

NORDICS

in Global Crisis

Vulnerability and resilience

全球危机中的 北欧国家

脆弱性与恢复力

社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

〔冰岛〕索瓦多·吉尔法松 (Thorvaldur Gylfason)

〔美〕本特·霍尔姆斯特朗 (Bengt Holmström)

〔芬兰〕塞克斯顿·科尔克曼 (Sixten Korkman)

/ 著

〔瑞典〕汉斯·佐·瑟特斯特伦 (Hans Tson Söderström)

〔芬兰〕威萨·维哈拉 (Vesa Vihriälä)

刘影翔 李斌 王鹏 等 / 译

NORDIC in Global Crisis

Vulnerability and resilience

全球危机中的 北欧国家

脆弱性与恢复力

[冰岛] 索瓦多·吉尔法松 (Thorvaldur Gylfason)

[美] 本特·霍尔姆斯特朗 (Bengt Holmström)

[芬兰] 塞克斯顿·科尔克曼 (Sixten Korkman)

/ 著

[瑞典] 汉斯·佐·瑟特斯特伦 (Hans Tson Söderström)

[芬兰] 威萨·维哈拉 (Vesa Vihriälä)

刘影翔 李斌 王鹏 等 / 译



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

全球危机中的北欧国家：脆弱性与恢复力/(冰岛)吉尔法松
(Gylfason, T.)等著;刘影翔等译.—北京:社会科学文献出版社,
2015.9

ISBN 978-7-5097-7511-0

I. ①全… II. ①吉… ②刘… III. ①经济危机-研究-北欧
IV. ①F153.44

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第099517号

全球危机中的北欧国家

——脆弱性与恢复力

著 者 / 索瓦多·吉尔法松 本特·霍尔姆斯特朗 塞克斯顿·科尔克曼
汉斯·佐·瑟特斯特伦 威萨·维哈拉

译 者 / 刘影翔 李 斌 王 鹏 等

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 李延玲

责任编辑 / 李延玲 孙丽萍

出 版 / 社会科学文献出版社·国际出版分社(010)59367197

地址:北京市北三环中路甲29号院华龙大厦 邮编:100029

网址:www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心(010)59367081 59367090

读者服务中心(010)59367028

印 装 / 三河市东方印刷有限公司

规 格 / 开 本:787mm×1092mm 1/16

印 张:14 字 数:221千字

版 次 / 2015年9月第1版 2015年9月第1次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-7511-0

著作权合同 / 图字01-2012-8480号

登 记 号

定 价 / 59.00元

本书如有破损、缺页、装订错误,请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

This edition is an authorized translation from the English language edition © 2010 by Taloustieto Oy. All rights reserved.

本中文版根据 Taloustieto Oy 2010 年版本译出。

前 言

当今世界正经历着 20 世纪 30 年代“大萧条”以来最严重的经济衰退。除了挪威，北欧诸国经受的打击比世界上大多数国家更为沉重。鉴于这场危机的尖锐性和深远度，引发了或者说重启了对一系列重要相关政策的广泛讨论。本书提出一些问题，并讨论了为解决关键经济问题而实施的经济政策。

本书可以被看作两年前出版的一本关于“北欧模式”的书的续篇和补充。本书有三位作者同样参与过上本书的写作。较早的那本书聚焦在结构问题上，而现在这本则主要分析了宏观经济和金融问题。

本书的写作团队由著名经济学家以及相关领域权威专家组成。本书是一个合作的成果，反映了写作过程中大家的广泛讨论和相互评论。

感谢本书编辑基莫·阿尔托宁和莱拉·列基宁无与伦比的效率和速度。

本书的完成还要感谢 TT 基金会的资金支持。

塞克斯顿·科尔克曼

2010 年 1 月 19 日于赫尔辛基

作者介绍

索瓦多·吉尔法松 冰岛大学经济学教授，同时任《欧洲经济评论》杂志编辑。他获得普林斯顿大学博士学位，曾任职于国际货币基金组织，在普林斯顿大学任教，曾长期任斯德哥尔摩大学国际经济研究所通讯研究员。他发表过一百多篇学术论文，以及十五部学术著作，其中包括七部冰岛文文集，以及已有 17 种文字版本的《理解市场经济》（与伊萨克森和汉密尔顿合著，1992）和《经济增长原理》（1999）。他在世界很多地方做过讲座。他还每周为冰岛最大的日报——《冰岛日报》撰写专栏文章。目前他研究的主要领域是经济改革与增长。他最新发表的文章是为混声合唱团而做的《七首爱国歌曲》，发表在北欧最古老的文学杂志 *Skirnir*（创刊于 1823 年）。

本特·霍尔姆斯特朗 麻省理工学院经济系的“保罗·萨缪尔森经济学教授”。他同时也在麻省理工学院斯隆商学院任职。他一直致力于公司理论的研究，特别是合同和激励机制。他最近的研究主要集中于金融市场流动性的需求和供给以及金融危机。霍尔姆斯特朗是美国艺术与科学院院士，计量经济学会第一副主席，欧洲经济联合会和欧洲公司治理研究所成员（ECGI）。他是美国国家经济研究局（NBER）的通讯研究员，还是英国经济政策研究中心（CEPR）执行委员会成员。他从 1999 年起担任诺基亚公司董事。

塞克斯顿·科尔克曼 政治学博士，从 2005 年起任芬兰经济研究所（ETLA）的行政所长，芬兰商业和政策论坛（EVA）执行主任。在此之

前，他分别任芬兰银行办公室主任（1983～1988年）、芬兰财政部任司长（1989～2005年）、欧盟部长委员会秘书处任主任（1995～2005年）。他撰写了多篇有关宏观经济和其他政策性事务的文章，著有一部关于欧盟经济政策的专著。

汉斯·佐·瑟德斯特伦 1970～1984年在斯德哥尔摩大学国际经济研究所工作，历任研究员、高级研究员以及副所长。1985～2002年任瑞典商业与政策研究中心（SNS）首席执行官。1985～1995年任该中心经济政策组主席，每年就瑞典经济政策发表年度报告。从1992年起，瑟德斯特伦在斯德哥尔摩经济学院（SSE）经济学系兼任宏观经济分析和政策教授。2004～2006年他担任该学院行政教育分院院长和首席执行官，后任执行总裁。瑟德斯特伦教授主要的研究领域是小型开放经济体的宏观经济政策。他发表和出版了许多这个领域的学术论文和教科书，并为政府做政策顾问。

威萨·维哈拉 自2004年2月起任芬兰首相办公室副国务秘书和经济委员会秘书长。他是赫尔辛基大学活动社会科学（经济学）博士，并曾在那里做研究工作。他还曾在麻省理工学院学习。维哈拉博士长期在芬兰银行任职，在20世纪80年代做货币政策与金融市场监管有关的工作，在20世纪90年代的金融危机过程中，成为芬兰中央银行危机管理的核心成员。他曾任经合组织经济学家（1989～1991年），佩莱尔沃经济研究所（Pellervo Economic Research Institute）常务董事（1997～2004年）。目前，维哈拉博士主要关注芬兰的全球化战略、劳动力市场问题以及老龄化政策。

目 录

前 言	001
作者介绍	001
第一章 引言与概要：透视全球危机	001
第一节 恐慌袭来：“大缓和”是不是一个“大幻觉”？	003
第二节 只鞭挞银行家是不够的：关于不平衡全球化的宏观经济	004
第三节 “大缓和”防止“大萧条”的重演	005
第四节 监管与稳定：我们是否需要更多？	007
第五节 个别经济体受到更大的冲击	008
第六节 北欧诸国的经验教训	009
第七节 世界需要一个更强健的金融体制	010
第八节 灵活的汇率制度不是万能药	011
第九节 经济和货币联盟（EMU）面临越来越大的压力	012
第十节 财政政策尽管不那么强有力，但仍然是必要的	013
第十一节 我们既需要增长也需要财政稳定	014
第十二节 北欧模式脆弱但有恢复力	015
本章注释	017
第二章 危机和全球应对政策	019
第一节 急剧并同步的衰退	019
第二节 前所未有的应对政策	022
第三节 美国与欧盟的政策是不同的，但二者是否有所趋同？	025

第四节	全球政策反应奏效吗？	029
第五节	是时候退出吗？	031
	本章注释	033
第三章 2007 ~ 2008 年的恐慌：一个现代银行运行		034
第一节	影子银行的出现	035
第二节	需求和资产供应的全球失衡	036
第三节	神奇的证券化和结构性融资	039
第四节	影子银行系统——复杂的中介链	043
第五节	作为替代银行的回购市场	044
第六节	折减和杠杆	045
第七节	恐慌	046
第八节	缺乏透明度是问题吗？	050
第九节	影子银行的未来如何？	052
	本章注释	053
第四章 回顾波动与增长		056
第一节	经济“大萧条”及其他可避免的低谷	056
第二节	稳定和管理的汇合	060
第三节	欧洲大陆：相似的故事	062
第四节	北欧国家：更多相同的情况	064
第五节	共同增长	068
第六节	历史的启示	070
	本章注释	072
第五章 前车之鉴：瑞典和芬兰的危机		074
第一节	两种不同政策取向最终都趋向财政自由化	074
第二节	财政自由化缺少稳定性，带来不可持续的繁荣	076
第三节	外部冲击引发破产	077
第四节	货币宽松、财政扩张和对银行大规模的资助	079
第五节	快速应对融资危机	080

第六节 可供借鉴的经验教训·····	082
第七节 这次大致相同，但也有其特色·····	084
本章注释·····	087
第六章 确保金融机构间相互协调——北欧经验·····	088
第一节 先承认问题，再采取行动·····	088
第二节 保持信心是关键，而且需要建立稳固的危机管理体系·····	090
第三节 保持信心的方式多种多样·····	093
第四节 资产处置策略及其合理化值得引起高度重视·····	099
第五节 救助中介机构远远不够·····	100
本章注释·····	101
第七章 从繁荣到破产——冰岛故事·····	103
第一节 第一个被冻僵的国家·····	104
第二节 失衡的自由化·····	108
第三节 发生在朋友间的私有化·····	111
第四节 不平等加剧及其他迹象·····	119
第五节 向国际货币基金组织求助·····	120
第六节 制衡与信任·····	122
第七节 前景展望·····	124
第八节 十一条经验教训·····	126
本章注释·····	128
第八章 欧洲货币联盟与危机：到底是加入好， 还是不加入好？·····	130
第一节 为何芬兰加入欧元区而瑞典没有？·····	131
第二节 欧元的第一个十年·····	132
第三节 到目前为止，欧元并没有给芬兰和瑞典带来太多不同·····	134
第四节 危机与汇率：瑞典克朗为何贬值这么多？·····	139
第五节 贬值是否有用？·····	142
第六节 克朗走弱：瑞典是否会受益？·····	143

第七节 瑞典是否采取了“以邻为壑”的政策？	149
第八节 丹麦与欧元的关系如何？	151
第九节 关于货币机制的总结	153
本章注释	154
第九章 财政政策能帮忙吗？	156
第一节 财政政策有效吗？	156
第二节 欧元区的财政政策	161
本章注释	166
第十章 财政整顿与增长	168
第一节 减少开支与提高税基	169
第二节 通过减税提升经济？	171
本章注释	180
第十一章 建立更强健的金融体系	182
第一节 过度的杠杆与风险承担	182
第二节 金融监管的行动路线	183
第三节 宏观经济政策的重要性	188
本章注释	189
第十二章 脆弱性和恢复力	190
第一节 阻止全球增长？	191
第二节 一些受冲击更厉害	192
第三节 更少的脆弱性	193
第四节 更强的恢复力	196
第五节 北欧模式的危机？	199
第六节 全球经济不仅仅需要地区政策	201
本章注释	202
参考文献	203

第一章

引言与概要：透视全球危机

过去两年，世界经历了 20 世纪 30 年代经济大萧条以来最严重的衰退。很多经济危机都是这样，尽管根源可能在别处，但在危机显现过程中金融行业扮演了关键的角色。

- 全球危机引发了一系列有关政策问题的广泛讨论

由于当前这场危机的尖锐性和深刻程度（图 1-1），引发了广泛的讨论，有关市场经济是否可以自我修正，金融市场是否需要更有效的规则和监管，宏观经济稳定政策的作用等等。经典学说认为，（从狭义的角度讲）货币政策应该只应用于调节价格稳定，而不是用于减少资产价格泡沫和金融脆弱性。危机引起了人们对经典学说的重新审视。有人重新提

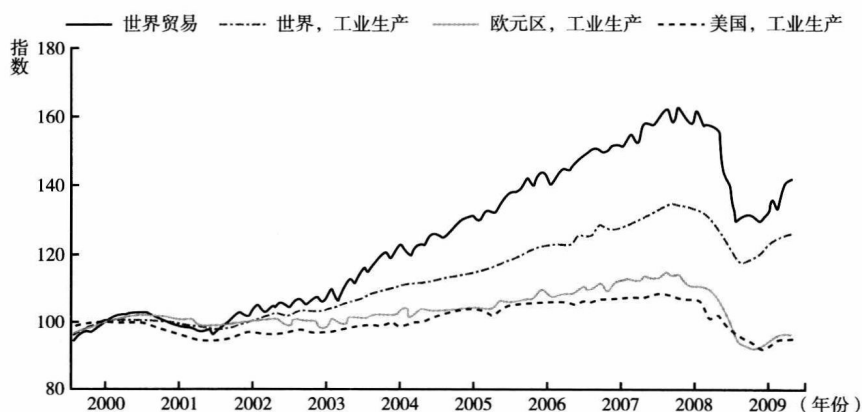


图 1-1 2000 ~ 2009 年世界经济走势图

资料来源：CPB，芬兰经济研究所（ETLA）。

出，偶尔需要积极和谨慎的金融政策作为对自动稳定机制的补充。危机使人们重新思考福利国家的成本收益及其危机分担机制。危机还提出了不受限制的全球化的效用问题，强调了全球机制和合作需要与经济一体化互相依存同步发展。简而言之，这场危机引发了广泛的讨论，并对重要政策问题进行了重新考量。

- 本报告的内容有关全球金融、经济危机和北欧诸国

本报告从小型开放经济体的角度，特别以北欧诸国¹为参考，对这场全球金融和经济危机进行了分析。从贸易自由化和全球化的程度上来看，北欧诸国可以称得上世界冠军级别，但现在受到全球衰退的巨大冲击（挪威例外）。这些国家已站在一个很高的平台上，一个稳定的全球框架和自身经济适应世界市场变化的能力非常关键。

- 为什么北欧诸国受这场危机打击如此严重？政策制定者应该从中得出什么结论？接下来应该怎么做？

为什么北欧诸国在这场危机中深受重创？而且原因显然不是北欧国家自身金融系统的稳定问题以及其在全球市场中的竞争力问题（至少不是主要原因）。北欧诸国为减轻这场危机对国内的影响已经做了什么？曾经采取过什么措施？从货币政策的角度和北欧地区金融制度的不同选择的角度，这场危机带来了什么教训？当小型开放经济体的财政乘数已经很小且巨额预算赤字可能威胁公共债务的可持续性时，是否还有实施扩张性财政政策的需要和空间？如何最好地协调财政稳定和促进经济增长的关系？当全球经济更加动荡的时候，北欧诸国是否应该重新考量其外向型的增长模式？从这场危机的角度看，北欧社会经济模式到底是财富还是负担？

- 必须做出对未来带来深远影响的决策

本报告提出了以上问题及很多其他问题。尽管也许并不能得出明确的答案，但我们觉得对这些问题进行透彻的分析并讨论对其的经济研究能提供什么解决方案是有意义的。那些影响我们未来很多年的经济和社会的重要政策决定其实也只能是日常必须做出的分析与讨论（包括那些决定不行动的政策）。理想的状况是除了其他必要的程序外，决策应该基于对经济学各种观点的分析和充分讨论。

本章提出的主要观点，在接下来的章节里将予以更充分的讨论。这些

观点既有国际层面的分析也有小型开放经济体面临的问题的分析，重点在后者。本报告主要从广泛的历史事实出发，分析宏观经济的稳定发展，并回顾瑞典和芬兰在 20 世纪 90 年代的经济危机及其教训。本报告检验了保证金融仲裁的方式和手段，以及更强有力的金融体系所要达到的条件。本报告对北欧国家中一个极端的例子给予特别的关注：冰岛的崛起和衰落。本报告分析了这场危机中所实施的金融和货币政策的长处与短处，以及北欧国家采取的不同的汇率政策的优缺点。最后，我们就小型开放经济体在面对类似当前全球危机中减轻脆弱性和提高灵活性的方式提出了一些想法。

第一节 恐慌袭来：“大缓和”是不是一个“大幻觉”？

● 恐慌如同晴天霹雳

从历史角度讲，“大缓和”是一个繁荣增长并且相对稳定的时期。这个概念通常用于指过去的二三十年，但其实也适用于整个战后时期。尽管人们承认在这个时期也发生过一些危机和动荡，但基本上都是局部的、地区性的（例如：亚洲或北欧的金融危机）和与一些特定的问题相联系的危机（例如石油价格危机或者互联网泡沫危机）。大体上，这段时间的全球经济增长还是令人满意的。与大萧条时期相比，这段时间全球经济没有遭受重要的系统性破坏。但 2008 年这场危机的爆发有如晴天霹雳，带来世界经济状况戏剧性的急转直下²。在此之前，发达国家似乎还笃定地认为全球金融危机只存在于过去。

● 金融过剩形成了危险的泡沫

事后反省，一切洞如观火，危机爆发之前的很多年间，金融发展的特征就是全球不平衡、信贷过度扩张以及财务杠杆不健康的增长。这些特征既促进消费又增加投资，资产价格泡沫逐渐形成：房主、公司以及金融机构的资产负债表上净资产太少；国家对复杂的金融工具、“影子银行”所起的作用以及各个市场间的相互联系缺乏正确理解。这些都是泡沫形成时及泡沫破裂后产生的连锁反应。

金融管理不适应时代，监管不到位，评级机构犯了严重的错误，它们

实施激励机制的结果是鼓励金融机构的经营者们过度冒险。由于资产证券化以及在不断涌现的金融创新的作用下（现在看来）显然造成了金融过剩，因此银行与其他金融机构一直广受诟病就不足为奇了。虽然这类批评大多在理，而且金融领域确有很多改进空间，但是对银行家的鞭挞不应阻碍对金融危机背后系统性问题的全面分析。

第二节 只鞭挞银行家是不够的：关于不平衡 全球化的宏观经济

金融上的因素当然是导致问题的重要的直接原因，但是引起危机的根本原因并不那么显而易见，还需要未来很多年的分析和讨论。我们对危机比较倾向的解读是，这场危机是全球宏观经济不平衡以及金融市场作用下的共同产物。

- 全球化可以导致持续的金融不平衡

过去几十年的全球化过程非常迅速同时又很不平衡。主要来自亚洲的数以亿计的工人参与到面向国际市场的生产中。先不说别的，这个过程改善了中国和印度很多贫穷工人的生活，同时有助于降低制造业的商品价格以及缓和全球通货膨胀。然而全球化的生产增加了全球市场货物和服务的供给，却没有同等程度地增加全球对货物和服务的需求。

亚洲国家特别是中国的储蓄率极高（几乎达到国内生产总值的一半），而这些亚洲国家的金融市场却并不能为财务上有结余的家庭和公司提供有吸引力的金融资产。虽然它们的投资率持续提高，却还是远远低于储蓄率。这导致“存款过剩”，需要在那些缺乏国内储蓄而又有发达的金融市场的国家（如美国）寻找安全又富于流动性的投资机会。

- 追逐高回报的大笔资金鼓励了过度财务杠杆以及冒险行为

大规模的资金流寻找投资出口，使世界范围内实际利率保持低位。流动性充足以及较低的利率鼓励金融机构及资产所有者努力通过增加财务杠杆提高他们资产组合的回报率，但其代价是带来更大（而且被低估）的风险。美国和其他发达国家经常出现账户巨额赤字不仅反映了这些国家家庭储蓄率低而且缺乏财政责任感，并且也反映了亚洲（以及中东）的大

量金融存款供给。这就是为什么美国巨额预算和经常性的账户赤字既没有推高利率也没有引起美元贬值的原因。

金融市场在主要国家的运转方式导致资产市场泡沫、金融结构脆弱以致最终崩盘。金融创新发明了高度复杂的金融工具给金融中介（“影子银行”）带来收入，使借贷变得更容易，使向那些似乎低风险的资产投资也变得很有吸引力。这些都催生和鼓励了更高的财务杠杆，而在一个有更恰当管理和监督的金融市场是不可能发生这种情况的。

- 不能永远持续就会迎来终结

只要美国消费者和联邦政府愿意继续扩大支出和借贷，从不平衡的全球化过程中继承过来的压力就会或多或少的被掩盖。而且这样的借贷可以持续很长时间而不致引起问题，确切的说是因为中国（以及中东国家）愿意以很低的利率购买美国政府债券和其他债务工具。只有当借贷累积和资产价格上涨终结已经太明显的时候，问题才显现出来。2006 ~ 2007 年就是这种情况，当时利率与石油和其他原材料价格都偏高而且还在不断增长³。

无可否认金融机构在经营上犯了错误，同时对银行和其他金融机构的管理和监督存在缺陷，但这些都问题的根源。全球危机发源于广泛传播的金融脆弱性以及全球化过程的不平衡，在严重的金融不平衡的情况下迅速发展⁴。

第三节 “大缓和”防止“大萧条”的重演

- 当美国消费者停止购买时，世界经济开始下滑

一旦资产价格开始逆转，金融体系很快就发现自己陷入了严重的困难：账目价值下降，资产销售困难，以及流动性资金缺乏。而一旦美国和其他地方的家庭和公司都一心希望调低财务杠杆，世界市场上的全球需求就开始萎缩。在金融领域和实体经济领域引发的双重作用强化了连锁反应的发生。2008 年秋天发生的恐慌对全球金融中介带来巨大的破坏，甚至基本情况良好的公司都因为缺乏短期贷款而被迫削减支出。突然之间所有的因素都把世界经济拖拽向同一个方向：向下。

- 下滑后经济又开始回升，但速度缓慢

然而，过去几年是充满了意外的一段时期。2008年年底至2009年初世界经济出现迅速且同步的下滑是个意外，2009年年中世界经济就开始回稳也令人意外。很多国家宣布经济衰退已经结束。虽然当时经济回稳势头较弱且不太确定，但经济似乎正在恢复（图1-1）。如果经济复苏得到确认并且加强，那么显然这场危机不会导致第二次大萧条。此次金融危机的迅速逆转使其有别于历史经验。历史上严重的金融危机之后通常都会有相当长一段时间的经济衰退。

● 幸运的是，全球应对这场危机的政策与20世纪30年代的应对政策有天壤之别

对经济迅速回稳的原因似乎也毋庸置疑：政策使然。20世纪30年代应对危机本来应该实施扩张政策，但事实上采取了收缩性政策。相比之下，这次应对危机的政策有很大差别。从2008年秋天开始，各国政府的政策就显示了前所未有的积极态度。第一，以美国联邦储备局为首的各国中央银行大幅降低利率，并且在短期利率接近零时，通过“量化宽松”如非常规地购买债券来扩张其收支表。第二，各国政府采取了一系列措施救助和提振各个金融机构，以保证金融体制的正常运转。第三，美国、大多数欧洲国家和中国自主决定实施的大规模财政刺激政策，对自动稳定机制形成补充。图1-2显示美国和欧元区最近采取的货币与财政扩张政策的走势，以短期利率以及公有部门金融剩余作为政策指标（下行或向左说明采取扩张政策）。

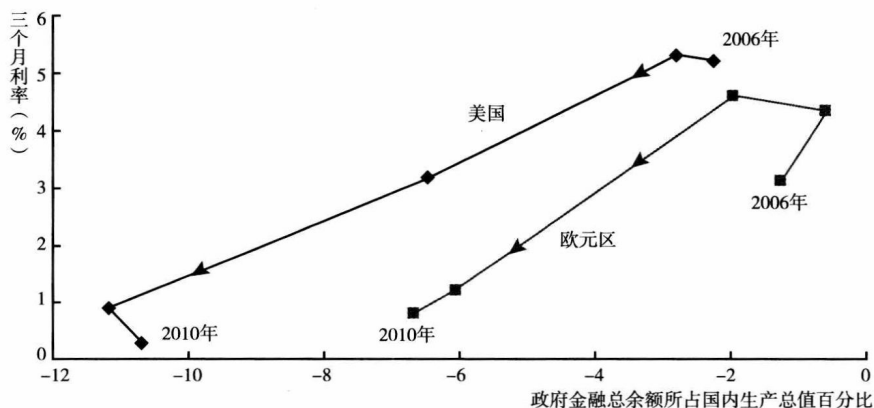


图1-2 货币与财政扩张，2006~2010年

资料来源：经济合作与发展组织《经济展望》第86期，2009年11月。