的国家来说情况更为严重。重要的教训是，一定要在这些骗局尚未形成气候、还没有毒害轻信的投资者的之前尽早采取行动。■

Hunter Monroe是IMF西半球部高级经济学家，Ana Carvajal是IMF货币与资本市场部金融业高级专家，Catherine Pattillo是IMF战略、政策与检查部顾问兼处长。

参考文献：

- Caribbean Policy Research Institute (CaPRI), 2008, "Investigating Informal Investment Schemes in Jamaica" (Kingston, Jamaica: Caribbean Policy Research Institute).
Carvajal, Ana, Hunter Monroe, Catherine Pattillo, and Brian Wynter, 2009, "Ponzi Schemes in the Caribbean," IMF Working Paper 09/95 (Washington: International Monetary Fund).

日益增长的饥

饥饿人口已达到10亿

1996年以来，全球粮食安全的状况已经令人失望。2009年世界饥饿人口急剧上升，使得粮食安全问题进一步恶化。粮食和经济双重危机使全世界范围内的饥饿人口数量达到了历史高位。联合国粮农组织（FAO）估计2009年有10.2亿人口处于营养不良的状态，这比2008年增加了近1亿。这直接导致世界粮食峰会的目标以及“千年发展目标”中减少饥饿的目标越来越难以实现。

粮食和经济双重危机导致2009年饥饿人口的数量超过10亿

(百万)



注：2009年的数据为估计数。

营养不良人口所占比例已经上涨了近20%

(占世界人口的百分比)



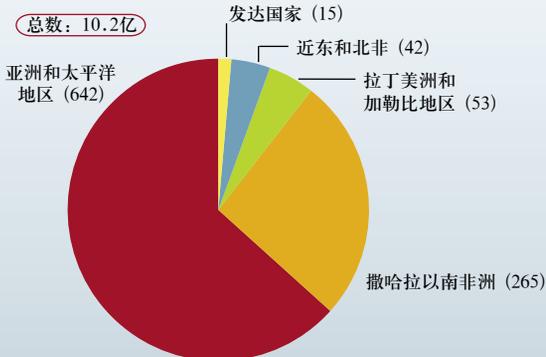
注：2009年的数据为估计数。

饥饿席卷了世界各个地区。亚洲和太平洋地区——全世界人口最多的地区——的饥饿人口数量位列首位。尽管如此，在撒哈拉以南非洲，饥饿是最为普遍的现象，这个地区有1/3的人口处于营养不良的状态。



全世界几乎所有营养不良者都生活在发展中国家

(百万)



本文由David Dawe和Denis Drechsler撰写。本文的内容和图基于2009年FAO出版的《世界粮食安全状况》。该报告可以在www.fao.org/publications/en获得。

饿人口



这并不能归咎于粮食的收成不好。FAO估计，2009年谷物总产量仅稍低于2008年的最高记录。相反，饥饿人口的增加主要是因为穷人无力购买所生产出来的食物。粮食危机时期的储蓄减少以及全球经济危机引起的失业都是造成这一现象的原因。

在2006—2008年粮食危机时期，食品价格在发展中国家快速上涨，在经济危机开始时仍处于高位。扣除通货膨胀因素后，较之两年前，主要粮食的国内价格在2008年年底上涨了17%。这深深地影响到穷人的购买力，而他们花在主要食品上的开销占其收入的40%。

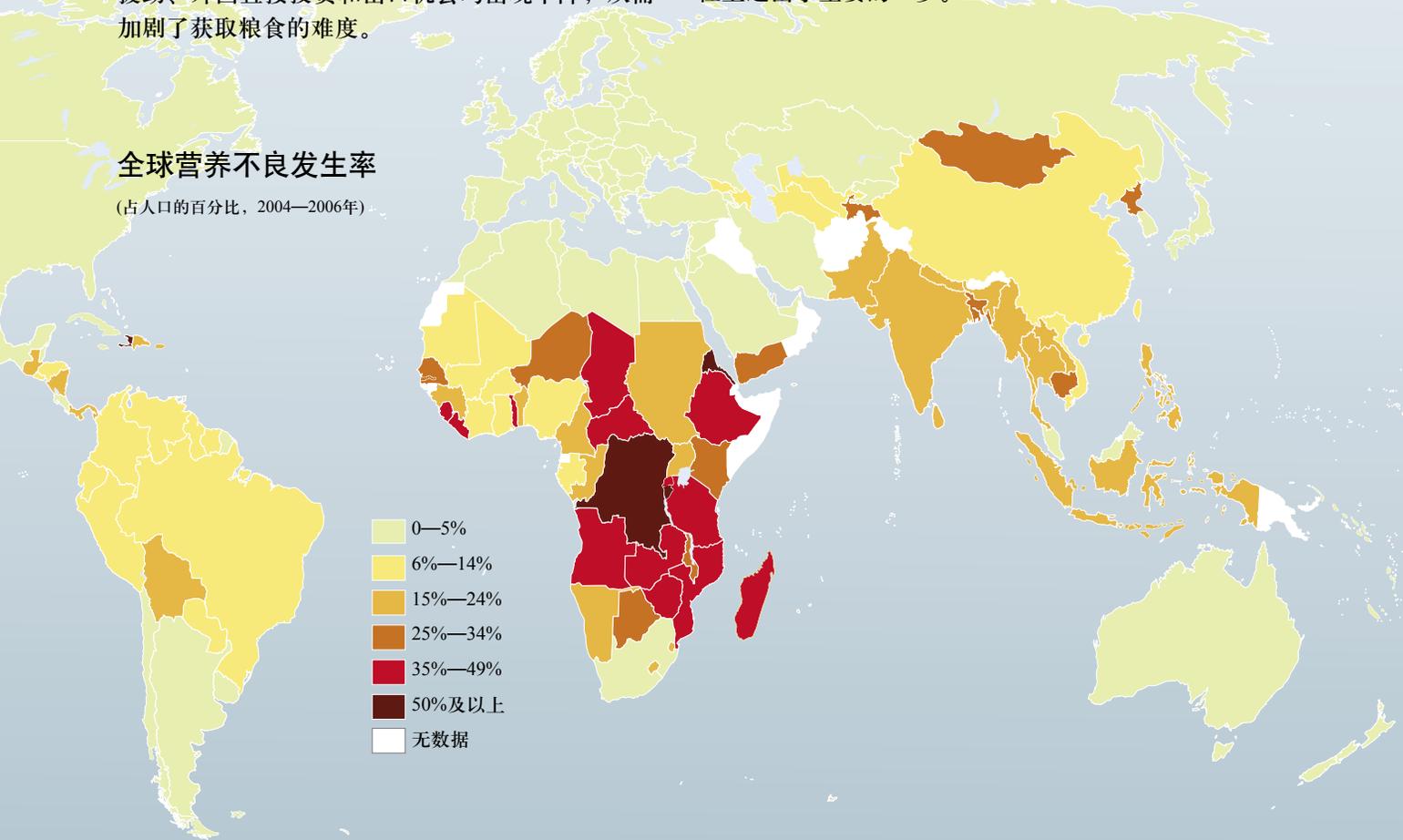
因此，全球经济危机的到来对发展中国家来说更是雪上加霜。这使得就业机会、外国汇款、发展援助、外国直接投资和出口机会均出现下降，从而加剧了获取粮食的难度。

如何消除饥饿呢？改善世界粮食安全不仅需要直接的债务减免措施，还需要更为根本性的结构性改革。从短期来看，安全网和社会保障计划必须得到改进，使最需要的那些人受益。

从中期和长期来看，应对饥饿的结构性解决办法是以更低的成本提高农业生产率，以增加收入和粮食产出，对贫困国家而言更需如此。数量巨大的人口在危机之前已经无法获取食物，并且很可能在刚刚过去的粮食和经济危机后仍然停留在饥饿状态，而这恰恰证实了长期措施的重要性。此外，这些措施必须要与各个层次的更好的治理模式和制度相结合。例如，在全球层面，改革后的世界粮食安全委员会在为改善粮食安全而协调政策与行动一致性上迈出了重要的一步。■

全球营养不良发生率

(占人口的百分比，2004—2006年)





是否该给银行家派发奖金？

Steven N. Kaplan

银行分红的季节已经到来。由于高薪企业在危机中用纳税人的钱脱离困境，所以今年的反对呼声比以往更强烈。那么，为何要付给银行家奖金呢？

奖金反对者提出了三个观点：其一，银行家的薪酬过高，特别是考虑到大多数人所面临的困境。其二，奖金不是银行家们应得的，因为很多银行盈利额减少，或者要靠政府干预才得以走出困境。其三，巨额奖金促使银行高管承担过高的风险，这种做法很大程度上导致了金融危机。这样的愤怒是可以理解的，但没有任何一个观点是站得住脚的。

银行家享受高薪，但他们并不是唯一的高薪获得者。在过去30年中，许多投资银行家、投资人（对冲基金，私募股权基金和公共资金经理人）、顶级企业高管、顾问、演员、优秀运动员和律师的薪酬都有显著增加。技术变革、规模效应和全球化使得这些专业人士可以大显身手。如今，顶级投资人所能掌控的金额要比30年前多得多，银行家和律师为更大宗交易工作，顶尖的职业运动员拥有更多的观众。无论是否合乎公平和道德的标准，他们的高薪主要是由市场主导的，与企业进行人才竞争时所遵循的规律在本质上是相同的。

理应得到高薪的银行家

一些批评者声称，如果不给银行家现有薪酬的数额，或者不发放奖金，他们也别无选择。持有如此看法的批评者有些天真，要知道最好的银行家还会有其他选择。明星交易员可以投奔精品投资公司和对冲基金，或者担任非银行货币基金的经理。花旗集团一位顶尖交易员Matthew Carpenter在2010年2月初离开花旗集团，追随另一位顶尖交易员Andrew Hall加入了对冲基金摩尔资本。

对银行家的薪酬削减的幅度越大，限制越多，那么久而久之，银行就会失去大批顶尖人才。有些人可能会对这样的变化拍手称赞，但这会给最大的金融机构造成伤害。政府对一些银行采取的救市行动（继续给予补贴）不会改变银行按市场价格招募人才的需求，否则其将有可能承担失去这些人才的风险。管理不善的银行系统也损害了公众的利益（尤其是在考虑到美国国际集团、房利美、房地美造成的问题薪酬事件的情况下）。

的确，一部分银行今年是依靠政府干预获得盈利的，但是银行已经偿还了政府干预提供的资金。现在大部分银行已经偿还了来自政府的不良资产救助计划

（TARP）的资金，美国也从这样的“投资”中获得利润。那些认为回报不够的人应该指责美国政府采用了不适当的决议，而不是指责那些做他们分内的工作并以此赚钱的银行家。

一些银行有效地使用TARP的资助资金。然而，当其将不想要或不需要的政府援助资金返还给政府后，公众依旧要求这些银行免除奖金，这样的做法有损于银行经营和员工利益。

职业体育提供了一个良好的例子。比方说，一个足球队将其糟糕的一年归因于其明星守门员在这个赛季的糟糕表现，但是其明星前锋是联盟中进球数最多的，这是否意味着球队不该为了留住后者而慷慨地给予其高额薪金？此外，如果球队在来年有一个完美的赛季，这是否就说明该为前一年的不良记录而不给球员发放奖金？当然不是。如果不想自毁前程，这种做法将是具有危害性的。

薪酬抗议浪潮之外

巨额奖金不是导致金融危机的首要原因。贝尔斯登和雷曼兄弟比同行更积极地提倡员工延缓领取奖金或用其投资于公司的股票，而不鼓励其提取现金。股份所有权和奖金延期发放无法拯救这些企业。银行高管做出的错误决定导致他们在其拥有的股票上损失了数亿美元。许多人失去了自己的饭碗。

相反，造成这场危机的原因是：宽松的货币政策、全球资本过剩、过度杠杆化的投资银行、国会关于向无力偿还的人提供抵押贷款的授权、来自评级机构的有缺陷的评级，以及给按揭经纪人的前期刺激奖励。与此相对应的是，在薪酬制度上有很大差异的不同国家里，危机都蔓延到了金融机构。

批评者应该去关注更合理的资本准备金要求，而不是紧盯着薪酬和奖金。一个有效的解决方案是对银行施加更高的和顺周期的股权资本准备金要求，并且要求银行增加应急性长期债务，这种债务可以在危机中转化为权益。能够解救银行的并非政府，而是这些债务投资人。这样一来，如果金融危机发生的话，其危害将大幅度减少。

对银行家的愤怒是可以理解的，但是消除或限制他们的奖金将会损害金融业，并且在未来也丝毫不能阻止任何金融危机的发生。■

Steven N. Kaplan 是芝加哥大学布斯商学院企业家精神和金融学教授，以及美国国家经济研究局的副研究员。

是不对的吗？

奖金与厄运周期

Simon Johnson

银行家的高额奖金是一个引人注意的征兆，预示着一个更大且更深层次的问题，即在金融体系中，那些最大的玩家不计后果地承担风险的能力和意愿。

我们已经让一个“厄运周期”控制了我们的经济体系（英国的银行Andrew Haldane已经被确认经历了类似的“厄运周期”）。这个周期有几个截然不同的阶段。首先，债权人和储户为银行提供廉价资金。如果局势朝不好的方向发展，他们就希冀于央行和财政当局出面救市。

像花旗和高盛这样的银行（以及在这一周期中的众多银行）使用这些资金承担更大的风险，并将之用以股东提供分红，给管理者和工作人员发放奖金。直接补贴（例如存款保险）和间接支持（如中央银行救市方案的前景）导致银行体系忽略了巨大的、对社会有害的“尾部风险”，这种风险发生的机会较小，但它有可能引发灾难性崩溃。银行可以撒手不管，让政府来处理麻烦。面对自己引发的金融体系崩溃，一些银行家和决策者竟然境况良好。

难以置信的失败

监管者应该阻止这种危险的风险承担行为。但银行拥有强大的政治和金融权力，并且该体系已经变得异常复杂，从而使得监管者最终只能做出让步。面对当下的金融危机，监管的失败程度是令人难以置信的。包括英国的北岩银行、美国的雷曼兄弟和德国的德意志银行在内的多家著名银行都说服监管机构允许其在只有少量资本的情况下持有巨额的高风险资产组合。整个银行体系汇集了高达数万亿美元的衍生品敞口。这意味着，当一个大型银行或准银行倒闭时，它将会给整个体系带来毁灭性打击。

鉴于我们的政治和社会制度没有能力应对经济崩溃所带来的严峻形势，要想拯救损失的制造者，就只能依靠中央银行降低利率并直接发放信贷。尽管面临的局势不同，但每个中央银行和政府的运作方式是相似的。这一次，在泡沫持续膨胀的过程中，美国的联邦储备委员会主席本·伯南克和财政部长蒂莫西·盖特纳（在金融危机初期担任纽约联邦储备银行行长）负责监察政策，并正在设计“救援行动”。

当救市行动结束以后，一切重新开始。这是20世纪70年代中期以来许多发达国家遵循的模式，这个时期恰逢宏观经济政策和监管的重大变化，包括布雷顿森林固定汇率制度的终结、富裕国家资本管制的降

低，以及其后20年宽松监管制度环境的开端。

真正的危险是，如果这种周期持续下去，问题的规模将越来越大。如果每个周期都需要更强的公共干预的话，那么我们终将面临全盘崩溃。

构建更加安全的体系的最佳途径包括确保雄厚和强有力的资本金要求，后者是立法规定的，并且难以被规避或修改。如果我们将大型银行的核心资本增加两倍，即数额达到资产的15%—25%（使得资本—资产比率回到1913年美国联邦储备委员会成立之前的水平），同时对衍生工具及其他复杂的金融结构性衍生品施加尽可能多的资本金，我们将会创造出一个更加安全的体系，而玩弄游戏规则的情况也会减少。

赌博的可能性很小

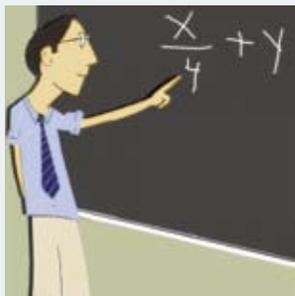
一旦股东所背负的在险资金高于其从对赌中所获取的收入，他们就有可能减少赌博行为，同时危险的薪酬计划也可能更容易得到控制。这使监管工作变得更加容易进行，并使我们现有的监管系统有机会发挥作用。

同时，我们需要确保处于失效体系中的个人预期到自己在赌博失败后会蒙受巨大损失。尽管受救助机构中许多高管承担了巨额损失，但他们依然非常富有。

其他银行家显然从危机中收获颇丰。温·比肖夫被英国财政大臣斯代尔·达林任命为劳埃德银行集团的董事长，他是危机时期花旗集团的CEO。维克拉姆·潘伟迪将他的对冲基金卖给花旗银行，从而注销掉大部分的亏损成本，而且不久他即被任命为花旗的CEO。摩根大通公司的CEO詹姆斯·迪蒙和高盛的CEO劳尔德·贝兰克梵都是绝对的赢家，即使他们都接受了美联储的救助，并且同意限制2009年的分红数额。高盛十分幸运地获得了使用美联储“贴现窗口”的机会，帮助其避免了潜在的崩溃危险。

我们不能再让银行家认为他们能够在回升趋势中狠赚一笔，并且还能在颓势中生存（或者保持良好的财政状况）。这需要立法出面将那些接受救助的银行员工到手的工资和分红收回。■

Simon Johnson是麻省理工学院斯隆管理学院教授、彼得森国际经济研究所资深分析师，以及国会预算局经济顾问委员会成员。Johnson曾任IMF的首席经济学家，其与James Kwak合著的《13位银行家》一书即将出版。



什么是 通货膨胀?

Ceyda Oner

通货膨胀可能是最为世人所熟知的经济学词汇之一。它会使国家陷入长期的不稳定状态。通常，央行行长希望自己被看作是“通胀鹰派”。政客们通过抑制通货膨胀的竞选承诺而获得胜利，但当他们未能实现这一诺言时，其政治生涯也将告一段落。在美国，通货膨胀甚至被称作是第一公敌——美国前总统杰拉德·福特在1974年时曾这样说过。那么，到底什么是通货膨胀？它为什么如此重要？

通货膨胀是指在给定时期内价格的上涨速率。它是一个典型的广义衡量标准，被用以衡量诸如价格的总体上涨或者一国生活成本的上升。但它也可以是狭义的，如某些货物（比如食品）或者服务（比如理发）。无论其所指的是什么，通货膨胀意味着在一段时期内（通常指一年）相关货物或服务的价格上涨。

衡量通货膨胀

消费者的生活成本取决于很多货物和服务的价格，以及这些东西分别占家庭预算的比重。为了衡量消费者的平均生活成本，政府部门进行了某些家庭调查，以确定人们通常购买的一篮子商品，并追踪一段时期内这一篮子商品的购买成本（在美国，住房开支——包括租金和按揭贷款——是消费者支出中所占比重最大的一部分）。在某一给定时期，这一篮子商品价格相对于基年时价格的比值即为消费者价格指数（CPI），而CPI的百分比变化即为消费者价格通胀，后者是使用最广泛的通货膨胀指标（例如，如果基年的CPI为100，目前的CPI为110，那么在这一时期内的通胀率为10%）。

核心消费者通胀是指除去政府定价的商品以及价格波动性较大的商品——诸如食品和能源（其受季节因素或临时性供应情况的影响最大）——的基本的、持久的通货膨胀趋势。核心消费者通胀同样也受到决策者的密切关注。如果要计算一个国家而不是消费者的总体通胀率，我们则需要覆盖面更广的相关指数，如国内生产总值（GDP）平减指数。

CPI对应的一篮子商品一般都保持不变，但是有

时也会发生变化，以反映消费模式的转变，例如加入新的高科技产品以及替换一些人们不再购买的物品。由于GDP平减指数反映了一个经济体所有产出的价格平均变化，所以其所囊括的内容每年都在改变，并且相比起几乎固定不变的CPI商品篮子来说更多地反映了当时的情况。另一方面，平减指数还包括非消费者物品（如军事开支），因此它并非衡量生活成本的合适标准。

利与弊

家庭的名义收入是以通货的形式获取的，一旦其增长速度低于价格上涨的速度，家庭的情况就会变糟，因为他们所能购买的东西更少了。换句话说来说，他们的购买力或者经通胀调整的实际收入降低了。实际收入是生活水平的另一个指标，当实际收入增加时，生活水平上升，反之则下降。

实际上，不同商品的价格变化频率也不一样。某些商品的价格每天都在变化，例如贸易品的价格；其他的则需要更长的时间来调整（也就是经济学里所说的“粘性”），例如合同规定的工资。在通胀的环境里，价格无规则的上涨不可避免地降低了某些消费者的购买力。这种对实际收入的削弱正是通货膨胀的最大成本。

同样，随着时间的推移，通货膨胀还会扭曲固定利率的接受者与支付者的购买力。在养老金领取者每年收到5%固定利息的情况下，如果通胀率超过5%，那么其购买力就降低了。从另一方面来说，一位借款人按照5%的固定按揭贷款利率支付其利息，那么他将受益于5%的通胀率，因为其实际利率（即名义利率减去通胀率）为零；并且如果通胀率更高的话，其偿还该债务将会变得更加容易，只要该借款人的收入随着通胀率的上涨而增加即可。当然，贷款人的收入减少了。因为通货膨胀并不影响名义利率，所以有些人的购买力遭受损失，另一些人则因此获利。

其实，很多国家都在与高通胀作斗争，其中一些是恶性通胀（年通胀率达到1000%甚至更高）。2008

年，津巴布韦经历了有史以来最高的通货膨胀，经估算其年通胀率高达百分之五千亿。这样的高通胀率是灾难性的，国家不得不采取艰难而痛苦的政策措施使其通胀率回到一个合理的水平，有时甚至需要像津巴布韦那样放弃本币。

尽管通货膨胀会对经济造成很大的伤害，但通货紧缩（或者价格下跌）也是大家不希望看到的情况。当价格下跌时，消费者将尽可能地推迟其购买行为，因为他们预期未来的价格会更低。对于一国来说，这意味着更低的经济活动，生产者所创造的更低的收入，以及更低的经济增长。日本的经济长期以来就基本处于零增长，其中的主要原因就是通货紧缩。美联储和全球其他很多国家的央行之所以自2007年全球金融危机以来一直保持低利率并实行其他货币政策，以保证金融系统中充足的流动性，原因之一就是防止在这段时期中出现通货紧缩。目前，全球通胀率水平是自20世纪60年代初以来最低的时期，部分原因就

“决策者必须在刺激需求与增长之间找到合适的平衡，而不至于过度刺激经济并引发通货膨胀。”

在于金融危机的产生。

现在，大部分经济学家认为低而稳定的、可预测的（这一点是最重要的）通货膨胀有利于一国的经济。如果通货膨胀低且可预测，那么在经过价格调整的合同与利率中，我们更容易捕捉到通胀的变化，这样就可以降低价格扭曲的影响。此外，一旦消费者觉察未来的价格会略微上涨，就会有尽快购买激励，这对于经济活动来说是一种推动。很多央行行长将维持低而稳定的通货膨胀作为其首要的政策目标，这一政策被称为通胀目标制（见本期《通胀目标制步入第20个年头》）。

是什么导致了通货膨胀？

长期的高通货膨胀常常是宽松货币政策的结果。如果货币供给量大大超过了一个经济体的规模，那么其单位价值就会下降；换句话说，其购买力下降、价格上升。货币供应量与经济规模之间的关系被称为货币数量理论，它是经济学里最古老的假说之一。

供给或需求的压力也会造成通货膨胀。有些供给冲击扰乱了生产（如自然灾害），有些则带来生产成本的上升（如高企的油价），其将使总需求降低并导

致“成本推动型”通货膨胀（对于这类通货膨胀而言，价格的上升是由于供给的崩溃）。2008年的粮食危机和石油危机就使全球经济遭遇到这样的情况——急剧上涨的粮食和石油价格通过贸易传遍了各国。相反的，需求冲击——如股票市场上扬或者扩张性政策（如央行降低利率或政府增加支出）——将暂时性地刺激总需求和经济增长。然而，如果这种需求的上涨超过了一个经济体的产能，那么将导致“需求拉动型”通货膨胀（其结果是对资源的过度使用）。决策者必须在刺激需求与增长之间找到合适的平衡，而不至于过度刺激经济并引发通货膨胀。

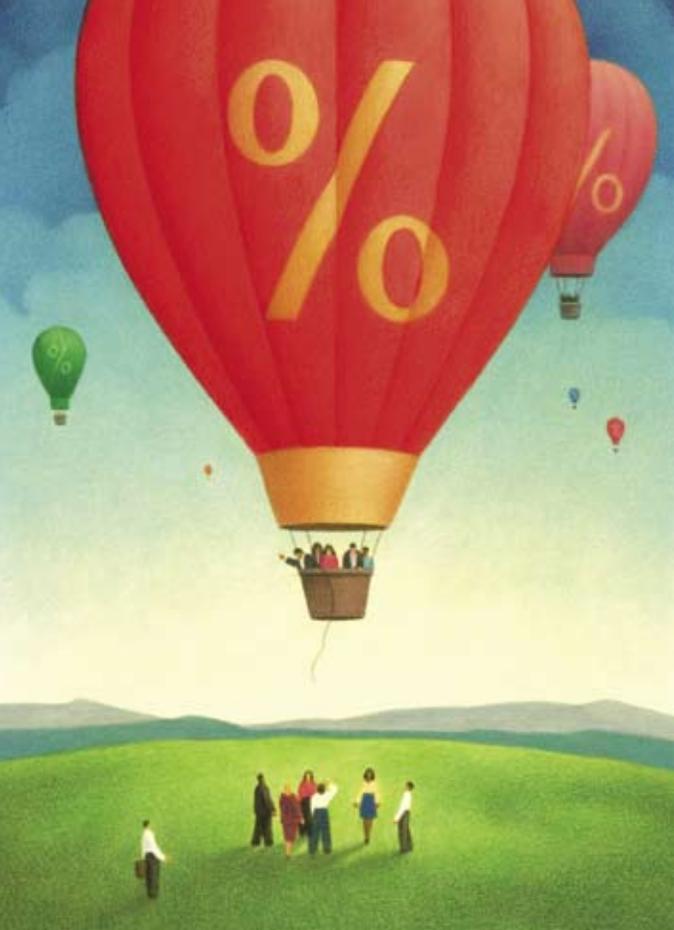
在决定通货膨胀时，预期同样扮演着重要的角色。如果个人或者公司预计价格将上升，那么其将把这一预期融入进工资谈判以及合同价格调整当中（例如自动增加租金）。而这一行为又部分地影响到下一时期的通货膨胀：一旦合同执行以及工资和价格按照商定好的增加，那么这一预期将会自动实现。由于人们预期的依据是刚刚过去的这段时期的情况，因此未来一段时间的通货膨胀将会遵循相似的模式，导致通胀惯性。

决策者如何应对通货膨胀

旨在降低通货膨胀的一系列反通胀政策能够有效实施，取决于通货膨胀的起因。如果经济过热，央行——如果其宣称要稳定物价——可以实行紧缩政策，以控制总需求，通常的做法是提高利率。一些央行选择通过固定汇率来实施货币调控，即将本币与另一种货币挂钩，因而将其货币政策和相应国家的货币政策相联系。这种措施的成功率各有不同。然而，当引起通货膨胀的原因来自全球而非国内因素时，这些政策可能就派不上用场了。2008年，随着粮食和石油价格高企，通货膨胀席卷全球，很多国家允许全球的高物价传导到国内经济中。在某些情况下，政府可以直接制定价格（正如2008年某些国家为遏制高粮食和石油价格对其经济产生影响而所采取的措施）。而这样的行政定价措施通常会导致政府进行大量的补贴，以弥补生产者由此所遭受的收入损失。

央行行长们日益依赖于其影响通货膨胀预期的能力，以此作为降低通货膨胀的工具。决策者宣称其有意暂时保持经济活动的低水平，以降低通货膨胀，他们希望由此影响预期以及合同中的通货膨胀构成因素。央行越是有信誉，其对通货膨胀预期的影响就会越大。■

Ceyda Oner是IMF亚太部的经济学家。



通胀目标制 步入第20个年头

Scott Roger

20年前，新西兰采用了一种全新的货币政策工具，这种政策工具是以实现特定的通胀目标为基础的。这种方法之所以新颖，是因为它向公众明确承诺把控制通胀作为主要的政策目标，同时还强调了政策透明度和问责制。

现在，有26个国家使用这种通胀目标制（以下简称“通胀制”），其中大约一半是新兴市场或低收入经济体（见下表）。此外，许多更为发达的经济体的中央银行——包括欧洲中央银行、美国联邦储备委员会、日本银行和瑞士国家银行——已经采用了通胀制的许多要素，其他一些发达经济体的中央银行也正在转向通胀制。

本文回顾了采用通胀制的国家在过去20年的经济表现，在这段时间中，我们经历了2006年至2008年的商品价格冲击和2007年开始的全球金融危机。本文还着重论述了实行通胀制的国家在今后几年可能要面对的一些特别重大的问题。

越来越多的国家将特定的通胀率作为货币政策的主要目标，并取得成功

通胀目标制的框架

从实施伊始，通胀制的框架包含以下四个主要方面（Mishkin，2004年；Heenan、Peter和Roger，2006年）：

- 明确授权中央银行将价格稳定作为货币政策的主要目标，并且中央银行具有高度的操作自主权；
- 对通胀率规定明确的定量目标；
- 中央银行对实现通胀目标的成效负责，这在很大程度上需要政策策略及其执行情况具有很高的透明度；
- 一种基于通胀压力前瞻性评估并考虑许多相关因素的政策工具。

以上几方面的政策框架要素反映了这样一种观点和经验，即中央银行无法仅以政策性利率（如美国的联邦基金利率或英国的银行利率）这一种基本工具来持续寻求实现多重目标，如低通胀和低失业率。这些要素也认同如下事实：从长期来看，货币政策能影响名义变量但无法影响实际（即经过通货膨胀调整后的）变量；高通胀损害经济增长和收入的公平分配；同时预期和可信度会显著影响货币政策的有效性。

通胀制框架目前已被新兴市场经济体所采用，此种现状和实践经验表明，这种政策正在向两个特别重要的方向发展。第一个方向是：政策的透明度和相关沟通显著增强，这对实现公开问责制起到了关键作用，而公开问责制是中央银行运作独立性的基石，并有助于锚定通胀预期。中央银行公布其政策目标的主要方法包括一

年公布2—4次通胀或货币政策报告，以及在政策性会议之后做出公开声明，有时还包括公布决策会议的会议记录。中央银行的高级官员还要在会议上作证。总之，与过去相比，中央银行在与公众进行更广泛的沟通方面正变得越来越积极。

另一个方向是：中央银行通常寻求一种灵活的通胀制。这种方法强调中期通胀目标（通常是2至3年）的实现，而非关注长期目标。这就使得政策能够在短期兼顾其他目标——尤其是减少产出波动。然而，中央银行采取灵活政策的能力取决于是否能很好地锚定中期通胀预期，而这又部分地取决于其过往控制通胀的成效。

其他替代方案如何？

人们不禁会问，与采用其他政策工具（如货币增

采用通胀制的国家

有26个国家采用通胀制，即把保持消费者价格指数（CPI）不变作为其货币政策的目标。另外3个国家——芬兰、斯洛伐克和西班牙——曾经采用通胀制，但自从使用欧元作为本国货币后就放弃了这一政策工具。

国家	采用通胀制的时间	采用通胀制时的通胀率	2009年的平均通胀率	通胀率目标
新西兰	1990年	3.3	0.8	1-3
加拿大	1991年	6.9	0.3	2 +/- 1
英国	1992年	4.0	2.2	2 +/- 1
瑞典	1993年	1.8	-0.3	2 +/- 1
澳大利亚	1993年	2.0	1.9	2-3
捷克共和国	1997年	6.8	1.0	3 +/- 1
以色列	1997年	8.1	3.3	2 +/- 1
波兰	1998年	10.6	3.8	2.5 +/- 1
巴西	1999年	3.3	4.9	4.5 +/- 2
智利	1999年	3.2	1.5	3 +/- 1
哥伦比亚	1999年	9.3	4.2	2-4
南非	2000年	2.6	7.1	3-6
泰国	2000年	0.8	-0.9	0.5-3
韩国	2001年	2.9	2.8	3 +/- 1
墨西哥	2001年	9.0	5.3	3 +/- 1
冰岛	2001年	4.1	12.0	2.5 +/- 1.5
挪威	2001年	3.6	2.2	2.5 +/- 1
匈牙利	2001年	10.8	4.2	3 +/- 1
秘鲁	2002年	-0.1	2.9	2 +/- 1
菲律宾	2002年	4.5	1.6	4.5 +/- 1
危地马拉	2005年	9.2	1.8	5 +/- 1
印度尼西亚	2005年	7.4	4.6	4-6
罗马尼亚	2005年	9.3	5.6	3.5 +/- 1
土耳其	2006年	7.7	6.3	6.5 +/- 1
塞尔维亚	2006年	10.8	7.8	4-8
加纳	2007年	10.5	19.3	14.5 +/- 1

资料来源：作者的整理。

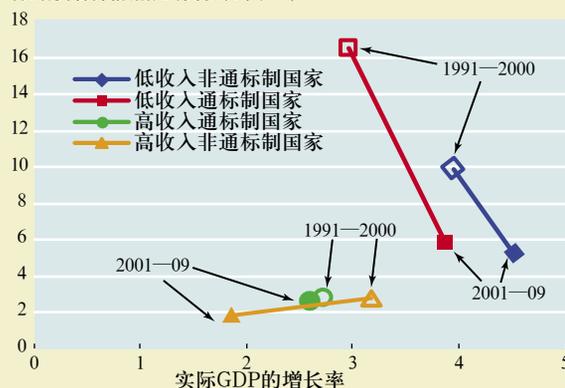
长目标制、钉住汇率或多目标折衷）相比，采用通胀制的宏观经济绩效是否具有同样好或者更加上乘的表现。由于无法对同一时期一国在两种不同政策体系下的经济绩效进行直接比较，所以比较只能在采用不同政策的类似国家之间进行。

图1和图2对通胀制国家采用通胀制前后的情况与同时期非通胀制国家进行了比较，这种比较涉及通胀和产出方面的绩效。由于通胀制国家采用通胀制的日

图1
通胀与经济增长绩效

虽然1991—2000年以及2001—2009年这两个时间段之间大多数国家的通胀率和经济增长率都有改善，但通胀制国家改善程度更高。

(以消费者价格指数的变化表示，%)



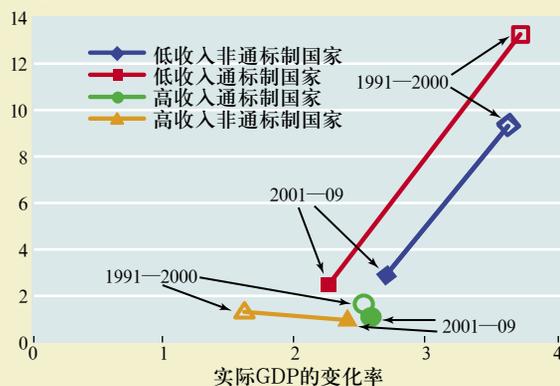
资料来源：作者的计算。

注：空心符号表示1991—2000年的数据；实心符号表示2001—2009年的数据。直线表示这四组国家在这两个时期之间的变化方向。

图2
产出和通胀平滑程度

通胀率和增长率的变动程度在2001—2009年期间较1991—2000年期间有所降低，但通胀制国家的降低程度更为显著。

(通胀率变化率，%)



资料来源：作者的计算。

注：空心符号表示1991—2000年的数据；实心符号表示2001—2009年的数据。直线表示这四组国家在这两个时期之间波动的变化方向。

期的中位数是2001年初，因此与非通标制国家进行比较的时期是1991—2000年以及2001—2009年。

比较结果显示：

- 采用通标制和没有采用通标制的低收入经济体都经历了通胀率显著降低和经济平均增长率显著提高的过程。虽然非通标制国家比通标制国家保持了更低的通胀率和更高的增长率，但采用通标制的国家经济绩效的改善程度更大。

- 采用通标制和没有采用通标制的低收入经济体的通胀和经济产出的波动程度也显著降低，其中采用通标制的国家这两方面波动程度的降低更大，尤其是在通货膨胀的波动方面。

- 在高收入经济体中，通标制国家在这两个时期之间的经济绩效总体上几乎没有变化，而非通标制国家的经济增长一般都有所下降。类似地，通标制国家在这两个时期之间产出或通胀的波动程度上几乎没有改变，但是非通标制国家产出的波动更剧烈。

当然，采用通标制也许不能完全解释相关经济绩效的改善，因为在许多采用通标制的国家中，这种政策工具只是更广泛的结构和政策改革的一部分。但是，更多的深入研究从总体上表明，在与同一时期其他类似的新兴市场经济体进行比较时，采用通标制的国家在诸如通胀率和产出这样的关键宏观经济指标上比没有采用此种政策的国家表现得更好。例如，IMF2005年9月的《世界经济展望》中的一项研究发现，在1990—2004年之间，相对于其他货币政策体制，通标制的采用促使通胀率平均降低4.8个百分点。与其他政策策略相比，通标制的采用还导致通胀变动幅度下降了3.6个百分点。

通胀目标制的弹性

一个非常重要的问题是：在过去三年全球商品价格不断创出新高以及金融动荡的背景下，面临冲击时的通标制是否比其他政策框架更具弹性。在通标制被广泛采用以来的大部分时间里，全球宏观经济绩效比较早时期要更好。因此，部分证据表明，通标制能够吸收重大冲击。

在最大程度地降低2007年商品价格飙升引发的通胀影响方面，通标制国家比其他国家表现得更好（Habermeier等人，2009年）。2006—2008年间，价格的急剧上涨导致大多数国家通胀率上升和经济增长放缓。但在低收入经济体中，尽管非通标制国家和通标制国家的GDP增长率下降幅度相当，但前者的通胀率却比后者上涨得更多。在高收入经济体中，通标制国家的经济增长率降低幅度小于非通标制国家，并且通

胀率的增幅也略低。

这些结果与这样的观点一致：在采用通标制的国家中，通胀预期得到更好的锚定，同时这些国家的政府部门更强调遏制通胀的恶化。但在得出任何可靠的结论之前，如果要将这些效应与其他影响经济增长和通胀的因素区分开来，我们还需要进行更多的深入分析。

2007年年中开始的全球金融危机还在延续，因此判断通标制国家是否能比其他国家更好地应对这场大萧条以来最严重的全球经济和金融衰退还为时尚早。可以确定的是，一些通标制国家位于受到危机影响最严重国家的行列，而且一些国家已经进入IMF救助计划的名单，这些国家包括匈牙利、冰岛、罗马尼亚和塞尔维亚。但是，这些国家在危机面前更大的脆弱性是否与通标制有关还不得而知，同时，这些国家的经济衰退是否比采用其他政策工具的类似国家更为严重也尚不清楚。

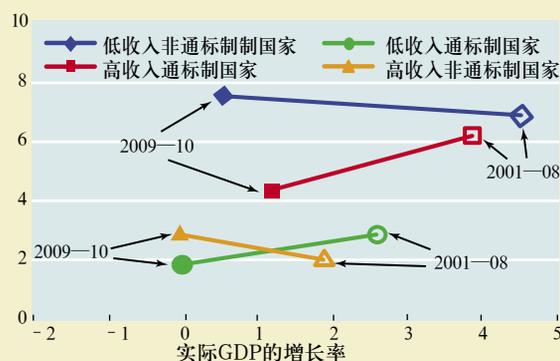
宏观经济预测表明，通标制经济体受金融危机影响的严重程度可能更低（见图3）。根据共识经济预测公司（Consensus Economics）2010年1月的《共识预测》，所有国家2009—2010年间的平均增长率预计将显著低于2001—2008年间的一般增长率。但在新兴市场经济体中，相较于危机前的平均增长率，人们普遍预计非通标制国家经济增长率的下降幅度要大于通标制国家。在高收入经济体中，预测结果刚好相反，即通标制国家经济增长率的下降幅度高于非通标制国家。预计所有通标制国家的通胀率都会下降。与此相

图3

缓冲金融危机的影响

宏观经济预测表明通标制经济体受到全球经济危机的影响程度更小。

（以消费者平减指数的变化表示，%）



资料来源：共识经济预测公司2010年1月的《共识预测》。
注：空心符号表示2001—2008年的实际表现。实心符号表示对2009—2010年的预测。直线表示这四组国家经济的实际表现和预测之间的变化方向。

反，在非通胀制国家中，通胀率预计将超过危机前的水平。

通胀目标制的未来

证据表明，通胀制在广泛的国家和经济环境层面运行良好。在这种情况下，几大中央银行对IMF首席经济学家奥利维尔·布兰查德最近的一个提案表达了它们的关切。奥利维尔·布兰查德认为，提高通胀目标可以成为经济严重衰退时赋予中央银行更大降息空间的一种方法。这表明通胀制的关键特征将得以保持下去。但通胀制的框架将会不断演变，因为从通胀制的实践中总结了大量经验教训，尤其是发展中国家已对其进行调整以适应需要。有两个议题尤其重要：

- 第一，对许多已经采用或正在考虑采用通胀制的开放经济体而言，关于通胀制框架中汇率的适当作用存在争议。

- 第二，对包括以通胀制为政策工具的所有中央银行而言，如何将货币政策职责和目标与其提高、维持金融系统稳定性的职责相协调仍然是一个问题。

传统观点是，以通胀制为政策工具的中央银行应该只在汇率变动影响通胀和产出的前景时——比如货币贬值可能使出口产品更便宜从而刺激产出，但同时使通胀状况恶化——才对汇率变动作出反应，而不是系统地抑制汇率变化。但最近的分析表明系统地抑制汇率变化在某些情况下可能是合理的。例如，在外债负担沉重的经济体中，汇率变化将会强烈影响债务人的金融资产资产负债表头寸。这时抑制汇率变化可能有助于稳定产出和通胀（Morón和Winkelreid，2005年；以及Roger、Restrepo和Garcia，2009年）。决策者面临的挑战是：确保汇率变化服从于通胀目标，同时确保抑制汇率变化不会损害通胀制框架的可靠性。

全球金融危机也迫使人们对货币政策和金融稳定政策之间的关系进行重新评估。尤其是，存在一个与汇率作用问题类似的问题：货币政策是否应该对金融稳定的潜在风险——如信贷、房地产价格或股票市值的快速增长——直接做出反应，还是只在这些现象影响通胀和经济增长的前景时再做出反应？

至少，金融危机凸显了对包含货物和服务在内的实体经济与金融经济之间的相互作用给予更大关注的必要性。中央银行在货币政策分析和预测中使用的工作母机宏观经济模型缺少对金融部门、对股票和房地产价格等关键资产价格的确定，以及对金融部门和家庭与公司部门行为之间相互作用的详尽描述。这些模型也没有考虑金融部门内部的相互作用。修正这些缺陷不是一件轻松的事，但如果要把金融业的发展情况更好地纳入政策分析和预

测，修正模型的缺陷就很重要。

关键在于，中央银行是否应该在审慎性政策之外使用货币政策，以对住房价格之类的金融稳定指标做出直接和系统性的反应。与其对汇率变化的反应一样，这样做可能在某些情况下有益，但在其他时候则未必；而且这样做为中央银行增添了新的目标，这可能破坏其关于通胀目标的承诺的可信度。这方面还需要进行进一步研究，包括确定要纳入考查范围的合适金融指标，以及确定中央银行应该如何对这些指标进行反应。

另一种可能是扩展通胀制的范围，以便将与资产价格周期关联的长期通胀风险考虑进来（Borio和Lowe，2002年）。这种方法的优点是它不像直接对资产价格或其他金融稳定性指标进行反应那样机械。但这种方法在应用中也存在挑战。尤其需要指出的是，预测范围的拉长可能也要求提高中央银行的中长期预测能力。此外，在确定遏制资产价格泡沫发展的恰当行动时间方面也需要澄清一些问题（Bean，2004年）。另外还需要增强政策沟通，以确保中央银行所承诺的长期保持低水平和稳定的通胀具有持久的可信度。■

Scott Roger为IMF货币与资本市场部的高级经济学家。

参考文献：

- Bean, Charles, 2004, "Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, pp. 14-18.
- Borio, Claudio, and Philip Lowe, 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," *BIS Working Paper 114* (Basel: Bank for International Settlements).
- Consensus Economics, 2010, *Consensus Forecasts* (January).
- Habermeier, Karl, and others, 2009, "Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective," *IMF Working Paper 09/1* (Washington: International Monetary Fund).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter, and Scott Roger, 2006, "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communication," *IMF Working Paper 06/278* (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 2005, *World Economic Outlook* (Washington, September).
- Mishkin, Frederic, 2004, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?" *NBER Working Paper 10646* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Morón, Eduardo, and Diego Winkelried, 2005, "Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies," *Journal of Development Economics*, Vol. 76, No. 1, pp. 23-51.
- Roger, Scott, Jorge Restrepo, and Carlos Garcia, 2009, "Hybrid Inflation Targeting Regimes," *IMF Working Paper 09/234* (Washington: International Monetary Fund).



以史为鉴

海湾合作委员会国家强力应对全球金融危机

迪拜摩天大楼的建造情况

May Khamis 和 Abdelhak Senhadji

阿拉伯半岛的国家已对石油市场的变幻莫测习以为常。在20世纪70年代油价长期坚挺的时期，海湾合作委员会（GCC）的成员国赚足了石油美元，同时这些国家的政府支出也相当惊人，而当油价骤降时，它们只能面对预算赤字的残酷现实。

在最近的这次经济危机期间，主要由于国际需求的下降，油价从2008年中期最高点的每桶144美元暴跌至2008年12月的每桶34美元。但这次GCC（见专栏）6个成员国的政府将2003年至2008年石油牛市期间石油收入的很大一部分储存起来，积累了大量储备并成立了大规模的主权财富基金。它们谨慎地使用这些储备资金，将之用于实体性基础设施和人力资本投资。一些国家降低了

债务（见图1），如沙特阿拉伯将其债务从10年前占GDP超过100%降低到2008年底占GDP 13%。

因此尽管最近出现的一些混乱情况暴露了该地区金融部门的某种脆弱性，但是GCC成员国政府还是能够遏制此次数十年最为严重的全球经济危机的冲击。

逐步浮现的不平衡

油价暴涨导致GCC国家巨大的财政盈余和国际收支顺差。这些盈余在为后代保留石油财富的同时提供了解决该区域促进经济多元化和减少失业这两大挑战所必须的财政空间（至少在一段时期内是这样）。

图1

从油价飙升中获益

2003年到2008年的油价暴涨提高了GCC国家的财政盈余和国际收支顺差。



资料来源：各国政府，IMF工作人员的估算。

海湾合作委员会

海湾合作委员会（GCC）由巴林、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿联酋于1981年组织成立，目的是促进各国之间的经济和金融一体化。2008年，GCC总人口——包括移民——约为3800万，GDP为1.1万亿美元。石油产出大约占该地区GDP的50%，占财政和出口收入的80%。该地区是石油市场的主要参与者，大约占石油输出国组织（OPEC）石油产量的50%以及OPEC闲置产能的70%（其中仅沙特一国就占到58%）。除科威特以外的所有GCC国家的货币都与美元挂钩。该地区是一些规模最大、历史最悠久的主权财富基金的发源地，这些基金管理的资产规模在2008年底估计约在6000亿美元和1万亿美元之间，这其中还不包括超过5000亿美元的官方储备。

但油价暴涨也导致了国内不平衡，这种不平衡随着全球信贷紧缩的到来逐步显现——由于这些国家钉住美元，因此补偿性政策工具的使用受到一定限制，在此背景下，充足的流动性推动了信贷扩张、通货膨胀和资产价格上升。油价暴涨也与金融部门和公司部门更高的杠杆比率相关联（见图2）。随着全球信贷紧缩的到来，这些国家的资产负债表的脆弱性变得越发清晰可见，尤其是阿联酋、科威特和巴林，后者与全球股票市场联系密切，对外债的依赖程度不断提高，并且房地产和建筑业贷款存在风险敞口（见图3）。

快速反应

随着全球去杠杆化的持续以及油价下降和石油产量的减少，GCC国家的贸易顺差和财政盈余显著下降，主权债务的信用违约互换（CDS）利差也在扩大，同时股票和房地产市场急剧下滑（见下表）。随着月度房地产交易金额从2008年5月顶峰时的接近30亿美元骤减至2009年11月的2.5亿美元，阿联酋的房地产市场遭到重创。金融部门和公司部门外部融资也被收紧：2008年末，计划的项目融资总额约为2.5万亿美元，到2009年末，其中大约5750亿美元被暂停。

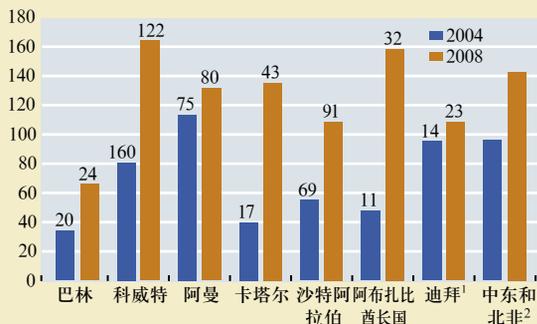
不过银行仍然保持盈利并能承受损失，这在很大程度上是因为在GCC的大多数国家中银行的资本充足率在危机前都足够高。一些非银行金融机构和商业组织确实出现了违约，但并未导致系统性的后果——部分原因是政府为确保稳定迅速采取了行动。

图2

借贷剧增

一些GCC国家的公司的债务权益比率在2004年和2008年之间增加超过1倍。

(百分比)



资料来源：Zawya公司, IMF工作人员的估算。

注：柱形图顶部的数字显示了公司的数量。

¹ 迪拜的比率不包括未上市的政府相关公司(GREs)。该比率涵盖的上市GREs是迪拜环球港口公司、迪拜金融、Emaar公司和Tamweel银行。

² 公司数量无法获取。

在危机中震荡

在全球经济衰退中，金融市场对GCC国家的主权债务和股权提出了更高的风险溢价，同时海湾国家的房地产价格出现下跌。

	CDS利差 (基点)			股市变动 (%)		
	本期最低水平	本期最高水平	本期最大升幅	本期变动	本期最大跌幅	本期变动
迪拜事件之前危机的影响 ¹						
巴林	92	716	624	79	-50	-50
科威特	不适用	不适用	不适用	不适用	-59	-55
阿曼	252	483	231	274	-65	-45
卡塔尔	43	379	335	49	-66	-40
沙特阿拉伯	30	333	303	74	-58	-34
迪拜	114	944	830	200	-75	-63
阿布扎比酋长国	42	446	404	55	-58	-43
迪拜事件的影响 ²						
巴林	172	260	88	6	-2	2
科威特	不适用	不适用	不适用	不适用	-2	4
阿曼	275	277	3	-30	-7	0
卡塔尔	94	120	26	-1	-9	-7
沙特阿拉伯	74	107	34	9	-5	1
迪拜	317	634	316	123	-27	-22
阿布扎比酋长国	100	175	75	38	-15	-9

资料来源：Markit公司，彭博资讯，以及IMF工作人员的估算。

注：信用违约互换（CDS）是一种金融衍生品合约，它承诺在违约这样的信用事件发生时提供赔付。这种衍生品与保险单类似。CDS利差是用基点（一个基点是0.01%）表示的参考利率（如美国国债的利率）和CDS利率之差。其本质上相当于一种保费；当预计风险上升时，保费（利差）也随之上升。

¹ 2008年6月1日至2009年11月22日。

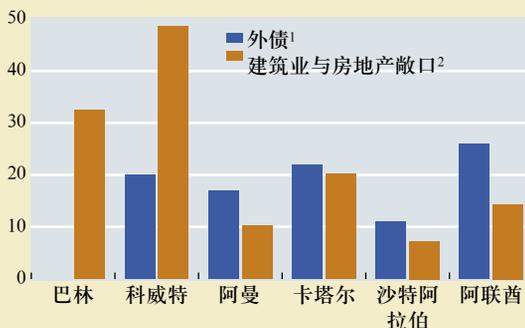
² 2009年11月23日至2010年1月21日。

图3

银行的脆弱性提高

大规模的外债和房地产与建筑业贷款的风险敞口是造成一些海湾国家银行资产负债表脆弱性的重要原因。

(百分比)



资料来源：Zawya公司, IMF工作人员的估算。

¹ 银行外债占总负债的比重在2008年达到峰值；无巴林的数据。

² 占总贷款的比重(2008)。

为抵消危机造成的冲击，GCC政府凭借其强大的国际货币储备头寸来维持高额支出和力度空前的金融救助措施。除中央银行和政府注入的流动性之外，科威特、沙特和阿联酋都提供了存款担保。此外，卡塔尔和阿联酋注入的资本分别达到GDP的2%和7.3%。科威特通过了一部金融稳定法案，其不仅为金融部门提供了具体的担保措施，而且还通过各种政府实体建立了金额达GDP 3%的股票市场稳定基金。卡塔尔购买了达GDP 6%的银行股份和房地产资产。作为5年期4000亿美元投资计划的一部分，沙特实施了在G20（由发达和新兴经济体组成）成员国中占GDP份额最大的一揽子刺激计划。这些措施不仅有助于稳定GCC国家的金融体系并保持经济的持续增长，而且对邻国也有积极的溢出效应，并对全球需求的复苏做出了贡献。

陷入信贷危机的迪拜

本地区在全球经济危机中似乎并未受到太大影响。但迪拜高度杠杆化的准主权实体所面临的压力在2009年11月达到了顶点，当时国有控股公司迪拜世界宣布将寻求债务重组——换句话说，就是要与债权人谈判并寻求达成协议，以修改最初的贷款条件并避免进入止赎权诉讼程序。

事态发展至此是由一系列事件造成的：具有迪拜政府背景的实体在2004—2008年间为大规模建设商业和住宅地产进行了大量借贷。杠杆比率的急剧提高导致了房地产泡沫，而泡沫最终在2008年中期破灭。

阿联酋7个酋长国中最大的并拥有阿联酋超过95%的石油储量的阿布扎比政府在2009年12月14日开始救助迪拜。阿布扎比提供了一笔贷款来偿还迪拜世界公司的部分债务，这些债务中包括其房地产子公司Nakheel欠下的、2009年12月14日当天到期的约42亿美元的伊斯兰债券（sukuk）。阿布扎比的救助行动有助于稳定市场情绪，但由于迪拜政府采取了挽救其公司部门的策略，不确定性仍然存在。

由于迪拜事件的发展，该地区股票市场再次面临短期压力，而迪拜政府和实体的CDS利差则有所提高（该地区其他地方的CDS利差只受到轻微影响）。迪拜的困境可能以别的方式影响该地区其他地方。例如，市场对该地区的准主权和私营公司的债务风险可能不再像以前那样乐观，这可能增加GCC国家中一些实体的借贷成本并减少其进入国际资本市场的途径。

展望未来

虽然GCC国家的短期经济前景被全球金融危机

和最近的迪拜事件笼罩上了阴影，但由于得到不断上涨的大宗商品价格的支撑，该地区的中期发展前景还是比较乐观的。2009年其非石油GDP增长率估计达到2.8%，并且2010年总体增长率的反弹预计要比发达经济体的更加强劲。

不过，GCC国家的决策者还有很多工作要做。一些国家的当务之急是清理银行的资产负债表（即继续进行银行损失的提前确认并立即进行银行的资本重组），而其他一些国家需要重组非银行部门。对银行的资产质量进行压力测试和定期检查将有助于确定资本支持的水平是否充足。可能的话，应该在私营部门投资的基础上进行资本重组以将道德风险最小化，同时一旦市场情况允许，政府当局就应该撤出在公共部门的注资。

当局还应该支持系统的、可持续运营的实体，并从不可持续的实体中平稳退出，以此为非银行金融机构的重组提供便利——尤其是在科威特和阿联酋。当局清晰的沟通将有助于实施政策、缓解投资者的不确定情绪，并减少投机和市场波动。

从中期来看，由于贷款人风险厌恶程度提高，因而改进公司治理和透明度是最重要的，这就使GCC国家的企业集团和与政府相关的公司面临进一步改善信息披露的压力。

该地区各国政府还应该考虑以下措施：

- 由于钉住美元的汇率制度为货币政策带来限制，所以需要由一组恰当的宏观审慎性政策工具支持的财政政策，这种宏观政策工具旨在遏制石油周期向整体经济的传导；

- 用于推进审慎的贷款损失准备计提的监管政策（我们看到沙特已经开始实施反周期的拨备政策），以及针对经济周期中的资本缓冲的监管政策；

- 对银行实施积极的准备金要求和审慎的限制措施，以应对投机性资本再度流入和经济过热的压力；

- 对房地产和股票交易征收资本利得税；

- 避免公司部门过度负债并监测离岸金融中心引发的风险；

- 发展本地和地区债务市场，以期在银行之外开辟多样化的融资渠道。

为实现经济多样化的长期目标，GCC国家的政府应当致力于为私营部门的经济活动提供便利。改善监管环境和消除官僚作风是实现这一目标的关键。经济多样化不仅可以增加就业，还可以帮助该地区实现减少对石油的依赖这一基本目标。■

May Khamis是IMF中东和中亚部的副处长，Abdelhak Senhadji是该部门的处长。

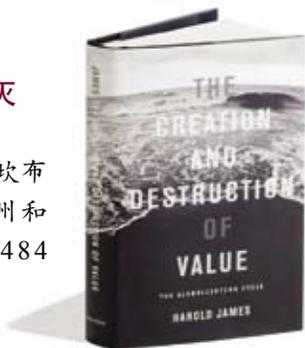
卡珊德拉的又一次预言

Harold James 著

价值的创造与毁灭

全球化的周期

哈佛大学出版社，坎布里奇，马萨诸塞州和伦敦，2009年，484页，35美元(精装)。



Harold James对全球资本主义持悲观态度。在他2001年出版的《全球化的终结》一书中，他记载了从16世纪到20世纪，在贸易和金融全球化方面的每一次历史性努力是如何最终走向失败的，其原因又是什么。全球化增加了世界的福利，但许多群体却受到它的威胁和伤害，而其产生的反作用超过了另一些人从中获得的收益。Harold James的言下之意是，20世纪80年代到90年代的伟大的全球化进程也注定难逃崩溃的结局。

正如希腊悲剧作家埃斯库罗斯笔下的预言者卡珊德拉那样，James是正确的，但他的观点被忽略了。当20世纪90年代至新千年初期资本流动高速膨胀时，全球化的收益并没有以其应有的方式被广泛分享，收入的不平等现象开始凸显，并且不断恶化。对大型金融机构监管的严重不足导致其所承担的风险超出了控制，而这没有引起任何及时有效的回应。官方阻碍一切贸易与金融扩张和劳动力标准与自然环境保护的联系，或阻止工业化国家市场向来自穷国的进口品的任何有效开放，这导致了剧烈的反全球化风潮。即便如此，前进的力量仍无所畏惧地继续推进。是什么将阻止不受约束的全球金融继续扩张？并非只有一个评论家得出这样的结论，即“国际金融架构……已经证明其适应全球经济变化（往往

是迅速变化）的能力”（Boughton, 2002年）。鉴于2007—2008年的金融危机和2008—2009年的经济崩溃，这种乐观论调似乎不太有说服力。

在这本新书中，James并没有吹嘘他的预见性。他有更大的雄心：以约瑟夫·熊彼得的“创造性毁灭”（资本主义的根本驱动力）这一概念全面透彻地解释为什么全球化总是遭遇失败。熊彼得的观点是“经济进步的动力来自产业突变……它不间断地从内部变革着经济结构，不断地毁灭旧结构，不断地创造新结构”（熊彼得1950年在原稿中这样强调）。James的观点是，创造性毁灭破坏了进步所必需的真正价值。创新和增长取决于金融，而后者会造成阶段性的、不可避免的金融危机和经济崩溃。从这个角度讲，“银行、企业甚至个人都将不再相信他人……货币和理想的价值也被动摇”。

James通过环环相扣的6个章节发展了这套理论。首先，James总结了他在早前关于永久的“全球化的周期”（在过去两年的经济崩溃中表露无疑）一书中深入探讨的历史案例。第二，他认为我们已经将本次的“大衰退”类同为20世纪30年代的大萧条，但相较1929年的情形（不合理的金融市场），前者从根源上看更像是1931年的状况（危机的全球蔓延）。第三，他详细描述了关于本次衰退如何开始的令人心情沉痛的细节，重点关注于2008年的两个“创造历史的周末”：当年5月对贝尔斯登的救助和9月关于放弃救助雷曼兄弟的决定。后一个决定的目的是证明救市并非不可避免。其所产生的效应摧毁了所有人对金融稳定性的信心，以及对金融机构和市场的信任。

在第4章中，James开始提出解决方案，并且得出富有争议的结论，即金融监管并不是解决之道。尽管“对金融紊乱的传统回应是施以更多的监管……更好的答案……总是似是而非地掩藏在进一步的技术变革中”。具体地说，他坚信“金融知识的透明度和传播普及”将使我们成为全球金融的专家，而不是奴隶。

第5章同样引发了争议，James在这一章指出，抛开其他不谈，鉴于美元的贬值，中国迟早将抛弃美元。尽管宏观经济学家的主流观点是中国同样从稳定的美元和稳定的体系中得益，但James提醒我们，理想化的经济情境并不能总是驱动历史。

James的博学广识及作为一代金融史学大家所展现的才华在最后一章显露无疑，在这一名为“价值的不确定性”的一章中，他令人信服地指出货币价值与关于这些价值的知识所遭受的破坏，以及理想、信念和信任的削弱之间的联系。“的确，企业伦理的丧失摧毁了金融全球化的模式。”

卡珊德拉如今对我们有着怎样的警示？当再次启程时，我们必须首先重新赢得信任，并且找到“美德的汇聚”。发现这种美德并非易事，而且旷日持久，而当我们成功时，所获得的唯一收获就是全球化周期的又一个轮回。

James Boughton
IMF历史学家

参考文献：

Boughton, James M., 2002, "Review" of James (2001), *The International History Review*, Vol. 24, No. 4, pp. 923-25.

James, Harold, 2001, *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).

Schumpeter, Joseph A., 1950, *Capitalism, Socialism, and Democracy* (New York: Harper, 3rd ed.).

不再是“发达”经济体

Carmen M. Reinhart和
Kenneth S. Rogoff 著

时过境迁

金融部门犯下愚蠢错误的8个国家

普林斯顿大学出版社，普
林斯顿和牛津，2009年，
463页，35美元（精装）。



2005年，国际清算银行冷冰冰地评价道：“不断上升的国内和国际债务已经创造了全球经济和金融危机的条件”。一年之后，Anne Pettifor在《即将来临的首次世界债务危机》中预言：“所谓的第一世界将陷入债务水平的泥潭，而这一问题自20世纪80年代起就严重困扰着所谓的第三世界。”

在非理性繁荣的海洋中，在被遗忘的历史里，在蔓延的贪婪情绪下，只有上述以及其他少数孤独的声音是正确的——而世界为此付出了巨大代价。

Carmen Reinhart和Kenneth Rogoff在过去的10年中将大部分时间用于研究主权违约。他们已经汇集了跨越8个国家的数量惊人的数据——覆盖了银行业危机、国内和外部债务违约、本币崩溃，以及66个国家的通货膨胀。Reinhart和Rogoff清醒地认识到金融危机表现为一连串的现象——主要归因于诱人的“这次与以往不同综合症”，无论过去和还是现在，我们中的流行观点是：旧有的关于变动的经济法则不再适用于当下。他们雄心勃勃的金融危机定量历史勾勒出了（跨期、跨洲际的）金融危机之间、通货膨胀与国内债务、货币贬值及外部债务违约之间的相似之处。这些违约很少是二进制事件：部分违约或拖延违约较为常见。即

便这些工具被替换，政府也很少充分偿还其债务。大多数“新兴市场的巨额外债削减最终形成债务重组或违约”。

在对金融危机进行归类之后，两位作者将注意力转向主权外债危机。他们阐述了

了主权债务的基本经济学理论，并描绘了区分主权债务和公司债务的特征。舰炮外交据说将在成本一效益测试中失效，但没有人提到强行征收在国际法下同样也是非法的。

Reinhart和Rogoff将外债定义为“一国对外国贷款人的总负债”。国内债务是指所有“政府发行的、受制于国家管辖的债务负债，无论贷款人的国籍和债务主导货币为何者”。在这些定义下，国内发行并由外国贷款人持有的主权债券既被视为外债，也被视为国内债务。这种重叠解释了外债和内部债务的界限为何日益模糊，因此我们需要对其做出进一步界定。

接下来，Reinhart和Rogoff将注意力放在国内债务被遗忘的历史上。其中尤为值得关注的研究结果是：现代对短期债务的偏见是20世纪70年代和80年代“滞胀”的产物。相较于外债，国内违约只有在更严峻的宏观经济条件下才会发生，而拥有充足国内储蓄的国家可以将国内债务作为外部借贷的替代。作者认为，通胀是国内债务违约的默认形式，在通胀伴随着金融衰退的情况下更是如此。他们解释了为何当外债看上去还保持在可持续的水平上时，高水平的国内债务可能最终违约。

他们重新审视了经济增长将使国家摆脱高债务水平这一普遍观

念。逐渐脱离连续违约俱乐部需要花费很长的时间，而且中途退出的几率很高。银行业危机对发达和发展中经济体来说是“同等几率的威胁”，其发生的频率惊人，在世界的金融中心情况更是如此。而且这种危机的再犯率甚至更高。关键的研究结果是，现代银行业危机导致实际政府债务平均上升约86%——绝大多数是间接的，由降低的经济产出和削减的税收收入引起——其通常超出了按照重要性等级进行救市的成本。“银行业危机的真正后遗症是公共债务的提高”，其已经成为“一个多世纪以来银行业危机后果的决定性特征”。

两位作者对本次全球金融危机之前美国不断积累的债务中所谓的无害特征提出质疑。他们指出，2004—2005年间美国“已经吸收了超过2/3的”的所有财政盈余国储蓄的美元。历史重演了。再一次地，“美国与世界其他地区有所不同”这一观点占了上风——这种观点给了美国政府、消费者和公司一张没有清算日期的空白支票。

Reinhart和Rogoff整理的证据表明了发展和发达经济体中金融危机的共同点。但他们排除了“夸张”的逻辑结论，即发达经济体将很快在金融角度上与发展中经济体难以区分。在其看来，美国依旧是“高度发达的全球金融中心”。而2009年西蒙·约翰逊在《大西洋月刊》上雄辩地指出，美国为了减轻负担已经出现沦为新兴市场国家的可能。对发展和发达经济体的旧有分类可能将在本次危机之后不复存在。

Michael Waibel
剑桥大学国际法学院劳特派特中心
博士后研究员

对可怕的贫困的极端衡量

R. Glenn Hubbard和William Duggan 著
援助困局

关于终结贫困的严峻真相

哥伦比亚大学出版社，纽约，2009年，198页，22.95美元（精装）。

《援助困局》的作者R. Glenn Hubbard和William Duggan均来自哥伦比亚大学商学院，他们在书中对如何终结极端贫困提出了根本的解决办法。作者相信新兴经济体的发展援助和非盈利组织的现行体系令穷人依旧贫困，而消除极端贫困的唯一可持续的方法就是振兴商业部门。

传统上，面向发展中经济体的援助被形容为采取两种形式：自上而下和自下而上。《援助困局》的作者发现两种方法都失效了。自上而下的援助常常流向了政府，被腐败的领导和官僚所贪污。

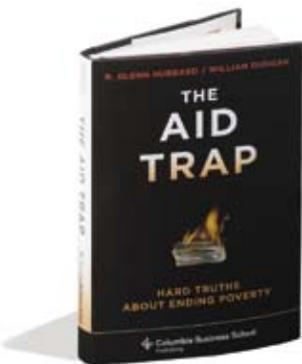
自下而上的援助提供了免费但不可持续的服务，这造成了依赖性，还挤出了市场驱动的商业。作者以千年发展目标以及相关的“乡村发展项目”为例，两者目前是最受欢迎的援助，但最终还是将受制于自下而上援助的分配问题。

作者称赞了有利于商业且广受欢迎的小额贷款的兴起，不过他们认为小额贷款也有其局限。微型企业通常始终保持微型的规模，这常常是因为其成长收到政府的削弱，后者惧怕商业驱动的繁荣将导致外国援助的枯竭。

Hubbard和Duggan建议基于马歇尔计划（其曾成功地恢复了二战后西欧遭受重创的商业部门的活力）采取另一种方法。Hubbard和Duggan针对发展中经济体的现代版马歇尔计划将为当地企业提供贷款，前提是政府同意改革其商业压制政策。这些贷款未来将偿还给当地政府，接着政府可以将其用于对

基础设施的再投资，从而进一步支持商业发展。商业部门的发展将增加收入税，后者能为关键的社会服务（如卫生保健和教育）提供融资。

作者并不讳言他们的计划是对发展中和发达国家的一剂“猛药”。发展中国家将不得不选择或放弃任何形式的援助（除了基本的人道主义援助）。富裕的国家将不得不采取支持自由和公平贸易的政策。这将有可能会消除补贴，例如消除针对生产过剩农作物的美国农场主的补贴（作为面向穷国的粮食援助）。



在短期，相对更强大的外国企业，当地企业将受到更多照顾。但是最终，穷国会发展出繁荣的商业，其将允许一度更加强大的外国企业回到它们的市场。

从理论上讲，这个计划是可行的。但这里存在困难：在需要穷国和富国都做出广泛牺牲的情况下（即便这种牺牲是短期的），没有一种计划能够以其原有的形式存在。

在开篇，作者以本次世界范围的经济危机为例，阐述了商业部门在重建金融稳定性方面的能力。“我们看到了关于繁荣国家的全球共识，即兴旺的商业部门是国家繁荣的源泉，各国认识到当地企业是未来为其大多数民众提供报酬优渥的工作的唯一希望。这些国家正在

采取大规模政府措施，其并非是要取代商业部门，而是恢复它。”

引用最近的事件作为商业如何消除贫困的证据会带来某些问题，即其忽视了商业部门同样是造成了此次经济危机的因素，而这次危机在全球范围内减少上数百万的工作岗位。

是的，商业不是万能的。自下而上的乡村发展项目也不是。当然，自上而下的援助仅使少数人中饱私囊，而非为大多数人创造机会，所以这也肯定不是问题的答案。

最终，答案将如同社会 and 人类本身一样复杂。当世界上希望且需要终结不人道的极端贫困的民众数量到达一个公认的转折点时，极端贫困将被终结。那时，也只有那时，极端贫困问题将在一个具有广泛基础且多管齐下的方案下得到解决，不但满足了各个发展中国家和乡村的需要，还能满足各个家庭的需要。

没有任何单一的宏伟计划能够终结贫困。这其中注定产生波折，时好时坏，而且旷日持久。其将很像部分的马歇尔计划、部分的千年发展目标，以及部分的自下而上和自上而下的援助——以下都是有利于补救措施的关键环节：有利于商业的政策、卫生保健、人道主义援助的大范围分配、对不断蔓延的疾病的预防和治疗，以及令微型企业自由发展壮大的开放的、有利于商业的市场环境。

即便如此，我还是要为Hubbard和Duggan的大胆设想喝彩。他们勇于面对社会中最大的挑战——极端贫困——并构建了变革的实际模式。这是对解决方案的巨大贡献。

Wendy Smith

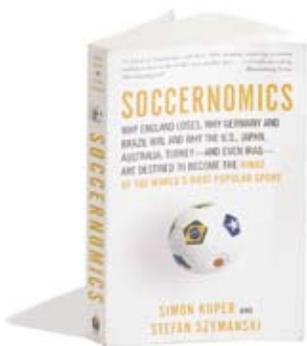
《给一点爱：你的一小笔捐款可以改变我们的世界》一书的作者

公平的游戏

Simon Kuper和Stefan Szymanski 著

足球经济学

Nation Books, 纽约, 2009年, 336页, 14.95美元 (平装)。



你为今年夏天在南非举办的世界杯做好准备了吗？你知道一个国家的收入、人口和足球经验是一支国家队能否突破世界杯首轮的主要决定因素吗？不要迫不及待，检查一下你最喜爱的国家队的情况。上述三个因素只解释了25%的目标差异变化，剩下的75%是不可解释的随机噪声或纯粹的运气——这就是计量经济学对此的研究成果。

在《足球经济学》中，《金融时报》的作家Simon Kuper和杰出的体育经济学家Stefan Szymanski探讨了上述以及其他令人惊奇的事实。在这本关于世界上最受欢迎运动的妙趣横生的书中，他们将学术分析与全世界足球运动员、经理人和球队的轶事熔于一炉。通过罚点球学习博弈论或足球案例学习回归分析将令研究生的经济学课程变得更加有趣。

像雷曼兄弟这样的大型金融机构和足球俱乐部有什么共同点？其又是怎样得到区分呢？它们都受制于道德风险（没有受到惩罚的冒险行为），因为它们通常会得到救助。不过这并不总是成立，就像前几年雷曼兄弟的遭遇。但令人惊讶的是，足球俱乐部很少会消失。是的，有些俱乐部可能会破产（如佛罗伦萨和利兹联队），但Kuper和Szymanski认为，足球俱乐部可谓是最为稳定的经营项目之一。即使少数未获得救助的俱乐部（如佛罗伦萨）也常常在获得资金后以新的名字重新出现，而且拥有和原来相

同的球迷，并以极快的速度重返最高级别的联赛。尽管在好年景时，银行获得了巨额的利润，而足球俱乐部却通常无利可图。两位作者没有发现联赛排名和利润之间的相关性。而且出人意料的是，足球运动员的收入几乎完全解释了英超联赛排名的所有变化。但下次你所支持的英国球队宣布一桩耗资数百万英镑的“年度转会”时，不要过于乐观：特定的转会与球队接下来的联赛排名并没有必然联系。

从书中我们还知道，举办世界杯或欧洲杯减少了欧洲国家的自杀率；挪威显然是欧洲最富激情的足球国度；伊拉克是世界足坛最大的黑马；而半数的英国球票持有者不会在下一赛季保留他们的座位。除非银行倒闭，否则其客户通常不会换另一家银行，但足球迷似乎并不那么忠实。此外，举办这些赛事无法产生任何利润或带来多少经济效益，但它确实能增加人们的幸福感——这是来自幸福经济学领域的重要研究成果。所以即使南非有可能在即将举办的世界杯中赔钱，但其会在这个秋季成为更加快乐的国家——更不用说其他参赛的非洲国家将可能从南非世界杯中受到激励，收获自豪感和快乐。

本书的局限性在哪里？那就是经验证据有时过于集中在英国。经济学家通常会对某种结论提出质疑（可能不包括谈及理性预期或有效市场的时候），所以来自其他国家的更多证据必然将有助于归纳出部

分的结论。同样，通常而言，关于为何穷国在体育方面做得更糟的解释——营养匮乏、疾病肆虐、网络的缺失，以及组织问题——较为流行。但这并没有解释为什么非洲国家在国际足联的U17和U20世界杯上表现出众。尼日利亚队是除巴西队外最成功的U17国家队，共获得三次冠军，而加纳在最近的U20世界杯中夺冠。

“举办这些赛事无法产生任何利润或带来多少经济效益，但它确实能增加人们的幸福感。”

对全球化的支持者而言，问题之一就是中国和印度等国何时能在足球领域中取得成功。反观同为金砖四国（由巴西、俄罗斯、印度和中国组成）的巴西却有着世界上最成功的国家队，而俄罗斯在两年前的欧洲杯中获得亚军。

最后，对拥有大额预算的球队经理提出一句忠告：不要引进在南非世界杯中大放异彩的球星。他们倾向于被高估。应该购买的二十出头的球员和那些你能解决其个人问题的球员（他们都倾向于被低估）。

《足球经济学》不仅将受到足球迷的高度评价，还将受到所有希望将经济学工具运用于精彩的足球世界的人的欢迎。

Heiko Hesse
IMF经济学家，前多特蒙德队的职业足球运动员，德国纪录片《Die Champions》和《HalbZeit》（即将播映）的主人公

拉丁美洲的 美元化程度下降



拉美各国越来越重视本国货币

拉美各国是世界上美元化程度最高的一组国家。在该地区，尽管美元化（即外币取代本币成为一国的流通货币）的程度各不相同，但至2009年年底，其中绝大部分国家的外币存款占银行总存款的比例（这是衡量美元化的常用指标）都超过了30%（有时这个比例更高）。无独有偶，其他某些新兴经济体（例如前苏联国家和东南欧国家）的美元化程度也非常高，达到了30%—70%。

但是某些拉美国家在过去的10年间成功地使其美元化程度大幅下降，特别是那些在2001年美元化程度非常高的国家。其中成效最显著的国家有：玻利维亚、巴拉圭和秘鲁，其外币所占比例分别从93%、66%和76%降至53%、38%和56%。虽然受到全球金融危机的影响，目前这种下降趋势已经缓和，但这些国家的美元化程度仍然低于2001年的水平。去美元化的趋势表明持有本国货币的偏好增加，这可能是由于消除高通货膨胀率所带来的信心增加，以及稳健的经济和财政政策的实施。

拉丁美洲的美元化程度在过去10年间下降

（外币存款占银行总存款的百分比）



什么是美元化？

Cocirculation，即通常所说的美元化，是指一种外币（通常是美元）被当作与本币相同的支付方式和价值储备货币。影响一个经济体美元化程度的因素有很多。其中一个因素是一国的法律框架。例如，某些国家不允许银行接受外币存款；相反的，其他一些国家从法律或事实上都接受外币作为合法货币。另外一个因素是通货膨胀。对于通货膨胀相当严重且变化无常的国家而言，其居民愿意用更为稳定的外币进行商业活动。本币与外币之间的利率差也会对公众的偏好产生影响，而对未来汇率变化的预期也是如此。

并非所有拉美国家的美元化程度都在稳步下降。在智利和墨西哥，美元化的程度在10年前已经相对较低，并一直保持着这一水平。在阿根廷，由于“比索化”政策，其美元化的程度在10年前降至零，但随后又开始上升。而在一些中美洲国家，其美元化的形势并不明朗，在过去的10年间变化无常。

有关数据的说明

数据来自标准化报告表格（SRFs），目前有114个国家向其向IMF统计部报告货币数据。SRFs根据工具、货币和部门来统一各国的报告内容，这使我们可以用其进行高质量的跨国分析。这些数据可以通过国际金融统计在线 www.imfstatistics.org/imf 获得。但此种分析数据中不包括巴西、哥伦比亚和委内瑞拉（这些国家不允许拥有外汇账户），以及厄瓜多尔、萨尔瓦多和巴拿马（这些国家属于完全美元化经济体）。外币存款是指在一国国内银行体系中的外汇存款，包括与外币相关的存款。

本文由IMF统计部的José M. Cartas撰写。

国 际 货 币 基 金 组 织

特 别 邀 请 您

评估IMF新的数字图书馆



www.elibrary.imf.org

每周7天，每天24小时，您可以在线获取相关的IMF研究报告和数据。IMF数字图书馆提供您所需的IMF主要出版物、有影响力的图书、工作论文、研究、数据和统计工具。

请在您的机构中免费试用IMF数字图书馆，使其有助于您的工作。

机构免费试用

我们力图让评估IMF数字图书馆非常方便。如您愿意，欢迎您评估其价值和实用性。评估无需支付任何费用。如果您想要通过机构免费试用来体验我们的信息资料的质量与深度的话，**请联系cwillis@imf.org了解更多的信息。**

IMFe-LIBRARY

领导力与资讯的源泉

Finance & Development, March 2010 - Chinese \$8.00



MFICA2010001