

中央银行在稳定与经济增长中的作用

格林斯潘 (Greenspan)

内容摘要：本文以美国为例主要论述了随着家乡情结 (home bias) 思想的慢慢减退，国内储蓄和国内投资的相关性不断降低，跨国投资的成本降低。以及经济全球化，通讯电子计算机等新技术的迅猛发展降低了各国之间的贸易壁垒，使得赤字增大的同时增加了弥补赤字的渠道，也增大了经济面临的风险。要使经济保持健康稳定的发展就要增大经济的弹性，同时更多地依靠市场的自发调节。

国际金融为我们展示了许多非常有趣的反常现象。当货币政策制定者以稳定和经济增长为目标时，最使他们感到困惑的是：美国似乎总能弥补它的往来账户的赤字。

迄今为止，尽管往来账户赤字占国内生产总值的 6%，但那些构成美国经济的经济个体几乎没有什么困难就能吸引外资去弥补它，根据最近美元升值的压力走势可以看出。1986 年，当美国往来账户赤字上升超过占国内生产总值 3.5% 的记录时，市场并没有像一些分析员期望的那样运动。

当然，伴随着净外债的不断增长和服务费用的不断增长，赤字是不可能毫无节制的持续下去的。在某些程度上，投资者会对进一步的投资犹豫不决。这样发展下去，相比较在美国的投资机会，在国外投资可能会获得更高的风险调整回报率。即使在美国仍具有较高的风险资产回报率，但是由于外国政府和私人的资产过于集中的风险仍然会减缓他们对美元债权的积累。因此，限制了往来账户赤字的弥补规模。

无论如何，当美国开始调整它的外部平衡时，毫无疑问，这种调整首先会从国外投资者和国内居民开始。无论这种调整的目的是什么，无论它怎样趋向往来账户的平衡，再加上国外投资者改变他们的外部资产，都有可能使美国本土居民采取行动而加剧赤字。

所有的事例表明，往来账户的平衡是一个在很大范围内相互作用的过程的结果，它反映了产品、服务和收入在各个国家之间的生产和分配。这个结果充分包含国内、国际产品和资产价格，包括汇率。美国和其他国家之间的双边汇率对往来账户的平衡非常重要，尽管汇率像其他价格一样都是相互共同作用的结果。在某种程度上经济具有刚性，因此价格和数量对新变化的反应是滞后的。这样，整个赤字调整过程将对产量和就业产生负面影响。

一个国家往来账户的平衡是一个市场现象，因此很难通过一个或几个政策变量，例如汇率的作用很快恢复平衡。可以确定的是由于干预美元的汇率持续走高或降低，以上所述的关系体系会相应发生改变。如果假定全球金融市场的货币供应量保持不变，同时锁定两个主要货币（譬如美元和欧元），以上的体系变化是否还是可行的。在一段时期内，所需的大规模国内调整将不被大多数的美国居民以及欧元区居民接受。

当然，政府主动调高利率，会提高本国居民的储蓄倾向，可以减少国内投资所需要的外部融资。但是，由于美国利率的提高，更多的投资涌入会抬高美元的价值，抵消已经降低的不平衡。可以选择的替代政策是审慎的减少联邦财政赤字的预算，但是这只能在不确定的很

小范围内降低往来账户的赤字。

赤字的增加和弥补赤字能力的增强都与最近几十年才出现的全球化新阶段相呼应。这一阶段主要是以美国生产率的急速提高和家乡情结的减少为特征的。所谓家乡情结是指人们有将国内储蓄用于本国投资的倾向。

相较于过去 1/4 个世纪美国非农产业小时产出仅 1.6% 的年增长率，近十年来，这一增长率上升到了 3%。这种加速提高反应了计算机、通讯和网络技术在全球范围内的应用对美国国内经济产生的巨大影响。美国生产率的提高与国外生产率的停滞显然造成了风险调整预期回报率的不同，从而形成了对美国资产的投资需求。

家乡情结是一个普遍存在的市场倾向。人们在较临近的地方投资，只需要较低的风险补偿。在主观上，人们总是认为在较为熟悉的环境中投资其风险更小。即使是在美国国内选择投资目标，人们也更倾向于选择离家较近的资产。

家乡情结在二战结束后的半个世纪内非常明显，国内储蓄绝大部分都直接转化为了国内投资。因为同一个国家国内储蓄与国内投资的差距较小，往来账户基本平衡，不平衡的时候很少。然而从 20 世纪 90 年代初开始，家乡情结开始明显的下降，国内储蓄率与国内投资率构成了全世界 GDP 的 4/5，他们之间的加权相关性协方差自 1992 年起开始下降，下降到去年估计的低点 0.68。如果除去美国的影响，协方差将从 1992 年的 0.92 下降到去年的 0.58。

当然，国际贸易占世界 GDP 的份额自二战结束后不断增长，尽管到 20 世纪 90 年代中期这种增长仍然主要是由单个国家的进出口量构成。只是近十年来这种增长开始与不断增长的美国贸易额和赤字相关，同时伴随着美国的许多贸易伙伴的贸易顺差不断扩大。事实上，往来账户的逐渐失衡和一个国家国内储蓄与投资的相关性的不断降低密切联系。显然，如果每个国家的国内储蓄与国内投资都完全相等，所有往来账户都会平衡，往来账户的失衡将为零。

只有当国内储蓄与国内投资的相关系数——这反映了家乡情结的程度——小于 1 时，才可能出现往来账户的失衡。一个国家的实际储蓄而非意愿储蓄的数量，国内储蓄或者国外储蓄转化为国内投资的比例是由一系列的原因决定的；而家乡情结即一定条件下人们更愿意在本国投资，只是其中的一个影响因素。

除了一国居民的家乡情结平均程度，国内储蓄与国内投资之间的差额，即往来账户的平衡相对于国内投资收益率的国外潜在投资收益率以及相对于国外储蓄倾向的国内储蓄倾向的影响。事实上，所有这些因素共同决定了国内储蓄者对国外的净投资额，从而造成了往来账户的顺差或是逆差。出口关系，实际的国内储蓄与国内投资的相关性是二十五年前 Feldstein 与 Horioka 主持的一个研讨项目的主题。没有前面所提的家乡情结在过去十年的减少，美国不可能弥补它的往来账户的赤字，相应地也不会出现如此高的往来账户的赤字。

家乡情结的降低，表明最近一系列的因素使得对跨国金融流动以及对国际贸易限制的减少。而且资本的自有流动，信息通讯技术的进步极大地锁定了全球各个分割市场的时间和距离。这些新技术的广泛应用，使得投资者意识到跨国投资的风险已经降低了。再加上运输网络的改进，这些发展扩大可以融资以及可以交易的商品和服务的范围，推动了各国经济生产资源的一体化。

技术革新以及正在进行的对某些制度的废除和关税的降低加速了全球化的进程，打破了地域的限制，降低了跨国交易的成本，显著提高了金融市场参与者从事对外投资的意愿和能

力。正像一个世纪以前或更早一些，当本地居民的储蓄超过当地的投资额之后便会在全国范围内寻找市场一样。

正如我已经提到的，储蓄跨过国界寻找投资机会使得往来账户失衡明显增加。在最近几年，往来账户平衡的分配都受到美国往来账户赤字的重要影响。家乡情结的减少显著地增加了美国的融资渠道。实际上，过去十年来国内储蓄和国内投资相关性的降低表明了储蓄跨国投资的增加。这一增加指标由全球储蓄总额的 5% 上升到了去年的 10%。假如当往来账户的赤字超过国内生产总值的 6% 时，我们将出现弥补赤字的困难，那么国外市场对美国居民债权的分担份额的限额是多少呢？

家乡情结根深蒂固的存在于经济决策中，居民在不同地区甚至是同一国家之内的不同地区的投资决策中都表现得非常明显；而家乡情结还能有多大程度的降低，显然只是根据为数不多的历史先例估计的。联邦储备工作人员的研究表明，尽管世界呈现出多样化，但是美国 and 国外有价证券仍然存在显而易见的家乡情结。当家乡情结达到它的可实践的最小值时，我们的赤字弥补将会变得越来越困难。不管经济全球化怎样发展，在其他条件一样的前提下，人们还是会认为在临近的地方投资具有更低的风险。

如果在家乡情结的更低的可实践值没有达到之前，对于有效的赤字弥补以及对于赤字本身最大的限制，来自于国外投资者对过于集中持有美国居民和政府债权的恐惧。

持有的过于集中以及其他维持美元资产平衡的风险，对至少一部分投资者来说已成为他们决策时的考虑因素之一。据报道截至今年第一季度末，超过约合 30 万亿美元的跨国银行和国际债券中，有 41.8% 以美元计价，而有 39.8% 以欧元计价。剔除汇率的影响，美元计价的份额比三年前下降了 4 个百分点，而以欧元计价的份额却上升了超过 5 个百分点。货币当局似乎更愿意持有美元债务。同样，截至今年第一季度末，超过约合 3.8 万亿美元的外汇储备，有超过 3/5 的是以美元计价的，而只有大约 1/4 的是以欧元计价的。剔除汇率的变动影响，以美元计价的份额自 2002 年以来几乎没有什么变化。

美元作为世界储备货币地位的衰落有什么潜在的后果，特别是当国外投资者减少他们的美元债权时？绝大多数的分析员都同意全球对于美元的积累降低了美国的利率。相应地，当美元作为世界储备货币的地位显著衰落时，美国的利率很有可能上升。

尽管我置疑美国迟早要失去作为世界货币储备的地位，但是，以我的判断，我们还是可以事先从英国货币作为世界主导货币地位的衰落中学习到一些经验和教训。一个多世纪以前，英国货币曾是世界的主导货币，英国的海外净资产曾达到年国内生产总值的 1.5 倍，尽管大部分都在一战和二战中失去了。在二战刚结束的几年里，战时的许多控制政策仍在实行，可以肯定的是这些都加剧了英国货币的阶段性危机。日渐衰落的英国，在那些年里尽最大努力用帝国的残余实力，减轻中央银行和居民对以英国货币计价的储备的沉重依赖。那时处于广泛限制的英国经济证明，僵化的经济结构将在危机时付出沉重的代价。

美元储备地位的降低，即使它会出现，也可以很迅速平稳地被美国比英国在二战刚结束时更具弹性的经济体制所吸收。当然，在可以预见的未来，美国将继续保持并加强经济的弹性，也会更广泛地参与到全球化的经济进程中。

尽管今天的政府与 19 世纪以及 20 世纪早期相比更多地参与了经济调控，却正在重新认识自由竞争的优势以及由它造成的经济震荡的迅速自我恢复能力，我们也开始从全球范围内认识看不见的手的作用。

不管是有意还是无意，在最近几十年内越来越多的国家正越来越多地依靠市场的力量而减少政府对市场的干预。我们再次想起亚当·斯密的明言：一个经济体制越具有弹性，它对不可避免且不可预见的偏离的修复能力越强。经济更多地依靠自我调节维持周期性的稳定，这使得我们对宏观经济政策制定者的依赖越来越低，而且他们的反应总是滞后或者根本是错误的。

依靠市场对经济做出重大调整是非常有价值的政策资源，尽管过去几十年经济遭受的各种打击足以造成经济混乱，但是美国经济却有令人鼓舞的表现。这充分说明了增加市场弹性的重要作用。我们平稳地渡过了 1987 年 10 月 19 日，当时美国普通股的市值下跌了近 1/5。而且几乎没有给接下来的宏观经济造成负担。这是经济调整力度改变的一个标志。20 世纪 90 年代初的信用崩溃，2000 年股市泡沫的破灭都被经济吸收，而且仅仅造成了二战后最轻微的经济衰退。当由于“9.11”事件造成负面影响时，仅用了几周时间就调整了经济严重下滑的迹象。最近，由于经济的富有弹性又使我们平稳地渡过了两年来也许更久的石油和天然气价格节节攀升的危机。经济的富有弹性使得我们的经济更加稳定。

在一个竞争最大化的环境中经济更容易富于极大的弹性。要创造一个这样的环境，一个关键因素就是要有一个有弹性的劳动力市场。很多工人都将劳动力市场的弹性等同于工作的不稳定性。尽管有这种看法，灵活的劳动力市场其实能够创造更多的工作机会。可以随时解雇员工而不需付出额外代价明显会增加企业对工人的雇用，而不需对判断错误感到顾虑。令人感到惊奇的是，这样做竟然降低了美国过去 25 年来的结构性失业率。

不论在国内还是国外，保护主义不论以何种形式出现都不能真正提高工人的福利。最多，它只是在短期内以牺牲全国的总体生活水平来满足少数工人的需求。帮助那些由于科技进步而被淘汰的工人的方法是，给他们提供更多的学习和培训机会，而不是抑制竞争。

随着时间的推移，我认为我们都能了解到关于建设和保持经济的弹性的重要性。在美国，经济的弹性是工人和公司释放出的推动力和政策制定者对僵化制度的废除以及提高竞争程度的产物。

尽管商业周期并没有消失，在过去的几十年里经济的富有弹性使得美国和绝大多数的全球经济能够更有弹性地面对震荡，保持经济的稳定。当然，这种稳定又给政策制定者带来了许多新的挑战。从根本上说，在这个充满竞争的世界里，更加稳定的经济环境对生活水平的显著提高以及经济福利的增加起到至关重要的作用。

【郭灿远译自“Stability and economic growth: the role of central bank”，原文引自美联储网上信息 2005 年 11 月 14 日】