

Sri

■ 学人素描

米什金：顶尖金融学家和美联储决策者



米什金是当今美国最著名的金融学家之一，他早年撰写了并在世界各国一再重印修订的基本金融学权威教科书。米什金曾为美联储工作多年，并于2006年9月当选为美联储理事会的七位理事之一。米什金的主要研究领域为货币政策及货币政策对金融市场和总体经济的影响，尤其是奠定了通货膨胀目标制的新货币政策框架的理论基础。他既是顶尖金融学家，也是富有实践经验的央行决策者。

◎ 史晨煜

《货币金融学》、《金融市场与机构》和《货币、银行和金融市场经济学》这几本金融学主流畅销书，都是弗雷德里克·S·米什金(Frederic S. Mishkin)在早年撰写并在世界各国一再重印修订的金融学权威教科书。作为美国最著名的金融学家之一，现年57岁的米什金自1976年在美国麻省理工学院获经济学博士学位以来，曾先后执教于美国芝加哥大学、西北大学、普林斯顿大学和哥伦比亚大学。

米什金的学术成就毋庸置疑，主要研究领域为货币政策及货币政策对金融市场和总体经济的影响。米什金曾为美联储工作多年。从2006年9月开始，他当选为美联储理事会的七位理事之一，从而可以在更大程度上实践其学术观点。

奠定通货膨胀目标制框架的知识基础

20世纪90年代以来，许多工业化国家和新兴市场国家的通货膨胀率显著下降，几乎达到了其物价稳定的宏观经济目标。许多金融学家认为，这一现象与实施一种新型的货币政策理论框架——通货膨胀目标制有关。米什金及其合作者对通货膨胀目标制进行了大量的理论和实证研究，以期对新兴市场和发展中国家的宏观经济发展有所借鉴。

什么是通货膨胀目标制？如何界定？是从法律框架还是货币政策框架、是从社会福利损失还是产出稳定、是宣布明确的量化的显性目标还是含糊的非量化的隐性目标来界定，各国经济学家的看法不一。

1999年，米什金和现任美联储主席伯南克等人从描述性的角度解释了通货膨胀目标制是一个新的货币政策框架，强调既定的法律框架在通货膨胀目标中的作用。通货膨胀目标是由官方公开宣布未来一段时间内需要达到的通货膨胀目标或区间，明确承认的、稳定的通货膨胀率是货币政策的首要长期目标。通货膨胀目标的作用在于：可以强化政策制定者和公众之间的沟通和交流，为货币政策的制定提供纪律性和责任感。

2000年，米什金在《新兴市场的

通货膨胀目标制》一文中指出，通货膨胀目标制是一种货币政策策略，它包括五个因素：(1)对公众宣布通货膨胀的中长期数字目标；(2)一种价格稳定的制度性的承诺，并以价格稳定作为货币政策的主要目标，其他目标从属于该目标；(3)各种信息包括许多变量，而不仅仅是货币总量或汇率，可用来确定政策工具模式；(4)通过与公众和市场交流货币当局计划、目标和决策以增加货币政策的透明度；(5)为保持通货膨胀目标增加中央银行的责任度。

当通货膨胀目标制这一货币政策框架流行后，讨论的焦点逐渐集中到通货膨胀目标制是否能起作用？

米什金早期研究的结论仅适用于采用通货膨胀目标制框架的初期阶段。1997年，他和珀森对新西兰、加拿大和英国进行了实证分析。在采取通货膨胀目标制前，这三个国家实际上已基本实现了通货紧缩目标。但通货膨胀目标制是否有助于它们在通货紧缩前的初期阶段继续保持通胀率下降呢？结果发现，通胀和利率要低于实施通货膨胀目标制时的情况，但产出则相反，特别是实际通货膨胀还是如同之前一样，没有随着商业周期的波动而上升。1999年，他和伯南克等撰文认为，率先采用通货膨胀目标制的国家在降低反通货膨胀的成本方面并没有起到立竿见影的效果。他们通过计算牺牲率来考察反通货膨胀成本，发现通货膨胀目标制没有降低反通货膨胀的实际产出成本和就业成本。

2006年，米什金及合作者发表了《通货膨胀目标制有何作用》一文，对通货膨胀目标制在各国的实践进行了全面的实证分析。

他们根据21个通货膨胀目标制和13个没有采用通货膨胀目标制的工业化国家在1989年至2004年的季度数据，使用向量自回归模型和冲击反应函数进行面板估计。结果发现，采用通货膨胀目标制后，即便是工业化国家也取得了更低而稳定的通货膨胀。

人们通常认为，通货膨胀目标制过于关注国内物价水平的稳定而会忽略汇率稳定，从而导致汇率波动的加剧。米什金及其合作者发现，通货膨胀目标制将有助于降低汇率贬值的传导效应，但通货膨胀目标制的汇

率传导效应仍高于样本数据中非通货膨胀目标制工业化国家的汇率传导效应。在工业化国家中，通货膨胀目标制比非通货膨胀目标制国家的汇率传导效应要大。在新兴市场国家中，通货膨胀目标制的汇率传导效应比非通货膨胀目标制国家更低。

米什金及其合作者发现，通货膨胀目标制有助于增强货币政策独立性。在工业化国家中，通货膨胀目标制和非通货膨胀目标制的国内利率对外国利率的反应程度并没有大的差异。相反，在新兴市场国家中，通货膨胀目标制在向稳定通货膨胀目标收敛过程中，其货币政策的独立性更低，即国内利率对外国利率变化的反应程度更高。一旦实现了稳定的通货膨胀目标，通货膨胀目标制和非通货膨胀目标制国家没有显著差异。

开出应对金融全球化浪潮的“良药”

世界经济一体化，也加速了金融全球化的浪潮。那么，这究竟是千载难逢还是致命诱惑，是否真有神秘势力在策划未来的“货币战争”？

作为顶尖的金融学家和央行决策者，米什金于2006年出版了《新一轮伟大的全球化》，试图回答这些疑问，并力图对金融全球化提供分析框架和指导意义。

米什金认为，在经历了1870年至1914年及1960年至今两个发展阶段后，经济全球化推动了商品、人员、技术等方面的很大发展。经济全球化的第二个发展阶段是金融全球化，即新兴市场国家的金融体系对国际资本和外国金融机构的开放。

米什金首先强调金融体系的良好运转是经济成功的关键。他将完成资本配置的金融体系比作经济的大脑，正如聪明的大脑比强健的肌肉更重要一样，高效的金融体系比努力工作对经济成功更为重要。那么，如何才能构建一个高效的金融体系呢？

米什金把金融开放视为国内高效金融体系建立的重要推动力，即将一国融入全球金融体系之中。除了会降低资金成本外，更重要的是可引进国际的最佳实践，促进和瓦解旧金融体系中既得利益者和改革阻力者集团，从而推动更加开放、更加富有竞争性的国内金融体系形成，来促进经济增长和增进经济福利。

虽然米什金赞美全球化但也认为，假如本地治理结构，包括对产权的充分保护、健全且具有执行力的法律、廉洁的政府治理、审慎的金融监管等太过薄弱，那么这将使得开放的经济和金融面临巨大的风险。所以，一国融入全球化过程本身对国内的基础改革提出了相当高的要求，而采取一个什么样的顺序来改革，则是一个颇有艺术的过程。

米什金还清晰地揭示了不当的金融自由化将导致金融和经济危机的逻辑链条。具体说来，一是在监管不到位时，金融自由化将导致贷款膨胀、银行承担过多风险和呆坏账比例增加；二是金融自由化出现严重财政赤字政府迫使银行去购买国债时，如投资者对政府偿债能力失去信心开始抛售国债，将导致国债价格下跌。这两种情况都

会最终导致银行资产负债表恶化，这是金融危机爆发的内因和基本面。然后，在一系列特定突发因素作用下，市场上出现了货币贬值预期。

鉴于银行资产负债表已经恶化，如果中央银行提高利率保卫货币，信息不对称加重会使银行的问题雪上加霜；如果不提高利率，本币的币值将会难以维持。投机者一旦预期政府保护本币币值的能力有限，就会开始抛售本国货币，引发货币贬值。由于新兴市场国家的债务美元化程度较高，当出现本币贬值时，企业部门以本币计算的债务会增加，企业净资产就会下降，使企业资产负债表恶化，导致投资下降和经济紧缩。

不当的金融自由化曾导致墨西哥、韩国和阿根廷出现了典型的金融危机，米什金对此分析认为，虽然这些危机背后都有相近的逻辑，但不同危机的具体情节各不相同，这样的详尽分析大大丰富和细化了我们对危机的理解。

■ 本期人物话语



高油价将延长世界经济减速期

保尔森(美国财政部长)7月3日出席在伦敦举行的记者招待会上表示，不断攀升的国际油价将极大地增加世界经济减速期延长的风险。目前，仍没有有效的短期办法能解决高油价问题。但美英两国应该减少对石油的依赖，降低能源的进口量以及加大对可替代能源的投资力度。

■ 多声道

地震直接经济损失超过1万亿元

黄小祥(四川省副省长)7月1日在中美两国一个高级别重建研讨会上向来自美国的美国高级代表团成员介绍地震灾情时表示，汶川大地震所导致的直接经济损失已经超过1万亿元人民币。汶川大地震目前已造成四川倒塌、严重损毁不能居住的房屋近450万间，1000多万人无家可归。全省地震损害将要影响四川今年GDP增长大约5个百分点，地震损失达1万亿元，每年新增贷款2500亿元。目前，四川已确立了重建规划，力争通过3年左右时间，使人民群众基本生活和生产条件达到或超过灾前水平。但目前重建存在着诸多困难，首要的就是资金缺口巨大，重建任务异常艰巨，预计总投资也将超过1万亿元人民币。

国企将继续保持较快增长

季晓南(国务院国资委监事会主席)在日前召开的第十届金牛上市公司高峰论坛上强调，国有企业改革发展所取得的成就，为应对当下经济形势的变化打下了良好的基础，国有企业将会继续保持平稳、较快的发展势头。因为，一是企业改革将继续深化，国有资产管理体制将进一步完善。二是机构调整将继续推进。三是管理水平将继续提高，战略管理会摆到突出的位置，财务的使用会进一步集中，资金的使用效果得到提高。

伊朗和美元是稳定油价的关键

沙基卜·哈利勒(石油输出国组织轮值主席、阿尔及利亚能源和矿业部长)7月1日在马德里举行的世界石油大会说，西方与伊朗关系缓和与美元止跌是稳定油价的关键。油价屡创新高应归咎于地缘政治形势，尤其是西方国家与伊朗之间的紧张关系，加上美元持续贬值以及由此引发的市场投机行为。此外，一些国家大力推广生物燃料也是原因之一。如果找不到伊朗问题的解决途径，消除对这个重要产油国的战争威胁，国际油价就不会下降，因为一旦伊朗面对威胁停止出口，市场将失去每天400万桶的原油供应，欧佩克无法弥补这一缺口。要稳定油价，就必须在地缘政治方面采取措施，并避免美元汇率进一步下滑。

央企捐款的流向是经得起审计的

刘南昌(国务院国资委业绩考核局副局长)7月4日做客新华网，就中央企业抗震救灾及灾后重建工作情况接受本网专访时指出，中央企业积极组织捐款捐物，事迹非常感人。为便于为社会奉献一份爱心，中央企业希望国资委帮助协调，能够集中力量办大事，起到桥梁的作用。正因为这样，在这次抗震救灾过程中，国资委协助企业做了一部分的捐赠联系、协调工作。截止6月30日，中央企业累计捐款捐物超过59亿。这些钱的用途有几个渠道：首先企业自发的捐给灾区；第二，捐给了受灾的中央企业；第三，用于地方的重建。可以比较负责任地说，中央企业这次捐款绝大多数是经得起审计的。

■ 经济新观察

社会责任投资基金短期表现弱于市场

◎ 乐嘉春

在本专栏中，我们曾分析过全球主要社会指数的市场表现，但这仅仅反映了全球社会责任投资的一般市场表现或投资回报状况。对社会责任投资者而言，他们无法直接投资社会指数，但可以选择投资社会责任投资基金。因而，他们更关心社会责任投资基金会的市场表现或投资回报。

今天，我们就从更微观的角度，先是从选择分析有代表性的几个偏股型社会责任投资基金的市场表现，随后是对它们的市场表现与其对应的股票指数如社会指数或大型股票指数的市场表现进行比较。这样，我们可以比较全面地了解当前全球社会责任投资基金的真实投资回报情况。

以多米尼社会股票基金(The Domini Social Equity Fund, DSEF)为例，这是一个反映多米尼400社会指数市场表现的股票基金，属于指数型社会责任投资基金。它运用社会、环境和财务等标准，尽可能地复制多米尼400社会指数所包含的美国最大400家公司股票及所占该指数比重。

截至2008年5月31日，DSEF自1991年6月3日发行以来，10年、5年、3年和1年的年均投资回报率分别为8.68%、2.11%、8.75%、3.52%和-8.72%。同期标准普尔500指数的相应年均投资回报率分别为9.68%、3.50%、11.32%、5.85%和-5.07%。

这表明，DSEF的市场表现总体上要低于标准普尔500指数。再比较多米尼社会指数的市场表现发现，同样也低于多米尼社会指数。DSEF与多米尼社会指数和标准普尔500指数的投资回报率之间要相差约两个百分点。

现在，让我们再来观察卡尔弗特小型公司价值基金(Calvert Small Cap Value Fund, CVAX)的投资回报情况。它也应用环境、工作场所、产品安全及影响、社区关系、跨国公司行为及尊重人权、尊重当地的人权等筛选标准选择股票投资组合。在没有剔除基金费用的情况下，这一基金自2004年发行以来，3年、1年及今年以来的年均投资回报率分别为1.00%、-0.15%、-20.72%和-14.14%。

与此对应，同期罗素2000价值指数(Russell 2000 Value Index)的年均投资回报率分别为4.19%、1.39%、-21.63%和-9.84%；同期理柏小型核心公司指数(Lipper Small-Cap Core Index)的年均投资回报率分别为6.58%、5.09%、-13.50%和-7.04%。

由此可见，在约5年的短期投资周期内，卡尔弗特小型公司价值基金的市场表现或投资回报率比罗素2000价值指数低1至4个百分点，比理柏小型公司核心指数也低3至5个百分点。如果剔除基金费用的话，卡尔弗特小型公司价值基金的年均投资回报率将上升0.5至1个百分点。

最后，再来分析一下帕斯世界平衡基金(Pax World Balanced Fund)个人投资者类别的投资回报情况。这一基金于1971年10月发行，自1971年发行以来，20年、15年、10年、5年、3年及今年以来的年均回报率分别为9.33%、10.06%、9.47%、7.21%、9.40%、8.05%和-1.30%。这一基金的投资组合包括53.3%的美国股票、17.8%的国外股票，其余部分为美国及国外债券和现金。

如果比照同期标准普尔的投资回报率情况来看，短期投资回报要低于标准普尔500指数，但长期投资回报并不低于甚至还略超过后者。

上面，我们透过三个不同类型的社会责任投资基金在不同时间内的投资回报分析，从一个侧面可以反映出当前全球社会责任投资基金的真实表现市场或投资回报。

由此，我们也可以梳理出有关全球社会责任投资基金实际投资回报的三大特征。

第一，社会责任投资基金的市场表现或投资回报基本上是与主要社会指数的市场表现相互接近的，因为，有些基金是通过复制一些主要社会指数进行股票组合投资的，因而两者之间的投资回报差距较小。但是，我们也注意到，任何复制社会指数的指数化基金的市场表现均略低于社会指数的市场表现。

第二，将社会责任投资基金与其他大型股票指数相比较，社会责任投资基金的短期市场表现基本上要弱于一般大型股票指数，如标准普尔500指数、罗素2000价值指数等。但是，当今全球社会责任投资基金与一些大型股票指数之间的投资回报仅相差1至5个百分点，表明社会责任投资基金的市场表现仍然是可以接受的。

第三，社会责任投资基金的市场表现或投资回报之所以会弱于一般大型股票指数，原因依然是它们持有的科技股、信息技术股和金融股比重较大，而近年来上涨较快的能源、基础材料和工业类公司股票持有比重并不高。

■ 西窗听风

城市绿化要兼顾生态与经济效益

◎ 梁雨霞

前不栽松，后不栽柳”，此类“俗话”在特定情况下，还是有道理的。

以环保和节能的角度来看，把柳树栽在屋前，至少有两个好处：第一，柳树属于大树冠的树种，夏天可撑出较多的荫凉；第二，柳树到了深秋就落叶，到了冬天，宝贵的阳光可通过疏朗的枝条直接照到房间。如果将松树栽在屋后，也有好处，不仅符合其喜阴耐寒的物性，而且还可以利用其冬天不落叶的特点，为居屋遮挡呼啸的北风。

当然，一个命题往往有着特定的语境，一旦脱离原来的条件，道理的正确性就会打折。前不栽松”的一个反例是北京故宫。在皇宫大院内，庭院绿化也要为皇室的安全考虑，一般会栽种不方便刺客藏身的松柏等树种。

在欧洲，那里的国王大公公们也多惜命，他们同样也不缺钱，但永远需

要更多的权威和安全感。欧洲宫廷的绿化，可以让人一目了然地看到这个特点：树木花草规规矩矩，像极了侍卫和宫女，虽则精致和高贵，却少了野性的活泼和自由。

绿化这件事情，听起来很简单，其实不然。实际上，荒唐的例子，不胜枚举。

比如，有些人热衷于把大树从深山里刨出，把遮天蔽日的树冠砍掉，然后把电线杆一样光秃秃的树桩栽到城市的某个地方，美其名曰“绿化工程”。

试问：劳民伤财而兴师动众，这种的绿化工程，除了能表达别人的权威，或者填满他们的腰包，有什么生态和经济效益可言呢？

又如，有人看到西方的草地绿得可爱，就花很大的价钱进口草皮，那些花大钱的人，有几个了解草地对于西方人的意义呢？

草皮对于西方人来说，实乃寻常之物，但又犹如空气一般自然和宝贵。在我国，国情截然不同。我国的

很多城市城区能用作绿化的土地很少，把有限的土地铺上进口草皮，既不经济，也没有很好的绿化效果。

另外，有的城市还不因地制宜地选用绿化树种，一到冬天，就花很大的代价，用保温材料把露天的灌木甚至乔木包裹起来。在城市的社区，物业们经常把正在开放的盆花移栽到地上，以便制造鲜花常年盛开的美景。

还有的地方，在本来不宽的人行道正中间栽种树木，或者仅仅揭开地面，以示这里以后将会用来栽树。这种不考虑行人方便的绿化，既显示了城市规划设计人员的不专业，也反映了园林人员的漫不经心。

种种荒诞的现象，暴露出来同一个问题，那就是，奢靡有余的绿化，其实是反环保精神的。

人们尤其是从业人员需要了解，简单的绿化不等于环保，符合环保精神的绿化，需要兼顾生态效益和经济效益，而专业的环保人士，还喜欢加上一个“社会效益”。