

告诫债权人（Caveat creditor）——跨境资本流动与金融稳定性

编译：张纬杰

1.引言

本文论述了一个国际货币合作间常常失败的领域——**盈余国或债权国在限制外部失衡方面往往未能发挥应有的作用**。这不仅适用于后危机时代的局面（当赤字或负债国家的限制性政策需要从强烈的外部需求中抵消时），而且还适用于危机前的债权人放贷政策。因此，本文的标题应运而生：告诫债权人（caveat creditor）。

经常账户失衡增加，国际资产和负债的累积存量变得越来越大。许多人认为，不平衡与金融稳定之间存在着密切的联系。对此，我们先引用一段话：

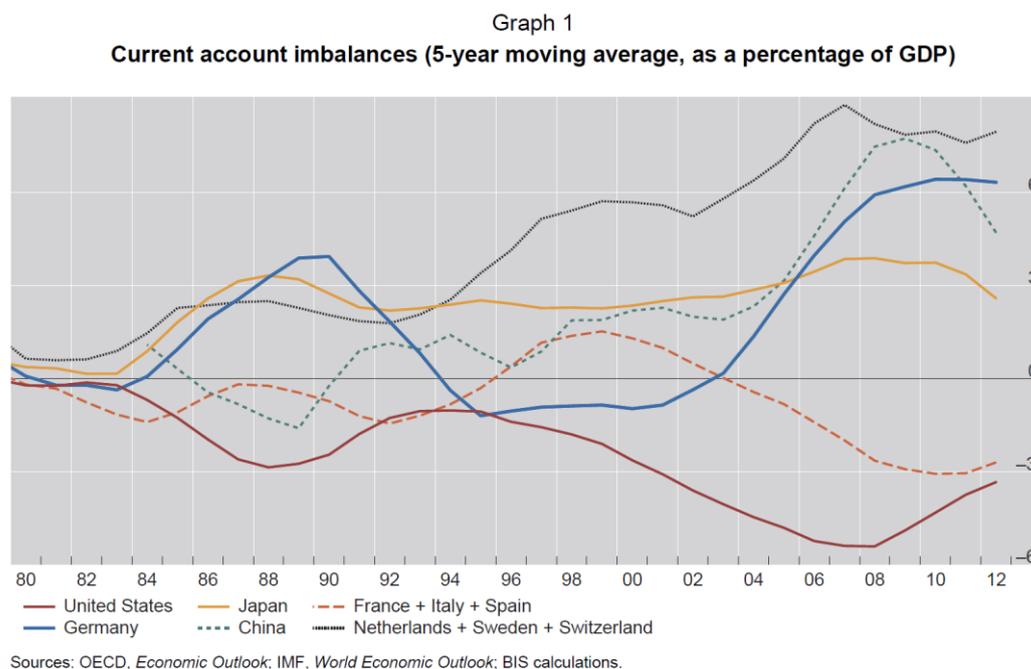
“金融市场现在已经给出了两个非常强烈的信号，以表明世界经济存在潜在的不平衡。 [...]核心问题是存在大规模的国际不平衡。美国，主要是因为联邦预算赤字的急剧增加，其支出已大大超过它所能产生的.....但盈余国家[日本，德国和亚洲新兴工业化国家]过度依赖出口导向型增长。如果这些不平衡现在没有得到解决，那么市场的第三次崩溃的影响可能会比前两次都要大。”

除了日本之外，这些话就像是昨天刚刚写的，其中提到的前两次冲击可能会是指 2008 年雷曼危机以及 2010 年中期的欧债危机。可是，这段话实际上是一群经济学家在 1987 年写的。文中提到的前两次冲击，分别是 1987 年年初美国债券价格下降 30%以及同年的股市暴跌。

在 2010 年法国央行召开的一次会议上，几位主要的央行行长表达了非常相似的担忧。他们强调了全球失衡与金融稳定之间的紧密联系。有几个人对 Carstens 的警告做出了回应：“如果[没有]在解决潜在的不平衡问题上达成共识，我们就可能为新的、更具破坏性的危机埋下种子。”

2.全球失衡：实体经济与金融

在 2008 危机发生前的 10 年内，全球失衡的程度就在不断加大。图 1 显示了 6 个国家的经常账户头寸的 5 年移动平均值：



如图可见，自 20 世纪 90 年代中期以来，更大的偏离几乎是显而易见的，且比 20 世纪 80 年代后期的失衡严重得多，这在当时引发了相当大的担忧。从某种程度上看，今天国际失衡的跨国图景与 1980 年代的图景并无太大的不同。

从宏观经济学理论视角来看，这种持续性的失衡是令人惊讶的。简单的宏观经济模型认为，经济失衡应内嵌某种自我稳定与纠正机制；货币主义模型认为，经常账户盈余扩大了货币供给，继而刺激了需求（这在金本位时代下确实是正确的）；凯恩斯主义模型（固定汇率前提）则将经常账户盈余视为总需求的注入，这种注入最终会刺激进口，继而导致失衡的自我修正。

在这两种模型中，盈余国家的实际汇率升值（赤字国家的贬值）将有助于国际再平衡。此外，名义汇率的浮动可以加强或加速这些再平衡机制。因此，许多经济学家利用这些模型中的一个或另一个（通常还会将浮动汇率纳入考虑）作出推演，并因此认为经济失衡不足为虑。

然而，现实与这些简单的理论却截然不同。为什么？答案在于金融：**不平衡的外部融资本质创造了支撑其自己发展的动力**。不平衡之所以得到纠正，并非是宏观经济自我调整在发挥作用，而是因为融资活动的戛然而止。在某些时候，债权人担心他们可能无法要回他们的钱，因此，他们开始拒绝为债务人提供资金，并且经常同时地这样做（“herding”/“羊群效应”）。从不分青红皂白的乐观，到草木皆兵的悲观，全球金融市场的情绪转变就是可以这么快！而在乐观大潮中如火如荼的跨境投资也可能因此转瞬间急剧收缩。由于债权人面临着资本损失之可能，于是他们往往“一窝蜂地向高质资产逃窜”（“flight to quality”）。与之相对应地的，则是“一窝蜂地回家逃难”（“flight home”）：在金融市场承压期间，金融投资组合分配的本土偏好往往会重新出现，有时甚至是突然出现。

近几十年来，外部融资规模变得十分巨大。**承担外债的国家，不仅是要为了经常账户融资，亦是为了获得外部资产**。这种在 20 世纪 80 年代首先于发达经济体间发展起来的“双向”的资本流动之增加在当下的新兴经济体中亦变得越来越明显。更开放的资本账户，国内的金融自由化以及新型金融工具的发展使得国际资本市场的金融多样化（**diversification**）和中介功能——而不是古典意义上的资本分配功能——正变得日益突出。例如，低通胀国的投资者可以投资于易受通胀影响的国家以获得高名义收益率带来的短期收益；而易受通胀影响国的投资者则可以投资于低通胀国家以对冲其本国的通胀风险。因此，即使没有从一个国家到另一个国家的任何净资本流动（国际资本市场的经典功能），每个人也都可以使他的投资组合多样化。不过，正如我们将在第 4 节中讨论的那样，外部融资的这种“双向”性质将使一些问题变得更加复杂，而在某些方面则更加脆弱。

在经常账户赤字较大的国家，经济主体往往对外部融资的突然逆转感到惊讶。债权人希望债务人偿还他们早期的贷款，且不会给任何新的融资展期（或者仅限于非常短期或高利率的贷款）。如果没有新的融资，赤字国家不得不向外国人出售资产，或者必须产生经常账户盈余以偿还到期的外国贷款。

盈余国家维持国内需求的能力或意愿——并接受经常账户赤字的波动——将决定全球经济增长的结果。在大多数重大国际调整中，很少有赤字国家可以摆脱衰退。在许多情况下，赤字国家的金融体系受到干扰并变得不稳定，继而对实体经济造成长期的影响。20 世纪 80 年代拉丁美洲的经验对各位而言或许并不陌生，到了 20 世纪 90 年代，充满活力的亚洲经济体想必对此也有深刻的体会。如今，依赖外国资金而实现迅速经济增长的欧洲发达经济体也正面临外部融资急剧逆转的困扰（编者注：本文刊于 2013 年，欧债危机仍在持续）。

出于这些原因，我们必须对外部失衡及其带来的金融脆弱性有更好的认知。当然，这存在难度，因为在不同司法辖区签署的跨境合同背景下，债务-债权关系往往变得更加复杂。

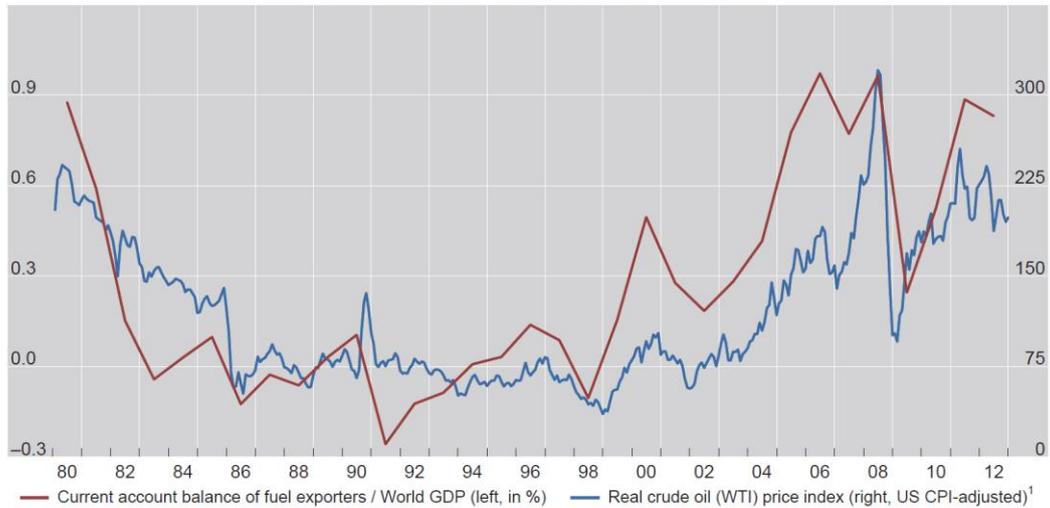
在金融危机中，汇率变动——这通常对宏观经济稳定至关重要——可能会变得不稳定，因为债务人发现要偿还外币债务正变得困难得多。主权国家、大型银行或大型公司的违约降低了可行实体（**viable entities**）持有的资产价值，收紧了借贷限制并破坏了经济活动。简而言之，金融因素的引入或可以摧毁简单宏观经济模型的自我平衡特性。

3. 三种经常账户失衡

目前，三种失衡是最令人感兴趣的。首先是石油生产国的盈余；其次是太平洋地区的失衡；第三是欧洲内部的失衡。

图 2 显示了石油生产国经常账户盈余的大幅增长：

Graph 2
Fuel exporters: oil price and current account balance



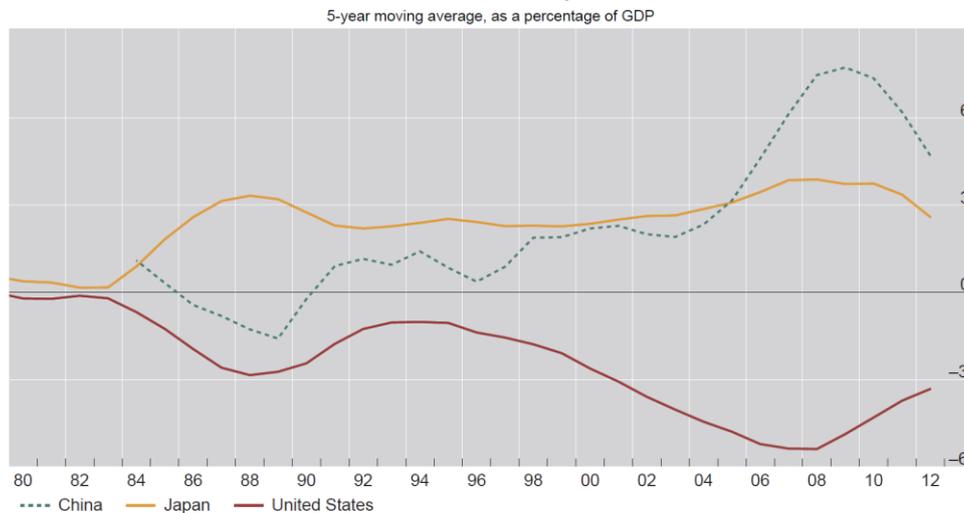
¹ 1980-1999 =100.

Sources: Bloomberg; IMF, *International Financial Statistics*; IMF, *World Economic Outlook*; BIS calculations.

如图所示，石油生产国的经常账户盈余目前约为 6000 亿美元——几乎占世界 GDP 的 1%。当油价水平达到暂时性高点时，石油出口国便会累积盈余并购买外国资产，而当油价下跌时，该进程则会逆转。类似地，那些将石油这种有限资源耗尽的国家，其经常账户盈余的累积过程亦会逆转。因此，一个可以缓和此番波动的经常账户盈余便非常令人期待。平衡的经常账户本身不是一个目标。不过，一组拥有合意经常账户盈余的国家的经常账户头寸必将对另一组国家产生影响，在以上事例中，便是指作为一个整体的石油进口国，必将承受经常账户赤字之重。

图 1a 描绘了太平洋两岸的失衡——即，中国与日本这样的盈余国家和美国之间的不平衡：

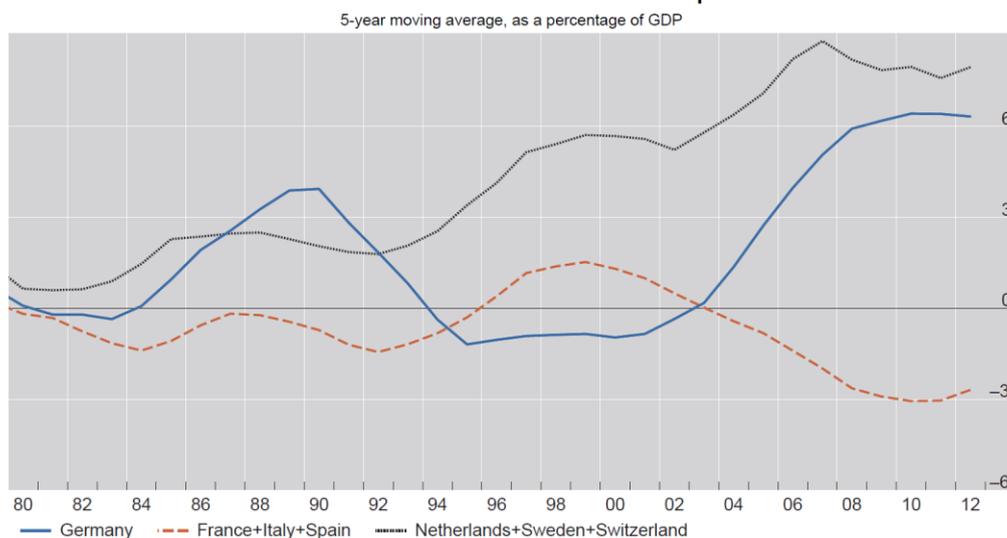
Graph 1a
Current account imbalances: China, Japan and the United States



早在 2008 危机爆发之前，这些失衡现象就已经在很大程度上扩大了，但危机爆发后，这种失衡反而有所缓和。一个主要因素是中国国内需求的强劲和美国的经济衰退；另一个因素是人民币的实际有效升值和美元的贬值。此外，这或许也是美国对进口能源依赖程度降低的体现。

相比之下，欧洲的失衡（如图 1b 所示）则更为持久：

Graph 1b
Current account imbalances in Europe



在许多方面来看，欧元区的危机是由内部实际汇率错位引起的国际收支危机。在许多赤字国家，由于他们的薪资增长速度超过了其生产率增长速度，因此，

较之盈余国，这些赤字国的竞争力在降低。但在德国，实际薪资的下降抑制了私人部门消费，并由此导致实际有效汇率大幅贬值。加上强劲的出口增长（得益于中东和亚洲的基础设施和投资热潮），德国经常账户盈余自 2006 年到 2012 年每年都超过 GDP 的 6%。

德国并不是唯一一个这样的国家。2012 年，荷兰（欧元区国家）、瑞典和瑞士的平均经常账户盈余皆超过了 GDP 的 9%（见下表 1）。

Table 1
Current account balances
As a percentage of GDP

	1980-00	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
United States	-2.0	-5.9	-6.0	-5.1	-4.7	-2.7	-3.0	-3.1	-3.0
Germany	0.1	5.1	6.3	7.4	6.2	6.0	6.2	6.2	7.0
Japan	2.4	3.6	3.9	4.9	3.3	2.9	3.7	2.0	1.0
China	1.1	5.9	8.5	10.1	9.3	4.9	4.0	2.8	2.6
France/Italy/Spain	0.0	-2.2	-2.8	-3.2	-4.0	-2.4	-2.9	-2.7	-1.5
Netherlands/Sweden/ Switzerland	3.6	9.0	10.4	7.9	4.9	7.1	9.5	8.6	9.7

Sources: IMF, World Economic Outlook; BIS calculations.

这些盈余占 GDP 的比例，超过了法国、意大利、西班牙赤字占 GDP 之比的总和。欧元区的经常账户盈余因此上升，在 2012 年达到史无前例的 GDP 之 1.8%。

共同货币的产生取消了作为调整机制的名义汇率。若各国对马斯特里赫特条约中的收敛（convergence）条款更加尊重，那么这些失衡可能进一步减少，虽然并不会完全消失。一些经济学家在 20 世纪 90 年代后期提出，欧元的使用本身将会触发某些有利于经济自动走向趋同的机制。在这种观点上，最优货币区是内生的（endogenous）。正如 Eijffinger 和 Hoogduin（2012）所言，“内生最优货币区理论已被令人信服地证伪了。”

所有这些都表明，虽然背后的原因多种多样，但经常账户失衡是危机前一个普遍而重要的问题，且绵延至今。

盈余国家的作用

纠正失衡的主要调整努力通常落在赤字国家，因为外部融资限制迫使它们采取行动。对经常账户盈余国家的威胁来自债务人违约的风险，但这通常只发生在整个过程的后期。然而，持续性的经常账户盈余（没有得到持续性地或长期的资本外流所匹配）国家也可以发挥作用。对不平衡的调整是更多地依赖盈余国的宏观经济政策还是赤字国的宏观经济政策，这至少取决于两个因素：

第一个因素是全球产出缺口。如果全球层面的总需求过多，且通货膨胀正在上升，那么调整应主要依靠赤字国家来抑制其需求。相反，全球通缩的情况则要求盈余国家进行扩张，因为赤字国家经常面临融资限制。避免赤字国家滑向通缩的理由不仅仅是为了避免资源浪费，更是因为，若赤字国家滑入通缩，那么赤字国家的债务人将更难偿还外债。广泛的违约，反过来也将损害盈余国的债权人。

对影响汇率政策的激励措施之考量加强了这一逻辑。全球通缩使各国有动力低估其货币价值，从而推动出口。而且，在通货紧缩的世界中，他们更少关注通常会跟随货币贬值而上涨的物价。

第二个因素是宏观经济政策的最初立场。当财政和货币政策已经非常具有扩张性，或者长期使用这些政策而产生了某些不良副作用时，额外的宏观经济刺激措施就不那么合理了。

上述两个因素只是理想情形下的论述。在实际中，衡量全球产出缺口与扩张性宏观经济政策是否已足够“扩张”存在相当的困难。20世纪30年代显然是通货紧缩时期，宏观经济政策过于严格，包括大宗商品价格在内的价格都在下跌，失业人数众多。目前的情况则有很大的不同。货币政策现在是扩张性的，全球商品价格都出现了强劲上涨。然而，发达经济体的失业非常高。因此，目前的通货膨胀与通缩风险更加模糊，扩张性政策的风险也因此大于20世纪30年代。正如 Paolo Vieira da Cunha 所言，这些政策已经对新兴市场经济体的宏观经济政策框架施加了一些压力。尽管如此，约翰·默里（John Murray）提到的全球通缩状况——大多数发达经济体都大刀阔斧地进行财政整固，但却未采取相关的结构性改革或其他刺激盈余国需求的政策——仍然令人担忧。

4. 国际失衡的存量

国际均衡问题比经常账户失衡更深刻，经常账户失衡只是对流量（flows）的测度，而国际失衡则更关涉存量（stock）。存量是至关重要的因素，失衡的“存量”方面，有 5 个维度最为重要：

(i) 净外债

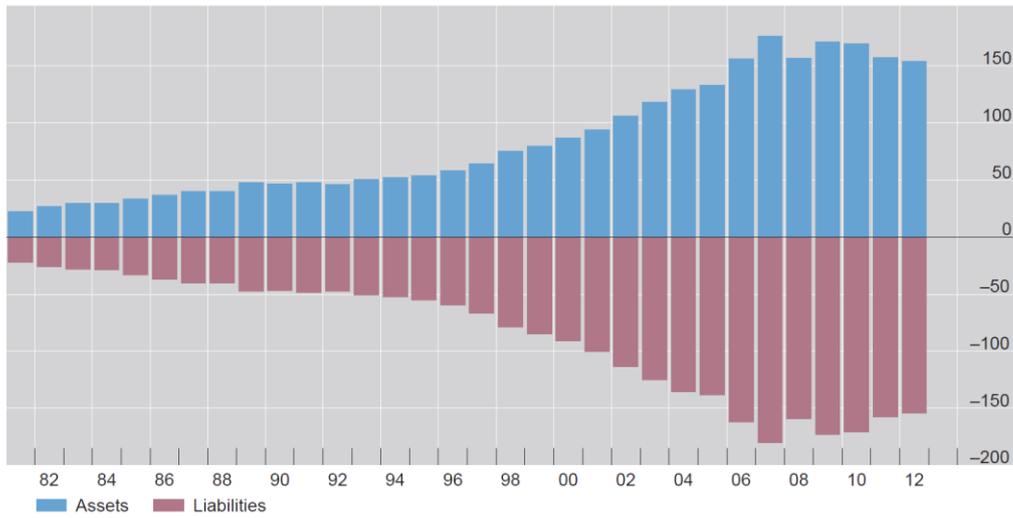
多年的经常账户赤字产生了滚雪球效应——外债大量累积，继而产生了更沉重的海外偿债支付。由于更高的净债务削弱了信誉，又导致信贷利差上升。在极端情况下，来自私人部门的外部融资或遭遇枯竭。

(ii) 杠杆和货币/期限错配

第二组风险来自国家资产负债表两侧的扩张。承担外债的国家不仅是用外债为外部赤字融资，同样也是为外国资产的投资融资。所以，外部资产净额为正的国家也会持有大量的外债，因为他们需要用这些外债来为外国资产投资组合融资。Obstfeld 在讨论经常账户余额时指出，交易对手之间债务债权关系金字塔式（pyramiding）地增长甚至会给盈余国家的金融稳定带来风险。实际上，危机爆发前十年的一个显著特征便是外国资产与外国负债同时的爆炸性增长。1990 年代中期，两者只占世界 GDP 的 50%，而到了 2007 年，已占世界 GDP 的 180% 以上（图 3）：

Graph 3

International investment positions of all countries (as a percentage of World GDP)¹



¹ Sum of 127 economies.

Sources: IMF, *International Financial Statistics*; IMF, *World Economic Outlook*; BIS calculations.

此外，从总外部资产相对于一国净资产头寸的视角来衡量，各国的外部资产负债表正在越来越多地加杠杆。债务/收入比率是另一个衡量杠杆率的指标：下图 4 显示，相较于出口价值（外国收入的代理指标），外部金融负债上升得更加猛烈。

Graph 4

International investment liabilities (as a percentage of total exports of all countries)¹



¹ Sum of 127 economies.

Sources: IMF, *International Financial Statistics*; BIS calculations.

不过，如 2007 年之规模那般的跨境投资是否可以持续？这其实是一个悬而未决的问题——那样的井喷是否仅仅反映了银行鲁莽和周期性的过度行为？无论如何，这种跨境投资的规模在过去五年来一直在下降。“资本回流”（Flight home）的效应一直很强烈。即便如此，按照 20 世纪 90 年代和前几十年的标准，跨境投资头寸仍然很高。

风险敞口的产生是因为一个国家的外债通常采取与其国外资产完全不同的形式。即使在净债务很少或没有债务的国家，货币和期限错配也可能造成脆弱性。实际上，几十年前新兴市场几乎所有金融危机的共同因素都是某种形式的货币或期限错配。这也适用于最近发生于发达经济体的危机。例如，欧洲在危机前有一个相对平衡的经常账户，但欧洲人却大规模地借贷美元以购买美国资产。欧洲银行通过短期美元借款来收购（流动性差的和长期）美元资产的事实，加剧了最近的危机。

（iii）资产和负债的所有权

资产的所有权至关重要，因为有外债的部门通常不是拥有外国资产的部门。因此，即使主权部门（拥有大量外国资产但外债很少）不存在违约风险，但拥有大量外债的私人部门借款人也会存在违约风险。类似地，即使同一国家的机构投资者拥有大量外国资产，但同样拥有大额外债的银行也面临违约风险。

更为复杂的是，当一国的主权债务违约风险上升时，即便其国内私人部门主体经营上不存在太大问题，也可能很难获得外部融资。这是因为，一个主权国家可以采取许多行动使其私人部门的公司难以偿还外债——它可以实行资本管制，可以增加对公司的税收，可以迫使家庭或公司为政府提供资金等等。这就意味着，外国债权人不仅要担心他们的（私人部门）对手方，还要担心受到外国债权人压力下的对手方所在国的政府可能会做什么（即蒂罗尔的“双重代理”问题）。由于这些原因，当一国的债务信誉受到质疑时，该国国内即便有偿付能力的银行也会发现对外债的再融资将变得更加困难。

由于没有达成一致的破产法和程序（以及关于抵押品的相关规则），债务违约（或其他形式的市场悬停）的后果将取决于债务人所在国当地的政治决策

和外国公共部门债权人的看法。然而，这两者都是不可预测的，不确定性显著攀升。

(iv) 债务与权益

债务与权益形式之间的选择也很重要。债务融资的投资使借款人面临投资风险，而以股权形式入资外国资产虽然也存在潜在的投资风险，但另一方面也有可能获得更高的回报。不同国家对其有着不同的选择。许多发达经济体都更偏好于股权而非债务，相反，具有正外部净资产头寸的新兴市场经济体往往将其海外资产更多地以债权而非股权形式保存。跨境债务采取债务合同形式（银行贷款、非居民持有的债券），而不是外国持有本地股票的形式，这些债务国实际上加了更多杠杆，因此也更加脆弱。那些承受外币短期债务的人尤其暴露在此风险之下。

美国是一个特例，因为美元在国际支付中的核心作用使得美国政府发行或担保的美元债务具有独特的地位。这使得相较于其他国家，美国更容易为外国股权多头融资。多年来，即便美国持续维持着较大规模的经常账户赤字，但其净国际投资头寸并无任何恶化。美元在全球经济危机中的升值趋势——而非其作为中期投资工具的吸引力——成就了该货币独特的避风港地位。

(v) 助燃国内银行信贷扩张

最后，国内银行的外国借款可以使其信贷增长超过其持有的国内存款，继而推动银行信贷的扩张。包括国际清算银行和国际货币基金组织在内的许多研究表明，“银行的外国借款”与“国内信贷/GDP 比率之变化”间存在着显著的正相关关系。

债权人的角色

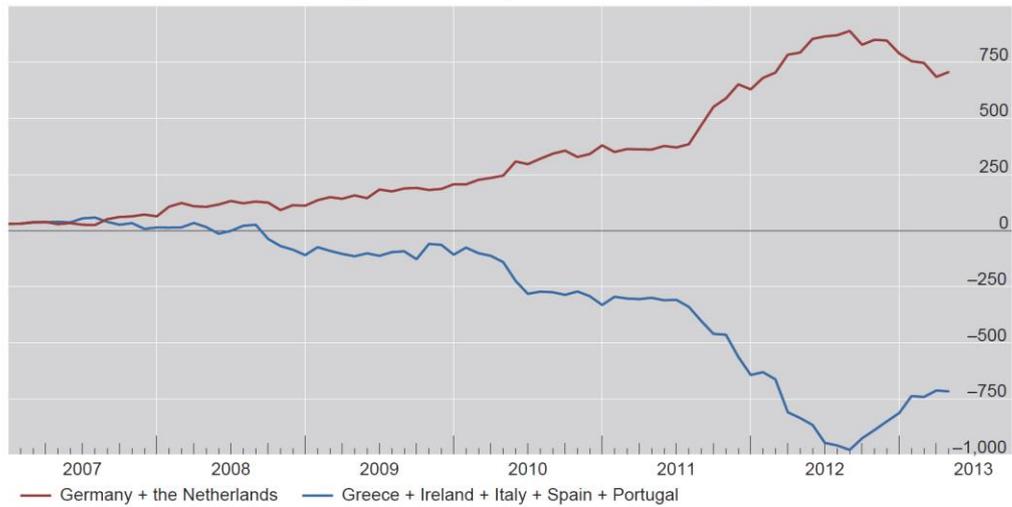
最近的金融危机是由债务国的重大政策失败引起的。尽管如此，债权人的行为亦难辞其咎。若干计量经济学模型表明，如果债权人在 2007 年之前也对经济政策作出相关调整，那么，他们也将为削减内部和全球失衡作出一定贡献。

伯南克的全球储蓄过剩假说（外国官方机构对美国国债与机构债具有强烈需求）世所共知，它确实也得到了许多实证支持。但是，人们很少了解的是其中欧洲银行所扮演的角色。Bertaut 等人研究了在危机爆发之前外国对美国资产的总需求到底有多大，他们估计，从 2003 年到 2007 年中期，欧佩克、中国和其他亚洲新兴经济体购买了约 1 万亿美元的财政部和抵押贷款机构债务。欧洲收购美国公司债务达 1.25 万亿美元，其中近 8000 亿美元是私人部门发行的 ABS。他们估计，外国需求增加使美国国债收益率下降 130 个基点，ABS 收益率下降 160 个基点。

Sinn 等人描述了欧元区危机前的类似发展。受共同货币以及“如果一个特定的欧洲国家陷入困境，那么欧元区共同体就会对其施予援手”的预期，欧洲内部存在大规模的资本流动。非居民持有的意大利和西班牙债券从 1998 年占未偿还总量的 25% 上升到了危机前的 50%，远超过对德国债券的占比。直到 2009 年，国际银行系统顺利地欧元区内的为大量经常账户失衡提供资金——本质上是从德国借入欧元贷给欧元区其他国家。

在最近危机的早期阶段，具有大量次级抵押贷款风险敞口的国际银行的市值急剧下降，严重依赖短期美元融资的欧洲银行受到的冲击尤甚。随着欧元区危机的深化，欧洲银行对欧洲边缘国家借款人的风险敞口受到严格审查，银行股票的估值再度下跌。非居民持有的债务国债券（特别是意大利和西班牙）下跌，而对德国债券的持有量则上升（到 2012 年达到 60%）。与此同时，银行不太愿意以欧元为记账单位进行跨境债权中介活动，这促使欧元区的中央银行采取行动填补这一缺口，这体现为欧元体系央行内部跨境头寸的大幅增加（见下图 5），亦即，官方融资实际上取代了私人融资。Cecchetti 等人对此的解释强调了重定货币单位的风险。虽然主要的 TARGET2 债务人（以及相应的信贷头寸）的负债头寸已从 2012 年 8 月的峰值收窄，但仍然很大。

Graph 5
Target2 balances (in billions of euros)¹



¹ The data are calculated as "net claims on the Eurosystem" minus the difference between "currency issued" (which represents an NCB's share in banknote based on its share in the ECB's capital) and "currency put in circulation" (which is the actual amount of banknotes issued by an NCB).
Sources: IMF, *International Financial Statistics*; BIS calculations.

回想起来，贷款人（以及评级机构！）应该更加谨慎行事。欧洲银行对这些风险敞口疏于管控，他们的监管机构亦然，而美国抵押贷款机构的国有化使官方投资者免受新兴市场经济体的影响。

贷方的这种失败并不是一种新现象。20 世纪 80 年代和 90 年代一系列新兴市场危机的一个重要教训是，贷方——特别是发达经济体的银行——常常是鲁莽的。回忆这段历史很有用，石油生产国将 1973/74 年石油危机产生的盈余与国际银行短期存款挂钩。由于经济的深度衰退，工业界对投资基金的需求很少，因此国际银行急切地向发展中国家的借款人求助。对风险的低估及其衍生的抑价（underpricing）已经形成。监管主要银行的中央银行充分意识到这种风险，但无法抑制国际银行贷款的增长。银行几乎没有注意到相关部门一再发出的警告（包括在 BIS 国际银行数据中按国别公布的银行风险敞口）。

从这段历史和最近的危机中得出的结论是相同的：“过度贷款”理应对随之而来的危机负责，就像“过度借贷”一样。在风险较高的资本市场寻求更高收益率的外国投资者，在感到受危机威胁时往往大批撤回其资金。贷款银行遭受损失并停止放贷，这种突如其来的逆转严重伤害了借款人，他们本可以通过更早生效的贷款限制获得更好的服务。

5. 结论

为规模巨大且持续的外部赤字提供资金往往采取危险的形式。资本流动总是难以预测，其逆转往往会对债务人造成灾难性的后果。外部失衡的存量维度——净外部头寸，国家资产负债表中的杠杆，货币/期限错配，资产和负债的所有权结构，过度依赖债务以及对银行信贷的影响——可能会威胁到债权国的金融稳定性，正如其对债务国的威胁一样。

由于这些原因，债权国有责任避免“过度放贷”并制定合作解决过度或长期失衡的问题。认为债权人和债务人之间的调整应该存在某种对称性的论述并不新鲜，这是凯恩斯关于战后国际货币安排的建议的核心。这符合 IMF 的职权范围（尽管不需要 IMF 资金的债权国不太容易受其影响）。马特奥斯·拉戈（以及其他 IMF 的经济学家）、杜鲁门、雷迪和阿格利塔的贡献都强调了这一点。自 1974 年二十国委员会以来，它一直被列入国际货币的改革议程，而现在也已列入 20 国集团的改革议程。尽管如此，它仍然是一个重要但尚未解决的国际货币改革问题。

参考材料：

Philip Turner, *Caveat creditor*, BIS NO.419, 2013.07.