



联合国 经社部

国家发展战略

政策指导说明

宏观经济与增长政策

Shari Spiegel

执行主任

政策对话倡议

纽约哥伦比亚大学

联合国

经济和社会事务部

-2007-

鸣谢

本说明大部分取材自 Joseph E. Stiglitz, Jose Antonio Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo French Davis 和 Deepak Nayyar 合著的《稳定的经济增长》一书（牛津大学出版社，2006 年）。关于本说明所讨论的许多问题的详尽分析，请参看《稳定的经济增长》。关于援助的提供和吸收一节摘录自 Benu Schneider 所写的《援助的提供、管理和吸收》（联合国经社部，2006 年油印本）。

谨向联合国主管经济及社会事务的副秘书长 Jose Antonio Ocampo、主管经济发展的 Jomo K. Sundaram、联合国经社部 Isabel Ortiz 以及哥伦比亚大学政策对话倡议 Sid Gupta 和 Ray Koytcheff 致以谢意。

联合国开发计划署为本说明的编制工作提供资助，经社部对此表示感谢。

纽约，2007 年 6 月

联合国经社部版权所有

本政策说明旨在促进国家发展战略拟订者对一些政策选择加以考虑和讨论。本说明内的分析、评论和数据概由作者编制，并根据审稿者所提意见予以订正。本说明的内容不一定反映出联合国经社部的观点。文内引用其他作者的论述，均一一注明，以示不敢掠美。

序言

2005年联合国世界高峰会议的最后文件吁请各国在拟订国家发展战略时，考虑到联合国过去二十年举行过的高峰会议和正式讨论会所商定的国际发展目标。为了协助各国执行这项工作，联合国经济及社会事务部（经社部）委托专家编写一系列政策说明，以供政府和民间社会的决策者和政策倡议者之用。这些文件讨论了下列关于拟订国家发展战略的主要领域和相关领域：宏观经济与增长政策；贸易政策；投资政策与技术政策；金融政策；社会政策；国营企业改革。联合国开发计划署（开发计划署）为政策说明的编制工作给予慷慨资助。开发计划署同仁也就这些政策说明提出十分有用的建议，并且提供评论意见。

这些政策说明都是由各该领域的专家执笔的，他们运用本身的专业知识，同时汲取联合国在经济及社会领域的经验，就这方对话的成果作总结。不过，政策说明所表达的观点是作者自己的观点，不一定反映出联合国的观点。这些政策说明就如何在国家一级实现联合国发展议程中已综合的国际商定发展目标，提出具体建议。过去二十年来，很多国家实行一些标准的政策，试图解决发展问题。这些政策说明为国家一级的政策倡议者和制定者提供各种可能的选择，并不是要向它们建议任何单一的行动方针。这些文件有助于各国能对它们的政策空间——即它们在拟订国家经济、社会和环境政策以及综合这几个方面政策的实际圆转余地——善加利用，进而扩大这个空间。

各国在国家一级就发展挑战及对策展开辩论，奉劝读者把这些政策说明视为能与上述辩论相辅相成的贡献。国家发展战略以实现长期经济增长、社会均富以及保护环境为最终目标，政策文件所讨论的问题全是总体政策中作为国家发展战略的基础的重要部分。



联合国

主管经济及社会事务的副秘书长

José Antonio Ocampo

纽约，2007年6月

目录

	页次
一. 引言	6
二. 宏观经济目标	6
稳定与增长	6
通货膨胀	7
通货膨胀对增长的影响	8
抑制通货膨胀的代价	12
国际收支	12
失业与贫穷	13
三. 财政、货币和汇率政策	14
财政政策	15
税收来源与政策限制	15
借贷限制	15
援助的提供和吸收	15
筹集公共资源	16
财政政策的效力	20
财政政策扩大经济周期的偏向	22
财政政策的替代措施	23
财政政策会计：结构性赤字和主要赤字	23
公营——私营伙伴关系的管理	24
自动稳定措施：财政稳定基金	25
反经济周期的课税政策、低成本刺激以及其他财政政策选择	26
货币政策	27
货币政策的效力	27
货币政策工具	30
间接货币政策工具	31
直接机制和其他微观经济措施	31
慎重法则的宏观经济方面	32
汇率政策	34

贬值的 影响	35
对 总需求和增长 的影响	35
对 通货膨胀 的影响	36
实际资产负债表 效应	37
关于 汇率制 的辩论	38
固定 汇率制 和浮动 汇率制	38
对 外汇市场 的干预	39
中间汇率制	41
微观经济措施	41
政策 规则 和 机构设计	43
规则与自行酌定 针对通货膨胀与针对外汇	43
中央银行的任务规定	44
独立的中央银行	45
四. 资本 市场 干预以及开放经济的其他政策选择	46
资本 市场 干预	46
基于物价和数量 对 资本流入和流出 实行管制	46
软管制：鼓励市场分割	48
慎重法则的间接干预	49
发展中国家公共部门 债务管理	52
结论：微观经济干预 和其他非正统的措施	54
五. 参考 书目	55
重点评注	
评注一 通货膨胀对 贫穷 的影响	11
评注二 对 跨国公司 课税	19
评注三 防治 荷兰症	42
评注四 会计 框架	50

宏观经济与增长的政策说明*

一. 引言

自 1990 年代以来，许多发展中国家在使通货膨胀率下降以及减少财政赤字和国际收支中经常项目赤字方面，成绩亮丽。然而，在实现宏观经济产出稳定和可持续经济增长方面则大为逊色。这主要是因为稳定政策集中于物价稳定——尽管对吸引投资和宏观可持续发展真正重要的不是物价稳定而是**实际稳定**。

本政策说明提出一个框架，以设计能实现**实际稳定和增长**的宏观政策。这个框架立足于这样的观点：需要有更广大的目标、财政和货币政策以外的其他手段（包括资本账户管理、管制和其他宏观经济手段）以及政府与私营部门发挥平衡的作用。除此以外，决策者需要协调财政、货币和汇率政策并且根据国情设计具有灵活性的方案。

本政策说明分三节。第一节讨论宏观经济目标以及制定更多政策目标的需要。第二节检视宏观经济决策的传统工具：财务、货币和汇率政策。第三节探讨宏观经济管理的任择工具，重点放在对资本市场的干预。所讨论的一些问题，例如国营部门筹集收入，对低收入和中等收入国家的当前政策选择是相关的。有些分节，例如援助方式、援助和“荷兰症”以及在一定程序上，货币政策的直接机制，对低收入国家较为适切。有许多问题，例如关于慎重法则和结构性赤字会计的一些讨论，则适合具有比较高的行政能力的中等收入国家。但希望这些讨论让所有决策者明白可运用有创意的措施以克服市场的失败。

二. 宏观经济目标

首先谈一谈宏观经济决策的目标。最广义来说，经济政策的目标是以公平和可持续的方式实现社会最大的长远福利。近年关于经济政策的讨论大多集中在中间变数，例如物价稳定或国际收支。不过，中间变数就其本身来说并不重要，它们的重要性主要来自可能作为真正重要变数（诸如经济增长、发展和产权）的经济绩效指标。例如，物价稳定应视为实现重要的长远目标（诸如高效率和长期增长）的工具。宏观经济决策者应把注意力集中在“实际宏观经济”、生产能力的使用——尽量发挥资本和劳动力的潜能——以及生产率的提高。

稳定与增长

人们真正关心的是实际收入的稳定和增长。增长所以重要是显而易见的：增长率即使是窄幅变化，好比说 2.5% 至 3%，经复合计算，时间一久，便相当可观。以 2.5% 的年增长率来说，收入每 28 年就增加一倍；若年增长率是 3%，每

* 这个政策说明系由纽约哥伦比亚大学商学院政策对话倡议主任 Shari Spiegel 编制。如有评论意见和访问可联系 esa@un.org。

23 年就翻一番。

公司在作投资决定时，它们关心的是产出和实际经济的总体稳定，而不单单是物价稳定，高度不稳定造成不利的国内宏观环境，这也许就是资本累积率低的关键因素：公司进行投资的诱因比较少，经济增长减缓。同理，现今能使资源得到更充分利用的经济政策，也会导致将来收入的增加。它的含义就是，增长和稳定未必如保守经济学家所说的两者不可兼得。

稳定与增长两者是分不开的。一般来说，实行短暂性稳定政策会产生长期的效果。如果现今的经济产出下降 10%，十年之后，产出估计至少要比原先产出未下降前对十年后的产出估计低 10%。这意味着经济下降的效果是持久的。即使象大韩民国和马来西亚这两个被经济学家视为已从亚洲经济危机充分恢复过来的国家，它们的经济增长趋势要比亚洲经济危机发生前几十年确立的趋势低 10 个百分点。

稳定（及稳定的方式）与增长之间有一些直接关连。依靠替代措施以稳定经济（例如大韩民国和马来西亚在亚洲危机期间大量增加公共开支，又例如智利和马来西亚在 1990 年代繁荣期间管制资本流入）比完全依靠调控利率对长期增长所造成的不利效果要少一些。完全或者过度集中在稳定物价，对增长会产生不利的影响。

通货膨胀

虽然主流经济学把重点放在物价稳定，把它订为主要的政策目标之一，但是稳定物价到底起了哪些作用，这一点相当混淆。通常的说法是，通胀率高显示政府（财政和货币管理当局）有失职守。因此，人们关心通胀这个变数，不是由于它们本身的作用，而是它是经济绩效差的**指标**。不过，这种分析有两个方面的问题。第一，许多人开始把这个指标视为政策目标。第二，通常假定的通胀与实际变数之间的密切关连也许不存在。

所有经济政策都涉及“抉择”，问题是使通胀率下降的好处是否大过付出的代价。自 1991 年以来，大多数发达国家和发展中国家的通货膨胀相当温和，许多国家的通胀率都较低。如果通胀属于中度或低度，进一步降低通胀的好处有限，而代价则增加，当抑制通胀的唯一手段是实行传统的收紧银根政策时，情形尤其是如此。下文将讨论到这样做，短期内会减少就业机会，长期而言，会使经济增长减缓。

现今发展中国家对抑制通胀的重视主要出自对 1980 年代几个拉丁美洲国家**超级通胀**历史的认识。此外，在 1990 年代初期，中欧和东欧一些转型期经济也发生通胀率非常高的情形。但亚洲国家很少经历超级通胀，非洲国家的经验与拉丁美洲国家的经验迥异。

一般都有这样的共识：超级通胀的经济代价很大，遏止超级通胀是首要任务。超级通胀乃至高度通胀和不确定程度的通胀，使人对相对物价的变化极难捉摸，这对物价传达信息的可靠程度以及资源使用效率造成非常不利的影响。由于钱愈来愈不值钱，公司和个人花钱速度加快，行为异常。有此国家为保护个人不受通胀波及，机构安排方面耗资甚巨。如果通胀率比较温和（好比说 15%至 20%），这方面的花费会低得多。

通货膨胀对增长的影响

几无迹象显示中度通胀对经济增长会有相当不利的影晌，在通胀不低的期间，实际增长率有时候还挺不错的——远高于处境相同但已使通胀下降的国家的实际增长率。表 1 检视了发生过高度通胀和超级通胀情形以及低度和中度通胀情形的一些国家的经济增长。非常高的通胀和超级通胀一般同经济低增长或已显露的经济衰退相关连，尽管其中也有例外，如 1979 年至 1985 年的以色列。

中度通胀率经常伴随着快速的经济增长，如 1965 年至 1974 年阿根廷，1965 年至 1980 年的巴西，1986 年至 1996 年的智利以及 1992 年至 1998 年的波兰。作为一般主张，说通胀率低会促进经济增长是不正确的。上述国家中有几个，例如 1994 年至 2001 年的阿根廷、1996 年至 2003 年的巴西以及近年的以色列，通胀率低阶段也出现在经济增长最缓慢的期间。¹

¹ 关于通货膨胀危机和稳定方案的个别研究载于 Bruno et al.(eds.) (1988 和 1991)。关于一般性讨论，见 Bruno (1995)。

表 1

	年份	低度通胀		高度通胀		高度/超级通胀	
		通胀	增长	通胀	增长	通胀	增长
阿根廷	1965-1974			30.5	5.1		
	1975-1987					259.4	0.9
	1988-1990					1912.2	-4.2
	1991-1993			69.1	10.1		
	1994-2001	0.7	1.4				
	2002-2004			12.2	1.6		
巴西	1965-1980			36.2	7.9		
	1981-1986					150.4	2.2
	1987-1995					1187.8	2.0
	1996-2003	8.5	1.7				
智利	1965-1971			25.7	4.6		
	1972-1977					269.9	-0.6
	1978-1985			26.9	3.5		
	1986-1994			18.9	7.4		
	1995-2003	4.8	4.5				
以色列	1965-1970	4.7	8.0				
	1971-1978			30.3	5.5		
	1979-1985					181.5	4.0
	1986-1996			17.9	5.4		
	1997-2003	3.8	2.2				
波兰	1981-1987			31.2	1.0		
	1988-1991					233.8	-3.7
	1992-1998			27.2	5.4		
	1999-2003	5.1	3.5				
土耳其	1968-1970	5.4	4.7				
	1971-1977			17.5	6.1		
	1978-1980					71.4	-0.5
	1981-1987			37.9	5.8		
	1988-2001					72.8	2.8
	2002-2003			35.1	6.9		

资源来源: World Bank WDI/EBRD. Dataset from Bruno, Michael and William Easterly (1998); Inflation Crises and Long-run Growth, Journal of Monetary Economics, 41(1), February, pp.3-26。

一个不易解答的问题就是这些国家的经验为什么有如此大的差异?标准的统计技术在理论上能确定通胀是否同低经济增长或者社会贫富差距扩大相关连(在

排除所有其他变数的条件下)。这类跨国回归分析² 虽不是毫无缺点,³ 它们都指问这样的结论: 只要通胀率不过高——不超过 20%左右⁴ ——通胀同经济增长的关系并不密切。

比较有问题是预料不到或者骤升的通胀。在通胀骤升的情形下, 利率波幅过大给某类国家带来严重问题——公司信贷大量资金的一类国家, 亚洲经济危机期间这种情形至为明显。那些背负大量短期债务的公司不得不以极高的利率重新融资, 而利率上升导致许多公司破产。当然, 如果在经济危机发生以前, 有过利率波幅过大的经验, 公司也许首先就不会大量举债营业(指短期的债务), 而通胀骤升所造成的影响也会小得多。如果公司认识到高利率经常出现, 它们将减少借债数额。但是, 如下文所阐明的, 这样做也会对经济增长造成重大的不利影响。

在诠释数据时还有这样的问题: 对经济体系的冲击经常导致通货膨胀, 但是通货膨胀不一定是原因——通货膨胀只不过是外来冲击的征兆。通货膨胀本身是一个内在变数, 应当在模型之内加以解释。例如, 1970 年代石油价格上涨导致世界大部分地区出现通胀; 经济增长减缓而且贫穷加深。问题的根本原因不在于通胀率, 而在于石油价格偏高。由于需要花更多资源购买石油, 可用于经济增长的资源相对减少。关于这一点, 石油价格冲击对拉丁美洲国家经济造成的后果尤其能够说明问题。在 1970 年代, 拉丁美洲国家大量举债以维持经济增长, 但这个战略的长远代价十分巨大。在美国把利率提到极高水平时, 许多国家只好拖欠债务, 从而引进了 1980 年代“失去的十年”。⁵

诚然, 决策者应当推行政策, 以减少‘冲击’的影响, 并且促进就‘冲击’作出广泛的调整。如果政府为了应付通胀宏观经济政策从紧, 但没有采取措施促进广泛的调整, 其经济情形可能会更糟糕, 因为‘冲击’已导致经济衰退。

² Levine and Renelt, 1992; Levine and Zervos, 1993; Bruno and Easterly, 1996 and 1998; Stanley Fischer, 1996。

³ 上文所述的简单回归模型有几个方面的问题, 其一是它们往往不能充分说明国与国之间经济结构的重大差别(如本节所讨论的)。

⁴ 许多研究都得出相同的结论: 在通胀率低于一定水平的情形下, 通胀同经济增长之间的关系在统计学上不具有意义。它的含义是, 在通胀率低于某一水平的条件下, 通胀同经济增长并开直接关系的学说是站得住的。Barro (1997) 的分析结果是在通胀率低于 20% 的情形下, 经济增长同通货膨胀的关系在统计学上并无意义(或者意义极小)。Ocampo (2004 b) 的研究结论是: 自 1970 年代中期以来, 通胀率须超过 40%, 它同经济增长之间才出现具有统计学意义的关系。其他一些人的研究结果是: 两者之间的关系虽然极小, 但具有统计学上的意义, 即通胀率增加 3% 至 5%, 它同经济增长之间就出现具有统计学意义的关系(这在统计学上同零是有差别的)——但差别非常之小, 只要通胀变化不大, 对经济增长的影响几乎是觉察不到的。

⁵ 关于“失去的十年”这个问题的辩论相当多。参看 Ocampo (即将出版); Stiglitz (2003a) 提出这样的论据: 问题不是进口代替战略走进死胡同而是继美国联邦储备委员会 1980 年代早期高利率政策之后, 出现完全预料不到的前所未有的国际高利率。

总的来说，通胀的上限显然因国而异；但一般来说，我们认为它远高于 1990 年代后期和 2000 年代初期大多数抑制通胀方案所提倡的极低水平。中度通胀不见得不利于经济增长，而过低的通胀（旨在稳定物价）实际上可能对经济增长是不利的。

重点评注一：通货膨胀对贫富的影响

针对通货膨胀的一大堆批评中，有一条是指‘通货膨胀是最无情的方式征税’——它对穷人伤害尤其大。在有些情形下，通货膨胀显然对某个阶层的造成特别不利的的影响。例如，1980 年代后期阿根廷的超级通胀对穷人伤害至深，结果稳定了物价，产生了正面的后果。不过，在更大的范围来说，到底谁——穷人还是富人——受通货膨胀的伤害较大，有关证据实际上是模棱两可的。通货膨胀对贫富的影响取决于社会机构和市场机构以及经济指数化情形是否普遍。

票面金融证券（例如债券和贷款）的债权人和持券人受到通胀率骤升的伤害至为明显。富人多拥有金融性资产（同收入的分配相比，金融性资产的分配更加不平均），所以通胀对富人造成不利的的影响。在大多数工业发达国家，社会安全福利是同物价指数挂钩的（指数化），所以靠这些福利金生活的退休穷人，得到充分的保护。同工业社会的情况相比，许多发展中国家的社会安全福利十分有限或者缺如。在这些国家，通货膨胀对贫穷的老年人所造成的冲击比较大（尽管亲属困厄相助的传统以及非正式组织和机制提供援助能稍微减缓冲击。）

通胀对工人的影响视乎他们的工资是否得到调整而定。在曾经发生过通胀方面问题的国家，长期合约通常有工资按物价指数调整的规定。不过，在发展中国家，许多工人没有工会组织。在这些国家以及从未发生过不利的通胀情形的国家，对相当一部分工人来说，指数化措施不是常态。于是通胀对工人的冲击程度视乎公司是否因劳工市场的竞争力强不得不加薪或者为维持工人的生产率（如“效率工资”理论建议公司所做的）而实行加薪。⁶

通货膨胀对社会各阶层的影响也取决于经济哪些部门受到冲击。如果基本食粮或必需品的通胀率最高，对城市穷人的冲击比较大（假定他们的收入没有得到相应的调整）。另一方面食粮涨价也有助于农人和农村穷人。此外，如果主要是进口的奢侈品出现通胀，对穷人的冲击甚微。

不过，总的来说，通货膨胀——只要它对经济不造成严重的不利影响——对债券持券人的伤害高于对社会大多数其他成员（这当然也视乎市场机构而定）。这个结论符合观察得到的‘政治经济学’：金融市场最关注的似乎是抑制通胀，其关注程度远远超出其他行业、公司或工人。

⁶ 如果这些公司不实行加薪，部分工人可能会转到那些按物价指数调整工资的公司。此外，许多公司支付的工资超出为吸引和留住工人的下限。还有，高工资才能确保工人营养充足以维持高生产率。参看 Shapiro and Stiglitz, 1984。

抑制通货膨胀的代价

将通胀维持在低水平有好处，但也要付出代价，这需要权衡利弊。当然，代价视乎抑制通胀的方式而定。可是，不论采用哪些抑制手段至少在短期内，⁷ 失业率上升，而就中期来说，确有经济增长减缓之虞。

反对高通胀的论据之一就是经济效率受损，但是，运用收紧银根的方式抑制通胀一样也会造成损害，1993年至1998年，俄罗斯拼命收紧银根——其理由是抑制通胀非这样做不可——对经济效率造成了极不利的后果：所有贸易的60%至80%必须通过实物交易进行。提高利率来抑制通胀也会造成许多公司破产，尤其是在公司大量举债经营为时尚的国家，例如东亚以前的情形。

依靠货币政策来稳定经济也会导致利率波动过大。利率高和波幅大使筹资费用昂贵。在发展中国家，证券市场起不了作用，所以外部资金筹措以债务形式为主。如果公司不愿举债，就需要靠内部筹款以应付周转资本的需要，但做到这一点非常之难。利率高和波幅大有损资本市场的效率，使经济增长率进一步下降。

国家政府有时候在处理问题（例如通货膨胀）的同时又激化其他问题。抑制通胀的一个方法是让货币升值，进口货相对来说价格会下降，总需求和国内物价上升的压力也就减少。即使国家政府不是有意要抓币值问题，提高利率来抑制通胀，该国货币的汇价总会升值。显然通胀会因此降低，但也会付出其他代价，币值上升对出口不利，对那些同进口货竞争的部门不利，也对创造就业机会不利。由此造成的入超可能导致日后的国际收支问题，其严重性可能超过单单是通货膨胀所引起的问题。

国际收支

国际收支，象通货膨胀一般，属于中间变数，就它本身来说，其重要性比不上它对更令人关注的变数（例如稳定和增长）的影响。要评估国际收支与一些更基本目标之间的关连，有时候不大容易（就象通货膨胀与更基本目标之间的关连难以评估）。国家政府一般试图维持大致上的国际收支平衡——但这一说法的含意有时也不明确。一些国家，例如美国，长期维持巨额入超，不曾发生严重问题，另外一些国家短期出现数额比较小的入超，就出现问题。

在1970年代初期以前，普遍流行的是固定汇率。进口值超过出口值的国家需要向国外信贷或者出售国际储备以弥补差距。最后，一国的国际储备可能会用完，债权人再也不肯贷款，终导致经济危机。

⁷ 有些专家提出这样的论据：长期来说，抑制通胀和经济增长可兼而有之。（宣称Phillips曲线为纵向。）这一学说在实践经验方面缺乏令人信服的证据，即使这样的学说成立，也不排除短期内抑制通胀和经济增长两者不可兼得。

如采用灵活汇率，事态发展的先后次序稍有不同，但结果都是一样的。一国大量举债，贷方和其他投资人可能对该国突然失去信心，想把他们的钱收回来。当投资人把钱汇出境外，汇价就会骤然贬值，境内的人在偿还美元面额的短期债务时负担会增加。

向国外借贷会产生短期和长期的后果，但是这些后果的性质取决于到底是哪些事情引起信贷。如果贷款用于生产投资，而收益率高于所付利率，这有助于经济增长。投资人将看出经济稳定性已提高，应当对该国经济更有信心。可是，向国外借贷需冒外国货币升值的风险，因为本国货币贬值使得相对于国内生产总值的外债数额增加，此外，短线投资人通常只看一国资产负债表中的一个部分——财政赤字和贸易赤字的数额。他们通常不去研究到底是哪些事情造成财政赤字和贸易赤字。因此，即使资本流入用于生产投资，当短线投资人担心赤字数额上升，资本流入仍然可能造成经济不稳定。

然而，资本流入（特别是短期流入）通常用于增加消费。那么外国投资人担心一国偿还债务的能力也许是有道理的。于是国际收支不平衡可能预示危机的来临，将使社会付出重大代价。例如，阿根廷在资本流入的刺激下，1996年至1997年出现了由消费带动的经济迅猛复苏，而通货膨胀率维持在零的水平。其后每年国内生产总值平均增长6.7%。但国际收支中的经常项目赤字相对于国内生产总值的百分比增加了一倍，同时失业人数居高不下，继经济复苏后是四年经济衰退（1999年至2002年），在这段期间国内生产总值下降18%，失业率上升。

失业与贫穷

宏观经济政策的一个重要目标应当是在可能的范围内，做到尽量接近全面就业或者充分利用劳动力。经济学家认为部分失业是必需的，因为工人从一个工作转到另一个工作需要花点时间，不过，一国生产能力利用不足超过某一水平时，显然是资源的大浪费。决策者面对的问题是要达到哪个水平，他们才应当开始关注失业问题。下文将讨论到，在失业和通胀之间一般要作出抉择。经济学家经常提出这样的问题：在不引起通胀的情形下，失业率可降低到哪个水平？（对发展中国家的失业率，大概也可以提出类似的问题，不过这方面缺乏有系统的研究）。

许多经济学家认为，既然失业人数低过某一水平即引起通货膨胀，把失业人数维持在这个水平上，这就是全面就业的定义。这个定义有它的缺点：这个水平（有时称为不加速通胀的失业率）不易掌握，而且常有变化。在1993年，根据美国当年的经济知识，不加速通胀的失业率约为6.0%至6.2%。后来失业率下降低于这个水平却未引起通货膨胀，大家都清楚看到，在失业率远低于“通胀鹰派”所说的水平，经济运作如常，决策者需要考虑一些重要的抉择：降低失业率会引起通胀，也许更重要的是，抑制通胀会导致失业率上升和贫穷加深。

失业和就业不足是贫穷和贫富差距扩大的两个最重要来源；在大多数发展中国家，失业者注定生活贫穷和受人排斥。大量失业的情形也使工人讨价还价的能力减弱，导致工资下降，进而扩大贫富差距。但是失业对贫穷和贫富差距的影响尤其大，是有其他的原因。首先，高失业率通常对技术不熟练工人造成最大的伤害。经济中有所谓“工作阶梯”，处于最低层的是毫无技术的工人，处于最高层的工人技术最熟练，在工作短缺的时候，高层者就会抢走低层者的工作。这就是为什么无技术工人在失业率上升时会首当其冲。⁸ 其次，高失业率压低了工资，进一步扩大贫富差距。第三，在许多国家，特别是发展中国家，根本没有失业保险，或者失业保险金少得可怜，而且大多数工人手边的储蓄非常有限。因此，失业时间一久，储蓄用光，任何用作抵押的“资产”通常都跟着丧失。

显而易见的的是，两个主要目标——维持低失业率和低就业不足与消除贫穷——通常是相辅相成的。由于同样的原因，一些促进经济增长的政策同时有助于消除贫穷。但另外一些政策可促进经济增长却不消除贫穷，或者促进经济稳定却不刺激经济增长。这些都是重要的抉择，尤其是当决策者把重点放在中间变数。下一节将检视宏观经济的政策工具及相关的抉择以及如何使用这些工具达成短期和长期经济目标。

三. 财政、货币和汇率政策

财政政策、货币政策和汇率政策是国家政府用来稳定宏观经济的三个标准政策工具。关于上述各项政策工具的效力，经济学家意见纷纭，莫衷一是。例如，有些经济学家指出无论在哪个国家，财政政策和货币政策都是成效不彰的。另外一些经济学家认为它们都是重要的政策工具，但所起作用取决于一国的经济条件。此外，执行政策的方式也很重要：不同的工具对效力、产权、发展和增长有不同的影响。

关于政策工具的讨论常常纠缠不清，这是因为国家政府在推行一项政策时无法完全不受其他政策的束缚。例如在固定汇率制度下，由于既定的财政和货币政策，国家政府所选择的外汇率也许不能长期维持。对开放的资本市场来说，情况更是如此，因为货币政策或财政政策的选择会引起资本流出或流入该国，对固定汇率造成压力。

下文将检视上述各项政策的效力。此外，也会讨论政策协调的重要性以及政策协调对基本政策选择，包括决策的机构框架在内，的影响。

财政政策

⁸ Furman and Stiglitz, 1998。

关于财政政策的很多辩论，总把重点放在发展中国家是否需要维持从紧的财政政策。相当多经济学家认为应当避免财政赤字，因为它“挤掉”私人投资，会导致投资者失去信心，而且造成通货膨胀。典型的凯恩斯经济学派强调在经济面临衰退的情形，财政政策是刺激经济发展的有效工具

不过，即使相信财政政策在发达国家是有效工具的经济学家也认识到，发展中国家在经济萎缩期间依靠财政政策（这应当是作赤字开销的时候）会遭遇重大障碍。许多国家为公共开支筹资时发觉借贷所需经费不易或者费用高昂，而那些借到资金的国家冒着负重债的风险；日后偿还贷款会特别感到吃力，尤其是运用资金投资结果欠佳的时候。

税收来源与政策限制

借贷限制

1994 年成立国际货币基金组织的主要原因之一就是协助不景气的国家为赤字开支筹资，以发展经济。创始国认识到国家间相互依存的关系，也就是说一国经济萎缩对其他国家会产生不利的影响。它们还认识到资本市场有它的不足之处，有些国家，特别是最需要资金的重债国家，有时候根本借不到资金。近代的资本市场学说指出资本市场资讯的提供完全不对称，而强制执行的费用奇昂，所以出现信贷配给的情形不是没有原因的。⁹ 在实行信贷配给时，国家政府不得不实行扩大经济周期的财政政策，不得不在经济衰退期间削减赤字开支，从而加剧经济衰退。

依靠多边贷款和外援的国家往往不得已地奉行扩大经济周期的政策——那怕多边贷款本身具有反经济周期的性质。一般来说，贷款给公营部门的附带条件也产生相同的效果：它往往造成扩大经济周期的行为。这是因为大多数贷款的附带条件包括了名义上的财政目标，这意味着在衰退期间，税收下降时，一国政府只好削减公共开支以达成目标。附带条件造成扩大经济周期，外援又带有扩大经济周期的性质，从而加深扩大经济周期的倾向。

援助的提供和吸收¹⁰

自从联合国大会于 2000 年商定“千年发展目标”以及各国于 2002 年达成关于筹资促进发展的蒙特雷共识以来，有关方面努力争取发达国家的支持，把发展援助提高到国民收入的 0.7%。此外，援助方式也有改变，直接预算支助渐多。

对援助者和受援国来说，这个新环境带来了挑战。大多数人不免有这样的想法：援助增加会导致公共开支的增加。他们所不了解的是，这只满足了一半条件

⁹ Stiglitz and Weiss, 1981; and Eaton and Gersovitz, 1981。

¹⁰ 本节录自 Schneider (2006)。

——受援国必须吸收援助，才能真正受惠。愈是在好时光，财政部官员愈需要同中央银行的官员进行协调。外部既已提供预算支助，内部协调至关紧要。

援助资金的提供，如其他外资流入，对汇率、利率和国内物价都造成冲击，本政策说明稍后部分对此再加讨论。由于捐助者的资金流入换成当地货币，流动资金增加，利率和汇率可能出现逆转，特别是资金流入量波幅大的时候。捐助者的资金流入可能造成汇价升值，时间一久，可能导致定值过高的现象，称为“荷兰症”。下文汇率政策一节将讨论这个问题。

能预测一段时期的援助资金流入是有效运用这些资金的先决条件。但是，援助资金流入，象其他资金流入一样，往往随着捐助国的经济周期、对受援国政策的评价以及捐助国政策的改变而有起伏。承诺数额与实际支付数额之间的差距也使波幅扩大。实况调查显示援助资金流入的波幅大于其他宏观经济变数的波幅，例如国内生产总值或税收。此外，捐助国通常共进退，出现羊群行为。对捐助国来说，减贫战略文件、减贫增长贷款机构和国别政策机构无形中提供了评等信号，对雷顿森林机构传递的信息，他们亦作如是观——在许多方面来说，这同私人投资者的反应相似。因应援助资金流入减少，受援国政府加税和削减开支等政策调控的代价相当大，因为这加强了援助资金流入减少的周期性冲击。同其他资金流入相似，援助资金流入大幅波动也影响到银行界的资产负债表以及可资提供的信贷。将在本政策说明稍后部分讨论这些问题以及一国政府为处理波幅大的资本流入可采取的政策措施。

在国际一级，也需要作出政策回应，就是配合援助国经济长期发展战略，尽量分期分批地提供援助资金。援助国在其预算周期之初即应作出援助的承诺，让受援国知道它能指望的援助数额，以便进行规划。援助国应当作出中期或长期承诺，那怕由于预算限制对稍远年份只能提供指示性数字。中央银行于是可管理援助资金流动以避免因捐助者支付数额波幅造成突发性的紊乱，财政部由是亦可筹资支付短绌之数。

决策者也需要作长远的考虑，在作出决定时，认真处理一些棘手的问题。现在用援助资金来扩大公共部门投资，日后在援助资金流入量减缓的时候，政府能否维持这样的开支水平？如果是无法维持，最初的开支是否因此浪费掉？国家政府需要设计一些政策，通过维持和持续地提高国内税收的办法，减少对援助的依赖。

筹集公共资源

为公共开支筹资和减少对援助的依赖的最有效方法就是筹集国内资源。许多穷国税收款额小，从而限制了政府的重要开支。它们因此不得不借贷或者依赖援助资金流入，以资助基本的发展需要。由于外部资金提供的波幅大，而且公共部

门对长期发展可发挥重要作用，国家政府能否筹集国内资源是十分关键的。一国政府只有提高税收，才能维持长期的国内投资以及财政政策的灵活性。¹¹

平均来说，穷国的税收作为国内生产总值一个百分比仅及富国税收的三分之一。¹² 即使比较富有的新兴市场国家，例如印度，相对于国内生产总值来说，国内税收偏低。大多数发展中国家的直接税，例如所得税，在全部税收中只占一小部分。例如，拉丁美洲和亚洲所得税、利润税和资本增值税只占经合发组织国家这方面税收的三分之一到二分之一。¹³

大多数发展中国家的税收依靠间接税。1990年代和2000年代的许多改革推动了自由化议程，把其他间接税，例如关税和其他贸易税转成附加增值税。附加增值税是一种消费税，而不是投资所得税，许多正统经济学家赞成转成附加增值税，因为他们认为其他形式的课税使投资的诱因不能起应有的作用。不过，附加增值税也是对正式部门征税，因此对那些有很大的非正式部门的国家来说效果不彰。在这些国家，附加增值税的作用与其说是对附加值课税，不如说是销售税。实际上，附加附加增值税会鼓励公司留在非正式部门以避免课税，从而妨碍了正式部门的发展。¹⁴ 附加增值税也是累退税，就是说作为收入的一个百分比，穷人付出要比富人多。可采用多种税率（例如奢侈品税率较高，食物和药品税率较低或者不课税），使附加增值税带有累进税的性质，不过，这需要具有更多的行政能力。¹⁵

总的来说，转成附加增值税的最后结果是税收有所减少。货币基金组织2005年的研究结论是取消贸易税后，通过附加税收回这方面的税款只有原来的30%。由于管理和征收方面的困难，附加增值税所得通常都比预期的少。

国家政府应尝试以简单、透明度高的方式把税收来源多样化，而不是依靠一种间接税，例如附加增值税。资本增值税减免或者财务收益的低税率都是嘉惠富人，减少这一类的免税额和扣除额，税收自然会增加。许多经济学家反对课征资本增值税，因为这是对投资来源课税，但是在许多发展中国家，以资本增值或红利的形式申报收入是为了避免其他形式的直接课税。此外，直接课税与经济增长率之间的关连似不明显。FitzGerald的研究结果是拉丁美洲的经济增长，基本上与税

¹¹ 国内资源筹集数额小，限制了政府运用财政政策的能力——在衰退期间降低税率，政府负担不起，在繁荣期间，提高税率它没有能力。

¹² Gordon and Li, 2005。

¹³ FitzGerald, 2006。

¹⁴ Emran and Stiglitz, 2005。

¹⁵ Baunsgaard and Keen, 2005。

率高低无关；即便是经合发组织的国家，经济增长与直接课税之间的关系也不密切，而且到底有哪些负面影响也是不明确的。¹⁶

虽然世贸组织对运用贸易税的能力作出限制，在世贸组织的管辖范围内，仍有贸易税的运用空间。例如，可针对奢侈进口货课税；或者在世贸组织关税科目中对农产品和工业品采用可变关税率（贸易政策说明对这些税目和其他有关贸易税目有详细讨论）。国家政府还可课征出口税，向出口商收取他们因货币贬值而获利的部分所得。例如，阿根廷在 2001 年披索贬值后，课征出口税，收得税款约为国内生产总值 2.5%。¹⁷

为了减少逃税的情形，国家政府不妨设计一些‘防范逃税的税目’，借重非自行酌定且随时观察得到的税务工具。这种措施包括对财务交易课税。阿根廷、巴西、印度和大韩民国等对银行借项征收财务交易税。例如，巴西财务交易税的税收约为国内生产总值 1.5%。¹⁸ 这种课税还有一个好处，就是提供了关于公司交易的情报，使政府当局能收到更多的税款和追查一些逃税的公司。大韩民国也执行类似的方案，提供信用卡补贴，从而降低使用现金的诱惑力。目标就是把现金交易转成以有迹可寻的媒介进行交易。¹⁹ 这类课税一般有这样的风险：反而会鼓励公司在正式银行业部门以外进行交易，但是在银行业务比较发达的国家，这类课税很有成效。此外，在繁荣期间和泡沫期间，这类课税减缓了财务交易，从而起到反经济周期的作用。

关于非自行酌定的‘防范逃税漏税的税目’的例子包括：对奢侈品课税，例如豪华汽车或房屋。对于这些种类，税务机关应把重点放在观察得到的。例如，对房屋买卖课税也许比对房屋的价值课税更有效。奢侈品课税在繁荣期间也有助于促进反经济周期的决策。

此外改进税务管理对增加税收十分重要。例如，坦桑尼亚实行税务改革，在 1998 年至 2003 年期间，税收增加 47%。²⁰ 布宜诺斯艾利斯省实行改革，导致直接税收入增加，例如汽车牌照税（从 50% 增至 90%），房地产税（从 40% 增至 70%）以及公司所得税。关于改进税捐稽征和减少逃税漏税的其他建议包括：让税务员得到更多和更精确的情报，各个不同部门彼此交流情报（例如所得税、附加增值税、关税等），并且使房屋地籍以及金融性资产登录册更加完善。

¹⁶ FitzGerald, 2006。

¹⁷ Centrangolo: IPD 阿根廷税务个案研究（即将出版）。

¹⁸ Oliveira: IPD 巴西税务个案研究（即将出版）。

¹⁹ Jun: IPD 大韩民国税务个案研究（即将出版）。

²⁰ Culpeper and Kappagoda, 2006。

上文提及，在大多数发展中国家，收到的所得税数额不大。由于直接税税款低以及对间接税税收的依赖，目前发展中国家间接税征收水平与发达国家的差不多。有些经济学家提出论据，如果要大量增加税收，这些国家现在也许需要改进直接税课征工作。²¹ 这样做还有一个好处，就是提高了发展中国家课税的累进性质。在许多发展中国家，当前实行的所得税课征不带有累进性质，因为富人能够利用漏洞和其他形式来逃税。²² 若把重点放在减低这些减免额，税收自然会开始增加。

反对提高直接税课征的一个论据是，一些国家没有足够的管理能力。然而，在发展中国家未通过课征附加增值税以前，政策辩论泰半围绕在发展中国家是否具有课征附加增值税的管理能力的问题上。国际机构曾发起技术援助方案，协助有关国家建设能力，效果非常好。FitzGerald 的论点是，由国际机构提供援助，改进课征直接税的能力，也许效果也会很好。不过，在没有国际支持的情形下，布宜诺斯艾利斯省的范例表明了当地决策者也可采取步骤，有效地改进管理能力。²³

重点评注二：对跨国公司课税

发展中国家最大的税务漏洞正好给跨国大公司利用。国与国之间为了吸收投资在税务优惠方面互相竞争，从而削弱了对外国公司的课税。许多发展中国家提供免税期以吸收外国投资。不过，这种措施不但对经济增长没有造成正面的长期效果，反而往往造成国与国之间的恶性竞争，以致所有国家的税收节节下降。此外，免税期让外国投资人占了相对的优势，这对本国投资人是不公平的，这会导致本国的公司要求同等的税务减免，从而使税收进一步减少。在免税期间，公司的所有利润都免税，不论投资的获利水平如何，在利润大的时候，投资人很可能已投资，无论有没有免税期。那些需要免税期以确保获利水平的公司，免税期一旦届满，通常就转移到另一国家。

对跨国公司课税面对的另一个困难是国际避税区所造成的。跨国公司利用国际避税区的存在，将公司利润转移到其他国家管辖区。由于有避税区，除非国际采取一致行动，许多税务漏洞堵也堵不住。但决策者应当知道这个问题对税收的冲击。据 FitzGerald 估计，把一些隐瞒不报的情形考虑在内，发展中国家外国投资的实效税率只有 4% 左右（远低于官方所报道的 25%）。据估计，²⁴ 由于利润转移和资产存放国外，发展中国家这方面税收损失每年高达 1 000 亿美元。

²¹ FitzGerald, 2006。

²² Birdsall and Torre, 2001。

²³ FitzGerald, 2006。

²⁴ Cobham, 2005。

筹集国内资源的另一个重要组成部分是国内储蓄的水平和本国资本市场的发展。国内储蓄增加，国家政府就不必依靠外国资金流入。东亚国家 1980 年代和 1990 年经济迅猛增长的原因之一就是国内储蓄丰厚。饶有兴味的是，有此亚洲国家的国家政策有助于刺激国内储蓄的增长。例如，日本政府协助设立邮政银行网络，让国民获得财经服务，并且协助奠定国内储蓄的基础。在缺乏健全的金融机构和财经服务的情况下，储蓄筹集是相当困难的。亚洲的例子表明，国家政府有助于减少障碍。

从更广的角度来说，国家政府应以建立活跃的金融市场为其目标。国家政府通过国内资本市场为财政赤字融资的主要风险之一，就是通常在一个比较新和不够活跃的市场，发行长期债券会有困难。因此，国家政府需要在减少货币风险（办法是减少在国际市场借款）与债务到期搭配不当更甚的情形（办法是在国内市场增加短期贷款给长期项目提供资金）之间作出抉择。

当然，发展长期资本市场是个长期目标，但国家政府可采取一些措施来鼓励发展。许多经济分析家指出定期和可预测的拍卖、标准证券、次级市场、可靠的银行业部门以及稳定的宏观经济。拉丁美洲和亚洲在 1990 年代和 2000 年代初期的经验教训显示，建立国内资本市场的最重要步骤是发展当地养恤基金。智利在这方面是先驱者；其他几个国家，例如墨西哥，当地养恤基金的增长刺激了对长期借贷的需求。本政策说明稍后部分关于公共部门债务管理一节将讨论这个问题。

财政政策的效力

现在谈一谈财政政策的效力。假定国家具有贷款能力：这种财政政策一般是否有效力——抑或因为贷款增加通货膨胀的压力，挤掉私人投资？本政策说明稍后部分将讨论贷款能力有限的国家用以促进经济增长的低成本刺激以及其他财政措施。

依凯因斯学派的分析，公共开支（或减税）导致国内生产总值增加，其增幅是原来开支的多倍。²⁵ 人们会把政府支付的金钱大部分用来花掉，而花费数额愈大，增幅倍数愈高。如果在储蓄率低的国家（通常是十分穷的国家），用于消费的资金所占比例很大，增幅倍数会十分高，因此公共开支的效力尤其大。对比之下，在储蓄率高的东亚国家，增幅的倍数略低。

²⁵ 用最简单的宏观经济模型，储蓄只是总需求的‘渗漏’（即：个人或家庭未花掉的收入），倍数为 $1/S$ ， S 代表储蓄率，普遍来说所有‘渗漏’都应包括在内，不光是私人储蓄，还包括税收和进口货。

当家庭和公司 在现金和信贷方面“捉襟见肘”时（在发展中国家内这种情形司空见惯），增幅倍数甚至更高；这些家庭和公司如有更多的失业补助金，失业者可能把全部或者绝大部分补助金花掉，他们所花的钱有些到了不会全都花光的人（如房东、商店老板等）手中，不过，在发展中国家增幅倍数非常高，这才是重要的。

应当指出，公共开支赤字在衰退期间造成的后果与全面就业期间的后果是有差别的。在后一情况，开支赤字造成不利后果的可能性较高。关于挤掉私人投资（和造成通胀压力）的论据此时是有说服力的，因为‘经济大饼’尺寸大小是固定的。当经济全面运作时，公共开支的增加必然造成经济其他部分减少消费或者减少投资。可是，当经济达不到全面就业时，私人投资被挤掉并非不可避免。‘经济大饼’的尺寸可加大，以致公共开支增加，但私人投资不减少；或者以减税的情况来说，消费可增多，但投资不减少。

除此以外，关于挤掉私人投资的论据隐含这样的假设：中央银行无法采取冲销行动，降低利率。然而，中央银行通过增加货币供应可做到降低利率。政府借款引起关切的问题之一是债务将货币化（实际上政府通过多印钞票提供融资），同时准许银行业系统大量增加通货（和信贷），以致带来通胀。²⁶ 即使在利率接近零，货币管理当局进一步降低利率的能力有限（凯恩斯式的流动性陷阱²⁷），中央银行至少可以让公共开支赤字造成的高利率回降。此外，在开放的小经济体，还有一个关于利率可能不升高而私人投资不被挤掉的理由：资本流入可防止利率上升，这一点在下文再讨论。

最后，私营部门的反应实际上或许造成相反的后果——并且加强了财政政策的效力。也许会出现‘挤进来’的情况。例如，公共开支增加可刺激经济增长，使经济状况大大改善，以致可以进行更多的投资。同样地，如果政府所增加的投资对私人投资有互补作用（例如基本设施的公共开支），私营部门的投资利润增多，私人投资和整体经济都会带动起来。

在东亚金融危机期间，中国公共开支成绩亮丽，就是一个实例。中国有如此成绩，其部分原因在于政府把投资战略重点放在改进基本设施，并且相应地规划经常费用。由于基本设施得到改善，私人投资的利润增多。这又鼓励了生产投资，刺激长期经济增长。在 1990 年代初期，印度出现外债危机，继后的稳定和调整

²⁶ 在有些模型中，即使经济达不到全面就业，也会带来通货膨胀。最典型的是由于刚性结构；只要刚性结构是重要的，就应当重新界定全面就业，以包括它们在内，而国家政策则应当设法取消刚性结构。

²⁷ 在流动性陷阱中，大众手中攥着钱舍不得花，也不用作投资。在衰退期间且利率低时，可指望的投资利润少，就可能出现流通性陷阱。如果在衰退期间通货紧缩，消费者就得到这样的鼓励：暂时不要消费，往后的价格更相宜。

则略为不同。可是，它也是公共投资与私人投资相辅相成的明证，其间私人投资没有被挤掉，而是挤进来。²⁸

有些经济学家所以主张国家政府应当实行从紧的财政政策，还有另外一个理由：维持投资人的信心。他们认为，公共开支增加导致私人投资减少，因为投资者看到政府赤字增加，于是对经济失去信心，决定不作投资。只有政府采取果断行动，控制财政赤字，才能恢复信心，使投资增加，让经济迅速恢复起来。

不过，这个观点在各国经验中几乎找不到事实来证明，倒是有大量事实表明：不论是发达国家，还是发展中国家，²⁹ 削减公共开支导致国内生产总值下降。在1990年代，阿根廷和东亚国家削减公共开支，没有带来‘信心模型’所预测的正面后果，而是造成标准凯恩斯模型所预见的负面作用。公共开支削减对国内生产总值所造成的直接后果似乎远大于信心的影响。

从紧的财政政策对投资者信心的影响很大程度上取决于一国政府想吸引的是哪一类投资者。**短线**投资者和债权人通常关注财政赤字数额大小多过关注其他变数。对这些投资者来说，最重要的问题是一国政府近期的偿债能力。一国政府实行节约，削减财政赤字，就这方面来说，它在短期内有较多的资金偿还债权人——即使这样做妨碍经济长期增长。不过，正是这类投资者使市场波幅扩大，而不是使长期增长得以维持。

长线投资者除了关注财政赤字，还关注各种变数。导致持续长期增长的财政政策自然会使人对经济增加信心，因此投资也增多。如果一国政府借贷为生产投资融资，而这些生产投资的收益率超过所付的利率，这就会促进经济增长。投资人将认识到经济日益景气，因此应当更有信心。

财政政策扩大经济周期的偏向

在经济增长期间收入增加，税收也增加；在经济衰退期间，收入下降以及所需经费增加，税收也下降。从理论上讲，外部融资应当财源多样化，资本市场有它的不足，还有外援的周期性问题的，这意味着资金流入往往是扩大经济周期的，从而加强了财政账户扩大经济周期的偏向。

有许多迹象表明发展中世界的财政账户是高度扩大经济周期的。³⁰ 例如，在拉丁美洲，自1990年至2001年，在45次周期性升降中，有12个账户是中性的，25个是扩大经济周期的，只有8个是反经济周期的。³¹ 发展中国家所面对的广

²⁸ Nayyar, 2000。

²⁹ Cooper, 1992, and Taylor, 1993。

³⁰ Kaminsky et al., 2004。

³¹ Martner and Tromben, 2003。

大问题是，对财政政策扩大经济周期的激励甚大。在国内生产总值波幅大的情形下，公营部门税收扩大经济周期的表现加强了这个后果。

扩大经济周期性的财政政策的成本很高。在上升期间大量融资可能导致政府当局开始进行一些社会收益低的项目。在下降期间，削减开支可能意味着投资项目半途而废或者逾期甚久才完成，从而增加了实际费用。公营部门投资长期削减，对经济增长可能造成长期影响。³² 一般而言，‘停-行’周期大大降低了公营部门开销的效率。

在发展中国家，政府给私营部门的保证日益重要，而这些保证也常带有扩大经济周期的性质。公营部门对基本设施的私人投资的保证（例如最低营业收入或利润保证，或者订明承担利率或汇率风险）就是一个例子，对金融体系中金融代理商和储户给予明示或隐含的保证则是另一例。明示保证和隐含保证有三个共同点(a) 有时透明度低；(b) 在繁荣期间鼓励**私营部门**开销（公营部门开销是在对经济过度乐观期间一种隐含的‘保险费’，显示出在这些期间的公共开支累计被低估）；(c) 在经济危机期间的支付（现金开支），增加了借贷需要，挤掉公营部门其他开支。

财政政策的替代措施

财政政策会计：结构性赤字和主要赤字

发展中国家经济政策的主要目标应当是避免财政政策的扩大经济周期偏向。这与订立规则确保财政账户长期维持性是相一致的（所订目标包括公营部门赤字和（或）债务与国内生产总值的最高比率）。（不过，如何界定这种规则并非易事，最近关于《欧洲经济稳定与增长契约》的辩论就是明证。）

把重点放在**当期**财政赤字（衰退期间的衡量）显然是不适当的。相反的，应当对‘**结构性赤字**’作出估算，这样可评估出在‘正常’（全面就业）时期，周期性波动³³的情形下的预算数额。例如，在衰退期间税收下降，当期财政赤字会扩大，但全面就业结构性赤字不受影响。国家政府不会被迫进一步收紧政策以达到既定的赤字数额。如有必要，机构在为**当期**出现的财政赤字融资方面可发挥作用。在周期性升降使公共部门开销效率下降的范围内，根据一个基本上长期性的准则：公共部门货物和私营部门货物供应平衡，以决定结构性的目标，这样做是讲得通的。

不过，管理结构性账户要求一定的财政能力，大多数最不发达国家这方面的能力不足，所以这个工具对中等收入国家比较适合。要对受到外部冲击的经济体

³² Easterly and Servén (eds.), 2003。

³³ 对于没有周期性涨落的国家不论财政账户有所改善或恶化，结构性财政赤字一直维持不变。见 ECLAC, 1998b; Ocampo, 2002, and 2005b, 本文的分析借重他的论据。

的结构性财政状况作出估计非易事，因为它涉及国内生产总值长期趋势以及其他重要经济变数（例如商品价格）的趋势。例如，智利近年来采取这种结构性会计，它依赖由不同学派的经济学家组成的小组作出评价，就估算所涉的重要变数的趋势提出咨询意见。

发展中国家把重点放在**主要赤字**也是讲得通的，财政赤字减去所付利息等于主要赤字。利率可大起大落，往往不是发展中国家所能控制的，更有甚者，累积公债意味着即便采取纠正措施后，高额的财政赤字还会维持好一段时期。在重债国家，总体财政状况的变动大多取决于在这些国家以外发生的事件（全球新兴市场利率）。国家政府应当把重点放在它们所能控制的因素。主要财政赤字更明确地显示已作的改变到底使情况有所改善还是恶化。货币基金组织 2002 年在贷款给巴西时首次同意把重点放在主要财政赤字。³⁴把重点放在主要赤字只需要一般行政能力，所以最不发达国家应能使用主要赤字作为财政账户的衡量标准——假定国际机构为全部财政赤字隐含的更多利息提供资助。

公营——私营的伙伴关系的管理

上文所述赤字指标应辅以适当机制来管理公营部门的保证。赤字指标给国家政府提供了很大的激励，即，促进私营（不是公营）部门投资在基本设施以规避赤字指标，那怕从经济角度来说没有这样做的理由。公营部门的保证有这样一个问题：它们使公营部门会计反映不出实际情况。国家在这种项目的意外开支通常没有计算在内，因此也没有列入经常费用。这种保证涵盖了国家政府充当私营部门风险的承保人。应当对这种保证的“等值保险费”定期作出估计，列入预算，并且拨出对应资金以设立特别基金，以备不时之需，此外，意外赔偿估计数也应列为公营部门债务。1996 年哥伦比亚制定法律，规定政府机构如果承担此等风险，必须在‘保险’基金中存放对应基金，以备保险兑现之用。

由于政府对私营部门的基本设施项目不作任何定期会计，使得政府宁可推动这种基本设施项目，即使长远来说，政府这方面的开支不见得比较低。这种公营部门保证私人的基本设施投资可能成为规避从紧的财政赤字指标的好招数。应对财政赤字目标的性质有所选择，以避免发生这些问题。

在国营企业会计方面也有类似问题，本政策说明稍后部分再详加讨论。这类会计作法丝毫反映不出政府当局面对的激励因素。把国营公司作为综合预算的一部分进行会计，将对投资经费造成限制，并且使发展中国家得到激励，把公司私有化，以减少财政赤字，那怕从经济角度来说，这样做并没有任何实在的理由。

³⁴ 不过，货币基金组织不允许巴西把结构性赤字作为一个指标。当年如果允许的话，理应更适当。

自动稳定措施：财政稳定基金

由于决策过程不可避免地出现时滞，自动稳定措施有时候此自行酌定的改变更可取。累进税制在衰退期间可减少对穷人的冲击，这就是一种自动稳定措施。

（有些国家改课附加增值税，实际与累进税制背道而驰，这可能导致税制作为自动稳定措施的效力下降。）经济危机期间保护弱势群体的社会安全网设计，最好能成为永久性社会保障体系的一部分。社会安全网和财政稳定基金是自动稳定措施的其他重要工具。

财政稳定基金把公营部门的临时性收入冲销，它应当是反经济周期政策的主要工具。关于有重大财政影响的商品的稳定基金（哥伦比亚全国咖啡基金、智利铜和石油基金以及几个国家的石油基金）³⁵ 的管理经验可加以推广，以发展范围更大的稳定基金。³⁶ 一个类似的例子是外汇储备，为外部融资突然中断（以及币值升幅减少）提供了‘自我保险’。

稳定基金的用途在于繁荣期间将资金存放起来，等到衰退期间再拿出来使用。不过，经济学家对一国应在何时开始储存资金和应在何时花费资金，意见不一。例如，在 2005 年，阿根廷门多萨省的经济增长达到甚或超出全国平均增长率，有预算盈余。许多经济学家建议门多萨把超出经常费用的盈余存放在反经济周期稳定基金。该省省长指出当时的失业率虽比阿根廷其他地区低，但仍然偏高：在 7% 至 8% 之间。他认为，既然经济远未达到全面就业，把盈余投资于创造就业的活动，比较讲得通。

可借助两个准则来决定应在何时花费（而不储存）盈余。第一个准则是基于对将来的期望。如果经济目前在增长，不过预期会减缓，把一大部分盈余储存起来是讲得通的。这样做，目前的就业率会稍低，但日后经济增长缓慢时，将有资源支持更多的创造就业活动。第二个准则是基于每个项目的预期报酬。政府的花费是用作投资和创造就业机会还是用于消费？就资金用于消费来说，不可能导致日后的经济增长，把盈余存放在基金是明智之举。就资金用作投资而言，由于前文讨论过的增幅倍数和‘挤进来’效应，现期就业和日后经济增长两方面，报酬也许都相当高。

不过，以上的分析的主要政策影响是，国际金融机构应协助国家政府建立可用作反经济周期工具的稳定基金。

³⁵ 关于这些经验的评论，见 Davis et al., 2003。

³⁶ ECLAC, 1998b。

反经济周期的课税政策、低成本刺激以及其他财政政策选择

稳定基金冲销了商品销路上升或资本流量大增所带来的额外税收，就这方面来说，充其量使财政政策变为对经济周期中立，因为需求增加带来的额外税收被储存起来。可设计出带有反经济周期的明确性质的互补性工具，即灵活税率，特别用来管理私营部门骤增开支周期。最理想的设计显然是对开支骤增的来源进行课税。这也就是以价格骤然上升的进口货加以课税的传统论据，它是设计商品稳定基金的基础。

国家政府在经济繁荣期间应对资本流量加税，其论据与此相类似，因为现今私营部门开支剧增的主要来源是资本流量。以资本流量课税会提高货币的自主性，这方面有一些论据，下文将予讨论。饶有兴味的是，上一段所述的论据也支持这种观点。同理，私营部门开支骤增期间，应暂时提高附加增值税率，在开支下降期间应减低附加增值税率。³⁷

那些在经济萎缩期间没有借贷能力为减税融资的国家，还有一些财政政策工具可用来刺激经济增长。‘开支与转移课税’以及‘低成本刺激’是这种政策的两个工具。‘开支与转移课税’就是对那些比较不可能减少开销者加税，对那些比较可能增加开销者减税，从而刺激经济增长。这正是加强课税的累进性质（在上文自动稳定措施已讨论过）所要做到的。如前文指出的，对低收入的个人减税，就所减的每一美元来说，更有可能用来刺激经济增长，因为比较贫穷的人信贷能力和现金都非常有限。花费更多的钱在国货，少花些钱在进口货，同样有助于刺激经济增长。

借贷能力有限的国家应把重点放在那些有限开支可造成较大影响的政策，称为‘低成本刺激’。例如，暂时降低销售税比暂时降低所得税有更大的效果。从现款流量的重要性以及信贷限制，可推想低费用的刺激的其他例子。如前文所述，给低收入工人增加失业补助金效果尤其大，因为实际上所有这类工人信贷能力和现款都极有限。（许多国家在衰退期间，增加对区域政府和地方政府的援助，更有可能对经济增长造成较大的刺激，因为国家以下各级政府通常不能超出平衡预算的财政框架，或者得到融资的机会比较少，如果得不到这种援助，将需削减开支或者加税）。

公共投资开支有双重效果。第一，它立刻对经济造成刺激。第二，如果公共投资与私人投资相辅相成（如前文讨论过的），增加公共开支将使私人投资的利润增多，从而激励更多的投资。

其他低成本刺激都以公司为主。低成本刺激的原型是‘渐进投资减税’。这个办法是投资增加额减税（例如，对超出去年投资额 80% 投资给予减税优待。）

³⁷ Budnevich and Le Fort, 1997。

渐进投资减税降低了**投资的边际成本**，就象普通投资减税能做到（举例来说，国家政府实际上部分支付了机器或者其他投资的费用）。至少就标准模型来说，渐进投资减税对经济增长的刺激效应与全额投资减税相同，但政府的成本要低得多，因为减税不适用投资的主体（即‘基数’）。（顺便一提，美国商界对这种减税办法特别不感兴趣，原因即在此）。

暂时性渐进投资减税对经济提供短期刺激的效果甚至更大。这种减税办法降低了相对于将来投资的现今投资费用。就象投资的暂时性‘减价’，将刺激现期投资（尽管部分是以将来的投资为代价）。不过，市场有它的不足，如果公司可资利用的现金（或净值）的数额限制了投资，渐进投资减税（不论是永久性或暂时性）效果也就差些。当可资利用的资金比较少时，对投资的刺激也较弱。³⁸

另一种低成本刺激是减税结转或者移前扣减。国家政府可把损失结转期间延长（减税额在当年没有使用，移至将来年份与应缴税款相抵）或者移前扣减（减税额用于与以前年份的应缴税款相抵）。这对提高经济效率产生正面效果，³⁹使得在公司进行投资的范围内，蒙受的损失可充分抵税。这些政策可能刺激投资的另一个原因是：实际上它们提高了国家政府分担风险的程度。由于公司承担风险的能力和意愿影响到它们投资的意愿。政府同公司进一步共同承担风险，这会使投资增加。政府也可向公司的投资提供直接信贷（当然，这应当妥为设计，以便政府能够回收本金和利息。）

简要地说，发展中国家在借贷方面经常有困难，这有损它们推行财政政策的能力。但是有一些任择的财政政策工具，包括税的结构、稳定基金（保险）政策以及一些能尽量减弱财政政策扩大经济周期的性质的新工具，使政府有办法推行反经济周期的政策。

货币政策

正统的经济学家基本上认为货币政策的效力不大。这一学派认为，经济在正常情况下接近全面就业（这一条件显然对大多数发展中国家不适用），以致总需求有任何增加也不会使产出增加，只会使物价上涨。另一方面，凯恩斯派认为货币政策是宏观经济管理的一个重要工具。

货币政策的效力

近年的经验证实了货币政策的力量和局限性。一般来说，经济学家认为货币政策在抑制经济增长过快方面的效力高于扩展萧条中的经济的效力。例如，在出

³⁸ 这表示最适度设计的税制对大公司和小公司可以有不同的规定：大公司的减税是净投资减税；小公司的减税是传统形式的减税。

³⁹ Auerbach, 1991 和 Auerbach and Bradford, 2002 提出这样的论据：关于损失结转和移前减扣的限制是税制中主要的歪曲现象之一。

现通货收缩的国家（例如日本），货币政策刺激经济增长的效果不彰。⁴⁰ 美国在 2001 年至 2003 年降低利率，对投资几乎不起促进作用，但却诱使一些家庭为房屋抵押贷款重新融资。⁴¹ 消费者由于归还抵押贷款的每期应付款减少，家庭的财政状况有所改善，即使他们在股市的财富大幅减少，还是能够维持开销。

货币政策在发展中国家的影响可能不同于在美国和其他工业先进国家的影响。货币政策通过银行业系统产生最直接的影响。在那些银行业部门比较发达的国家，货币政策在发展中国家发挥的影响会比它在发达国家的影响重要，因为公司获得非银行来源的资金的机会不多，往往需要依靠银行贷款。不过，在许多最不发达国家，银行业部门极不发达，所以大多数公司都靠自己出资。在这种情形下，货币政策对经济所能发挥的影响有限。货币政策的影响愈小，有关的使用成本则愈大，因为少数部门不得不承担利率调整的主要压力。这些部门可能面临较大的波幅，因为利率会时升时降以稳定经济。

根据传统封闭型经济的分析，利率降低导致投资增加，经济增长加快。最近的研究显示：经由一些其他渠道，利率变化会加强或抵销上述的传统作用。首先，利率降低可经由几个渠道进一步刺激消费，超出传统分析涵盖的水平。利率升降代表了债权人与债务人进行收入再分配。分配是有实际效果的：债务人的边际消费倾向也许强过债权人。如果公司和家庭的借贷能力有限，利率下降可能意味着公司将有更多资金投资，家庭将有更多钱消费。此外，也许有财富，或者资产负债表效应。利率低时，诸如股票和房地产的资产都在增值；财富增加会诱使家庭增加消费。

同样地，根据传统的封闭型经济的分析，提高利率以抑制增长过快的经济，导致增长放缓。由于财富效应，利率高时，资产价值下降，从而加强上述的传统作用。不同的公司拥有不同的资产，所以对公司净值造成的影响也不相同，但即使了解情况的投资人通常也很难确定这如何影响到公司净值。因此，利率提高也引起不确定性，进一步使经济活动缓减。如果未偿清的公债占国内生产总值相当大的百分比，利率大幅上升也使政府财政能力受损。利率上升造成公债付息增加，这会减少政府财政灵活性。经济对收紧银根使增长减缓同时抑制通胀的反应会因上述所有效果得到进一步加强。

另一方面，最近的研究结果提示货币政策**效果不彰**的其他原因。例如，Greenwald 和 Stiglitz 强调就经济活动的水平来说，关系重大的是**信贷**，而不是货币供应量。即使国库债券的利率下降，如果银行认为它们的财务状况不佳，或者觉得放贷的

⁴⁰ Bank of Japan, 2003.

⁴¹ Stiglitz, 2003b.

风险太高，就不愿意发放更多的贷款（因此，贷款给政府，利润较高同时也比较安全）。⁴²

在开放型经济，资本流动的影响使问题更加复杂。标准的凯因斯分析未明确处理资本流动问题。在谈到资本流动时，它假定资本流动造成的效果可通过货币政策完全冲销。但是，这种分析忽略了资本流动对信贷供应所造成的影响。资本流动影响家庭和公司可资利用的资源，甚至影响银行的放贷活动。

货币政策对开放型经济（特别是采用灵活汇率的开放型经济）的效力不易厘清的一个原因就是货币政策对资本流动的影响很难预测。一般认为，**在其他条件相等的情形下**，扩展性的宏观经济政策造成的一国实际收入增加，可能吸引资本流入。同样地，**在其他条件相等的情形下**，利率上升——例如随着从紧的货币政策上升——将吸引资本流入，并且导致汇价升值（或者说利率下降，造成资本流出以及汇价贬值。）可是，其他条件永远不会相等，尤其是由于利率与资本流动之间复杂的相互作用。

在开放型经济，利率下降会导致资本流出以及汇价贬值，而汇价贬值又往往使资产负债表的价值减少，这可能限制信贷的供应，从而可能减少甚或扭转较低利率对总需求的正常冲击。决策者如果试图进一步降低利率以应付总需求减少，这样做只会使自己的部分目标不能实现，因为较低利率会诱使更多的资本流出。**换句话说，开放的资本市场限制了货币政策的效力。**

另一方面，汇价贬值带来一些重要的中期和长期的效果，它们能加强较低利率通常造成的效果。汇价贬值不但增加出口业的竞争力，对进口代替行业也有利。如在汇率政策下细述的，这导致产出增加，鼓励发展国内技术。这种效果通常有时滞，以致短期内效果不彰显。然而，有时候会立刻产生效果，例如 1998 年，卢布贬值之后的俄罗斯，下文将加以讨论。

利率上升会吸引资本流入，增加信贷的供应并且导致投资增加，从而限制甚至扭转利率上升的通常效果。此外，提高利率会造成两个中期性效果。第一，当中央银行提高利率，通常是提高短期利率，这吸引了短期投机性资本。流入的资金通常用于消费和房地产，而不是长期性生产投资，它的含义是这促进短期繁荣，但对经济增长没有长期性的正面影响。第二，资金流入增加导致货币升值，在中期至长期内会使经济增长减缓，因为出口行业和进口替代行业的竞争力下降。资本流入会导致生产结构的变化，妨碍中期甚至长期的增长，而利率上升对短期的经济泡沫起不了抑制作用。

⁴² 有一种流动性陷阱，不是对货币的需求弹性高所造成的，而是因为银行信贷供应的弹性低引起的。

除此以外，资本流入也屡次变成资本流出。1990年代中期，在泰国，投机性的资本流入引起房地产泡沫的出现。在1997年，泡沫破灭，原来预期必定有的高利润成为泡影。资本流入骤然中止，投资人开始迅速地把资金撤出泰国。在1990年代后期，拉丁美洲由于资本流入兴旺期间逐渐形成债台高筑、入超严重以及货币定值过高，经济方面的重大弱点表露无遗。在1998年，全球对新兴市场的情绪改变，导致资本流出。

经济危机的标准对策是中央降低利率，政府增加公共开支和（或）减税，以刺激经济增长，但资本市场开放的国家做到以上任何一项都非易事。这些国家在经济萎缩期间——特别是与经济危机有关的经济萎缩——往往提高利率以防止资本流出，而不是降低利率。于是，货币政策的效力受到严重限制。

然而，近年来，先进工业国家经济学家主张多依靠货币政策（相对于依靠财政政策）以稳定经济。他们的论据是，改变税率或者公共开支数额的政治过程太缓慢，货币管理当局则能剑及履及。上文指出的货币政策受到的限制以及较早时候所讨论的财政政策的运用限制，意味着经常面临大波动的发展中国家需要寻求关于货币政策和财政政策两手使用的创新办法。

货币政策工具

依照传统的惯例，大多数银行采用直接方法，例如规章和管制，以管理货币流通量。在1970年代后期和1980年代中期，大多数工业国家逐渐采用间接方法，例如开放的市场操作，主要是通过市场干预。许多发展中经济体也纷纷仿效，作为1990年代迅速变成‘新兴市场’的部分措施。

例如，新西兰中央银行于1985年从直接方法改为间接方法，因为他们得到这样的结论：“尤其是在早年，[直接管制]提供了有效的货币控制……[但]在这个体系之下，信贷分配是一个复杂和低效率的进程，而长期的和现期的借款人总是首先受到照顾。”⁴³

不过，新西兰运用间接方法，正反两面的经验都有。该国中央银行报告指出“提高利率经常会吸引外国投资者购入新西兰元，使汇值上扬，从而把调整的部分——有时候是大部分——负担转嫁到出口部门，不论出口部门是否呈现任何通胀压力……由于只有一种调整工具——利率——不平衡现象势所难免，这一点令人感到沮丧：单一利率意味着不但所有区域同一利率，所有部门也是同一利率。”

本节将讨论标准的货币政策措施，并且总结过去使用直接机制的缺点，再研究一下能否设计货币政策代替工具以改进货币政策的效力。

⁴³ Reserve Bank of New Zealand, 2000。

间接货币政策工具

标准的间接干预包括开放市场的操作，改变关于准备金的规定以及中央银行的放款活动。大多数发达国家货币政策的主要工具是**开放市场操作**。在流动资本市场比较发达的国家，开放市场操作最为有效。一些国家在初级市场拍卖国库债券，也一样行之有效，新债券的发行数量、即将到期的债券净额所造成的效果类似开放市场干预：增加或减少货币流通量。然而，如果资本市场不发达或者资本不流通，价格信号一般作用不大，通常还要有相辅相成的其他机制。

第二个货币工具是**贴现率**。贴现率是中央银行向商业银行放款收取的利率，这些放款通常是短期的。一些中央银行利用贴现率发出信号；另外一些中央银行（特别是资本市场比较不发达、开放市场操作的作用比较小的国家的中央银行）的主要工具是货币政策。中央银行在头寸紧张时，还可以启动贴现专柜，作为放款的最后一着。

第三个管理货币流动量的方法是**准备金规定**，它规定银行必须把某一百分比的准备金存放在中央银行。一般来说大多数工业国家把准备金规定当作货币政策工具使用的情况不多。然而，准备金规定可以是一个有用的工具，特别是针对特定部门，下文在‘直接机制’下会再加讨论。

直接机制和其他微观经济措施

货币政策不是灵巧的工具：提高利率会对经济各个部门造成影响，这包括泡沫经济部门以及那些虽已复苏但仍不稳妥或者仍在衰退中的经济部门。政府当局可不依靠利率，而用其他措施来针对经济的特定部门。在这方面，对发展中国家来说，有三个问题尤其重要：如何针对泡沫经济；在经济某些部门的信贷特别受到限制时，如何鼓励放宽信贷；在信贷限制比较普遍时，如何鼓励银行放款。

对于想维持经济增长，但担忧对某一部门投资过多的发展中国家来说，直接措施极其有用。对出现泡沫经济的部门，例如房地产和股票市场，中央银行可规定贷款须存放百分比更高的准备金。这个机制应可抑制当年亚洲危机发生前，部分泡沫经济的增长。同样地，许多经济学家在美国科技股大涨期间，曾力促格林斯潘（联邦储备委员会主席）提高投资人贷款买股票应存放垫头的百分比。对提高资本增值税率也可用于抵制投机性的猛涨。中央银行提高利率和开放市场操作，须发行利率较高的债务，而上述几种直接机制还有这样的好处：没有高昂的财政成本。

在银行业体系效率低的时候，这些措施尤其有用。落实间接措施通常需要一个发达的金融市场，直接措施相对来说易于执行。许多发展中国家行政控制的效力仍然相当高——远高于货币政策的传统渠道，例如，中国在 2004 年和 2005 年采取的行政措施，在抑制房地产猛涨方面，是比较有效力的。倘使该国政府依

靠的是提高利率，恐怕在投机性兴旺消退的同时（甚至在消退以前），工厂和其他创造就业机会的投资即受抑制。

大多数发展中国家都配额放贷，在这种情形下，借贷的需求并不相干，真正相干的是信贷供应；政府当局应执行诱使银行增加放贷的政策。例如，改变管制政策（诸如资本适度规定以及其他银行业规章）对信贷供应产生影响。如果通胀是由于信贷受到限制的经济部门信贷供应不足，政府当局可依靠创新办法，以确保这些部门得到放贷，而非提高利率，造成整体经济增长减缓。开发银行是协助向亟需信贷地区直接放贷的工具。近期研究的重点是如何把市场失败以及对经济增长的限制，隔绝起来；如何运用市场机制，而非自行酌定，来确定哪些部门亟需信贷。⁴⁴

在许多发展中国家比较普遍的情况是银行通常流通性过剩。它们认为购买政府债券——或者甚至购买外国政府或公司的债券——比放贷更有利可图。在金融危机期间，这一点尤其重要：银行认为放贷私人公司所冒的风险太大——这正是经济需要更多的私人借贷以避免信用恐慌的时候。在这种情形下，政府和货币管理局有各种各样的办法鼓励银行放贷，例如，它们可对过剩准备金课税，或者对汇兑的资本收益课税（实际上劝阻银行进行外汇投机）。它们也可以采取更明确的管制行动，例如不准银行持有外汇净资产（不论是贷款或者债券）。它们甚至可以积极劝阻银行购进公债（例如限制它们以公债形式持有的过剩准备金数额）。

关于资本流入的限制和规章是能给中央银行货币政策更大独立性的另一重要工具。下文将细加讨论。在经济繁荣期间，关于资本账户的规章使货币管理局有能力提高利率，而不致引起过多的外国资本流入。在经济萎缩期间，中央银行可降低利率，而不致触发大量资本流出。慎重法则也可作此用途。

慎重法则的宏观经济方面

改变银行业规章势必对宏观经济产生影响。这种影响之大超出了经济学家通常所接受的（大多数宏观经济分析往往忽视其效果）。银行使用微观风险管理以减少与借款人的特征有关的风险，而慎重法则就是为了鼓励银行管理这些风险而设计的。不过，要减少所有市场代理商面对的共同因素的风险，就困难得多，例如宏观经济政策和经济周期所产生的效果。近年来愈来愈重视显然出自**宏观经济**的风险以及如何利用慎重法则为宏观经济政策的工具。

传统的管理工具，包括 Basle I 标准和 Basle II 标准，都带有扩大经济周期的偏向。⁴⁵ 在这些体系之中，银行必须为债务拖欠或预期短期内的借贷损失，

⁴⁴ Rodrik（即将出版）。

⁴⁵ 关于 Basle II，参看 Griffith-Jones and Persaud。（即将出版）。由于信贷评等同样带有扩大经济周期的性质，如 Basle II，所建议的，根据这种评等对风险进行评估也是扩大经济周期的作为。

供应资本。由于在经济扩展期间，损失预期低，这些体系在牵制繁荣期间冒风险的行为方面效果不彰。在经济衰退（或经济危机）期间债务拖欠骤增，造成银行损失增加或者迫使它们为这些损失供应更多的资本，从而削弱它们的资本和放贷能力。这可能触发‘信贷紧缩’并使经济活动减少。⁴⁶

所有这些进程在发展中国家商业周期中发挥重要的作用，关键的政策性问题是如何在慎重法则和监督中引进反经济周期的要素。例如，银行业管理局可延展债务偿还期：⁴⁷ 银行得在资本不足的条件下继续经营。（准许银行在这种情形下继续作业；银行业管理局应对银行进行监测以防它们发放风险过高的贷款或者掠夺银行资产，即道德上的风险。）⁴⁸

1999年12月采用的关于前瞻性资本供应的西班牙体系是重大的政策创新，旨在处理慎重法则的扩大经济周期要素。根据这个体系，在放贷时即根据预期（‘潜在’）损失，供应资本。这种‘潜在’风险是根据完整的商业周期作出估计的，不是根据现期的经济环境。⁴⁹ 这个体系涵盖了遵循保险业历来采取的准则供应资本（在签发保险单时供应资本），而不是银行业采用的准则（在债务到期偿还时供应资本）。

在西班牙体系之中，所供应的资本。⁵⁰ 放在基金⁵¹ 累积在经济扩展期间数额不断增加，在经济萎缩期间，取出使用。只要基金的资金足够，在经济衰退期间，银行无需为新的借贷损失供应更多的资本。尽管基金的累积和取出的动态是反周期性的，它实际上只是抵销银行放贷的周期性作法。严格来说，这个体系是“周期性中立”，而不是反周期性的，但它绝对比传统上为债务损失供应资本的扩大周期性作法优越。

严格反周期性的慎重规定与西班牙体系应有互补作用，这些准则可包括：当政府当局认为信贷超比例增长（相对于某些基准）时，要求对债务损失存放超额的资本供应，或者限制对具有体系性（整体经济）风险的部门放贷，例如建筑部门。一个代替办法是，可对信贷增长施加直接限制，或者对给某种风险性活动发放新贷款施加限制。此外，还可通过拟订更具体的规定来补充，具体规定旨在管制货币不对应和债务到期搭配不当（包括与派生物相关的），例如限制向国内不

⁴⁶ 由于这个理由，在经济危机期间，突然引进严格的管制标准可能使信贷紧缩恶化。尽管当局应采用明确界定的规则以恢复信心，较严格的标准应当逐步实施。

⁴⁷ 见 Ocampo, 2003a, 它是下文的分析的依据。

⁴⁸ Akerlof and Romer, 1993。

⁴⁹ Fernández de Lis et al., 2001。

⁵⁰ 在这个体系之下，使用金融机构内部风险管理模型或者西班牙银行建立的标准模型对供应资本作出估计。后一模型确定六个种类，资本供应的每年比率从0%至1.5%之间。

⁵¹ 这个基金连同传统上为违约资产或在压力下行为的借款人的供应资本以及违约资产的追回。

可交易物部门发放外币面额贷款。只要发展中国家可能面临更多的宏观经济的波动，要求提高资本资产比率是持之有据的，但是最好的解决办法可能还是为债务损失供应资本。⁵²

除此以外，慎重法则应确保金融中间人有足够的流动性，以便它们能够处理资产和债务平均期限到期搭配不当的情形。这种搭配不当是金融体系关于转变偿还期的基本功能所内涵的，但它带来存款和（或）利率波动的风险。准备金纯粹是货币政策的工具，在许多国家提供了流动性，但它们的重要性逐渐下降，因此非寻求新工具不可。

一个替代体系可以是根据一个金融机构的资产负债表到期净值，估计流动性或者准备金数额。贷款抵押品的估值在抵押品价格出现大幅变动时，也会造成问题，因为在许多情形下，用以估值的价格比其后的价格高出许多。限制放款抵押品比率和（或）按周期性价格变动调整抵押品价值的规则可避免部分问题。

应当着重指出，任何管理方法都有它的局限性和成本费用，这一点不可不察。慎重监督属于自行酌定的活动，但一样可被滥用。过去的经验显示，在工业国家，即使是管理妥善的体系，也不时出现过分乐观的事件，低估了风险。阿根廷在 2001 年的危机就是一个例子。它的慎重规章制度是发展中国家中最好之一，它的金融部门有内有大量跨国公司，在这样的金融部门框架下运作显然未能保护本国金融体系免受货币和其他主要宏观经济的影响。

汇率政策

刺激经济增长的工具寥寥可数（在发展中国家经常如此），弱势汇率可以是经济增长和创造就业的有效工具。弱势汇率使商品价格在国外比较以前便宜，出口有大利可图，同时也使进口货相对于国内货物来说价格更贵，从而有助于发展进口代替业。因此，汇率政策不光是使价格相宜的战术问题，而且可能成为战略问题：长期蓄意压低汇价可促进各种各样的制成品进入世界市场。⁵³ 有几个亚洲国家利用这种战略性汇率政策，促进制成品出口。同样地，1990 年代智利逐步繁荣起来以前，显然也得力于 1980 年代后期和 1990 年代初期的弱势汇率政策。

现今，占竞争优势的汇率视为发展中国家充满动力的经济增长和创造就业的必要因素。⁵⁴ 它让本国公司受惠于国际贸易的迅速增长，吸引那些四处物色最佳地点制造货品的国际公司。这对国内技术发展，会有正面的外溢效应，导致学习如何以现阶段最先进技术进行制造，并且运用全球经济的最佳销售手段。此外，占竞争优势的汇率意味着出口制造对其他国内部门的外溢效应得到加强，因为出

⁵² Rojas-Suarez, (即将出版)。

⁵³ Frenkel and Taylor. 2006。

⁵⁴ Frenkel 最近为这个观点辩护（特别强调就业机会）见 Frenkel, 2004。

口商会发觉就地购买所需的投入和劳务带来更大的利润。世界各国已减少贸易壁垒，同进口货相竞争的部门视占竞争优势的汇率为它们的主要（也许是唯一的）保障。

货币升值有时发生的情形与此恰恰相反。二十年前，关于‘荷兰症’的文章讨论了这个问题，‘荷兰症’又称为资源的诅咒。这类文章分析了由于发现自然资源或者资本大增，外汇愈来愈多可能造成的长期损失。近期关于‘荷兰症’对外援的冲击的辩论日增，下文将加以讨论。颇具洞悉力的见解是外汇流入大增导致汇价实际升值——这可能对其他可贸易物部门（出口以及进口替代部门）造成永久性的损害，以及永远失去这些部门技术和其他的外溢效应。这种“去工业化”（这种效果的别称）的含义是，外汇源源流入既是好事亦是坏事。

可是，货币贬值是会带来风险的。贬值可导致通胀，因为进口货物的价格上扬。其次，贬值有资产负债表方面的效应。当一国（或者该国境内的公司）借入外币面额款项或者发放外币面额贷款，货币贬值改变了该国以及公司的总资产负债表的价值。例如，在亚洲经济危机期间，这个效应尤其重要。由于货币贬值，以当地货币计算的外债总值增加，使许多公司无法偿还外币面额债务，导致全国到处都有公司宣告破产。

贬值的影响

对总需求和经济增长的影响

上文曾经指出，货币贬值当可促进出口以及进口替代部门，增加收入和产出。在某些情形下，贬值对进口的效应是立竿见影的。例如，俄罗斯和阿根廷货币贬值时，国内产品迅速、大量地代替了进口货，导致入超下降，产出大幅回升。不过，通常需要经过一段时间，货币贬值对进口以及进口代替部门的效应才会呈现。除此以外，贬值对总需求也会产生短期的矛盾效应。这可能导致惯常所称的‘J曲线’：贬值初期产生矛盾效应，继后产生长时间的扩展经济效应。

贬值对出口以及进口替代部门的效应出现时滞有几个原因。出口商需要花时间去寻找新市场，这些比较长期性的效应可能需要制造商调整一下业务以满足新的需求。此外，公司如果认为由于通货膨胀，实际贬值只是暂时性的，那末贬值给出口或进口替代部门带来的新投资将是有限的。公司需要完全相信贬值所带来的利润增加是可持续的，它们才愿意进行投资。⁵⁵

贬值的初期所以产生矛盾效应也有几个原因。第一个原因是贬值对实际工资造成不利效果。如果工资增长赶不上进口货和出口消费品价格增长，随着消费者购买力下降，总需求和产出将下降（如果货币流通量不能及时调整以配合物价上涨，也会产生类似效果）。当国内公司受到信贷限制，借款时有困难，贬值短期

⁵⁵ Díaz-Alejandro and Velasco, 1988, ch.1, and Krugman and Taylor, 1978.

的矛盾效应尤其大。出口商品的公司以及生产进口代替的公司也许没有资金支付进口的中间货物和资本货物，以致难以进行投资和提高生产力以满足新的需求。

最后，贬值也涵盖了重大的再分配，特别是在短期之内。出口商受惠，进口商则蒙受损失。外币面额债务的债务人遭受损失，但拥有外币净资产的人却得到益惠。此外，如前文所述，工资会赶不上物价。蒙受损失者往往大力反对贬值，贬值对经济所造成的长期性好处（出口增加以及进口代替品销售量增加）在短期之内也许比较难看得清楚。

总的来说，大家的共识是，对出口和进口替代行业的正面效果超出了反面效果，所以贬值在中期至长期对经济起扩展作用。此外，国家政府可采取行动，减少或抵销这些不利影响，办法是执行非正统的政策，诸如为国内生产的投资货币提供更多的贸易信贷或者临时性投资税抵免。

对通货膨胀的影响

一般来说，弱勢货币的效果大小和长短取决于它对通胀的冲击以及对实际汇率的净效果，现分析如下：首先研究一下汇率改变对价格直接影响。如果假定汇率走弱，贬值将导致进口货和出口货的价格上扬。进口货按当地货币计算比以前昂贵，但供出口的货物也涨价，因为公司把这些货物出口到外国市场，通常得到的价格按本国货币计算已上升。

通胀冲击的大小视乎进口货在经济中所占的比例，特别是中间货物和资本货物。当进口货量大的时候，贬值可导致许多行业生产成本增加。这也许是‘一劳永逸’的效果：可贸易物价格上升立刻反映在国内物价指数，此后对价格不再造成冲击。但是，这也可能导致通货膨胀螺旋式上升。

是否有理由担心通胀，大体上取决于预期、经济结构（即指数化的普遍程度，例如名义合同内的工资按物价指数调整规定）以及政府和其他经济角色对汇率变动的反应。例如，针对初期的通胀效果，工人可能要求加薪。

看来当经济相当萧条（例如失业率已相当高），贬值一般来说不曾引起持续通胀，至少近年来是如此，在 1990 年代东亚和拉丁美洲经济危机以后，东亚、阿根廷和巴西的汇价大幅贬值，但没有出现通胀螺旋式上升。在 1990 年代初期，印度发生外债危机后，情况也是如此，预期至少部分取决于以往的历史。最近的历史显示，即使大幅贬值，没有理由认为继之是持续通胀，这意味着往后贬值不大可能导致指数化和通胀预期。

总的来说，贬值给经济增长带来的益惠通常超过温和通胀的代价。不过，贬值的冲击也视乎货币管理局如何回应由此造成的通胀。如果管理局提高利率（它们遵循严格的针对通胀规则，便可能会这样做），贬值的正面效果——出口和进口替代部门的扩大以及对经济其他部门的可能外溢效果——将会减少。提高利率

以应付货币贬值所造成的通胀上升威胁，这个做法是很有问题的，那怕对付通胀本身是一个目标。（如前文讨论过的，主要问题是到底贬值导致一次加价，还是导致多次加价以及通胀率上升。）

实际资产负债表效应

当一国（或者该国该境内公司）已借入外币面额债务或者发放外币面额贷款，贬值将改变该国和公司总的资产负债表的价值。这些资产负债表效应会造成汇率政策带有扩大经济周期的性质：一国不但没有因竞争力增强而得到预期的利益，反而由于破产增多和信贷紧缩，出现经济增长减缓。

如前文所指出的，在货币贬值以后，相对于国内资产，外币面额债务价值上升。例如，债务人偿还外国债权人的债务倍感困难。在亚洲危机期间，这一效应对印尼尤其重要。货币贬值造成债务以当地货币计算的价值增加，这对经济增长和各部门的产出造成不利影响。

如果一国拥有外债净额债务，贬值通常使该国财政状况更糟糕。该国债务的价值增加，负债公司资产负债表价值下降，从而抑制消费和投资。（这是当年亚洲危机情况严重的一个原因。）如果一国是净债权人，平均来说情况会变好，因为外币面额的资产更值钱了。不过，即使总体来说，一国是净债权人，有些公司是净债务人，后者的损失抵销了财务状况变好的公司的利益。所以货币贬值的冲击端视乎对国内公司、家庭和政府资产负债表的评估。此外，由于债权人一般不知道它放贷的公司的资产负债表实际状况，而公司也不知道它们打交道的每个公司的资产负债状况，大幅贬值将造成极端不确定。

如果一国政府外债数额很大，本国货币贬值造成该国政府借款费用增加，也提高了债务拖欠的风险——情况有时候很严重以致国家害怕让本国货币变弱。费用增加意味着国家政府也许需要削减实际国内开支，所以贬值的净效果可能是负面的：公共开支的削减可能超出出口净增加。

这些资产负债表效应，提出了国家政府管理外债暴露风险的重要性。此外，妥善的机构框架有助于尽量减少贬值对私营公司的资产负债表的效应。在贬值以前，已确立的慎重法则可限制银行的（间接来说，公司的）外币暴露风险的数额。如果一国有妥善的破产法——比方仿照美国破产法第 11 章的规定，允许公司比较迅速地进行改组——一国须付的代价将有一个限度。⁵⁶

为了设计有效的经济政策，需要对每一国家的情况作出评价。如果一国是外币的净债权人，贬值一般会产生正面的资产负债表效应。接着需要把这些效应与前

⁵⁶ Stiglitz 主张采用‘超级第 11 章’——遇有宏观经济扰动，此一更加迅速的改组进程即起作用。见 Miller and Stiglitz, 1999。

文讨论的弱势汇率给经济增长和发展带来的利益两相权衡。资产负债表的结构关系重大；机构框架关系重大；所选择的货币制度关系重大。

关于汇率制的辩论

固定汇率制和浮动汇率制

在固定（或钉住）汇率制之下，决策者针对汇率，而货币管理局对外汇市场的干预是通过购入或买出国际储备以维持固定汇率。这样做严重影响了推行货币政策和财政政策的能力。（例如，降低利率通常导致资本流出，对固定汇率造成压力。）在灵活，或者纯粹浮动汇率制下，国家政府无需买卖国际储备。汇率是内生的或者由市场决定），但当局经由财政政策或货币政策来影响汇率。在开放的经济体，货币（和财政）政策的效力仍然受资本流动（如前文所讨论的）效果的限制，尽管在固定汇率制之下，受限制的程度比较低。

大多数国家所行的不是纯粹的固定汇率制或者浮动汇率制。它们推行某种管理或‘肮脏的’浮动。在这些中间制度下，一如固定汇率制下的做法，当局通过买卖国际储备，对市场不时进行干预（有时候是按照特定规则）。但是它们操作时的灵活性略高于固定汇率制，而货币政策和财政政策的效力是属于两个极端之间。

在选择汇率时，发展中国家须在稳定需要与灵活性需要之间作出抉择。要求稳定是因为稳定对投资的正面影响以及需要避免汇率波动的资产负债表效应扩大经济周期。要求灵活性是因为需要某种程度的自由以管理贸易和资本账户的冲击灵活性相对于稳定性的利益取决于外部环境和客观因素。例如，国际不稳定性增加（例如，美元标准的崩溃、世界金融中新兴市场的动乱期间或者全球经济衰退）将增加灵活性的相对利益，而平静期间（例如布雷顿森林体系的全盛期或者世界经济稳定增长），稳定性的相对利益比较大。

关于在两极的汇率制——即‘钉死汇率’（例如货币理事会或者甚至美元化或欧元化）或者完全灵活的汇率——之间作选择的呼吁没有体现这些矛盾需求的適切性。支持在两极中作选择的理由系基于这样的论据：任何管理汇率政策的矛盾需求的尝试都是枉然的，应当完全放弃。

‘钉死汇率’引进了内在机构安排，规定财政和货币纪律，避免了外率波动的资产负债表效应，但代价是放弃了货币政策自主权。在这种固定汇率制之下，就定值过高（不管怎样发生的）进行调整十分痛苦，也许会导致经济增长下降。当一国货币定值过高，国内价格和工资必须下降，该国才能恢复竞争力。在经济危机期间，价格灵活性更大——在这样的情形下意味着通货收缩（以及衰退）——将带来严重的调整问题；通货收缩造成的实际债务迅速增加尤其令人关切。它还造成银行借贷偏向短期而这是通货收缩期间迅速减少名义资产组合所必须的。据说‘钉死汇率’的好处之一就是它有防范投机活动的效用。但阿根廷货币

理事会 1994 年至 1995 年和 1998 年至 2001 年的经验以及香港货币理事会在 1997 年的经验（就这个问题来说，发展中国家在 19 世纪后期和 20 世纪初期的金本位）都表明情况并非如此。

当一国货币定值过高，通常不是到底应否维持固定利率的问题，而是何时贬值以及如何贬值。宁可逐渐贬值也胜过发生危机（通常会过了头）。缓慢或者渐进式的贬值也可避免重大的价格冲击。此外，提高利率以维持货币对经济产生的不利影响也许会超出贬值本身的不利影响。决策者需要处理的问题是对外汇市场干预的代价和利益，以及这些干预能否维持。

另一方面，与自由浮动汇率制有关的波动增加了贸易成本，减少国际专门化的利益。由于发展中国家大多数是资本货物的净进口国，汇率不稳定也影响到投资决策。

对外汇市场的干预

维持定值过低的汇率比维持定值过高的汇率要容易得多，但这本身也要付出代价。为维持定值过低的汇率，国家政府可降低利率（劝阻资本流入）或者通过购入美元，卖出本国货币，对外汇市场进行直接干预。通过直接干预来维持定值过低的汇率导致国际储备一直增加。这有长期的利益，它保护一国免受将来资本账户波动的影响（它发挥了‘战争基金’的作用。）但是不断购入国际储备是要付出代价的。中央银行必须出售本国货币以购入国际储备，而这会增加货币流量。为了不让货币流量超出限度，当局也许会选择‘冲销’外汇干预的货币效应，办法是出售本国资产，从市场购入更多的国际储备。

一般使用的机制（例如开放市场操作）要付出的代价略高，因为其中涉及发行中央银行债券（付息）以吸收过剩的流动性。此外，这些干预可能导致利率上升，从而增加了政府提供资金的总成本。利率升高可能吸引更多的资本，使经济过热，因此不得不购进更多的国际储备。提高银行的准备金数额是冲销货币效应的另一个办法，所花的代价较小，但可能导致更大的信贷成本以及金融机构作用削减（银行运用未受管制的机制来转移流动资金）。

用定值过低的汇率购入外汇储备还要付出额外的代价：如果一国货币最终升值，那末外汇储备的价值相对于该国国内生产总值下降。问题是冲销代价是否太高以及冲销代价何时变得太高以致超过了弱势汇率带来的利益。对利率比较高和政府债务比较重的国家，冲销的代价尤其大。例如，1990 年代后期，匈牙利中央银行认为冲销的代价太高，任由汇价升值。另一方面，让货币变强的代价往往超过维持国际储备的代价。中国长期把汇率维持在一个有些人认为定值过低的水平。中国的做法与匈牙利不同，维持对资本账户的限制，使它在管理货币流量方面有较大的灵活性。

一国可以做到长期把汇率维持在一个定值过低的水平，但要维持在一个定值过高的水平，那怕是短期的，就困难得多。对货币市场的直接干预是持续不下去的。如果预期在不太遥远的将来，货币会贬值，现今就会出现投机性腐蚀。遏止汇价贬值的标准对策是提高利率吸引资本流入境内。这个传统对策引起两个问题：是否有效？所得的利益是否值得所付代价？实际经验⁵⁷表明充其量只能说是有时成功间或失败。以东亚为例，提高利率，再加上大规模按残值计算回收投资，也遏止不住汇价贬值。

提高利率以保卫货币所付代价取决于经济结构，但如亚洲危机所示，代价有时相当高。它会带来实际资产负债表效应，与货币贬值的效应相似。对于有短期债务未清偿的公司，利率上升影响到资产负债表，高利率减少了长期资本（包括房地产）的价值。在许多情形下，公司无法偿付本国货币面额债务的利息。整个经济中出现连锁反应，因为一公司的财务问题，会影响到与它进行贸易的公司。银行的资产负债表的价值下降，减少发放贷款。

总而言之，提高利率对资产负债表、破产和经济活动的不利效果类似汇价贬值。但有几个不同点，第一，提高利率的效果比较普及，因为许多公司——特别是作为发展中国家核心的小型 and 中型企业——只在国内借债，向国外借债的公司比较少（多数是大公司），而且许多是在出口部门，以致在本国货币贬值时，它们资产负债表上虽有损失，但因获利能力的提高，利润增加，能补回损失。第二，试图提高利率以挡住贬值的政策加剧了道德风险问题——它减少了购买汇率波动保险，或者借当地货币面额债款的诱因，从而使政府的动作空间变窄。第三，如前文所讨论的，提高利率的长期代价相当高。最后，妥为设计的货币和管制政策可减少公司对汇率的暴露风险；要设计若干减少利率波动暴露的货币政策比较困难（而且代价甚高）。公司应减少短期借贷（但由于需要延期的原故，长期借贷同样有风险）。

政府对货币市场进行干预除了试图维持定值过高或过低的汇率以外，经常是借以修匀汇率的变幅。许多发展中国家特别关切实际汇率的波幅，试图避免（它们判断为）过度的实际贬值或升值。大多数国家还进行干预，以修匀短期波幅。这种干预形式的市场流动性低的国家效用尤其大，因为一笔数额大的外币支付款就能引起货币上扬。避免实际汇率波动的原因至为明显，临时性实际汇价升值会造成特别高的长期费用，如果进入可贸易物部门费用固定（固定资本投资或者在国外市场发展客户的固定费用），尤其是资本市场有它的种种缺点。政府干预的另一个理由是，如果市场缺乏完整的一套期货市场和风险市场；在这些情形下，市场供需平衡的效率低，那怕预期是完全理性的。

⁵⁷ Furman and Stiglitz, 1998。

中间汇率制

‘肮脏流动’（灵活性有限的活动汇率制）⁵⁸ 频繁出现显示发展中国家政府经常选择在矛盾需求之间寻求平衡。中间汇率制也几种不同的形式：(a) 准固定汇率制，其中中央银行大规模地对外汇市场进行干预；(b) 管理下的汇率，例如爬行钉住汇率和允许一定的波幅；(c) 肮脏流动，其中货币管理局不时对市场进行干预。在宏观经济政策设计中，所有这些制度都包括“针对实际汇率”的要素，这是可以理解的，而其中许多和大多数制度往往附加某种形式的资本账户规章，下文将加以讨论。在修匀实际汇率波幅有扩大经济周期效应的范围内，‘针对实际汇率’结果同修匀实际（产出）波幅的目标相辅相成。

中间汇率制的好处之一是灵活性**可取渐进形式**，这取决于前文分析过的稳定性与灵活性的相对利益。这涵盖了任何中间汇率制都有嵌入的“退出选择”（当然，即使钉住汇率也有退出选择，不过，阿根廷的经验显示这种退出的代价高昂。）此外，如果在外部危机来袭以前，汇率有某种程度的灵活性，那么发展中国家就有伸缩空间，可避免从固定汇率制过渡到其他汇率制期间一般会出现的实际利率出格。

还有一些风险是同中间汇率制相关的，在中间汇率制之下，货币自主性仍然有限。第一，同固定汇率制一样，中间制如果不能赢得市场的信任，便会受到投机的压力。前文讨论的维护汇率可能要付出高昂代价。在作出任何宣布（爬行钉住汇率、汇率允许一定波幅或者特定的汇率指标）以前，情况尤其是如此。第二，宏观经济自主性仍然取决于资本账户作为宏观经济政策工具的效力，下文将加以讨论。第三，同固定汇率制相似，中间制一般需要对外汇市场进行冲销干预，其代价会十分高昂。最后，对外汇市场进行干预经常面对以下的难题：如何区分实际（永久）干预与市场气氛随意性变化所造成的汇率暂时性反常。⁵⁹

总而言之，没有哪种汇率制是无风险的。不同的汇率制有不同的利益和代价。象所有经济政策一样，选择货币制涉及抉择。最适度的选择取决于当局的目标、该国的宏观经济、机构和政治特征。

微观经济措施

微观经济干预除了对汇率进行直接管理外，还可影响相对价格。例如，微观经济政策可用来改变需求的组成，逐渐增加不可贸易物，减少进口货。那些能鼓励多花钱在国货、少花钱在进口货的政策，有助于刺激经济增长，同时支撑起本国货币。在许多发展中国家，大多数奢侈消费品都是进口的，对这些货物课征较高的销售税，将收抑制进口之效。此外，公共开支也可侧重国货的使用。

⁵⁸ Reinhart and Rogoff, 2004。

⁵⁹ McKinley, 2005。

重点评注三：防治荷兰症

上文提到，用来资助国内开支的外援会助长汇价定值过高，使国内出口业和进口替代行业的竞争力下降，这一效应称为“荷兰症”。关于‘荷兰症’对援助流入的冲击已有不少辩论。本评注假设重大的外汇流入有宏观经济效果，并且集中讨论可能的政策回应。

大多数关于外援与‘荷兰症’的文章都提出几个要点。一般的观点是，国家政府应对外汇市场进行干预，不让货币升值，冲销资金流入以尽量减少货币流通量增加所造成的通胀效果。其他一些学者指出，如果援助流入用于长期性生产投资，由此而来的生产力提高，可弥补名义汇价升值所带来的后果。他们还说，如果资金流入用于购买进口货，外援增加对汇率的效果将是有限的。不过，实际的问题包括：外援增加款用来投资在提高生产力的项目，而生产力的提高程度平均而言是否足以弥补汇价升值所造成的竞争力下降，特别是在短期至中期之内。此外，国家往往需要外援以资助社会开支和给穷人提供的基本服务，这些都不会提高生产力，至少在短期内是如此。

如前文讨论过的，决策者通过购买外汇流入（累积国际储备）以及冲销办法，试图使汇价变弱。外援数额不大时，这个战略是有效的，不过，干预要付出代价，而且有时候持续不下去。国际储备的累积涉及机会成本，而冲销会使国内利率上扬。

除此以外，冲销一般涉及发行国库债券以吸收过剩的流动性。**换言之，援助增加款反而导致国内债务累积**，具有讽刺意味的是，正当国际社会逐渐用赠款替代贷款，试图避免发展中国家的债务危机，用来管理流入的政策框架却导致新债务的累积。然而，外援的流入对穷国的发展和减贫是十分关键的；决策者应当探讨一下关于管理外援流入的替代框架

一个可能的替代办法是：中央银行选择不冲销资金流入；它们让资金流入货币化。所有政策都涉及抉择：通过开放市场操作借债导致利率上升，从而会挤掉投资；货币化会导致通胀。可是，前文讨论过，相对低的通胀不一定是高成本。当一国的经济衰退亟需投资，货币化也许是解决之道。（当然，中央银行应当监测通胀率以确保涨幅不致太大。此外，货币化可同会计框架和其他保护措施一起执行，以全面监测货币流通量的增加。）

另一个可供选择的政策立场是让汇价略升，依靠政策以抵销汇价升值对竞争力造成的效果。汇率象利率一样是不灵巧的工具，它影响到经济的各个部门。前文在讨论货币政策时，替代政策措施的一个目标是针对会出现信用紧张的部门。在汇价升值的情形下，当局可用同样的手法针对受汇价升值伤害的经济（试图弥补它们因竞争力下降所蒙受的损失）。在理论上，关税可用来调整特定的

相对价格，尽管世贸组织和其他贸易条约削弱了课征关税的能力。不过，减免税的激励因素、低息贷款（虽然这些也可能受到世贸组织规定的限制）或者降低准备金数额都可造成类似的效果。国家政府应当探讨一下微观经济替代措施以抵销汇价升值的冲击。

回应荷兰症效果的政策选择最终取决于一国的具体情况，但干预和冲销的宏观框架不是唯一的替代政策。决策者可通过下列办法，管理在对利率、汇率和通胀的效果之间的抉择。对货币市场的干预、冲销、货币化、针对因竞争力下降遭受最大冲击的部门的非正统政策。

货币和汇率政策规则以及机构设计

汇率制选择与中央银行应遵行哪些货币政策规则以及中央银行本身的机构设计这个较广泛的问题是密切相关的。有三个完全不同但彼此相关的问题：中央银行应否遵行货币规则，诸如调控货币或者针对通胀，抑是应当遵行自行酌定的政策；中央银行的任務规定应集中在通胀，抑是应当包括其他政策变数，诸如经济增长和就业；中央银行应否具有独立性。

规则与自行酌定 针对通胀与针对外汇⁶⁰

在 1980 年代，不断地扩大货币供应是最受政府欢迎的规则。其后各国看出货币需求函数不稳定而且很难预测，在发展中国家情形更甚，因此货币供应规则被束之高阁。许多发展中国家选择针对汇率，因为汇率被视为单纯和高透明度的指标。但在 1990 年代后期的汇率危机导致改用灵活汇率制，而现今针对通胀⁶¹ 是政府喜用的货币规则。

另一方面，凯因斯经常学家一般认为，中央银行按照严格规定能行使自行酌定的事项不多，应让它们有更大的自行酌定权。由于严格的针对通胀规定不区分由预期所造成的通胀与由附加值税增加或外部冲击（诸如石油加价或者汇价贬值）所造成的通胀，这会导致扩大经济周期的政策。例如，针对通胀会导致针对汇率或者在贬值期间的矛盾货币政策，抵销了汇率对竞争力造成的后果。针对通胀通常包含了两个广泛使用的扩大经济周期政策：在外汇流入期间，用固定汇率把物价固定住以及在资本流出期间，用矛盾货币政策抵销贬值造成的通胀后果。因此，与那些考虑到其他目的，诸如减少产出差距，的货币政策目标相比较，严格针对通胀会造成产出的波动更大。⁶²

⁶⁰ 本节内容依据 Ocampo（即将出版），以及 Stiglitz et al., 2007 年。

⁶¹ 按针对通胀的规则，中央银行针对宣明的通胀水平。不采用明确针对通胀的中央银行可针对货币供应或汇率以抑制通胀。

⁶² Svensson, 2000。

国家政府在繁荣期间所面对的主要问题是资本大增造成总需求的增加，而这种效果因利率的下降压力和（或）汇价升值而增强。决策者使用矛盾货币政策以抵销这些对总需求的效果的任何尝试将使自己的部分目标不能实现，因为利率上升会吸引更多的资本流入，从而带来更大的升值压力。在经济危机期间，资本流入减少对总需求造成直接影响，同时还出现贬值和利率上升。试图使用扩展性货币政策来避免利率上升，将助长贬值。因此，政府当局如果一开始就认为繁荣衰退周期所产生的汇率波幅太大，自然想使用扩大经济周期的货币政策修匀波幅。换言之，与传统的论据——浮动汇率让货币政策有更多的自由（下文将加以讨论）——相反，浮动汇率制实际上导致扩大经济周期的货币政策。因此，能保证反经济周期的货币政策有足够的自由唯一办法是放弃汇率自由浮动和（或）放弃资本自由流动。

针对通胀规则的效率或稳定性是选择货币制度时要考虑的的第二个问题。这个问题比较复杂，本政策说明只能作简单讨论。例如，它涉及用传统方法衡量的通胀变化在哪个程度上（以及在何种情形下）是就业情况高于或低于全面就业水平的可靠指标。此外，围绕着针对通胀还有一个比较基本的问题：某一政策结构——货币管理局把重点放在通胀，而财政部的重点也许是国际收支——究竟是否达成全面就业、国际收支平衡的最终目标的好办法。

按针对通胀的做法，国家政府或货币管理局宣布一个关于能胀的指标，货币管理局保证达成该指标。政府和货币管理局在针对通胀方面各有职司，以便各个决策者把重点放在单一目标。分管将使协调逐渐减少，这是问题之所在。

对过大的总需求作出何种回应，应当视对扰动原因的分析而定。只针对通胀幅度的规则不大可能指导如何迅速调控经济以实现新的平衡。货币管理局对更广泛的宏观经济政策目标，例如全面就业和国际收支平衡，无法完全不过问。它们必须同财政部就如何妥善回应扰动的具体原因进行协调。象‘针对通胀’规则所假定的，简单地划分财政部和货币管理局的职责不是管理宏观经济政策的有效办法。针对通胀不会顺利地会聚到国内平衡和国际收入平衡，因为如要实现全面就业和国际收支平衡，就货币、财政和汇率政策进行协调是至关重要的。

中央银行的任务规定

许多国家把中央银行的任务规定局限于抑制通货膨胀。不过，美国联邦储备委员会的任务规定不仅是确保物价稳定，而且还包括促进经济增长和全面就业。英国银行对 94 家中央银行进行调查的结果是，它们只有 26% 以货币稳定为唯一目标；70% 是货币稳定以及其他目标；3% 没有法定的目标；只有 1% 的中央银行不以货币稳定为目标。⁶³

⁶³ Mahadeva and Sterne, 2000。

有迹象显示⁶⁴以抑制通胀为目标的独立的中央银行果能达成低通胀率——它们如做不到，岂不令人侧目？但通货膨胀只是中间变数，重要的问题是，具有这种机构结构的经济体在实际方面（增长、失业、减贫和平等）的绩效是否更好？没有迹象显示专门集中在物价稳定的独立的中央银行在这些关键方面有更好的表现。⁶⁵如前文所述，光是把重点放在物价稳定可能导致金融变数更不稳定。简单的理论模型提示：需求曲线和供应曲线有所变动（象 1990 年代发在许多发展中国家的经济危机期间，这种现象十分常见），试图稳定物价容易导致产出不稳定，调整价格的用意是缓冲数量的调整，而收窄价格调整的幅度（在抑制通胀的过程中）就是让数量调整发挥较大作用。⁶⁶

中央银行所作的决定影响到社会各个方面，包括经济增长率和失业。由于涉及抉择，这些决定只能是政治进程的一部分，下一节将加以讨论。

独立的中央银行

独立的中央银行作为把宏观经济决策同政治进程分开的最适当机构安排，这一点已为人接受，不过，对这种想法也有两项主要的批评。

第一项批评是这个机构安排有损民主治理。公民认为最重要的莫过于宏观经济管理的品质。政府授权一个独立的中央银行管理经济，由是对自己已无管辖权的事项必须接受问责。此外，前文提到宏观经济管理涉及抉择，而多种不同的决定影响到各个不同群体的福利。这些决定必然是政治性的。政府授权“独立于”政府以外的技术官员来作这些决定，有损民主问责制。

经济学家和政治家长期以来一直讨论独立的中央银行是否合乎需要，至于这些银行的**代表性**有多重要，却很少花时间去探讨。独立性与代表性是两个截然不同的概念。许多发展中国家的问题是中央银行的理事会通常不代表社会及其广泛的利益。

对民主进程比较在乎的政府提出这样的论点：应由政府，而不是中央银行，订立目标，例如通胀目标，因为决定涉及抉择，例如失业与通胀之间的抉择。但即使由政府订立通胀目标也抹煞不了货币政策执行的政治性质。中央银行负责实现目标，目标如达不到，社会上每个人因此付出的代价并不相等。

⁶⁴ Alesina and Summers, 1993。

⁶⁵ Stanley Fischer, 1996。另参看 Posen, 1998。

⁶⁶ 有些研究提示情况不是如此，试图就这种看来不正常现象提出解释，例如 Goodfriend and King (2001) 论点是维持物价稳定，保证经济体的产出达到潜在的水平。这个结果来自过分简单化的假定——纳入他们的模型的冲击只有一种。Gaspar and Smets (2002) 提出以下论据：中央银行应把重点放在物价稳定，一来是产出稳定有时间不一致的问题，二来是评估产出的潜在水平并非易事，三来是它便利代理商掌握情况。

四. 资本市场干预和开放经济的其他政策选择

本政策说明迄今把重点放在财政、货币和汇率政策。此外，还介绍了几个非正统的措施，作为这些政策的代替措施或加强措施。资本账户的管制和规章是可供决策者使用的最重要经济工具。本节将探讨关于宏观经济管理的其他微观经济工具，重点放在资本市场的干预。

资本市场干预

面对金融市场中的市场失败，扩大经济周期资本注入以及宏观经济政策运作的有限空间，资本市场干预可作多种用途。第一，它们能稳定短期波动的资本流入。第二，这些其他工具使决策者得以采用代价较低、效力较高的宏观经济稳定措施。第三，有效的的资本账户规章能减少融资的波动程度以及宏观经济实际表现的波动性，从而促进经济增长。最后，它们还能劝阻长期资本流出。下文列举所有干预目的，其中劝阻长期资本流入也许是最难做到的。不过，即使管制规定有一部分被蓄意规避，干预仍可见成效。现今最关键的问题并非在理论上市场干预是否合乎需要，而是在实践中，决策者能否设计出一些市场干预给经济带来的利益超过了附属代价。

基于物价和数量对资本流入和流出实行管制

关于资本账户的规章有不同的种类，资本管制包括了基于数量和基于价格的规章，两种规章都可用来管制资本流入流出。此外，一些国家使用间接规章，例如关于金融机构的慎重规章或者关于养老金投资的规章，这些规章对资本流入都有影响。因此，并于资本账户限制的较广概念有助于了解不同形式规章的重迭性和相辅相成。

发展中国家广泛使用传统的基于数量的资本限制（行政限制和管制），中国和印度等主要国家也包括在内，尽管它们的资本账户逐渐自由化。这些规章的目标对象是本国居民或者外籍居民的资本流入流出。对本国居民的限制包括关于货币不对应的限制（只有拥有外汇储备的公司才准国外借贷）、最终用途限制（国外借贷只准用于投资和外贸），国外借贷的最低债务期限，关于通过美国寄存单据⁶⁷和类似票据向国外筹资的代理商类别的限制、非本国籍居民禁止借入外币面额债务以及某些国家采用的总数量的上限。对非居民的限制包括：限制或禁止在国内市场借贷，对资产证券流入的直接管制（包括他们投资资产须获特别许可以及有关限制）。关于外国直接投资的部门性限制以及居留时间下限。

⁶⁷ 美国寄存单据是美国银行给外国股票发行的可能转让存单。美国寄存单据以美元为单位，在美国股票交易所进行买卖。

其他国家，诸如智利和哥伦比亚，对资本流入实行价格的干预（一种分未配的准备金数额规定，相当于对资本流入课税）。阿根廷在1990年代中期采用了类似的机制，这些措施旨在通过提高相关费用的方法，劝阻资金流入流出。基于价格的干预经常与一些基于数量的干预混合使用。例如，马来西亚在亚洲经济危机期间，最初实行数量管制，不久对资本流出课税，但仍然对货币不对应实行数量限制，即不准不拥有外汇储备的国内代理商向国外贷款。同样地，智利对大多数资本流入有至少一年内不能转移国外的规定，哥伦比亚在整个1990年代对资本流入和外国投资基金的投资进行直接管制。

经济学家偏好基于价格（相对于基于数量）的干预。基于价格的干预灵活性大、非自行酌定，因此不易受官僚操纵，而且也符合市场激励因素，但基于价格的干预的效果仍未有定论。一些经济学理论证明，有时候基于数量的限制在降低风险方面比基于价格的干预有效。⁶⁸

大多数经济学家宁愿管制资本流入，不愿管制资本流出。其理由是第一，管制资本流入，有助于防止发生经济危机，这应是决策的最终目标。第二，管制资本流入不确定性比较少，而透明度则比较高：债权人在进行投资以前知道有关费用。然而，不赞成管制资本流出的论据也不是一刀切。例如，限制资本流出，也许是集体行动问题或协调市场失败的唯一解决办法。当市场出现羊群行为（在一国经济危机期间，债权人和投资者争相把资金转移到国外，因为害怕别人赶在他们之前转移资金），限制资本流出也许是避免经济衰退螺旋式下降的唯一可资利用的工具。在这些情形下，市场一般的反应会过关，所以施加限制对大家都有好处。

实际经验表明所有各种措施都会有正面效果，这视乎每一机制是在哪些情形下执行的。中国、印度和马来西亚的决策者能够利用数量方面的资本账户规章达成关键的宏观经济目标，其中包括防止债务到期搭配不当。吸引最优惠形式的外国投资，减少总体金融不稳性，隔绝投机压力以及金融危机的扩散效应——导致更大的经济政策自主性。⁶⁹

有迹象显示，智利、哥伦比亚和马来西亚对资本流入实行管制。⁷⁰ 在下列方面颇见成效：促进债务状况的改善；限制资产泡沫经济；使当局面对的宏观经济抉择的条件有所改进。关于后一情况，它们在减少总体资本流入与提高国内利率差额方面实现可变的混合。提高国内利率差额使得在资本不断流入期间，限制性较大的货币政策能起作用。不过，宏观经济效果，包括对资产价格的影响在内，视规章的效力而定。智利和哥伦比亚采用未分配的准备金数额规定，所发挥的作

⁶⁸ 一般性讨论，见 Weitzman, 1974。关于贸易干预方面，见 Dasgupta and Stiglitz, 1977。

⁶⁹ Epstein, Grabel, and Jomo（即将出版）。

⁷⁰ Ocampo and Palma（即将出版）。

用与其说是象永久性的“速度限制”，无宁说是“减速障碍”。在这情形下，宏观经济效果往往是暂时性的。对比之下，马来西亚于1994年对资本流入实行基于数量的严厉管制，结果在阻止大量资本涌入（1990年代初期发生在该国）方面效果彰显。因此，在需要立刻和大刀阔斧的行动时，数量管制也许更加有用。

马来西亚的经验阐明了以下论据的谬误，对资本流出管制‘也对今后所有各样资本流入起威慑作用’。⁷¹ 在马来西亚于1998年采取控制措施时，这个论据是用来批评该国的。但即使在2001年取消对资本流入课税以前，马来西亚已开始吸引更多的资本流入。投资者是往前看的。马来西亚经济基本面是正面的（国际收支经常项目顺差、储蓄率高，外债数额不大，其中短期债务所占比例小，大量的国际储备以及股市坚稳），所以吸引了这些新资本。

前文所讨论的资本账户干预所以起作用基本上是把国内市场从国际市场分割。有另外一类限制称为“软管制”，旨在直接分割市场。

软管制：鼓励市场分割

软管制要求国内基金，例如社会保险金或养老金，把资产投资在国内市场，也可禁止或限制投资国外。这些限制减少了基金造成扩大经济周期的扰动的潜在性。软管制还有这样的正面效果：产生对国内证券的需求，协助发展本国资本市场以及建立本国资本基础。⁷²

许多发展中国家由私人管理的养恤基金日增，特别是在拉丁美洲，软管制在今后特别合适。在智利（这一领域的先驱者），这类基金相当于每年国内生产总值的70%。大多数国家限制本国基金投资国外的数额，本国市场出现新的持续增长，主要因为本国养恤基金对本国证券的需求增加。智利的经验再次表明养恤基金对发展本国资本市场的促进作用，但也表明了当市场没有分割和准许基金投资国外时，养恤基金如何造成宏观不稳定性。⁷³

有些经济学家反对使用这些软管制，因为它们限制了本国基金资产多样化的能力，情形确是如此，不过所有经济政策都涉及抉择。建立一个本国资本市场和本国资本基础是必要的，它的利益远高于管制的代价。就国内机构投资者助长了开放资本市场扩大经济周期的性质来说，他们把外因强加于社会全体。软管制有助于把这个负面进程变为正面的长期增长进程。⁷⁴

⁷¹ 只有依靠向外国银行直接借款的公司不受影响。

⁷² The Economist Magazine, 2003。

⁷³ Zahler, 2003。

⁷⁴ 准许交换——例如一国的养恤金与他国的养恤基金交换资产——的政府规章有助于分散风险，同时不对汇率造成任何压力，国家也不必面对扩大经济周期的资本流入。

通过慎重规章对资本账户交易实行间接干预

除了基于数量和基于价格的直接管制以外，国家政府还可采用各种间接措施，以管制（或者至少是影响）资本账户的流入和流出。这些规章的最重要用途在于避免金融和非金融代理商资产负债表中货币不对应。

银行业体系的慎重规章就是这类工具。许多国家禁止或者严格限制银行的资产负债表中货币不对应。为了避免国内金融美元化/欧元化，许多国家还禁止金融机构让本国居民存放外汇，或者限制这种存款的性质和使用。银行业管理当局还可禁止本国银行借外币给那些没有外币对应收入的公司。它们也可采取比较精巧的办法，对发放给那些没有对应收入的代理商的外币贷款，施行按风险高低调整的资本适度规定或者更大的流动性和（或）贷款损失准备金规定。在提供存款保险的国家，政府可规定那些从事风险比较高的业务的银行支付较高的保险费。这些软性规章能劝阻（但不能消除）银行间接的外汇暴露风险。为了减少非金融公司债务到期搭配不当的情况，银行业管理当局可用类似的方法就国内金融机构短期借贷，订立要求比较高的资本、流动性或慎重规定。

由于传统上经济体的大部分资本流动由银行界居间中介，金融部门的规章对经济造成重大冲击。不过，除非规章对非金融公司的暴露风险有足够的注意，金融部门的冲击可能无效。例如，仅仅禁止银行持有美元面额债务的规章可能鼓励公司直接向国借款。所以银行必须研究清楚它们放贷的公司的全部资产和债务结构（它们本来就应当这样做）。此外，还可针对那些非金融公司直接向国外借贷的行为，订立规章。这可能包括关于哪类公司可向国外借贷的规则（例如，仅限有外币收入的公司）以及确立这类公司的慎重比率。还可订立规章，限制公司可在国外借债的债务条件（例如债务期下限和差额上限）以及规定公司公布短期外债。

由于公司使用派生工具绕过规定的诱因是存在的，这些规定在执行时会遭遇一些问题。对此，国家政府应规定公司必须全面公开所有派生资产负债。⁷⁵ 在破产程序中，本国货币债务的处理优先于外币债务。一个替代（或者）互补办法就是对外币债务课重税，特别是短期债务。例如，公司收入税得扣除可抵税的利息，可把外币债务利息排除在可抵税的利息以外，或者规定外币债务利息只能部分抵税。⁷⁶

这些替代措施依靠银行业规章辅以针对非金融公司的政策。前文讨论过的直接的资本账户规章执行起来也许比这种体系容易，效果也许会更好，因为规章针

⁷⁵ 政府作出这种规定，必须把公司所有投资和债务加起来，算出净额，以确定外币债务的实际数额。

⁷⁶ 关于这个问题的分析，见 World Bank, 1999; and Bhattacharya and Stiglitz, 2000。

对的是扰动的真正原因——扩大经济周期的流动，有些发展中国家行政能力强，派生市场活跃，直接和间接措施并用，可限制流动以及减少绕过规定的行为。

重点评注四：会计框架

会计框架不但说明经济状况，而且对政策造成影响。在前文讨论财政政策时，已论述这方面的一些问题。本节将探讨发展中国家目前使用的会计框架，并且讨论可作为经济政策更有效工具的替代办法。

大多数国家有预算账户和财政状况账户（类似公司的现金流量报表），但一般没有资产负债表账户。因此预算数字就有几个用途：它既是通胀压力指标，是政府需要借贷数额的衡量标准，甚至是政府资产负债表状况的信号。上述每种用途各有单独的会计框架便最理想。在实际上，大多数国家政府使用混合的会计框架；不论是哪一个关注事项，只能提供不完全的指标。

例如，在总需求还未过剩时，会计框架会提示总需求过剩（通胀）。借贷用于投资对经济的冲击有别于借贷用于消费，账户中应当予以记认。**资产负债表**衡量资产和负债以及净值（资产值减去负债值），这一类差别在表内非常清楚。就前者而言，资产和负债可一起增加，而在后者，资产和负债不会一起增加。

这个办法的困难之一就是真正投资与消费开支之间不能一刀切。例如，通常视教育开支为经常费用（消费），但实际上是对人力资本的投资。儿童保健开支也应视为投资，但老年人医疗开支也许不应作如是观。可是这些问题至少可在适当的框架内处理。

最令人侧目的会计失败例子包括：不把外援列入政府预算；把国营企业的借贷同预算其余部分合并；私有化会计；对社会保险私有化后预算赤字增加没有适当地作出回应。即使国内生产总值这个经济业绩的通用标准显示的经济状况经常比实际的好（有时候甚至好很多）。下文将更详尽地讨论这方面的几个例子。

国内生产总值的衡量问题

国内生产总值是一国所有货币和劳务的价值（按政府开支、消费、投资、出口减去进口来衡量）。问题是即使由于一国政府可能把国家资产卖给外国人、向国外借债或者耗尽稀少的自然资源，国民比以前穷，但国内生产总值仍会上升。

衡量全体福利一个比较可靠的标准是国民生产总值。国民生产总值包括本国居民投资国外的利润，减去外国人在该国投资的利润。比这个更可靠的是国

民生产净值，它减去该国资本货币贬值数额。能考虑到自然资源消耗，环境品质下降以及所承担的风险，在衡量全体福利时，就更准确了。

国营企业的会计

另一例子是发展中国家有时候对国营企业开支不得不采取的会计方法。货币基金组织现已认知，长期以来，拉丁美洲对国营公司借贷的会计与欧洲的做法不同。在拉丁美洲，公共部门综合赤字下把国营公司借贷归入政府赤字增加的一类。在欧洲，公共部门公司借贷不与公开行政的借贷合并。这意味着欧洲和拉丁美洲两者的预算数字不能作真正的比较——一个拉美国家如果财务状况与一个欧洲国家相类似，它的预算赤字似乎会高些。公共部门公司的投资也蕴含了公共部门在累积资产，但这种资产不列入预算账户。预算账户通常系关于资金流动，而不是资产负债表。上文曾指出，这些会计作法给国家提供了把国营公司私有化的诱因，即使从经济方面来讲，并无进行私有化的理由。就算有理由私有化，把出售这种资产所得用来偿还公共债务比较可取。但传统的会计框架不将之记入贷方账户。

会计不反映实况的其他例子：

稳定基金、土地改革和银行重定资本

关于会计不反映实况还有其他一些例子。有些国家，例如智利创办未雨绸缪基金即稳定基金，旨在把过剩资金储蓄起来，以备经济萎缩期间之需。但是，如果预算把这类开支视同任何其他形式的赤字开支，俨如一国超出了同货币基金组织商定的财政开支指标。一些国家由于不想因此蒙上挥霍之名，不大愿意利用自资的赤字（而这些开支确是经济复苏所需要的）。

巴西这个国家在收入、财富和土地分配方面存在极不平等的情况。土地改革带来提高效率、增长和平等的希望。但是，不适当的会计框架妨碍土地改革。按照一个设计比较妥善的土改方案，巴西政府借款向富有地主购买土地，利用政府购买私人土地的能力，把私人土地变成公地后用合理市价抛售。接着贷款给小农让他们购入土地。如果巴西政府贷款收取适当利息，它并无任何真正的财政负担。当然，农民拖欠债务的事不无可能。但是政府可收回土地，再次出售。⁷⁷ 然而，按传统的财政会计，政府款买地是负债；它不承认政府得到的抵押物是资产，不论如何，利息确是收到。由于记入的是负债，不是资产，土地改革成为赤字开支。货币基金组织订下严格的赤字指标，土地改革基本上是不可能进行了。土地改革必须同所有其他开支竞争，即使在适当的会计框架下，土地改革完全或几全是自资的。

⁷⁷ 唯一的损失是在期中——开始拖欠债务至土地再售出之间的期间——租金损失的精算值，估计它只占该项贸易价值的极小一个百分比。

总而言之，会计框架影响到国家政策，而且产生重大的政治后果。如要避免会计作法提供错误的诱因，也许需要一套完全有别于目前财政方案所用的会计作法。特别是如前文讨论过的，针对公共行政本期财政收支平衡（办法是应用结构性‘黄金律’，即投资的资金应从政府储蓄或者结构性主要盈余拨给）加上综合公共部门债务（包括有意外债务在内），这样做效果也许会好些。

发展中国家公共部门债务管理

如果国内债券市场交易不活跃，国家政府禁不住要向国外借款为扩展性财政政策提供资金。由于汇率变化，它们将来所冒的风险增加，同时也妨害到汇率变化的调控作用。东亚国家能够长期经济景气的原因之一就是国民储蓄率高，政府无需向国外借贷，也可作比例较高的投资。（实际上，东亚危机所以严重主要是资本市场自由化的结果——以国民高储蓄率来说，本来就没有自由化的必要。）有些国家外债重，它们中期目标是发展中国家本国资本市场，以便借入本国货币面额款项，同时鼓励国民储蓄。

如果外资市场运作妥善，发展中国家向国外借得到本国货币面额款项（或者市场篮子，其内的货币与本国货币高度相关）。在运作妥善的市场中，得以把汇率风险转嫁到能够承担得起风险的发展中国家。⁷⁸ 78 这种情况曾经发生过几次，不过，大体上发展中国家须承受汇率和利率波动的主要风险。与其说资本来源关系重大，无宁说是债务风险关系重大；既然外债涵蕴了这些高风险，国家政府应当减少暴露风险的程度。

对许多发展中国家来说，严重的货币不对应和债务到期搭配不当是重大问题，大多数长期债务都是外币面额，而国内债务一般属于短期的。不过，除少数公共部门公司为例外，公共部门为国内经济提供的劳务（不可贸易物）以及公共部门投资属于长期的。

如几次金融危机所显示的，公共部门国内债务的到期结构极其重要，基本原因在于公共部门证券流动性高，这便利资产替代和资本外流。当大多数债务属于短期的，一国将不断转期贷款。经济不乐观期间举债数额大，必须提高利率，使转期贷款对债权人具有吸引力。较高利率于是反映在预算赤字，造成还本付息迅猛增加以及债务累积。此外，只有政府承担贬值风险或者将来利率变化的风险，国内债务转期贷款才可行，但这又会造成更大的不稳定性。在 1994 年墨西哥危机以及 1999 年巴西危机发生以前，情况确是如此，当时固定利率债券很快地换成变动利率和美元面额的证券。哥伦比亚的债务期限稍微长些（该国传统上发行的

⁷⁸ 见 ECLAC, 1998a, 第八章。

公共部门证券期限至少一年), 在 1998 年至 1999 年危机期间没有经历规模类似的交换。⁷⁹

政府收入基本上与国内价格相关。这一点的提示是一国政府借贷应当借入本国货币面额款项, 尽管如此, 这一规则不应严格遵行, 理由有二。第一个理由同宏观经济管理有关。一国政府应当管理公共部门外债以弥补外部私人资本流入的高度扩大经济周期的形态。例如, 在资本流入减少期间, 公共部门可以是最佳的外汇净供应者, 这是因为公共部门对取得外部借贷享有优惠机会, 包括多边金融机构提供的信贷。

第二个理由, 关乎国内债券市场的活跃程度, 这将决定一国发行长期债券的能力。运作妥善的市场需要次级市场和双价制定人, 为这些证券提供流动性。如无这些先决条件, 一国政府则需要在债务到期搭配不当与货币不对应之间作出抉择。债务混合, 其中包括外债这个重要组成部分, 是有道理的, 尽管与此相关有货币不对应问题。政府当局的长期目标应当是使本国资本市场活跃。由于风险低, 也由于中央银行发行的证券同质性高, 它的一项重大任务就是发展本国证券长期的初级市场和次级市场, 包括建立私营部门债务证券的基准。政府债券的发行使市场更能把国家风险同公司风险分开, 有些经济学家极力主张这便利了公司借款。

诚然, 全无风险是不可能的。本国货币债务市场可能影响短期的资本流入。本国的政府债务市场的存在会便利外国人购入或卖出短期投资证券, 从而在繁荣时期助长资本大增, 在危机期间增加资本流出。流动的国库市场给予投资人卖空货币的能力, 使投资者更能够押注在货币的涨跌。但是, 这些关切的重要性大概不足以诱使一国政府不在国内举债(如它们本来就要这样做)。说得中肯些, 一国可利用各种资本账户规章来处理这些风险。例如, 政府当局可禁止外国人购入短期证券; 可规定外国人只能持有期限在一年以上的长期证券, 或者给外国人提供不进行投机活动的诱因。⁸⁰

另一个问题是大多数政府权力下放所造成的: 许多(甚至大多数)国家一级以下的行政当局和公共部门公司指望在危机期间获得挽救脱离困境。这引起了一个重要的道德风险问题。需要订明法律限额和规章, 包括关于公共部门债务的明文规定管制向国外借贷的直接机制, 确立公共部门实体债务的最低年期和最高差额的规则。这些规则不但适用于中央政府, 同时也适用于公共部门自主机构和国家一级以下政府。

⁷⁹ Ocampo, 2003a.

⁸⁰ 外国贷方减少借出当地货币的风险的一个办法是多样化。一般来说, 本国债权人的风险集中在本国货币, 但外国债权人可利用新兴市场中各地市场相关性低, 减少任何一种当地货币投资的风险。见 Dodd and Spiegel。

结论：微观经济干预的其他非正统的措施

如本政策说明各章讨论过的发展中国家可使用许多非正统的干预，以刺激经济增长，例如税、银行业和其他管制政策。关于微观经济干预的这个清单并非包览无遗。简中道理很简单，没有理由把稳定经济的尝试限于标准的宏观干预。

有些经济学家主张避免这种微观经济干预，因为它们导致歪曲实况；然而，对这种意见可提出以下几项反驳。第一，特别是在发展中国家，标准措施的效果有限；‘哈伯杰三角’（好比说，税方面的干预使效率下降）造成的损失，比起一国资源利用不足造成的损失，相形见绌。此外，发展中国家市场效率低是司空见惯的；即使在发达国家，资本市场有许多不足，其中与资讯不全造成的内在限制有关。许多经济学家反对这些微观经济干预，他们的论据假定了经济用尖精模型（资讯完备、不带歪曲性）便可妥为阐述——这项假定甚至对发达国家来说也是不适当的，对发展中世界尤其不相干。设计妥善的微观经济干预在促进经济稳定的同时，还能提高经济效率。

五. 参考书目

- Akerlof, George, and Paul Romer (1993). Looting the economic underworld of bankruptcy for profit. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1–73.
- Alesina, Alberto, and Lawrence Summers (1993). Central Bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25/2: 151–162.
- Levine, Ross, and David Renelt (1992). A sensitivity analysis of cross-country growth regressions. *American Economic Review*, 942–963.
- and Sara Zervos (1993). What have we learned about policy and growth from cross-country regressions? *American Economic Review*, 426–430.
- Auerbach, Alan (1991). Retrospective capital gain taxation. *American Economic Review*, 81/1: 167–178.
- D. Bradford (2002). Generalized cash-flow taxation. NBER Working Paper, 8122.
- Baker, Dean, and Mark Weisbrot (2002). The role of social security privatization in Argentina's economic crisis. Washington, DC: Center for Economic and Policy Research.
- Bank of Japan (2003). Japan's deflation and policy response. Based on a speech given by Kazuo Ueda, Member of the Policy Board, at the Meeting on Economic and Financial Matters in Nara City, Nara Prefecture. April 24, 2003.
- Barro, Robert (1997). *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Baunsgaard, Thomas, and Michael Keen (2005). Tax revenue and (or?) trade liberalization. Working Paper 05/112, IMF, Washington D.C.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05112.pdf>
- Ben-David, Dan, and David Papell (1998). Slowdowns and meltdowns: Postwar growth evidence from 74 Countries. *Review of Economics and Statistics*, 80: 561–571.
- Bhattacharya, Amar, and Joseph Stiglitz (2000). The Underpinnings of a stable and equitable global financial system: From old debates to a new paradigm, Annual World Bank Conference on Development Economics 1999. Washington, DC: The World Bank.

- Birdsall, Nancy and Augusto de la Torre, with Rachel Menezes (2001). *Washington contentious: Economic policies for social equity in Latin America*. Washington, D.C.: Carnegie Endowment for International Peace.
<http://www.carnegieendowment.org/pdf/files/er.Contentious.pdf>
- Boskin Commission Report (1999). Toward a more accurate measure of the cost of living, *Final Report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to Study Consumer Price Index*
<http://www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html>
- Budnevich, Carlos, and Guillermo Le Fort (1997). Fiscal policy and the economic cycle in Chile. *CEPAL Review*, 61.
- Bruno, Michael (1995). *Inflation growth and monetary control: Non-linear lessons from crisis and recover*, Paolo Baffi Lectures on Money and Finance. Rome: Bank of Italy, Edizioni dell'elefante.
- William Easterly (1996). Inflation and growth: In search of a stable relationship. *FRBSL*, 78/3: 139–146.
- William Easterly (1998). Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics*, 41/1: 3–26.
- Stanley Fischer, Elhanan Helpman, Nissan Liviatan, and Leora Meridor (eds) (1988). *Lessons of economic stabilization and its aftermath*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Guido Di Tella, Rudiger Dornbusch, and Stanley Fischer (eds) (1991). *Inflation stabilization: The experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia, and Mexico*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Buiter, Willem (2003). James Tobin: An appreciation of his contribution to economics. NBER Working Paper, 9753.
- Centrangolo, Oscar, Argentina (forthcoming), IPD Argentina tax case study (2005). In *IPD Task Force Volume*
http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Centra_Argentina_Summary.pdf
- Chirinko, Bob (1993). Business fixed investment spending: Modeling strategies, empirical results, and policy implications. *Journal of Economic Literature*, 1/4: 1875–1911.

- Cobham, Alex (2005). Tax evasion, tax avoidance and development finance. Working Paper 129, Queen Elizabeth House, Oxford, September.
<http://www.qeh.ox.ac.uk/pdf/qehwp/qehwps129.pdf>
- Cooper, Richard (1992). *Economic stabilization and debt in developing countries*. Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Culpeper, Roy and Nihal Kappagoda (2006). *Domestic resource mobilization, debt sustainability and the Millennium Development Goals*
- Dasgupta, Partha, and Joseph Stiglitz (1977). Tariffs versus quotas as revenue raising devices under uncertainty. *American Economic Review*, 67/5: 975–981.
- Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski, James Daniel, and Steven Barnett (2003). Stabilization and savings funds for nonrenewable resources: Experience and fiscal policy implications, in *Fiscal policy formulation and implementation in oil-producing countries*, Jeffrey Davis, Rolando Ossowski, and Annalisa Fedelino eds. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Díaz-Alejandro, Carlos, and Andres Velasco (1988). *Trade, development and the world economy. Selected essays of Carlos F. Diaz-Alejandro*. Oxford: Basil Blackwell.
- Dodd, Randall, and Shari Spiegel (2005). Up from sin: A portfolio approach to salvation, in *The IMF and World Bank at 60*. Ariel Buira ed.. London: Anthem Publishers.
- Easterly, William, and Luis Servén (eds) (2003). *The limits of stabilization: Infrastructure, public deficits, and growth in Latin America*. Palo Alto, California: Stanford University Press and World Bank.
- Eaton, Jonathan, and Mark Gersovitz (1981). Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis. *The Review of Economic Studies*, 48/2: 289–309.
- ECLAC (Economic Commission for Latin America and the Caribbean) (1998a). *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL: Textos seleccionados*. Santiago: Fondo de Cultura Económica y CEPAL.
- (1998b). *The fiscal covenant: Strengths, weaknesses, challenges*. Santiago: ECLAC.
- The Economist* (2003). A place for capital controls, 3 May: 16.

- Emran, Shahe and Joseph Stiglitz (2005). On selective indirect tax reform in developing countries. *Journal of Public Economics*, 89: 599-623.
- Epstein, Gerald, Ilene Grabel, and Jomo K. S. (forthcoming). Capital management techniques in developing countries: Managing capital flows in Malaysia, India, and China. In *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J.A. Ocampo, Shari Spiegel, and Joseph Stiglitz, eds. Oxford University Press.
- Fernández de Lis, Santiago, Jorge Martínez, and Jesús Saurina (2001). Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain. In *Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability*. BIS Papers, 1 March.
- Ffrench-Davis, Ricardo, and Guillermo Larraín (2003). How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian crisis. In *From capital surges to drought: Seeking stability for emerging markets*, Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones, eds. London: Palgrave/Macmillan.
- Fischer, Andreas (1996). Central Bank independence and sacrifice ratios. *Open Economies Review*, 7: 5-18.
- Fischer, Stanley (1996). "Why are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?" in *Achieving Price Stability*, proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyo., August 29-31, 1996.
- FitzGerald, Valpy (2006). *Tax reform in a globalized world*, presented to the UN-DESA/FONDAD Policy space for developing countries in a globalized world conference, New York, 7-8 December 2006.
- Frenkel, Roberto (2004). Real exchange rate and employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico. Paper prepared for the Group of 24, Washington, DC.
- Lance Taylor (2006). Real exchange rate, monetary policy, and employment. In *Policy matters: Economic and social policies to sustain equitable development*, J. A. Ocampo, Jomo K. S., and Sarbuland Khan, eds. New York, NY: United Nations.
- Furman, Jason, and Joseph Stiglitz (1998). Economic crises: Evidence and insights from East Asia. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1-114.

- Gaspar, Vitor, and Frank Smets (2002). Monetary policy, price stability and output gap stabilization. *International Finance*, 5/2: 193–211.
- Goodfriend, Marvin, and Robert King (2001). The case for price stability. NBER Working Paper, w8423.
- Gordon, Roger, and Wei Li (2005). *Tax structures in developing countries: Many puzzles and a possible explanation*. UCSD and University of Virginia, 2005.
- Griffith-Jones, Stephany, and Avinash Persaud (forthcoming). The pro-cyclical impact of Basle II on emerging markets and its political economy. In *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J. A. Ocampo, Shari Spiegel and Joseph Stiglitz eds. New York: Oxford University Press.
- Hubbard, Glenn (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36/1: 193–225.
- Jorgenson, Dale, and Eric Yip (2001). Whatever happened to productivity growth? *New Developments in Productivity Analysis, Studies in Income and Wealth*, 63: 509–540.
- Jun, Joosung (forthcoming). The tax-expenditure linkage in Korea', IPD Korea tax case study (2005), in IPD Tax Force Volume (forthcoming). http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Jun_Presentation.pdf
- Kaminsky, Graciela, Carmen Reinhart, and Carlos Végh (2004). When it rains, it pours: Procyclical capital flows and macroeconomic policies. NBER Working Paper, 10780.
- Keynes, J.M. (1936). *General theory of employment, interest and money*. London: Macmillan.
- Krugman, Paul, and Lance Taylor (1978). Contractionary effects of devaluations. *Journal of International Economics*, 8/3: 445–456.
- Levine, Ross, and David Renelt (1992). A sensitivity analysis of cross-country growth regressions. *American Economic Review*, 82/4: 942–963.
- Sara Zervos (1993). What have we learned about policy and growth from cross-country regressions. *American Economic Review*, 426–430.
- Lutz, Matthias (1999). Unit roots versus segmented trends in developing countries output Series. *Applied Economic Letters*, 6: 181–184.

- Mahadeva, Lavan, and Gabriel Sterne (eds) (2000). *Monetary policy frameworks in a global context*. New York: Routledge.
- Marfán, Manuel (2005). Fiscal policy, efficacy and private deficits: A macroeconomic approach, in *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, J.A. Ocampo ed. Stanford: Stanford University Press and ECLAC.
- Martner, Ricardo, and Varinia Tromben (2003). Tax reforms and fiscal stabilization in Latin America. In Tax Policy, Banca d'Italia Research Department, Public Finance workshop.
- McKinley, Terry (2005). Why is the Dutch disease always a disease? The macroeconomic consequences of scaling up ODA. UNDP International Poverty 42 Centre Working Paper No. 10, Brasilia.
- <http://www.undp-povertycentre.org/newsletters/WorkingPaper10.pdf>
- Miller, Marcus, and Joseph Stiglitz (1999). Bankruptcy protection against macroeconomics shocks: The case for a “super chapter 11.” World Bank Conference on Capital Flows, Financial Crises and Policies.
- Nayyar, Deepak (1997). Themes in trade and industrialization. In *Trade and industrialization*, Deepak Nayyar ed. Delhi: Oxford University Press.
- (2000). Macroeconomic reforms in India: Short-term effects and long-run implications, In *Adjustment and beyond: The reform experience in South Asia*, Wahidudin Mahmud, ed. London: Palgrave.
- Neary, Peter and Joseph Stiglitz (1983). Toward a reconstruction of Keynesian economics: Expectations and constrained equilibria. *Quarterly Journal of Economics*, 98: 199–228.
- Ocampo, J.A. (2002). Developing countries’ anti-cyclical policies in a globalized world. In *Development economics and structuralist macroeconomics: Essays in honour of Lance Taylor*, Amitava Dutt and Jaime Ros, eds. Aldershot: Edward Elgar, 2002.
- (2003a). Capital account and counter-cyclical prudential regulation in developing countries, in *From capital surges to drought: Seeking stability for emerging markets*, Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones eds. London: Palgrave/Macmillan.

- (2003*b*). International asymmetries and the design of the international financial system, In *Critical issues in financial reform: A view from the south*, Albert Berry ed. New Brunswick: Transaction Publishers.
- (2004*b*). Lights and shadows in Latin American structural reforms. In *Economic reforms, growth and inequality in Latin America: Essays in honor of Albert Berry*. Gustavo Indart, ed. Aldershot: Ashgate.
- (2005*b*). A broad view of macroeconomic stability. IPD Conference Background Papers.
- (forthcoming). Latin America and the world economy in the long twentieth century. In *The great divergence: Hegemony, uneven development and global inequality during the long twentieth century*. Jomo K. S. ed. New Delhi: Oxford University Press.
- and Palma (2007). IPD Capital Market Liberalization Companion Volume, forthcoming
- Oliveira, Jose (2005). The Brazilian tax structure, IPD Brazil Tax Case Study. Processed. In *IPD Tax Force Volume*.
http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Oliveira_Brazil_Summary.pdf
- Posen, Adam (1998). Central Bank independence and disinflationary credibility: A missing link? *Oxford Economic Papers*, 50: 335–359.
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff (2004). The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation. *Quarterly Journal of Economics*, 119/1: 1–48.
- Reserve Bank of New Zealand (2000). *Alternative monetary policy instruments*.
<http://www.rbnz.govt.nz/monpol/review/0096420.pdf>
- Rodrik, Dani (forthcoming). A practical approach to formulating growth strategies. In *From the Washington Consensus towards a new global governance*, Narcís Serra and Joseph Stiglitz eds. Oxford: Oxford University Press.
- Andres Velasco and Ricardo Hausmann (forthcoming). Growth diagnostics. In *From the Washington Consensus towards a new global governance*, Narcís Serra and Joseph Stiglitz eds. Oxford: Oxford University Press.
- Rojas-Suarez, Liliana (forthcoming). Domestic financial regulations in developing countries: Can they effectively limit the impact of capital

- account volatility? In. *IPD Capital Markets Liberalization Companion Volume*, J.A. Ocampo, Shari Spiegel, and Joseph Stiglitz eds. Oxford: Oxford University Press.
- Romer, Paul (1987). Crazy explanations for the productivity slowdown. In Stanley Fischer, ed. *NBER Macroeconomics Annual*. Cambridge, Mass.: NBER.
- Schneider, Benu (2006). Aid delivery, management and absorption. UN DESA, Mimeo.
- Shapiro, Carl, and Joseph Stiglitz (1984). Equilibrium unemployment as a worker discipline device. *American Economic Review*, 74/3: 433–444.
- Shigehara, Kumiharu (1992). Causes of declining growth in industrialized countries, *Policies for Long-Term Economic Growth*. Wyoming: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Stiglitz, Joseph (1998). Knowledge for development: Economic science, economic policy, and economic advice. In *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Boris Pleskovic and Joseph Stiglitz, eds. Washington: World Bank, 9–58.
- (2003a). Whither reform? Towards a new agenda for Latin America. *Revista de la CEPAL*, 80: 7–40.
- (2003b). *The roaring nineties*. New York: W. W. Norton & Company.
- A. Weiss (1981), Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71/3: 393–410.
- J.A. Ocampo, Shari Spiegel, Ricardo Ffrench Davis, and Deepak Nayyar (2006). *Stability with growth*. Oxford: Oxford University Press.
- Svensson, Lars (2000). *Does the P* model provide any rationale for monetary targeting?* NBER Working Paper No. 7178. National Bureau of Economic Research.
- Tanzi, Vito, and Howell Zee (2001). Tax policy for developing countries. International Monetary Fund.
- Taylor, Lance (1988). *Varieties of stabilization experience: Towards sensible macroeconomics in the Third World*. Oxford: Clarendon Press.
- (1993). *The rocky road to reform: Adjustment, income distribution and growth in the developing world*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

- Tobin, James, and William Brainard (1977). Asset markets and the cost of capital. In *Economic Progress, Private Values and Public Policy: Essays in Honor of William Fellner*, Richard Nelson and Bela Balassa, eds. Amsterdam: North-Holland. 235–262.
- Weitzman, Martin (1974). Prices vs. quantities. *Review of Economic Studies*, 41/4: 477–491.
- World Bank (1999). *Global economic prospects and the developing countries, 1998–99—Beyond Financial Crisis*. Washington, DC: World Bank.
- Zahler, Roberto (2003). Macroeconomic stability under pension reform in emerging economies: The case of Chile. *Proceedings of the Seminar on Management of Volatility, Financial Globalization and Growth in Emerging Economies*. Santiago: ECLAC.