



国际货币基金组织 文献选编

(2014)

Selected Reports of International Monetary Fund
(2014)

中国人民银行国际司 编译



经济科学出版社
Economic Science Press



国际货币基金组织 文献选编

(2014)

Selected Reports of International Monetary Fund

(2014)

中国人民银行国际司 编译



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

国际货币基金组织文献选编 (2014) / 中国人民银行国际司编译.
—北京: 经济科学出版社, 2015. 11

ISBN 978-7-5141-6163-2

I. ①国… II. ①中… III. ①国际货币基金组织 - 文献 -
汇编 - 2014 IV. ①D813.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 243506 号

责任编辑: 范莹 杨梅

责任校对: 郑淑艳

责任印制: 李鹏

国际货币基金组织文献选编 (2014)

中国人民银行国际司编译

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 20 印张 390000 字

2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-6163-2 定价: 68.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191502)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010-88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

《国际货币基金组织文献选编（2014）》

编 委 会

主任：朱 隽

委员：张正鑫 郭 凯 马 辉

齐 璠 胡小璠 陶 东

周 烨 曾艳红 李 芳

前言

随着全球经济形势出现分化，主要发达经济体的货币政策取向也进一步分化。总结各发达经济体实施非常规货币政策的历程，分析非常规货币政策的作用机制及其对全球的溢出效应，考察非常规货币政策对金融市场和资产价格的影响及相应的国别比较，具有重要意义。

为此，我们精选了最近几年国际机构、学术界以及发达经济体央行对非常规货币政策的多篇研究论文，翻译成中文并编辑成册，形成了《非常规货币政策的全球影响及挑战》一书，供行内领导和同事参阅，以期对国内经济增长和金融改革起到一定的参考和借鉴作用。

本书分为上、下两册，上册涵盖国际货币基金组织、国际清算银行、美联储和斯坦福等知名大学对非常规货币政策的成因及其对全球的溢出效应所做的研究成果。下册选录了有关非常规货币政策对金融市场和资产价格的影响以及相应的国别比较等方面的研究。虽然我们对译文进行较长时间的审校，但因水平有限，书中难免存在纰漏之处，敬请广大读者不吝赐教。

中国人民银行国际司

2015年11月

目 录

第一章 评估外汇储备充足性	1
一、概述	2
二、新兴市场的典型事实和现有方法	6
三、新兴市场的分析方法	22
四、低收入国家的储备：应对经常账户冲击	36
五、发达国家：储备是否重要	45
六、结论	47
第二章 评估储备充足性——更多的考虑因素	49
概要	49
一、导言	50
二、储备与缓冲：作用和运用方式	52
三、评估储备的充足性和成本	68
四、储备成本——市场准入国家的考虑事项	94
五、重新讨论信贷约束和低收入经济体的储备充足性问题	98
六、美元化经济体和货币联盟	108
七、结论	115
参考文献	116
第三章 财政政策与收入不平等	120
一、引言	121

二、不平等的趋势	123
三、财政再分配	132
四、有效的再分配财政政策的设计	140
五、财政整顿与不平等	162
附录 I 谁从慈善捐款的税收激励政策中获益	169
附录 II 近期的财政整顿与收入不平等	170
参考文献	174

第四章 中国的财政脆弱性和地方政府财政风险

189

一、导言	189
二、背景	194
三、增扩定义的财政赤字和净借款	198
四、增扩定义的财政债务	210
五、其他考虑因素	218
六、结论	222
参考文献	223

第五章 强化合同框架来解决主权债务重组中的行动问题

226

一、引言	227
二、修改同权条款	230
三、强化集体行动条款	238
四、推动合同改革并在过渡期发挥引领作用	254
附件 受纽约法律管辖的主权债券包含的同权条款的近代史	259
参考文献	266

第六章 转型中的新兴市场：增长前景与挑战

269

一、为什么新兴市场在过去 10 年可以实现高增长	270
二、新兴市场的增长为何在放缓	277
三、新兴市场的中期前景	281
四、未来的政策优先点	286
五、结论	291

附录 I 组织新兴市场：外部联系的作用	293
附录 II 结构性改革：从四个案例研究中汲取的经验	297
附件 III “下一批”新兴市场的前景	302
分析附录	303
参考文献	307

评估外汇储备充足性*

自全球金融危机以来，近 10 年外汇储备持有量急剧增加的趋势卷土重来，甚至愈演愈烈。虽然这场危机已经加强了人们对持有充足外汇储备重要性的认识，但在从预防角度如何判断充足外汇储备构成上少有共识：传统衡量标准狭隘且常发出相互矛盾的信号；而新方法往往落入模式化的模型，假设和数据校准的陷阱。因此，评估工作更加依赖于与同类国家的比较，随着感知的需要实际持有量，可能会有放大预防性需要的趋势。

作为国际货币基金组织（简称基金组织）现有国际货币体系工作的一部分，本章并非准备向已广泛学术讨论基础的主题提供明确的指导。相反，它审视了近年来的经验和现有的评估外汇储备充足性办法，基于广泛的国情特性，向新兴市场经济体和低收入国家提出了一些简洁新颖的衡量标准建议。作为普遍适用于不同国家的基本充足性测验，这些度量方法似乎已经优于传统经验法则。然而，在对个别国家层面需求进行充分评估时，它们仍然只是个起始点，难以详细检查可以发现这些风险的因素和来源——外汇储备只是其中一个因素。这场危机也使人们对发达国家的外汇储备充足性提出了新的问题：尽管普遍适用的衡量标准将更加难以识别这一组别国家的问题，但本章简要阐述了那些可以定性考虑的因素。

与传统的衡量标准相似，新的衡量标准显示，大多数新兴市场国家的外汇储备水平是充足的，其中有些国家持有的外汇储备高于建议水平，只有少数国家低于建议水平。基于预防性变量对外汇储备需求进行的单独分析也在各国外汇储备的相对持有量上得出了类似结论。对于低收入国家而言，情况更为复杂，由于其具体特性，有些国家可能需要持有较高的外汇储备。

虽然外汇储备在预防危机和减轻其影响方面非常重要，但它们成本昂贵（无

* 国际货币基金组织 2011 年 2 月 14 日报告。由货币与资本市场部、研究部及战略与政策审查部与其他部门协商撰写。

论在国家层面还是全球层面)并且收益不断降低。因此,如果外汇储备增幅超出充足水平,更重要的是会相对多关注主权风险管理框架的其他因素,包括应急筹资机制、国家保险以及整体宏观经济政策和审慎监管政策。

一、概述

(一) 动因

最近危机再次表明,作为国家防御冲击措施的一部分,持有充足的外汇储备十分重要。尽管合理的整体政策框架可能是最为重要的因素,但在此次和过去的危机中,流动性缓冲帮助平衡了消费,并使部分国家在未经历惨重危机冲击下控制了大量资金外流。基于这一认识,基金组织已迅速采取行动增加其贷款并完善其危机预防工具。但是,国家保险的重要组成部分仍然是本国的外汇储备。不过,外汇储备积累往往成本很高,面临收益递减情况,并且可能扭曲国内和全球经济发展状况。在危机中,有些国家显然不愿使用外汇储备,而是更愿借助外国央行货币互换额度,或者使用其主权财富基金的流动性资产,此举导致庞大外汇储备的可用性受到质疑。这方面经验加上自21世纪初以来外汇储备的快速增长,也提出了这样一个问题:这些储备积累是否已经“过度”。持有外汇储备的高昂成本使得弄清楚多少外汇储备才充足的问题十分重要。在此背景下,随着许多可能刚从危机中恢复的国家强烈地认识到持有高水平外汇储备极为重要,应及时重新考虑对外汇储备充足性的问题给予指导。

各国在决定外汇储备持有量时,似乎没有严格遵守现行外汇储备充足性的衡量方法。基于简单经验法则(如3个月进口额或覆盖短期债务)的传统衡量标准,无疑具有相关性和简洁性的吸引力,但其性质过于随意,只注重脆弱性的某个方面并得出了不同结果。外汇储备需求回归分析法试图基于预警变量找到各国的明显偏好并说明外汇储备是否可以与同类可比国家脱节;但是,利用这种回归分析对个别国家外汇储备的充足性提供指导基于这样一个假设,即对于这个样本整体而言,在过高或过低保险问题上并不存在系统性偏见。更新的成本效益模型旨在提供“最优”外汇储备水平,但通常对假设的典型经济结构十分敏感。

本章考虑了以往有关外汇储备充足性讨论的指导。在讨论外汇储备充足性衡量指标时,执行董事(简称执董)们提出了以短期债务作为风险来源的重要性,但警告不要过分依赖某个单一衡量标准,并指出有必要考虑各种“短期外汇储备需求的潜在来源”。同时也指出,需要利用国际收支压力测试来完善基于衡量指标的分析。最近,执董会讨论了国际货币体系背景下的外汇储备充足性问题。在

此讨论中，许多执董支持“开展进一步分析工作，针对各国具体情况，在预防性外汇储备的适当水平方面提供指导”。

（二）范围

本章重点围绕持有外汇储备的预防性。这反映了外汇储备的主要明显特性——在面对潜在国际收支需求时的可用性和流动性。尽管外汇储备的积累或持有也可以出于非预防性原因（如汇率政策或代际储蓄），但这些已超出了本章范围。在一般情况下，鉴于有主权债务管理战略和主权财富基金这样的载体，作为整体资产负债管理战略的一部分，不充当流动性用途的主权资产将会得到更加恰当的管理。例如，“外汇储备积累”对全球宏观经济的影响这样的问题，应与外国净资产积累更相关，并不一定与外汇储备总量直接相关。关于国际货币体系的部分中对这些问题有单独阐述。同样，出口不可再生资源的国家可能有充分的理由为子孙后代进行储蓄；但并不影响他们可能需要的流动性外汇储备量。对这种预防性储蓄需求进行研究需要一个单独报告；本章使用的“预防性需求”指的是获得外部流动性资产的需要。

然而，外汇储备只是一个国家防范冲击措施的一部分。“充足性”应被视为所有用以应对冲击的资源，是一个比国际收支决定的外汇储备资产定义更为广泛的概念。央行货币互换额度、主权财富基金和从基金组织或其他途径获得的融资都可以在突发情况下提供保护。但是，外汇储备总量却构成了大多数国家的主要防御措施，此外，为数据可比，本章分析也必然集中于当局正式报告的统计。从更加广阔的角度来看，在限制国家脆弱性方面，一个健全的宏观经济政策和审慎框架可能比外汇储备更加重要。较低和可持续的公共债务水平、维持低通胀率并接近均衡汇率的货币和汇率政策以及为降低金融部门偶发风险的有效监督，将大大降低危机爆发的概率。尽管有证据表明，即使政策框架的某些方面薄弱，较高的外汇储备也可以减少外部压力，但是，增强政策实力仍是控制风险最直接的路径^①。

本章旨在提供适用于所有国家组别的建议。虽然最近几年新兴市场经济体是巨额外汇储备增长的贡献者，但对评估低收入国家的充足性提出了方法，并简要讨论了可能与发达经济体相关的问题。为此目的，新兴市场 and 低收入国家主要分为市场借款国（其中资本项目是主要的国际收支冲击）和主要依赖官方融资与汇款的国家（其中主要是外部经常账户冲击）。但在实践中各国处于连续统一体内，它们在外汇储备需求方面的分类不一定与其收入水平相吻合。因此，有必要根据特定国家所面临的风险类别对其方法做出适当判断。

^① 关于这些议题的详情，见贝克尔等人（2007）“国家保险：国内政策的作用”，不定期刊物第254号（华盛顿特区，国际货币基金组织）。

（三）方法

在理想情况下，对外汇储备的决定应当基于一个权衡了储备效益及其成本的分析。但在实践中，与这一分析相关的效益和成本两个函数都存在着巨大的不确定性。各种方法在解决这一问题上差异明显。显性最优模型假设了提供完整解决方案的成本和效益的函数形式，但它高度依赖假设模型的结构和校准（相对于低收入国家，具有典型外生冲击的新兴市场尤其是如此）。外汇储备回归分析从观察到的外汇储备水平推断出最优方案，其假定条件是这些国家正在根据现有信息做出最优决策，但是还取决于这样的假设，即这些决定只是基于预防性动因，而且也假设这一分析能够完全捕捉这些动因。基于衡量标准的方法关注面临潜在国际收支压力的充足性，但需要判断相关国家选择的保险水平在多大程度上覆盖潜在冲击分布的尾部效应，则需要做出主动判断。虽然这种判断必然存在武断成分，但可以借鉴过去的经验，该方法还具有简便、可追踪和透明的优势。

因此，建议的评估外汇储备充足性的方法依赖于新兴市场和低收入国家的新衡量标准，并辅之以跨国回归分析、假设情景分析以及与各国当局的接触。很显然，任何简单一致并足以在操作中应用的度量方法都无法捕捉影响一个国家灵活应对冲击的所有因素。为此，详细的假设情景分析需要同时考虑具体的特定风险和该国的整体风险管理资源和战略，其中外汇储备只是一个组成部分。与外汇储备管理者和其他国家官员针对这些风险和战略开展的讨论应该成为基金组织国别小组采取这类方法的关键因素。各国自身提出的优先事项（无论是通过直接调查，还是通过间接观察到的外汇储备需求分析）将有助于这项工作。这些方法均指向把外汇储备视为应对内生型和外生型的一系列风险时必备的国家^①。

（四）针对新兴市场的方法

“风险加权”方法的目的是制定一个基础更为广泛的衡量标准。历史经验表明，国际收支压力可能源于一系列因素，出自经常账户和资本账户。但是，由于危机观察值相对有限，难以分析需要多少流动性才能应对资金流出的每个潜在来源或在两者之间可能存在哪些相关性。为使问题更加易于解决，将其分为两个步骤：第一，基于外汇市场出现压力事件时观察到的资本外流情况，制定的这个衡量标准要反映国际收支压力不同潜在来源的相对风险水平；第二，用证据证明，相对于这一风险加权重度方法可能需要多少外汇储备覆盖风险。这种方法类似于

^① 2010年年底，市场对来自新兴市场、低收入国家和发达国家的广大外汇储备管理者进行了一次调查。接到了27个反馈，回复率达53%。

银行资本金要求所使用的方法，即需求大小是按照风险加权资产储备金的比例来进行评估。简单地说，在第一阶段，该方法旨在提供一把更好地衡量外汇储备水平的“尺子”；在第二阶段，则是利用这把“尺子”衡量可能需要的外汇储备量。

利用“同类比较”回归分析观察到的外汇储备持有量，补充标准衡量方法。预防性变量不能充分解释近年来外汇储备的平均增长水平或新兴市场的不同持有模式。但该分析可以就可能影响各国外汇储备决策的不同预防性因素，以及各国基于这些因素做出与同类可比国家不同的储备行为提供信息。两个方面的结果大体与标准衡量方法相一致。

（五）低收入国家的最优外汇储备框架

本章提出的方法旨在提供一个易于处理的最优外汇储备框架，它有助于在评估低收入国家的外汇储备充足性时做出判断。利用以往严重冲击事件数据，基于不利的外部冲击条件，对外汇储备的“吸收—平衡”好处做出实证估计。然后利用估计回归系数、持有外汇储备之机会成本的参考值，并对风险规避程度做出简单假设之后，得出校准后的最优外汇储备。该方法涉及各国具体的经济结构的最优外汇储备水平、遭遇外部冲击的性质和可能性。同时还考虑到了具体国家基本面之间的相互作用、冲击发生时获得基金组织的融资以及最优外汇储备持有量。

（六）对发达国家的思考

全球危机及其在欧洲的影响已经表明，资本账户风险同样能够冲击发达国家，这些国家只需很少外汇储备的传统假设引起了人们的质疑。由于缺乏危机观察值，导致无法做出类似于新兴市场和低收入国家那样的实证研究，但对一些整体问题进行了定性思考。

（七）对个别国家外汇储备水平的影响

本章的分析增加了这样的认识即大多数新兴市场国家至少拥有充足的外汇储备，而低收入国家的情形较为复杂。几个新兴市场国家拥有的外汇储备似乎超过了出于预防目的所需的水平，而只有少数几个国家持有的外汇储备明显低于充足水平。对于低收入国家来说，研究结果指出，部分较为脆弱的经济体需要额外的外汇储备。同时，各种分析都强调了利用简单“全盘”方法来评估不同国家外汇储备充足性时存在的局限性：在个别国家层面进行全面评估时需要一国的详细信息和研判。

二、新兴市场的典型事实和现有方法

(一) 金融危机中外汇储备积累的趋势与经验

过去 10 年间,新兴市场国家外汇储备总量增加 6 倍之多,达 5 万亿美元左右,无论是从全球看还是从区域来说,都超过了传统的充足性衡量标准。尽管亚洲对储备涨幅的贡献率过半,所有地区外汇储备都大幅增加,其中中国外汇储备从 1700 亿美元增加至 2.4 万亿多美元。此外,储备积累加速增长。尽管在危机期间有所减缓,但至今似乎重拾升势。大多数国家——不分地区,最近几年积累的外汇储备超过了经验标准法则建议的水平,2009 年新兴市场外汇储备中值覆盖率、分短期债务的 200% 以及广义货币的 30%,能覆盖约 6 个月进口支付需求。尽管实行固定汇率制度的新兴经济体储备积累增速高于实行浮动汇率制度的,但其累积速度都超过了衡量标准。对这种快速和广泛的增加情况做出解释是备受争议的;在调查中,外汇储备管理者所报告的动因也千差万别(见图 1-1、图 1-2)。

虽然外汇储备总量在 2008 年和 2009 年同比均有所增加,但这掩盖了个别国家在危机中大量使用外汇储备的重要性。图 1-3 显示了在危机最严重时期外汇储备的季度损失情况(以占国内生产总值的百分比表示)。虽然有少数国家的外汇储备在两个季度都出现了增加(包括一些国家受益于“安全避风港”的资本流入),但大多数国家失去了一些外汇储备,有些国家的损失更大一些,包括一些实行浮动汇率的国家。部分国家积极配置其外汇储备,以减少外汇市场的波动性,或向银行部门提供外币流动性。另外,部分国家谨慎使用外汇储备,因为他们担心:消耗外汇储备可能预示着其对外部门的薄弱性,对其货币币值形成进一步压力。

经验表明,尽管收益呈现递减趋势,在危机期间外汇储备十分有用。特别是,外汇储备似乎有助于防止汇率市场压力影响消费。某一事件研究表明,在汇率市场出现压力期间,相对于持有较低外汇储备水平的国家而言,持有较高外汇储备的新兴市场国家更能保持较稳定的消费增长态势(相对于事件发生前的趋势)。此外,他们更能放宽财政政策来抵消危机的影响,而较低外汇储备水平会带来顺周期财政紧缩。从对消费和财政的影响来看,外汇储备从低水平向温和水平运动的效果要比外汇储备从温和水平向高水平运动的效果更加明显(见图 1-4、图 1-5)。

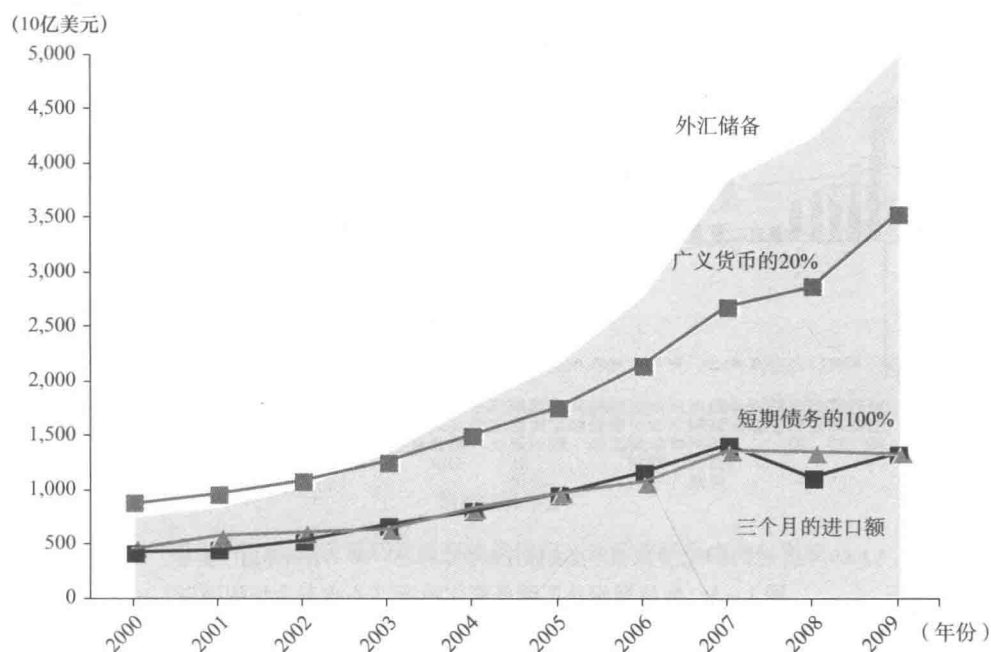


图 1-1 新兴市场总外汇储备

资料来源：世界经济展望。

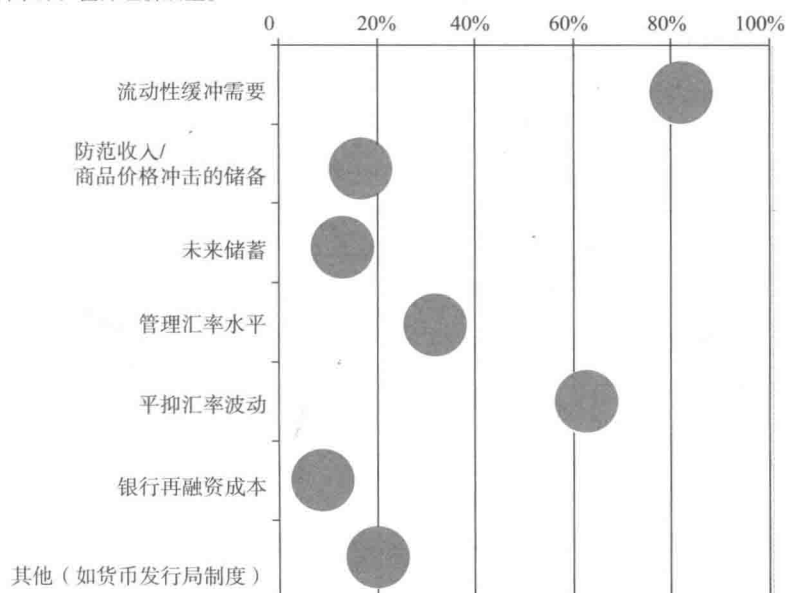
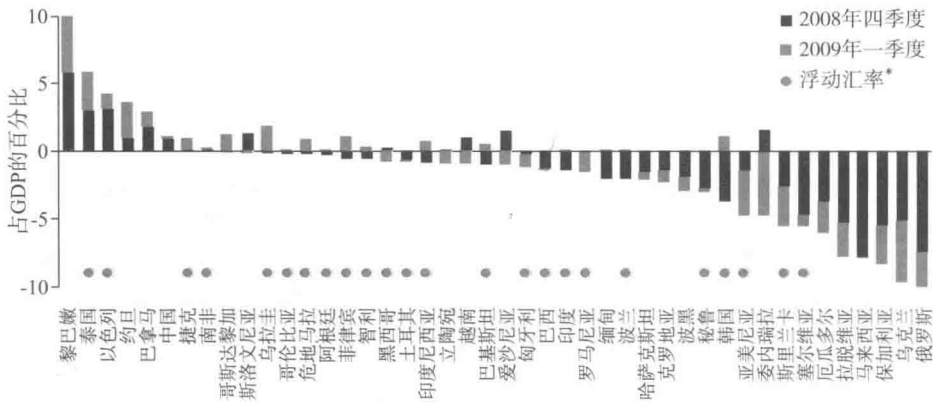


图 1-2 建立外汇储备的原因

资料来源：基金组织对外汇储备管理者的调查。



注：* 2009 年汇兑安排与汇兑限制年报实际分类中“浮动”和“自由浮动”类型。

图 1-3 危机期间外汇储备变化情况 (不含基金组织融资)

资料来源：《世界经济展望》汇兑安排与汇兑限制年报和工作人员计算。

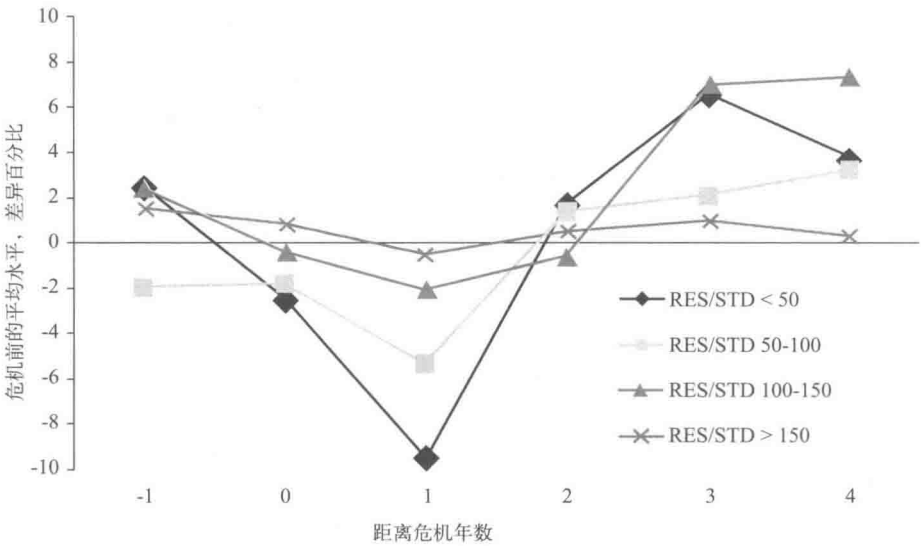


图 1-4 消费增长情况：外汇市场压力危机影响

资料来源：《世界经济展望》与工作人员计算。

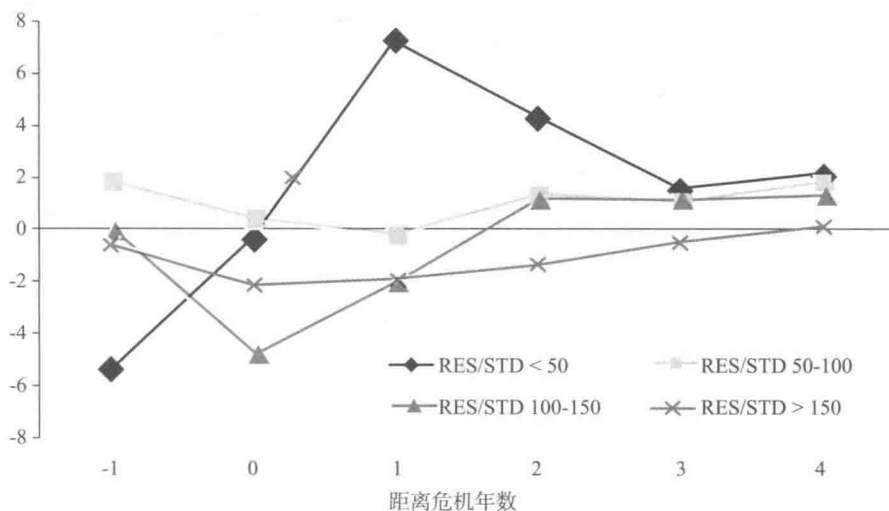


图 1-5 周期调整后的政府收支情况：外汇市场压力危机影响

各国在危机中也使用了外汇储备的替代品，部分反映了对使用外汇储备的担忧。对外汇储备管理者进行的调查充分表明，他们意识到了这些替代品：最主要的是央行货币互换额度、国际金融机构提供的应急信贷额度以及能够发挥外汇储备作用的主权财富基金资产，不过只有少数人在报告中承认实际上使用了这些资源。在危机期间，发达国家仅向那些与其拥有密切金融和贸易联系的新兴市场国家提供了互换额度。获批基金组织灵活信贷额度的国家（哥伦比亚、墨西哥和波兰）利用这些应急融资工具来稳定市场情绪；采取同样做法的还有如印度尼西亚等国家则利用了世界银行资金。有传闻显示一些国家利用主权财富基金发挥了外汇储备的作用，这可能是因为他们担心市场因外汇储备数据下滑而不安^①。外汇储备和主权财富基金的预期作用明显颠倒的情况（因为后者持有的资产通常超出即时流动性用途所需）还引出了外汇储备度量的问题（见专栏1-1）和一个难点，即在存在有效替代资源的情况下，难以构建外汇储备的指导原则。

（二）衡量外汇储备充足性的现有方法。

传统的衡量标准继续得到了广泛应用，虽然具有相关性但难以解释清楚问题^②。尽管在预防性需求方面拥有了大量的学术文献（见专栏1-2），但简单的经验法则仍然受到广泛引用，包括储备管理者的调查和最近的基金组织工作人员

① 见康泽尔、卢、佩特洛娃和费尔曼（2010）的有关章节，以及罗扎诺夫（2010）的“主权财富基金的经济：政策制定者的问题”。

② 关于这些衡量标准的全面讨论，见 SM/00/65。