

THE SHIFTS AND THE SHOCKS

What We've Learned—and Have still to
Learn—from the Financial Crisis

转型与冲击

马丁·沃尔夫谈未来全球经济

[英] 马丁·沃尔夫 (Martin Wolf) 著 冯明 程浩 刘悦 译

THE SHIFTS AND THE SHOCKS



中信出版集团 · CHINA CITIC PRESS

转型与冲击

马丁·沃尔夫谈未来全球经济

[英] 马丁·沃尔夫 (Martin Wolf) ◎著

冯明 程浩 刘悦◎译

THE ^S H ^F I ^T S AND THE ^E S H O C K S

What We've Learned—and Have still to
Learn—from the Financial Crisis

图书在版编目 (CIP) 数据

转型与冲击: 马丁·沃尔夫谈未来全球经济 / (英) 沃尔夫著; 冯明, 程浩, 刘悦译. —北京: 中信出版社, 2015.5

书名原文: The Shifts and the Shocks

ISBN 978-

I. ①... II. ①... ②... ③... III. ①世界经济—经济分析 ②世界经济—经济发展趋势—研究 IV. ①F113.4
中国版本图书馆CIP数据核字 (2015) 第049945号



THE SHIFTS AND THE SHOCKS: WHAT WE'VE LEARNED—AND HAVE STILL TO LEARN—FROM THE FINANCIAL CRISIS

Copyright © 2014 by Martin Wolf
Simplex Publishing, a division of CITIC Press Corporation

All rights reserved

本书仅限中国大陆地区发行销售

转型与冲击: 马丁·沃尔夫谈未来全球经济

著者: [英] 马丁·沃尔夫

译者: 冯明 程浩 刘悦

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京楠萍印刷有限公司

开本: 880mm × 1230mm 1/32

版次: 2015年5月第1版

京权图字: 01-2013-5508

书号: ISBN 978-7-5086-5074-6 / F · 3340

定价: 58.00元

印张: 15.25 字数: 390千字

印次: 2015年5月第1次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

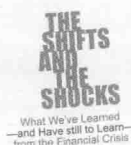
服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

献给

乔纳森、本杰明和雷切尔

没有你们，我的人生将一片苍白



序

我们正在进入一个未知世界

马丁·沃尔夫是《金融时报》的首席经济学家和首席评论家，他每周都对全球经济金融的时局发表专栏，分析市场，评议政策，针砭时事。他的文章见解独到，观点明确，文笔犀利，从来都是《金融时报》的亮点。我是他的忠实读者，20多年来，基本篇篇不落。马丁·沃尔夫在撰写专栏的同时，也一直孜孜不倦地用经济学的理论思考时事后面的深层次原因，分析经济金融的大格局变化，探讨我们面前正在变化的世界。他的新作《转型与冲击》就是这样一部分分析全球金融危机的成因、冲击和影响的巨著。我对这本新作印象深刻，不仅是因为全书视野开阔，资料翔实，观察敏锐，文笔流畅，也不仅是书中对危机冲击的详尽描述，对危机后政府应对政策的批判分析，而且是因为马丁·沃尔夫对危机的深层次原因和教训的观察研究，对当下

和未来全球经济金融运行根本机制和体制的探索和追问。

本书特别考察了全球金融危机对美国、欧元区等发达国家的冲击。马丁·沃尔夫发现，在全球金融危机后，发达国家政府采取了史无前例的应对政策：对银行系统的大规模救助，前所未有的货币扩张，以及巨额财政赤字。但是在发达国家，失业率仍然居高不下，经济增长缓慢，劳动生产率增长停滞不前，收入分配恶化，整体宏观经济金融极其脆弱。马丁·沃尔夫是坦率的，在全书的开篇，他就坦承，尽管他以分析世界经济金融为职业，也在危机前和危机中出了两本有关的书，但危机随后的发展和演化、政府政策应对的不足，以及由此形成的对全球经济金融的冲击仍然大大地超过了他的想象。他承认犯了错误。错误令他深思，促使他思考也许是他观察世界的基本理论出了问题，因此他意识到要进行新的更深层次的探索。

马丁·沃尔夫在考察全球金融危机的成因中看到了金融市场、金融系统和金融监管本身的脆弱性。他提出，金融自由化带来了从内部毁坏金融经济的因素，不受约束的金融发展、债务负担普遍提高、全球范围内需求疲软、全球收入不公平恶化，以及与此同时监管和政策制定者的自大和骄傲。这一切才是金融危机的内在根源。他由此尖锐地提问：“大萧条”式的大危机是市场经济或资本主义经济体系内生的、必然的吗？在市场经济条件下，金融危机是不可避免的吗？如果答案哪怕是“也许是的”，那么我们的金融监管设计的根本理念就可能面临挑战，目前为了寻求稳定的宏观经济金融政策可能在中长期成为更大的不稳定根源。

马丁·沃尔夫意识到，要对当前的全球金融危机做深入的理解和剖析，需要深入到理论讨论层面。他讨论了后凯恩斯主义、新货币主义、新古典主义和奥地利学派对危机和危机后政策应对的理论争议和

分歧。他看到对自由市场抱有怀疑的后凯恩斯主义者和信奉绝对市场经济的奥地利学派都认为危机是不可避免的，虽然他们对危机的成因和危机后的对策的看法并不一致。他提出了“新古典经济学的均衡是常态”还是“奥地利学派的创造性破坏是常态”的尖锐问题，由此质疑在政策设计中，宏观经济政策是否应该致力于货币—价格—经济稳定。他在理论上讨论了危机后政府有所作为的依据和分歧，看到了后凯恩斯主义和新货币主义都支持政府干预，但理论出发点和方法不一，而奥地利学派坚决反对之。凡此种种，他的结论是，自由市场经济需要新的经济理论，该理论要包含内生的危机/“大萧条”发生的机制，即“大萧条”式的危机是不可避免的，这是资本主义自由市场经济的常态。由此，宏观经济金融政策的出发点和工具都会因此而改观。他掷地有声地指出：市场就是这样的，在我们拥抱市场经济的时候，在欢呼其有效性、警惕其收入分配倾向的同时，也要认同其必然会发生危机的内生机制。

马丁·沃尔夫总是把他的考察放在全球背景之中。他看到了，在危机前，全球经济结构和金融系统的变革以及两者交织形成的对全球金融系统的冲击；危机后，新兴经济体的强劲经济增长，推动全球经济金融结构的进一步变化。今天，全球经济金融是更紧密地关联在一起的，但全球经济金融治理机制严重缺乏。因此，在全球化的过程中，必然需要由全球的参与者共同承担和维护全球经济金融稳定的责任，提供更有效的全球监督和公共产品，构建更好、更安全的金融系统，支持更强健和更安全的经济系统。由此必然要求建立新的全球公共治理机制，全球权利和责任正从西方大国主导的世界走向新兴经济体崛起的世界。

本书一个强烈的主题是：危机是一场全球冲击，危机对全球经济

和金融结构产生了冲击，并对未来产生了深远影响。全球冲击必然带来全球大转型，而大转型则必然带来更大的全球冲击。现有的经济学理论、金融自由化政策和宏观经济政策都不可持续。正如导言的题目，马丁·沃尔夫借用《绿野仙踪》中多罗茜的话“我们已经不在堪萨斯了”，由此隐喻我们正在进入一个未知的新世界。而马丁·沃尔夫的《转型与冲击》就是对未来全球经济金融新世界的理论、体制和机制的积极探索。

我和马丁·沃尔夫相识多年。近20年前，我参加达沃斯世界经济论坛时，好几年都连续参加第一天的开场论坛《全球经济展望》的发言和讨论，而马丁·沃尔夫则是那一节讨论的经年主持人。后来马丁·沃尔夫转而主持世界经济论坛年会最后一天的总结论坛《全球经济金融政策展望》，我也曾多次参加那一节的发言和讨论。我和马丁·沃尔夫也曾多次在其他的国际论坛同台发言或接受他的采访。这20年里，我和马丁·沃尔夫上台台下，在咖啡厅、晚餐桌，有过不少激烈而又友善的交锋和交流。好像是在2010年达沃斯的《全球经济金融政策展望》讨论中，马丁·沃尔夫在介绍我的时候说：“达沃斯的富人多，但都抵不上朱民，因为他是中国人民银行的副行长，管着世界上最多的外汇储备。”突然，他话锋一转：“现在正在金融危机中，需要拉动总需求，你们为什么不把这些外汇储备平分给每一位中国公民呢？”这其实是当时国内讨论的一个话题，他可能也听说了。话出意外，我一愣，当场反击说：“马丁，这是外汇储备，你应该理解其运用范围。但是假设我们把外汇储备均分给中国公民，你愿意加入中国籍吗？”全场哄堂大笑。会后，我意识到我有些偏激，也有些不好意思，但马丁·沃尔夫并不介意。我到了国际货币基金组织后，和马丁·沃尔夫接触的机会更多了，达沃斯和其他国际会议外，在国际货

币基金组织的春季会议和秋季年会期间，我都会见到马丁·沃尔夫，也多次在他伦敦《金融时报》的办公室拜访他，享受他的英国式早餐。我们常常对国际经济金融形势和政策进行交流，他也经常毫不客气地批评国际货币基金组织的政策。

我很佩服马丁·沃尔夫坚实的经济学基础，广博的学识，睿智的视角，超快速的反应，每次和他讨论都有所启示。马丁·沃尔夫当然也代表《金融时报》采访过我多次。特别是在瑞士，达沃斯的冬天，常常大雪纷飞，马丁·沃尔夫用他那温暖的俄罗斯皮帽保护着他那灵敏的大脑袋，而我则需要在寒冷中时时准备回答他那惯常尖锐的问题，唯此，时时感到不公。

《转型与冲击》英文版出版之际，马丁·沃尔夫嘱出版社邮我一册。收到样书的时候，我正好要出差，顺手装入包中，在飞机上打开之后，竟然放之不下，读了一路，虽然读得腰酸背痛，却也津津有味。下了飞机，即给马丁·沃尔夫电话，建议他考虑出中文版。国内翻译和出版都快，四个月之间，中文版就发行在即了。马丁·沃尔夫来电邀我为序。今天周六，华盛顿下雨，正是读书的好时候。早起，泡好一杯龙井茶，打开马丁的书和电脑，我立即沉浸在阅读的愉悦中。淅淅沥沥的春雨整整下了一天，一冬积下的雪在雨丝中静静地融化。傍晚时分，收笔，天际一抹黛色，丝丝细雨飘进窗沿，却也带来一缕春天的温润。感谢马丁·沃尔夫，感谢译者和出版社的信任，我再次细读了一本好书，也借此理了一下自己的思路。好美的春雨天。

朱民

国际货币基金组织全球副总裁

2015年3月14日于雨中的华盛顿

THE
SHIFT
AND
THE
SHOCKS
What We've Learned
—and Have still to Learn—
from the Financial Crisis

序

后危机时代新兴经济体的困境与出路

马丁·沃尔夫无疑是当今世界最有影响的“经济学家—媒体人”或“媒体人—经济学家”。世界各国的经济决策者和经济领域从业人员每天早上要做的第一件事大概就是翻阅《金融时报》，而在浏览过《金融时报》的头版头条之后，他们要做的第二件事大概就是要看看马丁在他的专栏中说了些什么。我与马丁相识近 20 年，他对全球经济的洞察力一直让我深为佩服。他提出的尖锐问题常常迫使我对一些问题的重新思考，他的观点始终是我自己观点的重要参照。

自 2007~2008 年全球金融危机爆发以来，经济学家纷纷著书立说，重构危机爆发过程、分析危机爆发原因、预测危机后果和总结危机经验教训。在这些专著中，最有影响的包括斯蒂格利茨的《自由落体》、拉詹的《断层线》、鲁比尼的《危机经济学》、索金的《大而不

倒》、吉莲·邵蒂的《疯狂的金钱》、罗格夫和莱因哈特的《这次不一样》、席勒的《终结次贷危机》以及保尔森的《峭壁边缘》等。马丁在《转型与冲击》中对这次全球金融危机的前因后果做了全景式的诠释。我毫不怀疑，马丁的新著将同前述著作比肩，成为帮助读者理解金融危机并从中吸取经验教训的又一力作。

本书并未详细描述全球金融危机在美国的演进过程，因为其他人已经对此进行了大量的研究。马丁主要讨论了本次危机的严重程度、各国政府采取的异乎寻常的反危机政策以及两者的经济后果。

马丁尽管对西方国家政府未能防止危机的爆发痛心疾首，但却对危机爆发之后美国政府的金融稳定措施给予了充分肯定。稳定金融的措施不外乎三个方面：给金融机构注入资本金、提供充分的流动性以及为债务提供担保。在实现了金融稳定之后，为了刺激经济增长，除把为金融机构提供资金的利息率降低到零之外，美联储还推出了所谓非常规的“量化宽松”政策，即美联储从主要金融机构手中大量购买长期资产，其中不但包括国债而且包括私人资产，特别是住房抵押贷款支持债券这样的有毒资产。而在正常情况下，为了影响短期利息率，美联储只是通过公开市场操作购买短期国债。“量化宽松”的目的，按马丁的说法，是“为银行提供资金、降低政府债券收益率、增加货币供应量和鼓励信贷增长”，而这一切的最终目的则是恢复经济的正常增长。

目前看来，美联储在危机爆发后的一系列金融稳定措施是成功的。美国政府，特别是美联储的非常规政策，使美国经济避免了20世纪30年代“大萧条”的厄运。但是，对于这些政策的长期后果，我依然心存疑虑。理由有四：第一，日本是零利息率和量化宽松的始作俑者。在某些时段，日本经济也曾出现过恢复增长的强劲势头。但

经过 20 多年的挣扎，日本经济最终还是没有走出困境。第二，量化宽松的实质就是大量印钞，尽管由于特殊历史条件，伯南克从直升机上撒下的钞票并未转化为通货膨胀，但在美联储成功回收这些钞票，即成功“退出量化宽松”之前，没人可以高枕无忧。此外，由于没有历史先例，没人知道在美联储回收钞票的过程中会发生什么事情。第三，量化宽松政策使住房抵押贷款支持债券等资产持有者避免或减少了损失。资产泡沫崩溃后，资产在不同持有者之间的转换意味着财产和收入的重新分配。稳定金融市场必然有人付出代价，但这种代价的分配是否合理，是公众必须认真考虑的问题。特别使人担忧的是，金融市场恢复稳定的代价最终是否会转移到像中国这样的美国资产的外国持有者身上。

金融危机爆发之后，私人部门必然进入去杠杆化过程。为了避免私人部门去杠杆化对经济增长的不利影响，政府部门必须加杠杆。换言之，政府必须执行扩张性的财政政策。事实上，在金融危机爆发之后，发达国家政府的财政政策都急剧恶化了。马丁认为，发达国家政府推行财政刺激的力度远远不够，只要私人部门的资产负债表调整还在继续，就要继续容忍财政赤字。发达国家政府过早放弃财政扩张政策，拖累了经济复苏进程。为什么会出现这种政策转向呢？马丁认为，发达国家匆忙放弃扩张性财政政策，源于关于公共债务的上限和存在“扩张性紧缩”的可行性的错误理论；而从政治上看，则是共和党不能容忍奥巴马政府在处理危机的过程中证明他们是错误的。确实，债务上限应如何设定是难以判断的。20 世纪 90 年代中期，当其政府债务与 GDP 之比达到 80% 左右的时候，由于担心发生公共债务危机，日本政府匆忙推出“财政重建”政策，结果把日本经济重新推向衰退。现在日本公共债务与 GDP 之比已经超过 200%，但财政危机却仍未发生。

然而，另一方面，如果不设限，政府就可能产生依赖症，债务就可能失去控制。再者，扩大财政支出刺激经济增长，低效和浪费是难以避免的。全球金融危机期间，中国推出的 4 万亿财政刺激政策的副作用就充分证明了这一点。

马丁还用大量篇幅专门讨论了金融危机爆发后，新兴经济体所面临的挑战。他认为，新兴经济体面临着至少 4 项互相关联的挑战：首先是高收入国家货币政策的正常化，其次是结构性的经济减速，再次是世界经济增长最有力的引擎——中国——的经济减速，最后是高收入经济体，尤其是欧元区和日本在寻求出口导向的增长。

马丁认为，发达国家的货币政策正常化可能比发达国家的危机本身对发展中国家造成的危险更大。2013 年 5 月，伯南克仅仅公开提到了美联储逐渐减少购买美国国债的可能性，就在全球金融市场特别是新兴经济体的金融市场引起了恐慌。而我们现在看到的情况是：由于预期美国短期利率将会上升，套利交易开始平仓、资金回流美国，资本流入美国导致美元汇率上升，资本流出发展中国家则导致发展中国家汇率下跌、资金紧张，发展中国家的金融稳定和经济增长受到不利影响；而发展中国家经济增长前景的恶化，又导致资本进一步流出发展中国家。正如马丁所指出的，发展中国家高负债非金融企业可能会在这一过程中破产，并使包括银行在内的国内借贷者面临危险。在马丁看来，新兴经济体面临的另一项挑战是危机后全球经济的再平衡。在后危机时代，高收入国家需求的减少很可能是长期的。不仅如此，发达国家必将努力增加出口、减少经常项目逆差。在这种情况下，新兴经济体如不能尽快转变经济增长方式，变出口驱动为内需驱动，增长前景堪忧。马丁对于发展中国家今后面临挑战的分析很有现实意义。中国经济学者应该更为深入细致地研究发达国家货币政策正常化对中

国经济的冲击，做好各种预案，以最大限度地减少“正常化”冲击对中国经济的不利影响。

本书还对全球金融危机的原因进行了系统讨论。是什么因素导致了如此巨大的危机呢？为什么大家都没有意识到危险呢？马丁认为应该从两个“变迁”中寻找答案：金融体系内部的变迁以及经济社会环境的变迁。

“金融市场天生具有不稳定性，在过度乐观与过度悲观之间震荡。”但市场为什么会不稳定？为什么这种不稳定性会使危机成为自由市场金融的普遍特征呢？马丁认为，我们需要从债务、货币和信用之间的联系中寻找答案。在我看来，在货币经济中，资源由储蓄者向投资者的转移是作为价值贮存手段的货币的暂时让渡。而这种让渡则是通过储蓄者和投资者分别同金融中介（银行）建立债权和债务关系实现的。银行从储蓄者那里吸收存款，向投资者发放贷款；银行吸收的存款形成银行的债务，而发放的贷款则形成资产。一般而言，储蓄者希望能随时收回让渡的购买力（提取存款），而投资者则希望能推后归还被让渡的购买力。由于数量众多的储蓄者不会同时提取存款，银行可以根据大数定理同时满足储蓄者和投资者的愿望。马丁指出，在正常情况下，银行存款是安全的。一旦出现某种问题，众多储蓄者就会同时要求把银行存款兑换成现金，而银行却无法立即收回已经让渡的购买力，就会因无法兑现对债权人所做的存款兑换成现金的许诺而倒闭——这就意味着金融危机的发生。因此，正如马丁所指出的，金融体系的内在不稳定性来源于银行短期负债和长期资产的期限错配。

马丁引用明斯基的“金融不稳定假说”进一步说明，在包含资本市场的金融体系中，由于存在信用繁荣与收缩的内生机制，金融不稳定进一步加剧。明斯基将信用繁荣与收缩划分为五个阶段：“正向冲

击”，即产生了一个诱发事件，例如新技术的诞生或者降息；“繁荣”，这时资产价格开始上升；“非理性疯狂”，投资者开始无所顾忌；“获利抛售”，这时聪明的投资者开始获利；以及“恐慌”，这时资产价格破灭，并出现倒闭潮。泡沫终归会破灭。当新的购买者不再能获得借贷时，价格将停止上涨。而价格从停止上涨到开始下跌只需要一瞬间——谁也不愿意持有其他人都不愿意购买的资产——这就是“明斯基时刻”。于是，恐慌产生，经济出现崩溃。明斯基周期结束。

我以为，“明斯基假说”还仅仅是对资产泡沫的形成、增大和破灭过程的描述。金融体系一定会产生资产泡沫的答案可能在于，金融产品作为一种在资本的二级市场上买卖的现有资产的特殊性质。对于普通商品来说，由于存在斜率为负的需求曲线和斜率为正的供应曲线，则存在稳定均衡价格。对于金融产品来说，情况要复杂得多。例如，当金融产品购买者“买涨不买跌”的时候（这是金融市场的常态），金融产品就不存在均衡价格。金融产品的需求和价格会交替攀升、形成正反馈，直至金融泡沫破灭。金融体系内在不稳定性的微观基础值得深入研究，这将有助于我们设计合理的政策，以防范金融体系由不稳定而进一步走向崩溃。

尽管金融体系由于其微观基础而存在内在不稳定性，但这并不意味着金融危机一定会发生，遑论 2007~2008 年这种史上罕见的大规模金融危机。马丁认为，这一危机之所以会发生，是因为最近几十年来全球金融体系的演进增加了金融体系的脆弱性。马丁把这种演进概括为五个方面：自由化、全球化、创新、杠杆化，以及激励机制。对中国读者来说，创新、杠杆化和激励机制问题可能具有最大的现实意义。

所谓金融创新，首先是大量金融衍生产品的创造。金融产品的存在是以其可定价性为前提的。基础金融产品（存款、债券和股票）同

实体经济投资直接相对应。因而，为建立在实体经济投资收益率基础上的基础金融产品定价相对容易。而据说能够为衍生产品准确定价的方法的出现，则使得大量金融衍生产品的创造成为可能。马丁指出，这种数学上无懈可击的定价方法可能是最重要的创新，虽然这些定价方法在一些金融老手看来只不过是一种智力欺骗。

同产品创新同时出现的还有组织创新。“影子银行”创造了一个能够发挥类似传统银行业功能的平行体系。由于缺乏最终贷款人和称职的监管者，这个体系在银行体系的传统风险面前更加脆弱。影子银行创造了新型的非存款准货币，特别是货币市场基金和回购协议。居民购买前者是为看似安全的短期证券提供资金，公司则通过后者为投行和从事投行业务的全能银行提供资金。影子银行将传统贷款转化为可交易的资产支持证券（ABS）、担保债务凭证（CDO）和为上述资产提供保险的信用违约互换（CDS）。影子银行消除了零售银行和批发市场之间的界限，在金融机构之间建立了紧密且不透明的网络，从而取代了传统银行体系的纵向关系。影子银行极大地加剧了金融部门的竞争激烈程度。更糟糕的是，传统银行也被牵扯到影子银行的核心业务之中。影子银行的活动大大增加了金融体系内部的债务。美国金融体系总债务中金融机构内部的债务与GDP之比从1979年的20%增长到了2008年的120%。马丁指出，金融体系的脆弱性来自期限错配和风险错配。在这一点上，新体系和旧体系并无区别。但新系统的不透明性和内部相关性放大了金融体系的脆弱性。

史无前例的高杠杆化是新金融体系的又一特征。杠杆在三个维度上得到了增强：一是非金融借款人（购房者）的杠杆；二是新金融工具（衍生产品）内的杠杆；三是金融部门的杠杆。在市场好时，杠杆放大利润；但当市场不好时，杠杆放大损失。高杠杆率又进一步放大

了金融体系的脆弱性。

激励机制朝着更加鼓励冒险的方向转变，这是加剧金融体系脆弱性的重要原因之一，其中最重要的变化包括 20 世纪八九十年代华尔街由合伙制向上市公司制的转型、股票期权受到推崇、奖金支付与单一年份表现挂钩而很少甚至不考虑事后影响，等等。“许多大型金融机构建立了非对称的报偿方案，为员工的短期成功支付大笔奖励，即使这些行为在长期导致了巨大亏损，甚至损害了投资者和纳税人的利益。”

马丁认为，金融体系的脆弱性同“全球不平衡”密不可分，而这种不平衡又可以归结于伯南克所说的“储蓄过剩”问题。伯南克提出了过度储蓄的三个原因：一是高收入国家的老龄化；二是不断攀升的石油价格使得石油输出国的储蓄迅速增长；第三，也是最重要的一点，增加储蓄是新兴经济体对 20 世纪 90 年代金融危机的自然反应。这些国家通过增加经常账户盈余，来预防跨境资本流动带来的不确定性。

马丁认为，新兴经济体政府对外汇市场的干预是导致不平衡的重要原因，而这至少又有四个方面的原因：第一是为了积累优质的海外资产，主要是政府债券。这对石油输出国尤为重要，因为这可以将地下的资产——石油——转换为国外的资产。第二是追求出口导向型的增长战略，这一发展战略被证明是非常成功的，尤其是亚洲国家，在亚洲金融危机后拥有更强的动机采用这一战略。第三是为了维持高投资、高利润和高储蓄的发展战略，其特点是：汇率低估、较低的工资增长率及劳动收入份额在国民收入中的低比率、以央行压低利率及政府支配信贷资金为特征的金融抑制。第四是为了预防金融危机，不断积累外汇储备、降低对外国金融资本的依赖。大多数国家虽然在参与全球金融市场，但对于国外资本的流入却很谨慎。一种更好的选择是，将流入的资本再转移出去，变为外汇储备。