

# 未来 新格局

Brad Setser

各国政策，而非国际最高级别会议，将重塑世界经济体系

亚洲金融危机之后，世界的主要经济体在重建国际金融体系中发挥了主要作用。十年后，它们决定再尝试一次。1998年修正世界“金融体系”的努力是因为一场源于新兴世界对外收支赤字放松的危机——那时发达经济体的银行和投资者心甘情愿地为这些赤字融资。第二次的努力将要应对始于美国的系统性金融危机，其先蔓延到那些借入美元购买美国证券的欧洲银行，接着令世界上绝大多数经济体受创。

美国房价的低迷导致大银行和交易者蒙受巨大损失，进而引发了当前的危机。但如果没有新兴国家的央行和主权基金资产的空前增长，美国、英国和许多欧元区国家的家庭赤字不可能如此长期地得到这么低利率的融资。私人投资者绝不会乐意为低速增长的美国的巨大赤字融资，他们想投资的是高速增长的新兴国家。

1998—1999年的努力从未使它“体系重建”之称名副其实：它建议设立新的机构或至少改造现存机构，以增进世界经济和金融的合作。很显然，这没有实现。取而代之的是层出不穷的帮助新兴经济体减少资本突然流动隐患的建议，为“纽约法案”管辖下的国际主权债券增加新的“重建”条款，以及IMF为一些国家设计的新的拆借工具，以应对其所面临的由资本突然流动所引发的危机。

但是，上次危机后出现的国际金融体系，与危机前存在的体系有本质不同。一个新兴经济体央行用空前增长的外国资产为美国巨额经常项目赤字提供低息融资的世界与一个美国的私人投资者为发展中国家赤字融资的世界是截然不同的。导致这场巨变的不是IMF，也不是G7，而是包括它们在内的整个世界。

## 决策，再决策

过往最重要的经验是，主要国家在危机期间和危机过后的决策，比审慎选择的公报语言，对国际金融体系的改变更大。1995年墨西哥无法为其以美元计价的债券提供再融资，美国决定给予墨西哥大量贷款；亚洲金融危机中，IMF决定率先提供大额融资，并将其贷款与亚洲联系起来——这两者共同导致了应对“资本账户”危机的架构。七国集团（G7）的“科隆公报”试图明确表达其对金融体系的设想，但这并未改变世界的汇率制度。该汇率制度源于阿根廷货币制度的崩溃、巴西的管理浮动汇率制度的成功、许多东欧经济体中货币发行局制度的持续、海湾国家继续与美元的挂钩，以及这一切中最重要的，2002年人民币保持与美元汇率联系的决定（即便美元已经开始贬值）。不约束影子金融体系（很大程度上不受或只受轻微



一家英国银行门外，存款者排队申请紧急央行资金。

监管的机构，它们逐渐在经济中扮演和银行一样的角色）的决定与金融稳定论坛所做的工作，在对监管制度的界定方面起了相同的作用。

1998年关于体系建设的辩论，以及随后关于预防和处理国际金融危机的全球框架的讨论，这当中还有三个教训值得我们铭记。

让合适的国家坐下来谈判并不能保证出现成果。只有有关国家就所需改革的性质达成广泛共识，真正的变革才会发生。最典型的例子是发达和新兴经济体都认同新兴国家应通过持有更多储备，并将基于外币的债务转变为基于本国货币的债务，从而减少可能导致危机的薄弱环节。绝大多数新兴经济体政府证明，其以本币为基准进行债务融资的能力大大超出十年

前许多人的预想——这得益于人们逐步意识到大部分新兴市场的货币被低估。无需怀疑这种变化的程度：上一次进入低迷时期时，俄罗斯只有100亿美元的外币储备，却背负1400亿美元外债，如今世界已经变得面目全非，当俄罗斯再一次陷入低迷时，它已经拥有6000亿美元的外汇储备，而只有区区350亿美元的外债。俄罗斯如今的安全隐患是现实存在的，但这些隐患已经不体现在政府的对外资产负债表上。其他如巴西这样的大型新兴经济体，其资产负债状况也与1998年大相径庭。

而在其他领域，真正的共识难以达成。召集相关国家进行讨论不是主要的问题。最大的困难在于当未经受危机的压力时，主要国家不同意，且认为没有必要去达成共识。如在讨论IMF何时向新兴经济体提供大量贷款的问题上，G7被认为是不二之选。然而G7不愿放弃让有大量前期融资的国家面临本国货币遭挤兑，或无力承担到期外债的选择，它们不愿承认IMF原有的准入限制已不再适用于主要的新兴经济体。关于期望新兴经济体借入大量储备以帮助处理资本的大幅波动的真正分歧则被掩盖，艰难的决定被留到了下一次危机。

G7对扩大汇率制度的讨论做出了努力，从而让新兴世界加入进来：即使在20世纪90年代，都可以很明显地

看出全球经济不可能局限在美国、西欧和日本。但是扩大对话，通过组建二十二国集团和之后的二十国集团（G20）将新兴世界纳入论坛，并不能让各国就国际汇率体系达成一致。美元对欧元浮动，并在绝大多数时间对日元浮动，英镑和加拿大元对比其更大的邻国的货币浮动。但是，从2002年起新兴市场外汇储备巨幅加速上升，原先任何关于货币金融体系由独立的、以通胀为目标的央行组成的，各国央行让本国货币对它国自由浮动以维护其货币主权的想法都被埋没。

不要回避棘手的问题……1997—1998年危机中，新兴经济体外汇储备的压力主要来源于跨国银行的信贷紧缩。只有阿根廷的危机是因为国际主权债券的偿付消耗了该国的国际收支平衡。即使在阿根廷，资本



外流更大的来源依然是本土银行面临的挤兑。然而，这些危机引发的讨论中，侧重于消除国际主权基金重建中的法律障碍的讨论最为激烈。而限制资本外流与短期银行信贷的联系，或对这个问题而言，风险监测与银行大量增加向世界新兴经济体贷款之间的联系，并未引起相应的重视。

但对这种联系应给予足够重视。决策者认为新兴经济体将通过出售可交易证券来获得融资，而非向国际上的银行直接借款。但到2008年第2季度末，跨国银行向新兴世界的借款（大部分流向私人的银行和企业）总计1.2万亿美元，这一数额轻易超过了国际主权债券的惊人储量。在当前的危机中，对新兴经济体而言，跨国银行贷款的快速下滑比到期的国家主权债券带来的压力还要大。忽略一个困难的问题并不意味着这个问题会自动消失。

……但也对你的设想提出挑战。强调原有漏洞的重现总是比设想新的风险更容易。令人震惊的是，在“结构”问题的辩论中，重点几乎完全集中在一种风险上，即单一新兴市场的危机可能蔓延到其他新兴经济体，进而影响全球经济。发达经济体的金融动荡可能远比其他新兴经济体对新兴国家的危害更大，这一风险却从未被认真考虑。

G7向IMF施加压力，令其更专注于新兴经济体在资产负债表，而不仅仅是财政方面的漏洞。对于美国和欧洲的金融部门是否过度借贷给家庭，相应的评估却并未得到推动。然而，新兴经济体对IMF监管程序不公的抱怨忽略了更重要的一点：没有证据表明IMF更密集的监管会带来差别。2007年，IMF赞扬美国金融市场的“高度创新”对“支持资本流入”的作用，其认为美国在创造复杂金融产品上的优势有助于提供相应资金，以维持美国巨大的对外收支赤字。IMF在报告的第四条指出：“核心商业银行和投行在正处于健康的财政状况下，系统性风险依然很低”。尽管其同时承认“当承受较高风险且信贷标准恶化的时候，金融创新在某些部门已经令风险评估变得复杂。”我们都会犯错，但这种说法甚至不是一种对正在形成中的风险的鲁比尼式的警告。

事后孔明，我们发现在那之后的几年中，如此多的关键议题被架构议程排除在外，令人震惊。我们讨论了如何帮助新兴经济体处理资本流动的不稳定，却没有探讨怎样处理波动的商品价格；我们讨论了主权债券的重组方式，却没有讨论调整住房抵押贷款证券和外币抵押贷款所带来的挑战。关于限制IMF向发展中国家贷款的讨论连篇累牍，却忽视了过度自我保险的风险。而发展中国家期望增加资产储备，从而致使对发达国家债务的需求增加（包括发展中国家增加



亚洲金融危机期间，印度尼西亚雅加达的消费者争购食品。

储备的愿望对发达经济体金融市场的扭曲，并掩盖这些国家庞大的财政和家庭赤字），发达国家如何管理由此带来的风险，关于这个问题的讨论，无疑未曾出现。

## 乐观的迹象

当前重建世界金融体系的努力会成功吗？

这次危机还处于早期阶段。过往的经验告诉我们，在极困难时期所制定的国家政策，往往比最高级的国际会议更有可能改变未来国际金融体系的格局。

但就所需的国际金融体系的变化达成共识的努力依然是重要的。一些迹象令人鼓舞：主要的新兴国家已经通过新的形式参与到讨论中来。G7还继续存在，不过对G20首脑年度会晤的关注似乎远远超过了对G7每年夏季定期会议的关注。

危机自身已经重构了美国、英国和欧洲的金融体系。政府在金融中介中发挥的作用远远超过以往。看上去这也必将导致监管结构的重大改变。

除非那些被认为是“太大而不能倒闭”的机构破产，依靠信贷市场约束它们将是一个错误。短期来看，应对当前危机的政策将优先于为避免下一次危机所采取的措施，而现在迫使机构持有更多资本无异于引火自焚。过去有多大的杠杆率，现在就有多快的去杠杆化。然而一段时间之后，大型机构需要持有更大的资本和流动性的缓冲品。

这是世界上成熟经济体必须要做的工作，但新兴经济体应坚持它们同样胜任这项工作。新兴世界明显倾向于让管理良好的机构处于世界金融体系的核心：对不少新兴经济体而言，相较俄罗斯当年的债券违约，雷曼兄弟倒闭所产生的信贷危机更加严重。

## 不太乐观的迹象

对于帮助建立世界经济增长更稳固的基础而言，更完善的监管并不意味着全部，另外三个议题将进入我们的视野：

- 宏观刺激政策的协调，
- 国际汇率制度的演变，以及
- 加强全球机构在危机中放贷的能力。

对于上述的每个问题，尚不清楚是否存在关于变革问题的真正的一致意见。

在美国和欧洲房地产繁荣的巅峰时期，这些重要的成熟经济体巨额的家庭赤字抵消了新兴世界的盈余。但是只要本已负债累累的家庭承担更多的债务，繁荣就能持续。当家庭无力承担时，各国政府就不得不介入并实施大规模的刺激计划。不过正如《金融时报》的Martin Wolf一直指出的那样，存在着这样一种风险，即负债累累的家庭直接导致负债累累的政府。

最显见的结论是，有大量债务和巨额赤字的国家不当应承担所有繁重的任务以支撑全球经济增长。拥有高贸易顺差的国家同样要尽自己的责任，而非仅仅依赖赤字国家大型刺激计划的溢出效应。否则，一旦拥有大量对外收支赤字的发达国家的公共部门失去公信力，系统性危机很容易再次发生。

第二个议题，即汇率问题。这一问题在G20领导人的第一次会议的公报中甚至未被提及。这并不令人鼓舞，这表明各国不愿意讨论世界经济面临的关键问题。互联网泡沫破裂后，美联储降息的决定本应导致美元的疲软和出口的繁荣，而不是住宅投资的繁荣。但几个主要国家的通货随着美元相应下跌，这限制了美元的全面贬值。最终结果不是美国贸易赤字的减少，而是美元和人民币对欧元贬值，令中国的贸易盈余更大，中国进一步为美国债务融资。当家庭承担大量债务时，美国的监管者寻求其他方式——在边际利润率下降的同时，主要的机构通过加大杠杆（即借款购买更多资产）保持利润的上升。但是很难看清美国家庭的隐患是如何导致从各国央行流出的钱长时间未能到位。

如果大的新兴市场的汇率制度与世界上其他的经济体的制度格格不入，那么它们将很难融入世界经济，尤其当这些拥有巨额外部盈余的国家的货币与那些拥有世界上最大的外部赤字的国家的通货相挂钩时。据IMF推断，世界不平衡情况的减少可能反映出那些赤字国家通货的贬值——至于那些有大量盈余的

国家的通货是否也应该贬值，目前尚不清楚。而那些最大的石油出口国是否还要盯住美元，同样不明确。美元贬值油价上升，美元升值油价下跌已经出现太多次了。

最后一点，IMF缺乏足够的资源来稳定全球金融系统，或提供一个足够大的共同储备蓄水池，以真正替代国家的自我保险（或大额双边货币互换协议）。许多新兴经济体很可能会得出这样的结论：面对出口、商品价格和资本流动的剧烈波动，需要几乎难以想象的巨额储备，才能保持本国金融市场的稳定。新兴经济体如今拥有万亿美元GDP和2000亿美元的外汇储备，现在这些国家无法确定IMF2000亿的信贷额度（3500亿美元的IMF信贷额度，包括日本新追加的）是否足够应对危机。在危机开始时，俄罗斯有近6000亿的储备，如果还是继续以每季度1000亿的水平下降的话，储备将耗尽。近期全球资本流动的波动很极端——数据显示新兴世界的私人资本净流入（年度）正转变为跨季度的巨额净流出。商品价格和出口收入的波动则没有那么极端。对任何一个主要的新兴经济体来说，2000亿美元的资金是杯水车薪。

## 明天的世界

今日的危机正猛烈冲击着世界经济的每个角落。那些曾经依赖私人资本流入的国家正饱受资本流动突然停滞之苦，其规模和1997—1998年间的危机等量齐观。虽然不依赖持续的资本流入，但那些经常项目盈余的国家同样在劫难逃：商品进口商与商品出口商都在世界贸易极度收缩的漩涡中挣扎。很显然，肯定有些事情出了错。毋庸置疑，目前需要一个更强大的金融体系——一个减少对发达和新兴经济体的过度融资的金融体系，一个较少出现突然逆转和骤然危机的金融体系。

未来的风险很难预计，但过去几个月难熬的经历应推动所有国家更努力地尝试——并仔细斟酌其希望看到怎样的脱胎于危机的新世界经济格局。这里的建议是：不能依靠美国的巨额对外赤字来推动全球的需求增长，也不能仅靠美国向世界供应大量的储备资产。这已经行不通了。

Brad Setser为外交关系理事会的地缘经济研究员。