联合国贸易和发展会议
贸发会议

贸易和发展报告
2015

使国际金融构架有利于发展

联合国

联合国贸易和发展会议
日内瓦

贸易和发展报告
2015

联合国贸易和发展会议
秘书处的报告

联合国
纽约和日内瓦，2015

说明

- 联合国文件都用英文大写字母附加数字编号。凡是提到这种编号，就是指联合国的某一个文件。

- 本出版物所采用的名称及其材料的编写方式，并不意味着联合国秘书处对于任何国家、领土、城市、地区或其当局的法律地位，或对于其边界或界线的划分，表示任何意见。

- 本出版物的材料可自由援引或翻印，但需说明出处及文件编号。应向贸发会议秘书处提交一份载有文件引文或翻印部分的出版物，电子邮箱：tdr@unctad.org。

UNCTAD/TDR/2015

联合国出版物

ISSN 0251-8015

版权 © 联合国，2015
版权所有

目录

页次

解释性说明 ix
缩略语 x
概述 ..... I–XVIII

第一章

当前世界经济的趋势和挑战 1

A. 世界经济的近期趋势 1
1. 全球增长 1
2. 国际贸易 6
B. 初级商品市场的近期动态 10
1. 主要初级商品价格的演变 10
2. 金融因素的持续影响 14
3. 影响与前景 15
C. 长期停滞还是暂时停滞？ 16
注释 18
参考文献 19

第一章的附件

初级商品市场是否已去金融化？ 21

第二章

金融化及宏观经济的制约 27

A. 导言 27
B. 全球流动性扩张的挑战 29
1. 危机前和危机后的流动性扩张 29
2. 流入发展中经济体和转型经济体的资本量增加和累计风险 30
3. 金融一体化加强和资本流日益不稳定 33

页次

C. 金融化的宏观经济成本 35
1. 不受约束的金融一体化对价格和政策的影响 35
2. 以史为鉴：金融危机之后公共部门财政和经济发展 39
3. 迫在眉睫的损失：财政态势、宏观政策和总需求 44
D. 政策讨论结论 46
注释 48
参考文献 50

第三章

国际货币体系面临的系统性挑战 55

A. 导言 55
B. 国际货币体系：主要挑战及不断演进的应对措施 57
1. 金本位制和布雷顿森林体系 57
2. 后布雷顿森林时代 58
C. 国际货币体系改革 63
1. 创建全球货币新秩序 63
2. 改革美元本位制 67
3. 加强区域和区域间合作 71
D. 结论和政策议程：当前改革建议的优缺点 75
注释 78
参考文献 82

第四章

危机后的金融监管改革 87

A. 导言 87
B. 危机后的金融改革和审慎监管 88
1. 新《巴塞尔协议三》 89
2. 具系统重要性银行的拟议框架 90
3. 审慎框架和发展中国家 92
4. 为圈定保护银行业务而进行的一些尝试 94

页次

C. 影子银行系统的兴起 96
1. 影子银行系统的出现和主要特征 96
2. 影子银行规模有多大？ 97
3. 与影子银行相关的风险 102
4. 改革不充分 103
D. 金融监管中的其他重要问题 104
1. 信用评级机构：需要的不只是行为守则 104
2. 投机性国际资本流动的负面影响 108
3. 外国银行在发展中国家的存在 109
E. 整治金融：需要更积极的议程 111
注释 113
参考文献 115

第五章

外债和债务危机：脆弱性加剧并面临新挑战 119

A. 导言 119
B. 外债的可持续性：主要问题 120
C. 外债总量和构成的发展趋势 122
1. 发展中经济体和转型经济体的外债演变 122
2. 公共和私人借贷 124
3. 与货币有关的问题 129
4. 债务发行的管辖地 130
D. 外债问题的解决 130
1. 外债危机：一个经常性的问题 131
2. 从历史角度看主权债务问题 132
3. 碎片化主权外债解决体系的出现 133
4. 一种低效且不平衡的债务解决办法 137
E. 债务重组的替代机制 141
1. 合同或市场办法 141
2. 需要有国际公认的主权债务重组机制的原则 142
3. 解决多边债务重组问题的法定办法 145
F. 结论 147
注释 147
参考文献 150

页次

第六章

国际长期发展融资：挑战和可能性 153

A. 导言 153
B. 通过官方合作融资 154
1. 来自发达国家的官方发展援助 155
2. 发展中国家的发展合作 157
3. 官方合作面临的挑战 158
C. 促进发展的公私伙伴关系 160
1. 公私伙伴关系的规模、范围和使用 160
2. 评估公私伙伴关系的贡献和成本 163
3. 政策影响 165
D. 主权财富基金能产生重要影响吗？ 165
E. 开发银行：演变以及支持发展的潜力 166
1. 开发银行的显著特征 166
2. 开发银行的格局不断变化 168
3. 南方领导的多边银行的潜在融资作用 170
F. 结论 172
注释 174
参考文献 176

图目录

图		页次
1.1	2005年1月至2015年5月世界贸易量	7
1.2	2002年1月至2015年6月按商品组分列的月度商品价格指数	11
1.3	2014年3月至2015年7月基金经理人的头寸和原油价格	14
1.A.1	2006年4月至2015年5月初级商品管理资产	22
1.A.2	初级商品指数、股票指数和美元汇率之间的相关性，2000-2015年	22
1.A.3	2006-2015年按交易者类别分列的纽约商业交易所西得克萨斯中质原油总持仓量的构成	23
2.1	1970-2013年按构成分列的发展中经济体和转型经济体的外国资本流入量	31
2.2	1970-2013年发展中经济体和转型经济体的外汇储备存量	32
2.3	2002-2013年特定发展中经济体和转型经济体资本流量的构成	34
2.4	2002-2013年特定发展中经济体和转型经济体的净资本流入量、名义汇率和名义利率	37
3.1	1995-2014年按计价货币分列的特定国家组的外汇储备	61
3.2	2005-2013年特定发展中国家跨境负债和外汇储备	70
3.3	当前美元本位制的特征和替代性改革建议	76
4.1	1998-2011年五家最大银行资产在特定经济体银行部门总资产中所占比例	91
4.2	2001-2013年按不同计量方法列示的影子银行规模	100
5.1	1980-2013年部分国家组和中国的外债	123
5.2	1980-2013年部分国家组和中国外债存量在国民总收入中所占比例	124
5.3	1980-2013年部分国家组和中国外债利息支付在出口中所占比例	124
5.4	1980-2013年部分国家组和中国按债务人类型分列的外债情况	125
5.5	1970-2013年部分国家组和中国按债权人类型分列的长期外债情况	127
5.6	1970-2013年部分国家组和中国按债务类型分列欠私人债权人的长期外债情况	128
6.1	1990-2014年发援会国家提供的官方发展援助	155
6.2	1990-2013年按主要类别分列用于发展的官方发展援助的构成	156
6.3	1985-2013年私营部门参与基础设施建设的情况	161
6.4	2009-2011年欧洲联盟各类基础设施行业融资情况	162
6.5	2014年部分国家开发银行的资产和贷款总额	169

表格和专栏目录

表格 页次

1.1 世界产出增长，2007-2015年 2
1.2 2011-2014年特定区域和国家的货物进出口量 7
1.3 2009-2015年世界初级商品价格 12
2.1 金融危机时期、资本流动和公共债务 40
2.2 金融危机与墨西哥、俄罗斯联邦和阿根廷的公共债务 44
4.1 《巴塞尔协议》在发展中经济体和转型经济体的实施情况 93

专栏 页次

1.1 欧元区危机，似曾相识的案例 4
4.1 回购协议：影子银行系统的核心交易 98
4.2 中国的影子银行 101
4.3 信用评级机构的主权债务评级受到偏见影响 106
5.1 关于德国外债的《伦敦协定》 134
5.2 关于打击秃鹫基金活动的比利时立法 144

解释性说明

国家或商品组分类

本报告中的国家分类只是为了便于统计或分析，并不一定意味着对某个国家或地区的发展阶段做出了任何判断。

在联合国系统中，对“发展中”、“转型期”和“发达”国家或地区的认定没有既定惯例。本报告采用了贸发会议《2014年统计手册》(联合国出版物，出售品编号：B.14.II.D.6)对这三个主要国家类别定义的分类(见http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdstat39_en. pdf)。

为了便于统计，除非另有说明，本报告使用的商品组区域分组和分类，一般都是照搬贸发会议《2014年统计手册》所用的分组和分类。有关中国的数据不包括香港特别行政区(香港特区)、澳门特别行政区(澳门特区)和中国台湾省的数据。

“国家”/“经济体”两个词在适当情况下也指领土或地区。

正文或表格中提到“拉丁美洲”，除非另有说明，也包括加勒比国家。

正文或表格中提到“撒哈拉以南非洲”，除非另有说明，也包括南非。

其他说明

正文提到《贸发报告》系指(某一年的)《贸易和发展报告》。例如，《2014年贸发报告》系指《2014年贸易和发展报告》(联合国出版物，出售品编号：E.14.II.D.4)。

正文提到美国系指美利坚合众国，提到联合王国系指大不列颠及北爱尔兰联合王国。

“十亿”表示1,000个百万。

“吨”系指公吨。

年增长率和变动率系指复合比率。

出口额按离岸价格、进口额按到岸价格估算，除非另有具体说明。

在指代年份的两个日期之间使用连字符(-)，例如，1988-1990年，系指所涉整个时期，包括开始的一年和最后的一年。

两个年份之间使用斜线(/)，例如2000/2001年度，系指财政年度或作物年度。

圆点(.)表示该项目不适用。

两点(..)表示没有资料，或未单独报告。

短划(-)或零(0)表示数量为零或可以忽略不计。

由于四舍五入，各项小数和百分数加起来不一定等于总数。

缩略语

英文简称	中文简称	中文全称
ADB	亚开行	亚洲开发银行
AfDB	非开行	非洲开发银行
AIIB	亚投行	亚洲基础设施投资银行
ASEAN	东盟	东南亚国家联盟
AUM	管理资产	管理下的资产
BCBS	巴塞尔银监会	巴塞尔银行监管委员会
BIS		国际清算银行
BNDES	巴西开发银行	巴西国家经济和社会开发银行
BRICS	金砖国家	巴西、俄罗斯联邦、印度、中国和南非(国家集团)
CAC		集体行动条款
CAF		安第斯开发公司
CDB	中国国开行	中国国家开发银行
CMI		清迈倡议
CMIM		推动清迈倡议多边化
CRA		信用评级机构
DAC	发展援助委员会	经合组织发展援助委员会
DTE		发展中经济体和转型经济体
EC	欧盟委员会	欧洲联盟委员会
ECB	欧洲央行	欧洲中央银行
EIB	欧投行	欧洲投资银行
EU	欧盟	欧洲联盟
FCL		弹性信用额度
FDI		外国直接投资
FSB		金融稳定委员会
G20		20国集团
G8		8国集团
GDP		国内生产总值
GNI		国民总收入
HIPC	重债穷国	重债穷国(又称重债穷国倡议)
IADB	美开行	美洲开发银行

ICMA		国际资本管理协会
ICSID	投资争端解决中心	国际投资争端解决中心
ICT	信通技术	信息和通信技术
IDS	国际债务统计	世界银行国际债务统计
IMF	基金组织	国际货币基金组织
IMS	货币体系	国际货币体系
LAIA	拉美一体化协会	拉丁美洲一体化协会
LDC		最不发达国家
MDRI		多边减债倡议
MMMF		货币市场共同基金
NDB		新开发银行
NSFR		净稳定融资率
ODA		官方发展援助
OECD	经合组织	经济合作与发展组织
OPEC	欧佩克	石油输出国组织
PBOC	人民银行	中国人民银行
PLL	预防性和流动性额度	基金组织预防性和流动性额度
PPI	民资参与基础设施建设	民资参与基础设施建设(数据库)
PPP		公私伙伴关系
QE		量化宽松
Repo		回购协议
SDR	特别提款权	货币基金组织特别提款权
SDRM		主权债务重组机制
SME	中小企业	中小型企业
SML		本币支付系统
SUCRE		区域支付赔偿单一制度
SWF		主权财富基金
TDR	贸发报告	贸易和发展报告
TNC		跨国公司
UNCTAD	贸发会议	联合国贸易和发展会议
UN-DESA	经社部	联合国经济和社会事务部

概述

“世界围着金钱转”，有首歌这样唱道。金钱也能够让世界失控，2008年全球金融危机就是证明。面对随之而来的经济和社会成本飞涨，国际社会呼吁金融界改弦更张。戈登·布朗，当时的“20国合唱团”“首席指挥”，严厉指责金融机构监管不力，指出这类机构与其说是“人们的钱财的管理者”，不如说已经成为“不顾人们的未来的投机者”。他坚持认为，当务之急是制订以共同的全球价值观为基础的新全球规则。不久，金砖国家领导人在俄罗斯联邦举行了第一次峰会，呼吁建立更加民主的国际金融机构，同时建立一个稳定、可预测和更多元化的国际货币体系。联合国大会也加入了共同的声音，提出了改革国际金融体系的蓝图，尤其指出，“对基金组织进行全面和迅速的改革”乃重中之重。

一些国家的立法者通过举行一系列议会听证会和设立专家委员会来附和这一呼声，这些听证会和专家委员会大多对金融市场偏爱短期贷款、沉迷于有毒和不透明的金融工具、未能充分满足企业和家庭的资金需要提出了批评。由此看来，实行重大改革只是时间问题。

7年过后，对照全球总需求疲软、收入不平等加剧、金融脆弱性持久不愈的背景看，世界经济依然容易受到货币和金融状况起伏不定的影响。不能说改革议程只是停留在纸上；国家和国际层面都采取了各种措施，而且有些措施确有实效。但迄今为止，这些措施未能解决金融化世界的系统缺陷和脆弱性。相反，用《金融时报》记者马丁·沃尔夫的话说，到目前为止，先前的失衡体系只不过是“受到节制”。

全球金融市场的短期和投机偏好依然存在，而减轻未来危机风险的措施却捉襟见肘，这就提出了一些重要问题：国际社会在谋求一系列新的发展、社会和环境目标方面的远大志向能否在预期时间范围内实现？从理论上讲，这项新议程预计需要有史以来最大规模的投资，但想要取得成功，却需要一个支持性金融体系。因此，今年的《贸易和发展报告》审视国际货币和金融体系面临的一系列相互关联的挑战：从通过银行监管提供流动性到债务重组和长期公共融资。解决办法是有的，但是，想要让金融为一个更有尊严、更加稳定和更具包容性的世界服务，就需要国际社会专门采取行动。

从全球金融化到全球金融危机

随着布雷顿森林体系的瓦解，金融业的地位变得更加突出、强大，其相互联系越发密切。同时，金融业越来越远离实体经济。从1980年代开始，多数主要发达经济体迅速开放资本账户，10年后，许多新兴发展中经济体采取了同样的做法。因此，资本开始以前所未有的规模跨界流动。1980年，全球贸易水平与全球金融水平大致相当，约为全球国内生产总值的四分之一。但到2008年，就在金融危机之前，全球金融的规模已增至相当于全球贸易的9倍。此时，全球金融资产存量超过200万亿美元。与此同时，出现了新型的金融机构，较为传统的中间机构也在金融产品种类方面不断花样翻新，而对这两者的监管和监督却日益减少。在这一过程中，金融业的相互联系愈加密切，金融一体化标准措施创历史新高，全球资产价格随之攀升。

在很短的时期内，上述动态淹没了体制上的制衡，而这种制衡在第二次世界大战结束后的30年间，确保了相当长时期的金融稳定；金融的稳定反过来又为国际贸易的稳步上升和资本形成前所未有的发展奠定了基础。作为回应，新一代决策者呼吁迅速废除余下的金融管制措施，推崇自我管制市场的优点，认为这种市场的做法是在逐步全球化世界中兼顾效率和稳定性的最佳乃至唯一的途径。

由此产生的金融体系在信用创造方面变得更为慷慨，在掌控风险方面更具创造性，在吸收对系统的微小冲击(所谓的“大缓和”)方面更加得心应手。然而，事实证明，这一体系远远缺乏足够的能力找出系统压力和缺陷，预见较大的冲击(从墨西哥比索危机到大衰退)或减缓所造成的损害。此种危机使公共部门的资产负债表不堪重负，更确切地说，使广大民众不堪重负。

2008年这场严重的危机使得许多政府竭力抵消财政紧缩对银行、企业和家庭造成的影响，设法修补资产负债表。出现这种情况的部分原因是，一味注重价格稳定使得决策者放弃了掌控多个宏观经济目标的技巧；另有一个原因是，金融化削弱或消除了有效管理复杂的现代经济所必需的一系列政策工具。

危机发生以来，许多发达经济体在努力实现复苏的过程中，采用了“非常规”货币政策工具。基本做法是，主要中央银行不断囤积大银行持有的证券，希望增量储备能够产生新的贷款，并刺激实体经济扩大消费。但结果并不尽如人意：在许多发达经济体，2008年危机之后的复苏堪称有史以来最疲软的复苏。就业增长缓慢，实际工资停滞甚至下降，投资难以恢复，生产率增长不见提速。相形之下，证券市场出现复苏，房地产市场出现回弹，有些市场重现繁荣，利润上升，许多市场的利润超过了危机前的水平。与此同时，债务水平持续上升，2007年以来，全球债务增加了大约57万亿美元。

发达国家复苏乏力

早在2014年年中，经过很长一段时期的危机管理之后，政策圈似乎恢复了“一切照常”的感觉。今后几年的预计增长率呈上升趋势，欧元区回归正增长，日本似乎将摆脱多年的经济停滞状

态。与此同时，美国失业率降低，美联储逐步结束量化宽松措施；油价不断下降，企业信心正在恢复。然而，到年底，出现了一些怀疑的声音；要说有什么不同的话，那就是，前方的阴云从这个时候起又开始加重。

继2008至2009年的危机和2010年的回弹之后，全球经济增幅一直维持在2.5%左右，低于潜在增长率为3%这一保守估计基准，而且明显低于危机前历年为4%的平均增长率。预计和上一年相比，2015年的增长率基本保持不变，为2.5%。这是以下因素的合并结果：发达经济体的增长小幅加速，发展中经济体增速略微减慢，而转型经济体则呈现较大幅度的下滑。

发达国家预计以大约1.9%的幅度增长(而2014年的增幅为1.6%)，这是因为欧元区和日本的增长小幅加速，但起点很低。近期的改善是由于家庭消费增加促使国内需求增强以及财税姿态较不严厉。前一个因素源自能源价格下降，股票市场资产估值上升产生的财富效应，以及一些国家(主要是德国、日本、联合王国和美国)的就业增长。多数发达国家的通货膨胀率仍然明显低于预定比率。

货币政策仍然具有扩张性，所有发达区域的利率都非常低，欧元区和日本发起了追加“量化宽松”方案。不过，信贷扩张并没有跟上，工资仍然处于低迷状态，银行显示疲弱迹象。希腊在欧元区的未来也存在着新的不确定性，而且仍有传闻称希腊可能退出欧元区，而这会直接威胁葡萄牙、西班牙和其他欧洲国家的主权收益，这些国家最近才从危机的低谷开始复苏。对日本复苏力度的疑虑也悄然回升。美国预计会继续沿着危机后增长轨迹运行，估计增长率为2%至2.5%，这一增幅低于先前的复苏；然而，这会促成稳定(但并不引人注目)的创造就业机会，但名义工资增长仍然没有明显改善。此外，家庭资产负债表状况依然脆弱，而且美元不断升值有损于净出口对国内生产总值增长的贡献。

长期停滞还是暂时停滞？

除了上述因势而异的动向以外，远需更加关切的是，发达国家可能会陷入一种缓慢增长的相持模式。长期停滞是带有现代气息的陈旧概念。“增长前沿正在消失”的说法最早是在1930年代末提出的，这种说法与只能依靠大量政府赤字来抵消的不良技术和人口趋势不无联系。目前，有一种意见认为，尽管执行了多年的融通性货币政策，但许多发达国家的增长路线仍然大幅低于危机前水平。这种看法给人一种“新常态”之感。在当今的金融化世界中，所采用的主要刺激手段是增加私人债务和资产泡沫。因此，各国可能面临长期增长暗淡和金融不稳定之间的得失权衡。

关于长期停滞是否实际存在，以及如果存在，造成停滞的原因是什么，迄今为止尚无一致意见。有些人认为，增长率下降是以下供应方面的因素共同作用的结果：投资趋向减弱、技术缺乏活力以及人口结构发生不利的变化。另一些人则倾向于将其视为债务超级周期中不可避免的、持续时间长但最终可以逆转的下行趋势。这两种意见都没有充分认识到，1980年代以来，发达国家的工资份额下降了大约10个百分点，这在相当大程度上限制了基于收入的消费需求，私人投资随之受到不利影响。个人收入分配差距拉大，强化了功能性收入分配情况恶化造成的这些不利的需求效应，因为最富裕家庭在总收入中所占比重大幅度增加，而且与其他家庭相比，富裕家庭的支

出往往占收入的比重更低，因而节余更多。一味采用扩张性货币政策处理需求不足问题的做法，也强化了这种不利的需求效应。这使得公司把利润用来进行红利分配并投资于金融资产，而不是投资于生产设施。这样做会促使资产价格上升，加剧财富分配的不平等，从而使绝大多数民众长期陷入收入停滞状态。

随之进行的政策辩论主要侧重以下问题：结构改革能否最有效地刺激私人投资和创业活力？哪些结构改革能做到这一点？有些建议主张采取措施，纠正所感知的产品和劳动力市场僵化的问题。另一些建议则更重视缩小公共债务规模的办法。尽管这些建议有很大的说服力，但几乎没有说明实际上推动增长的动力从何而来。从这一点来看，似乎在很大程度上取决于提升企业信心和增强国际竞争力之间相互支持的合并影响。然而，世界贸易依然不景气。2012至2014年间，世界商品贸易增长率为2%至2.5%(与全球产出的增长率十分类似)。这些增长率显著低于2003至2007年危机前时期达到的7.2%的年均增长率。2014年，世界商品贸易按现价计算仍然几乎处于停滞状态(增幅仅为0.3%)，原因是主要初级商品价格明显下降。2015年的初步估计显示，商品贸易额将小幅增加，商品贸易的增长率将接近全球产出的增长率。但这种贸易前景的改善在很大程度上归因于发达国家间贸易量增加，而且很可能反映出发达国家的增长绩效略有提高。无论如何，这种改善不会大大刺激全球经济增长。

实际上，如果说长期停滞主要是一种需求方现象，那么寻求限制劳动力收入和公共开支的政策办法势必会加剧而不是解决问题。一种替代性办法大力支持收入政策(如制订最低工资立法，加强集体谈判机构和社会转移支付)和公共开支，解决需求方和供应方的缺陷问题。在出现停滞的经济体，增加公共开支(如用于基础设施的开支)已经证明能够产生极大的正向倍增效应，这一事实表明，增加公共投资应当是应对长期停滞的关键手段。此外，递进式收入政策也有助于增加需求，为私人投资提供渠道，并产生更广泛的福利：工资收入增加会减轻养老金方案面临的资金压力，使家庭能够在不增加家庭债务的情况下增加消费开支。还有大量证据表明，劳动生产率也会受到积极影响。实际上，众所周知，活动和就业水平的提高将会推动生产率提高，同时创造需求和供应扩张的良性循环。因此，财政扩张和收入增长会增加实际产出，同时加快潜在的产出增长，从而促成一种良性的反馈关系，为今后的持续、非通胀性增长奠定基础。

对发展中经济体和转型经济体的金融溢出

不论停滞问题辩论的今后走向如何，迄今为止，宽松的货币政策加上实体经济疲弱，已经促使发达经济体过剩的流动性向新兴经济体溢出。这一现象在网络公司泡沫破灭之后已经显现，但自2008年危机以来显著升级。

自千年之交以来，私人资本流入发展中经济体和转型经济体的速度大幅度加快。从在国民总收入中所占比例来看，流入发展中经济体和转型经济体的外部资本净值从2002年的2.8%增至2013年的5%。在此期间，外部资本净流入量曾于2007和2010年两次创历史新高，达到6.6%和6.2%。与此同时，许多发展中经济体和转型经济体增长强劲，经常账户不断改善，整体积累了相当多的国外储备资产。

金融一体化的主流支持者十分热衷于上述趋势，他们强调开放资本账户、增加私人资本流量、健全政策框架和效率增益之间的良性互动。然而，研究人员实际并没有观察到这种联系，多数发展中经济体和转型经济体与全球金融市场接轨似乎与其长期发展目标仅有微弱的联系。尽管外国资本能够在缩小本国储蓄缺口方面发挥有益作用，外国直接投资能够帮助提高国内生产能力，尤其是在投资绿地项目的情况下，但部分挑战在于：越来越多的流入资金具有期限短、风险高和投机性质，同时表现出不稳定性，令人回想起1980年代和1990年代金融危机之前流入资金所具有的特点。因此，日益增多且不稳定的国际资本流量，即便能够在短期内刺激增长，也可能加剧易受外部冲击的脆弱性，同时也会限制肩负管理外国资本责任的政策工具的有效性。因此，从长期来看，这些资本流动可能会损害支持生产率增长、结构转型和包容性发展所需的宏观经济条件。

2008年爆发危机之后，许多发达国家实行量化宽松政策，再加上经过短暂扩张时期后出现财政紧缩，这种在私营部门创造更多流动性的态势得以维持，但取得的增长收益有限。在这种背景下，人们希望对发展中经济体和转型经济体的投资能够带来更高收益，而且人们感觉对发展中经济体和转型经济体投资带来的风险低于先前，这就使得此类投资成为吸引国际投资者的备选办法。

多数发展中经济体和转型经济体在这些资本流入的同时出现经常账户盈余或赤字减少，因此，提供资金以满足发展需要不可能是促使私人资本激增的主要因素。发展中经济体和转型经济体作为一个整体，尤其是其中较大的经济体，在这一时期积累了相当数量的储备资产，表明资本流入量超出了基本上符合国内开支和投资需要的水平。大量资本不仅流入逆差国家，还流入拥有大量贸易顺差的国家，这表明，资本流动往往成为国际收支平衡的主要驱动因素，而且在很大程度上与实际经济活动无关。由于从发展中经济体和转型经济体的国际负债方面赚取的收益率要高于从其资产上赚取的收益率，这些资本流入往往会减少收益账户上的余额，致使经常账户状况恶化。这可能会促使逆差国采取限制性政策，并使这些国家的金融脆弱性加剧。因此，一个重要的问题是：这些发展态势是否与国家和全球两级的金融稳定性和持续需求相一致？

驾驭资本流动：原有挑战仍存，新的脆弱性显现

在政策层面，外部资金流动，尤其是过量的短期投机资金流动，会改变价格，影响政策，从而可能损害可持续增长和发展的潜力。大量资本流入会造成货币升值压力。普遍承诺维持极低的通胀率，将其本身作为一项目标，会加剧这些影响。随之出现的宏观经济环境——其特点是利率较高且不稳定，加上货币升值，可能存在抑制强劲的总需求和有助于增强生产能力的投资类型的风险。同样，利用财政政策的可能性也会由于想要维持金融友好的公共姿态而受到制约，这种姿态要求放松开支和财税。政府活动减少会由于限制公共开支而直接降低国民收入，还会通过限制有利于私人投资和生产率增长的实物资本和人力资本的公共投资类型，间接地降低生产能力。在有些情形中，特别是在拉丁美洲和撒哈拉以南非洲，这些价格和政策效应强化了过早去工业化和工作非正规化的趋势。

自1980年代以来，发展中经济体和转型经济体在多数金融危机发生前总是出现资本流入量激增的现象。随后出现的金融脆弱性集聚——主要形式为私人债务过高——往往引发危机，并伴随大量实际负效应和公共债务激增。虽然在许多关于金融危机的叙述中，人们往往不使用“财政挥霍”

一词，但往往正是危机造成的增长率降低、私人破产清理以及与其相关的所有费用(例如，私人债务国有化、调整银行资本结构，以及货币贬值对外币债务价值的影响)致使公共债务上升。这种繁荣与萧条交替循环仍然在很大程度上受到发生此类循环的经济体的外部环境(例如全球初级商品价格或美国利率的变动)的影响，或受到其他地区危机的蔓延效应的影响。

在这种情况下，国内宏观经济和结构缺陷因全球金融体系扩张而加剧，该体系的特点是流动性过多、宏观审慎监管不足，致使人们过于乐观，私人过度冒险，借入过多。

面对这些系统脆弱性，发展中经济体和转型经济体，特别是易受短期资本过度流动影响的国家，可以考虑采取一些对策，目的不仅是为了更好地管理私人资本流动的数量和构成及其宏观经济效应，也是为了加强财政和货币政策与发展目标之间的联系。完全依靠利率和极低的通货膨胀指标来管理资本流入量和国际收支平衡的做法并不可取。真正需要的是以明智审慎的方式使相应的资本账户与汇率管理相结合，从而维持生产性外部资金包括贸易融资和有利于本地生产能力建设的直接外资的获取，同时鼓励本国投资。此外，为了支持发展，中央银行能够而且应当做得更多，而不只是维持价格稳定或竞争性汇率。例如，中央银行可以使用信贷分配和利率政策来便利产业升级，同时为开发银行和财政政策提供关键支持，许多新兴工业化国家的中央银行已经在这样做。然而，光靠货币政策是不够的，发达国家在努力摆脱近期的危机方面所面临的挑战证明了这一点。为生成支持国内生产率增长和总需求扩张的结构和条件，积极的财政政策和产业政策也是不可或缺的。

然而，鉴于全球资本流动的规模巨大，国家层面的宏观经济管理必须辅以全球措施，这种措施可阻止投机性资本流动的激增，并且提供更大规模的信贷支持机制，包括利用区域一级的共同储备基金。

发展中世界的增长减速和不同情况

进入新千年之际，与金融化相关的新的脆弱性没有受到政策界的注意，而就在这个时候，发展中经济体和转型经济体进入了一个强劲增长的时期，这种增长似乎与发达国家的经济趋势脱钩。为了应对2008-2009年的初始冲击，其中许多经济体采取了目标较高的反周期政策，包括增加财政开支和收入支持措施，这些措施维持了很长时间，目的是鼓励家庭开支的持续上升，引申而言，鼓励私人投资持续增加。其中一些国家目前正在减少甚至扭转政策刺激措施，因为它们面临着资本外流或出口价格降低问题。相形之下，由于近期贸易条件的改善，石油进口国则有较大的回旋余地。

发展中国家整体上将继续以超过4%的速度扩张，这主要是由于亚洲区域多数国家的增长回弹。然而，其他区域正在出现显著放缓，原因在于初级商品价格降低和资本外流，已经促使某些国家收紧宏观经济政策。拉丁美洲、西亚和转型经济体受到的影响最大，非洲次区域的情况喜忧参半。

2014年，多数贸易数字要比前几年更令人失望。具体而言，由于北非和撒哈拉以南非洲经济体石油出口量缩减，非洲实际出口量出现收缩。拉丁美洲和加勒比的对外贸易从数量来看增长放缓(从价值来看降幅更大)，部分原因在于：区域经济停滞对区域内贸易产生了不利影响。东亚贸易从

数量来看继续增长，但整个区域的增长率异乎寻常地低(2014年不到4%)。这在很大程度上反映出中国的国际贸易增长放缓，该国的实际出口增长率低于国内生产总值增长率，而实际进口减速甚至更为明显。这些趋势可能反映出中国经济的结构性变化，增长驱动因素从出口转向内需，进口商品更多地在国内最终使用，而不是用作对出口加工业的投入。

2014年和2015年上半年，初级商品市场经历了极为动荡的时期。2014年期间，多数初级商品的价格明显下降，从而维持了2011-2012年达到峰值之后开始出现的下降趋势，原油价格的下跌尤其明显。与2013年相比，价格下跌的速度加快，其需求与全球经济活动的联系更为密切的农业原材料初级商品类别(如矿物、矿石和金属、农业原材料和石油)的情况尤其如此。尽管初级商品市场金融化继续发挥作用，但市场基本面似乎是初级商品价格走向的主要驱动因素，因为金融投资者结合价格和回报率下降的趋势削减初级商品头寸。对冲基金似乎在石油市场尤为活跃，它们放大了石油市场的价格变动。此外，美元在过去一年强势升值，是造成初级商品价格下跌的一个重要因素。

石油价格大跌，主要原因在于全球产量增加(尤其是美国页岩油大量开采)以及欧佩克放弃了其价格设定政策。欧佩克这样做可能是为了打压高成本生产者，以便将其挤出市场，从而维持欧佩克的市场份额。2014年，全球石油需求继续上升，但上升速度较慢，不足以吸收供应量的增加。由此造成的石油价格下降通过不同渠道对其他初级商品价格产生了影响。由于某些生产成本降低，油价下降可为提高初级商品产量提供激励因素。油价下降也可能抑制对生物燃料中所使用的农产品的需求，降低农业原材料合成替代品的价格。这对棉花和天然橡胶等初级商品的价格造成了下行压力。然而，农产品市场的多数价格变动由市场自身的供应决定，这种供应尤其受到气象条件的影响。多数矿物、矿石和金属价格下降也主要源自供应量增加，过去10年为应对需求所做的投资已经到期，而需求虽然仍在上升，但已经失去了势头。

初级商品价格的前景难以料定。过度供应引起的初级商品价格下降已经致使投资和产能出现一些下行调整，而今后的需求看来将取决于发达经济体复苏的速度和形态，还将取决于较大的新兴经济体的增长前景。然而，近期的趋势提醒人们注意许多依赖初级商品的发展中国家仍然面临的挑战，同时也表明，这些国家极有必要妥善利用其资源租金执行多样化和产业政策，以实现结构改革和持续增长。

转型经济体是受初级商品价格下降和资本外流影响最大的区域之一，2015年，预计它们的国内生产总值将会下降。在俄罗斯联邦和乌克兰，政治冲突加剧了国际收支方面的限制。货币极速贬值和通货膨胀抑制了内需，加剧了经济衰退。这转而影响到了邻国，对这些国家来说，俄罗斯联邦既是一个重要市场，也是劳工汇款的重要来源。乌克兰目前正在努力应对收入下降、货币崩溃、债务水平难以持续、极有可能无力偿还债务等各种危险因素交织在一起的局面。

拉丁美洲和加勒比区域于2011年开始出现的经济衰退在2015年可能会持续下去。具体而言，南美洲和墨西哥因贸易条件损失和资本流动不稳定而受到影响。更为不利的外部环境和谋求反周期政策包括信贷扩张方面存在困难，削弱了提供支持性政策的能力。有些国家甚至采用了紧缩政策。相

形之下，多数中美洲和加勒比国家可能以远远高出区域平均增幅的速度增长。这些国家得益于油价下跌，而且受投机性资本外流影响的程度较轻。

非洲区域的动态各异。武装冲突正在对中非国家和利比亚等其他国家的国民收入造成不利影响，而西非则可能继续受到最近爆发的埃博拉疫情的影响。东非国家的增长依然强劲，这些国家的贸易条件得到改善。南非的增长仍将处于低迷状态，而撒哈拉以南非洲的一些大型和中型经济体，如安哥拉和尼日利亚，则因初级商品价格特别是油价的下跌而受到影响。

和前几年一样，亚洲仍然是最具活力的区域。东亚、南亚和东南亚继续呈现相对强劲的增长，2015年，估计这三个次区域的增长率为5.5%到6%。目前主要是内需拉动增长，公共和私人消费的贡献率逐步上升。因此，即使投资率与其他区域相比仍然很高(而且这种状况可能继续维持，尤其是考虑到基础设施发展的需要)，多数亚洲国家，特别是中国，似乎在重新平衡需求结构，以提高其长期可持续性。中国证券市场泡沫的破灭增加了经济不确定性，因为这可能影响到内需。不过，私人消费增长主要基于扩大收入而不是基于信贷，这也是确保增长可持续性的一个重要因素。此外，扩张性财政和货币政策似乎会抵消这些有害的金融冲击。同时，油价下跌减少了印度和巴基斯坦等一些国家的经常账户赤字，据预测，这些经济体的增长率将会保持或略有提高。在西亚，土耳其也得益于这种动态，尽管该次区域多数石油输出经济体面临贸易条件的恶化。此外，军事冲突降低了该次区域部分地区的增长前景。

发展中经济体在全球金融危机之后快速回弹，似乎证实它们能够免受发达国家的拖累，而且已经确立了自身独立的经济轨道。但这种脱钩论点现在看来不那么有说服力，因为一些令人担忧的迹象正在成为整个发展中世界的重要新闻：一些货币急剧贬值，股票市场摇摆不定，有些市场几近崩溃，一些大型新兴经济体陷入衰退，一些国家不但赤字不断扩大而且债务水平继续攀升。

多边金融机构正是在这一艰难的环境中履行其规定的任务：绘制全球经济稳定路线图，以及迅速扑灭可能会引发一场更广泛的金融大火的任何金融火灾。但是，自全球金融危机以来，有一点已经很清楚，即国际金融体制缺乏扑灭“大火”所需的“消防设备”。此外，现有国际货币体系自身已经显出“纵火癖”的倾向，它推行往往加剧而不是缓解衰退的政策干预措施，而且让债务人和逆差国过多地背负所有调整适应的沉重负担。

流动性难题：过多和过少

1970年代初，战后国际货币体系瓦解，以及对大规模私人国际资本流动实行开放政策，意味着全球流动性的提供不再仅限于外汇储备的积累、央行间互换外汇额度以及特别提款权的分配或国际货币基金组织(基金组织)的贷款协定等“正规”渠道。这种提供可以而且越来越多地由“私人流动性”作为补充。“私人流动性”来自金融机构(如银行)和非金融机构(如企业，它们提供跨境信贷和/或外币标价的贷款)的跨境经营。这实际上意味着国际货币体系和金融体系的合并。

私人创造的全球流动性激增消除了对潜在的一种增长制约，但同时也加重了国际货币体系的顺周期和不稳定性质。针对这种情况，许多发展中国家设法积累外汇储备形式的官方流动性，并以此作为一种自保手段。这些储备可防备资本流动突然停止或倒流可能引起的流动性短缺。这些储备也是对外汇市场实行干预而附带产生的结果。干预行动旨在避免与进口融资无关的资本流入引起的货币升值。积累外汇储备的另一个好处是，在遇到危机时无须寻求基金组织的援助，也可免受与基金组织的放贷相关的政策制约。

自新千年期开始以来，外汇储备总持有量明显增加，发展中国家在增加部分中占到多数。其中一些储备是由于经常账户盈余而产生的，而另一些储备则是从国际资本市场借入的。这些持有量有时被依据常规标准(如应对出口收入波动或短期(最长一年)外债展期所需的水平)评定为“过量”。不过，金融开放度、理想的汇率稳定以及国内银行系统的规模，是确定储备的恰当水平方面需要考虑的附加因素。大量储备的积累意味着将资源转移到储备货币国家，因为这些储备通常以这些国家的“安全”但收益较低的资产的形式持有。这是使国际货币体系变得极为不公平的因素之一。

这种既不适当也不公正的现象表明，全球需要更多元化、效率更高的外汇标价流动性的提供形式，在发生危机的情况下尤其如此。只有这样，才能减少乃至最终取代为防范目的而大量持有的外汇储备。从理论上说，新的多边安排是纠正该体系的缺陷和偏向的最佳途径。采取步骤，逐步建立更多元化的国际货币体系，将需要用一个多币种体系取代当前的美元本位，多币种体系由包括美元、欧元、人民币及可能有其他货币在内的各种国际货币构成。增加特别提款权的分配或许可提供一种替代安排。

上述两种办法中的任何一种办法都将有助于降低持有借入储备的成本，并减轻现有体系对储备货币国家的偏向。此外，以特别提款权为基础的体系将使国际官方流动性的提供与任何国家发行者脱钩。创建一个真正替代本国货币作为储备资产的产品，将会减轻大量外汇储备持有者对维持其储备的购买力的关切。另外，由于特别提款权以货币篮子为基础，突破美元标价资产的格局，实现多元化，所牵涉的汇率波动要比多币种体系小得多，从而可以把对全球金融稳定的威胁降到最低。这将会带来诸多好处，特别是以更有弹性的方式提供流动性和加强储备货币国家的纪律，这将防止这些国家滥用“过高的特权”，即发行储备货币以照顾狭隘的本国关切而牺牲更广泛的全球利益。

改革国际货币体系可能采取的步骤

有效的多边安排仍应作为任何全面改革议程的长期目标。但是，订立这些安排意味着要推行广泛的体制改革，从订立新的多边汇率管理规则相关协定，到成立全球中央银行，乃至建立新的全球货币。即便将议程目标放低，要让这些安排切实发挥作用，仍需要全面的宏观经济政策协调。此外，还需要增加基金组织的资源，对其治理状况进行改革，以更好地满足发展中国家的需求，并强化该组织调查具有系统重要性国家的行动的能力。但即使是这些变化似乎也因为若干经济和政治原因而近期无法实现。

这意味着国际货币体系虽然存在各种不足，但在可预见的未来仍会维持美元本位。因此，挑战在于如何改革一个依靠多国货币、广泛的浮动性和可观的国际私人资本流动的体系，以使该体系能够保障合理水平的全球宏观经济和金融稳定。这将需要减弱国际私人资本流动作为国际流动性来源的作用，并确保各项体制机制可以有效地提供充足的国际官方流动性，从而降低大规模积累外汇储备作为自我保险的需要，确保顺差国也分担调整的负担。

国际社会应对上述挑战的一种方法是，更广泛地使用中央银行外汇互换协议来应对紧急的流动性问题，并使美联储成为事实上的国际最后贷款人。这一做法依托三个前提：第一，中央银行能够迅速采取行动；第二，中央银行创造货币的能力实际上不受限制；第三，与所发行货币出现流动性短缺的央行订立的货币互换协议，不会造成任何汇率上的不良影响。发达国家中央银行提供的现行货币互换协议主要满足发达国家的需要，并有可能为政治权宜或偏向所驱动。近期，中国人民银行与诸多其他中央银行，主要是与发展中国家的中央银行订立了货币互换协议。

制订设计和实施各种改革提案方面的重重困难加深了一种看法，即认为以持有大量外汇的形式寻求自保，是发展中国家可以用来促进汇率稳定并确保以可预见和有序的方式提供应急资金的唯一工具。然而，维持现状会带来严重的风险，而如果外汇储备的积累是由国际信贷市场借贷或组合投资资本流入所造成，则风险尤甚。一种可能的解决办法是尝试并实现经常账户盈余。然而，并不是所有国家都能使用这一备选办法，而且如果这种办法要求货币贬值，就会出现触发货币战争或危及债务可持续性的严重风险。此外，因各国普遍尝试积累外汇储备而造成国际货币体系的紧缩性偏向加重，将会进一步遏制本就疲弱的全球需求和经济复苏。

对于发展中国家而言，积极借鉴一系列区域内和区域间倡议可能是首选，这些倡议旨在促进区域宏观经济和金融稳定，降低对积累外汇储备的需要，并加强应对国际收支危机的抵御力和相关能力。区域安排虽然具有一些体制上的缺陷，但最大的问题可能在于其规模有限，在其所有成员同时遭到外部冲击的情况下更是如此。区域间互换协议能够处理规模问题，将是一种尤其有用的办法。另一种可能的办法是成立一项共同基金，定期增加实缴资本，区域清算联盟或储备库可以使用这一基金，以自主借贷的方式提高流动性供应能力。如遇强度不同或滞后时间各异的外部冲击，这种方法甚至可以有效地预防区域内蔓延。此外，在一个多元化的国际社会中，健全的区域倡议可与全球、其他区域和国家机构相结合，建立一个比完全基于国际金融机构的安排更加完善的治理体系。这种各级倡议相结合的做法至少在部分程度上可以替代储备积累，还可能有助于处理国际货币体系的紧缩性偏向问题，从而为今后推行更全面的改革创造有利条件。

国际金融监管：进行中的工作

危机证明，实体经济与金融经济之间愈发脱节，投机资本完胜企业资本，而家庭储蓄不再受到保护。银行自然而然成为关注的焦点，银行业务的国际性使它们在危机前显得规模太大不会倒，在危机发生之后又似乎规模太大救不了。需要对具系统重要性的金融机构进行更加有力的监督，同时对资本账户进行更大程度的管理。迄今为止，基金组织不愿意承担这一任务，但现已接受在其工作中对有害溢出效应进行监测。

在金融稳定委员会的指导下，国际改革议程已经采取了若干监管和监督举措，包括经修订的《巴塞尔协议三》和针对“全球具系统重要性银行”的具体规定。这些改革虽然被描述为向前迈出的一大步，但很难显著增强银行的抵御力。虽然相比《巴塞尔协议二》，《巴塞尔协议三》要求银行保持更高的资本充足率，但其风险权重的计算方法使银行得以保持非常高的杠杆率，同时不鼓励银行向中小企业以及新办企业和创新者贷款。或许更令人遗憾的是，审慎监管在计算银行风险加权资产从而确定银行应对意外损失所需的资本水平时，仍然允许使用银行自我评估或信用评级机构评估的结果。

自愿采用巴塞尔规则的发展中国家尤为关切的是，巴塞尔信贷风险测量准则可能会提高向中小企业和长期项目投资提供资金的资本要求。此外，发展中国家的政策制订者应当铭记，巴塞尔框架的构想初衷并不是为了满足发展中国家的特殊需求，而是旨在统一各国监管规定，避免规模大、业务复杂、在国际上活跃的各金融机构的东道国之间出现监管套利。

在国际层面推行这些监管改革的同时，若干发达国家也起草了新的国内法律以应对自身金融体系的系统性风险。其中影响最深远的条款包括：将商业活动“圈定保护”或与投资活动分开，以便隔离储户的资产，进而保护其不会因有风险的银行活动而受损，并在资不抵债时降低发生银行挤兑的可能性。然而，这些举措虽然着眼于银行业系统的关键弱点，但受到了银行业游说的强大阻力，后者试图推迟这些举措的执行并降低执行力度(且已取得一定程度的成功)。

未决问题：影子银行和信用评级机构

重点关注传统银行业，意味着对正在扩张的影子银行部门的固有风险关注不足，影子银行的扩张活动是在数十年来金融体系自由化和放松管制期间出现的。创新形式的市场供贷中介以及新一代资产管理者(例如对冲基金)和证券经纪商(通常隶属于金融集团)已经将金融系统内部的杠杆水平提升到新的高度，在金融稳定方面造成了危险的后果。创造出来并投入交易的金融产品的质量也是令人关切的问题之一。测量危害性虽然困难，但显然是必要的，而信用评级机构已经证明自己无法胜任这一工作。另一关切问题是，影子银行在资产价格坚挺时推动加杠杆，而在市场失去信心时引发快速和深度的去杠杆，可能因此放大金融周期。

虽然发生了危机，但影子银行这种活动的规模仍然很大，并且仍在不断增长，在若干发展中国家也是如此。在这些国家，影子银行通常不涉及较长、复杂、不透明的中介链，但仍然可能构成系统性风险：既可能随着影子银行在整体金融系统中重要性的提高直接构成风险，也可能通过与受监管银行业系统的相互联系间接构成风险。实际上，注重对受监管金融部门进行改革，甚至可能引发银行业活动向影子银行系统转移。

在一个债务激增的世界里，信用评级机构在金融系统治理方面发挥着核心作用。掌控这一业务的公司屈指可数(“三巨头”)，它们都拥有不良记录。曾有人指控它们存在利益冲突，以及(往往为了自己付费客户的利益)对某些金融工具评价过高，包括对风险极高的住房抵押贷款证券评价过高，从而欺诈投资者。它们还极大地影响投资者对主权债务发行方信誉的认识。2008年危机表

明，评级的依据往往是预先设定的观点，而非宏观经济基本面，另外，一些国家政府因为评级降低而遭受了借贷成本的不当上升，从而对发展战略产生有害影响。如今，广泛使用信用评级机构的评级已被视为对金融稳定的威胁和系统性风险的来源。实际上，在金融稳定委员会的指导下，正在要求各国降低对信用评级机构的机械依赖。然而，信用评级机构的评价仍然对资本分配以及借方获取融资必须支付的利率有很大影响。它们的评级被银行广为用于审慎监管，《巴塞尔协议二》和《巴塞尔协议三》框架都允许银行根据信用评级机构的评估确定资本要求的风险权重。信用评级还被用于中央银行开展公开市场业务，并对投资基金的战略提供指导方针。

在许多发展中国家，外资银行的商业业务不断增长，国际层面处理金融不稳定问题的挑战也会对它们造成影响。这些外资银行可能对东道国具有系统重要性，即便它们的活动可能仅占其全球业务的一小部分。这对东道国的监管方提出了监管挑战，母国和东道国之间在跨国银行活动的监督方面缺乏协调时尤其如此。另外，虽然这些银行可以有助于东道国获得境外资本，但出于同样原因，它们也利于催生资本流量波动，并形成不同类型的脆弱性，包括资产泡沫。这要求制订具体的监管应对举措。

拟订更大胆的议程

危机后监管改革更像是在维持金融体系而非使金融体系转型。如果想要降低金融的脆弱性，让其更好地服务于实体经济和社会的需求，就需要有目标更加远大的改革议程。当前通过提高资本和流动性要求加强审慎监管的努力是不够的；还必须推行既注重金融稳定也注重发展和社会目标的结构改革。

这种改革应包括例如在国际层面对需要与零售和投资银行业严格分离的金融活动进行圈定保护，以及监管当前由影子银行系统从事的各项活动。然而，仅有圈定保护无法确保金融系统会分配足够的资源用于实现广泛的发展目标。发展融资所涉及的风险超过了商业银行的接受限度，因此，国家应采取各种措施，帮助塑造一个在机构和职能方面都更加多样化的体系。

对一个健全的金融部门而言，信用评级仍然具有最为重要的相关性。但是，现有机构显示存在不良记录，特别是在预测严重危机方面。人们已经普遍认识到，该部门的业务集中在三家最大的国际信用评级机构，已经创造出一个非竞争性环境，需要进行实质性改变，以遏制利益冲突，例如将商业模式从“发行者付费”改为“用户付费”。但是，这一新模式仍然需要公共部门的某种介入，以避免出现搭便车问题。更加激进的措施包括：完全放弃将评级用于监管目的，或者使信用评级机构转型成为公共机构，因为它们提供的是公益服务。另外，银行可以向某个公共实体支付费用，由公共实体将各证券的评级任务分配给各评级机构。或者，银行亦可重新承担向来由其承担的一项最重要的任务，即评估其潜在借方的信用和借方打算融资的项目的经济可行性。

监管不应再从狭隘的审慎观点出发，仅因长期投资或创新及中小企业似乎面临更大风险而设法阻止为其提供资金。实际上，在有效监管下，这种贷款将会刺激增长，并切实提高银行资产的总体质量。

反复出现的外债危机问题

近几个月来，从阿克拉到基辅，从雅典到圣胡安，外债困难成为金融类头条新闻。外债本身并不是一个问题；事实上，债务工具是任何融资战略的一个重要要素，而且，只要用于扩大生产能力，就会有助于提高用来偿还债务所需的收入和出口所得。然而，如果外债主要是由私人资本流入大幅冲高造成的，而这些流入资本与实体经济的贸易和投资融资基本无关，就可能导致资产泡沫、币值高估、进口过剩和宏观经济不稳定。在这种情况下，对债务人的索偿可很快超过它创造偿债所需资源的能力。

过去十年左右，大多数发展中国家由于经济增长强劲，加上有利的利率环境和国际债务减免，外债头寸有所改善。外债存量占国民总收入的比例从1990年代的峰值水平显著下降，在大多数区域降至30%以下。同样，2013年外债的利息付款为出口的1%至6%之间，而1980年代和1990年代这一比例(平均)为15%。外债的成分也有所变化，从银团贷款为主向债券融资转变，近期一些国家首次进入了国际债券市场，尤其是撒哈拉以南非洲国家。与此同时，越来越多的新兴发展中国家能够吸引外国投资者购买以当地货币计值的债务。

然而，将这些趋势视为未来经济强健的保障还为时过早。2011年以来，全球债务水平再次上升，推动上升的是一些发达国家的公共部门借款、低收入发展中国家的公共部门借款量激增，以及一些新兴发展中经济体以私营部门为主的借款。外国资产管理者可能出于与基本面几乎无关的理由，迅速清仓某国国内债务的全部头寸并退出市场，对该国的国内利率和汇率造成严重影响。因此，若干发展中经济体和转型经济体今后几年在偿债方面可能遭遇越来越大的困难，因为美国历史性的低利率很可能在今后几年逐步上升，而向发达国家出口的机会仍然低迷且初级商品价格正在停滞或继续回落。外部私人债务快速增长，有可能重演1980年代拉丁美洲危机和1990年代亚洲危机的局面，让私人负债最终出现在公共部门的资产负债表上。虽然这些国家外汇收入水平相对高得多，可能推迟危机的到来，并在危机发生时缓和冲击，但当前高企的债务水平仍然是一大薄弱之处，若向国外借贷的可能性突然中断，就会受到极大的影响。

实际上，严重的债务问题很可能表明，贷方和借方都有不负责任的行为。然而，随着金融快速自由化和金融开放的到来，在发展中国家中造成严重还款困难的关键因素是发达国家的经济状况和风险认知不断改变。过去数十年的经验显示，资本流动可能突然逆转，有时是传染效应的结果，并触发外债危机。随后可能很快发生货币急剧贬值、银行业困境、企业破产和就业岗位损失，促使公共部门采取干预措施遏制危机，例如财政救济、紧急筹资和反周期措施。按照这一发展顺序，外债危机往往转变为公共财政危机。

私人债务违约只要不影响广义的经济，管理违约就只是涉及在发行债务时的管辖区适用商业法。然而，主权外债会带来一系列不同的挑战。其中最重要的当然是主权债务的宏观经济管理对全部人口具有深远的社会、经济和政治影响，特别是通过提供公益品而产生这些影响。此外，相比私人债务人，国家的脆弱性既有更大的一面，也有更小的一面。一方面，难以偿债的国家与私人债务人不同，无法寻求破产法的保护来进行重组或延迟付款。另一方面，债权人也无法轻易地

没收非商业性公共资产来抵偿违约的主权债务。因此，历史上都是通过主权债务人与其债权人之间直接谈判来处理主权债务问题。

当前主权债务重组系统高度碎片化，基于一系列临时性安排。这一系统产生了众多低效问题。首先，处理主权外债问题时往往行动太迟、做得太少。债务国政府由于担心引发资本外流、财政困难和经济危机而不愿承认偿债能力问题，而推迟明确承认偿债能力危机的存在也明显符合私人债权人的利益，因为承认可能造成估值折扣。这种推迟经常得到官方债权人的认同，官方债权人会为了弥补推测存在的流动性短缺而提供紧急支助。这些支助经常用于偿还私人债权人，而不是用于支持经济复苏。第二，当前的系统对贷款设定了条件，要求债务人经济体采取具有很强衰退偏向的紧缩政策和结构改革，从而让债务人经济体承担大部分调整负担。最后，随着对债权人权利的广为提倡和外债市场上债券融资的迅速崛起，主权债务重组已变得极为复杂。往往有利益各异、涉及多个司法管辖区的数千家债券持有人参与其中，除此之外，还便利了由非合作债券持有人——包括所谓的秃鹫基金——经营的高度投机性基金的出现。这些基金以很大的折扣购买违约主权债券，唯一目的是起诉有关政府，要求偿付面值加利息、欠款和诉讼费，获利可高达2,000%。

主权债务重组的替代方法

人们越来越认识到，亟需一种更高效、更公平的主权债务重组方法。目前正在讨论三种相互支持的方法。第一种力求加强现有的基于市场的债务重组方法，厘清并调整其法律基础。其中包括，例如，完善债券合同中所谓的集体行动条款。这些完善的条款使(绝)大多数债券持有人得以投票支持债务重组，进而使债务重组对所有债券持有人都具有法律约束力。其他例子包括，厘清债务合约中的同权(平等对待所有债券持有人)条款，以及或有支付条款。后者规定，主权债权人的未来付款应取决于明显可见的经济状况，例如通过使用国内生产总值指数债券或者或有可转换债券(所谓的CoCos)。这一方法的主要优势是，债务重组依然是自愿且双方同意的。但该方法没有处理未偿债务合同可能出现的问题，往往局限于特定的债务类型(例如集体行动条款仅适用于债券债务)，并且对于预防债务危机以及解决主权债务以快速重振宏观经济并恢复增长没有多少帮助。

第二种方法注重国际公法所载的软法原则。其目的在于形成一种国际上可接受的主权债务重组解决方案，相比基于市场的合同方法，其协调程度更高，集中程度也可能更高。这种一般性法律原则通常会反映受大多数国内法律系统承认并应当在现行国际法背景下适用的不成文行为规则或惯例。目前正在讨论的核心原则包括主权、合法性、不偏倚性、透明、诚意和可持续性。

可以通过各种方式推行基于原则的方法。一种办法注重在已经成立的论坛上或通过新的独立机构，以国际层面商定的一般性准则为基础将这些原则制度化并予以实施。另一种可兼容的办法是借助国内立法，例如2010年《联合王国(发展中国家)债务减免法》或比利时近期“关于打击秃鹫基金活动的”法律。这些原则在很大程度上借助于现有的谈判和重组机制并灵活地加以使用，其核心局限是这些原则不具有约束性，而且也不保证有足够多的当事方愿意遵守这些原则。

这一问题只能通过一种成熟的多边和法定方法解决。第三种处理主权债务重组的方法的核心特征是，债务重组案中的法律决策将依照事先商定的作为国际债务解决机制的一部分的一套国际法律进行。任何主权债务重组机制或法庭的核心目的是提供透明、可预测、公平和有效的债务解决办法，其决定对所有各方都具有约束力并且普遍可以执行。

多边债务解决机制和程序的倡导者经常提请人们注意：一方面是强有力的国家破产法，它是健全的市场经济的组成部分；一方面是在处理主权债务重组问题上缺乏对应的法律，这两者很不对称。债务解决安排应达到两个核心目标。第一，这些安排应有助于防止面临偿还外债困难的国家出现金融崩溃。这种崩溃经常导致市场信心丧失、货币崩盘和利率急剧上升，所有这些都对公共和私人资产负债表造成严重损害，并导致产出和就业方面的很大损失以及贫困现象骤增。第二，这些安排应提供机制，便利对不再能够按照原合同偿付的债务进行公平重组。实现这些目标意味着采用以下几个简单的步骤：临时冻结所有到期应付款项，不论是公共债务还是私人债务；自动延缓债权人诉讼；实行临时汇率和资本控制；向重要经常账户交易提供债务人持有资产融资和临时融资；以及最终进行债务重组和减免。

这种债务重组的法定解决办法在确立过程中遭遇了相当大的阻力。但它的核心优势恰恰在于，如果成功得到确立，就会催生一套法规和惯例，其中除了特定利益之外，还体现长期目标和原则。在全部三个方面积蓄动力，似乎是在有效债务重组方面铸就共识的建设性方法。

重申增加官方发展援助的理由

当前国际金融体系的一种局限性是相对无力向发展和长期投资提供理想水平的国际资金。国内(私人和公共)资源仍将是大多数发展中国家长期投资的最重要来源，历年的《贸易和发展报告》广泛讨论了这一点。然而，在关键领域国内资金有限或完全缺失时，国际融资，特别是长期性融资可以发挥重要作用。一项基本挑战是，国际公共融资可能受到政治盘算的不当影响，而国际私人金融市场往往也对发展中国家的重点项目投资不足，因为这些项目经常有很长的酝酿期、相互关联的各笔投资之间有较强的外部影响和互补影响，且最终结果不确定，还有一个原因是国际私人金融市场不了解中小企业或新办企业的特殊需求。

由此导致的私人投资回报率与社会投资回报率脱节，是各级发展的长期政策挑战，因此有必要让国家更多地介入，以提供恰当的融资种类，特别是用于发展目的。大多数成功推动大额投资的举措都设法以这种或那种方式有效地混合了公共举措和私人举措，因此，就其最基本的意义而言，所有发展融资实际上都是混合型融资。重要的问题是：混合工作由谁实施、如何实施、为何实施？

官方发展援助在资源调集方面仍然发挥着至关重要的作用，对于更贫穷、更脆弱的发展中国家而言尤其如此，其中包括提供预算支助。这种融资形式往往比其他形式的外部资本更加稳定，虽然经验性证据仍无法作出定论，但享有大规模官方发展援助的成功项目说明，官方发展援助对增长和发展具有催化作用。然而，官方发展援助的趋势并不令人鼓舞：尽管过去10年里援助量有所增加，

就绝对值而言也达到了创纪录的水平，但2014年占捐助方国民总收入的比例只有0.29%，远远低于占国民总收入的0.7%这一理想和承诺水平，甚至低于1990年代初的水平。此外，部分由于实现千年发展目标的努力，官方发展援助越来越注重社会部门，只有少部分(不足总量的40%)被用于经济基础设施发展、生产部门和相关服务，且这一比重还在减少。

发展中国家之间正在加强合作。2011年，南南发展援助增至约占发展合作总额的10%或更高(取决于使用哪种测量方法)。与传统的北南流动相比，这些流动通常更加注重基础设施发展和经济活动，但有条件援助和双边援助占比更高。

然而，总体而言，当前官方流动的规模仍然远远低于需要的规模，且即便捐助国实现官方发展援助占国民总收入的0.7%这一理应达到的目标，仍然不足以填补基础设施和其他融资方面的缺口。涉及减缓和适应气候变化的全球公益融资需求使这些挑战变得愈加复杂。例如，2010至2012年间，为此目的调集了350亿美元，远低于《哥本哈根协议》下承诺的到2020年每年筹集1,000亿美元的目标。此外，这些资源中大部分也已计为官方发展援助，意味着这些资金并非明确由“额外”融资组成。

在此背景下，人们在讨论中谈到“混合融资”这一概念，认为是一种利用发展援助作为杠杆筹集私人资本的方法。然而，讨论似乎忽视了混合融资的长久历史，因而对“由谁实施、如何实施、为何实施？”这些问题避而不谈。国际社会需要进一步探索这些流程在实践中运作的方式，同时考虑到可能的隐患和优势。官方发展援助已经是各种赠款和(补助)贷款的混合形式，近年来愈发向后者转变。经合组织报告称，以贷款形式提供的“援助”量已从2006年的90亿美元翻了一番，增至2013年的180亿美元。眼下关注的问题是，这种援助不应导致风险从私营部门向公共部门转移。

公私伙伴关系

近期，随着金融化程度提高，以公共资源为杠杆进行长期融资这一理念尤其与公私伙伴关系相关。

近几十年来，发展中国家利用公私伙伴关系的情况急剧增多，并且在2015年后背景下大力推行，希望对私营部门的利用有助于将上百万美元的资金倍增至几十亿乃至几万亿美元。然而，公私伙伴关系虽然在一些国家和活动中取得了一定的成功，但最有需要的领域和服务往往被忽视，例如最不发达国家或水服务领域。此外，公私伙伴关系虽然数量上有所增长，但许多情况下的历史经验显示，这些伙伴关系无法成功创造实体经济意义上的“额外”融资；实际上，使用公私伙伴关系往往只是一种将项目债务不计入政府预算的会计手段。即便是在拥有长期公私伙伴关系历史的国家或地区，资金的最大份额也常常是政府提供的。政府通过使用公私伙伴关系而承担的义务和负债的规模往往远大于预期，因此在评估对政府造成的长期财政成本时需要特别慎重。

在国际投资者作为合作伙伴参与公私伙伴关系的情况下，政府的或有负债可能与汇率波动或宏观经济震荡有关；对消费者需求的预期过于乐观，或运行成本高于预期而危及项目存续，也可产生其他负债。即便项目按计划进行，整个项目周期的财政压力，而非仅仅是建设阶段的财政压力，也已导致一些政府重新审视所有公私伙伴关系并颁布新的准则。一些政府坚持采用权责发生制会计，明确计入全部或有负债和未来负债，而不是只计入建设阶段的短期敞口。在其他一些情况下，公私伙伴关系未取得令人满意的成果，导致一些计划在早期即被放弃，并且未得到重新启动。35个国家的180多个城市和社区已经收回了对其供水服务的控制权，例如，甚至一些以基于公私伙伴关系的供水项目而国际闻名的城市也收回了该控制权。

新旧混合：主权财富基金和开发银行

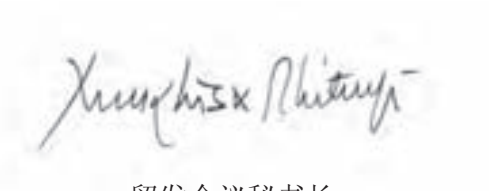
获得长期投资来源的一项主要挑战是，有些生产活动具有盈利潜力，但由于市场失灵，私人投资者不愿对其投资。这种典型的市场失灵可以通过专门的公共金融机构来处理。

主权财富基金就是这样一个机构。这些具有特殊功能的公司由国家或区域主管机关拥有，它们将大量外国资产用于投资而不是作为国际储备持有。主权财富基金正在得到越来越多的关注，不仅因为其联合资产规模庞大(目前估计约为7万亿美元)，还因为这些资产中有近6万亿美元是40多个发展中经济体和转型经济体所拥有。基金的持有权高度集中，仅仅7个国家就持有发展中国家基金总额的近90%，然而，甚至在其余国家，虽然持有的资产价值相对较小，但其金额仍然大到足以对发展产生影响。不过，目前只有在相对罕见的情况下，主权财富基金会才被直接用于向以发展为导向的活动投资；大部分主权债务基金作出的组合投资决定都与传统私人投资者相同。

开发银行的情况并非如此，开发银行被专门用于对私人资本流动和市场的短期性质进行补充。它们的明确任务是支助以发展为导向的项目，并且可以从国际市场寻求低成本的长期资本，作为其供资基础。这类银行可以向低收入国家提供贴息贷款，用于发展类项目；其优惠性贷款约占总贷款组合的30%。它们还发挥着重要的反周期作用，在经济下行或危机期间提供项目融资，填补私人贷方撤资留下的缺口。

然而，传统多边和区域开发银行虽然发挥了重要作用，但由于贷款能力小，在没有进一步资本注入的情况下对至关重要的发展融资需求只能作出有限的贡献。南南合作正在通过发展中世界兴起的次区域开发银行帮助填补这一空白。这些次区域开发银行可以发挥重要作用：例如在拉丁美洲，2014年安第斯开发公司批准的贷款达到120亿美元，与美洲开发银行的贷款总额大致相同。一些新成立的发展中国家区域银行计划将业务远远扩展到本区域之外，例如2014年新成立的亚洲基础设施投资银行，其创始成员包括亚洲之外的发展中国家和发达国家。同样，一些国家银行也表示了在区域或国际层面进行投资的意愿，将提供外部融资作为其业务的一部分。2014年，中国国家开发银行、中国进出口银行以及巴西国家经济和社会发展银行(经社发展银行)发放的贷款额共计17,620亿美元，是世界银行3,280亿美元未偿贷款总额的5倍多。因此，开发银行的格局正在发生巨大变化，这既是为了应对新的投资需求，也反映了更广泛的南南合作和全球合作的趋势。

总而言之，国际和国内层面都依然迫切需要政府对长期发展融资提供支持。这一需求尚未得到满足，即便是创新型融资机制的出现以及官方发展援助都尚未满足这一需求。在某种程度上，这与一些需要融资的活动的内在特征有关：基础设施发展总是会涉及庞大、长期和批量的融资需求；中小企业和新办企业将始终比许多其他借方风险更大；市场永远不会为在盈利机制中无法反映的积极的社会外部因素提供资金。然而，这也反映了全球经济的现状，即令人啼笑皆非的是，私人投资者似乎宁可接受政府债券的极低回报率，也不愿意承担投资私人生产性企业的风险。



贸发会议秘书长
穆希萨·基图伊

第一章

当前世界经济的趋势和挑战

A. 世界经济的近期趋势

1. 全球增长

继2008至2009年金融危机和2010年出现回弹之后，全球经济一直以年均2.5%的速度增长。预计2015年的增长将大致维持在同一水平(表1.1)。这是发达经济体的增长出现小幅加速、发展中经济体增长温和减速以及转型经济体国内生产总值收缩的结果。因此，全球产出增长率仍然显著低于危机前几年公布的4%的增长率。

2015年，预计发达国家的增长率约为1.9%，而2014年的增长率为1.6%。尤其是欧元区和日本，虽然2014年的增长率起点很低，但正在缓慢加速。发展中国家整体上将继续以超过4%的增长速度扩张，这主要是由于亚洲区域多数国家的增长回弹。然而，其他区域正在出现显著放缓，原因在于初级商品价格下降和资本外流，已促使一些国家收紧宏观经济政策。拉丁美洲、转型经济体和西亚受这些事态发展的影响最大，而非洲次区域的情况则喜忧参半。

发达国家近期的经济活动改善反映了国内需求回升，这是由于家庭消费增加和财政姿态较不严厉。家庭消费增加在很大程度上是因为能源价格下降以及一些劳动力市场出现改善，再加上德国、日本、联合王国和美国等国家失业率降低。货币政策仍然具有扩张性，所有发达区域的利率都非常低，欧元区和日本仍在实施“量化宽松”方案。

在欧洲，欧洲中央银行(欧洲央行)的量化宽松方案帮助进一步减少了主权债务的收益率，但迄今为止，对流入私营部门的信贷资金几乎没有影响。不过，最近几个月以来，家庭去杠杆化已经放缓，财政紧缩得到缓解或者略有逆转，实际工资由于初级商品价格降低而有所提高。但是，脆弱性仍然存在：在许多国家，就业率上升并没有伴随就业质量的提高，一些银行显示出疲软迹

表 1.1

世界产出增长，2007-2015年

(年度百分比变化)

区域/国家	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015[a]
世界	**4.0**	**1.5**	**-2.1**	**4.1**	**2.8**	**2.2**	**2.4**	**2.5**	**2.5**
发达国家	**2.5**	**0.1**	**-3.7**	**2.6**	**1.5**	**1.1**	**1.3**	**1.6**	**1.9**
其中：									
日本	2.2	-1.0	-5.5	4.7	-0.5	1.7	1.6	-0.1	0.9
美国	1.8	-0.3	-2.8	2.5	1.6	2.3	2.2	2.4	2.3
欧洲联盟(欧盟-28国)	3.0	0.5	-4.4	2.1	1.8	-0.5	0.1	1.3	1.7
其中：									
欧元区[b]	3.0	0.5	-4.5	2.0	1.8	-0.8	-0.4	0.8	1.5
法国	2.4	0.2	-2.9	2.0	2.1	0.2	0.7	0.2	1.2
德国	3.3	1.1	-5.6	4.1	3.6	0.4	0.1	1.6	1.5
意大利	1.5	-1.0	-5.5	1.7	0.6	-2.8	-1.7	-0.4	0.7
联合王国	2.6	-0.3	-4.3	1.9	1.6	0.7	1.7	3.0	2.3
2004年后新加入的欧盟成员国	6.2	3.5	-3.5	2.0	3.1	0.6	1.2	2.6	3.0
东南欧和独联体	**8.7**	**5.4**	**-6.6**	**4.7**	**4.6**	**3.3**	**2.0**	**0.9**	**-2.6**
东南欧[c]	6.2	5.8	-1.8	1.5	1.7	-0.6	2.4	0.7	1.5
独联体，含格鲁吉亚	8.9	5.3	-6.8	4.9	4.7	3.5	2.0	0.9	-2.8
其中：									
俄罗斯联邦	8.5	5.2	-7.8	4.5	4.3	3.4	1.3	0.6	-3.5
发展中国家	**8.0**	**5.3**	**2.6**	**7.8**	**5.8**	**4.7**	**4.8**	**4.5**	**4.1**
非洲	6.1	5.5	3.0	5.1	0.9	5.1	3.8	3.4	3.2
北非，不包括苏丹	4.8	6.2	2.9	4.1	-6.8	8.9	1.0	1.3	2.0
撒哈拉以南非洲，不包括南非	7.4	6.1	5.3	6.7	4.6	4.3	6.0	5.4	4.3
南非	5.4	3.2	-1.5	3.0	3.2	2.2	2.2	1.5	1.9
拉丁美洲及加勒比	5.6	3.6	-1.6	5.8	4.7	3.2	2.8	1.4	0.8
加勒比	7.1	2.5	-1.0	2.7	1.9	2.0	2.7	3.0	3.3
中美洲，不包括墨西哥	7.0	3.9	-0.3	3.7	5.2	5.0	4.3	4.2	3.7
墨西哥	3.2	1.4	-4.7	5.2	3.9	4.0	1.4	2.1	2.1
南美洲	6.6	4.8	-0.2	6.5	5.2	2.8	3.3	0.8	-0.2
其中：									
巴西	6.0	5.0	-0.2	7.6	3.9	1.8	2.7	0.1	-1.5
亚洲	9.2	5.9	4.1	8.8	6.9	5.1	5.6	5.6	5.2
东亚	11.1	7.0	6.0	9.5	7.6	6.0	6.3	6.3	5.7
其中：									
中国	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.4	6.9
南亚	9.1	5.1	4.8	9.0	5.5	3.0	5.2	6.2	6.7
其中：									
印度	10.1	6.2	5.0	11.0	6.2	4.4	6.4	7.1	7.5
东南亚	6.7	4.2	1.6	8.1	4.7	5.8	4.9	4.3	3.9
西亚	5.5	4.6	-1.0	6.7	7.5	4.0	4.1	3.3	2.5
大洋洲	4.1	2.1	1.0	3.5	4.4	3.2	2.8	3.3	5.3

资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是联合国经济和社会事务部(联合国/经社部)，《国民账户主要总表》数据库和《世界经济形势与展望：2015年年中更新版》；拉加经委会，2015年；经济合作与发展组织(经合组织)，2015年；国际货币基金组织(基金组织)，《世界经济展望》，2015年4月；《经济学家》资料处，《经济学家资料库国别数据》数据库；摩根大通《全球数据观察》；以及国家资料来源。

注： 国家合计数据的计算结果依据的是按2005年不变美元计算的国内生产总值。

a 预测值。

b 不包括立陶宛。

c 阿尔巴尼亚、波斯尼亚和黑塞哥维那、黑山、塞尔维亚以及前南斯拉夫的马其顿共和国。

象，由于对希腊债务的持久性不确定，下行风险也在增加。后者是对最近开始从危机深渊中恢复过来的葡萄牙、西班牙和其他欧洲国家主权债务收益率的最直接威胁(见专栏1.1)。

日本继2014年经济衰退之后，借助于消费和投资支出，经济活动开始改善。能源价格下降将对贸易平衡和消费支出产生积极的影响，2015年前几个月对美国的出口增加也同样带来积极影响。预计美国将继续保持危机后增长轨迹，增长率为2%至2.5%，虽然增长率低于先前的复苏时期，但是能够稳定创造就业机会。联邦和各州正在放松财政紧缩，住宅投资正在从低位复苏。但是，由于缺乏名义工资增长的证据，值得关切的是，家庭资产负债表将仍然处于脆弱状态。即便预期的政策利率逐步增加并不意味着货币条件明显收紧，但已经给国际资本流动带来影响，并导致美元升值。这反过来可能导致净出口对国内生产总值增长产生负面影响。

由于贸易条件恶化和采掘业投资减少，澳大利亚以及特别是加拿大的增长逐渐放缓。加拿大的财政紧缩政策还影响到本国的经济活动，但它对美国的出口增长可能会减弱这种负面影响。

自危机发生以来，发展中经济体的经济趋势遵循不同的模式。为了应对2008至2009年的初始冲击，许多发展中经济体实施了大胆的反周期政策，包括增加财政开支和提高收入的政策措施，这些措施维持了很长时间，目的是鼓励家庭开支持续上升，引申而言，鼓励私人投资持续增加。其中一些国家目前正在减少甚至扭转政策刺激措施，因为它们面临着资本外流或出口价格降低问题。相形之下，由于近期贸易条件的改善，石油进口国则有较大的回旋余地。

转型经济体是受初级商品价格下降和资本外流影响最大的区域之一，2015年，预计其国内生产总值将会下降。在俄罗斯联邦和乌克兰，政治冲突加剧了国际收支问题。货币极速贬值和通货膨胀抑制了国内需求，加深了经济衰退。这又反过来影响到邻国，对这些国家而言，俄罗斯联邦既是重要市场又是汇款来源。

拉丁美洲和加勒比于2011年开始出现的经济减速预计会继续下去，估计2015年的增长率不足1%。特别是南美洲和墨西哥从2014年下半年开始，贸易遭受损失，证券投资出现倒流。出口价格下降影响了税收收入并导致一些投资项目瘫痪，特别是一些与石油开采和采矿相关的项目，还导致固定资本积累总额下降。尽管经济增长放缓，但各国政府已普遍寻求维持实际工资和控制失业率。因此，私人消费仍然是该区域的主要增长动力，但2014年和2015年初的扩张动力明显减弱(拉加经委会，2015年)。进一步收紧的外部环境以及在一些情况下无力维持反周期政策和信贷扩张，导致2015年前几个月扶持政策减少，巴西甚至实施了紧缩措施。相反，大多数中美洲和加勒比国家得益于油价下跌，而且受投机资本外流的影响较小。其制造业与美国市场联系紧密，加上海外汇款增加，应当有助于这些次区域实现显著增长，其增长速度可能远远高于区域平均水平。

非洲区域的情况也各不相同。过去10年里，撒哈拉以南非洲国家的增长主要受私人消费和基础设施支出增加所驱动，在许多国家与初级商品生产有关联，主要对建筑业和服务业产生积极影响。然而，最近，安哥拉和尼日利亚等一些大型石油出口国宣布削减公共开支，特别是资本投资和补贴。尼日利亚奈拉一直遭受投机性攻击，导致其收紧货币和财政政策，这将给增长前景带来

专栏1.1

欧元区危机，似曾相识的案例

就危机起源和政策响应而言，欧元区危机与发展中国家先前经历的国际收支危机类似；但也揭示了欧元区在规则、体制和调整机制设计方面存在的一些特定的、在一定程度上独特的问题。

欧元区危机的起源并非体现在财政管理不善，而是在于外国资本过多地流入所谓的欧元区外围国家所造成的宏观经济不平衡，《2011年贸发报告》强调了这一点。实质上，在2008年全球金融危机的前几年，欧元区核心区日益增长的盈余通过银行系统向外围区循环(部分原因是，实行共同货币之后，对核心区和外围区交易商品相对价格的影响不平衡)，使得大量资金涌入外围区私营部门消费和住房投资领域，其利率创历史最低水平，而代价是金融脆弱性日益严重。然而，双方都没有采取任何重要政策应对举措来阻止不平衡加剧。2010年后欧元区经济放缓持续存在，资本外逃迫使逆差国削减国内开支，使之与国内收入保持一致，从而导致重大衰退性调整，并最终导致公共部门债务增加。

应对国际收支危机的传统举措是使货币贬值。但是，在欧元区内，名义货币贬值不是一个选项。因此，逆差国发布政策，寻求通过压缩工资和削减政府开支来实现国内贬值，无需顺差国方面做出任何调整，例如加快工资增长和采取更具扩张性的财政姿态。然而，采取这种方法来实现实质性贬值，很可能涉及高昂的经济和社会成本，即便可行，也需要相当长的时间，在与贸易伙伴存在生产力差距且通货膨胀率很低时更是如此。另外，通货紧缩政策抑制国内消费和投资，增加失业率和债务负担。此外，价格下降和国内活动减少会造成税收减少，迫使政府为在短期内偿还债务而寻求外部资源的流动性。

由于缺乏提供财政援助的体制安排，欧元区于2010年设计了一系列双边贷款，再加上基金组织向希腊提供了援助，使该国能够处理其偿还债务问题。这就使得最初的私人债权人避免遭受重大损失，尽管他们有不负责任的贷款行为。但是，须等到主要贷款人(或债券持有人)将大量不良资产从资产负债表中移除之后，才能对债权人实施救助。超国家机构(如，欧洲央行于2010年制订的证券市场计划，欧元区国家对希腊的协调贷款以及欧元区对葡萄牙和爱尔兰的救助计划)或所涉国家的其他金融机构(如，意大利银行和西班牙银行，它们增加了所持有的政府债务)购买了这些资产。为使一些国内银行能够调整资本结构，西班牙和葡萄牙政府还向一些欧洲基金借款，以弥补泡沫催生贷款所造成的损失。

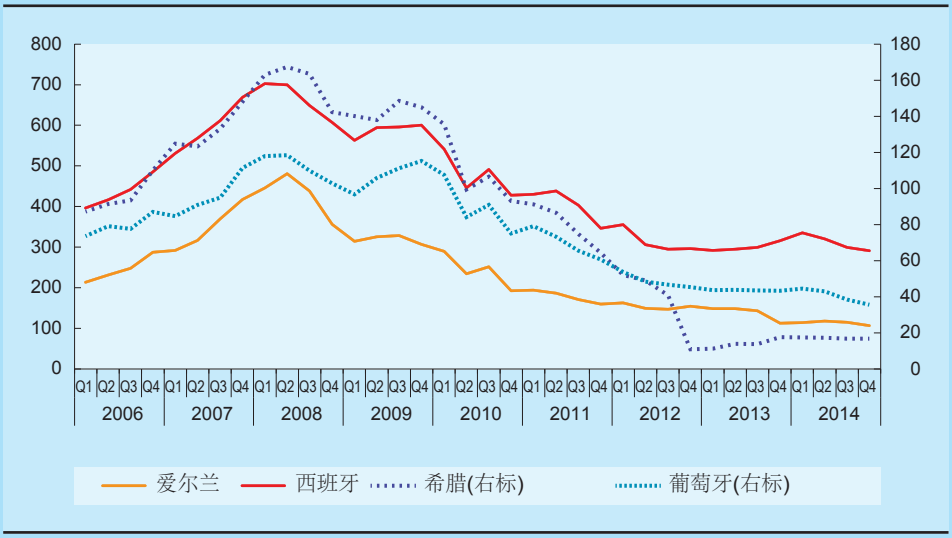
自2009年年底以来，随着“核心”欧元区银行寻求在不招致重大损失的情况下降低风险，对欧元区外围国家(希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙)的贷款突然出现逆转(见图)。希腊于2012年3月实施了第一次外债重组，并于同年12月推出了自愿债务回购。

最终，欧元区设立了一些基金——欧洲金融稳定基金于2010年6月率先成立，后于2012年并入欧洲稳定机制——目的不仅是向希腊，还向爱尔兰和葡萄牙提供金融援助。然而，这种援助经常附带不切实际的增长预期并伴随过度的政策限制，在基金组织参与的一些情况下也是如此，这既无助于逐渐复苏也不便利私营部门资产负债表的清理。与此同时，所有外围国家的政府债务增加，主权债券收益率上扬，欧洲央行最终不得不宣布实施直接货币交易计划。直接货币交易对减少主权债务利差的直接影响表明，若要建立对金融市场的信心，最终依赖贷款人会比财政紧缩措施有效得多。

2010年代实施了一套与1980年代和1990年代新兴市场经济体所实施的类似的限制性政策，导致增长前景黯淡，这明确要求改变方式，解决以货币计价的私人和公共债务引发的、国内货币主管机构无法控制的金融危机；外国债权人的偿债能力可能存在风险时，情况更是如此。以

专栏1.1 (续)

2006年第一季度至2014年第四季度“核心”欧元区银行
对部分欧元区外围国家的风险敞口
(10亿美元)



资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是国际清算银行，《合并银行业统计》数据库。
注： “核心”欧元区银行的风险敞口反映的是奥地利、比利时、法国、德国和荷兰各银行基于最终风险提出的关于部分国家的合并债权。该指数不包括由衍生品、信贷承诺和已发放担保组成的“其他潜在风险敞口”。

不同方式分配调整成本，即不仅由国内部门分担，而且由外部债权人以救助方式分担，能够为更快、更可持续的复苏提供条件。这一替代解决方案建议不仅是一个反事实思维问题，而且可以汲取冰岛等国的实际经验。

为应对2008年冰岛引人注目的金融危机，基金组织提供了21亿美元有条件贷款，其部分目的是稳定本国货币，一些北欧国家也提供了额外贷款作为补充。在基金组织的大力支助下，冰岛中央银行引进“资本流管理”，以阻止资本外逃并鼓励出口商汇回外汇。此外，冰岛政府还听任银行倒闭，而不是由纳税人进行救助。简而言之，该国对一些大银行实行部分国有化，将其国外资产和负债转移给没有偿债能力的“老”银行，并将国内资产和负债转移给有偿债能力的“新”银行。该国还为新银行存款提供担保，却含蓄地拒绝保护冰岛银行海外分行的存款人。新银行继续履行基本国内银行业职能。与此同时，政府还设立了一个“福利观察”特别工作组，由广泛的各种利益攸关方代表组成，与福利部保持一定的距离运行。由于数量可观的家庭因抵押债务的价值远远高于大幅贬值后的房价而陷入困境，该国单独设立了债务人监察员，以促进家庭债务重组。最后，冰岛政府还修改了税法，从而让收入较高群体承担更高的税赋，并减少收入较低群体的负担。

冰岛的资本控制(仅限于最初崩溃之后的资本账户交易)加上外国债权人的及时救助是复苏战略的关键组成部分。冰岛政府和基金组织认为，阻止货币价值进一步下滑以及在非居民资本所有人与冰岛纳税人之间更加公平地分担成本，要比维护对自由选择和资本财产权所作的自由主义式承诺更加重要。除实行资本控制和拒绝救助外国投资者外，为了提供更快、更可持续和基础广泛的复苏，该国目前需要将各种保护国内经济最脆弱群体的反周期政策与旨在解决挥之不去的负债障碍和振兴生产性信贷的措施(如，区分新旧贷款，即区分哪些贷款应全额偿还)相结合。

进一步负面影响。与此同时，多数东非国家的贸易条件改善，预计将继续保持相对较快的增长。相反，西非国家很可能继续受到埃博拉疫情所带来后果的影响。由于能源部门的供应方制约，再加上限制性财政和货币政策，南非的经济增长预计将继续受到抑制。除此之外，尽管过去一年来初级商品价格普遍下降将对石油净进口国的贸易条件带来的影响好坏不一，它还将推迟投资支出和项目，特别是与采掘业和建筑部门相关的项目。最后，冲突和安全关切将对非洲大陆一些经济体的国民收入带来影响。

和前些年一样，亚洲仍然是最具活力的区域，估计占到2015年全球增长总数的近一半。2015年，预计东亚、南亚和东南亚的增长率总和为5.5%到6%。从本质上讲，目前主要是内需拉动增长，公共和私营部门消费的贡献率逐步上升。因此，即使投资率与其他区域相比仍然很高(而且这种状况可能继续维持，尤其是考虑到该区域的基础设施需求)，大多数亚洲国家，特别是中国，似乎仍在重新平衡需求结构。过去几年来，国内需求对增长的贡献已经超过了净出口的贡献，(私人和公共)消费占国内生产总值的比重呈增长趋势。但是，中国证券市场泡沫的破灭增加了经济不确定性，因为这可能影响到国内需求。不过，私人消费增长主要基于扩大收入而不是基于信贷或资产价值升值，这也是确保增长可持续性的一个重要因素。此外，扩张性财政和货币政策似乎会抵消这些有害的金融冲击。同时，油价下跌减少了印度和巴基斯坦等一些国家的经常账户赤字，印度的经济增长预计会超过7%。在西亚，土耳其同样受益于油价下降，但是该次区域多数石油输出经济体面临贸易条件的恶化。此外，军事冲突降低了该次区域部分地区的增长前景。

2. 国际贸易

(a) 货物

与全球经济活动一样，国际贸易仍然受到抑制。2012至2014年期间，世界商品贸易(按数量计算)增长率在2%至2.6%之间摆动(表1.2)。这些增长率显著低于2003至2007年危机前时期年均增长率为7.2%的水平。2014年，由于主要初级商品价格大幅下降，世界商品贸易以现价计增长率甚至更低(仅为0.3%，达19万亿美元)。[1] 对2015年的初步概算显示，商品贸易量的增长率可能接近全球产量的增长率。仅靠其自身，在很大程度上仍然不足以为经济增长提供重大刺激。

总计数字掩盖了各国和各种产品之间的一些差异。在发达国家，2014年的贸易量特别是进口量增长加速，尽管增长起点很低。2014年，欧洲联盟(欧盟)和日本的国内生产总值出现正增长率(尽管增长缓慢)，促使其进口量增长了大约2.8%。但是，由于前两年欧盟28国的进口出现收缩，2014年底，实际进口仍然低于2011年的水平。美国的进口增长更快，增长率为4.7%，这部分是由于美元升值。所有这些因素，再加上发展中经济体和转型经济体的进口量增长继续低于前些年取得的水平，使得发达国家自从1990年代末以来首次成为年进口增长率最高的国家组。

2015年前5个月的数据显示，2015年世界商品贸易增长可能略低于2014年。在前5个月里，国际贸易量同比平均增长不到2%(图1.1)。在发达国家，欧盟的进口增长呈减速迹象，而其出口则继续攀升。此外，双边月度贸易收入显示，由于美国的出口增长较快以及美元升值，欧盟对美国的出口保持增长态势。与此同时，欧洲对中国

表1.2

2011-2014年特定区域和国家的货物进出口量

(年度百分比变化)

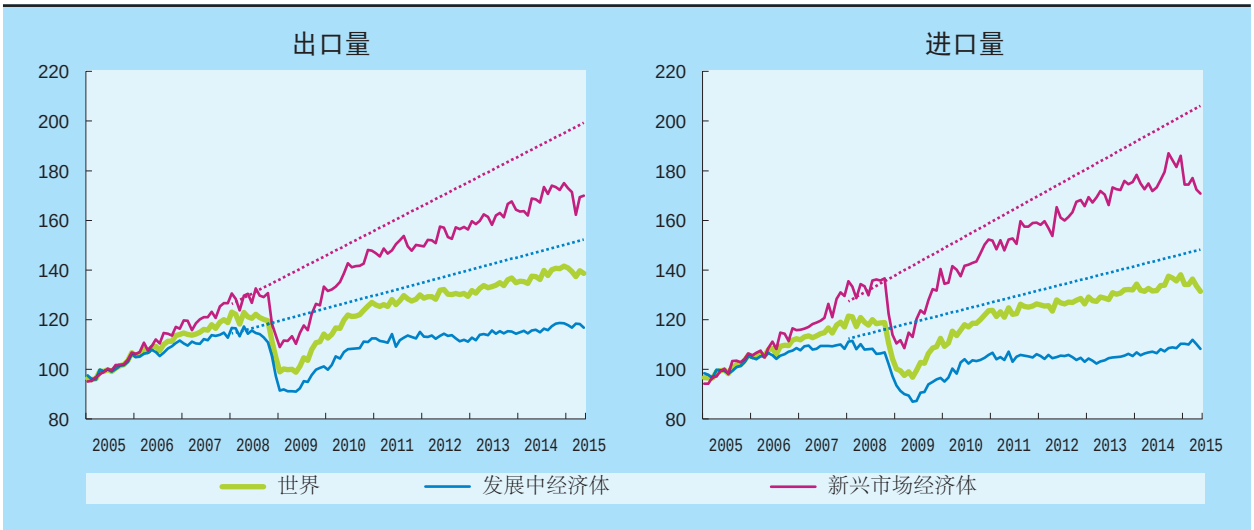
区域/国家	出口量				进口量			
	2011	*2012*	*2013*	*2014*	*2011*	*2012*	*2013*	*2014*
世界	**5.1**	**2.0**	**2.6**	**2.3**	**5.4**	**2.0**	**2.3**	**2.3**
发达国家	**4.8**	**0.6**	**1.4**	**2.0**	**3.3**	**-0.4**	**-0.3**	**3.2**
其中:								
日本	-0.6	-1.0	-1.9	0.6	4.2	3.8	0.5	2.8
美国	7.3	3.9	2.6	3.1	3.8	2.8	0.8	4.7
欧盟	5.4	-0.1	1.7	1.5	2.6	-2.5	-0.9	2.8
转型经济体	**1.8**	**0.7**	**1.8**	**0.2**	**15.9**	**5.6**	**-0.8**	**-8.5**
其中:								
独联体	1.6	0.8	1.1	0.1	16.8	6.4	-1.4	-9.8
发展中国家	**6.2**	**4.0**	**4.2**	**2.9**	**7.9**	**5.1**	**6.1**	**2.0**
非洲	-7.2	5.5	-2.0	-3.6	4.2	13.2	5.2	3.3
撒哈拉以南非洲	0.1	0.2	2.0	-0.9	9.9	8.2	7.5	2.8
拉丁美洲和加勒比	4.6	3.2	2.1	2.4	9.7	3.3	4.0	0.6
东亚	8.7	4.7	6.6	4.7	7.8	3.5	8.3	2.7
其中:								
中国	8.8	6.2	7.7	6.8	8.8	3.6	9.9	3.9
南亚	9.4	-7.0	2.7	4.8	5.4	3.8	-0.6	4.4
其中:								
印度	14.9	-1.8	8.5	3.2	9.6	5.9	-0.2	3.2
东南亚	7.8	1.4	4.3	3.4	9.5	5.2	3.8	1.0
西亚	8.3	9.6	3.1	0.3	8.4	9.2	9.6	0.2

资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据是贸发会议统计数据库。

图1.1

2005年1月至2015年5月世界贸易量

(指数，2005年=100)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据是荷兰经济政策分析局中央计划处，世界贸易数据库。

注：新兴市场经济体不包括中欧和东欧。虚线对应的是2002年1月至2007年12月的趋势。

的出口显示出一定的回弹。在美国，进口继续以较出口更快的速度增长，出口显示出略有减速的迹象，而日本的出口也在恢复。新兴市场经济体的出口在2015年初出现回弹之前骤降，部分原因是亚洲发展中经济体的出口增长正在逐渐恢复。

一般而言，新兴市场经济体的出口量增长始终大幅低于危机前的增长趋势，2015年上半年，这一差距甚至进一步加大(图1.1)。部分原因是发达国家对这些经济体的货物进口需求增长疲弱，尽管2014年进口增长略微加速。正如《2013年贸发报告》所详细讨论，这对希望恢复危机前使用的出口导向型增长政策的新兴市场经济体构成了挑战。

转型经济体2014年的出口实际上陷于停滞，而进口量骤降了8.5%，2015年初进一步收缩，这主要是由于俄罗斯联邦和乌克兰遭遇经济与金融困境。发展中国家的多数贸易数字显示出比前些年更加严峻的局面。特别是由于利比亚石油出口减少，在较小程度上也由于撒哈拉以南非洲其他一些主要石油出口国家的石油出口减少，非洲实际出口量明显收缩。尤其是2014年，由于美国页岩革命减少了该国对石油进口的需求，尼日利亚对美国的石油出口完全停止。因此，尼日利亚被迫重新调整其出口导向，改为面向中国、印度、日本和大韩民国。非洲其他石油出口国可能遵循尼日利亚的先例。[2] 与此同时，2014年，南非对东亚、南亚和东南亚的出口下降了13.4%，主要由初级商品构成。相反，若干非洲国家的制成品出口收入出现大幅增长，特别是那些与欧洲保持密切贸易联系的国家，如摩洛哥和突尼斯等一些北非国家。

在拉丁美洲和加勒比，国际贸易以现价计实际上处于停滞状态，这在很大程度上是因为出口单位价值下跌。中国的需求减弱以及国际贸易放缓主要影响南美洲国家。特别是它们的出口，尤其是机械及运输设备出口，受到该区域最大经济体巴西进口量下降的强烈影响。实际上，2014年，南美洲对巴西的出口下降了7.9%。铁矿石和大豆这两项主要出口产品的价格骤降，将巴西贸易平衡推进负值领域，尽管该国的进口量大幅减少。这与墨西哥正好相反，墨西哥对美国的出口大幅增长。此外，墨西哥向全世界多数地区的汽车出口都显著增长，特别是向亚洲，对欧洲的出口下降则属于例外。

西亚石油出口经济体面临不利的贸易条件，不仅使其出口收入急剧减少，而且进口需求也大幅降低，尽管其中一些经济体拥有大量国际储备。该次区域一些国家的武装冲突局势进一步影响了国际贸易，包括埃及在内的北非一些国家在出口方面产生了溢出效应。与此同时，2014年，土耳其出口收入增加近4%，低于政府目标。这一令人失望的结果是由于政治和经济动荡严重影响到土耳其对伊拉克和俄罗斯联邦的出口。不过，油价下跌缓解了土耳其和该次区域其他石油进口经济体的经常账户赤字。

2014年，东亚贸易量增长率对于该区域来说异乎寻常地低，不足4%。这在很大程度上反映出中国的国际贸易放缓。2014年，中国出口量增长率为6.8%，低于其国内生产总值增长率。同时，中国的进口量增长甚至更低，降至3.9%。因此，2014年，出口初级商品的发展中经济体和转型经济体受到中国需求显著放缓的影响。与此相反，发展中国家对中国的出口与制造业供应链相关，制成品最终出口到发达经济体，因此表现较好。2014年，中国对欧元区和美国的出口在经历了2010至2013年间出现下滑、有时增长率为负之后开始回升，但是还没有恢复危机前的活力。

2014年，东南亚的出口量增长也出现减速，为3.4%，而进口增长甚至更加缓慢，仅为1%；两项增长率都低于次区域经济增长率。从2014年底到2015年中期，印度尼西亚每月都保持贸易顺差，这是因为在货币大幅贬值的情况下，其进口汇票减幅大于出口收入。南亚贸易开始摆脱所有其他发展中国家组都出现的下滑趋势。在该国家组中，2014年，伊朗伊斯兰共和国石油出口量大幅上升，尽管出口量仍然大致为2011年加强经济制裁之前的一半。与此同时，服装行业行情看涨，为人口最多的最不发达国家孟加拉国以及冲突后的斯里兰卡(主要面向发达经济体)的出口提供支持。相反，印度的出口(量)增长率从2013年的8.5%降至2014年的3.2%。

总体而言，全球贸易几乎没有表现出任何活力。贸易量略有增长，主要反映出北北贸易有所改善，只能给发展中国家对发达国家的出口带来有限的积极影响。

(b) 服务

服务贸易保持增长，2014年达到4.9万亿美元——同比增长5.1%(按现价计算)，高于商品贸易增长率。运输服务增长2.7%，而旅游和货物相关服务则分别增长6%和2.8%。运输和旅游业占发展中国家服务出口的55%，占最不发达国家服务出口的62%，相比之下，仅占发达经济体的39%。[3]

国际旅游业仍然是服务贸易的最大组成部分，2014年的出口收入总计1.4万亿美元。游客到达人数继续保持强劲势头：2014年增长了4.3%(与2012和2013年类似)，达到11亿。按实际收入计量，来自国际游客的收入增长了3.7%(考虑到汇率波动和通货膨胀)。初步数据证实了2015年的这一趋势：在2015年前4个月里，游客到达人数同比增长4%，根据预测，2015年5月至8月，国际航空旅行预定量将增长约5%(世界旅游组织(世旅组织)，2015年a和2015年b)。

在区域层面，欧洲联盟仍然是全世界到访游客数量最多的地区，也是一个充满活力的地区，旅客到达人数增长率达4.9%，相比之下，2012和2013年分别为3%和4%。2014年，北美洲游客到达人数增长率翻了一番多，达9.2%。与之相反，由于乌克兰冲突和俄罗斯经济增长放缓，转型经济体的游客到达人数减少。2014年，所有其他区域和次区域均为正增长率，尽管非洲的需求在多年稳定增长后开始减弱，这主要是受到埃博拉疫情的影响。

2015年，按区域分列的初步数据显示，除了非洲以外，各区域均为正增长。特别是在北美洲和南美洲、加勒比及大洋洲，2015年前4个月的游客活动迅速扩张。转型经济体的游客活动量继上一年萎缩之后也出现了增长7%的反弹。相反，在非洲，当前可获得的有限数据表明，2015年1月至4月，由于一些国家近期出现健康或安全问题，游客活动量下降了6%(世界旅游组织，2015年a)。

关于国际运输服务(商业服务中的第二大类)，初步概算表明，2014年世界海运总量增长了3.4%，与2013年的增长率相同。[4] 占海运货物总量三分之二以上的干货海运增长了5%，主要原因是全球铁矿石贸易量持续快速攀升。这部分是受到中国持续进口需求的推动。集装箱贸易增长了5.6%，而油轮贸易则收缩了1.6%。

发展中国家仍然是国际海运贸易的主要来源和目的地：从货物装载来看，它们占2014年世界吨位的60%，这一数字过去十年来始终比较稳定。它们对卸货量的贡献继续增长，2014年估计达到世界总量的61%。

自2014年6月以来，美国页岩油产量攀升和石油价格下降影响到船运和海运贸易，特别是油轮贸易。如上文所述，前者改变了非洲石油的运输目的地，其份额越来越多地从美国转向亚洲。此外，油价下降促使燃料和运输成本下降；例如，鹿特丹380厘斯燃料油价格下降了46%(克拉克森研究服务公司，2015年)。燃料成本下降减少了船舶营运人的开支和托运人支付的费用，这反过来预计会刺激对海洋运输服务的需求，促使海运货物增加。

B. 初级商品市场的近期动态

2014年和2015年上半年，初级商品市场经历了动荡时期。2014年期间，大部分初级商品价格大幅下跌，继续其2011至2012年峰值以来的下滑趋势。自2014年年中以来，跌幅最大的要数原油价格(图1.2)，并造成了广泛的影响。除了热带饮料，[5] 所有商品类别在2014年都出现平均价格下滑(表1.3)，与2013年相比，矿物、矿石和金属、农业原材料和石油等需求与全球经济活动联系更加紧密的商品类别的下滑速度进一步加快。不过，平均来说，2014年和截至2015年6月，初级商品价格一直高于2003至2008年价格暴涨期的平均水平。

大部分初级商品价格近期下滑的主要原因是供应充足，这是由于2000年代投资对价格暴涨的反应使得产量在过去几年里显著增长。由此产生的供应过剩趋势因需求疲软而进一步加重，究其原因是世界经济普遍增长乏力，特别是一些大的发展中经济体近期增长放缓。除了供需基本面，由于金融投资者一直结合价格和初级商品衍生品回报率下滑的情况减少初级商品头寸，初级商品市场金融化继续影响物价变化趋势。初级商品价格下滑的另一个重要因素是过去一年来美元强劲升值。

1. 主要初级商品价格的演变

原油市场在2014年初级商品价格发展中居主导地位。原油价格自2011年4月以来一直保持相对稳定的水平，在100-120美元幅度内震荡，但在2014年下半年出现暴跌。例如，布伦特原油价格从2014年6月的月平均112美元跌至2015年1月的48美元低点。56.7%的跌幅把原油价格推到2009年以来的最低水平(《贸发会议数据库》)。

油价暴跌主要是全球产量增加所致，特别是美国页岩油产量提高。2014年，全球石油产量增长2.3%，而美国则增长了15.9%。实际上，在2011至2014年这一较短期间内，美国石油产量增加了50.6%，达到1970年代初以来从未达到过的水平(英国石油公司，2015年)。这导致库存大幅增加。2011年至2014年年中，美国石油产量大幅度增加，弥补了其他生产国的生产中断问题，维护了油价的相对稳定(《2014年贸发报告》)。

当生产中断不再成为问题而且供应过剩越来越明显时，2014年年中，价格开始下滑。然而，石油输出国组织(欧佩克)11月会议决定不改变产量限额之后，价格下滑进一步加快，欧佩克随后于2015年6月召开的会议上维持了该决定。这被广泛理解为欧佩克试图维护其市场份额并打压高成本生产国，如页岩油、油砂和深水石油生产国，从而将它们挤出市场。

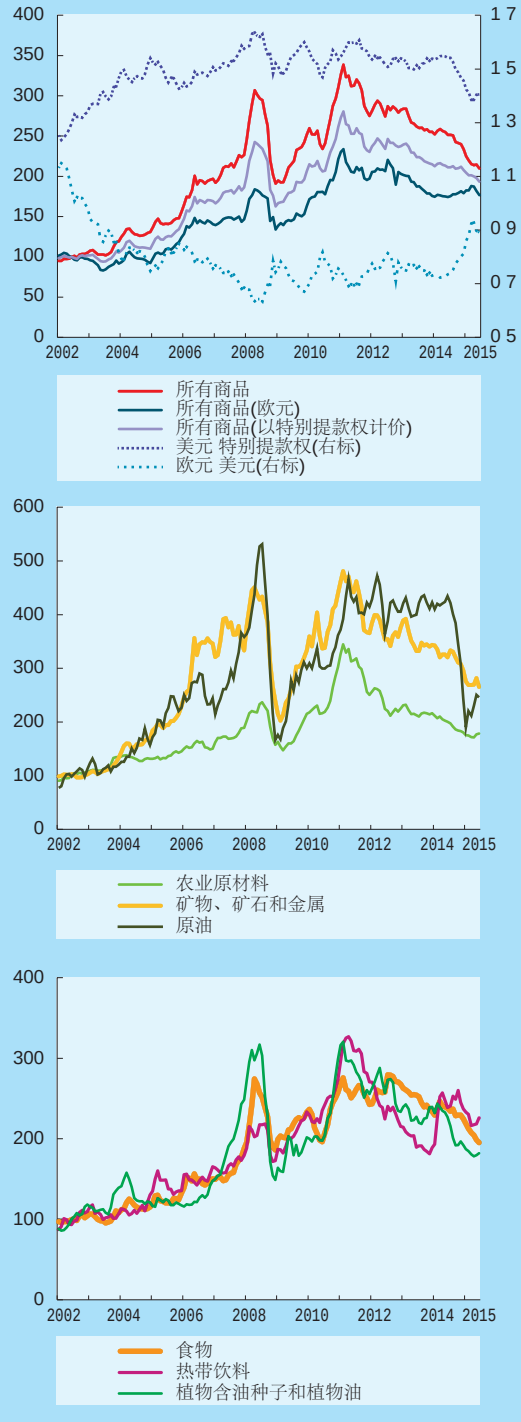
由于价格下跌，一些石油生产公司宣布削减投资，这应当会导致供应下调(基金组织，2015年)。2015年7月，美国的石油平台数量与2014年10月相比减少了60%，达到大约5年来的最低数量(美国能源信息署，2015年)。在预计削减投资将很快转化为供应减少之后(见下文)，布伦特原油价格在2015年1月低于50美元的基础上开始上涨，4月底至6月底稳定在65美元左右。[6] 但是，6月底和7月，油价再次下跌。这在一定程度上归因于页岩油生产国的反弹，这些国家设法提高生产力并减少成本。[7] 美国能源信息署估计，2015年上半年，美国原油产量在2014年第四季度平均产量的基础上，以每天30万桶的速度增长(美国能源信息署，2015年)。然而，美国能源信息署注意到，自2015年4月以来，国内产量出现下降。7月份的价格下降还与预期会与伊朗伊斯兰共和国就其核计划达成协议有关，该协议于7月14日达成。随后最终解除制裁将意味着增加一个进入国际石油市场的石油来源，这将给已经供应过剩的市场施加下行压力。不过，伊朗石油重返国际市场的时机将取决于恢复该国石油生产和运输设备所需的时间。与此同时，截至2015年6月，沙特阿拉伯已将本国原油产量增加到历史最高水平。[8]

总体来说，国际原油市场呈现新的面貌，美国的产量越来越重要，欧佩克则抛弃了价格目标政策。只要这种情况持续存在，美国就可以代

图1.2

2002年1月至2015年6月按商品组分列的月度商品价格指数

(指数，2002年=100)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据是贸发会议数据库。

注：所有商品不包括原油。原油价格是布伦特、得克萨斯迪拜和西得克萨斯中质油平等加权平均值。除非另有说明，指数为基于现值美元计算的价格。

表1.3

2009-2015年世界初级商品价格

(相对于上一年的百分比变化，除非另有说明)

商品组	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015[a]	2014-2015 对比 2003-2008[b]
所有商品[c]	**-16.9**	**20.4**	**17.9**	**-8.3**	**-6.7**	**-6.1**	**-13.1**	**36.9**
所有商品(以特别提款权计价)[c]	**-14.5**	**21.7**	**14.1**	**-5.5**	**-6.0**	**-6.1**	**-5.9**	**39.1**
所有食物	**-8.5**	**7.4**	**17.8**	**-1.4**	**-7.4**	**-4.1**	**-12.2**	**51.1**
食物和热带饮料	**-5.4**	**5.6**	**16.5**	**-0.4**	**-6.7**	**-3.8**	**-11.7**	**54.2**
热带饮料	1.9	17.5	26.8	-21.5	-18.3	23.5	-7.5	60.7
咖啡	-6.9	27.3	42.9	-25.7	-23.6	29.9	-14.8	66.7
可可	11.9	8.5	-4.9	-19.7	2.0	25.6	-2.3	66.3
茶	16.5	-1.0	11.4	0.8	-23.9	-10.4	28.5	17.3
食物	-6.0	4.4	15.4	2.0	-5.7	-5.9	-12.1	53.6
糖	41.8	17.3	22.2	-17.1	-17.9	-3.9	-19.6	54.3
牛肉	-1.2	27.5	20.0	2.6	-2.3	22.1	-6.4	92.2
玉米	-24.4	13.2	50.1	2.6	-12.1	-22.2	-14.2	40.1
小麦	-31.4	3.3	35.1	-0.1	-1.9	-6.1	-18.7	32.6
大米	-15.8	-11.5	5.9	5.1	-10.6	-17.8	-7.6	20.6
香蕉	0.7	3.7	10.8	0.9	-5.9	0.6	4.8	54.4
植物含油种子和植物油	**-28.4**	**22.7**	**27.2**	**-7.6**	**-12.6**	**-5.8**	**-16.0**	**30.2**
大豆	-16.6	3.1	20.2	9.4	-7.9	-9.7	-18.2	37.2
农业原材料	**-17.5**	**38.3**	**28.1**	**-23.0**	**-7.4**	**-9.9**	**-11.2**	**22.8**
皮张	-30.0	60.5	14.0	1.4	13.9	16.5	-8.2	58.4
棉花	-12.2	65.3	47.5	-41.8	1.5	-8.8	-14.5	26.9
烟草	18.0	1.8	3.8	-3.9	6.3	9.1	-0.4	65.7
橡胶	-27.0	90.3	32.0	-30.5	-16.7	-30.0	-10.0	6.1
热带原木	-20.6	1.8	13.4	-7.1	2.6	0.4	-16.0	21.4
矿物、矿石和金属	-30.3	41.3	14.7	-14.1	-5.1	-8.5	-15.8	19.5
铝	-35.3	30.5	10.4	-15.8	-8.6	1.1	-4.3	-14.0
磷酸盐岩	-64.8	1.1	50.3	0.5	-20.3	-25.6	4.3	15.4
铁矿石	-48.7	82.4	15.0	-23.4	5.3	-28.4	-37.4	5.4
锡	-26.7	50.4	28.0	-19.2	5.7	-1.8	-22.4	94.4
铜	-26.3	47.0	17.1	-9.9	-7.8	-6.4	-13.5	35.0
镍	-30.6	48.9	5.0	-23.4	-14.3	12.3	-18.9	-21.5
铅	-17.7	25.0	11.8	-14.2	3.9	-2.2	-10.4	45.6
锌	-11.7	30.5	1.5	-11.2	-1.9	13.2	-1.1	10.9
黄金	11.6	26.1	27.8	6.4	-15.4	-10.3	-4.8	120.5
原油[d]	-36.3	28.0	31.4	1.0	-0.9	-7.5	-41.7	41.1
备注：								
制成品[e]	-5.6	1.9	10.3	-2.2	4.0	-1.8	..	..

资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据是《贸发会议数据库》；联合国统计司（统计司），《统计月报》，各期。

注：以现值美元计，除非另有说明。

a 2015年1月至6月期间的平均值与2014年的平均值之间的百分比变化。

b 2003-2008年的平均值与2014-2015年的平均值之间的百分比变化。

c 不包括原油。SDR=特别提款权。

d 布伦特、迪拜和西得得克萨斯中质油平等加权平均值。

e 发达国家制成品单位出口价值。

替沙特阿拉伯成为能左右走势的关键性产油国。这将意味着，当价格跌至非常低的水平时，美国可以削减投资和产量，将价格推高；一旦价格达到一定的水平，美国可以增加石油产量，从而产生价格下行压力。实际上，页岩油钻探的一个重要特征就是具有灵活性。因此，油价将有一个上限，这将取决于页岩油生产者维持利润率的保本价格。不过，对于该价格究竟会是什么水平似乎没有一致看法。[9] 总之，价格不太可能在不久的某个时候接近每桶100美元。由于页岩油生产周期短，这将取决于页岩油的繁荣将持续多长时间。不过，关于页岩油产量何时将达到峰值，存在着相当大的不确定性。

在需求方面，关于经济增长放缓的预期也对油价暴跌发挥了作用。实际上，专门机构不断下调对需求增长的预测。2014年，全球石油需求增长仅0.8%，低于前三年1.1%的平均增长率。全部需求增长均来自非经合组织国家，增长率为2.7%，中国的石油需求增长了3.3%，但这些增长率都低于前三年期间分别为3.3%和4.8%的平均值。相反，经合组织国家的石油需求下降了1.2%(英国石油公司，2015年)。

原油价格下跌给其他商品的价格发展带来影响，导致生产成本降低，例如通过降低运输成本的方式，或者对于农业生产而言，则是降低肥料价格。通过生物燃料渠道，也存在着联系，因为油价下跌使生物燃料作为能源的竞争力减弱，并且可能减少对粮食作物的需求。不过，其他一些因素，特别是官方任务，也可能影响生物燃料的生产。油价影响其他初级商品价格的另一个渠道是金融化，因为油价是初级商品价格指数的一个重要组成部分(见下文)。不过，农业市场的价格主要由它们自身的供应情况决定，尤其受到气象条件的影响。就粮食商品而言，好天气带来大丰收，加上充足库存，是推动2014年和2015年初谷物和大豆价格持续下降的关键因素。然而，在美国，由于不利的气候条件影响耕作，这些价格在2015年6月和7月出现逆转。6月，美国降雨过多对收割造成不利影响，还由于世界其他生产地区气候干旱，小麦价格也出现上涨。考虑到厄尔尼诺现象的潜在影响，也产生了不确定性。[10] 随着2014年的产量连续第五个季度超过消费水平，食糖市场同样表现出供应过剩和价格下降的特征(经合组织－粮农组织，2015年)。

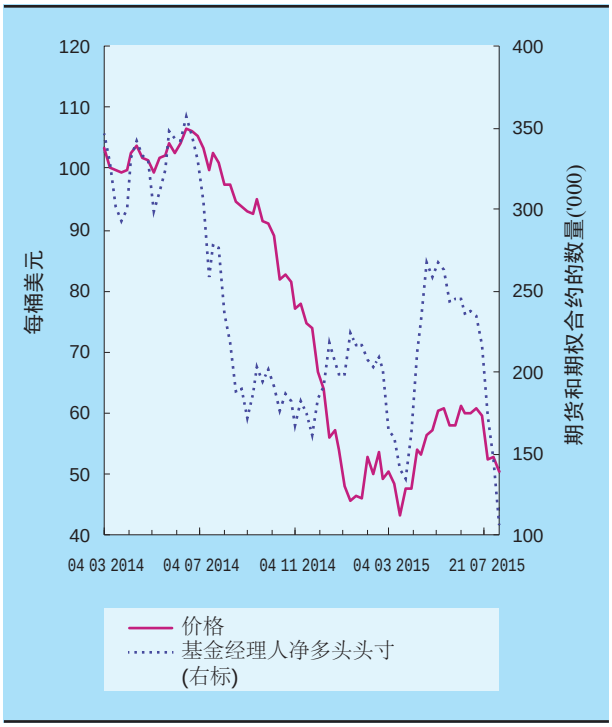
2014年和2015年初，热带饮料市场的价格发展情况更加不稳定。由于巴西咖啡和西非国家可可的作物环境不利，2014年上半年咖啡和可可价格出现上涨。在作物条件改善之后，它们的价格在当年晚些时候出现下降。由于加纳歉收，2015年第二季度可可价格再次上涨。

在农业原材料市场，供应充裕是一个主要问题。全球棉花产量超过消费量，过多的库存推动价格下滑。中国宣布减少进口配额并终结存货政策，也对价格产生了影响。由于供应过剩和库存量高，2014年天然橡胶价格大幅下跌30%。对棉花和天然橡胶的需求疲软还与油价暴跌有关。这导致合成橡胶和合成纤维的价格下降，对天然橡胶和棉花的价格带来下行压力。

矿物、矿石和金属市场同样出现供应过剩。主要例子是铁矿石，其供应过剩导致2014年价格下降了28.4%(表1.3)。铝、镍和锌的表现相对较好，2014年记录的价格有所上升。就镍而言，这与印度尼西亚禁止出口未加工矿石的禁令有关；铝和锌的价格上升则是减少产量所致。然而，2014年年中之后，这些价格上涨情况出现了逆转。[11] 全球经济增长低迷造成需求疲软，也起了一定的作用，因为金属价格经常与全球工业生产的演变紧密联系在一起。特别是，中国对金属

图1.3

2014年3月至2015年7月基金经理人的头寸和原油价格



资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是汤森路透数据库。

注： 显示的数据是指西得克萨斯中质原油和纽约商业交易所的头寸。

材料的需求增长前景一方面取决于未来几年仍然需要的基础设施高额投资与城市化之间的平衡，另一方面取决于该国向不断扩大服务需求比重的经济过渡的情况。[12] 但是，这大体上转化成消费增长率降低，而不是需求减少。而且，由于当前的消费水平高于过去，低增长率可能仍然意味着大批量增加对金属材料的需求。也存在一些例外情况；例如，铜的消费量在2014年增长了大约15%。由于铜市场似乎趋于平衡乃至出现短缺，2014年铜价骤降“从基本面来看似乎有些过了”(欧洲经济行情研究所协会，2015年)。这很可能要归因于金融因素(见下文)。黄金价格下跌同样与金融因素和货币政策紧密联系在一起：美国利率上涨预期以及美元升值往往会降低对黄金作为避险投资的需求。

2. 金融因素的持续影响

初级商品价格继续因初级商品与金融市场之间联系紧密而受到影响，本章的附件将对此进一步讨论。油价近期的动向可以说明这些联系。伴随着2014年下半年价格的下滑，基金经理人更加快速地减持净多头头寸，例如，对冲基金很可能加快了下跌的速度(图1.3)。同样，西得克萨斯中质原油合约价格从2015年3月到达6年来的低点，即每桶44美元，回弹到5月初每桶61美元，这在一定程度上是受到基金经理人大幅增持净多头头寸的驱动，基金经理人断定油价走低将使供应快速减少，从而在3月中旬至5月初期间将他们在纽约商品交易所的净多头头寸翻了一番；洲际交易所也相应地出现类似动向。7月，他们意识到石油供应削减和全球经济复苏的速度均已证明比预期更慢，因而大幅减持头寸，使得价格再次显著下跌。

将商品用作抵押品是初级商品与金融市场之间的又一种联系。国内和国外利率差额为正数，为利用国内银行出具的信用证在国际金融市场上借款以进口商品提供了激励作用。购买到的实物商品被放在仓库里，而所借款项则用于投资房地产或金融产品等高收益的国内资产(Tang和Zhu, 2015年)。

铜可能是最经常被用于这类利差交易的商品，由此产生的对实物铜的需求增加，帮助抬高了该金属的价格。以铜消耗量居全世界领先地位的中国为例，Zhang和Balding(2015年)发现，上海的铜库存从2009年占全球存量的4%增至2014年的38%，同期，中国与世界其他国家的利率差平均为358个基点。不过，最近中国利率下降

导致此类铜的利差交易减少。根据媒体报道，由此产生的铜价下跌因对冲基金建立与净多头权益头寸平行的大量铜净空头头寸而加剧。这是基于预期中国经济增长放缓将造成铜价下跌，而随后放松货币政策将促使股票市场估值上升。[13] 但在2015年7月，为了满足经历急剧下跌的中国股票市场日益增长的追缴保证金要求，对冲基金必须回购其空头押注。

另外，美元强势升值极大地促使初级商品价格下跌。通常情况下，由于商品以美元计价，商品价格一般与美元汇率成反比关系。这一因素既影响实体市场的价格，也通过金融化渠道发挥作用。一方面，由于美元升值，初级商品在非美元区变得更贵，给需求带来下行压力。同样，由于美元升值，非美元区通常获得美元收入但大多数成本用本币支付的生产者有动力增加供应。例如，由于巴西货币雷亚尔兑美元贬值，巴西农民增加了咖啡和糖的产量。[14] 另一方面，美元升值可能为增加外汇市场的美元金融投资提供更大的激励作用，不利于初级商品市场的投资。例如，对于非石油商品来说，价格下跌以特别提款权计价并不那么明显，而以欧元计价，它们的价格随着美元升值甚至上涨(图1.2)。[15]

3. 影响与前景

初级商品价格下降对不同国家的影响根据其生产和贸易结构的不同而各异。高度依赖商品出口的发展中国家(和一些发达国家)往往受影响最严重。其中主要包括非洲、拉丁美洲、独立国家联合体(独联体)以及西亚的国家。初级商品价格下降经常转化为贸易条件恶化、经常账户平衡和财政账户受到压力，并最终导致经济增长放缓。一些国家如果拥有运作良好的商品稳定基金，如智利铜稳定基金，或者拥有稳健的外汇储备水平，如西亚石油出口国，可能比其他国家具有更大的政策空间来缓冲这些影响。

无论如何，初级商品价格上升趋势的逆转再次提醒人们，仅依赖少数商品的发展中国家面临挑战，因为它们容易受到价格波动造成的盛衰周期影响。因此，为实现并维持长期增长，对于发展中国家来说实施促进经济多样化和结构改革的政策至关重要。另一方面，由于初级商品价格下降相当于收入从商品生产国向商品进口国转移，受益最多的是许多发达国家和中国等一些新兴市场经济体。如果商品消费国家的价格下降能够有助于全球经济复苏，特别是有助于过去几年来拖累增长的发达国家复苏，则全球净效应有可能为正数，尽管分布不均。然而，所有这些都尚未明确，并且在很大程度上取决于价格低迷的持续时间。

初级商品价格的前景存在高度的不确定性。2011年前后发生的价格上升趋势出现逆转，被广泛认为标志着初级商品超级周期上行阶段的结束。如果情况确实如此，那么初级商品价格[16]可能继续下跌相当长一段时间。不过，还存在另一种可能性。截至2014年，大多数价格调整都是通过增加供应进行的，而商品需求则保持健康的增长水平。只有在2014年和2015年初，需求才表现出一些放缓的迹象，但大多数商品仍然登记为正增长率。需求增长放缓与许多商品消费地区的经济增长令人失望相关。不过，当前的初级商品价格下降已经导致投资和生产能力做出一些下行调整。对于矿石和金属来说，情况尤其如此。例如，在世界范围内，有色金属勘探预算在2014年减少了26%，而2013年甚至经历了更大幅度的削减(《SNL金属与矿业》，2015年)。这应当会导致中期产量下降。

如果全球经济增长，主要是发达国家的经济增长，能够恢复到合理的水平，并且价格下降刺激需求，那么，尽管存在供应下滑的前景，仍有可能维持需求增长。这也在很大程度上取决于中国的发展状况。另外，其他新兴国家和发展中国家进入更高级的发展阶段后，可能会加强初级商品消费。在这种情况下，初级商品价格在经历了短期调整后很可能会在数年里再次上涨。不过，其增长速度不太可能像2000年代第一个十年里那么快。这将意味着初级商品价格水平可能会停留在一个比千年初期更高的水平。此外，只要初级商品市场始终保持金融化，与供需基本面所保证的情况相比，价格波动会更大，价格变化也会更明显。

C. 长期停滞还是暂时停滞？

一种观点认为，尽管几年来实施融通性货币政策在一定程度上改善了金融条件并使财政紧缩有所放松，但许多发达国家的增长轨迹始终大幅低于危机之前水平，这就产生了一种“新常态”感，如今通过这种感觉来界定发达国家今后的收入演变情况。

令人关切的是，2008年爆发的危机可能对这些经济体的增长潜力产生持久的影响(Oulton和Sebastiá-Barriel, 2013年)。其中可能包括多种原因。原因之一是，如此规模的金融危机必然影响到广泛的各种经济行为体的资产负债表，包括私营和公共机构、金融和非金融部门，并且造成了大量闲置生产能力。通常情况下，这些负面影响最终会被克服，尽管可能需要几年时间，特别是在缺乏适当的反周期政策的情况下。但是，当前关注的问题是，低投资率和高失业率异乎寻常地长期存在，会因其在降低生产能力和生产率方面的持久影响而变成自我维持的状态。长期失业导致一些劳动力细分领域的技能和专业退步；而由于投资不足，主要体现在厂房和设备上的新技术传播也可能受到影响。

危机带来的另一个影响可能更加微妙：由于危机使得一个支持资产泡沫并人为地刺激消费和增长的非凡信贷扩张时期突然结束，可能已经释放了一些从长远来看会阻碍增长的潜在因素。造成长期缓慢增长的真正原因正是这些预先存在的长期因素，而不是金融危机本身。发达经济体不会进入周期性下行阶段，而是可能进入“长期停滞”时期。

这重新引起了人们对经济增长动力的辩论，相关辩论可追溯到亚当·史密斯、大卫·里卡多、约翰·斯图亚特·密尔和卡尔·马克思等古典经济学家，而在阿尔文·汉森1930年代末提出的“长期停滞理论”中又有某种新的含义。该理论提到“病态复苏被扼杀在襁褓中，经济萧条实现自我恶性循环，留下的一个核就是难以应对且似乎不可消除的失业问题”。汉森在最初的

分析中，强调在人口增长率下滑的背景下“私人投资市场不足”(Hansen, 1939年：4)[17]、货币政策相对无效，以及技术变革未能刺激大量资本支出的问题。所有这些因素都最终在战后时期得到逆转，尤其是因为大规模的公共干预，包括赤字开支，这是汉森本人提出的一种可能的解决方案。但是，在2008年危机之后的缓慢复苏中，有可能发现这些要素的痕迹，这已导致在公开辩论中再次出现“停滞论”的分析。

“长期停滞假设”的现代思潮认为，自从危机以来，传统的宏观经济工具包，特别是货币政策，已经失去大部分效力。由于危机之后的去杠杆化过程，以及名义利率已经接近于零，货币扩张未能转变为提高信贷以便为私营部门支出融资；相反，它面向的是金融资产投资。高额负债给投资需求带来不利影响，已被确定为可以解释发达国家增长率缓慢的原因，它也会影响到未来表现。Koo(2014年)强调，债务融资泡沫破裂后，私营部门的资产负债表恶化，制约了促进生产性投资的能力。Lo和Rogoff(2015年)将增长缓慢的表现归咎于高负债政府为减少公共债务追求长期基本预算盈余所采取的紧缩性财政姿态，尽管还存在替代性政策。作为对长期停滞的进一步解释，Summers(2014年a和2014年b)指出，鉴于已经达到利率零下限约束，进一步放宽货币政策的空间有限，特别是因为通往实际活动的主要传输通道(影响到资产价格和金融产品的相对收益)仅仅对经济主体的投资倾向产生了间接影响。

在关于长期停滞假设的学术辩论中，尚未就实际上是否存在长期停滞——且如果存在，其长期或结构性决定因素有哪些——达成一致意见。一些人认为，增长减速是因为各种供应方因素综合作用的结果。他们认为，由于发达国家人口萎缩和老龄化，劳动力规模缩减，假设的技术创新减速不断阻碍生产力增长。Gordon(2012年)特别强调过去40年里各种不同技术创新的实施速度要比先前突破性技术进步(如蒸汽机、内燃机或电力)更快，并强调资本设备寿命短暂。Dabla-Norris等人(2015年)则从更注重政策的角度列举政策扭曲作为过去数十年里阻碍发达国家生产力增长的因素，特别是阻碍农业和服务业部门的增长。这些作者认为，有必要采取结构性改革措施，降低产品市场僵化程度。另外，特别是在欧洲受危机冲击最严重的国家，一些政府已采取措施提高劳动力市场的灵活性和减少社会福利，旨在解决“供应方制约”问题，提升竞争力，同时长期维持紧缩性财政政策。

另一些观察人士认为，长期停滞反映的是总需求增长不足长达10年的趋势。他们将长期停滞的主要原因归于劳动力收入缺乏增长。从这个角度看，发达国家工资份额自1980年代以来下降了大约10个百分点，这显著制约了基于收入的消费需求并附带对私人投资带来不利影响(《2012年贸发报告》)。个人收入分配差距不断扩大，加深了功能性收入分配恶化造成的这些不利的需求影响，因为工资在最富裕家庭的总收入中所占份额大幅增加，而这些家庭与其他家庭相比，其收入中用于支出的占比更少，储蓄占比更多。实质上寻求通过货币扩张来解决需求不足的政策强化了这些趋势。然而，此类政策并没有促使企业投资于生产活动，而是导致企业投资于金融资产，其结果是刺激资产价格泡沫并使财富分配恶化，却没有解决大多数人口收入停滞的问题。

相关政策辩论主要涉及是面向供应方的结构性改革还是面向需求方的财政和收入政策能够最有效地刺激私人投资和总需求增长。前一种方式是基于灵活性不足的产品和劳动力市场会影响企

业增加其固定投资的看法。[18] 然而，如果长期停滞主要因需求疲软所致，这种政策方式往往会恶化问题而不是解决问题。替代方法使收入政策(如最低工资立法、强化集体谈判制度和社会转移支付)和公共支出在解决需求和供应疲软方面发挥了突出的作用。[19] 公共基础设施投资显然就是这种情况。

Koo(2014年)强调，在私人负债水平较高的背景下，扩张性财政政策未必有害；相反，正如《2011年贸发报告》所讨论，在经济停滞或衰退的经济体，政府支出的正向乘数效应将增加产出和税收，并因此稳定公共债务与国内生产总值的比率。这种公共投资是对私人投资的补充，并且往往会“挤入”私人投资行列。

另外，递进式收入政策使需求增加，因为该政策有助于增强具有高消费倾向的社会阶层的购买力。这又反过来为私人投资创造市场，并带来多重效应：工资收入上涨和改善正规就业，减少了退休金计划的资金压力，使家庭得以在不增加家庭债务的情况下增加消费支出(Palley, 2015年)。而且，众所周知，提高活动和就业水平也能够促进生产力、创造需求和供应扩张的良性循环(McCombie等人，2002年)。因此，财政扩张和收入增长将提高产出，与此同时，加快潜在的产出增长，从而推动良性的反馈关系，为今后持久、非通胀的增长奠定基础。国际协调将使这些令人鼓舞的效果倍增，同时保持国际收支平衡的可持续性(Onaran和Galanis, 2012年；《2013年贸发报告》)。

这一辩论对发展中国家的影响意义重大(Mayer, 2015年)。发达国家的长期停滞将削弱对发展中国家出口的需求，影响产出增长和生产率，并最终为发展中国家带来国际收支平衡问题。另外，选择货币扩张作为促进需求的主要工具，再加上普遍不受监管的资本流动，为流向新兴经济体的资金流带来动荡，其规模远远超出后者的吸收能力。除非发展中国家能够实施宏观经济和审慎政策，制止此类金融冲击，否则，它们将依次面临资产价格泡沫和无节制的举债消费。随之而来的金融危机和经济紧缩可能最终导致全球性长期停滞。

注释

1 数据来自截至2015年7月的《贸发会议数据库》。

2 Financial Times, “Victim of shale revolution, Nigeria stops exporting oil to US”, 2 October 2014.

3 另见《贸发会议新闻》，“2014年，世界商品出口增长0.6%，而服务贸易占全球增长总量的4.2%”，2015年4月14日。

4 除非另有说明，海运贸易数据来自贸发会议，2015年。

5 热带饮料的价格在2014年初急剧上涨，随后一直到2014年10月均保持稳定，仅在2015年头几个月开始下滑。因此，自2011年以来，该组价格总体处于下行趋势。

6 实际上，2015年第一季度油价非常不稳定。这很可能是由于不确定油价下跌幅度会有多大。

7 Bloomberg, “U.S. oil drillers add rigs for second straight week”, 10 July 2015.

8 See *Financial Times*, “Iran’s return to oil market to weigh on crude prices”, 14 July 2015; and *Financial Times*, “Saudi Arabia’s crude oil output hits 10.6m b/d record in June”, 13 July 2015.

9 例如，见 *Forbes*, “U.S. oil production forecasts continue to increase”, 7 May 2015.

10 例如，见*Financial Times*, “Grain prices rise as tighter supply looms”, 30 June 2015; *Financial Times*, “El Niño hits Asian and African cereal production”, 9 July 2015.

11 价格下降是由于中国的铝和锌产量增加，菲律宾的镍供应量增加，以及镍的库存量高(欧洲经济行情研究所协会，2015年)。

12 中国占世界金属需求的一半以上(世界银行，2015年)。

13 *Financial Times*, “Chinese fund doubles down on copper short”, 12 May 2015; *Financial Times*, “Copper benefits from equity margin calls”, 29 June 2015; *Financial Times*, “China’s low rates sound death knell for copper carry trade”, 3 July 2015; *Financial Times*, “Copper hit by China equity swings”, 6 July 2015. 同样值得注意的是，做空铜和做多中国股市是高盛2014年的六大交易理念之一(见： http://www.businessinsider.com/goldman-sachs-top-trades-for-2014-2013-12?op=1).

14 例如，见 *Financial Times*, “Weak Brazilian real drags down coffee and sugar”, 30 March 2015.

15 对石油、铜、小麦或咖啡等不同代表性商品进行同样的计算，也证实了价格的下跌以特别提款权或欧元计价并不如美元升值那么明显。

16 该讨论不涉及石油，前面已经讨论过当前生产环境下的石油前景。

17 见Backhouse 和Boianovsky (2015年)关于长期停滞理论的起源与发展的评论。

18 相反，调查发现，旨在提高劳动力市场灵活性的措施实际上降低了劳动生产率(Vergeer和Kleinknecht, 2010年；Pessoa和van Reenen, 2013年)。

19 见Mukhisa Kituyi(2015年)。贸发会议秘书长在国际货币和金融委员会第三十一次会议上的发言。4月18日。可查阅： https://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/index.asp.

参考文献

AIECE (2015). World trade and commodity prices in 2015-2016. Report submitted to the AIECE Spring General Meeting in London, 20−21 May. Association d’instituts européens de conjoncture économique-Working group on commodity prices and foreign trade. Available at: http://sites.uclouvain.be/aiece/password/WTC-5-2015.pdf.

Backhouse RE and Boianovsky M (2015). Secular stagnation: The history of a macroeconomic heresy. Blanqui Lecture, 19th Annual Conference of the European Society for the History of Economic Thought, Rome, 14−16 May.

BP (2015). *Statistical Review of World Energy 2015*. British Petroleum, London.

Clarkson Research Services (2015). Shipping Review and Outlook. Spring. Clarkson Research Services Limited, London.

Dabla-Norris E, Guo S, Haksar V, Kim M, Kochhar K, Wiseman K and Zdzienicka, A (2015). The new normal: A sector-level perspective on productivity trends in advanced economies. Staff Discussion Note No. 15/03, IMF, Washington, DC.

ECLAC (2015). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*. Santiago, Chile.

EIA (2015). *Short-Term Energy Outlook*. Washington, DC, United States Energy Information Administration. July.

Gordon RJ (2012). Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds. Working Paper No. 18315, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Hansen AH (1939). Economic progress and declining population growth. *American Economic Review*, 29 (1): 1−15.

IMF (2015). Commodity market developments and forecasts, with a focus on investment in an era of low oil prices. Special feature in *World Economic Outlook*, April, Washington, DC.

Koo RC (2014). Balance sheet recession is the reason for secular stagnation. In: Baldwin R and Teulings C, eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. London, VoxEU ebook, CEPR Press.

Lo S and Rogoff K (2015). Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on. Working Paper No. 482, Bank for International Settlements, Basel.

Mayer J (2015). How could the South respond to secular stagnation in the North? Presented at the workshop on Economic Stagnation and Deflation: Challenges for Japan in Comparative Perspective, School of Oriental and African Studies (SOAS), London, 3−4 July.

McCombie JSL, Pugno M and Soro B (2002). *Productivity Growth and Economic Performance: Essays on Verdoorn's Law*. London, Palgrave Macmillan.

OECD-FAO (2015). *Agricultural Outlook 2015–2024*. Paris and Rome.

Onaran Ö and Galanis G (2012). Is aggregate demand wage-led or profit-led? National and global effects. Conditions of Work and Employment Series No. 40, International Labour Organization, Geneva.

Oulton N and Sebastiá-Barriel M (2013). Long and short-term effects of the financial crisis on labour productivity, capital and output. Working Paper No. 470, Bank of England, London.

Palley TI (2015). Inequality, the financial crisis and stagnation: Competing stories and why they matter. Working Paper No. 151, Macroeconomic Policy Institute at the Hans Böckler Foundation, Düsseldorf.

Pessoa JP and van Reenen J (2013). The UK productivity and jobs puzzle: Does the answer lie in labour market flexibility? Special Paper No. 31, Center for Economic Performance, London

SNL Metals & Mining (2015). World Exploration Trends 2015. A Special Report from SNL Metals & Mining for the PDAC International Convention. Available at: http://go.snl.com/rs/snlfinanciallc/images/World-Exploration-Trends-WET-Report-2015-English-USletter.pdf.

Summers L (2014a). US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. Keynote address at the National Association for Business Economics Policy Conference, Arlington, VA.

Summers L (2014b). Reflections on the 'new secular stagnation hypothesis'. In: Baldwin R and Teulings C, eds. *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. London, VoxEU ebook, CEPR Press.

Tang K and Zhu H (2015). Commodities as collateral. Available at: http://www.bus.umich.edu/ConferenceFiles/2015-Mitsui-Finance-Symposium/files/Zhu_Commodities_as_Collateral.pdf.

UNCTAD (2015). *Review of Maritime Transport 2015*. United Nations publication, Geneva (forthcoming).

UNCTAD (*TDR 2011*). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2012*). *Trade and Development Report, 2012. Policies for Inclusive and Balanced Growth*. United Nations publication. Sales No. E.12.II.D.6, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2013*). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2014*). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.

UNWTO (2015a). *UNWTO World Tourism Barometer*, volume 13. World Tourism Organization, Madrid, June.

UNWTO (2015b). *UNWTO World Tourism Barometer – Statistical Annex*, volume 13. World Tourism Organization, Madrid, June.

Vergeer R and Kleinknecht A (2010). The impact of labor market deregulation on productivity: A panel data analysis of 19 OECD countries (1960-2004). *Journal of Post Keynesian Economics*, 33 (2): 371−408.

World Bank (2015). *Commodity Markets Outlook*. July. Available at: http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1304428586133/GEP2015c_commodity_Jul2015.pdf.

Zhang M and Balding C (2015). Carry trade dynamics under capital controls: The case of China. Available at http://ssrn.com/abstract=2623794.

第一章的附件

初级商品市场是否已去金融化？

初级商品市场金融化指的是，初级商品已经成为组合型投资者的一种资产类别，就像股票和债券一样。尽管关于金融化的辩论仍然在继续进行，但大量分析表明初级商品价格动态自2000年代初以来已经发生重大变化，这些变化与金融投资者持有的初级商品市场头寸巨幅增长相关，同时也与这些头寸的构成变化相关(《2009年贸发报告》和《2011年贸发报告》；贸发会议，2011年)。

关于初级商品市场的金融头寸，2006年以来的证据表明，初级商品管理资产总额在全球金融危机发生之前和2009至2011年期间急剧增加。2011年上半年达到了将近4,500亿美元的峰值，随后从2013年1月份仍然高于4,200亿美元的水平跌至2015年5月大约2,700亿美元。尽管下跌幅度可观，管理资产水平仍然接近2008年年中危机之前的峰值(图1.A.1)。

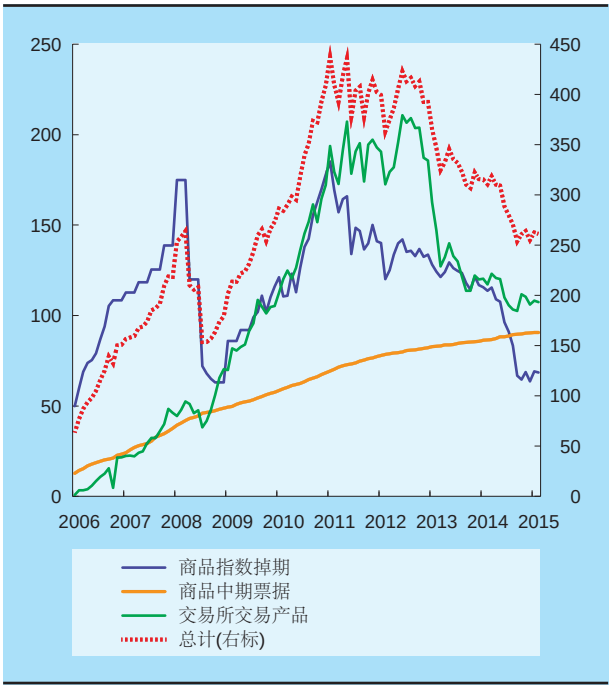
2013年初至2015年年中期间，管理资产头寸总体减少是两个因素综合作用的结果。首先，交易所交易产品头寸急剧减少，如对冲基金持有的期货和期权合约在2013年1月至6月期间暴跌了将近40%。这也是从美联储于2012年9月实施第三轮量化宽松政策到2013年6月宣布美联储可能于当年晚些时候“逐渐减少”量化宽松政策所跨越的时期。2012年最后一个季度也标志着标准普尔500指数股票市场指数开始反弹，并超越先前的峰值继续上涨，这可能得到了金融投资组合从初级商品转向股票重新组合的支持。其次，2014年下半年，被动指数投资头寸同样急剧下跌，紧接着在2015年上半年，这些头寸降到大约700亿美元的最低点。鉴于能源产品在大多数初级商品指数里有相当大的权重，这一动态与油价变动相关，很可能反映了全球需求增长疲弱背景下石油供应的持续增长以及欧佩克不削减产出以阻止价格下跌的决定。[1]

同样值得注意的是，自从2011年年中以来，交易所交易产品头寸几乎连续超过初级商品指数掉期头寸，并且经常是大幅超过。这可能表明，初级商品现在更多地被视为投机性短期投资，而不是长期投资，2008年金融危机爆发之前，当指数投资占据大多数管理资产时，很可能也是这种情况。实际上，指数投资的赢利能力主要依靠的是与其他金融资产投资缺乏密切相关性。但也取决于初级商品现货价格的趋势增长，例如通过大规模初级商品消费国家的快速增长，和/或现货溢价情况，即向下倾斜期货曲线，在这种情况下，即使是现货价格不上升时，指数投资者也能获得正向转仓价差并实现头寸赢利(《2009年贸发报告》和《2011年贸发报告》)。[2]从2006年至危机初现端倪的2008年年中，初级商品现货价格快速上升伴随着指数投资头寸强劲

图1.A.1

2006年4月至2015年5月初级商品管理资产

(10亿美元)



资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是巴克莱研究。

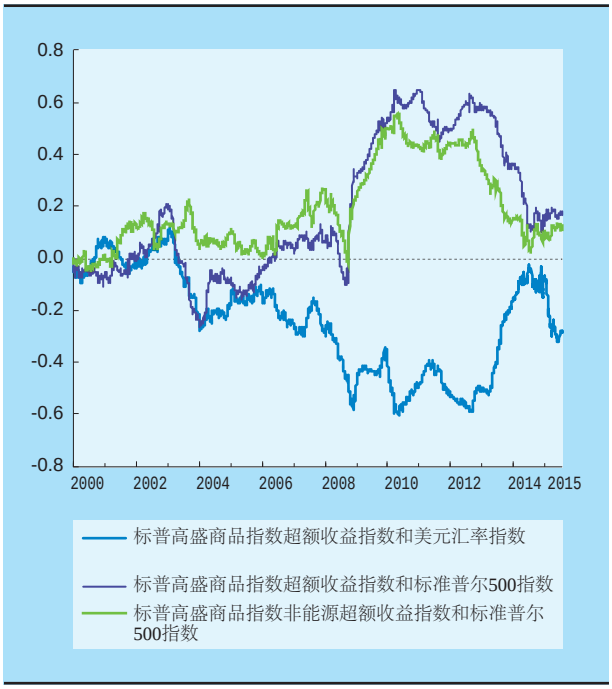
增长。2009年年中至2011年年中，初级商品现货价格同样强劲上升，大型发展中国家，特别是中国，经济增长继续有增无减。但是，此后，发展中国家的增长减缓，初级商品经证明与其他资产类别紧密相关(见下文)，初级商品价格下降。这一时运反转造成指数投资者转仓价差严重转为负，并可能解释了2011年以来大多数初级商品指数投资下跌的原因，特别是2014年下半年这一下跌出现加速的原因。[3]

另一个可能造成管理资产特别是指数投资下跌的因素是初级商品与其他金融资产之间的相关性增加。这种相关性在2000年代初至2008年期间出现上升趋势，2008至2013年期间尤其明显。虽然初级商品与其它金融资产的收益之间的相关性在2013年年中至2014年年中期间减少，与股票市场的相关性则大致稳定在危机前的水平，而与美元的相关性则从2015年初以来再次上升(见图1.A.2)。后者可能主要反映了对美联储即将提高利率的预期消退之后美元汇率表现出来的稳定性，这种预期曾在2014年年中至2015年初推动美元升值。

初级商品与其他金融资产之间的相关性在2000年代初开始提高，2008至2013年期间进一步加强，这可能可归因于初级商品期货价格的动态变化。正如《2009年贸发报告》和《2011年贸发报告》所详细讨论，引起初级商品市场金融化的经济机制主要有两个。[4] 首先，根据风险共担理论，初级商品市场持有多头头寸的金融投资者提供流动资金，适应套期保值的需求并提高风险共担。但是，他们的交易策略是基于自身的需求，

图1.A.2

初级商品指数、股票指数和美元汇率之间的相关性，2000-2015年



资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是汤森路透数据库。

注： 数据反映的是相应指数日收益率一年期滚动相关性。

而需求是由金融市场决定的。这意味着他们倾向于根据价格发展或其他资产市场的感知风险变化来建仓和平仓。当他们这样做时，例如，当他们需要现金来满足股票市场的追缴保证金时，他们就会消耗流动资金并给初级商品市场的风险共担带来不利影响。[5]

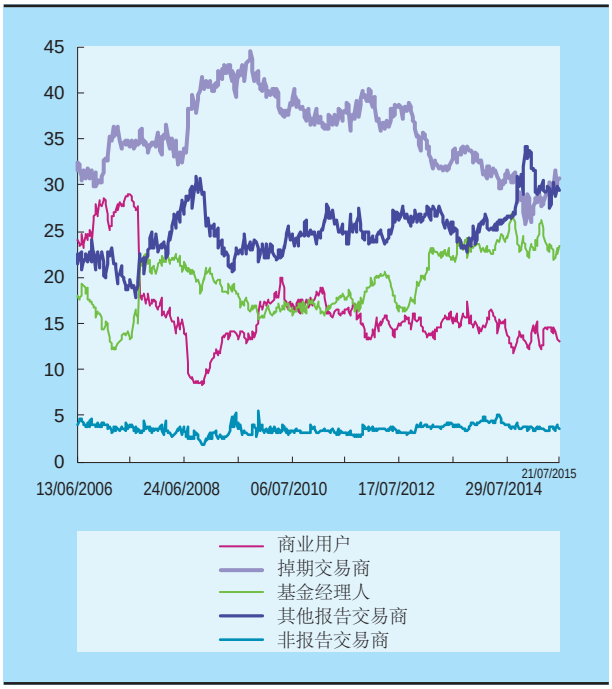
其次，金融投资者往往根据金融市场发出的信息信号进行交易，从而在初级商品交易中引入“噪声”(即，与基本面无关的交易)。当金融投资者的预期彼此不同时，他们就对彼此进行投机交易，这种噪声交易随之加强。会加强这种交易的情况还有：赢利最大的活动来自从众行为时(即，市场参与者追随一段时间的价格趋势，并在众人即将跟风之前减少投资)，以及逆众而动可能会导致巨额损失时——即便具备准确的基本面信息证明确有理由逆众而动。最重要的是，对实物商品感兴趣的市场参与者经常依据关于全球供应与需求冲击以及往往缺乏透明度的库存变化方面的不完整信息而采取行动。[6] 因此，他们不能区别价格的变化是由于金融投资者的交易还是由于基本面的变化引起的。结果，“众人”获得市场支配力并推动价格向预期方向发展，这容易使他们适得其反。

初级商品与其他金融市场之间的相关性提高，削弱了关于初级商品投资是一种合适的投资组合多元化战略的观点。这一观点是基于1959至2004年期间的证据，表明初级商品投资提供了与其他资产类别类似的收益率，但是与股票和债券市场收益率的相关性很低或者为负相关(Gorton和Rouwenhorst, 2004年)。这一发现得到媒体广泛报道，并且通常被认为是初级商品衍生品投资热潮的学界支撑，特别是指数投资头寸多元化的学界支持。根据这方面的最新分析，近期有人提出，初级商品投资多元化的特征依然存在，金融化的假设从来都不是有效的，主要原因有两个(Bhardwaj等人，2015年)。首先，作者认为，

图 1.A.3

2006-2015年按交易者类别分列的纽约商业交易所西得克萨斯中质原油总持仓量的构成

(百分比)



资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是美国商品期货交易委员会《交易员持仓报告》。

注： 美国商品期货交易委员会提供按商业用户、掉期交易商、基金经理人和其他持仓报告交易商分列的多头和空头头寸以及后三个类别的跨价头寸。总持仓是所有这些头寸以及非报告交易商的头寸总和。根据 Bhardwaj等人(2015年)的观点，显示的数据报告了各个类别的总持仓量(多头加空头加跨价头寸的两倍)为未平仓量的两倍。

初级商品市场的未平仓量尽管在2004至2014年期间翻了一番，其构成始终保持相对稳定。他们的这一观点是基于对27种商品头寸的综合分析。但是，这种综合分析很可能会存在偏差。作为最经常交易的商品，石油的价格变化被广泛认为对农业商品价格有着显著的影响(图1.A.3)，石油的相关证据表明，掉期交易商(经常被视为指数投资者代理人)所占份额在2008年年中至2010年初期间大幅增加，此后开始下跌，一直跌到2014年年底，而基金经理人(如对冲基金)所占份额则从

2012年年中开始增加。图中还显示，当油价急速变动时(即，2008年和2014年第三季度至2015年第一季度期间)，其他持仓报告交易商所占份额也迅速飙升，商业用户(包括生产者、商人和用户)所占份额在2007至2008年期间急剧减少，经过一次回弹之后，从2010年开始呈下行趋势。因此，几乎没有证据表明，不同类别的市场用户保持稳定的市场份额。更有甚者，很难明确地将市场参与者划入这些类别之中，因为个体交易者可能并不总是采取相同的交易策略。特别是，商业用户与金融投资者之间的界限越来越模糊，部分原因是贸易公司已逐步从事金融活动(更多讨论，见联合国，2013年：专栏二.2)。这一问题使人们普遍怀疑：Bhardwaj等人(2015年)援引的证据即使毫无偏见，实际上可能没有多大意义。[7]

第二个反对金融化假设的论点认为，初级商品与其他资产类别之间的收益率相关性提高仅仅是一种与金融危机相关的暂时现象(Bhardwaj等人，2015年)。但是，如上所示，并且《2011年贸发报告》也认为，与危机有关的相关性暂时强势增加在很大程度上可归因于美联储连续几轮货币宽松政策，该政策加强了整个市场的相互关系，并为2000年代初已经发生的转变添加第二轮转变。因此，正如贸发会议(《2011年贸发报告》：第132-133页)所指出，“[美国]收紧货币条件只会消除整个市场相关性第二轮转变的根源，但不可能完全消除商品市场的金融化，而是将整个市场的相关性恢复到1990年代末的水平。”

综合而论，没有任何理由假设推动初级商品市场金融化并使市场更多地遵循金融市场的逻辑而不是典型商品市场的逻辑的经济机制已经消失。也没有任何与初级商品市场金融投资或不同资产市场收益率相关性发展情况有关的实证证据表明，初级商品市场已经去金融化。

注释

1 证据还表明，商品中期票据(即，通过商品抵押的企业债务融资工具)出现稳定增长。这至少可以部分反映能源部门债务风险增加，债务负担从2006年的1万亿美元增至2014年的2.5万亿美元(Domanski等人，2015年)。这些票据的发行人一般通过期货市场的多头头寸对冲负债。潜在的初级商品价格在此类票据发行时上涨，在票据终止日期下跌，这一发现(Henderson等人，即将出版)表明，上述票据是与市场基本面变化无关的初级商品价格波动的决定因素。

2 对冲压力理论认为现货溢价情况为“正常”，因为商品生产者需要为投机者提供一个溢价，以承担对冲操作的价格风险。这种情况也是商品期货市场传统上从更广泛的金融市场细分出来的一个关键特征，因为商品消费者实际上往往不愿意与个体生产者进行直接的对冲操作。这是因为消费者面临多种商品的风险，并且没有准备好承担在多种商品市场对冲的固定成本。但是，经验证据强有力地表明，初级商品市场并不总是出现现货溢价，因此，抓住现货溢价阶段对于商品指数投资获得赢利至关重要(Basu和Miffre, 2013年)。

3 例如，标准普尔商品总收益指数2013年4月的值仅为2011年值的90%，之后到2015年初时下跌到

仅为50%；此后，2015年上半年略有反弹。商品期货合约总收益率是现货价格、转仓价差和抵押收益变化的总和。鉴于后者的水平是利率作用的结果，量化宽松时期的特点为总回报指数收益率低，这也就不足为奇了。图1.A.2使用的超额回报指数仅包括前两类回报，不包括抵押收益。

4 第三种机制强调仓储理论。它认为，如果金融投资者推动期货价格上行，那么库存必然增加，因为这种价格上涨会带来持有实体商品的便利收益率并诱使增持更多商品，这又反过来减少了即期消费可利用的供应并使现货价格上涨。便利收益率取决于仓储和融资的成本，因此受到名义利率水平的重大影响。 正如《2009年贸发报告》所讨论，这一观点假设世界范围内实体市场是完全透明的，并且完全可获得关于库存持有情况的信息，而通常情况并非如此。

5 关于与风险共担理论相关的金融投资对初级商品价格的直接影响，经常基于跨越较长时期的格兰杰因果关系检验进行分析。这些检验通常很少发现证据表明金融投资对初级商品价格有直接影响(Sanders和Irwin, 2011年)。不过，这一辨识策略假设，金融市场的信号使金融投资者的行动与初级商品市场的信号背道而驰，并且始终消耗流动资金。情况并不总是如此，特别是金融投资者在其他资产市场的风险回报状况造成他们在初级商品市场的交易行为增加流动资金和提高风险共担时。因此，格兰杰因果关系对具体分时段的检验往往会发现更多此类金融投资者直接影响的证据(Mayer, 2012年)。

6 实际上，集中商品交易所的职能正是聚合分散的信息和促进价格发现。

7 关于这些作者提出的指数投资仍然是一种有效的投资组合多元化策略的观点，值得注意的是，Bhardwaj是“SummerHaven的研究人员，是14亿美元初级商品基金经理人，Rouwenhorst教授也是合伙人”(*Financial Times,* “Investment: revaluing commodities”, 4 June 2015)。

参考文献

Basu D and Miffre J (2013). Capturing the risk premium of commodity futures: The role of hedging pressure. *Journal of Banking and Finance*, 37(7): 2652–2664.

Bhardwaj G, Gorton G and Rouwenhorst KG (2015). Facts and fantasies about commodity futures ten years later. Working Paper No. 21243, National Bureau of Economic Research, (NBER), Cambridge, MA.

Domanski D, Kearns J, Lombardi M and Shin HS (2015). Oil and debt. *BIS Quarterly Review*, March, Basel: 55–65.

Gorton G and Rouwenhorst KG (2004). Facts and fantasies about commodity futures. Working Paper No. 0595, NBER, Cambridge, MA.

Henderson BJ, Pearson ND and Wang L (forthcoming). New evidence on the financialization of commodity markets. *Review of Financial Studies*. Available at: http://rfs.oxfordjournals.org/content/early/2014/12/25/rfs.hhu091.short?rss=1.

Mayer J (2012). The growing financialisation of commodity markets: Divergences between index investors and money managers. *Journal of Development Studies*, 48(6): 751–767.

Sanders D and Irwin S (2011). The impact of index funds in commodity futures markets: A systems approach. *Journal of Alternative Investments*, 14(1): 40–49.

UNCTAD (2011). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information*. New York and Geneva, United Nations.

UNCTAD (*TDR 2009*). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E. 09.II.D.16, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2011*). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.

United Nations (2013). *World Economic Situation and Prospects 2013*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.C.2, New York.

第二章

金融化及宏观经济的制约

A. 导言

金融市场与金融机构的影响力不断增强，又称为“金融化”，影响了财富的产生和分配方式(贸发会议，2011年)。因此，发展中经济体和转型经济体日益融入全球金融系统，而且自千年之交以来资本流入这些国家的速度加快，引发了人们对开放性、金融深化与经济发展之间的联系的讨论。金融一体化日益加强，有可能增强发展所需外部融资的机会。不过，本章认为，多数发展中经济体和转型经济体融入全球金融市场与其长期发展仅有微弱的联系。近年来，由于发达国家中央银行产生的流动性过多，使这种联系进一步受到压力。虽然过去10年来几个发展中经济体和转型经济体表现出强劲增长势头并出现经常账户盈余(或赤字降低)，总体积累了可观的外部储备资产，但它们对日益增多且不稳定的国际资金流特别是短期投机资金流的开放性提高，使它们面临金融繁荣与萧条交替循环的风险。[1] 本章将从宏观经济的视角详细探讨此类风险带来的影响。

自2008-2009年危机以来，资金流向发展中经济体和转型经济体，反映了宏观经济驱动因素先前建立的1980年代初开始在许多国家出现的模式：全球工资份额长期恶化和发达经济体削减公共部门支出进一步抑制了全球需求。全球增长主要是基于扩大金融流动性及形成信贷和资产繁荣。危机爆发之后，发达国家实行量化宽松政策，再加上经过短暂扩张时期之后采取财政紧缩措施，在很大程度上维持了这一模式。[2] 人们希望对发展中经济体和转型经济体的投资能够带来更高收益率，而且人们感觉对发展中经济体和转型经济体投资带来的风险低于先前，这就使得此类投资成为对国际投资者具有吸引力的备选办法。不过，越来越多的流入这些国家的资金往往期限短，或者更具有投机性质，同时表现出不稳定性，令人回想起一些发展中经济体和转型经济体在1980年代和1990年代金融危机之前的流入资金所具有的特点。

本章首先从总体角度考虑发展中经济体和转型经济体的金融化问题，重点强调资本流与要素收入支付之间的关系以及由此产生的贸易平衡压力。发展中经济体和转型经济体的负债总收益率

高于发展中经济体和转型经济体的资产所得，是这些关系中一个没有得到充分认识且有可能造成问题的方面。现有模式表明经常账户的趋势不可持续，因此将导致更大的金融脆弱性。而且，当前正从危机中缓慢复苏，这就要求有力促进全球需求，特别是顺差国要这样做。因此，在此背景下减轻净要素收入损失对经常账户影响的压力，对于增进全球福利来说会适得其反。

本章接着讨论国内宏观经济政策对金融化的影响。本章认为，资本流过剩会改变价格，影响政策，从而可能损害可持续增长和发展的潜力。由于资本账户完全开放，货币主管部门更容易面临外部融资的压力和期望。特别是，大量资本流入会造成汇率上涨压力。普遍承诺维持极低的通胀率，将其本身作为一项目标，会加剧这些影响。同样，财政政策的影响力也因想要维持金融友好公共政策姿态而受到限制，这种姿态不鼓励对支出和财税两方面进行政策干预。其结果是出现了通货紧缩的宏观经济环境趋势，并伴随着金融和生产投资制度的结构脆弱性。所有这些都会阻碍总需求的强劲增长和生产能力的提高。

接着，本章基于投机性融资激增与私营部门风险投资及随后产生的公共部门损失之间的联系，回顾几次金融危机的历史，讨论这些脆弱性对国内总需求的预期影响。这些损失产生的原因是各国政府最终普遍承担私人投机和生产亏损所带来的风险和成本。随后，通过一个更广泛的程式化框架，对比经济增长的国内和外部来源，强调过去的条件与今天的状况如何类似。

本章最后讨论了发展中国家面对这些脆弱性可考虑采取的一些对策。这些对策不仅是为了更好地管理金融化及其宏观经济效应，也是为了加强财政和货币政策与发展目标之间的联系。为了利用国际金融的益处，强有力的国内金融监管必须成为各项努力的核心。不能依靠狭隘构想的通胀目标和高利率来管理资本流和国际收支平衡，而应当以明智的方式使资本控制与汇率管理相结合，包括通过影响资本流的数量及其构成来实现，这将有助于维持获取生产性外部融资的机会，同时鼓励本国投资。积极的财政政策和工业政策对于形成支持国内生产率增长和总需求扩张的结构和环境也至关重要。然而，考虑到金融化的范围和全球资本流的庞大规模，国家层面的宏观经济管理必须以阻止投机性资本流激增的全球措施为补充。另外，通过更大规模的信贷支持机制和共享储备基金，能够在区域一级提供进一步支持。政策协调还应扩展至国内宏观经济管理。如果此类措施能够在区域层面并最终在全球范围内实施，成功的可能性会更大。

B. 全球流动性扩张的挑战

1. 危机前和危机后的流动性扩张

全球需求不足是经济大衰退带来的有待解决的一个主要问题。这部分反映了目前仍然未能将金融与可持续创收和支出重新联系起来的状况。在2008至2009年金融危机爆发之前，主要经济体的有效需求没有得到工资收入持续增长的支持，而工资收入持续增长是推动家庭需求的主要因素，并且，在多数情况下，也没有得到公共部门支出增长的支持。从1990年代以来，财政姿态要么趋于缓和，要么受到大多数主要经济体下行调整的制约。美国是一个例外，2001至2004年期间，在互联网泡沫破灭之后，大量的财政注入帮助提振了该国经济。在缺乏这两个主要推动力的情况下，国内生产总值增长以流动性创造为基础，最初是通过货币主管部门，随后通过私营金融机构(见第三章)。在一些主要经济体，通过资产升值和借贷成功地促进了需求，导致消费激增和私人投资泡沫。其他经济体的相应推动力是净出口需求。金融与需求的这一危机配置与维持生产和创造就业的信贷创造过程截然不同。

同样，在2008至2009年危机之后的复苏期间，1980年代在许多国家开始出现的工资份额长期恶化情况未能得到逆转，多数发达经济体在2009至2010年经过短暂扩张之后普遍转向财政紧缩，使这种情形更加复杂化。这使得复苏几乎完全依赖于重建流动性扩张。然而，危机之前和危机之后存在一些重要差异，从而帮助解释了全球经济增长与财务状况的近期配置情况。

首先，最明显的差异是，危机之后发达经济体公共部门赤字上升，这就不可避免地要对银行、企业和家庭的资产负债表做出前所未有的相应调整。第二个差异是，此次流动性创造是由中央银行引导的，与危机前不同，流动性创造的主要触发因素是私人(和影子)银行部门的过度杠杆化。[3] 第三个差异是前两个差异的结果，即流动性扩张是作为组合资产通过金融部门引导的，包括在发展中国家也是如此，因而大多脱离实体经济。[4]

随着2000年代初期全球股票、初级商品市场和货币之间跨资产相关性增加，上述第三个差异变得明显起来(《2011年贸发报告》，贸发会议，2012年a)。股票市场和货币市场之间的资产组合配置主要反映了对风险追逐与趋避的感知，而对多样化所带来的感知利益则推动初级商品投资，并减少资产价格与基本实物资产表现之间的联系，在2008年年中至2013年年中期间尤其如此。这导致所有市场的波动显著增加。自2013年以来，基本面在解释大多数初级商品价格动向方面具有更重要的意义(见第一章)。在此背景下，实物、金融和外汇市场的价格形成推动因

素的重要程度不断变化，极大地破坏了政策影响实体经济表现或减轻外部冲击的能力。

就发展中经济体和转型经济体而言，它们在危机前和危机后的表现普遍显示出支持性国内需求与出口繁荣相结合的特征。它们整体比发达国家享有更大的国内金融稳定性，资金流自由化程度得到提高，另外，通过对外开放，让更多外国银行和投资者进入其国内市场。然而，正如早先的《贸发报告》和其他研究报告所指出(Akyüz, 2008和2011年)，由于缺乏对国内金融市场的充分监管，全球金融化使发展中经济体和转型经济体更容易受到资本流入的繁荣与萧条交替循环的影响。遭受外部金融周期带来的任何冲击，可能会迅速削弱一些发展中经济体和转型经济体的国内需求实力，还可能影响全球经济的稳定性。

在中国，货币政策的冲销手段和外汇储备积累在很大程度上减轻了资本流入的影响，一些与建筑业繁荣有关联的部门负债过多，成为决策者越来越关切的问题(Chandrasekhar和Ghosh, 2015年；Magnus, 2014年)。[5] 虽然可以预计投资会放缓，但如果恰逢住房建设和基础设施建设急剧减少，就有可能造成大量短期和证券资本流入出现逆转(如下文所详述)。在其他发展中经济体和转型经济体，更具社会包容性的政策在支持国内需求方面发挥了相对有效的作用，这些经济体实施反周期财政措施，推进初级商品以外的产品出口多样化战略计划(仅取得有限成功)，使初级商品采掘所得收益社会化，通过储备积累或不同形式的资本控制减轻过度资本流入的影响。然而，此类政策措施的范围和影响仍有可能不足以应对全球金融市场的巨大规模及随之而来的影响。实际上，2013年的“削减恐慌”使一些发展中国家的表现受到实质性冲击并做出通货紧缩的政策反应，事实证明这可能是资本逆转的(不明显的)前兆(Neely, 2014年；贸发会议，2014年)。这一形势对于未实施任何反补贴政策来管理金融化的发展中经济体和转型经济体可能更具挑战性。

2. 流入发展中经济体和转型经济体的资本量增加和累计风险

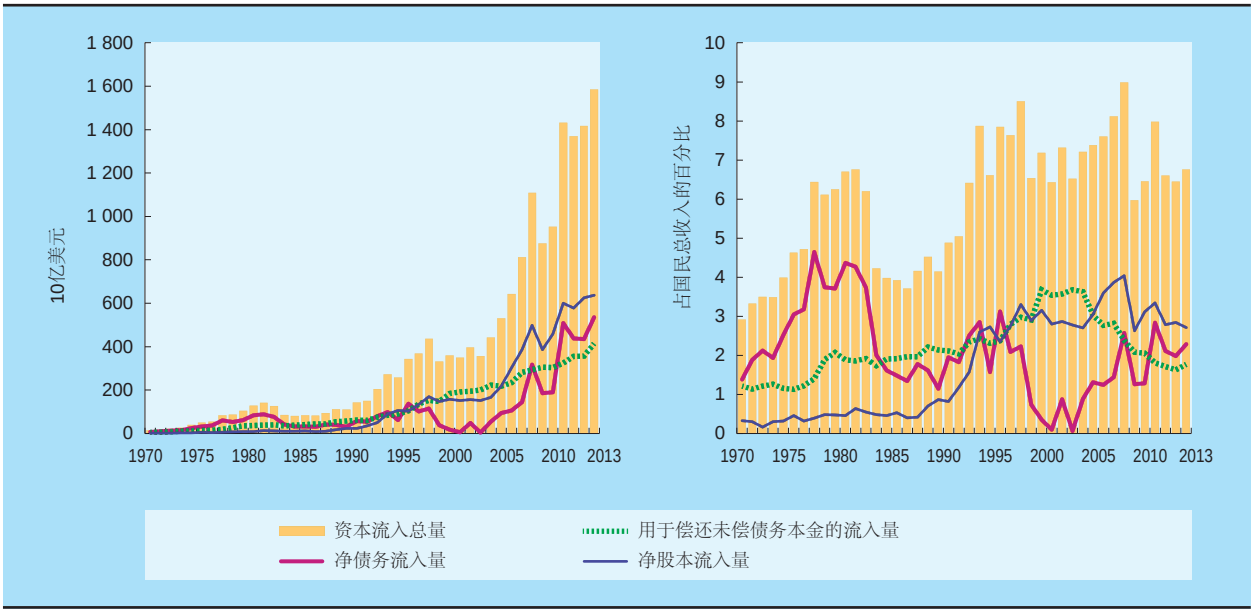
大量发展中经济体和转型经济体的外部资金流和股票的全面记录证实，它们所面临的外部融资来源的风险继续上升(Chandrasekhar, 2007年；Gallagher, 2015年)。[6] 2013年，流向发展中经济体和转型经济体的年度总债务(净流量加上偿还债务)达到将近1万亿美元。这大约是2002年的5倍以上，2002年是1990年代末一系列金融危机和2001年互联网泡沫破灭后的最后一个重要低谷，这一年流向发展中经济体和转型经济体的总债务达到2,040亿美元。应当注意的是，年度总债务流入量的份额增加是偿还债务所引起的，偿还债务随着时间的推移与累积负债量成比例地增长。然而，净债务流入量(即，总流入量减去偿还债务)也大幅增加，从2002年的35亿美元增至2013年的5,350亿美元。根据世界银行《2015年国际债务统计》，在此期间，由证券组合投资和直接投资构成的流入发展中经济体和转型经济体的净股本流入量从1,520亿美元增至6,370亿美元(图2.1)。

考虑到发展中经济体和转型经济体在2003年之后，尽管受到全球金融危机不同程度的影响，但是经历了一段几乎未受中断的快速经济增长期，这些经济体的外部资金流动增加似乎并不太令人惊讶。图2.1列示了对相同流动变数的比较并将其列为占国民总收入的百分比。按这种方法衡量，2002至2007年总流量和净债务流量显著上升，2010年再次增加。特别是总流量，其变化模式与1990年代的繁荣周期类似，但没有1970年代那么急剧，后者导致了1980年代初的债务危机。净股本流入量占国民总收入的百分比也经历了波动，但在1990年代中期以后持续在高位波动。发展中经济体和转型经济体的这两种外部资金流来源(债务和股本)合计占国民总收入的百分比从2002年的2.8%增至2013年的5%，期间两次创历史记录：2007年达到6.6%，2010年达到6.2%。

图2.1

1970-2013年按构成分列的发展中经济体和转型经济体的外国资本流入量

(10亿美元和占国民总收入的百分比)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据是世界银行《国际债务统计》数据库。

这些总和模式并非拥有相对更发达的金融和资本市场的大型发展中经济体和转型经济体所独有。较低收入发展中经济体和转型经济体[7]吸收的流动资本总量可能少得多，但它们的模式与这些经济体整体的模式类似，2002至2013年表现出明显上升，在2007和2010年达到峰值。这一类发展中经济体和转型经济体的两种外部资金流来源(债务和股本)合计占国民总收入的百分比从2002年的2.5%增至2013年的5.1%，2007年达到7.7%的历史记录。

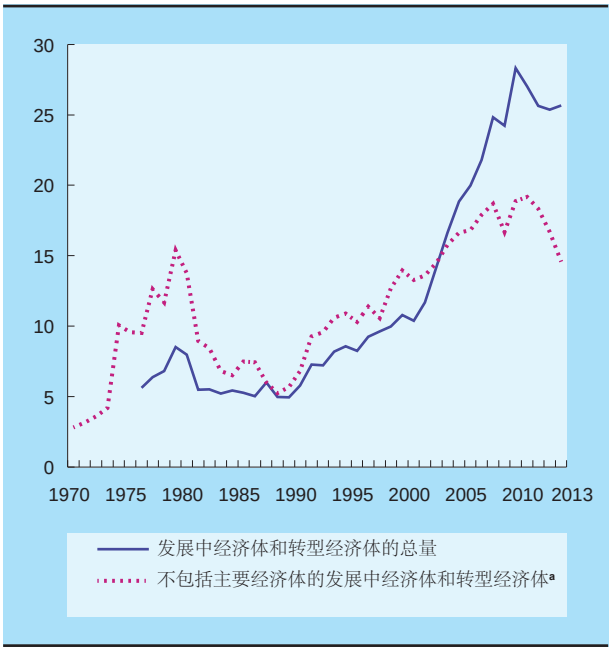
相对于先前各个时期，从2003年起，大多数发展中经济体和转型经济体经历了强劲增长和经常账户盈余或赤字减少，表明发展融资需求可能不是资本流入量激增的主要驱动力。[8] 相反，货币条件等“推动”因素和发达国家投资者的风险认知，再加上发展中经济体和转型经济体的股市升值，可能是起主导作用的动力因素(关于详细的计量经济学研究，见《2013年贸发报告》第三章)。事实上，与发展中经济体和转型经济体整体(特别是该类别中的较大经济体)在此期间积累了数量庞大的外部储备资产也不无关系(图2.2)。[9] 在此情况下，储备积累主要反映了流入量超过正常情况下与国内支出和投资模式一致的额度。截至2013年，发展中经济体和转型经济体持有的储备中40%以上被“借出”，因为它们并非源于经常账户盈余，而是从流入资本中拨出(Akyüz, 2014年，第11段)。尽管决策者经常将储备积累视为预防性措施，但该策略有一定的局限性。考虑到流入量和储备积累的水平，一个重要问题在于这些模式是否与金融稳定性和持续的全球需求一致。

在考虑国际收支平衡时，重点经常是贸易逆差和顺差，并假设净要素收入[10]仅仅反映资本流动的中间模式。但是，要素收入平衡的决定和影

图2.2

1970-2013年发展中经济体和转型经济体的外汇储备存量

(占国民总收入的百分比)



资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是世界银行《国际债务统计》数据库。

a 主要经济体不包括阿根廷、巴西、中国、印度、墨西哥、 南非和土耳其。也不包括阿尔及利亚、埃及、利比亚、摩洛哥和突尼斯。俄罗斯联邦不在《国际债务统计》 的样本之内。

响涉及一些复杂方面。首先，要素收入既取决于收益率，也取决于资产和负债额。反过来，资产和负债分别是流出量和流入量的累计值。其次，顾名思义，经常账户顺差就等于“资本和金融账户”(下称“资本账户”)资金的净流出。[11] 相反，经常账户逆差就等于资本的净流入。但这不意味着某一经济体会恰巧收到与经常账户逆差相符的总流入量，或者总流出量完全等于经常账户顺差。相反，流入和流出在一定程度上是投资者感性认识自行驱动的结果，导致资金与实际经济脱节。如上文所指出，资本流入量若超出弥补经常账户逆差所需的资本，最终会成为居民的私人资本外流或中央银行的储备积累。同样，顺差国除了通过贸易赚取外汇之外，还获得大量私人资本流入量，最终积累为“借入”储备。

考虑到支付给外国投资者的收益率通常高于居民私人或发展中国家中央银行获得的收益率，最终结果是要素收入平衡往往可能呈现使经常账户恶化的趋势。[12] 例如，发展中经济体和转型经济体净(正)盈余投资头寸上升，可能最终与净要素收入下降并存。由于长期出现经常账户赤字，对于发展中经济体和转型经济体来说，这些不利因素会被放大，因为累计准备金大多“被借出”。因此，随着净要素收入不平衡和贸易逆差不断恶化，这些发展中经济体和转型经济体将面临日益增长的净负债头寸。如果逆差发展中经济体和转型经济体不能成功改善其贸易表现，它们就必须依靠资本流入偿还外债。这意味着，这些等于是极其脆弱的“庞氏融资”计划，只有通过增加借款才能偿付当前负债，而且环境或情绪上的任何细微变化，不论是内部还是外部的变化，都可能破坏金融体系和宏观经济条件的稳定性(Minsky, 2008年)。

除其他外，发展中经济体和转型经济体通常会出于与增长和技术进步有关的各种原因改善贸易表现。但是，由于继承负债的积累和不平等收益率造成净要素支付流出量甚至进一步增加，这些预期可能会推动着力寻找经济战略来提高净出口，包括通过减少进口的方式。[13]

总之，经验证据表明，金融化与流入发展中经济体和转型经济体的全球资本流持续增加有关。[14] 另外，发展中经济体和转型经济体面临相对于负债来说资产收益率不均衡的问题。从全球角度来看，这些形态合并在一起，可能以未得到充分认识的方式构成问题。首先，这些经济体可能不知不觉地陷入要素收入账户恶化导致庞氏融资型条件的负债增加的境遇。其次，在当前从危机中缓慢复苏的情形下，当需要作出努力促进全球需求时，特别是需要顺差国这样做时，为减轻净要素收入的损失实现贸易顺差的目标，会产生收缩性偏差。

3. 金融一体化加强和资本流日益不稳定

关于金融一体化的主流观点强调，只要它是在“健全的”宏观经济框架下发生的，就会对投资者和接受国均有益。建议发展中经济体和转型经济体采取的政策包括：减少政府干预(让私人银行和退休基金等金融机构相应地发挥更大的作用)及强化产品与劳动力市场的竞争和结构改革(Caruana, 2011年；米尔肯研究所，2014年a；经合组织，2011年)。

相反，本文的分析采取更宽泛、更具批判性的方式考察金融化问题，强调自金融危机以来推动和拉动因素如何影响发展中经济体和转型经济体面临的风险再度出现。这些更大的风险根源于外部以及国内条件。外部条件包括全球流动性过剩，最近主要是由于发达国家实行量化宽松而财政紧缩造成需求扩张不足所致。[15] 在发展中经济体和转型经济体中，风险往往根源于宏观金融政策不顾国内金融监管的重要性和低估投机泡沫的潜在有害影响。因此，本节着重分析投资组合流动的构成，以此作为评估潜在风险的指导。[16]

过去10年期间，私人无担保短期投机性资金流动在许多较大发展中经济体和转型经济体外部投资组合中的权重显著增加(图2.3)，把所有发展中经济体和转型经济体作为整体来看也是如此，不包括以下另有个别说明的国家。[17] 图2.3描绘了投机性资本流入量与总流入量相比在国民总收入中所占比例更多的模式；差别主要包括公共部门机构的长期或政府担保贷款和外国直接投资。无可否认，在这样一个多样性的国家群体中，初始条件、行为方式和其他因素都存在明显差别。例如，Chandrasekhar(2015年)强调先前和最近发生的金融危机对国家政策响应的影响。印度尼西亚就是一个例子，该国在1997至1998年亚洲金融危机之后的再监管和资本控制帮助解释了为什么资本流入量直到2000年代中期才恢复。另一个例子是阿根廷，2001至2002年危机之后该国净资本流量依然不很大。[18] Gallagher(2015年)等其他作者提出在2008至2009年金融危机之后立即对跨境金融监管进行普查，并特别强调巴西、秘鲁、大韩民国和泰国的案例，这些国家分别实施了第二代和第三代措施、以价格为手段的管制以及外汇监管。

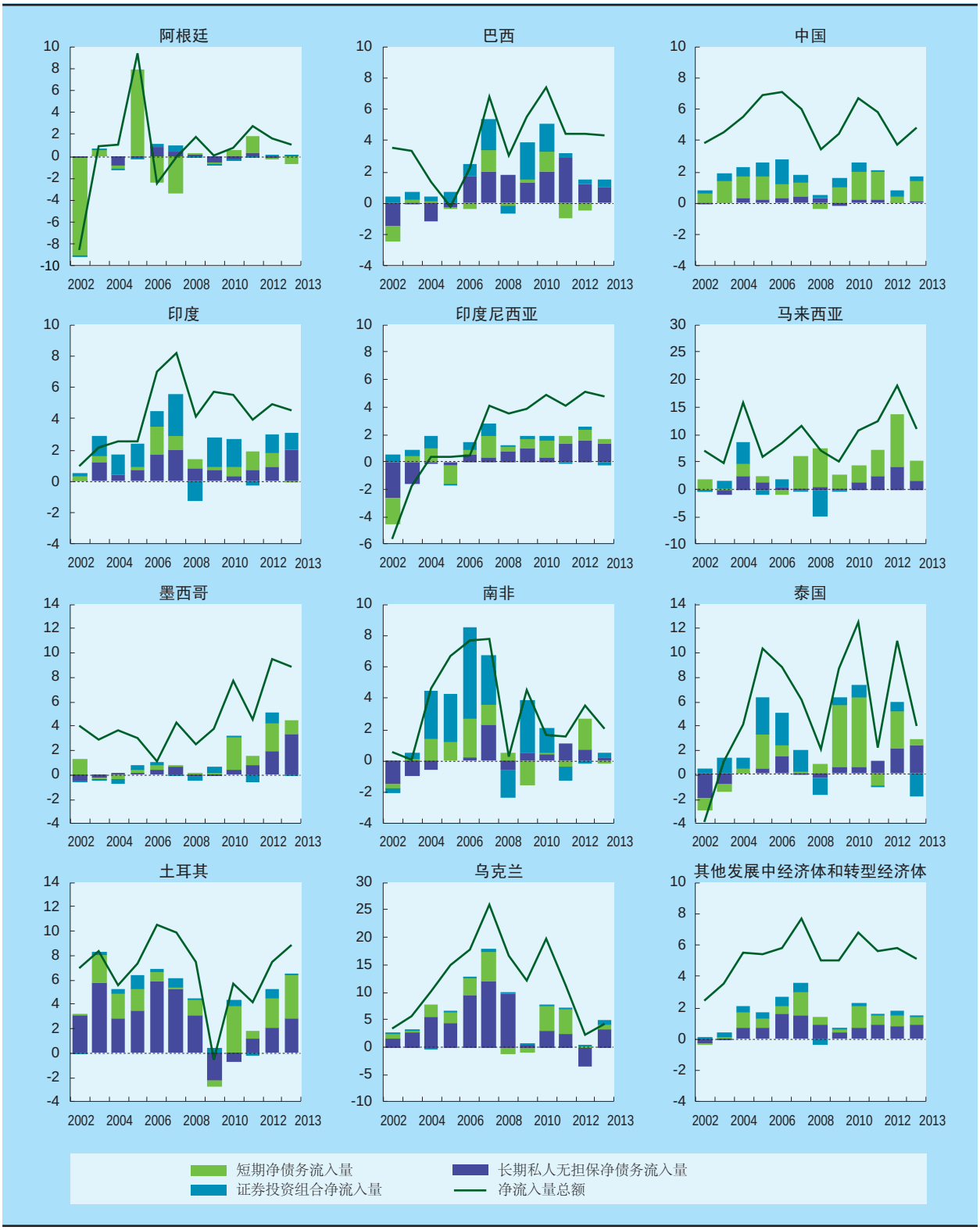
尽管有的观察认为情况各异，但图2.3所列国家组表明，在强势推动的上升和下跌总量中，通常不稳定或不可靠的流量占了相当大的比例，在一些情况下，这种波动非常剧烈。在一两年时期内，几乎所有这些经济体的净流入量规模的变化幅度，无论是上行还是下行，均为国民总收入的5%以上，这明显是受到私人无政府担保债务、短期债务和证券投资组合(即不稳定的)流量的综合波动所驱动。在南非和土耳其(以及2013年危机之前的乌克兰)等一些国家，几乎所有流入量都属于这种不稳定的流动，这些流量合并在一起，能够占到相当大的比重，达到国民总收入的6%以上。对于印度、马来西亚和泰国等另一些国家来说，这种流量甚至更大。在特定样本中，只有中国、印度尼西亚和墨西哥表现出大部分流入量可能不是短期或不稳定性质。在前两个国家，监管发挥了更大的作用，这至少能够部分解释它们的这一表现。

这些模式表明发展中经济体和转型经济体的脆弱性不断提高，不仅是由于它们相对于国民总收入的规模，而且特别是因为：一些市场，如股票市场、外汇市场以及在一些情况下甚至包括房地产市场，其运作领域相对超出了公共政策所能涵盖的范围。这些市场通常是不稳定的，并且彼此高度相关，这加剧了破坏联动的可能性。虽然从单独一个经济体的角度可能很难衡量外汇市场的规模，但股票市场的国内资本化措施能够说明问题：对于图2.3所列的发展中经济体和转型经济体样本来说，国内资本化通常十分可观，在一些情况下占国内生产总值的100%以上(Akyüz, 2014年；米尔肯研究所，2014年b)。

图**2.3**

2002-2013年特定发展中经济体和转型经济体资本流量的构成

(占国民总收入的百分比)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据是世界银行《国际债务统计》数据库。

在许多国家及发展中经济体和转型经济体分组中，不稳定资本流总量与组合之间的差异包括外国直接投资和非证券投资组合流入量(图2.3)。生产活动中的外国直接投资，特别是支持发展的工业部门的外国直接投资，能够积极促进发展。[19] 特别是当绿地投资形式的外国直接投资在国家层面上被适当吸收时，情况尤其如此。不过，应当谨慎解释外国直接投资汇总数据。例如，外国直接投资的分类通常依据股权的大小(基金组织认为，应为10%或以上)，而不是投资的流动性。实际上，金融创新和金融市场深化能够使大量股权进一步显现，而不会显著改变投资的流动性。另一个例子是，房地产这一高度流动性和不稳定的行业在2014年吸引了大多数绿地外国直接投资，而在前20个接受国中只有4个是发展中国家。[20]

另外，需要考虑与外国直接投资有关的要素收入支付的潜在规模。2014年，全球外国直接投资收入价值超过了外国直接投资总流入量的价值。[21] 接收外国直接投资的主要经济体可能经历了上文讨论的各种国际收支不稳定问题，因为维持可持续增长路径需要创造充足的外汇来进行对外支付，特别是在大量投资组合外流的情况下(《1999年贸发报告》)。如果外国直接投资流入量减少，即便是支付少量的利润回流也可能很快变成一个严峻的问题，特别是相当大一部分外国直接投资流入量由再投资收益组成并且可能表现得更像是投资组合流动而不是长期流动时更成问题(Kregel, 2014年b)。[22]

这种不稳定的资本流动状况与1980年代末和1990年代许多发展中国家的经历类似(如下文所述)。尽管私人、短期和股票资本流量占国民总收入百分比的合并份额现已大于这两个十年期间，当时许多发展中国家开始依赖这类形式的融资，因为债券市场在1982年爆发债务危机之后实际上始终无预期收益。Singh和Weisse(1998年)在对发展中国家投机性资本流量和股票市场之间的相互作用进行批判性分析后得出结论认为，由此形成的波动性、宏观金融冲击的可能性、资源配置不当，以及严重扰乱长期发展目标，令人对关于发展中国家应当借助于股票市场来为可持续发展调动资源的论点表示怀疑。

综合上述关于全球资本流结构引起波动以及源于各国国际收支平衡的总体脆弱性的观点，本节认为，不稳定、短期和投机性资本流量的扩张为利用此类外部融资促进发展带来了挑战。下一节将探讨国内宏观经济管理所面临的挑战与机遇。

C. 金融化的宏观经济成本

1. 不受约束的金融一体化对价格和政策的影响

除了上文指出的宏观金融风险以外，流入发展中经济体和转型经济体的不稳定资本流量也对汇率等关键价格产生影响，并且同时制约货币和财政政策。所谓“受国际收支制约”的增长框架为理解外部资金流动与经济增长之间的无数关联和因果关系提供了依据。这是基于这样一种认识，即，为实现持续增长，必须以可持续的方式使进口与净要素收入支付达成平衡。[23] 例如，经常账户逆差或外债相对于国内收入的规模可能限制实现稳定增长的途径。决策者可以通过减少国内支出并因此减少进口，

或者通过增加出口等触发更快速产出增长的配套投资来改变路径(Moreno-Brid, 1998年)。另外，根据这一方式，国际金融市场的条件能够决定可利用的外国融资规模，而这又反过来影响进口和固定投资，最终决定贸易平衡和增长轨道(Barbosa-Filho, 2001年)。

从资金流与货币政策反应相结合如何影响价格的角度来看，这些关系也许最为明显。影响实际汇率以维持竞争力并鼓励贸易品生产，给发展中经济体和转型经济体的决策者带来了挑战。由于进口资本和消费品成本上升，名义汇率过度贬值往往会加剧国内价格通货膨胀。相反，名义汇率过度升值，在没有通过降低国内通胀率进行充分补偿的情况下，可能会造成实际汇率升值的趋势，给经常账户带来长期影响。发展中国家的中央银行政策很难在这些制约范围内做到游刃有余。

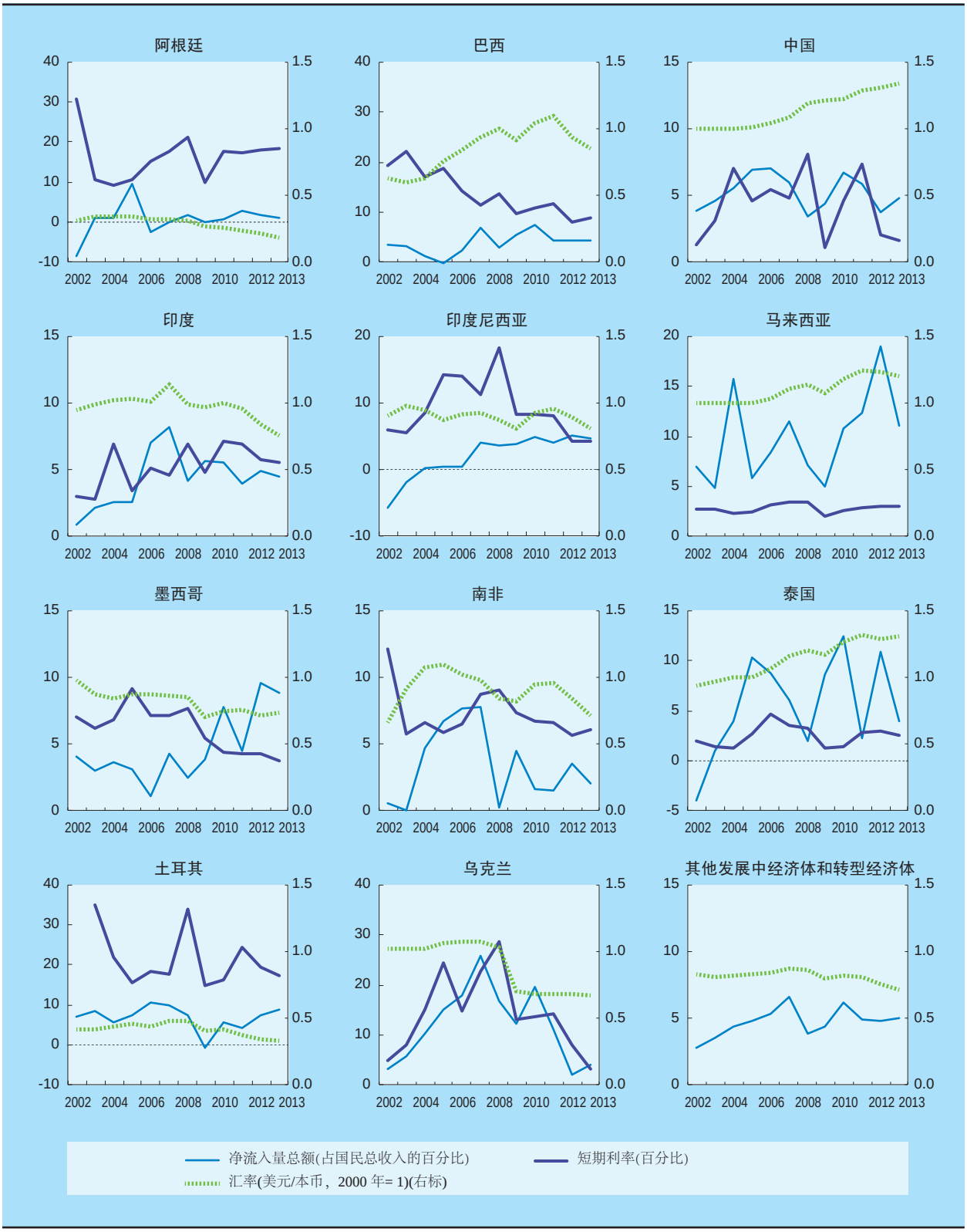
为避免本国货币升值对外汇市场进行干预，导致货币扩张，中央银行经常通过在货币市场抛售政府债券来试图防止这种情况发生。但是，这些运作未必会带来与实际需求一致的稳定利率；一般来说，利率往往超出目标，随后急剧下降。由于外国投资者以套利交易为对策，利率上升进一步给汇率施加上行压力。即使假设外汇管理和储备积累在资本流入的环境下有所帮助，这一政策也经常是非对称的。主管部门通常更难以应对资本逆转情况。利用大量储备来满足对外币的需求存在最终清空金库的风险。[24] 通常情况下，旨在提升利率的货币市场运作被激活。

不论中央银行是否进行明确的汇率管理，如果中央银行的行为是受严密适用的通货膨胀目标制规则所驱使，将会出现名义升值的趋势(进一步解释，见Barbosa-Filho, 2012年)。通货膨胀目标制框架通常倾向于符合关于外生货币供应的存在及其通货膨胀影响的狭义货币主义思想。因此，随着资本流入量激增，货币主管部门可能认为避免由于货币供应增加导致的通货膨胀螺旋上升至关重要。但是，资本外流导致汇率贬值，也可能通过进口价格传递效应触发通货膨胀压力。在通货膨胀目标制框架下，不论通货膨胀压力的来源是什么，控制通货膨胀率的关键工具是利率，随之而来的往往是名义升值的压力。如果这一影响比假定的降低通货膨胀率的影响更大，接着会出现实际汇率升值，如果经常账户大幅度恶化，还有可能发生货币危机。事实上，高利率对价格形成有着不利的影响，因为生产者往往通过提高价格来传递更高的借贷成本(Lavoie, 2001年)。投机性资本流动破坏名义汇率的稳定性，再加上旨在实现高利率的通货膨胀目标机制，不仅可能在短期内由于利率超调和连番校正而产生国际收支平衡问题；而且从长远来看，还可能转化为增长放缓，因为实际汇率往往保持升值以避免金融冲击，实际上损害了经常账户(Frenkel和Rapetti, 2009年)。

图2.4展示一些提到过的图2.3所列相同国家的资本流、汇率和短期政策利率之间相互作用的情况。在一些情况下，所指出的外部资本对宏观经济环境的影响似乎是明确的。资本流入量增加，超过了实际需求融资所需的数额，往往会给汇率施加上行压力。在初级商品价格繁荣时期，这一影响对于初级商品净出口国来说可能会扩大。巴西、马来西亚和乌克兰似乎是这些模式的代表，在某种程度上印度也是，而中国是一个例外，因为政府掌控使汇率稳步上升。对于整个发展中经济体和转型经济体群体而言，尽管总和水平较高，但这种关系基本上是成立的。在另一些情况下(例如，南非和土耳其)，这一相互关系仅适用于特定年份，而在泰国，由于中央银行的干预在短期内发挥作用，汇率的变化从中期来看似乎受到资本流入速度的影响。阿根廷表现出稳

图2.4

2002-2013年特定发展中经济体和转型经济体的净资本流入量、名义汇率和名义利率



资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是世界银行《国际债务统计》数据库；基金组织《世界经济展望》，2015年4月；及基金组织《国际金融统计》数据。

定的名义货币贬值，这并非资本流动(持续低迷)所致，而是体现了该国的通货膨胀率和积极的汇率管理。在这些较模糊的案例中，似乎其他推动因素，包括一定程度的积极政策管理，可能是造成汇率波动的原因。如前所述，印度尼西亚多年来一直维持不断变化的汇率管理制度，而资本流入量的恢复似乎是对2003至2004年开始的初级商品繁荣的回应。

通常情况下，资本流量与汇率周期之间的相互关系在短期内更加明显。实际上，2013年年中，本报告所讨论的许多经济体在美联储宣布将放缓量化宽松的步伐后出现资本流动急剧逆转。紧接着是大幅贬值，一些经济体采取了具体货币政策应对措施来阻止这一转变。鉴于这些经历，完全有理由担心美国收紧货币政策之后会出现这种波动，而且可能是更大规模的波动。从图2.4列出的年度流量中可以看出应对资金流变化的一些短期货币政策举措，资本流入减速之后出现利率上升——这是一种经常很快逆转的形态。在这些情况下，利率波动可能一年比一年剧烈。这种波动性可能对金融稳定和生产性长期投资环境产生破坏性影响。更有甚者，由于高利率经常不是充分有效，或者甚至可能阻碍对通货膨胀的管制，由此产生的实际汇率升值趋势将对经常账户产生持久的影响。

总之，由于对汇率的影响不合常情，加上利率波动并且经常走高，图2.4所示经济体以及许多其他经济体似乎在很大程度上受到金融全球化的不利影响。在一些国家，一定程度的资本控制可能有助于减轻这些影响(Gallagher, 2015年；Ostry等人，2010年)。

汇率、国际收支和货币政策是讨论资金流动带来的宏观经济影响时最经常提到的几个方面。不过，金融化也可能给国民经济施加一般性通货紧缩压力，部分原因是开放的资本账户对财政政策形成制约(Patnaik和Rawal, 2005年；Patnaik, 2006年)。[25] 如上文所指出，在一个以自由和通常不稳定的资金流动为特征的环境里，决策者放弃国内利率的控制权，导致利率通常高于支持国内资本形成的适当利率，破坏了经济活动并使国内生产总值减少。此外，金融化和开放资本账户还形成了往往限制财政政策的宏观经济压力。干预性政策和扩张性财政姿态，不论它们对发展有多么重要，都可能成为国际金融的关切问题。无论这些情绪是来源于对不可持续的债务积累或通货膨胀的担忧，还是希望通过限制公共部门的触角来扩大私人投资者的范围，还是仅仅来源于对公共部门发挥积极作用的抵制，其结果往往如出一辙：决策者对于政府支出可能取代融资感到忧虑(Krugman, 2000年；Patnaik, 2006年)。近期关于财政紧缩与增长的辩论既体现了这方面的关切，也反映了公共赤字和债务无疑不利于增长的思想盛行的现象，即便经验证据表明并非如此(Herndon等人，2013年)。[26] 在收入方面，税收减少可能出于两个相关原因：首先，与公共姿态减弱相关的经济活动水平下降；其次，为国际投资者提供优惠税率以免他们另觅他处的持续压力。其结果是政府活动越来越少，不仅由于政府支出有限，直接导致国民收入减少，而且通过限制支持私人投资和生产率增长的实物和人力资本公共投资类型，间接降低生产能力。

另外，通过强势改变相对价格和需求模式，开放资本账户还可能产生更长期的影响，包括给发展中经济体和转型经济体带来去工业化的压力。鉴于这一风险，应当考虑资本自由化与经常账户之间的相互作用和顺序安排。这是拉丁美洲和撒哈拉以南非洲部分地区的经验(在一些国家可追溯到1970年代末)，这些国家在加大贸易开放性的同时，解除对资本账户的管制，最初导致大量资本流入和货币升值。工业进口成

本降低和品种增加不但对于消费者来说是一种利得，也是用于生产的进口投入要素的来源；然而，它们也抑制了适销产品和服务(包括进出口)的相对价格，挤压国内利润率和工资收入，降低国内投资和就业率。

最近的经验证据表明，在制造业欠发达的经济体，这些条件会如何损害地方能力(《2003年贸发报告》；Rodrik, 2015年)。[27] 这意味着失去增长和扩大高质量就业的机会，因为工业增长对于两者都至关重要。实际上，在这些情况下，在通常非正规、生产率较低的服务业，就业机会有所增加。

因此，金融化和开放资本账户及其为维持稳定性经常需要调高的利率，不论是资本流入还是流出，均会削弱国内投资和政府支持国内投资的能力(Patnaik和Rawal, 2005年；Kregel, 2014年c)。当出现资本流入或流出时，它们可能以各种方式对工业化和发展产生有害的影响。如上文所讨论，资本流入给实际汇率升值施加压力，并提升投机市场短期回报率优先于能够提高生产能力的长期项目的地位(Patnaik, 2003年)。这使得进行发展所要求的结构性转型投资难度加大。另一方面，资本流动突然停止或发生逆转，可能使通货紧缩趋势变成收缩性危机，产生大量实际经济和人力成本，使财政政策主要面向偿还债务而不是支持发展。下一节以发展中经济体和转型经济体金融危机的近期历史为指导，确定这种投机性融资风险过大带来的后果。

2. 以史为鉴：金融危机之后公共部门财政和经济发展

如上文所讨论，金融自由化和放松监管为资本流量以及本地贷款激增提供了一个契机，增加了股票市场和房地产市场泡沫的可能性。这种大规模的资金流入经常随着财政和货币政策适应投资者的预期而扩大。随之产生的金融脆弱性在很大程度上受私人投机和冒险行为所驱动，往往在危机情况下迅速释放出来，带来相当大的实际负面影响并导致公共债务急剧上升。表2.1列出了国家及其发生货币危机、主权债务危机或银行危机的日期，按照已确定的四波金融危机分组：1980年代各种债务危机，1994至1995年墨西哥危机及其所谓的龙舌兰酒效应，1997至1998年亚洲金融危机及其对亚洲区域以外国家产生的连锁反应。[28] 该表并未完整地列出这些时期内发生的所有金融危机，而是根据数据可用性与核心主题列举了代表性样本。

在列出的这些危机事件中，几乎所有危机(33次中有31次)发生前都有一个“资本流动盛宴”，其特征是经常账户平衡方面出现异常大的负面飙升。[29] 同样，危机前出现国内信贷热潮的几率将近75%(所列33次中有24次)。在该表中，人均国内生产总值实际最低增长率是指危机开始之后4年内的最低增长率(包括危机当年，记录为3类危机开始的最早年度，用时间T表示)。其意图是推断出这些危机造成的大致产出损失。后两列是指从公共债务不断增长的角度看国内外债权人为金融危机付出的代价。通过比较公共债务在金融危机开始前一年(T-1)与所列全部危机两年后(T+2)相比占国内生产总值的份额，发现中央政府债务总额的中值(平均)增长率为85.9(124.3)%，而政府外债中值(平均)增长率为42(60.5)%。有趣的是，尽管在对金融危机的主流描述中，财政管理不当是经常提及的需要避免的问题，但造成公共债务急剧增加的通常是为防止私人破产而提供的公共投入以及与之相关的所有成本(例如，私人债务国有化、调整银行资本结构以及货币贬值对外币负债价值的影响)。

(a) 1980年代的经验教训

1980年代拉丁美洲债务危机让许多投资者和分析师猝不及防。[30] 自1930年代以来，全世

表 2.1

金融危机时期、资本流动和公共债务

国家	货币危机(年度)	主权债务危机(默认年度)	银行危机(起始年度)	资本流动盛宴	国内信贷热潮	人均国内生产总值最低实际年增长率	公共债务总额占国内生产总值份额变化情况	外部公共债务总额占国内生产总值份额变化情况
						(百分比)		
1980年代债务危机								
阿根廷	1981	1982	1980	x		-7.1	417.7	53.4
智利	1982	1983	1981	x	x	-11.7	161.7	106.9
墨西哥	1982	1982	1981	x	x	-6.1	95.7	117.9
乌拉圭	1983	1983	1981	x	x	-10.9	378.5	302.9
哥伦比亚	1985		1982	x	x	-1.3	71.1	35.2
厄瓜多尔	1982	1982	1982	x		-2.9	60.5	16.0
巴拉圭	1984	1982		x		-5.9	78.7	35.5
土耳其			1982	x	x	1.2	83.1	32.7
委内瑞拉玻利瓦尔共和国	1984	1982		x		-6.3	95.2	62.1
巴西		1983		x	x	-5.6	12.7	39.7
秘鲁	1981		1983	x	x	-12.5	127.6	73.4
菲律宾	1983	1983	1983	x	x	-9.8	无数据	34.2
阿根廷	1987		1989	x		-8.8	111.4	87.7
秘鲁	1988			x	x	-14.2	146.8	68.7
委内瑞拉玻利瓦尔共和国	1989			x	x	-10.9	43.9	8.8
巴西			1990		x	-5.9	191.1	32.1
组别中值						*-6.7*	*95.7*	*46.6*
龙舌兰危机								
墨西哥	1995		1994	x	x	-7.6	26.4	47.0
阿根廷			1995	x	x	-4.1	14.5	41.3
组别中值						*-5.9*	*20.5*	*44.2*
亚洲金融危机								
印度尼西亚	1998	1999	1997	x	x	-14.4	246.0	100.9
大韩民国		1998	1997	x	x	-6.4	278.8	65.3
马来西亚	1998		1997	x	x	-9.6	7.1	38.1
菲律宾	1998		1997	x	x	-2.7	10.4	42.5
泰国	1998		1997	x	x	-11.5	597.7	28.0
组别中值						*-9.6*	*246.0*	*42.5*
亚洲金融危机的涟漪效应								
哥伦比亚			1998	x	x	-5.8	117.5	20.8
厄瓜多尔	1999	1999	1998	x	x	-6.6	49.9	28.9
俄罗斯联邦	1998	1998	1998	x		-5.1	39.5	96.4
乌克兰	1998	1998	1998	x			70.0	无数据
巴西	1999			x		-1.2	-15.2	46.1
土耳其	2001		2000	x	x	-7.1	144.4	35.1
阿根廷	2002	2001	2001	x	x	-11.7	208.1	149.9
巴拉圭	2002					-2.0	-3.3	18.5
乌拉圭	2002	2002	2002	x	x	-7.8	88.6	60.7
委内瑞拉玻利瓦尔共和国	2002			x	x	-10.5	22.5	10.1
组别中值						*-6.2*	*60.0*	*35.1*

注： 国家和危机列表：国家是按照所列三类危机的危机发生年度先后顺序，称为时间T, 然后按字母顺序排列；货币危机、债务危机和银行危机的日期来源是Laeven和Valencia, 2008年。

资本流动盛宴：“X”表示最早危机发生日期之前三年中任何一年里出现的资本流动盛宴；资料来源：Reinhart和Reinhart, 2008年。

国内信贷热潮：“X”表示下列三个来源之一所确定的在时间T之前发生的国内信贷热潮：Arean等人，2015年；Elekdog和Wu, 2011年，或Takáts和Uper, 2013年。

人均国内生产总值最低实际年增长率：这是指危机开始后四年内的最低年增长率(即，范围是时间T至(T+3))；资料来源：世界银行，《世界发展指标》数据库。

公共债务：中央政府的债务总额包括国内债务和外债。政府外债总额包括欠公共和私营部门的所有外债。百分比变化情况是基于贸发会议秘书处的计算结果；资料来源：Reinhart和Rogoff, 2010年a, 乌克兰的数据除外，该数据来源于de Bolle等人，2006年，百分比变化情况是基于贸发会议秘书处对(T-1)和(T+2)期间变化情况的计算结果。

界一直没有经历过重大金融危机，初级商品价格居高不下，实际利率走低。许多发达国家的银行拥有充裕的石油美元，为发展中经济体的借款人(大部分是私人)提供融资，作为国内投资机会低迷的替代方案。贷款受到银行的监督(而不是基于债券)这一事实被视为会加强信息和监管，增加了普遍盛行的信心感和乐观主义(Reinhart和Rogoff, 2009年)。许多发展中国家利用这些资金来应对石油价格冲击，在面临越来越多的国际收支平衡制约时维持增长；甚至石油出口国都在急于提供贷款的国际放款人的诱导下大量借款(Palma, 2003年)。在政策层面，一些拉丁美洲国家，特别是南锥体国家(阿根廷、智利和乌拉圭)，在1970年代放松金融监管，实行贸易自由化。

从1979年开始，出现了一系列全球经济冲击，包括实际利率飙升。这些是美国努力抑制通货膨胀、发达国家经济衰退加剧以及非石油初级商品价格下降的结果。因此，乐观主义迅速被恐慌所取代。贷款中断、国际收支危机以及随之而来的贬值导致级联式违约(部分列表见表2.1)。为了应对广泛破产这一令人担忧的威胁，拉丁美洲各国政府以实施稳定化和结构调整方案为条件，通过国际金融机构精心安排的重新谈判和偿债服务，把在很大程度上属于私人债务的债务国有化(Díaz-Alejandro, 1985年；Younger, 1993年；Damill等人，2013年)。

回顾这一时期，对国内政策选择持批判态度不无道理，如，将国内金融市场自由化却未实施充分监督，或者在贸易自由化背景下低估实际汇率升值的有害影响。但是，发展中经济体和转型经济体的国内政策和经济结构差异远远大于批评家通常强调的差异。例如，一些政府在经济治理方面采取相对干预性的模式(如巴西)，而另一些政府则进行更加自由的市场改革，包括金融自由化(如阿根廷、智利和乌拉圭)。第三类政府则设立开放资本账户，但对私营部门获取外部资金实加限制(如墨西哥和委内瑞拉玻利瓦尔共和国)(Díaz-Alejandro, 1984年)。这些国家的共同点是：在危机前数年里形成资本流动盛宴的外部经济条件相同、由此产生的金融脆弱性，以及紧随常见经济冲击必然发生的经济崩溃(Stiglitz, 2003年)。[31] 随后，私人债务的显性和隐性政府担保将危机转化为主权债务问题。

考虑到当时的主要经济范式，从1980年代债务危机经验中产生的早期经济模式必定是主要关注“财政可持续性”的挑战，以及在有效固定汇率机制背景下财政赤字和扩张性政策等如何使各经济体陷入易受投机性攻击的境地(例如，Krugman, 1979年；Obstfeld, 1994年)。因此，政府失策可能使投资者丧失信心，产生自我应验的预言，因为投资者的害怕心理将刺激货币贬值，而最初正是货币贬值引发了他们的不安(Krugman, 2014年)。新共识强调恢复国家的财政秩序，剩下的交给市场去做(Calvo, 2005年)。这一视角也反映在与结构调整相关的政策处方中，即以偿还债务为优先重点，并要求实现自由化和私人化。

(b) 资本重新流向拉丁美洲

1989年，墨西哥签署了美国政府的《布雷迪计划》，该计划旨在通过将政府债务转化为美国国库券担保的债券，进一步鼓励自由市场改革和减轻债务负担。不久，陷入1980年代债务危机的一些其他国家效仿墨西哥的做法。这标志着特别是在拉丁美洲开启了一个时代，在这个时代，关于经济政策的《华盛顿共识》在如何管理全球一体化和国内经济的思考中起主导作用，包括坚决致力于实现金融自由化和私有化(Damill等人，2013年)。这些改革和债务重组措施减轻了人们对被称为1980年代关键政策错误的财政债务的担忧，为债务国重新打开了获得国际资本的渠道。

受到相对较高收益率的吸引，再加上对国内政策改革和有望圆满结束《北美自由贸易协定》谈判有信心，资产组合投资者涌入墨西哥，推动国内信贷激增(在商业银行私有化的帮助下)和股票价格上扬，但是对于促进实际国内生产总值增长几乎没有起到任何作用(Grabel, 1996年)。1994年，美国提高利率，再加上一系列影响稳定的政治事件，导致资本流动盛宴结束，为了给经常账户的巨额赤字融资，必须动用储备(Moreno-Brid和Ros, 2004年)。国际投资者对基本上与美元挂钩的墨西哥汇率趋向贬值感到担忧。由此产生的资本外流引发投资者对货币危机的恐慌，自我实现危机通常就是这样发生的。在危机发生前的数年里，墨西哥越来越依赖称为tesobonos的以美元计价的债务证券，导致风险增加，引发投资者对违约和危机的恐慌(Lustig, 1995年)。克林顿政府帮助该国很快获得紧急财政救济，优先考虑偿还债券和促进新自由主义改革(FitzGerald, 1996年；Grabel, 1996年)。

由于忧心忡忡的投资者对固定汇率背景下的风险进行重新评估，墨西哥危机给一些其他新兴市场带来了贬值压力(所谓的“龙舌兰酒效应”)。阿根廷感受到的影响最强烈。1991年初，阿根廷成立了一个货币委员会，维持阿根廷货币兑美元的固定汇率，并规定货币基数完全由国际储备承担(这种安排一直持续到2001年，这一机制促成危机最终在该年爆发)。尽管该机制对于抑制高通胀率有效，但贸易和金融自由化导致实际汇率升值，从而增加了经常账户赤字和外债(Damill等人，2013年)。当墨西哥危机袭来时，阿根廷也面临突如其来的资本外流，主要是国内银行的居民储蓄外流。事实证明，这给阿根廷银行带来的压力过于强大，迫使政府于1995年与基金组织协商达成紧急财政救济协定。基金组织的支助以阿根廷政府通过增加税收紧缩财政政策为条件，为政府债务获得大量外部融资开创了新途径(Calcagno, 1997年；Boughton, 2012年)。巴西在很大程度上通过提高短期利率来避免面临类似的命运，这一做法产生了其他脆弱性(即，利率和公共债务持续走高)，使该国在这个十年的后期易受危机的影响(Palma, 2011年)。

尽管范围有限并且持续时间相对较短，这些危机对关于基本面和自由化的决定性作用的一些传统思维提出了挑战，同时对一些遵循该政策建议的“明星学生”的声誉表示怀疑(Boughton, 2012年，第487-488页)。有些人尝试指认国内储蓄欠缺是未获充分认识的薄弱环节，但是两年后数量可观的储户深陷亚洲金融危机，很快否定了这一思路(Calvo, 2005年)。对于这场后来成为常见的新自由主义“例外论”事件的危机，一种更经久不衰的另类解释是将危机直接归咎于墨西哥政府经济管理不当、政治影响过度和腐败问题(Grabel, 2006年)。有人在尝试解释亚洲金融危机时再次重复了这一推理。

(c) 亚洲金融危机及以后

如果说墨西哥危机令许多人猝不及防，亚洲金融危机的出现则真正令人震惊。该区域大部分宏观经济基本面似乎毫无争议地良好：增长率和储蓄率都较高；由于财政政策一向保守，大多数借款属于私人行为。1996年，就在危机爆发前一年，马来西亚和泰国经常账户赤字额度偏高，[32]该区域总体增长略微下滑，但这些都不能真正说明很快出现的极度惊慌和随之而来的混乱是合理的(Krugman, 1999年)。

和其他危机一样，金融自由化，包括资本账户和国内金融市场自由化，是导致亚洲金融危机的始作俑者(Montes, 1998年)。这些改革的部分目的是应对来自国内公司和银行的压力，它们迫切希望获得全球资本市场较低利率的贷款，用于国内投资；发达国家的大型机构投资者则乐见其成(Wade, 1998年)。东南亚各国政府屈服于压力，

在一些情况下，甚至在听任房地产泡沫增长中形成了既得利益(Wade, 2004年)。[33] 实际结果是私人贷款普遍扩张，其中许多借贷与以硬通货计价的短期债务工具不无联系(Grabel, 1999年)。与此同时，资本流入量与通货膨胀率上升和实际汇率升值相关，导致国际竞争力丧失和经常账户恶化(Chandrasekhar和Ghosh, 2013年)。这些变化推动更多投资者进入房地产和股票市场泡沫，特别是在东南亚。随着泰国资产市场到1995年表现出疲软迹象以及全球资本随着1997年3月美联储加息开始从新兴市场转移，投资者越来越担心泰国无法保持固定汇率(Wade, 1998年)。泰国中央银行在利用本国储备保护泰铢免遭投机性攻击却未取得成功之后，最终于1997年7月让货币浮动。随后泰铢贬值使投资者受到惊吓，引发蔓延，首先是蔓延至东南亚邻近的经济体(印度尼西亚、马来西亚和菲律宾)，接着是香港(中国)、大韩民国和中国台湾省。[34] 基金组织迅速介入帮助控制危机，推动一项议程，该议程此后被批评为可能使蔓延恶化并使危机加深(Radelet和Sachs, 2000年)，基金组织实施以市场为导向的结构改革也被批评为做得过头(Crotty和Lee, 2004年；Stiglitz, 2002年)。

在亚洲以外，俄罗斯联邦接着被拉入危机。实施金融自由化和允许更多外国参与其股票市场和公共债券市场之后，俄罗斯联邦很快面临流向新兴市场的资本流量普遍发生逆转的问题——在俄罗斯联邦的情况下，最初是受到投资者为应对亚洲金融危机而退出巴西和大韩民国市场的牵引(Pinto和Ulatov, 2010年)。初级商品价格下滑进一步影响了俄罗斯联邦维持固定汇率的能力，导致1998年发生货币贬值和违约。俄罗斯危机带来私营部门的巨额损失(包括国内和国际投资者)，导致流向拉丁美洲的资本流戛然而止，表现为出现一系列金融危机和增长走低，1998至2002年被称为“失去的5年”(《1999年贸发报告》；Calvo和Talvi, 2005年)。

阿根廷和巴西的经历说明了这些动态变化及其与先前危机中形成的脆弱性的联系。巴西的财政补助制度由于其努力平安渡过龙舌兰酒危机而被严重削弱，除了提高利率，银行业重组使政府背负了许多额外债务。经济低迷和利息支付高企，导致1994至1998年期间巴西内部财政债务飙升，国内公共债务利息在1994年达到国内生产总值的3.4%，1998年达到国内生产总值的7.3%(《1999年贸发报告》；Sainz和Calcagno, 1999年)。[35] 由于资本流入突然停止和储备不足，很快就无法维持货币挂钩的政策，继而在1999年初发生了货币危机和贬值。在阿根廷，由于无法维持汇率，任何经济增长都会使贸易赤字增加，但缺乏增长会导致财政赤字：其中任何一种赤字都与可兑换制度不一致。只要外部融资保持流动，就可以避免这种矛盾。然而，一旦停止流动，严厉的财政紧缩和基金组织的援助根本无法阻止经济崩溃、挤兑存款以及部分公共债务违约(Calcagno, 2003年；Calvo和Talvi, 2005年；Damill等人，2013年；Grabel, 2006年)。阿根廷的人均国内生产总值实际年均增长率在“失去的5年”期间降至-4.2%，而整个拉丁美洲平均为0.2%。[36]

(d) 金融自由化和系统性风险背景下的公共部门财政

本节综述明确指出，由于发展中经济体和转型经济体推动资本账户和国内金融市场自由化，最初导致资本流入量激增，随后是几乎接踵而来的突然停止或者逆转，因此，发生金融危机的可能性进一步提高。[37] 尽管发展中国家的资本流动盛宴随着自由市场政策姿态而扩张，但它们仍然在很大程度上受到经济体所处外部环境的推动，如全球初级商品价格或美国利率的变化，或者受其他地方的危机产生的心理和经济蔓延效应所驱动。这些外部力量与国内宏观政策和结构相互作用，使总体脆弱性和风险增加。但是，国内因素只有当它们存在于更大的全球金融体系中时

表 2.2

金融危机与墨西哥、俄罗斯联邦和阿根廷的公共债务
(百分比)

国家(危机日期)	公共债务总额占国内生产总值的份额			外部公共债务总额占国内生产总值的份额		
	参照水平	危机前增长率	危机后增长率	参照水平	危机前增长率	危机后增长率
墨西哥(1994年)	42.6	-29.2	26.4	37.3	-10.7	47.0
俄罗斯联邦(1998年)	30.2	34.1	39.5	31.0	4.0	96.4
阿根廷(2001年)	37.6	19.8	208.1	47.9	6.2	149.9

资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据是Reinhart和Rogoff的数据，2010年a。
注：时间T指括号里的危机年份。各列所指如下：
参照水平是债务在(T-3)时占国内生产总值的份额；
危机前增长率指(T-3)和(T-1)期间百分比变化情况；
危机后增长率指(T-1)和(T+3)期间百分比变化情况。

才具有重要意义，这种体系的特征是流动性过多和宏观审慎监管不足，依靠一波又一波的乐观主义，私人冒险过多和过度借贷使得金融崩溃不可避免——这是金融体系本身所特有的动态(Minsky, 1992年)。

在很大程度上属于私人性质的冒险行为与金融自由化相关，随后成为公共债务问题。最直接的原因是政府对私人负债的显性和隐性担保以及私人债务坏账的国有化。但是，金融危机还通过汇率贬值对公共资产和负债的影响系统地削减公共收入和财富，提高实际利率，使实际产出下降，增加应对金融危机所需的额外借款(de Bolle等人，2006年)。尽管主权债务违约是发展中经济体和转型经济体金融危机的一个共同特征，但是，与围绕发展宏观经济学的常见论点相反，在所分析的案例中，大部分公共债务往往是结果，而不是原因。

在阿根廷、墨西哥和俄罗斯联邦等国家，公共债务被认为是造成金融脆弱性从而推动各经济体在1990年代陷入危机的主要原因，但即便在这些国家也有限定条件的充分余地。表2.2详细列出了这三个国家在危机前和危机后的公共债务情况。参照水平是指在危机发生日期之前三年期间(T-3)公共债务占国内生产总值的份额，危机前增长率是指危机发生之前三年期间的百分比增长情况。通过比较可以看出，表2.1所列的危机之后公共债务增长情况在这里重复出现。墨西哥公共债务总额和外部公共债务占国内生产总值的份额在危机之前实际上正在下降，而俄罗斯联邦和阿根廷在危机前的债务水平当然并不预示随后发生的危机。然而，这些数字并未说明债务结构如何使发展中经济体和转型经济体政府愈加脆弱，甚至超过本国债务水平所表明的脆弱性(例如，与外汇相联关的负债程度以及较短偿债期)。即使如此，关于财政浪费与必须服从于全球金融市场规则的各自作用，仍然存在着争论。

3. 迫在眉睫的损失：财政态势、宏观政策和总需求

本章表明，面临无管制和大规模的资金流动的风险可能改变宏观经济发展，导致国内生产总值增长放缓以及国内动态不稳定，其特征是收入和财富在主要部门(私营部门、公共部门和对外部门)之间突然转移。描绘这些转变及其与经

济增长的关系的一个便捷方式是利用“需求态势”框架(见Godley和Cripps, 1983年；Godley和McCarthy, 1998年；及Taylor, 2001和2006年)。该框架重申凯恩斯主义原则，即持续增长要求不断向收入流量中增加资本投入(从简单的宏观经济学角度看，包括私人投资、政府支出和出口)。这些资本投入反过来要求资本流出稳定增长(通过储蓄倾向、税率和进口倾向来衡量)，由于信贷随着收入的循环流动而增加，资本流出稳定增长随着时间的推移能够确保金融稳定性。因此，国内生产总值增长可以解释为在稳定条件下资本投入相对于资本流出的增长；这些条件最终决定主要部门之间的资金转移。资本投入与资本流出的这一比率被称为态势，提供了对需求推动因素和财政平衡的衡量方法。[38]

因此，评估行为变化的一个实用方式是根据增长轨迹跟踪这三个态势(财政、私营和对外)的相关模式。为了弄清楚总需求中的哪些部分引起紧缩以及哪些部分对经济起着刺激作用，可以对比国内生产总值来观察这三种态势。财政态势减弱(政府支出相对于税率下降)、私营态势减弱(投资相对于储蓄倾向下降)，以及对外态势减弱(出口相对于进口倾向下降)，均对增长轨迹产生不利影响，并且可能带来财政不平衡，增加金融不稳定性。

将这一框架运用到上一节讨论的以及表2.1列出的危机，可以发现，在其中三分之二的案例中，需求的主要来源从危机前的国内态势(私人和政府)向危机后的对外态势转变。[39] 这反映出一个趋势，即，危机之后，对外贸易账户出现顺差，而国内需求来源逐渐减少。结构性趋势和周期性影响共同发挥作用。危机之前的经常账户自由化以及资金流入和稳健的汇率，使国内需求得以扩张，进口引起大量资本流出。危机之后，工资压缩和利润降低，再加上财政紧缩和旨在吸引资本流入的利率提高，削弱了私营部门的态势并使进口减少。对外态势的增强主要来源于国内需求下降以及随后进口快速减少。关于国内部门，触发因素是向家庭去杠杆化(提高储蓄倾向)和实施紧缩政策时政府支出收缩(特别是在私营部门的损失被转移到公共部门以及财政不平衡因此增加之后)转变。另外，汇率贬值经常能够使外贸部门成为有效需求的主要来源，但实际出口能力不会大幅度提高。

另有两项考虑突出说明上文所述框架有助于跟踪一些发展中经济体和转型经济体在危机之后的需求推动因素：(一) 初级商品出口收入发挥缓冲作用；(二) 发展中经济体和转型经济体对反周期财政政策的看法发生变化。初级商品价格上升(这一趋势现已出现逆转)维持了——有时是勉强维持——私营部门的获利能力，在面临持续金融动荡时保持乐观的心态。此外，2009年，由于对北方的出口收缩以及资本流入突然停止，整个南方的增长开始减速，实施反周期政策应对举措后，2010年才能出现复苏(Grabel和Gallagher, 2015年)。尽管反周期政策惯例显示出短暂逆转，但强大的金融市场机构仍然维护其有偏见的、短期视角，坚信金融评级的重要性(另见第四章)。政策上反对提供强有力的财政刺激已成为惯例。财政正统思想和过度依赖货币政策给主要发展中经济体带来金融脆弱性和不稳定的汇率(Akyüz, 2013年)。当公共部门直接借债，或者更经常的情况是，当流动性增加产生私营部门债务并最终迁回由公共部门承担债务时，对金融压力的敏感性进一步加剧。支付债务利息，不论是公共债务还是私人债务，进一步抑制了国内态势。

总之，先前危机中出现的、如今依然存在的最重要因素是：开放资本账户；发达国家的货币扩张使热钱周期恶化并造成外部和内部债务(特别是短期债务)增加；从不断深化的工业发展中转移；以及随着货币政策继续促进受到全球金融投资者青睐的通货紧张趋势，对利用财政政策作

为结构转型和工业扩张的工具加以制约。从非常广泛的意义上来说，这些特征在不同程度上适用于当今许多国家，具体取决于各国的资本流动、债务额度以及汇率和利率发展动态。显然，最弱势经济体是那些把国内活动高度集中在少数几个部门的经济体。

D. 政策讨论结论

本章的分析侧重于重塑全球金融市场、导致经济大衰退的原因以及迄今为止的后果。无管制的全球金融市场异常增长，加上大多数发展中经济体和转型经济体国内监管愈发薄弱，加剧了这些国家的脆弱性，而不是提供促进发展需求的融资增长(本报告第六章对此进行了讨论)。本章强调，私人资本流入过多，特别是不稳定或投机性质的资本流入过多，会影响净要素付款、汇率、利率和其他价格的配置，并对货币和财政政策态势产生不利的影响。当发展中经济体和转型经济体由于全球市场条件发生变化而面临资本流动突然停止或出现逆转的威胁时，结果甚至可能更糟糕。根据本章的讨论，显而易见，在这些情况下，决策者为确保取得更稳定的成果而寻求替代方案的努力变得越来越有挑战性。

不通过集体努力改革国际货币和金融架构(这也是第三章的主题)，基本上不可能为促进发展建立起明显更稳定的宏观经济环境。然而，在国家政策范围内，仍然存在一些选项。确切地说，在所提出的建议中，没有一项建议要求从贸易或金融的角度与全球经济脱钩，而是要求更好地管理这种联系以促进发展。

一系列关键性政策选择取决于影响汇率的能力。在避免“角点解”(如汇率固定或完全自由化)的同时，某种类型的有管理浮动仍然是有吸引力的选项(Ghosh, 2007年；Damill等人，2013年)。旨在指导汇率演变、将其作为发展工具的汇率管理(如上述作者及其他人所述)需要综合货币政策、中央银行业务和收入政策。在实践中如何做到这一点取决于各个国家的具体情况，包括它们的制度多样性和资产负债表。[40]

如上文所讨论，在巨大的、无管制的全球金融环境中，以及由少数储备货币主导的全球外汇体系下，若不对资本账户进行一定程度的管理，指导实际汇率的演变将极为困难。近年来，许多政府和国际组织越来越多地能够接受资本控制有可能被用作促进发展和金融稳定的工具。实际上，贸发会议长期以来一直倡导这一政策：1990年代初，贸发会议建议，发展中经济体和转型经济体应当考虑采取措施“抑制与实际投资或贸易交易无关但受到短期利益激励的资本流动”(贸发会议，2012年b, 第50页)。这些旨在恢复稳定性和避免系统性危机的建议及其相关补充建议在当今环境下甚至更具有意义，遭受经济大衰退及其后果严重打击的发达国家也证明了这一点。同样，采取行动的环境和范围因国家而异，确保成功所需要的区域协调程度也各异。

为了避免历史上与外债相关的货币和利率风险，发展中经济体和转型经济体还将更多借款从以外币计价的债务转移到以本币计价的债务。[41]

但是，并非所有发展中国家能够吸引国际投资者进入国内证券市场。即便能够做到这一点，也存在另一种风险，即投资者在国际层面的流动性越强，将持有的债务份额越大，不论是以哪种货币计价的债务。近期的证据证实了这一警告：由于遭受全球金融冲击的风险加大，本币主权债券市场的外国参与度提高，导致波动加剧(Ebeke和Kyobe, 2015年)。

发展中经济体和转型经济体的国际储备增长同样出现喜忧参半的结果。储备增加原则上多为预防性质，是为了防范大量投机性国际资本流入引起的一系列问题，以及资本流入有时突然停止或大量撤离带来的负面经济和社会影响。预防性外汇储备缓冲同样是为了避免经常伴随基金组织类型的紧急财政救济而来的政策自主性丧失，或应对提供国际金融投资者偏爱的宏观政策条件的压力(Grabel, 2006年)。但是，即使外汇储备积累确实提供了一定的保护，为货币受到攻击的国家提供了一些政策空间，以这种方式捆绑发展资金仍会招致机会成本。另外，当决策者努力通过使用外汇储备来抵制资本流动逆转时，随着外汇储备量减少，他们往往最终会诉诸于补充措施，如上调利率。这些政策应对举措最终削弱了经济体，甚至进一步侵蚀信心。如上文所指出，这种得失权衡对中央银行政策构成挑战。

在考虑政策选项时，发展中经济体和转型经济体的中央银行应当认真评估狭义运用通货膨胀目标制带来的影响。为实现在发达国家往往被认为可取的通货膨胀率而施加过多的压力，可能容易导致利率偏高和实际汇率上升，这两者都会抑制生产性投资，并因此抑制发展。但是，一些发展中国家的中央银行仍然广泛(正式或非正式地)采用通货膨胀目标制，考虑到这些国家高通货膨胀率的历史，这反映出它们真正对任何通货膨胀迹象感到担忧。但是，可能更重要的是普遍相信通货膨胀目标制赋予实施该制度的中央银行更高的可信性，从而降低对通货膨胀的预期，并得以提高就业率以应对特定的通货膨胀水平。然而，经验证据并不支持这种可信性论点(Epstein, 2007年)。实际上，就发展中国家而言，稳定的价格形成过程和高质量就业的持续增长是复杂的目标，需要注意到信贷和资金流的总体稳定性。

但是，中央银行能够做的不止是维持价格稳定或汇率竞争力以支持发展，历史记录证实了这一点。第二次世界大战之后，欧洲和日本的中央银行利用利率上限、信贷补贴和信贷分配政策指导重建和促进产业升级(Epstein, 2015年)。二十世纪后半叶，新兴工业化国家仿效实施了类似的政策，这些国家的中央银行为开发银行和政府财政政策提供了重要支助(Amsden, 2001年；《2013年贸发报告》)。当有针对性的或有补贴的信贷鼓励生产率和就业增长而非鼓励带来通货膨胀压力的活动(Epstein和Yeldan, 2009年)时，或者当收入政策确保工资增长跟得上生产率增长时，价格稳定目标仍然能够有助于指导这一类政策选择。

但是，仅凭货币政策是不够的，发达经济体未能全面摆脱近期的危机就是证明。积极的财政和产业政策对于形成支持国内生产率增长和总需求扩张的结构和条件至关重要。维持强劲和稳定的财政态势能够有助于增加生产和收入，创造高质量的就业，并鼓励更加平等的收入分配(给总需求带来更多积极影响)。确保工资收入与生产率同时增长的政策强化了这些机制。引申而言，贸易政策也必须与促进生产率和工资增长的国内目标和政策相一致，在全球、区域和双边贸易谈判中也是如此(见《2014年贸发报告》)。

这些情形着重表明需要更有效的国际政策协调。考虑到全球资本流动的绝对规模，个别国家的管理措施，如资本控制、汇率管理、与

战略发展需求一致的中央银行政策，以及加紧对国内金融体系的监管，可能是不够的。国内政策选项应当辅以抑制投机性资金流扩散的全球和区域措施。此外，可以在区域层面为信贷支持和共同储备基金建立更具实质性的机制。与此同时，当伙伴国家也实施而且实际上全世界都实施反周期宏观经济政策时，为促进发展而改善收入分配和扩大财政空间的成功几率显著提高。实际上，国内政策刺激如果仅在少数几个国家实施，而宏观政策正统观念的惯性在伙伴国家盛行，则其效果会显著削弱。[42] 如果全球投资者和国际金融机构的应对方式带来更大的波动和不确定性，这种情况甚至会产生不利的影响。下一章将进一步讨论这些内容。

注释

1 尽管中等收入国家往往更多地融入全球经济，并因此似乎更容易受到金融化的影响，但本章讨论的资本流量相对于国内生产总值的规模及其对宏观经济的影响适用于所有发展中经济体和转型经济体(更多详情，见B.2节)。

2 2010年第二季度至2013年第四季度期间，在26个发达国家中，除了4个国家(法国、日本、瑞典和瑞士)以外，与其长期趋势相比，所有其他国家都采取了紧缩的财政立场(《2014年贸发报告》，图2.1)。

3 见Chandrasekhar(2007年)关于1997年亚洲金融危机之后导致私营主体全球流动性创造激增的因素的分析，通过对冲基金的操作、证券投资组合形式的外国直接投资以及加强企业并购，这种流动性被传递到发展中国家。

4 为国际投资者提供分析见解的智囊团鼓吹发展中经济体具有潜在的可观收益率。关于决定新兴市场经济体作为投资目的地的相对吸引力的要素的更精确分析，例如见，埃森哲公司，2012年；贝莱德集团，2011年；瑞士信贷，2011年；《经济学家》资料处，2011年；瑞士联合银行，2012年；以及Ahmed和Zlate, 2013年。(后一项研究还评估了美国非常规货币政策成为资金流构成中的一个要素所带来的影响，其中一大部分是投资组合分配。)

5 2015年6月至7月中国股市崩盘及中国政府的应对措施反映了这种担忧(Bloomberg Business，“China stocks plunge as State support fails to revive confidence”， 8 July 2015)。

6 世界银行《2015年国际债务统计》载有125个国家的记录，根据联合国的分类，其中121个国家为发展中经济体和转型经济体。除非另有说明，实证讨论系指这121个发展中经济体和转型经济体。在本章其他地方，发展中经济体和转型经济体系指所有发展中经济体和转型经济体。

7 这些被确认为所有121个发展中经济体和转型经济体中除阿尔及利亚、阿根廷、巴西、中国、埃及、印度、墨西哥、摩洛哥、南非、突尼斯和土耳其以外的经济体。

8 在发展中经济体和转型经济体中，有一些国家是例外，它们在2000年代的经常账户赤字显著大于1990年代，其中最明显的是印度、南非和土耳其。

9 即使是经常账户盈余国家也获得了额外融资，以管理投资组合，增加针对不确定性的资产积累缓冲，应对不同时期的不一致问题(因为预期支出是在获得收入之前决定的)，或者甚至用于金融投机目的。

10 经常账户是贸易平衡以及转账和净要素收入余额的总和。净要素收入主要是对外投资和贷款的收益减去支付给外国投资者和债权人的账款。在国

外工作的居民汇款同样被记为要素收入，对于一些发展中经济体和转型经济体(如印度、墨西哥和菲律宾)来说，这类资金流量规模十分可观。

11 国际收支平衡表中经常账户与资本和金融账户之间的统计误差被列入“净差错和遗漏”类别；这一项目被用来保持经常账户与资本和金融账户之间平等的会计原则。

12 下面的讨论借鉴了Kregel制订的分析框架，2014年a。

13 理论上，具有自由资本流动风险的盈余国家也面临类似挑战。它们甚至可能面临净要素收入下降的趋势以及由此产生的经常账户下行压力。除了推动这些国家出口成功的其他因素之外，净要素收入下降的前景可能带来通过实现更大的盈余目标来进行补偿的压力。

14 虽然本节采用的总体视角对于强调当前环境下资本流动的宏观经济影响至关重要，但下文的详细分析通过区别更不稳定和更投机性的短期资本流动与期限更长和更有可能加强与发展需求的联系的资本流动，提供了一种不同的思考方式。

15 例如，在美国、欧元区和联合王国都发现了这种政策配置，而日本只采用了一部分，其量化宽松伴随着一定程度的财政放松。全面分析，见《2014年贸发报告》。

16 这一视角与Gallagher(2015年)、Kaltenbrunner和Karacimen(即将出版)、Kaltenbrunner和Panceira(2014年)及Powell(2013年)等人近期的研究一致。

17 由于世界银行《国际债务统计》缺乏详细的数据，俄罗斯联邦等一些具有类似相关性的国家未被纳入其中。

18 事实上，2005年记录的私人资本流入量飙升是世界银行记录减免债务的方式。

19 关于为了发展利益提供外国直接投资渠道的讨论，见贸发会议/国际劳工组织联合发布的产业政策(Salazar-Xirinachs等人，2014年)。

20 见 Financial Times, “Real estate and China dominate FDI flows”, 4 June 2015.

21 贸发会议，2015年，第18页，表I.5。

22 2011年至2013年期间，流入发展中经济体和转型经济体的外国直接投资净流量平均包括：再投资收益(45%)和公司内部贷款(22%)；剩下33%由股权组成，包括企业并购(贸发会议，《世界投资报告》数据库)。

23 关于近期的研究，见Thirlwall, 2011年。

24 关于预防性持有外汇储备的有限效力的分析报告，见Patnaik(2007年)；另见Torija Zane(2015年)，其中特别提到拉丁美洲的中央银行。

25 关于此处所提观点的正式出处，见Patnaik和Rawal, 2005年；和Patnaik, 2006年。

26 Herndon等人(2013年)重复Reinhart和Rogoff(2010年b和2010年c)的观点并从经验出发提出质疑，Herndon的著述被广泛用来证明基于公共债务占国内生产总值90%以上会使增长减缓这一典型观点提出的财政紧缩论点。Herndon等人(2013年)得出结论称，Reinhart和Rogoff关于公共债务和增长的结论是基于选择性排除数据、编码错误和不适当的加权汇总统计。在当这些错误得到纠正后，结果表明，公共债务对增长的影响各不相同，而且影响并不大。

27 在拉丁美洲，汇率估值过高、国内需求扩大、贸易体制进一步开放，“导致进口量增加和经常账户赤字不断提高，外国投资者受到较高回报率的前景所吸引，向该区域提供资金。然而，技术进步和重组的创造性进程仍有待实施，利率高、汇率坚挺和资本流不稳定的宏观经济环境几乎没有为这种转型所需的新投资提供什么支助。因此，政策改革未获成功的原因是，‘破’过程中的‘立’要素未能通过增加投资和技术改革带来生产结构的真正转型”(《2003年贸发报告》，第145-146页)。

28 这些涟漪效应与亚洲金融危机分别归类是为了区别此次危机的区域蔓延以及所付出的代价如何体现在其他新兴市场经济体中。

29 这些数据和“资本流动盛宴”这一术语来自Reinhart和Reinhart(2008年)，他们指出，尽管更好的衡量方法是储备积累减去经常账户余额，但经常账户更长的时间序列和更大的数据一致性使之成为令人满意的替代方法。

30 本节的讨论仅限于拉丁美洲。许多其他发展中国家同样被这一轮金融危机所席卷，但拉丁美洲的经历象征着更大的经济力量在起作用。

31 即使是实施了资本控制并且没有出现太多资本外流的巴西也由于普遍中止对拉丁美洲的贷款而受到影响(Díaz-Alejandro, 1984年)。

32 泰国和马来西亚该年的经常账户赤字占国内生产总值的份额分别为-8.1%和-4.4%(基金组织，《世界经济展望》数据库，2014年10月)。

33 Wade认为大韩民国是一个不同的案例，理由是，该国通过获得廉价外国资本与金融有联系的是工业集团企业，而不是房地产的既得利益者。

34 中国台湾省和香港(中国)成功地挡住了投机性攻击，但是，大韩民国由于短期债务面临大得多的风险。

35 相反，政府商品和服务支出占国内生产总值的份额从1994年的19.2%增至1998年的20.6%，大部分增长发生在1995年(增至21%)，其原因是与通胀相关的工资和薪金调整带来的一次性积极影响(《贸发会议统计数据库》)。

36 资料来源：世界银行，《世界发展指标》数据库。

37 另见Demirgüç-Kunt和Detragiache, 1998年；Reinhart和Reinhart, 2008年；及Weller, 2001年。

38 用数学来表示，国内生产总值的主要会计恒等式为消费(C)、私人投资(I)、政府支出(G)和出口(X)之和减去进口(M)。简单的假设允许指定税率(t)及储蓄和进口倾向(分别为s和m)为：

$T = t \cdot GDP; S = s \cdot GDP; M = m \cdot GDP,$

其中T代表税收总额，S代表私人储蓄。围绕会计恒等式的这些方程产生以下表达式：

$GDP = (G + I + X)/(t + s + m)$, 或者：

$GDP = w_t \cdot (G/t) + w_s \cdot (I/s) + w_m \cdot (X/m)$

其中， w_t, w_s 和w_m 为每一项资本流出的权重(分别为税收、储蓄和进口倾向)。这一方程式表明，国内生产总值的增长取决于三个变量G/t、I/s和X/m的增长；分别定义为财政态势、私营部门态势和对外部门态势，在宏观经济环境下，鉴于提到的权重，根据各自乘数的大小而倍增。为避免稳定条件下的推导使表述复杂化，应当注意到这些态势同样反映了金融形势，如果分子大于分母，表示净借入头寸。因此，持续增长的稳定轨迹和金融稳定性要求这些态势当中任何一项的增长速度在长时期内不得超过其他项固定比例的增长速度。

39 在其中40%的案例中，对外账户成为主要推动力，并且在另外27%的案例中，其重要性更为显著。

40 见Frenkel和Taylor(2006年)关于与支持发展的汇率管理相关的不同情形和挑战的讨论。

41 世界银行的数据(2013年)表明，2012年底，发展中经济体和转型经济体本地债务市场的非居民持有比例为26.6%，在一些经济体中，该数据高达40%(援引Akyüz, 2014年，第20页)。

42 见《2013年贸发报告》第一章的附件，全球政策模型模拟阐明了一个事实，即，当伙伴国家采取相反的姿态并以一种典型的“搭便车”方式营利时，以改善劳动力收入为基础的政策和支持性财政政策产生的结果较弱，即便仍然是积极的。

参考文献

Accenture (2012). *Emerging Markets: The Opportunities for Investment Banks*. Dublin, Accenture.

Ahmed S and Zlate A (2013). Capital flows to emerging market economies: A brave new world? International Finance Discussion Papers No. 1081, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

Alper K, Kara H and Yörükoglu M (2013). Alternative tools to manage capital flow volatility. Working Paper No. 13/31, Central Bank of Turkey, Ankara.

Akyüz Y (2008). Financial instability and countercyclical policy. Background paper for *World Economic and Social Situation*. New York, UN-DESA.

Akyüz Y (2011). Capital flows to developing countries in a historical perspective. Will the current boom end with a bust? Research Paper No. 37, South Centre, Geneva.

Akyüz Y (2013). Waving or drowning? Developing countries after the financial crisis. Research Paper No. 48, South Centre, Geneva.

Akyüz Y (2014). Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies. Discussion Paper No. 217, UNCTAD, Geneva.

Amsden A (2001). *The Rise of the Rest: Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford and New York, Oxford University Press.

Arean M, Bouza S, Dabla-Norris E, Gerling K and Njie L (2015). Credit Booms and Macroeconomic Dynamics: Stylized Facts and Lessons for Low-Income Countries. Working Paper WP/15/11, IMF, Washington, DC.

Barbosa-Filho N (2001). The balance-of-payments constraint: From balanced trade to sustainable debt. *BNL Quarterly Review*, 219: 381–400.

Barbosa-Filho N (2012). Exchange rates, growth and inflation: What if the income elasticities of trade flows respond to relative prices? In: Deshpande A, ed. *Capital Without Borders. Challenges to Development.* Gurgaon (Haryana), Anthem Press: 53–70.

Black Rock (2011). *Are Emerging Markets the Next Developed Markets?* New York, Black Rock Investment Institute.

Boughton JM (2012). *Tearing Down Walls: The International Monetary Fund 1990–1999*. Washington, DC, International Monetary Fund.

Calcagno A (1997). Convertibility and the banking system in Argentina. *CEPAL Review*: 63–90.

Calcagno A (2003). Evaluación de las experiencias recientes de política cambiaria en Latinoamérica. *Foros*, 8, Central Bank of Venezuela, Caracas.

Calvo GA (2005). *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge and London, MIT Press.

Calvo GA and Mendoza EG (2005). Petty crime and cruel punishment: Lessons from the Mexican debacle. In: Calvo GA, ed. *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* Cambridge and London, MIT Press: 129–138.

Calvo GA and Talvi E (2005). Sudden stop, financial factors and economic collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile. Working Paper No. 11153, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Caruana J (2011). Capital flows to the emerging market economies: A perspective on policy challenges. Speech delivered at the Forty-sixth SEACEN Governors' Conference, Colombo, Sri Lanka, 24–26 February. Available at: http://www.bis.org/speeches/sp110307.htm.

Chandrasekhar CP (2007). Continuity or change? Finance capital in developing countries a decade after the Asian crisis. *Economic and Political Weekly*, XLII (50): 36–44.

Chandrasekhar CP (2015). Asian banks in trouble. *Frontline*, 9 January.

Chandrasekhar CP and Ghosh J (2013). The Asian financial crisis, financial restructuring and the problem of contagion. In: Wolfson MH and Epstein GA, eds. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. Oxford and New York, Oxford University Press: 311-325.

Chandrasekhar CP and Ghosh J (2015). The bursting of China's housing bubble. *Business Line*, 28 April. Available at: http://www.thehindubusinessline.com/todays-paper/tp-opinion/the-bursting-of-chinas-housing-bubble/article7148168.ece on 7 June 2015.

Credit Suisse (2011). *Investing for Impact: How Social Entrepreneurship is Redefining the Meaning of Return*. Zurich, Credit Suisse Research Institute.

Crotty J and Lee KK (2004). Was the IMF's imposition of economic regime change in Korea justified? A critique of the IMF's economic and political role before and after the crisis. Working Paper No. 77, Political Economy Research Institute, Amherst, MA,

Damill M, Frenkel R and Rapetti M (2013). Financial and currency crises in Latin America. In: Wolfson MH and Epstein GA, eds. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. Oxford and New York, Oxford University Press: 296–310.

de Bolle M, Rother B and Hakobyan I (2006). The level and composition of public sector debt in emerging market crises. Working Paper WP/06/186, IMF, Washington, DC.

Demirgüç-Kunt A and Detragiache E (1998). Financial liberalization and financial fragility. Policy Research Working Paper No. 1917, World Bank, Washington, DC.

Díaz-Alejandro CF (1984). Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore. *Brookings Papers on Economic Activity,* 2: 335–403.

Díaz-Alejandro CF (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics,* 19 (1-2): 1–24.

Ebeke C and Kyobe A (2015). Global financial spillovers to emerging market sovereign debt markets. Working Paper WP/15/141, IMF, Washington, DC.

Economist Intelligence Unit (2011). *GCC Trade and Investment Flows. The Emerging Markets Surge*. London, The Economist Intelligence Unit.

Elekdog S and Wu Y (2011). Rapid credit growth: Boon or boom-bust? Working Paper WP/11/241, IMF, Washington, DC.

Epstein G (2007). Central banks as agents of employment creation. Working Paper No. 38, United Nations Department of Economic and Social Affairs (UN-DESA), New York.

Epstein G (2015). Achieving coherence between macroeconomic and development objectives. Working Paper No. 382, Political Economy Research Institute, Amherst, MA.

Epstein G and Yeldan E (eds.) (2009). *Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*. Northampton, MA, Edward Elgar.

FitzGerald EVK (1996). Intervention versus regulation: The role of the IMF in crisis prevention and management. Discussion Paper, UNDP, New York.

Frenkel R and Rapetti M (2009). Five years of competitive and stable real exchange rates in Argentina, 2002-07. In: Epstein G and Yeldon AE, eds. *Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*, Northampton, MA, Edward Elgar: 179–202.

Frenkel R and Taylor L (2006). Real exchange rate, monetary policy and employment. Working Paper No. 19, UN-DESA, New York.

Gallagher KP (2015). *Ruling Capital: Emerging Markets and Reregulation of Cross-Border Finance*. Ithaca, NY, Cornell University Press.

Ghosh J (2007). Macroeconomic and growth policies. Background note, UN-DESA, New York.

Godley W and Cripps F (1983). *Macroeconomics*. London, MacMillan

Godley W and McCarthy G (1998). Fiscal policy will matter. *Challenge*, 41(1): 38–54.

Grabel I (1996). Stock markets, rentier interest, and the current mexican crisis. *Journal of Economic Issues,* 30(2): 443–449.

Grabel I (1999). Mexico redux? Making sense of the financial crisis of 1997-98. *Journal of Economic Issues,* 33(2): 375–381.

Grabel I (2006). A post-Keynesian analysis of financial crisis in the developing world and directions for reform. In: Arestis P and Sawyer M, eds. *A Handbook of Alternative Monetary Macroeconomics*. Northampton, MA, and Cheltenham, Edward Elgar: 403–419.

Grabel I and Gallagher KP (2015). Capital controls and the global financial crisis: An introduction. *Review of International Political Economy*, 22(1):1–6.

Herndon T, Ash M and Pollin R (2013). Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics,* 38(2): 257–279.

Kaltenbrunner A and Panceira JP (2014). Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: The Brazilian experience. *Cambridge Journal of Economics*, doi:10.1093/cje/beu03.

Kaltenbrunner A and Karacimen E (forthcoming). The Contested Nature of Financialisation in Emerging Capitalist Economies. In: Subasat T and Weeks J, eds. *The Great Meltdown of 2008: Systemic, Conjunctural or Policy Created?* London, Routledge.

Khor M (2014). Developing countries facing new economic problems. *South Bulletin*, 79: 4–5.

Kregel J (2014a). External financing for development and international financial instability. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. London and New York, Anthem Press: 15–40.

Kregel J (2014b). Some Risks and Implications of Financial Globalization for National Policy Autonomy'. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. London and New York, Anthem Press: 63–74.

Kregel J (2014c). Capital flows: Globalization of production and financing development. In: Kattel R, ed. *Economic Development and Financial Instability. Selected Essays of Jan A. Kregel*. London and New York: Anthem Press: 41–62.

Krugman P (1979). A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking,* 11(3): 311–325.

Krugman P (1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. *International Tax and Public Finance*, 6(4): 459–472.

Krugman P (2000). *The Return of Depression Era Economics*. New York, NY, Norton.

Krugman P (2014). Currency regimes, capital flows, and crises. *IMF Economic Review,* 62(4): 470–493 .

Laeven L and Valencia F (2008). Systemic banking crises: A new database. Working Paper WP/08/224, IMF, Washington, DC.

Lavoie M (2001). Pricing. In: Holt RPF and Pressman S, eds. *A New Guide to Post Keynesian Economics*. London, Routledge: 21–31.

Lustig N (1995). The Mexican peso crisis: The foreseeable and the surprise. *Brookings Institution Paper*, Washington, DC.

Magnus G (2014). This time China's property bubble really could burst. *Financial Times Comment,* 12 May. Available at: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6cd98926-d9e1-11e3-b3e3-00144feabdc0.html#axzz3cUG0DlNv.

Markovitz H (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1): 77–91.

Milken Institute (2014a). *The Banking Structure and Regulation in 1993 and 2013: A Cross-Country Comparison*. Washington, DC.

Milken Institute (2014b). *Capital Markets in Developing Countries: The State of Play*. Washington, DC.

Minsky H (1992). The financial instability hypothesis. Working Paper No. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.

Minsky H (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York, NY, McGraw-Hill.

Montes M (1998). *The Currency Crisis in Southeast Asia*. Singapore, Institute of Southeast Asian Studies.

Moreno-Brid JC (1998). On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21(2): 283–298.

Moreno-Brid JC and Ros J (2004). Mexico's market reforms in historical perspective. *CEPAL Review*, 84: 35–56.

Neely C (2014). Lessons from the taper tantrum. *Economic Synopses*, 2, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, MO.

Obstfeld M (1994). The logic of currency crises. Working Paper No. 4640, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA.

OECD (2011). Getting the most out of international capital flows. In: *OECD Economic Outlook 2011*. Paris, OECD: 287–308.

Ostry JD, Ghosh AR, Habermeier K, Chamon M, Qureshi MS and Reinhardt DBS (2010). Capital inflows: The role of controls. IMF Staff Position Note 10/04, Washington, DC, International Monetary Fund.

Palma JG (2003). The Latin American economies during the second half of the twentieth century: From the age of 'ISI' to the Age of 'The End of History'. In: Ha-Joon Chang, ed. *Rethinking Development Economics*. London, Anthem Press: 125–152.

Palma JG (2011). How the full opening of the capital account to highly liquid financial markets led Latin America to two and half cycles of 'mania, panic and crash'. Cambridge Working Papers in Economics, No. 1201. Available at: http://www.econ.cam.ac.uk/dae/repec/cam/pdf/cwpe1201.pdf.

Patnaik P (2003). On the economics of 'open economy' industrialization. V.V. Giri Memorial Lecture for the Annual Conference of the Indian Society of Labour Economics, Kolkata, December.

Patnaik P (2006). Financial flows and open economy macroeconomics. Paper presented at the IDEAs-UNDP Conference on Post Liberalization Constraints on Macroeconomic Policies, Chennai, 27–29 January.

Patnaik P (2007). Financial crisis, reserve accumulation and capital flows. *Economic and Political Weekly*, 42(50): 45–51.

Patnaik P and Rawal V (2005). Level of activity in an economy with free capital mobility. *Economic and Political Weekly*, 40(14): 1449–1457.

Pinto B and Ulatov S (2010). Financial globalization and the Russian crisis. Policy Research Working Paper No. 5312, World Bank, Washington, DC.

Powell J (2013). Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and its Non-Financial Corporations. London, SOAS, University of London, Phd thessis.

Radelet S and Sachs J (2000). The onset of the East Asian financial crisis. In: Krugman P, ed. *Currency Crises*. Chicago, IL, University of Chicago Press: 105–153.

Reinhart CM and Reinhart VR (2008). Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present. Working Paper No. 14321, NBER, Cambridge, MA.

Reinhart CM and Rogoff KS (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton and Oxford, Princeton University Press.

Reinhart CM and Rogoff KS (2010a). From financial crash to debt crisis, Working Paper No. 15795, NBER, Cambridge, MA.

Reinhart CM and Rogoff KS (2010b). Growth in a time of debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 100(2): 573–578.

Reinhart CM and Rogoff KS (2010c). Growth in a time of debt. Working Paper No. 15639, NBER. Cambridge, MA. Available at: http://www.nber.org/papers/w15639.

Rodrik D (2015). Premature deindustrialization. Working Paper No. 20935, NBER, Cambridge MA.

Saínz P and Calcagno A (1999). La economia brasileña ante el Plan Real y su crisis. Temas de Coyuntura, No. 4, United Nations Commission for Latin America and the Caribbean, Santiago, Chile.

Salazar-Xirinachs JM, Nubler I and Kozul-Wright R, eds. (2014). *Transforming Economies. Making Industrial Policy Work for Growth, Jobs and Development*. Geneva, UNCTAD and ILO.

Singh A and Weisse BA (1998). Emerging stock markets, portfolio capital flows and long-term economic growth: Micro and macroeconomic perspectives. *World Development,* 26(4): 607–622.

Stiglitz J (2002). *Globalization and Its Discontents*. New York, NY, WW Norton.

Stiglitz J (2003). Wither reform? Towards a new agenda for Latin America. *CEPAL Review,* 80: 7–37.

Takáts E and Uper C (2013). Credit and growth after financial crises. BIS Working Paper No. 416, Bank for International Settlements, Basel.

Taylor L (2001). *External Liberalization, Economic Performance, and Social Policy*. Oxford and New York, NY, Oxford University Press.

Taylor L (2006). *External Liberalization in Asia, Post-Socialist Europe, and Brazil*. Oxford and New York, NY, Oxford University Press.

Thirlwall AP (2011). Balance of payments constrained growth models: History and overview. School of Economics Discussion Papers, KDPE 1111, University of Kent, Canterbury.

Torija Zane E (2015). Bancos Centrales Periféricos: El Caso de América Latina. In: Abeles M and Prado A, eds. *Estructura productiva, instituciones y dinámica económica en América Latina y el Caribe*. Santiago, Chile, Economic Commission for Latin America and the Caribbean, Libros de la CEPAL (forthcoming).

UBS (2012) *Emerging Markets: The Multi-Asset Approach.* Zurich, UBS Asset Management Research.

UNCTAD (2011). Development-led Globalization. Towards Sustainable and Inclusive Development Paths. Report of the Secretary-General of UNCTAD to UNCTAD XIII. Geneva.

UNCTAD (2012a). The rising sea of global financial markets, Background Note to the G20 Framework Working Group. Geneva.

UNCTAD (2012b). *Trade and Development Report, 1981–2011: Three Decades of Thinking Development*. United Nations Publication. Sales No. E.12.II.D.5, New York and Geneva.

UNCTAD (2014). The recent turmoil in emerging economies. UNCTAD Policy Brief, No. 29, Geneva.

UNCTAD (2015). *World Investment Report 2015: Reforming International Investment governance*. New York and Geneva, United Nations.

UNCTAD (*TDR 1999*). *Trade and Development Report, 1999. Fragile Recovery and Risks: Trade, Finance and Growth*. United Nations publication. Sales No. E.99.II.D.1, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2003*). *Trade and Development Report, 2003. Capital Accumulation, Growth and Structural Change*. United Nations publication. Sales No. E.03.II.D.7, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2011*). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2013*). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2014*). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.

Wade R (1998). The Asian debt-and-development crisis of 1997-?: Causes and consequences. *World Development* 26(8): 1535–1553.

Wade R (2004). *Governing the Market* (second edition). Princeton, Princeton University Press.

Weller C (2001). Financial crises after financial liberalisation: Exceptional circumstances or structural weakness? *Journal of Development Studies,* 38(1): 98–127.

World Bank (2013). Recent developments in local currency bond markets (LCBMs). Washington, DC. Available at: www.g20.org/load/783687600.

Younger S (1993). The economic impact of a foreign-debt bailout for private firms in Ecuador. *Journal of Development Studies*, 29(3): 484–503.

第三章

国际货币体系面临的系统性挑战

A. 导言

当今全球经济的紧张局势与麻烦困境源于有效需求疲软与长期金融不稳定之间的相互作用。2008年全球金融危机提醒人们这种相互作用可能带来经济和社会损害。随后大部分改革努力集中于修复银行资产负债表，加强监管框架以及通过国家和国际层面的行动改善金融机构应对冲击的复原力。这是一个持续的进程(见本报告第四章)。但是，这种努力能否成功与全球宏观经济力量紧密相关，这种力量当前薄弱的根源部分在于现有国际货币体系(货币体系)运行不良。

当前货币体系在提供国际流动性方面造成实质性不稳定，无力为全球经济复苏提供充分支持。

货币体系的主要职能是通过维持稳定的汇率，确保可持续的经常账户头寸，提供适量的国际流动性以及根据外部冲击进行有序调整，帮助实现全球宏观经济和金融稳定。该体系在所有这些方面逐渐削弱和最终崩溃，导致全球宏观经济和金融失衡不断累积，从而促进不稳定的金融市场条件的积聚，最终引发危机(例如，联合国，2009年；Kregel, 2010年；Dorrucci和McKay, 2011年；另见《2010年贸发报告》)。

危机起源于发达国家的金融市场并向全球扩散，这些国家随后采取措施进行危机管理，表明现有全球安全网不足以应对大规模的负面冲击。危机还揭示了当前货币体系在提供国际流动性方面造成实质性不稳定并且无力为全球总需求复苏提供充分支持的趋势。[1] 另外，持续的金融不稳定令人怀疑全球环境能够为实现当前作为《2015年后发展议程》辩论主题的可持续发展目标提供多大的支持。所有这些因素都表明必须对货币体系进行更加根本性的改革。

本章考察当前货币体系的薄弱环节，并提出一些改革的具体内容。本章重点讨论通常被视为

任何货币体系都会遭遇的三项基本挑战(例如见联合国，2009年；Erten和Ocampo, 2012年)，并分析这些挑战以及应对挑战的举措如何随着时间的推移而发生变化。本章认为，为了解决全球经济和金融危机所暴露出来的当前货币体系之不足而进行的改革根本算不上是大胆改革。

三项基本挑战是：

- 首先，对国际流动性的提供进行监管。传统上，不同国家的私人和公共主体都愿意接受一个或多个国家的货币作为记账单位，并以此作为国际经济和金融活动中的一种支付手段或价值储存手段。自从第二次世界大战结束以来，主要用美元来实现这些目的，但与之相伴的是国际流动性的具备情况与汇率的大幅波动。另外，金融全球化和私营金融中介在提供国际流动性方面的作用越来越大，加深了这一挑战的复杂性。

- 其次，为管理冲击提供短期流动性的融资渠道。[2] 国际货币基金组织(基金组织)的初衷就是为了提供这种融资，以防止各国采取贸易限制和竞争性货币贬值措施。然而，发展中国家越来越多地避开基金组织的援助，在1997至1998年亚洲危机之后尤其如此，它们更愿意积累大量外汇储备，作为一种自我保护形式和对抗外来冲击的第一道防线。

- 第三，确保更公平地分摊经常账户调整的负担。[3] 非对称调整过程意味着削减逆差国的支出但不抵消顺差国的支出增长，这就是所谓的货币体系“紧缩性偏向”。在全球产出增长已经乏力的情况下，这会给全球宏观经济活力带来特别不利的影响，目前就是这种情况。

本章认为，短期私人国际资本在提供国际流动性方面的作用加大，产生了繁荣与萧条交替周期，并导致发展中国家积累大量外汇储备，尽管向储备货币国进行相关的资源转移暗含不公平性质。当前形式的货币体系将继续产生不稳定性和不公平性，并迫使发展中国家根据超出其自身控制力的政策影响进行调整。

本章并不是提供全面的改革蓝图，而是侧重于应对上述三项挑战方面的主要困难，并讨论各种不同建议以及实施这些建议所需要的条件。

本章组织结构如下。B节从历史角度概述货币体系先后应对上述三项挑战的方式。该节还分析后布雷顿森林时代如何着重应对这些挑战。在上述分析的基础上，C节评估对现有货币体系进行全面改革的一些建议，由此产生新的、集中管理的货币体系，并带来一些可能更容易实施的渐进式变化。对这种渐进式变化的讨论包括发展中国家为更好地实现发展目标能够采取的积极措施。还讨论了促进区域货币合作可以如何帮助解决货币体系紧缩性偏向问题，并为今后进行更全面的改革提供跳板。D节概述主要结论并列出了政策议程。

B. 国际货币体系：主要挑战及不断演进的应对措施

任何国际货币体系都将面临上述三项挑战。当前全球经济和体制形势决定了这些挑战如何自我展示以及其应对方式的性质和有效性。本节着重就此进行讨论。

1. 金本位制和布雷顿森林体系

古典金本位制从1880年前后一直持续到第一次世界大战之初，一般认为，它通过把提供全球流动性与黄金的实际可获得性联系起来，并根据经常账户变动引起的国内黄金存量的变化进行价格调整来管理上述三项挑战。但是，它的实际运行并不依赖于为确保对称调整而设计的“物价与黄金流动”机制的自动运行；相反，它依赖于联合王国作为当时全球资本流动的主要来源和世界贸易集散地所发挥的主导作用以及因此以伦敦市为中心的一系列商业、金融和政治网络所发挥的主导作用(见Triffin, 1961年；de Cecco, 1974年；Panic, 1992年；以及Eichengreen, 1992年)。这使得全球经济在一段时期内呈现出相对的经济稳定，同时存在大量的跨境资本(和人员)流动，并且贸易流动不断扩张。然而，稳定性集中于构成世界经济“核心”的国家。联合王国持续不断的资本流动确保美国等一些国家能够长期保持大量的经常账户逆差，而出现经常账户逆差的发展中国家则因为顺差国感觉不到调整的压力而经历了更大的资本流量波动和更具破坏性的调整。该体系在第一次世界大战前夕崩溃，当时已经可以明显看出，主要经济体(特别是联合王国)没有遵守规则，反而将国内货币基数扩大到远远超出了合理的黄金储备。

> 布雷顿森林会议旨在建立一个能够阻止在两次世界大战期间出现限制性贸易做法和竞争性贬值的体系。

第一次世界大战之后，重新建立金本位制安排的努力遇到了战时通货膨胀导致名义价格上涨与债权人和债务人发生转变的双重问题。这影响了联合王国承担全球经济领导责任的能力。由于包括联合王国在内的逆差国面临调整的沉重负担，事实证明，这一体系不可能得以维持。1925年，联合王国实行被严重高估的战前汇率平价，最终于1931年被迫退出金汇兑本位制。这也意味着顺差国没有为世界经济提供任何扩张性冲力，这种扩张性冲力原本可以抵消其他国家由于黄金存量减少而被迫采取的紧缩措施。这些因素相结

合，给世界经济带来巨大的紧缩效应，导致大萧条，促使价格急剧下跌，引发债务通缩的威胁(Eichengreen, 1992年)。

许多国家对此采取的应对方式不是协调一致地实施扩张性宏观经济政策，而是放弃金汇兑本位和使货币贬值，以刺激净出口，并通过保护主义措施限制进口。然而，一个国家的出口增加就意味着另一个国家的进口增加。因此，这种以邻为壑的政策所产生的净效应是汇率和产出的波动幅度加大，抑制国际贸易并加剧全球需求下滑。

建立一个能够防止在两次世界大战期间出现限制性贸易做法和竞争性贬值的国际体系，是1944年布雷顿森林会议的一项关键目标。与会者还寻求不再将黄金作为货币基数和汇率决定因素，并讨论了顺差国与逆差国之间是否以及如何更公平地分担调整负担。

众所周知，布雷顿森林会议形成的战后货币体系在很大程度上遵循主要债权国美国的意愿。其主要特征是维持美元与所有其他货币之间的固定汇率，各国央行可以按照每盎司35美元的固定平价将美元兑换成黄金。只有在出现根本性失衡的情况下，才能够改变汇率平价，从而防止两次世界大战期间发生的竞争性贬值。但是，这也意味着鲜有通过价格进行调整(即汇率变化)，[4] 而是通过数量变化(即国内需求变化)进行调整。

该体系还寻求限制外部失衡的规模，从而限制为对外逆差融资所需要的资本流动。根据基金组织理事会决定的条件，通过利用成员国向新成立的基金组织缴纳的本国货币向逆差国提供贷款，可以实现这一目标。但是，因为这些条件仅适用于请求援助的逆差国，并且因为基金组织向逆差国提供的贷款附带严格的政策条件，包括要求货币贬值以及货币和财政紧缩，该体系表现出与布雷顿森林体系设计师们的初衷不符的紧缩性偏向。

到1960年代初，从宣布每盎司35美元的平价来看，外国持有的美元存量开始超过美国持有的黄金储备价值。这就出现了人们所熟知的“特里芬难题”：如果美国不再向其他国家提供美元，全球贸易和收入将面临停滞的风险，但是，如果美国继续通过无限制地供应美元来促进贸易和增长，人们对它承诺以固定价格将美元兑换为黄金的信心将日渐削弱。一个尝试解决特里芬难题的方案是建立特别提款权，这是一种虚拟货币，赋予各国央行无任何附加条件地从基金组织获得美元或其他国际上广泛使用的货币的权利。特别提款权旨在支持使用国扩大贸易和结算，而无需额外增加美元流动性。但是，当这些记账单位最终在1970年1月可以使用时，事实证明，这项改革太无足轻重且为时已晚。

2. 后布雷顿森林时代

1971年8月15日，美国单方面暂停美元与黄金兑换。实行固定汇率的布雷顿森林体系最终在1973年崩溃，弹性汇率成为规范，通过对《国际货币基金组织协定》进行修订，将浮动汇率合法化。[5] 与此同时，呼吁基金组织“对各成员国的汇率政策进行严密监督”，以防止竞争性贬值和持续低估，同时使调整机制更加均衡。

除了抛弃美元与黄金挂钩和采取广泛浮动汇率以外，后布雷顿森林时代的其他核心特征包括流动性提供模式的变化。经常为短期性质的私人国际资本流动作为通过美国经常账户赤字提供流动性的补充正在发挥越来越大的作用，意味着全球流动性的提供不再仅限于所谓的“官方流动性”，即，“为清理债权可通过货币当局无条件

获得的资金”(国际清算银行，2011年，第4页)。可以通过积累的外汇储备、央行之间的换汇机制以及基金组织的特别提款权分配或贷款协定来调动官方流动性。通过银行等金融机构的跨境业务以及提供跨境信贷和/或以外币计价贷款的企业等非金融机构，可以提供流动性，并且这种流动性可能并且已经日益扩大。[6] 这实际上意味着国际货币体系与金融体系逐渐融合。

浮动汇率和逐步自由化，再加上国际资本流动在提供国际流动性方面发挥越来越大的作用，曾被预计会减轻逆差国通过数量变化(即国内需求减少)进行调整的压力，使其更加重视通过价格(即汇率变化)进行调整，包括通过顺差国的货币升值进行调整。在国际资本流动随着油价飙升而大幅增加的环境下，这一做法被认为尤其重要。另外，这些顺应市场的机制预计会阻止一些国家积累不断增加的官方储备，同时赋予各国寻求实现国内宏观经济政策目标的必要自主权。

短期国际私人资本流动在提供国际流动性方面发挥越来越大的作用，并使之呈现顺周期性和不稳定性……

然而，与这些预期相反，后布雷顿森林时代经历了反复出现的外汇大幅波动、巨大收支失衡以及不断增长的外汇储备。此外，货币体系的新要素未能消除紧缩性偏向，这种偏向使得逆差国在调整收支失衡方面比顺差国面临更大的压力，而国际资本流动自由化带来了与私人资本流动的固有波动和顺周期性相关的新的不稳定形式。

在2008年爆发全球金融危机之前，银行贷款已构成美元信贷的主体。欧洲银行(主要是法国、德国、瑞士和联合王国的银行)努力寻找满足最低资本要求的(想象中的)安全资产(如美国银行发行的基于资产的证券)，因此其贷款占到了全球美元银行市场的三分之一(Borio等人，2014年)。这也可能意味着欧洲银行在为美国金融危机前的信贷繁荣融资方面所发挥的作用，超过了发展中国家以持有美国国债的形式积累外汇储备所发挥的作用，尽管这些国家经常出现巨额贸易顺差。相反，自从危机爆发以来，大部分美元贷款都是以美国境外的公司和政府发行的债券形式。据McCauley等人(2015年)近期的一项评估报告估计，2014年年中，由未偿还银行贷款和债券构成的美国境外非金融借贷者的美元信贷额达到8万亿美元，相当于除美国以外全球产出的13%。[7] 这一离岸美元信贷总额显著超过了总额分别为2.5万亿美元和6,000亿美元的欧元和日元离岸信贷总额。另一个值得注意的特征是，2005年至金融危机之初以及自从2009年以来，与国内信贷相比，美元信贷向美国境外的借贷者扩张的速度明显快得多。

私人信贷造成的全球流动性激增带来了一些后果。首先，由于私人资本流动受到金融投资者寻求更高收益、投资者的杠杆能力以及发达国家货币政策决策等推力因素所推动的全球金融周期的制约，国际流动性的提供变得顺周期而变化而且不稳定。流向个别国家的国际私人资本总额受到该国拉力因素的影响，如增长预期和外部融资需求，另外还受到资本账户开放性的影响(例如，Rey, 2013年；Ghosh等人，2014年)。在繁荣时期，创造私人流动性将会扩大官方流动性。相反，在危机时期，金融投资者的风险偏好和杠杆能力往往下滑，导致国际私人资本流动性的供应大幅减少。私人资本流动的这一顺周期性构成了一定的风险，即当国家面临最严重的流动性短缺

时，国际流动性的提供将出现缩减，使大部分官方流动性完好无损。

其次，私人流动性的供应量增加，意味着经常账户逆差国家只要能够获得充足的私人贷款就能够避免调整。但这经常是以加重顺周期压力和使汇率变动与基本经济要素脱离为代价的。除非资本流入受到遏制或者央行干预货币市场，以阻止资本流入造成本国货币升值，否则没有任何经济或体制机制会限制这一自我强化过程，从而导致贸易逆差和资本流入增加，而非增强全球金融市场对该过程的可持续性的信心——这种信心最终消失殆尽。

第三，资本流动总额比净流量(或商品和服务贸易数量与价格的发展变化)更能够解释国际收支危机。它们还影响经常账户平衡，因为大的总资产和负债头寸会带来重大投资收入流动。它们对发展中国家经常账户的净影响往往是负面的，不仅由于金融负债一般大于资产，还因为利率支付和收入之间的差异。

……作为对策，发展中国家寻求积累大量外汇储备，以求自保……

另外，如果总流入量突然停止而总流出量同时激增，从净资本流的角度看，国家将受到严重的负面冲击，从造成汇率变化的角度看，则等同于经常账户恶化。如果资产负债表存在大量货币错配问题，这些变化可能特别具有破坏性；反过来，汇率急剧下滑可能造成债务偿还困难和违约增加。特别是当资产负债表的错配发生在不能随时调动外汇储备来弥补流动性短缺时，尤其如此。

自1970年代以来，新兴市场经济体出现了一系列金融危机，这与私人资本流动方向突然改变密切相关(见第二章)。这一经历导致金融一体化的发展中国家以外汇储备的形式积累官方流动性，原因有两点：首先，作为一种自我保护的方式，以弥补由于资本流动突然停止或逆转最终造成流动性短缺；其次，作为外汇市场干预的附带结果，这种干预是为了避免与进口融资无关的资本流入导致货币升值。这意味着储备积累在很大程度上可以被视为一项政策措施，旨在减轻顺周期的国际资本流动对国内经济的不利影响。

鉴于基金组织的贷款所附带的政策条件在很大程度上造成了严重的宏观经济紧缩，该战略的一个相关目标是避免在危机形势下依靠基金组织。这种贷款条件往往基于对根本问题的不当评估，基金组织本身也承认了这一点(《2001年贸发报告》和《2011年贸发报告》；基金组织，2011年a)。

外汇储备的积累还可能反映非预防性动机，如国家汇率制度的选择和具体的宏观经济战略。对于通过促进净出口来支持国内增长和依靠干预外汇市场来维持外部竞争力的国家来说，储备积累发挥了重要作用。这种以出口为导向的增长战略有时导致巨额经常账户盈余。

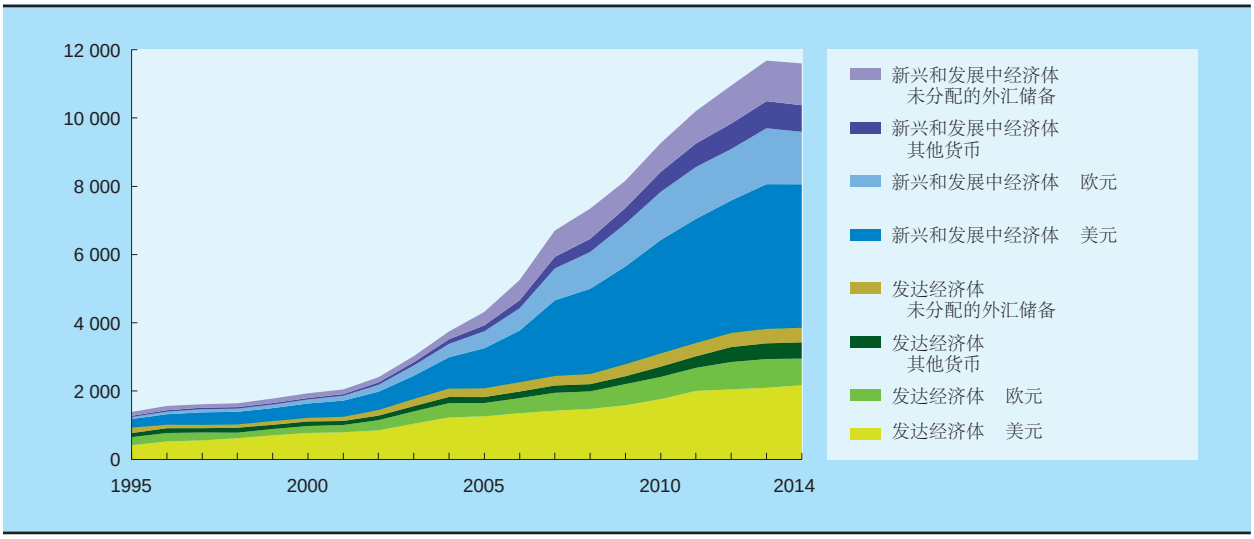
自从新千年之初以来，外汇储备持有总量激增，在2014年达到近12万亿美元(图3.1)。在增加的外汇储备中，发展中国家占大多数，特别是中国。2014年，中国持有的外汇储备约占世界总量的三分之一，大致占发展中国家总量的45%。[8]

根据常规量度法，如，为应对出口收入的波动或使短期(最长一年)外债延期所需要的储备水平(即关于外汇储备充足率的所谓“圭多惕－格林斯潘规则”)，这些储备存量有时被判定为

图3.1

1995-2014年按计价货币分列的特定国家组的外汇储备

(10亿现值美元)



资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是基金组织，2015年a。

注： 由于无法公开获得中国外汇储备构成数据，故图中根据2014年的估计数字将这些外汇储备分配到整个时期（《金融时报》，2014年4月15日），大约三分之二为美元，四分之一为欧元，剩下为其他货币。

“过多”。但是，经验估计表明，金融开放性、预期汇率稳定以及国内银行系统的规模是决定外汇储备充足率的补充考虑因素。在危机形势下，除了消除外国资金流入突然停止或逆转所产生的贬值压力之外，试图避免或减缓货币贬值的决策者可能还需要应对流动国内存款的大规模和突然撤离(即，“突发性资本外逃”)。这意味着关于外汇储备充足率的决定会因经济体类型而各异。[9] 对于金融一体化的发展中经济体来说，储备充足率可能由“圭多惕－格林斯潘规则”以及作为居民资本外逃潜在来源的广义货币的大小来决定。对于在全球金融市场的融入程度较低的许多最不发达国家来说，传统的贸易相关规则仍然是切实可行的起点，除此之外，国家特定因素决定了评估的准确性。在发达经济体，储备充足率将取决于它们是否已经为此目的获得国际官方流动性的其他来源(例如，通过央行之间的定期外币互换协议，下一节对此进行讨论)。否则，发达经济体需要依靠外汇储备来降低美元流动性短缺以及相关的外汇市场运行不良导致的银行和非银行资产负债表风险，并在这种情况出现时抑制不利影响(其他详情，例如见，基金组织，2015年b)。

各国规模庞大的外汇储备产生了新形式的特里芬难题。最初的难题与官方美元储备的规模及其持有国对于美国能够以固定价格将这些外汇储备兑换成黄金的信心相关。新形式的难题是指两种机制相结合：首先，外汇储备持续积累与储备货币国家不断购买政府债券形式的所谓安全资产相关；其次，这就要求这些外汇储备持有国对美国国债及储备货币不会贬值有信心，因为贬值将意味着国家外汇储备的购买力下降(Aglietta和Coudert, 2014年)。[10] 从中长期来看，美元作为主要国际货币的地位将在一定程

度上取决于美国以及其他重要经济体今后的财政政策和表现(Eichengreen, 2011年)，同时在一定程度上取决于是否拥有可能对美元的作用构成挑战的替代方案的。

这种替代方案目前尚不明朗。2008年始于美国的全球金融危机原本预计会对美元的国际作用构成严重挑战。[11] 然而，美元作为国际货币的主导地位仍然完好无损，而且如果说有什么变化，那也是自从危机爆发以来，美元实际上得到了加强(例如，Prasad, 2013年)。除了将美元用作国际贸易计价货币以外，并没有任何明显的变化(Goldberg和Tille, 2008年；Auboin, 2012年)。[12] 此外，美元始终维持其在外汇市场的主导地位，全世界85%以上的外汇交易继续使用美元，要么是交易双方都使用，要么是在美元与其他货币的兑换中使用(国际清算银行，2014年；Goldberg, 2011年)。[13] 美元还依然是许多国家汇率安排的核心货币，并且在央行的外汇储备中仍然占据主导地位，在发达国家和发展中国家报告的储备构成中大约占三分之二(图3.1)。另外，美元仍然是国际资本市场使用的主要货币。

……但是，流向储备货币国的相关资金转移使货币体系极为不公平。

总之，本节认为，当前的美元本位制既不稳定也不公平。由于宏观经济政策在很大程度上是基于国家优先事项，普遍浮动与国际私人资本流动在国际流动性的提供方面发挥的可观作用相结合，随之产生国际流动性的供应大幅波动以及经常广泛外部失衡的积累，对外部失衡的调整一般在危机期间进行。因此，现有体系未能提供合理的全球宏观经济和金融稳定水平。金融一体化的发展中国家选择通过积累大量外汇储备来克服这一缺陷，尽管流向储备货币国家的相关资金转移使货币体系极为不公平。[14] 大规模外部失衡的积累(经常伴随着资本流量波动)及其无序演变表明有必要对这种失衡的规模实施限制。这种情况还表明，尤其是在危机形势下，有必要在全球范围内采用更高效的以外汇计价的流动性供应形式来补充(并且最终取代)为预防目的而持有的大量外汇储备。下一节详细讨论这些问题。

C. 国际货币体系改革

现有许多改革货币体系的建议普遍显示出全面性与可行性之间的反向关系。那些旨在使货币体系回归更加注重规则和多边协调体系以便应对导言中所述全部三项挑战的建议，尤其体现出这种反向关系。大多数建议都有着悠久的历史，在每一次重大国际金融危机之后定期浮现出来。这并不令人惊讶。实际上，对于有可能在近期内达成共识的更多循序渐进但完全可行的改革措施来说，它们起到了基准的作用。一个相关的问题是，当前令人不满的全球经济形势是否会提高全面改革获得政治认可的几率并形成它们将需要的高度一致的多边协定和宏观经济政策协调。

本节首先讨论其中一些全面建议，接着侧重第二类目标不那么远大但可能更加容易实施的建议。第二类建议通常认为，除了增加安全资产的供应，特别是在危机时期增加官方流动性的可用性之外，改革应当以遏制短期私人资本流动在提供国际流动性方面的作用为目标。这将减少外汇储备的需求以及不可持续的经常账户失衡的积累。这种改革同样似乎非常适合与旨在增加顺差国在调整方面的作用相关措施结合起来。此外还考虑到了区域层面或不同国家组之间的各种可能性，如流动性的提供、政策监督和分担调整负担的机制。在区域层面或区际间采取此类措施也许能够改善当前体系，该体系使发展中国家受制于无序调整的压力并要求它们持有大量外汇储备，从而使这些国家面临体系的不公平性。在当前情况下，加强发展中国家区域货币一体化的建议也许比全面的全球改革在政治上更可行，同时也为未来全球改革奠定基础。

本节无意提供新货币体系的蓝图；而是分析现有建议的特征如何解决货币体系的三大永恒挑战。本节还讨论为实施这些建议需要满足哪些条件，从而为全球宏观经济和金融稳定奠定基础。

1. 创建全球货币新秩序

创建全球货币新秩序的建议经常强调需要一种世界货币，而这种建议的前提通常是，后布雷顿森林时代的管理浮动汇率制未达到预期。极端汇率回转被认为是一个重大系统缺陷，对全球贸易和收入的顺利扩张构成持续威胁(Mundell, 2012年)。

一些人(如Mundell, 2012年)将创建世界货币视为遵循一个自然顺序，先是为三种主要储备货币建立目标区域，接着建立多种货币的货币联盟，该联盟将锁定汇率，固定一个通胀目标，建立一个共同货币政策委员会并创建一个财政政策协调安排，再接着创建世界货币，该货币最初

代表三种主要货币的加权货币篮子，但逐渐扩大到其他国家。[15] 林毅夫(2013年)提出了另外一种关于世界货币的建议，新创建的全球货币的供应由一项国际条约管辖并根据一些定义清晰的规则予以补充。另外，全球货币与所有国家货币之间实行固定但可调节的汇率制度。该建议的支持者承认类似的建议过去只起到有限的推动作用，但他们认为，货币危机的发生频率增加以及美国在世界经济中的重要性下降能够让各国相信，这样一个重新构建起来的货币体系符合它们自身的利益，也符合全球经济稳定的利益(Mundell, 2012年)。

全面与可行的改革之间存在一种反向关系。

汇率失调对贸易流动的不利影响还促使一些人提出了多边汇率协调的建议。这些建议可能仅仅标志着迈向世界货币的一步(即Mundell提出的计划中的第一阶段)。但是，这样的愿望似乎难以实现，从这个层面上讲，寻找一个适当的汇率管理制度本身就构成了一项改革议程。[16] 如果汇率政策协调遵循防止由于跨国价格和成本差异导致积累巨额对外逆差的规则，则情况尤其如此。因此，主要目标是制订一个以稳定的实际汇率和全球宏观经济稳定为目标的汇率制度(《2009年贸发报告》和《2011年贸发报告》)。

新的多边安排仍然是任何全面改革的长期目标。

将国际政策协调的重点放在汇率管理上面有一些好处。例如，它可以依靠《国际货币基金组织协定》第四条规定的成员国义务来进行协调，以“保证有序的汇兑安排”和“促进形成一个稳定的汇率制度”。另外，多边商定的汇率将提供个别国家一整套连贯一致的多边商定的外部头寸。实际上，为数不多的有效国际政策协调的例子大多与纠正汇率失调相关，如1980年代的《广场协议》和《卢浮宫协定》。然而，汇率政策的任何协调都将不可避免地面临一些重要问题：确定设定初始目标汇率和汇率变动时使用的标准；查明实际汇率与目标汇率之间差异巨大的根本原因；以及决定是否应当调整目标。[17] 此外，决策者需要同意失去政策的自主权；为使汇率维持在一个能够提供合理汇率稳定性的范围内，还需要一定程度的政策协调，这两者之间同样存在紧张关系。国际资本流动缺乏监管将使这种协调变得即便不是不可能，也是困难重重。另外，当前许多央行为引导货币贬值而进行的刺激尝试表明，汇率仍然是主要用来支持国家经济利益的重要政策工具。

金融危机期间私人流动性的枯竭以及对快速提供官方流动性用于紧急融资的制约使人们再度对建立更多元化的货币体系产生兴趣。这需要把当前的美元本位制替换为多币种制度，让各种国际货币(如美元、欧元、人民币，可能还包括其他货币单位)发挥更重要的作用。一些观察人士认为，从提高流动性供应的灵活性和解决特里芬难题的角度来看，这种制度将带来一些优势(例如见，Farhi等人，2011年；Lee, 2014年)。他们认为，多币种制度将为各国提供替代方案，使外汇储备多元化，加强对储备货币国家政策的管制，防止发行国滥用发行储备货币的所谓过高特权，而将狭隘的国家利益凌驾于更广泛的全球利益之上。此外，多币种制度摒弃了仅使用一种国际货币的网络外部性思想，在经济上可能更高效，因为使用多种货币将更加符合货币区域之间的经济交易，由此节省交易成本。正如一些著作者所指出，历史已多

次见证多种国际货币共存的画面(如Eichengreen, 2005年)。

还有人指出，任何发行国际货币的央行在做决定时都是完全基于本国关切，而不是与国际支付体系和世界经济需求相关的关切。多币种制度同样存在这一问题。另外，只有存在紧密替代性，才可能出现假定的货币竞争管制效果。但是，若情况果真如此，则存在突发性汇率大幅波动的风险，不仅是在央行实现外汇储备资产组合多元化的过渡期间，而且在该制度建立之后。这是因为多币种制度将增加一种风险，即，当面临或者预期将出现任何可能对资产组合价值产生不利影响的事件时，储备货币持有国会尝试赶在其他持有国之前迅速将持有的一种货币兑换为另一种货币。这种兑换可能被其他持有国理解为危机迫在眉睫的信号，促使它们迅速兑换自己的资产组合。总体结果将是储备货币国家的汇率大幅波动。

危机期间私人流动性枯竭以及对快速提供官方流动性用于紧急融资的制约使人们再度对更多元化的货币体系产生兴趣。

除了多极化货币体系的系统稳定性问题外，还存在着哪些货币与美元结合的问题。在一种货币是否被越来越多地用作国际货币上，市场力量发挥着重要作用，尽管决策者有时试图促进或阻碍本国的货币被用作国际货币(Roosa, 1982年)。[18] 近来，特别是在2011年欧元危机开始之前，欧元似乎对美元作为国际货币的主导地位构成严重挑战。这一挑战是基于欧元区与美国不相上下的经济规模及其全球出口量。此外，欧元区拥有非常发达的金融市场，银行业务遍及国际范围。另一方面，尽管欧元区拥有充足的政府债务证券存量，但支持欧元的是一个通过结构松散的联邦安排联合起来的异质国家群体，不存在政府债务证券的同质市场。另外，《稳定与增长公约》以及欧洲中央银行(欧洲央行)的任务完全侧重于价格稳定，阻碍了各成员国实施扩张性宏观经济政策，而储备货币国家可能需要实施此类政策来抵消因其他国家对政府证券形式的安全资产的需求而出现的经常账户赤字给产出和就业带来的不利影响。这构成了一项严峻挑战，特别是因为欧元区目前缺乏经济活力。

人民币在国际上发挥越来越大的作用，这似乎是中国在世界经济中的重要性不断增加的合乎逻辑的必然结果。自2009年以来，中国政府一直在积极推动人民币国际化，这部分是对亚洲区域金融合作速度缓慢和国际社会明显对改革货币体系缺乏兴趣的回应，也是为了避免国家外汇储备出现巨大的资本损失(Yu, 2014年)。[19] 另外，中国已经开始收获人民币国际化带来的相关利益，包括降低贸易中的交易成本和减少积累更多外汇储备的需求。值得注意的是，在这一背景下，在定于2015年底进行的5年一次的特别提款权审查期间，基金组织理事会将审议把人民币纳入构成特别提款权的货币篮子。这就需要评估人民币的使用是否足够广泛以及它是否“可自由使用”(周小川，2015年；基金组织，2011年b)。

不过，外界广泛认为，促进人民币国际化同时避免过度增加中国的金融不稳定风险面临挑战。它将要求：放松外汇管制和增进国内金融市场改革；促进资本账户可兑换性[20]；扩大汇率弹性；由市场决定利率并实行银行商业化；以及有效地解决企业和地方政府的高负债问题(Eichengreen, 2011年；Yu, 2014年)。[21] 因此，尽管人民币国际化是一个漫长的进程，但毫无

疑问，中国在全球经济中的重要性不断增加正在推动其向这个方向迈进。[22]

鉴于实行全球货币可能是一项非常长期的工程，并且推行多币种制度未必能够提高全球金融稳定性，无论如何，它都将是一个缓慢和耗时的进程，在货币体系中给予特别提款权更加突出的作用的建议最初在1960年代讨论过，如今获得了新的推动力。用特别提款权来代替美元作为全球国际货币的构想获得了支持，中国人民银行行长(周小川，2009年)、联合国一个委员会(联合国，2009年)以及一些学者(例如，Kenen, 2010年a；Ocampo, 2011年和2014年)尤其推行这一理念。

人民币在国际上发挥越来越大的作用是长期以来中国在世界经济中的重要性不断增加的合乎逻辑的必然结果。

与多币种制度的倡导者类似，基于特别提款权的体系的支持者也认为这将对美国施加更大程度的政策管制，从而有助于促进全球宏观经济稳定。根据特别提款权的具体发行方式，基于特别提款权的体系还将抑制出于自我保护目的进行储备积累的需求，从而有助于削减持有借入储备的成本，并减少当前体系有利于储备货币国的偏向。再者，基于特别提款权的体系将解决特里芬难题，使国际官方流动性的提供与国家发行者脱钩，建立一个真正能够替代国家货币的方案作为储备资产，从而减轻大量外汇储备持有国对于维持本国储备购买力的关切。同样，由于特别提款权是基于货币篮子，[23] 与推行多币种制度相比，以美元计价的资产的多元化将大幅度减少汇率波动，从而最大限度地减少对国际金融稳定的威胁。

尽管存在种种缺陷，但在可预见的未来，美元本位制很可能将继续保留。

另一方面，推行基于特别提款权的货币体系涉及一些技术和制度挑战，包括如何发行特别提款权、如何管理以美元计价的储备资产以外的多元化以及如何处理必要的制度变化(联合国，2009年；Ocampo, 2011年；以及Erten和Ocampo, 2012年)。[24] 为支持国际交易持续扩大，需要增强基金组织的权能，使其能够比当前的5年期定期审查更频繁地发行特别提款权，并据此分配特别提款权，以满足全球补充现有储备资产的长期需求。和当前一样，可以基于对全球储备需求的估计，根据各成员国的配额进行更加经常的分配(基金组织，2011年a)，但是额度可以更大，[25] 次数更加频繁，或者分配给发展中国家比配额更大的份额。[26] 另外，为避免把特别提款权的分配用于替代必要的调整，同时确保官方流动性的提供作为危机时期的一种紧急融资形式，可以赋予基金组织以反周期方式发行特别提款权的权能，如，在全球金融压力时期增加分配，一旦金融条件正常化，则部分取消这种分配。[27] 不过，考虑到对用于危机时期紧急融资的官方流动性的需求主要来自发展中国家，而基金组织的配额制度向着有利于发达国家的方向严重倾斜，这就需要对配额进行大幅修订。鉴于2010年配额改革的实施不断推迟，有待美国国会批准，这可能在近期内还不能实现。[28]

为了进一步减少由于减持以美元计价的官方储备资产和增持以特别提款权计价的储备可能出现的汇率波动，可以按照1970年代关于货币体系改革的辩论所提出的建议，通过一个所谓的“替代账户”对多元化进行管理。这将在基金组织的

主持下实施，各成员国央行和政府将部分或全部美元储备存入该账户，通过兑换获得以特别提款权计价的求偿权。[29] 推行基于特别提款权的货币体系还将包括取消基金组织对基于成员国国家货币的所谓一般资源与特别提款权账户的区分。由于任何特别提款权都代表对某种货币的潜在求偿权，必须由发行特别提款权货币篮子所包括货币的央行认购特别提款权。然而，任何作此认购的央行都不能决定特别提款权持有国对哪一种货币行使求偿权。对货币的创造丧失控制权对于任何央行来说都是难以接受的。

扩大特别提款权的国际作用和改变其发行的规则，以更灵活地满足各成员国的经济需求，而不是反映现有配额，这将是一项重大改革。鉴于配额再分配等相对边际调整的实施不断推迟，推行基于特别提款权的体系构成了可能使它难以实施的经济和政治挑战。

2. 改革美元本位制

正如第二章所讨论，1990年代初至2000年代初，一些发展中国家经历了国际私人资本流动的繁荣与萧条交替循环，从而在这些国家引发了一系列国际收支危机。特别是1997至1998年亚洲金融危机触发了关于何种全球治理体系适合弹性汇率制和大规模私人资本流动以及基金组织应当在该体系中发挥什么作用的辩论(《2001年贸发报告》)。鉴于旨在管制和稳定国际资本流动的建议从一开始就被立刻排除，此次辩论的结果重点强调提供自我保护机制的国家政策措施与基金组织建立“危机前”预防性借贷机制相结合。

由于资本流动在很大程度上根据发达国家的市场条件做出反应，发展中国家的有效自我保护机制主要侧重于积累外汇储备。获得基金组织贷款的新途径旨在通过表面上“健全的政策”减少成员国遭受其他国家资本账户危机蔓延效应的影响。基金组织向符合预先设定的资格标准的国家提供预先承诺的信贷，以弥补即便动用国家储备后可能仍然存在的任何流动性短缺。这样做的前提条件是此类基金组织融资的潜在接受国承诺坚持将私人资本市场理解为防范信心危机的可靠方式的政策。然而，为此目的建立新的贷款机制仅取得了非常有限的成功。例如，基金组织于1999年建立的应急信贷额度在2003年11月份暂停之前始终未得到使用，因为潜在用户担心申请应急信贷额度的贷款可能预示着市场参与者尚未发现的困难即将到来，并因此可能造成私人资本流入被撤离，而不是增加。同样，基金组织于2009年推出了灵活信贷额度，尽管对资格要求不那么严格，但迄今只有三个国家(哥伦比亚、墨西哥和波兰)使用。另一个信贷机制——预防性和流动性额度——是为那些具备健全的政策但是由于特定脆弱性不符合灵活信贷额度条件的国家建立的，但是只有两个国家(前南斯拉夫的马其顿共和国和摩洛哥)使用了该机制(基金组织，2015年c和2015年d)。[30] 因此，在市场动荡时期，出现了提供官方流动性的其他工具，如，货币互换协议。

(a) 央行外币互换协议

央行外币互换协议开始在提供紧急流动性方面发挥关键性作用。当2007至2008年美国金融市场内爆最终导致全球金融危机时，美国金融市场以外的银行间同业拆借开始枯竭，造成全球美元流动性严重短缺。[31] 美联储可以利用其普通机制为美国各大银行提供流动性，但是不能为跨国银行提供流动性，这些跨国银行当中有许多总部位于其他发达国家，它们在危机之前依赖于通过在美国的业务获得廉价的美元融资。因此，2007年

12月，美联储开始与一些外国央行订立货币互换协议。从某种意义上来说，这些协议是当时许多主要央行采取的非常规本币政策措施在国际上的延伸，其中一个关键区别是，国际货币互换协议是协调一致进行的。

央行货币互换是两个或多个央行之间为确保一国央行在突然出现外汇流动性短缺时向在其管辖范围内的银行提供外汇流动性所作的安排。鉴于美元在全球银行间市场的主导作用以及大多数本地外币贷款均以美元计价这一事实，美联储一直是参与其中许多安排的相关方之一。

央行的外币互换如今在提供紧急流动性方面发挥关键性作用……

通过利用货币互换协议和使美联储成为事实上的国际最后贷款人来解决这些流动性问题取决于三个主要前提。首先，各大央行能够迅速采取行动；其次，它们在货币创造能力方面几乎没有面临任何限制；第三，通过与出现流动性短缺的国家发行货币的央行订立货币互换协议来提供国际流动性，不会造成任何汇率影响。另一方面，如果外国央行抛售本国货币来购买例如现货市场的美元，那么所要求的大规模交易将对其本国货币施加强大的下行压力。这将使这些国家的商业银行获得必要融资复杂化而不是便利化，并给美元带来上行压力，因而可能破坏美国金融市场的稳定。

……但是，发达国家央行提供的货币互换协议主要是为了满足发达国家的需求。

另外，许多央行，包括积累了大量外汇储备的发展中国家的央行，不情愿使用大量以美元计价的资产来解决美元流动性问题。它们担心，如果开始出现资本外流，就会证明外汇储备可能不足以解决流动性问题，相反，动用过多的储备将加剧市场不确定性并加重美元短缺。实际上，根据一些估计，在全球金融危机刚开始时，许多央行的美元储备少于它们随后通过货币互换协议借入的数额。因此，在市场动荡时期，仅靠它们的储备不足以减少金融机构的融资压力并改善银行间贷款和信贷市场的运作(Obstfeld等人，2009年)。[32] 此外，美联储意识到，外国央行大量抛售美国国债很可能加重美国金融市场的金融动荡。

一些观察人士(如Allen和Moessner, 2010年；Bordo等人，2014年)认为，参与这些货币互换协议的对应方(尤其是欧洲央行)之所以被选中，是因为它们的规模及其管辖范围内严重的银行业危机可能给全球金融市场造成潜在外溢效应。[33] 从这个角度来看，美联储提供的互换协议是央行之间为解决全球关切而进行的成功合作案例。另一方面，其他一些人(例如，Aizenman和Pasricha, 2010年；Prasad, 2013年)认为，合作仅仅根源于在当时普遍存在的特殊情况下产生的共同利益，被选中的国家银行体系欠下美国银行系统数量可观的负债，并且拥有良好的主权信用历史。这可能被认为意味着提供货币互换协议符合美国的利益，而且完全是为了控制可能对美国银行体系构成系统性风险的局势。

中国人民银行没有要求与美联储订立货币互换协议，因为该国拥有非常大量的美元储备，据一些人估计，2014年4月，美元储备共计3.8万亿美元，约占全世界美元储备总额的三分之一

(Aizenman等人，2015年)。此外，中国各大银行的资金主要来源于国内，很少有国际业务要求以美元计价的流动性。

相反，中国人民银行本身与许多其他央行建立了货币互换协议，其中大多数是发展中国家的央行。[34] 不过，外界普遍认为这些协议不是为了解决流动性短缺问题，而是通过增加以人民币计价和结算的中国贸易份额，促进人民币国际化(中国人民银行，2012年，第68页)，或许还期望逐步削弱帮助维持美元作为国际计价和结算货币的主导地位的网络外部性。[35] 中国人民银行提供货币互换协议的这些较长期目标还体现在协议有效期为三年，并且有可能续延，还体现在它们以人民币计价，这与根据《清迈倡议多边化协议》等提供的中国人民银行货币互换协议不同，后者以美元计价，目的是在金融危机时期加强对成员国的保护，下文将讨论这一点。

> 缺乏决定性改革不断推动发展中国家积累更多的外汇储备……

在本章所述背景下，特别引人注目的可能是中国人民银行于2014年7月与阿根廷签署的货币互换协议，它使阿根廷央行必要时可通过互换协议将其收到的人民币(对阿根廷比索)兑换成其他货币，包括美元。这相当于将人民币加入阿根廷的外汇储备，把人民币当成美元使用。因此，这些美元“凭证”释放了阿根廷的实际外汇储备，用于满足其直接需求。[36] 在一定意义上，这一货币互换协议让阿根廷能够利用中国规模庞大的美元储备，用于满足它自身的外汇流动性要求。尽管这些协议可能与外汇贷款非常相像，但它们能够在市场动荡时期帮助处理资本流量波动，稳定外汇市场。[37]

> ……但是，对于这些国家本身和全球经济来说，这意味着严重的风险。

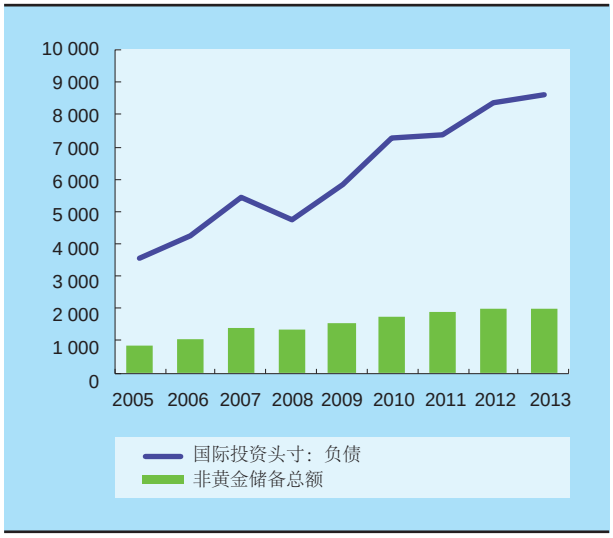
其他货币互换网络的涌现涉及特定区域主要经济体的央行与邻近小国的一些央行。例如，一些受到欧元流动性短缺影响的非欧元区成员的欧洲国家(如丹麦、匈牙利、波兰和瑞典)从与欧洲央行订立的货币互换协议中受益，而瑞士国家银行则向受到瑞士法郎流动性短缺影响的欧洲央行以及匈牙利和波兰的央行提供货币互换协议。在亚洲，中国和日本与印度尼西亚和大韩民国以及一些其他国家订立了协议。此外，这些区域网络不仅用于区域主要央行提供本国货币的流动性，而且用于向不能通过美联储直接获得美元流动性的央行重新分配美元。日本银行与印度储备银行之间订立的货币互换协议就是一个例子。[38] 但是，这种货币互换协议在规模上要小得多，并且最终是暂时性的，目前，它们未向那些很可能最需要的国家提供充足的紧急融资。

美联储于2007至2008年建立的所有货币互换协议按照计划于2010年2月到期。但是，与5个央行(即加拿大银行、英国银行、日本银行、欧洲央行以及瑞士国家银行)之间的协议于2013年10月被确定为永久协议。鉴于这些央行于2011年在欧元危机开始威胁到全球金融市场的运行时建立了彼此间的暂时性货币互换协议，贷款人可以获得这6种国际货币的紧急流动性。因此，央行货币互换协议现在已成为货币体系的一部分和外国

图3.2

2005-2013年特定发展中国家
跨境负债和外汇储备

(10亿现值美元)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据是基金组织，《国际金融统计》数据库。

注：报告数据所依据的国家样本包括：阿根廷、巴西、智利、柬埔寨、哥斯达黎加、多米尼加共和国、厄瓜多尔、埃及、萨尔瓦多、危地马拉、印度、印度尼西亚、牙买加、约旦、马来西亚、墨西哥、摩洛哥、巴基斯坦、巴拿马、秘鲁、大韩民国、南非、泰国、突尼斯、土耳其、乌拉圭和委内瑞拉玻利瓦尔共和国。

央行提供最后贷款人流动性的大部分融资来源，而美联储已经成为事实上的国际最后贷款人。

与央行货币互换相关的一个系统性问题是它们与现有国际货币和金融安排之间的关系。由于货币互换可能带来不限数额的国际流动性，自动获得国际官方流动性的全面网络可以排除为自我保护而持有大量外汇的必要性。然而，迄今为止，货币互换协议仅限于在维持获得伙伴国家的流动性方面具有明确感知的自身利益的国家，因此，不太可能出现这种互换的永久性制度框架。实际上，由于央行货币互换协议的主要特征是允许以相对较低的交易成本提供快速流动性的高度灵活性和酌处权，它们自身的逻辑阻止了更广泛的制度化(Destais, 2014年；Sgard, 2015年)。

另一个系统性问题是央行货币互换是否降低了发展中国家积累大量外汇储备的意愿。如果在市场动荡时期可以迅速提供货币互换，各央行就可以减少其他流动性缓冲，包括其持有的外汇储备。另一方面，为了降低贷款央行的主权信用风险并使货币互换可获得，可能需要储存大量的外汇储备。只有安全的货币互换与大量的外汇储备相结合，才可能通过给金融市场注入对国家流动性和偿付能力的信心来帮助预防危机。此外，企业和家庭等非金融行为者越来越多地积累以外汇计价的债务，而法律可能阻止央行向其提供借入的外汇。也许最重要的是，有证据表明，尽管一些发展中国家积累了大量的外汇储备，但在大多数国家，与它们的外债相比，这些储备仍然不算太多，并且远远不足以有效避免金融动荡的威胁(图3.2)。所有这些考虑，特别是担心受到排斥，将不断鼓励各国积累更多的外汇储备。

(b) 解决非对称调整的紧缩性偏向问题

迄今为止，没有做出充分努力来有效解决货币体系的紧缩性偏向问题，使顺差国(更多地)致力于全球调整而不是完全让逆差国承受调整的负担。[39]

不过，关于如何促使经常账户盈余国家进行调整，提出了一些具体的想法。这些建议设想此类调整或者自动发生，或者以协调一致的方式进行，但始终确保全球调整能够维持全球总需求处于足以提供充分就业和支持发展中国家的国家发展战略的水平。例如，国家可能干预货币市场，限制或对顺差国持有的外国资产(特别是美国国债)征税，平衡地限制国家经常账

户盈余或赤字占国内生产总值的份额，或者获得世界贸易组织(世贸组织)的授权，对顺差国的出口征收关税或采取其他形式的贸易报复(相关评论见Williamson, 2011年)。但是，还有一系列未解决的问题：谁来决定国家的盈余状况是不可接受的；哪些情况会触发行动；如何决定行动是适当的；以及，或许最重要的是，哪些情况会促使有大量盈余国家表示赞同？

事实证明，实施有效的国际政策协调存在困难。

还可以通过基金组织根据其第四条磋商进行更适当的监督来解决货币体系的紧缩性偏向问题。不过，众所周知，基金组织以一种非对称的方式行使监督职能，只有当一国正式申请财政支助并因而受到基金组织的条件限制时，它才能够对国家政策产生有意义的影响。因此，基金组织的指令仅仅影响逆差国，对顺差国几乎没有什么作用。另外，全球监督程序未能阻止货币动荡和多次国际金融危机，特别是2008年开始的全球危机。基金组织无法先行阻止金融危机并在危机发生后予以解决，往往是因为它对根本原因的评估不当。这可部分归因于它的非对称监督。基金组织认为有必要将监督更多地侧重于风险扩散和溢出以及金融与宏观经济力量之间的联系。它还认为应当简化多边监督信息，例如，通过向具有系统重要性的经济体提供更加坦诚和实用的建议以及消除对机构公平性的疑虑(基金组织，2014年)。尽管这些意向有一定价值，但并不表明它会超出传统上对顺差国进行“点名羞辱”的做法。[40]

有效的国际政策协调将是解决货币体系紧缩性偏向问题的最优方式，但似乎非常难以实施。7国集团和后来20国集团在此方面取得的有限成功以及欧元危机的最初原因和持久性可能在一定程度上归因于决策者对于解决危机采取哪种正确方式上存在意见分歧。他们还对政策的影响程度(有时甚至包括方向)存在不同意见，特别是财政政策(《2010年贸发报告》、《2012年贸发报告》)。由于这种意见不一致，就政策协调和监督机制的适当性质做出决定变得更为艰难。不过，缺乏这种协调明显加剧了影响全球经济的紧缩性压力。

总之，国际社会为改革货币体系所采取的措施不足以解决当前美元本位制的缺陷。发展中国家特别关切的是，国际流动性的提供仍然受到短期国际私人资本流动繁荣与萧条交替周期的影响，而央行货币互换协议不能有效地阻止出于预防性目的积累外汇储备。另外，国际政策协调存在缺陷，未能解决逆差国与顺差国之间对调整负担分担不均的问题。

3. 加强区域和区域间合作

由于全面改革货币体系未被列入当前议程，而国际社会为解决当前美元本位制的缺陷所采取的措施始终不尽如人意，发展中国家有必要考虑它们能够为自己做些什么。个别国家可以考虑实施的一个重要战略是将资本账户管理用作常规工具，防止国际资本流动繁荣与萧条交替周期对汇率施加压力，破坏金融市场稳定(《2014年贸发报告》)。

还可以通过双边、区域和其他基于国家组的安排，提供一些其他途径，以获得一般流动性和作为紧急融资的流动性，从而解决一些具体关切问题。区域货币安排和区域间货币安排的近期发展越来越侧重于减轻外部金融冲击的不利影响，

以获得国家组内部的宏观经济和金融稳定。可以通过多种方式做到这一点：建立抑制跨境私人资本流动波动和促进国家组内部贸易不使用美元的结算系统；建立储备公库，提供短期融资以促进外部调整；以及协调汇率政策，防止区域内积累失衡或为相关调整提供便利。[41]

区域支付体系旨在减少必须以外币进行的交易数量和价值，不失为减轻汇率不确定性和风险的一种方式。通过在此类贸易中利用本币，而不是必须将第三种国际货币兑换成外币(经常是几次兑换)，能够削减交易成本，从而有助于促进区域间贸易。

在发展中国家，拉丁美洲率先实施了此类结算机制。[42] 1965年，拉丁美洲一体化协会(拉美一体协)制订了成员国央行之间的《互惠信贷和结算协定》(其西班牙文名称缩写为CPCR)。它行使贸易交易清算所和短期信贷机制的职能，包括为期4个月的清算期(由央行承担延期付款的风险)以及此后的美元净额结算。该协定在1970年代和1980年代获得美元融资极其困难的时期被大量使用。在高峰时期，拉丁美洲债务危机期间，80%的区域内部贸易是通过这项安排进行。然而，1990年代初期国际金融条件发生变化，意味着预付款进口更为有利，有效地抑制了这一机制的使用。这部分解释了随后通过拉美一体协结算的交易量显著下跌的原因，减少到仅占区域内贸易的5%(贸发会议，2011年)。同样，1969年，中美洲国家创建了中美洲货币稳定基金，为国际收支失衡融资，但是，随着1980年代中期参与国央行广泛面临支付困难，该基金暂停运行(见《2007年贸发报告》)。

由于全面改革未被列入当前议程，而国际社会所采取的措施始终不尽人意……

自从2008年危机以来，各国家组引入了一些创新性支付体系。其中最简单的本币结算体系是由阿根廷和巴西于2008年为双边贸易而建立的。该体系使两国出口商和进口商之间能够以本币进行交易，无需像通常的做法那样以美元为中介。本币结算体系对于中小型企业尤其实用，有了它，就不需要外汇市场准入，而外汇市场准入会显著增加成本，因为中小企业的交易量低，通常伴生较高的单位成本。最初只进行了少数交易，总价值很低，但是，该系统的使用使交易次数迅速增加，到2013年，几乎有1万项巴西出口业务(阿根廷进口)通过本币结算体系进行。向巴西出口的阿根廷出口商对该体系的使用没有达到相同的程度，部分原因是保留美元收入给他们带来套利益处。该体系仅占双边贸易总量的3%，但仍然使小企业明显受益，据报告，将近四分之三的小企业多次使用该体系。乌拉圭最近与巴西(2014年)和阿根廷(2015年)签署了本币结算体系协定，为制订南方共同市场(南共市)其他国家可加入的多边体系创造了基础。

……发展中国家有必要考虑在区域层面能够为自己做些什么。

2010年建立的一个更复杂的机制是区域结算补偿单一制，它是基于“虚拟”区域货币。[43] 参与这一安排的国家包括多民族玻利维亚国、古巴、厄瓜多尔、尼加拉瓜、乌拉圭和委内瑞拉玻利瓦尔共和国。和本币结算体系一样，区域结算补偿单一制目的是避免在区域内交易中使用第三方货币，即美元。它还允许延期付款结算(与本币结算体系不同，使用后者的交易大多是

在24小时内结算)。区域结算补偿单一制的使用量迅速增加：在启动后的4年里，其使用量占国家组内部交易总量的大约24%(Perez Caldentey等人，2014年)。和本币结算体系一样，区域结算补偿单一制的成员国对该机制的使用程度各不相同，反映出它们不同的经济结构和规模。委内瑞拉玻利瓦尔共和国对该制度的使用最多，2012年，区域结算补偿单一制占其区域内进口总量的93%。相反，厄瓜多尔对该制度的使用仅占其交易总量的7%，古巴则占出口量的大约10%。

发展中国家可以积极利用现有的区域和区域间货币安排。

放松电子支付手段和创建更现代化的区域间交易体系是拉丁美洲另一个支付机制的宗旨，称为“区域互联支付体系”。该体系在经济和金融危机前最早由萨尔瓦多(2007年)引入，随着危机的出现，其他成员国也加入进来，包括危地马拉、洪都拉斯、尼加拉瓜、多米尼加共和国和哥斯达黎加。该体系比本币结算体系和区域结算补偿单一制更宽泛，除了涉及贸易之外，还包括汇款等各种交易。该体系旨在为成员国的公司、金融机构和央行之间转账和结算提供廉价、快速和安全的平台。所有业务都通过一个制度管理员(目前是多米尼加共和国)集中起来，由管理员负责对头寸进行实时总清算。因此，据估计，区域贸易交易成本显著下降(Perez Caldentey等人，2014年；Fritz和Mühlich, 2014年)。

帮助满足发展中国家中短期国际资本需求的区域机制也逐渐兴起，从而可能促进加强这些国家抵御外部冲击的能力。长期以来，提供反周期融资一直被认为是区域金融合作与一体化的关键支柱之一。

此类机制的一个例子是东盟+3经济体[44] 于2000年5月推出的《清迈倡议》。它是一个双边互换安排体系，旨在为经历短期国际收支问题的成员国提供流动性支持。《清迈倡议》已经为《清迈倡议多边化协议》所取代，这是一个多边储备统筹和互换安排。《清迈倡议多边化协议》于2010年3月开始生效，初始规模为1,200亿美元，2012年翻了一番，达到2,400亿美元。该协议旨在对解决该区域国际收支和短期流动性困难的现有国际金融安排进行补充。还制订了创建《清迈倡议多边化协议》预防性额度的计划，该计划将与清迈倡议多边化协议机制平行运行，现已更名为稳定机制。[45] 此外，2011年4月，创建了东盟与中日韩宏观经济研究办公室，作为一个独立的区域监督单位，分析和监督区域经济体并支持《清迈倡议多边化协议》的决策。[46]

不过，《清迈倡议》和《清迈倡议多边化协议》都没有成为基金组织或发达国家利用资金帮助解决成员国国际收支问题的主要替代方案。实际上，2008至2009年危机期间，它们根本没有得到使用，此后也很少使用。首先，可从《清迈倡议多边化协议》提取的美元流动性数额似乎太小，不足以构成对抗国际资本流动逆转的可靠保护。更重要的是，如果成员国寻求提取的额度超过它能够获得的一定份额的最大互换额度，必须与基金组织签署贷款协议，并服从基金组织的条件。[47] 不过，一旦《清迈倡议多边化协议》预防性额度和宏观经济研究办公室的区域监督开始全面运行，可以减少与基金组织条件的关联，这些资金将更具有吸引力。但是，这时应当确保这项安排不在贷款上附加与基金组织类似的条件，这些条件可能会阻止国家使用该协议。

制订区域货币机构与发行国际货币的央行之间的货币互换协议，能够显著增加区域安排成员国可利用的流动性支持额度。[48] 在东盟地区，《清迈倡议多边化协议》将很适合担当这一角色，因为其成员国包括中国和日本，这两个国家已经参与了与该区域其他国家的双边货币互换安排。这种相互关联的货币互换协议要想充分有效，原则上必须提供无限额度的流动性。一些人建议，将流动性的获得与基金组织弹性信用额度及预防性和流动性额度机制的资格预审程序联系起来，可以解决相关的道德风险问题。因此，预先取得资格的国家可以获得基金组织的贷款，作为第一道防线，随后如果发生大规模流动性撤回，可以获得无限制货币互换(Park和Wyplosz, 2014年)。尽管这一建议提出了与基金组织借贷相关的关切问题，但如前面所提及，值得对此进行进一步辩论，特别是在对基金组织的治理和监督进行适当改革的情况下。

区域安排存在制度缺陷，特别是规模有限，可以通过把它们与全球机制挂钩来加以克服。

拉丁美洲在涉及国家之间互惠信贷支持的区域安排方面历史更悠久。1978年建立的拉丁美洲储备基金(其西班牙文名称缩写为FLAR)是中小型成员国之间的一个流动性共享机制(Fritz和Mühlich, 2014年)。其贷款量取决于成员国的缴入资本和信贷类型(是用于国际收支平衡融资、流动性短缺，还是其他紧急情况类型)，国际收支平衡问题的贷款上限是缴入资本的2.5倍。不过，其支付能力相对较小，因为其缴入资本只有36亿美元，各成员国的缴款从3.28亿美元到6.56亿美元不等。然而，投票决策机制在成员国之间营造了主人翁感。[49] 这反映在它作为受优待的债权人地位以及零违约率上，它的信贷评级高于个别国家自身的信贷评级，即使是在主权违约的情况下也是如此。它拥有对贷款申请快速响应的记录，援助没有任何附加条件。较大的成员国仍然倾向于将它视为基金组织支助等其他流动性共享安排的补充机制，但是，厄瓜多尔等一些国家从拉丁美洲储备基金所借款项要比从基金组织借来的款项更多(Fritz和Mühlich, 2014年，第10页)。扩大拉丁美洲储备基金的范围，以纳入阿根廷、巴西和墨西哥等其他主要区域参与者的前景，引发了对其投票和监督机制相关的关切(见Titelman等人，2014年)，类似于前面提到的《清迈倡议多边化协议》方面的道德风险关切。

与拉丁美洲储备基金类似，阿拉伯货币基金提供紧急国际收支平衡融资，根据各个受益国的国情确定借贷条件。这些条件一般没有基金组织的条件那么严格。阿拉伯货币基金于1977年在22个西亚和非洲国家开始运行。鉴于其认缴资本总额大约为18亿美元，甚至小于拉丁美洲储备基金的认缴资本，阿拉伯货币基金通常是对基金组织贷款的补充(更多讨论，见《2007年贸发报告》，以及Fritz和Mühlich, 2014年)。

最近的一项建议又向前迈进了一步，在凯恩斯思想的基础上建立一个清算所，利用以名义记账单位计价的借记和贷记，为贸易和其他国际支付提供便利(Kregel, 2015年)。[50] 记账单位与国家货币保持固定兑换率，但是不能交易。在清算所的贷项只能用来通过进口采购抵消借项。经常账户盈余国家有着消费信贷的动力，因为如果不在规定期限内使用，贷项就会失效。这一提供不仅有助于支持全球需求，而且促使更加公平地分担调整负担。[51] 特别是，贷记和借记余额的税费或利息费将以一种对称的方式限制支付失衡，多边协商的汇率变动使得在打破限值时能够对失衡进行调整。征收的费用可以用作额外的贷项，以支持发展中国家的清算账户。作为一个附加功能，

可以通过其经常账户头寸限制一国的资本流动，外国直接投资或组合投资形式的资本外流将采用与进口相同的方式抵消外国贷项。将不需要外汇储备，可以调整记账单位的名义汇率，以支持发展政策。可以在现有货币互换协议的基础上建立此类区域清算所。这将使发展中国家得以寻求自己的发展轨迹，无需依靠国际货币和金融架构的改革，特别是因为关于改革的讨论中并没有充分考虑到它们的关切。Kregel(2015年，第21页)认为，对这些国家来说，“清算联盟计划的基本好处是不需要国际储备货币，没有市场汇率或汇率波动，也没有要维护的平价。”

影响区域安排的一个问题是它们的所有成员可能同时受到外部冲击的影响。这一问题明确强调这类安排必须将规模缩小到最低范围。与区域间货币互换协议的关联在此方面将尤其有用。另一种可能性是创建一个共同基金，定期增加缴入资本，据此，区域清算联盟或储备库能够通过独立借款增强其流动性提供能力。在出现不同强度或不同时滞的外部冲击时，这甚至可以是防止区域内蔓延的有效工具。另外，在一个多样性国际社会里，强大的区域倡议可以与全球、区域和国家制度相结合，建立比完全依靠全球金融机构的安排更好的治理体系。

D. 结论和政策议程：当前改革建议的优缺点

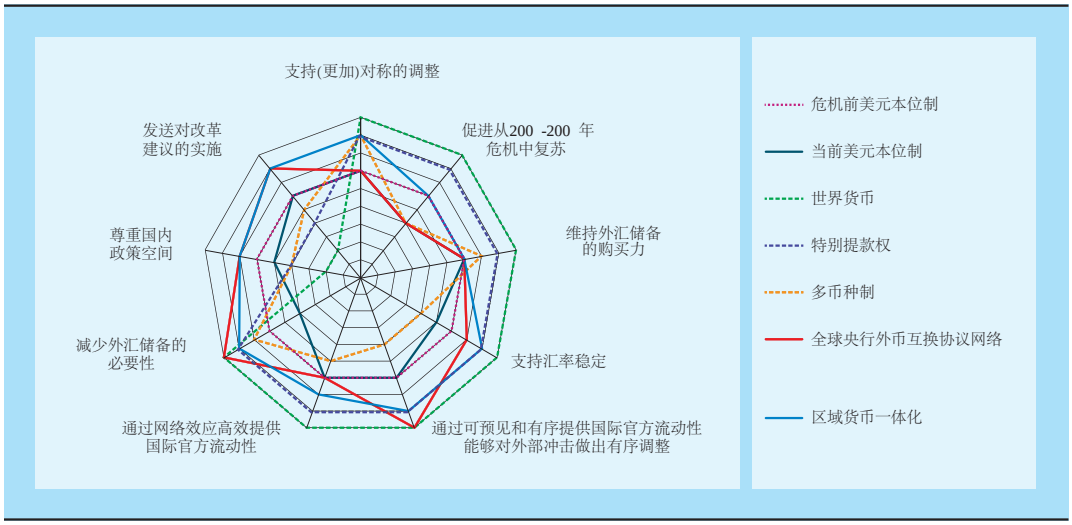
数十年来，货币体系的缺陷一直是激烈辩论的主题，但是，新的全球经济环境已经改变了一些挑战并带来新的关切。在布雷顿森林时期，提供充足水平的国际流动性的挑战一直是关于改革货币体系的辩论的核心，现已失去很大的相关意义。国际私人资本流动有时补充国际官方流动性，但更多的是阻碍国际官方流动性。与一些私人流动相关的繁荣与萧条交替周期表明，有必要进一步重视确保可预见和有序提供国际官方流动性带来的挑战，特别是为弥补突发性流动性短缺所要求的短期融资。

> 不断演变的全球经济给旨在提供稳定和安全的紧急融资并解决货币体系的不公平和紧缩性偏向问题的改革构成了新的挑战。

改革货币体系的努力可以采取整体改变全球安排和协定的形式，也可以是比较零散、目标较低的美元本位制改革。这种选择一般涉及到在全面性与灵活性之间权衡，如图3.3所示，危机前美元本位制可以作为一个基准。[52] 该图列出了导言中提到的货币体系面临的三项基本挑战以及

图3.3

当前美元本位制的特征和替代性改革建议



资料来源： 贸发会议秘书处。

近期辩论中特别提及的挑战。例如，危机揭示出美元本位制带来过度外部失衡的趋势，给汇率稳定构成风险，并使国家非常容易受到以国际资本流动为特征的繁荣与萧条交替周期的影响，并给发展中国家的货币政策带来额外挑战。这意味着与危机前相比，当前美元本位制评级降低，因为危机加强了外汇储备的必要性，加剧了该体系的不公平偏向，减少了国内政策空间，并使经济复苏放缓。

从不公平性和非对称性来看，新的多边安排是能够有效解决该体系的偏向问题的唯一改革形式。因此，这种安排应当始终是任何全面改革议程的长期目标。但是，只要决策是以国家利益为主导，并且没有任何具备有效执行机制的超国家机构，如全球央行或世界金融当局，全球货币就几乎没有前景。尽管具备所有这些明显的优势，但只有在严重危机形势下，当各国的国家利益重合而且对正确的经济模式以及政策影响的方向和规模及相关监督和承诺机制的争论能够得到解决时，才会出现有效的全球宏观经济政策合作。这种可取性与灵活性之间的权衡在当前从疲弱的经济复苏过渡到持续的全球增长将极大地受益于协调一致的扩张政策的情况下尤其突出。

就目前来讲，是否有可能实施基于特别提款权的体系所必需的体制改革，同样值得怀疑。尽管从更灵活地提供国际官方流动性的角度来看，推行多极化货币体系可能有益，但很可能将给汇率稳定构成风险。欧元和人民币等替代性国际货币可能在贸易计价和国际交易结算方面发挥越来越重要的作用。但是，在可预见的未来，它们作为储备资产的作用不太可能大幅增加，因为欧元区的危机仍在持续，人民币国际化证明是一个漫长的过程。

不同国家的央行创建的各种货币互换协议能够提供可能强大的工具，以确保可预见和有序提供国际官方流动性。目前，这些货币互换当中大部分是为了满足发达国家的需求，涉及发展中国家的此类货币互换仍然相对有限。

只要加强金融监管和改善金融体系复原力的尝试在解决推动国际资本流动繁荣与萧条交替周期的全球风险和杠杆因素方面仍然基本上无效，而发展中国家在采用资本账户管理政策作为普通政策工具方面继续受到抑制，它们唯一可利用的集体保护机制就是基金组织的金融援助。另外，基金组织的援助往往意味着在危机时期采用顺周期政策，通常情况下，许多国家选择避开基金组织支助方案的附加条件。因此，让基金组织参与满足发展中国家的需求的货币体系改革，将需要事先对基金组织的治理、政策导向和监督机制进行改革。

让基金组织参与满足发展中国家的需求的货币体系改革，需要事先对基金组织的治理、政策导向和监督机制进行改革。

在制订和实施各种改革建议中遇到的这些困难强调了一个认识，即通过大量持有外汇的形式进行自我保护是发展中国家促进汇率稳定和确保可预见、有序地利用紧急融资的有效战略。然而，鼓励发展中国家继续加大外汇储备量将意味着不仅这些国家本身，而且全球经济整体将面临严重风险。通过在国际信贷市场借款或者基于组合资本流入量积累的外汇储备，可能进一步增加各国对资本流动逆转和全球金融动荡的脆弱性。另外，持有从国际信贷市场借入的外汇储备所涉成本也会加剧当前体系的不公平性。另一个可能的解决方案是各国努力实现经常账户盈余。然而，鉴于在危机后经济环境下以出口为导向的增长战略可能存在许多相关问题，(《2013年贸发报告》)，这一选择方案很可能会促使发展中国家瞄准汇率贬值，这可能会危及其外债的可持续性，并且存在触发货币战争的风险。此外，与普遍尝试积累外汇储备相关的货币体系紧缩性偏向加强，将会带来进一步抑制已经疲弱的全球需求和经济复苏的后果。

对于发展中国家来说，首选方案可能是积极制订一系列区域和区域间倡议，旨在促进区域宏观经济和金融稳定，减少外汇积累的必要性，并加强应对国际收支危机的复原力和能力。虽然区域安排受到一些制度缺陷的影响，但最大的问题可能是其规模有限。可以通过在区域层面上建立货币合作区来克服这一问题，其中包括能够吸收大量此类冲击的清算安排和紧急融资制度，从而减少自我保护的必要性。另一种可能性可以是将区域安排与全球机制挂钩，如基金组织或央行货币互换协议，其中包括发行国际货币的央行(《2007年贸发报告》；Aglietta和Coudert, 2014年)。迄今为止，与基金组织合作的建议(如Volz, 2012年；基金组织，2013年)尚未纳入任何约束性规则或准则，关于区域外货币互换协议的协调似乎没有取得任何进展。有必要在新的危机爆发之前澄清协调模式，以便在需要时有一个现成的应对策略，并最大限度地减少不同来源的资源复制和替代。

本章讨论的改革建议很难与旨在避免或至少是减缓金融系统不稳定的改革建议分离开来。实际上，本章讨论的建议是对金融系统监管和监督架构进行同等必要改革的补充，而不应被视为替代后者。这将是下一章探讨的主题。

注释

1 “国际流动性”这一概念随着时间的推移而演变。从传统上讲，它是指一个国家的央行能够随时获得的黄金和外币资产。对于那些直接控制居民的国际交易并管理汇率的国家来说，这一概念仍然具有意义。相反，对于实行浮动汇率、居民能够自由进行国际交易的国家来说，国际流动性还包括黄金和外币资产以及居民可能获得的贷记。

2 提供短期融资的目的是为了防止危机期间面临获得国际流动性问题的国家拖欠外债或被迫采取严厉“调整”措施。它不是为了管理与本报告第五章探讨的主权债务问题相关的问题。

3 应当指出的是，外部失衡问题以及在货币体系环境下予以调整是基于国际收支平衡的概念，根据这一概念，一个国家的经常账户平均来说是逐渐达到平衡。这没有考虑到一个事实，即发展中国家，特别是最不发达的发展中国家，由于需要进口资本货物和为投资项目融资，可能长时间出现经常账户赤字。在理想情况下，长期发展金融应当满足相关的融资要求，本报告第六章将重点对此进行讨论。

4 实际上，虽然一些发展中国家在此期间通过货币贬值来弥补通货膨胀率上升的情况不在少数，但继1960年代联合王国英镑贬值之后，法国法郎贬值意味着该体系的问题越来越严重，并预示了它的最终消亡。

5 更确切地说，只要避免“货币操纵”，就允许各国选择自己的汇率制度，尽管从未对货币操纵的概念加以定义。

6 实际上，正如时任意大利银行行长所指出：“没有任何官方机构能够为国际支付体系提供进一步扩大贸易所需要的流动性。这一职能已经被私人银行体系，主要是美国的银行，通过其国内外分支机构开展的业务接管”(Carli, 1976年，第8页)。

7 如果包括非银行金融借贷者，如2014年年中持有1,000亿美元债务的德国国家机构——德国复兴信贷银行，那么美国境外的美元信贷总额增至9万亿美元。

8 这些数字是贸发会议秘书处的计算结果，依据是基金组织《国际金融统计》数据库的数据。

9 应当指出的是，外汇储备充足率不同于最优外汇储备水平的概念。后者是对持有外汇储备的益处与持有外汇储备的机会成本的权衡，比如，意味着向储备货币国转移资金，避免产出和消费可能因流动性突然短缺而造成损失。由此产生的最优水平主要视国家具体情况而定，并且往往随因时而异的风险态度而定。

10 新形式的特里芬难题还提出了关于美元的国际作用在多大程度上继续为美国带来经济效益的问题，这一直是辩论的议题。有一种观点认为，对美元储备的这种需求推动美元价值上升，从而使美国的产出和就业增长放缓，特别是该国的贸易部门，并且它还影响了财政收益(Pettis, 2013年；Galbraith, 2014年)。但是，美国可以通过印钞票来结算经常账户和财政赤字，因此受到外国冲击的影响更小，而其他国家却必须进行调整，以适应其宏观经济政策。此外，储备货币国家通常赚取投资收入，因为

其外国资产的收益率通常超过外债的收益率。根据Gourinchas和Rey(2007年)，美国的这些收益每年超过300亿美元。

11 关于美元作为国际货币的作用、美国在危机前的巨额经常账户赤字以及危机出现的方式之间的联系的批判性评估，例如见，Pettis, 2013年；以及《2009年贸发报告》。

12 但是，在贸易融资领域，人民币国际化已经变得特别明显。2013年，人民币成为跨境贸易支付结算中第二大最经常使用的货币，取得将近9%的份额(欧洲央行，2014年，第32页)。

13 在所有外汇交易中，大约三分之一使用欧元，与2010年的39%相比有所下降，日元所占份额在20%左右波动。剩余部分包括发达国家和发展中国家的货币篮子，其构成未根据数据来源进一步分列。应当指出的是，百分比份额之和必然会超过100%，因为许多交易涉及两种货币。

14 但是，需要按没有货币市场干预时将会发生的汇率升值可能导致的宏观经济成本来权衡持有外汇储备的成本(见《2009年贸发报告》，第124–125页)。

15 关于这三个阶段的详细技术资料，见Mundell, 2012年。关于欧洲货币体系和欧洲货币联盟在建设和运行方面的经验教训，见《2007年贸发报告》。

16 尽管该建议仅限于欧洲联盟、日本和美国，具体内容见Cooper, 2006年。

17 例如，可以制订基于规则的管理浮动制度，旨在建立稳定的实际汇率，通过适当的名义汇率调整，及时补偿任何新出现的价格和成本差额，从而防止形成大的经常账户失衡。在这样一个环境下，外汇市场的干预对于调整名义汇率至关重要。尽管已经探讨与该建议相关的许多技术问题(如Bofinger, 2011年)，还需要进一步讨论此项计划的具体条款。

18 根据一份关于德国和日本战略的叙述，直到1970年代中期，日本当局一直抵制日元国际化，以维护国家的发展模式，该模式要求最大限度地减少从国际到国内金融市场的溢出效应，并防止对汇率产生上行压力(Eichengreen, 2011年，第44-45页)。但是，大约从1975年起，日本当局开始推动日元国际化(另见Matsukawa, 1982年)。然而，取消对国内和国际金融交易的限制并没有产生预期结果，原因是，日元国际化导致日本企业进入国际债券市场，而国内银行将其企业客户替换为房地产开发商，触发了房地产的大规模繁荣和萧条周期。德国坚持限制非居民购买货币市场工具，以解决对通货膨胀的担忧，所采取的方式是调高利率而不触发升值压力，后者将会危及到国家以出口为导向的增长模式(另见Rieke, 1982年)。

19 中国决策者采取循序渐进的方式实现人民币国际化，首先侧重于人民币作为结算和投资货币的使用，随后将它用作储备资产。2009年推行的一项鼓励进口付款使用人民币的计划促使贸易结算中的人民币使用迅速增加并建立了人民币离岸市场(首先是在香港(中国)，然后是在新加坡、中国台湾省和一些欧洲国家)。另外，人民币合格境外机构投资者的实施促进了人民币作为一种价值储存手段的使用。外国货币互换协议的制订(下文将进一步讨论)增加了在特定背景下持有人民币作为储备货币的可能性。

20 关于中国向资本账户可兑换性迈进的历程以及计划于2015年推行的相应改革的简要概述，见周小川(2015年)。周小川还认为，从全球金融危机中吸取的教训是，资本账户可兑换性应当不再指“可完全和自由兑换”的货币。相反，它应当意味着保留一些资本账户管理工具，如宏观审慎措施，以帮助管理私营部门外债过多和重大货币错配问题以及对短期投机性资本流动实行资本管制。

21 一些观察人士认为，中国可能面临与日本遇到的类似问题：1970年代和1980年代，日元未能成为国际货币不仅是由于日本决策者不愿意使日元国际化，还因为事实上日元首先尚未确立其作为区域货币的地位(Park, 2010年；Lee, 2014年)。

22 关于人民币国际化涉及的各种广泛问题的进一步讨论，例如见，《中国经济和商业研究杂志》，2013年5月——关于该议题的一期专刊。

23 特别提款权目前由4种货币构成的货币篮子组成(美元、欧元、英镑和日元)，它们目前分别占总篮子的41.9%、37.4%、11.3%和 9.4%。

24 推动私人使用特别提款权的必要性经常被作为另外一项挑战提及(Mateos y L ago等人，2009年)。不过， 正如Ocampo(2014年)所指出，基于特别提款权的货币体系可以与多元货币体系相结合，其中，特别提款权将作为全球储备资产，而国家或区域货币可以继续在私人交易中使用。但是，推行这样一种混合型体系仍然需要实质性的制度改革。

25 2009年进行的最近一次特别提款权分配包括分配1997年已经批准的214亿特别提款权和新分配的1,612亿特别提款权(相当于大约2,500亿美元)。由于分配是基于基金组织的配额，这些资金当中一多半都流入了发达国家。这些分配使特别提款权未偿付总额达到全球非美元储备的将近5%。而且，2009年的分配显著少于估计为维持全球储备资产稳定供应所需要的总额，广泛的研究估计每年应为2,000亿美元至3,000亿美元。关于几个此类估计数字的比较，见Erten和Ocampo, 2012年：15。

26 从某种意义上说，按照贸发会议(1965年)的建议，这类似于在特别提款权分配中建立一种发展联系。不过，可能将特别提款权用作发展融资工具应当与此处强调的可能强化其货币职能明确区分开来。

27 从技术上来说，可以通过以下两种方式做到这一点(Ocampo, 2011年，第22页)：通过允许基金组织“在面对重大全球动荡时建立几乎不限数量的特别提款权”或者通过把基金组织先前已经分配但是各国尚未使用的特别提款权作为储蓄(或“超额储备金”)对待，基金组织可以将其借给有需要的国家。

28 应当指出的是，商定的配额修订幅度相对较小，因此，即使得到实施，配额将仍然不能反映发展中国家在全球经济中的份额增加(Ocampo, 2011年，第23-24页)。

29 1970年代，由于在应当如何在成员国之间分配汇率风险及随之而来的潜在损失方面缺乏一致意见，辩论陷入僵局。1995至2008年期间对推定损失的计算表明，相对于美国经济的规模来说，这些损失规模很小，不会影响今天采用类似的计划(Kenen, 2010年b)。

30 关于这些机制的详细讨论，例如见，Marino和Volz, 2012年。

31 这里讨论的机制涉及国际资本流动总额中的货币错配和期限错配。美元在解决新出现的问题方面发挥了关键作用这一事实与它作为主要国际货币的地位有关，这与美国2007至2008年经常账户记录的巨额赤字并无直接关系。实际上，与此同时，从欧元的角度看，欧元区整体经常账户头寸基本平衡，从日元和瑞士法郎的角度看，日本和瑞士都记录有大量的经常账户盈余，但它们都需要解决类似的流动性短缺问题。

32 例如，Aizenman等人(2011年)对具体国家的描述表明，大韩民国尽管动用了大量规模可观的外汇储备，但只有在韩国银行首先与美联储订立货币互换协议并接着与日本银行和中国人民银行订立货币互换协议之后，才得以于2008年10月稳定金融市场。

33 在2008年12月高峰时期，未偿还的互换协议总计超过5,800亿美元，涉及14个外国央行，仅欧洲央行就占了该数额的大约五分之四(Fleming和Klagge, 2010年；Bourgeon, 2015年)。这些协议涵盖的国家组包括4个发展中国家，即，巴西、墨西哥、大韩民国和新加坡，但是，巴西和新加坡从未利用其互换协议(Bordo等人，2014年；Bourgeon, 2015年)。

34 中国人民银行与瑞士国家银行等发达国家央行的货币互换协议经常起到发展离岸人民币市场的作用(瑞士国家银行，2014年)。它们使作为中国人民银行合作伙伴的央行所在国家的进口商以及该国邻近地区的进口商在希望以人民币结算交易的情况下，能够很容易获得以人民币计价的资金。因此，它们的主要目的是在出现贸易资金短缺时提供流动性，并对新兴离岸人民币货币市场起到帮助作用。

35 根据Garcia-Herrero和Xia的实证分析(2015年)，国家的选择受到下列因素的影响：伙伴国家的经济规模和地理邻近程度；以及向中国出口的规模和是否与中国签署了自由贸易协定。

36 见Wende P, “Por el swap con China, el BCRA incorporó yuanes a las reservas”, *Ambito Financiero*, 31 October 2014, available at: http://www.ambito.com/diario/noticia.asp?id=765312. 2014年10月，中国人民银行与俄罗斯联邦央行达成类似的协议(见 PBOC, “Central Banks of China and Russia signed bilateral local currency swap agreement”,

available at: http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2014/20141015162604364930184/20141015162604364930184_.html)。不同于与智利等其他国家央行的协议(见http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2015/20150528095203205835709/20150528095203205835709_.html)，这项协议不仅旨在促进“双边贸易和直接投资”，而且旨在促进“两国经济发展”。

37 中国与委内瑞拉玻利瓦尔共和国订立了类似的协议，数年期限的贷款最初存储在后者的外汇储备中，但逐渐用于发展项目，特别是石油部门。中国向委内瑞拉玻利瓦尔共和国的其他贷款同样也会促进后者的储备，因为它们将以石油和燃料的形式偿还(见Reuters, “China to lend Venezuela $10 billion in coming months”, 19 March 2015, available at: http://www.reuters.com/article/2015/03/19/us-venezuela-china-idUSKBN0MF2AD20150319).

38 关于这些区域网络的详细描述，见Allen和Moessner, 2010年。

39 关于近期提出的一项有关利用凯恩斯在1944年布雷顿森林会议所提计划的建议，见Davidson, 2007年。关于当前可如何利用凯恩斯的最初建议的其他建议，见Mateos y Lago等人，2009年，以及联合国，2009年。

40 更具雄心的方式是呼吁修订《国际货币基金组织协定》第四条，规定各成员国有义务调整国内政策，以实现国内和全球稳定(皇宫倡议，2011年)，或者授予基金组织确定全球连贯一致的宏观经济政策的必要措施并监督进展情况的权利(King, 2011年)。此类措施明显需要对基金组织治理进行重大改革，并改变监督方式和宏观经济进程。

41 关于区域货币和金融安排的全面评论，见贸发会议，2011年；及Fritz和Mühlich, 2014年。

42 在非洲未与欧元挂钩并得到法国国债支持的宏观经济协调和货币一体化机制中，只有共同货币区仍在运行。莱索托、纳米比亚、南非和斯威士兰之间的这一安排构成了一体化金融市场，其中，资金自由流动，成员国可以进出彼此的资本市场(《2007年贸发报告》；及Fritz和Mühlich, 2014年)。

43 区域结算补偿单一制是按照特别提款权提出的一种虚拟价值单位。它是根据参与国家的货币篮子并按照各自的经济规模进行加权计算的。

44 东盟+3包括东南亚国家联盟成员国(文莱达鲁萨兰国、柬埔寨、印度尼西亚、老挝人民民主共和国、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国和越南)，加上中国(包括中国香港)、日本和大韩民国。

45 见https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/rel140717a.pdf。

46 详见宏观经济研究办公室的网站：http://www.amro-asia.org/。

47 最大额度由适用于成员国向《清迈倡议多边化协议》提供的缴款购买倍数决定，具体国家的倍数范围在0.5(中国和日本)和5.0(一些小型经济体成员)之间不等。例如，中国的最大额度约为340亿美元，日本约为380亿美元，每个东盟主要经济体(印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国)约为230亿美元。无需与基金组织关联的可提取额度份额逐步增加，从最初的10%增至目前的30%，并计划进一步增加到40%。自从《清迈倡议》全面启动以来，为解决道德风险问题，这项要求持续有效，由于缺乏具备充足政治权威的持续区域监督以及人力资源和财政资源不足，道德风险被视为一个问题 (Rhee等人，2013年；Shimizu, 2013年)。关于2014年《清迈倡议多边化协议》修正案的详细情况，见：https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/rel140717a.pdf。

48 设想作为金砖国家应急储备安排(以其创建国巴西、俄罗斯联邦、印度、中国和南非的国名首字母缩写命名)一部分的货币互换协议定于2015年底开始运行，截至2015年5月，其性质属于区域间协议。然而，它不会包括发行国际货币的央行，尽管随着时间的推移，由于人民币作为国际货币发挥越来越重要的作用，这一点有可能发生变化。但是，商定的初始资金为1,000亿美元，甚至比《清迈倡议多边化协议》少得多，如果提取额度超过成员国限额的30%，还会与基金组织挂钩。更多详细资料见：http://brics6.itamaraty.gov.br/media2/press-releases/220-treaty-for-the-establishment-of-a-brics-contingent-reserve-arrangement-fortaleza-july-15.

49 每个成员国都有一票，大多数协议要求75%的同意率才能作决定，资本扩张等特殊协议则要求80%的同意率。

50 此类区域清算所的历史先例包括1950至1958年期间存在的欧洲支付同盟，并在一定程度上包括拉丁美洲一体化协会。2009年启动的区域结算补偿单一制倡议包括一个类似的机制，尽管它尚未运行(更多讨论见贸发会议，2011年)。

51 区域内失衡有可能来源于成员国在为解决这些失衡而制订机制时所考虑的特定发展战略，例如一个国家充当区域经济增长引擎的情况。

52 应当强调的是，本图的目的纯粹是为了举例说明，并不反映准确的数字证据。

参考文献

Aglietta M and Coudert V (2014). *Le dollar et le système monetaire international*. Paris, Editions La Découverte.

Aizenman J and Pasricha (2010). Selective swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation. *International Review of Economics and Finance*, 19(3): 353–365.

Aizenman J, Jinjarak Y and Park D (2011). International reserves and swap lines: Substitutes or complements? *International Review of Economics and Finance*, 20(1): 5–18.

Aizenman J, Cheung YW and Ito H (2015). International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding? *Journal of International Money and Finance*, 52(April): 102–126.

Allen WA and Moessner R (2010). Central bank cooperation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9. Working Paper No. 310, Bank for International Settlements, Basel.

Auboin M (2012). Use of currencies in international trade: Any change in the picture? Working Paper ERSD-2012-10, World Trade Organization, Geneva.

BIS (2011). Global liquidity: Concept, measurement and policy implications. CGFS paper No. 45, Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, Basel.

BIS (2014). Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2013. Bank for International Settlements, Basel.

Bofinger P (2011). The scope for foreign exchange market intervention. UNCTAD Discussion Paper No. 204, UNCTAD, Geneva.

Bordo MD, Humpage OF and Schwartz JA (2014). The evolution of Federal Reserve swap lines since 1962. Working Paper No. 14/14, Federal Reserve Bank of Cleveland, Cleveland, OH.

Borio C, James H and Shin HS (2014). The international monetary and financial system: A capital account historical perspective. Working Paper No. 457, Bank for International Settlements, Basel.

Bourgeon P (2015). Background paper for the *Trade and Development Report, 2015*.

Carli G (1976). Why banks are unpopular. Per Jacobsson lecture. Available at: http://www.perjacobsson.org/lectures/1976.pdf.

Cooper R (2006). Proposal for a common currency among rich democracies. *International Economics and Economic Policy*, 3(3–4): 387–394.

Davidson P (2007). *John Maynard Keynes*. London, Palgrave Macmillan.

de Cecco M (1974). Money and Empire: The International Gold Standard, 1890–1914. Oxford, Basil Blackwell.

Destais C (2014). Central bank currency swaps and the international monetary system. Policy Brief No. 2014-05, Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), Paris.

Dorrucci E and McKay J (2011). The international monetary system after the financial crisis. Occasional Paper No. 123, European Central Bank, Frankfurt am Main.

Eichengreen B (1992). *Golden Fetters*. Oxford and New York, Oxford University Press.

Eichengreen B (2005). Sterling's past, dollar's future: Historical perspectives on reserve currency competition. Working Paper No. 11336, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Eichengreen B (2011). *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford and New York, Oxford University Press.

Erten B and Ocampo JA (2012). Building a stable and equitable global monetary system. Working paper No. 118, United Nations Department of Economic and Social Affairs, New York.

ECB (2014). The international role of the euro. European Central Bank, Frankfurt.

Farhi E, Gourinchas PO and Rey H (2011). *Reforming the International Monetary System*. London, Centre for Economic Policy Research.

Financial Times (2014). China's foreign exchange reserves near record $4tn, 15 April.

Fleming MJ and Klagge NJ (2010). The Federal Reserve's foreign exchange swap lines. *Current Issues in Economics and Finance*, 16(4): 1–7. Federal Reserve Bank of New York.

Fritz B and Mühlich L (2014). Regional monetary co-operation in the developing world: Taking stock. Paper for the UNCTAD project, Strengthening Pro-growth Macroeconomic Management Capacities for Enhanced Regional Financial and Monetary Cooperation among Selected Countries of Latin America and the Caribbean, and West and Central Africa.

Galbraith JK (2014). *The End of Normal. The Great Crisis and the Future of Growth*. New York, Simon & Schuster.

Garcia-Herrero A and Xia L (2015). China's RMB bilateral swap agreements: What explains the choice of countries? *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, forthcoming. Available at: http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/16081625.2014.960059#.VUoJQ0102Hs.

Ghosh AR, Qureshi MS, Kim JI and Zalduendo J (2014). Surges. *Journal of International Economics*, 92(2): 266–285.

Goldberg L (2011). The international role of the dollar: Does it matter if this changes? Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 522, New York, NY.

Goldberg L and Tille C (2008). Vehicle currency use in international trade. *Journal of International Economics*, 76(2): 177–192.

Gourinchas PO and Rey H (2007). From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege. In: Clarida RH, ed. *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago, University of Chicago Press: 11–66.

IMF (2011a). IMF performance in the run-up to the financial and economic crisis: IMF surveillance in 2004–07, Washington, DC.

IMF (2011b). Criteria for broadening the SDR currency basket. Washington, DC.

IMF (2011c). The case for a general allocation of SDRs during the tenth basic period. Washington, DC.

IMF (2013). Stocktaking the Fund's engagement with regional financing arrangements. Washington, DC.

IMF (2014). 2014 Triennial Surveillance Review – Managing Director's Action Plan for Strenghtening Surveillance. Washington, DC.

IMF (2015a). Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER). Washington, DC.

IMF (2015b). Assessing reserve adequacy: Specific proposals. Washington, DC, 24 April. Available at: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf.

IMF (2015c). Factsheet: The IMF's Flexible Credit Line (FCL). Washington, DC, 10 April. Available at: http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fcl.htm.

IMF (2015d). Factsheet: The IMF's Precautionary and Liquidity Line (PLL). Washington, DC, 13 April. Available at: http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pll.htm.

Kenen PB (2010a). Renovation of the global reserve regime: Concepts and proposals. Working Paper 208, Center for Economic Policy Studies, Princeton University, Princeton, NJ. Available at: https://www.princeton.edu/ceps/workingpapers/208kenen.pdf.

Kenen PB (2010b). The substitution account as a first step toward reform of the international monetary system. Policy Brief 10-6, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.

King M (2011). Global imbalances: The perspective of the Bank of England. Financial Stability Review No. 15, Banque de France, Paris. Available at http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2011/speech473.pdf.

Kregel JA (2010). An alternative perspective on global imbalances and international reserve currencies. Economics Public Policy Brief Archive, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.

Kregel JA (2015). Emerging markets and the international financial architecture: A blueprint for reform. Working Paper No. 833, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.

Lee JW (2014). Will the renminbi emerge as an international currency? *World Economy*, 37(1): 42–62.

Lin JY (2013). *Against the Consensus. Reflections on the Great Recession*. Cambridge, Cambridge University Press.

Marino R and Volz U (2012). Critical review of the IMF's tools for crisis prevention. Discussion Paper No. 4/2012, German Development Institute, Bonn. Available at: https://www.die-gdi.de/en/discussion-paper/article/a-critical-review-of-the-imfs-tools-for-crisis-prevention/.

Mateos y Lago I, Duttagupta R and Goyal R (2009). The debate on the international monetary system. IMF Staff Position Note SPN/09/26, International Monetary Fund, Washington, DC.

Matsukawa M (1982). The yen: A newly-emerging reserve currency. In Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 24–31.

McCauley R, McGuire P and Sushko V (2015). Global dollar credit: Links to US monetary policy and leverage. BIS Working Paper No. 483. Bank for International Settlements, Basel.

Mundell R (2012). The case for a world currency. *Journal of Policy Modeling*, 34(4): 568–578.

Obstfeld M, Shambaough JC and Taylor AM (2009). Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008. *American Economic Review*, 99(2): 480–486.

Ocampo JA (2011). Reforming the International Monetary System. WIDER Annual Lecture 14. World Institute for Development Economics Research, Helsinki.

Ocampo JA (2014). The provision of global liquidity: The global reserve system. WIDER Working Paper 2014/141, World Institute for Development Economics Research, Helsinki.

Palais Royal Initiative (2011). Reform of the international monetary system: A cooperative approach for the twenty-first century. Available at: http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf.

Panic M (1992). European Monetary Union: Lessons from the Classical Gold Standard. New York, St. Martin's Press.

Park YC (2010). RMB internationalization and its implications for financial and monetary cooperation in East Asia. *China & World Economy*, 18(2): 1–21.

Park YC and Wyplosz C (2014). International monetary reform: A critical appraisal of some proposals. In: Kawai M, Lamberte MB and Morgan PJ, eds. *Reform of the International Monetary System: An Asian Perspective*. Tokyo, Asian Development Bank Institute and Springer: 19–40.

PBOC (2012). The People's Bank of China Annual Report 2012. Beijing.

Perez Caldentey E, Cipoletta G and Cruz M (2014). Un análisis comparado de los sistemas de pago en America Latina. Presentation at UNCTAD/ECLAC Conference, Santiago Chile, June 2014.

Pettis M (2013). *The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*. Princeton, NJ, and Oxford, Princeton University Press.

Prasad ES (2013). *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*. Princeton, NJ, and Oxford, Princeton University Press.

Rey H (2013). Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium at Jackson Hole. Available at: http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf.

Rhee C, Sumulong L and Vallée S (2013). Global and regional financial safety nets: Lessons from Europe and Asia. Working Paper No. 2013/06, Bruegel, Brussels.

Rieke W (1982). The development of the Deutschemark as a reserve currency. In: Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 16–23.

Roosa RV (1982). The multiple reserve currency system. In: Group of Thirty, ed. *Reserve Currencies in Transition*. New York, Group of Thirty: 1–15.

Sgard J (2015). Central bank currency swaps and their potential role in international monetary reform. Background paper for UNCTAD's *Trade and Development Report, 2015*.

Shimizu K (2013). Regional cooperation for financial and exchange rates stability in East Asia. Working Paper FG7, German Institute for International and Security Affairs. Berlin. Available at: http://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/arbeitspapiere/WP_FG7_2013_01_Dezember_Kenichi_Shimizu.pdf.

SNB (2014). Renminbi swap agreement and granting of a renminbi investment quota to the Swiss National Bank. Press Release, 21 July, available at: http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20140721/source/pre_20140721.en.pdf.

Titelman D, Vera C, Carvallo P and Perez Caldentey E (2014). A regional reserve fund for Latin America. *Cepal Review*, 112: 7–28.

Triffin R (1961). *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven, CT, Yale University Press.

UNCTAD (1965). *International Monetary Issues and the Developing Countries: Report of the Group of Experts*. Document TD/B/32. United Nations publication, New York and Geneva.

UNCTAD (2011). *Regional Monetary Cooperation and Growth-Enhancing Policies: The new Challenges for Latin America and the Caribbean*. United Nations publication, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2001*). *Trade and Development Report, 2001. Global Trends and Prospects – Financial Architecture*. United Nations publication. Sales No. E.01.II.D.10, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2007*). *Trade and Development Report, 2007. Regional Cooperation for Development*. United Nations publication. Sales No. E.07.II.D.11, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2009*). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E. 09.II.D.16, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2010*). *Trade and Development Report, 2010. Employment, Globalization and Development*. United Nations publication. Sales No. E.10.II.D.3, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2011*). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2012*). *Trade and Development Report, 2012. Policies for Inclusive and Balanced Growth*. United Nations publication. Sales No. E.12.II.D.6, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2013*). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2014*). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.

United Nations (2009). *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International*

Monetary and Financial System (Stiglitz Commission Report), New York.

Volz U (2012). The need and scope for strengthening co-operation between regional financing arrangements and the IMF. Discussion Paper No. 15/2012, German Development Institute, Bonn.

Williamson J (2011). Getting surplus countries to adjust. Policy Brief No. 11-01, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.

Yu Y (2014). How far can renminbi internationalization go? Working Paper No. 461, Asian Development Bank Institute, Tokyo. Available at: http://www.adbi.org/working-paper/2014/02/13/6136.how.far.can.renminbi.internationalization.go.

Zhou X (2009). Reform of the International Monetary System. Essay posted on the website of the People's Bank of China, 9 April: http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178.

Zhou X (2015). International Monetary and Financial Committee Statement. Washington, DC, International Monetary Fund, 18 April. Available at: http://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/statement/eng/chn.pdf.

第四章

危机后的金融监管改革

A. 导言

2008至2009年全球金融危机爆发之后，各国政治领导人认识到，金融市场和金融机构监管方法存在严重缺陷。大型私人银行无法管理风险，影子银行系统的扩张不受限制，整个金融部门普遍存在过度奖励计划，这些都充分说明了这一点。起初，他们表示愿意从根本上改革金融体系，以使它更稳定、不太容易出现危机和具有更强的抗冲击能力，并引导它更多地支持实体经济和经济发展。他们还认识到，任何后续改革议程的设计都必须考虑到较大的发展中经济体的利益和关切。因此，在2008年末，包括一些较大的发展中国家在内的20国集团取代了8国集团，成为最重要的国际协调和决策论坛。其中一些国家也被接纳为金融稳定委员会成员，而该委员会取代了原来的金融稳定论坛，协调各金融标准制订机构的活动，并负责监测20国集团国家商定的金融改革的落实情况。

由金融稳定委员会协调的改革方案旨在加强金融主管部门的审慎监管以及监督和监管能力。然而，自全球金融危机爆发至今已经过了7年，显而易见的是，除了一些局部改善，未能实现所需要的改革。现有金融结构仍然没有足够的工具来减少资本流的波动，防范系统性危机和确保中小型企业(中小企业)和创新能够获得融资。2008至2009年危机后实行的改革仅在有限程度上考虑到发展中国家的一些特殊需要。

本章讨论在国际一级商定而且各国当局正在实施的一些关键金融改革，并评估它们可能产生的影响，特别是对发展中国家的影响。B节探讨旨在加强银行实力的新巴塞尔资本要求，指出它们仍然过分依赖狭义的审慎规则，将这样的规则作为银行业监管的最佳方法。该节还探讨一些旨在改革发达国家金融体系的举措。C节研究影子银行体系以及用于减轻这种形式的金融中介所致风险的一些拟议措施。D节评估金融监管中的其他一些重要问题，如信用评级机构评级的过度使用、越来越多的外国银行进入发展中国家所带来的挑战以及解决投机性国际资本流动所致脆弱性

的需要。E节论证需要采取更宏大的改革议程，包括有必要隔离或圈定保护一些银行活动。此外，该节还讨论进一步以发展为导向的金融体系的一些监管元素。

B. 危机后的金融改革和审慎监管

在过去40年里，金融部门显著扩张，特别是在经历了一波又一波的金融创新和放松市场监管之后，国际资本流动性激增。主要金融中心的信贷条件、国际活跃银行的业务以及各种资产管理公司及其他机构投资者的活动对全球流动性以及全球资金分配的影响越来越大。

放松金融监管包括逐步放松对银行的数量控制和其他限制，如设定利率上限或限制从事传统贷款业务以外活动的能力。这种放松监管的一个方面是，政府停止直接干预金融部门并逐步削弱实现发展目标的手段。取而代之的是，一种基于审慎规则(即所需资本化和流动性比率)的宽松监管方法受到重视。这种方法的核心原则是，银行如果有足够的资本用于应对意外损失，应被允许自由分配信贷或从事基于市场的活动。市场竞争应确保有充足的资金用于有利可图的投资，并因此获取高额社会回报。

巴塞尔资本充足率要求自1988年推出以来，已经成为审慎政策的重要参考依据。不仅巴塞尔银行监管委员会(巴塞尔银监会)成员国(原本是少数发达国家)以其为参考，而且许多发展中国家引为参考，虽然它们没有参与这些要求的制订过程，且有关准则在设计时并未考虑到它们的金融体系。[1] 《巴塞尔协议》寻求防止国际活跃银行在没有充足资本支持的情况下扩大业务量，还旨在消除个别管辖区降低对银行的要求以吸引业务的诱因。巴塞尔规则所反映的信念是，市场和金融实体能够自律，银行的审慎行为对维持其声誉资本必不可少。因此，市场力量预计会防止银行过度冒险。

2008至2009年全球金融危机表明，基于自由金融市场和自我监管承诺的概念性框架存在缺陷。

2008至2009年全球金融危机是1930年代以来最严重的一次危机，表明放松金融管制和基于对自由市场和自我监管的承诺的概念性框架存在严重缺陷(《2009年贸发报告》和《2011年贸发报告》)。由于基于银行资本要求的审慎监管的重点范围狭窄，未能阻止2008年末出现普遍经济动荡。事实上，许多完全达到《巴塞尔协议二》标准的世界最大银行在2008年仍遭受了次贷危机及其影响的重创，致使各国政府不得不推出耗资巨大的一揽子紧急财政救济，导致公共债务显著增加，并产生高昂的社会成本。

在危机后的改革进程中，似乎达成了一种共识，即不稳定是全球性的，需要加强国际合作(《2009年贸发报告》和《2011年贸发报告》；Haldane, 2014年)。在金融稳定委员会的指导下制订的国际改革议程推出了一系列举措，包括《巴塞尔协议三》、针对“全球具系统重要性银行”的具体规定以及关于如何改善影子银行活动监督的建议。[2]

20国集团国家同意在其监管框架内逐步出台新的标准。然而，系统性风险的来源可能会持续存在，特定市场的违约、流动性紧张或危机可能会蔓延到其他市场并最终发展成全面危机。引发全球危机的脆弱性仍然是令人严重关切的问题。本节批判性地探讨了改革进程的精神，强调其主要缺点及其给发展中国家带来的挑战。

许多完全达到《巴塞尔协议二》标准的世界最大银行仍遭受了次贷危机的重创，致使各国政府不得不推出耗资巨大的一揽子紧急财政救济。

1. 新《巴塞尔协议三》

《巴塞尔协议》为银行业提供了最全面的监管框架。[3] 然而，它们在若干方面已经不足以确保金融体系得到加强。关键是，资本充足率规则既未能防止高杠杆率，也未能促进投资组合多元化，反而如一些分析所指出，这些规则加强了银行业务业已存在的顺周期性质(如Slovik, 2012年)。

危机发生后，面对各方更严密的目光，巴塞尔委员会商定提供新的监管计划，“以加强银行和全球银行系统的抗风险能力”(巴塞尔银监会，2011年)。该一揽子改革方案于2010年10月宣布实施，称为《巴塞尔协议三》，其中包括新的资本充足率规则和一些流动性规定。自2013年以来，20国集团国家已经按照商定时间表出台了一些新标准，并设定了在2019年1月1日之前全面落实该框架的目标。

关于资本规则，《巴塞尔协议三》提高了各银行需要持有的资本质量，以更好地吸收潜在损失。普通股和留存收益已经成为一级资本的主要形式，因为新框架排除了利用优先股和债股混合来提升核心资本的可能性。

此外，与此前的《巴塞尔协议二》相比，《巴塞尔协议三》引入了更高的资本水平。总资本最低水平要求仍维持在风险加权资产的8%，但一级普通股占风险加权资产的比重从2%提高至4.5%。《巴塞尔协议三》还要求银行以普通股一级资本的形式保持“资本留存缓冲”，数量上至少达到风险加权资产的2.5%，以供面临压力时使用。因出现损失而需要提取缓冲资本时，银行必须通过减少可自由分配收益和高管奖金的方式补足缓冲资本。这些措施叠加在一起，使普通股需求总量达到了风险加权资产的7%。新框架还使国家当局能够自行酌定，在其认为信贷增长导致不可接受的系统性风险积累时，要求银行统一调高为应对压力局面而建立的资本留存缓冲水平。这种反周期缓冲的实施范围为0%至2.5%，也应当由普通股构成。

《巴塞尔协议三》的另一个特征是引入了基于无风险的杠杆率。它基于最低一级资本，即一级资本至少占总资产的3%。在计算杠杆率时，银行的敞口必须涵盖证券融资交易等资产负债表内项目以及衍生产品和信用证等资产负债表外项目。

最后，《巴塞尔协议三》一揽子方案中提出的流动性提供包括流动性覆盖率和净稳定融资率要求。流动性覆盖率旨在确保银行有充足

的短期流动性，能够应对持续长达一个月的压力局面。净稳定融资率旨在帮助银行处理流动性问题，但其时间跨度长达一年，主要侧重于银行资产和负债的期限结构。也就是说，它鼓励银行持有更多稳定资金(例如存款)以及更多流动资产(巴塞尔银监会，2014年a和b)。虽然与此前的《巴塞尔协议二》相比，这些改革被描绘成跨越式发展，但不大可能加强银行的抗风险能力。

由于《巴塞尔协议三》并未改变风险权重框架，因此必须像过去那样，根据风险加权资产来计算核心资本。这意味着，在计算必须由银行资本支持的资产时，只有被认为风险很大的资产才会按其全额价值计算，而被认为比较安全的资产仅按其部分价值计算。这进一步鼓励了对比风险资产更容易进行杠杆操作的低风险加权资产的投资。[4] 在宏观经济层面上，基于风险的方法对就业和经济增长可能会有负面影响，因为它歧视中小企业。由于中小企业被认为比大型企业构成更大的风险，因此，当银行选择偏向于低风险权重资产的投资组合时，就不愿意向它们提供贷款(Moosa和Burns, 2013年)。此外，《巴塞尔协议三》并未质疑银行倚重信用评级机构的外部信用评级或使用银行内部风险模型来调整风险权重的做法。[5] 不清楚为何巴塞尔委员会在金融稳定委员会自称“特别迫切需要放弃或替换导致市场参与者作出机械反应的这类参考[即外部信用评级]”时(金融稳定委员会，2010年)仍然看重信用评级机构的评级。

> 《巴塞尔协议三》引入了更高水平的资本要求，但保留了风险加权制度和对信用评级机构的依赖，因此，未能阻止高杠杆率和顺周期性。

由于保留了可调整风险权重制度，《巴塞尔协议三》并没有解决《巴塞尔协议二》的顺周期问题。在经济扩张时期(如在2003至2007年增长期)，违约风险可能会被认为偏低，这时会提高信用评级，从而使资产被归入资本要求的较低风险类别。这导致同一资产组合所需的资本减少，从而促使杠杆率在周期的扩张阶段上升。相反，当扩张结束时，资本要求突然增加，银行资产被认为风险提高。此外，《巴塞尔协议三》的改革未能解决旧巴塞尔规则的一个更具争议的问题：银行仍然可以自己计算监管资本，以此作为利用外部信用评级的替代办法，这意味着两个不同的银行由于分别使用自己的内部风险模型，往往最后对相似的资产组合得出不同的资本要求。[6] 也许最根本的是，巴塞尔准则意味着继续依赖大型银行的有效自我监测，而不是依赖外部监督，其依据是假定“市场纪律”将确保金融代理人采取负责任的行为。然而，这种假定如今被认为是错误和不切实际的。

在风险权重框架下，各机构积累了过高的杠杆率。在1992年开始执行巴塞尔风险加权资本要求(《巴塞尔协议一》)至2008至2009年全球经济和金融危机爆发期间，银行的总资本与未加权资产比率持续下降。例如，在一份大型国际银行样本中，该比率在1993至2008年期间从4.8%降至不足3%(Ingves, 2014年)。[7] 《巴塞尔协议三》杠杆率本当为基于风险的资本要求提供支持，但它仅在一定程度上改善资本基础。由于只设定为未加权资产的3%，资本可能远远低于确保银行能够最低限度地抵御重大冲击所必需的水平(Admati和Hellwig, 2013年)。[8]

2. 具系统重要性银行的拟议框架

大型国际活跃银行对2008至2009年全球金融危机起了推波助澜的作用。它们在不同国家管辖区的存在及其跨境交易活动助长了危机向各个国

家蔓延。由于其规模大、业务复杂、跨管辖区存在和相互关联性，这些大型银行造成了全球系统性风险，并给监管机构带来了挑战。

它们的业务错综复杂、相互交织，远远谈不上透明，金融监管部门乃至银行自己的高级管理人员都难以跟踪。这些银行规模庞大，以至于金融专家和决策者都认为它们“规模太大而不能倒闭”，意思是如果任由它们倒下，整个国际金融体系将遭到难以承受的破坏。向它们提供救援以使它们免遭破产需要高昂的财政成本，还需要高水平的国际协调，而这一点很难做到。

很难从效率角度去解释它们的国际扩张和规模巨大的资产负债表(国际清算银行，2010年a)。相反，有证据表明，低估风险可能扭曲了它们的动机，从而为这种扩张提供了便利。“太大不能倒”的标签使这类银行拥有竞争优势，而其依据的推定是，如果因从事冒险行为而遭受巨大损失，它们将会获得政府救援。此外，这使它们能够获得成本较低的资金来源，因为它们被认为不太可能出现债务违约。另一个竞争优势源于一个事实，即根据巴塞尔框架，大型银行可以选择最方便的资本确定方法。它们拥有资源，可以利用自己的风险模型，这使它们在确定其资本要求中具有灵活性，并能够酌情保持较少的资本，而小银行只具备采用更简单的资本确定方法的手段。

在国家层面，大型银行业务活动的扩张是造成银行业集中的重要原因，1998至2007年期间尤为如此。2008年后，这一趋势总体上已经停止，但在美国等少数国家仍在继续，这一定程度上反映了危机后出现了政府赞助的合并(图4.1)。

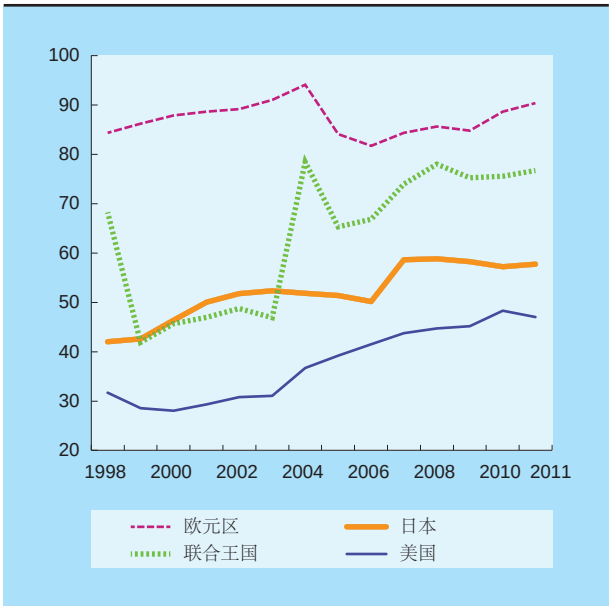
自全球金融危机爆发以来，与大型银行相关的系统性风险一直是令人关切的重大问题。联合国的一份报告建议大型金融机构须满足附加资本要求(联合国，2009年)。该报告还建议各国政府采取强有力的反托拉斯政策，阻止银行发展过大。其他一些机构也建议进行类似的监管改革。例如，20国集团在2008年11月华盛顿峰会上建议审查金融监管范围，以确保所有具系统重要性金融机构得到充分监管。一年后，20国集团伦敦峰会还建议对复杂的金融机构进行特别监督，并准许监管机构查阅各金融机构、市场和工具的相关信息，以便能够发现可能出现的失灵或构成系统性风险的压力局面。

自2011年以来，金融稳定委员会采用巴塞尔委员会制订的方法来确定全球具系统重要性银行(巴塞尔银监会，2011年)。[9] 2014年11月最新资料显示确定了30家这类银行(除3家来自中国外，其他均来自发达国家)，它们预计将加强损失吸收能力，设立危机管理小组，制订跨境合作协议

图4.1

1998-2011年五家最大银行资产在特定经济体银行部门总资产中所占比例

(百分比)



资料来源： Bureau van Dijk公司《全球银行与金融机构分析库》。

和灾后恢复计划(又称“生前遗嘱”)。2014年，金融稳定委员会提出了一些建议，旨在加强全球具系统重要性银行在清算中的损失吸收能力，据此，这些银行将被征收资本附加费，从而使总资本要求达到其风险加权资产的16%至20%。这意味着能够进行有序清算，从而最大限度地减少对金融稳定性的任何影响并确保关键职能的连续性。[10]

由于其规模大、业务复杂、跨管辖区存在和相互关联性，大型银行造成了全球系统性风险，并给监管机构带来了挑战。

然而，即使是这些建议可能也不足以解决“太大不能倒”问题。首先，利用风险权重计算损失吸收能力，实际上创造了在满足要求方面充分行使酌处权的机会。其次，目前尚不清楚在没有全球商定的银行清算机制的情况下各国监管机构是否会合作；事实上，如果没有这种机制，在银行破产时，甚至有可能出现以捍卫国家利益为目的没收本地资产的狂热行为。

3. 审慎框架和发展中国家

关于资本要求的巴塞尔准则自1988年推出以来，已经成为世界各国监管机构的重要参考。已有超过100个国家采用《巴塞尔协议一》资本要求准则(Barth等人，2006年)。不仅所有属于20国集团成员的发展中国家，而且许多非成员也实施了《巴塞尔协议二》的要求。虽然其中大多数国家采用了《巴塞尔协议二》的“标准法”，但一些非20国集团成员(如巴林、马来西亚和泰国)也实施了更为复杂的内部评级法，使大型银行得以根据风险自评结果确定资本要求。根据金融稳定委员会2014年11月对监管改革实施情况的评估，所有属于金融稳定委员会成员的主要发展中经济体都已经完全符合新《巴塞尔协议三》资本充足率规则的要求。[11] 在其他非金融稳定委员会成员的发展中经济体中，遵循《巴塞尔协议三》的程度很低(国际清算银行，2014年和2015年)。[12] 表4.1概括说明了《巴塞尔协议二》和《巴塞尔协议三》在各区域发展中国家的实施程度。

巴塞尔准则的构想面向规模大、在国际上活跃的各金融机构的东道国；并未考虑到发展中国家的需要。

大量发展中国家采用《巴塞尔协议二》的资本要求，并采取措施遵循《巴塞尔协议三》的安排，这有点令人费解。毕竟，实施巴塞尔建议属于自愿行为，巴塞尔委员会并无任何正式的超国家监督机构。此外，采用巴塞尔标准的许多发展中国家甚至并非标准制订程序的参与方。事实上，巴塞尔准则的构想初衷并未考虑到发展中国家；它们针对的是规模大、业务复杂、在国际上活跃的各金融机构的东道国，目的是统一各国的监管做法(Powell, 2004年)。

然而，发展中国家之所以部分采用巴塞尔规则，有各种各样的原因。巴塞尔原则自推出以来，已经被决策者视为国家银行监管体系的质量在全球范围内获得正式认可的标志。由于官方和市场压力，许多发展中国家，特别是在1990年代末至2000年代初金融危机之后开始审视本国监管框架的经济体，“引进”了监管公信力的概念(Walter, 2008年)。此外，加入20国集团的一些发展中大国还面临实施巴塞尔规则的其他压力。包括发展中国家成员在内的所有20国集团国家都同意接受《金融部门评估规划》[13] 对其国内金融部门进行分析(包括评估其遵循巴塞尔准则的情况)以及接受对其监督框架进行同行评审(Walter, 2015年)。

表4.1

《巴塞尔协议》在发展中经济体和转型经济体的实施情况

	调查的经济体总数	《巴塞尔协议二》		《巴塞尔协议三》	
		资本要求(标准法)	资本要求(内部评级法)	杠杆率	流动性覆盖率
		(百分比)		(百分比)	
区域(整体样本)					
非洲	30	27	10	13	13
东亚、南亚和东南亚	17	82	59	47	29
拉丁美洲和加勒比	21	38	23	14	24
欧洲和亚洲转型经济体	11	73	9	18	18
西亚	9	100	33	33	33
区域(不包括巴塞尔银监会成员)					
非洲	29	23	7	10	10
东亚、南亚和东南亚	11	27	13	0	7
拉丁美洲和加勒比	18	16	7	7	3
欧洲和亚洲转型经济体	10	23	3	7	3
西亚	7	23	3	3	3

资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是国际清算银行，2014年和2015年。

注： 数据涵盖以下经济体(按区域分列)：非洲：安哥拉、贝宁、博茨瓦纳、布基纳法索、科特迪瓦、刚果民主共和国、埃及、冈比亚、加纳、几内亚、几内亚比绍、肯尼亚、莱索托、利比里亚、马达加斯加、马拉维、马里、摩洛哥、莫桑比克、纳米比亚、尼日尔、尼日利亚、塞内加尔、**南非**、多哥、突尼斯、乌干达、坦桑尼亚联合共和国、赞比亚和津巴布韦；东亚、南亚和东南亚：孟加拉国、不丹、**中国**、**香港(中国)**、**印度**、**印度尼西亚**、马来西亚、毛里求斯、尼泊尔、巴基斯坦、菲律宾、**大韩民国**、**新加坡**、斯里兰卡、中国台湾省、泰国和越南；拉丁美洲和加勒比：**阿根廷**、伯利兹、多民族玻利维亚国、**巴西**、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、多米尼加共和国、厄瓜多尔、萨尔瓦多、危地马拉、圭亚那、海地、洪都拉斯、牙买加、**墨西哥**、巴拿马、巴拉圭、秘鲁、特立尼达和多巴哥及乌拉圭；欧洲和亚洲转型经济体：阿尔巴尼亚、亚美尼亚、白俄罗斯、波斯尼亚和黑塞哥维那、格鲁吉亚、吉尔吉斯斯坦、黑山、摩尔多瓦共和国、**俄罗斯联邦**、塞尔维亚和前南斯拉夫的马其顿共和国；以及西亚：巴林、约旦、科威特、黎巴嫩、阿曼、卡塔尔、**沙特阿拉伯**、**土耳其**、阿拉伯联合酋长国(黑体字国家为巴塞尔委员会成员)。

主要发展中经济体实施新《巴塞尔协议三》的资本要求可能不会特别困难，因为在全球危机爆发之前，其银行系统的资本水平一般都高于《巴塞尔协议三》规定的水平。[14] 然而，并非所有主要发展中经济体都是这种情况。例如，在印度，国有银行在印度银行贷款中占62%，但它们发现从现在到2019年期间很难达到《巴塞尔协议三》的资本要求(穆迪公司，2014年)。遵循《巴塞尔协议三》新流动性要求的程度差异更大。金融稳定委员会的一项调查表明，阿根廷、巴西、印度尼西亚和墨西哥在合规程度上落后于中国和南非等其他国家(金融稳定委员会，2014年a)。根据惠誉国际(2015年)的最近评估，墨西哥规模较小的银行将难以满足流动性覆盖率要求，并且当本国监管机构最终采用净稳定融资率要求时，它们将面临甚至更大的挑战。

非20国集团成员的发展中国家在满足巴塞尔要求方面似乎面临的挑战要大得多。巴塞尔规则特别是《巴塞尔协议三》新规则的复杂程度是一项关键挑战。《巴塞尔协议三》新规则的实施不仅需要精良的技术能力，还需要大量资源(Haldane和Madouros, 2012年)。《金融部门评估规划》关于来自不同发展中区域的国家的报告表明，由于存在关键能力差距，它们普遍不符合巴塞尔标准的要求。总体而言，这些能力差

距包括：训练有素的工作人员不足或未经适当培训，而且缺乏令人满意地履行监管和监督职能的经验。就非常复杂的《巴塞尔协议三》规则而言，这些差距甚至更为关键。

关于《巴塞尔协议三》的实施，还存在其他重大关切问题。净稳定融资率旨在减少银行资产与资金来源之间的期限错配，而采用净稳定融资率可能会给发展中国家带来不利影响，因为这些经济体的银行主要是通过(短期)存款获得资金。因此，要求实行资产与负债期限之间更严格的匹配可能会降低银行提供长期信贷的能力。另一项挑战与反周期资本缓冲的实施有关。处于金融发展早期阶段的经济体可能会出现信贷快速增长，从而触发缓冲机制，但可能并不会积聚系统性风险(Drehmann和Tsatsaronis, 2014年)。

一个更普遍的关切问题是，巴塞尔规则正在以牺牲旨在实现增长和公平目标的规则为代价，越来越多地关注(但未见成效)狭隘的金融稳定观点。根据风险权重来确定资本，无论是采用标准法还是更复杂的方法，都可能会导致对需要从发展的角度给予支持的行业实行信贷配给制。巴塞尔信贷风险衡量准则可能会提高向中小企业(通常被视为风险更高)和长期项目注资的资本要求，同时降低大公司的借款成本。这些大公司包括国际性公司，它们通常被外部信用评级机构授予更高的信用评级。

尽管发展中国家在国际论坛上的代表性进一步提高，但所进行的改革似乎忽视了这些国家的一些关切问题。

因此，尽管发展中国家在国际论坛上的代表性进一步提高，但在全球金融危机之后进行的改革似乎并没有涉及它们的一些关切问题。把重点放在狭义的审慎改革上可能不足以防范未来的危机。此类改革对许多发展中国家来说也过于复杂，难以实施，并且事实上，改革的实施可能会阻碍经济发展。

4. 为圈定保护银行业务而进行的一些尝试

在采用由金融稳定委员会在国际层面协调的监管改革的同时，许多发达国家还起草了新的国家法律，以解决本国金融体系中的系统性风险。在由金融危机引发的所有改革建议中，影响最深远的是载有“圈定保护”金融活动条款的建议，这超越了巴塞尔框架的审慎方法。

圈定保护的基本论点是，把储户资产与具有风险的银行活动隔离开来，将减少在“赌博”式投资决策导致资不抵债时发生挤兑的可能性。这种隔离也便于对解决陷入困境的银行集团进行清算，减少政府出手干预以挽救因进行高风险交易活动而陷入困境的银行的可能性或必要性。历史上的先例是美国的《格拉斯－斯蒂格尔法案》。该法案禁止享有存款保险特权的商业银行从事市场活动，同时不允许投资银行接受存款。此项改革是1933年新政的一部分，对美国金融系统的业务进行了规范，其有效期超过65年，直到1999年《金融服务现代化法案》解除对银行的限制才终止。

美国在2008至2009年金融危机爆发后并没有重新采取深度的银行重组措施，而是选择采取一项规则来限制银行的一些活动。2010年的《多德－弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》在其各项条款中列入了沃尔克规则，该规则禁止两类活动。首先，在美国管辖区内的银行机构不得从事自营交易。这意味着银行不能自行买卖证券[15]。其次，该规则禁止银行赞助、取得或保留对冲基金和私募股权投资基金中的所有权权益。

2013年底，联合王国根据所谓的维克斯报告出台了银行改革立法。与美国不同的是，改革重点不是禁止银行高风险活动，而是圈定保护吸收存款的机构。因此，联合王国决定将零售银行业务与独立资本化子公司的投资银行业务分隔开来。改革的目的是帮助国内零售银行免受外部金融冲击和在需要时便利对问题银行进行清算(金融稳定委员会，2014年b)。联合王国认为，维克斯报告所提各项建议是对令人担忧的事实做出的反应，即该国银行部门的国际风险比按其国内生产总值计量的国内经济大许多倍。圈定保护的目的之一是防止面向国内的银行业受到面向全球的活动中可能发生的任何情况的影响(Wolf, 2014年)。[16] 圈定保护办法只适用于持有核心存款超过250亿英镑的大型金融集团。

圈定保护银行活动将限制银行在遭遇“赌博”式投资决策所造成的损失时发生挤兑的可能性……

欧洲联盟委员会(欧盟委员会)还审查了对欧洲联盟金融系统进行结构改革的可能性。欧盟委员会根据银行结构改革高级别专家组(即所谓的利卡宁委员会)的建议提交了条例草案，其中一项核心建议是，应成立一个独立于银行其他业务的法人实体专门负责自营交易和其他高风险交易活动。如果这项改革草案获得通过，它将仅限于持有资产超过300亿欧元的银行，并且不仅适用于吸收存款的银行，也适用于它们的母公司和子公司。法国和德国已经出台了部分基于利卡宁委员会建议的一些规则。

……便利解决陷入困境的银行集团进行清算，从而减少代价高昂的政府救助的可能性。

由美国、联合王国和欧洲联盟提出的结构性措施旨在通过减少与银行互联互通有关的存款风险，降低银行倒闭的可能性及其所产生的系统性影响(Viñals等人，2013年)。重组金融部门的一种可能的办法是在吸收存款的银行与从事经纪交易活动的银行之间建立一道防火墙。然而，圈定保护举措(正如关于提高最低资本要求的建议那样)面临着银行业游说的强大阻力。事实上，在以上讨论的圈定保护规则中，尚无任何规则得到充分落实。美国沃尔克规则的实施已经推迟了若干次，目前美国监管机构正在考虑进一步推迟到2016年7月21日。在联合王国，监管机构预计于2016年最终确定规则，银行最迟到2019年完全遵守这些规则，但来自该部门的阻力相当大。

目前尚不清楚这些措施是否能够抑制大型银行的进一步扩张并使政府主管部门能够更容易管理或控制它们。来自一些金融行为者的压力使拟议法规比预期更为复杂。例外情况、宽松定义和监管判断会削弱改革的成果。在美国，有关禁止自营交易和其他交易活动的禁令存在一些重要例外。这些例外包括：允许从事旨在降低风险的对冲活动、涉及美国政府债券的自营交易和造市活动。由于没有准确的自营交易定义，银行得以自行确定哪些交易是允许的，哪些是不允许的。尽管法国和德国也进行了改革，但改革意图似乎是维持综合银行模式，虽然各国监管机构将能够自行决定把某些活动与核心银行业务分隔开来，但只有在它们判定金融机构的偿付能力受到威胁时才能这样做。

因此，关于各种监管和结构性改革措施在多大程度上能够充分有效地降低大型银行的复杂性和相互关联性从而使其更加安全，以及这些措施是否会阻止大型银行变得甚至更大或帮助扭转银行集中的长期趋势，尚有待观察。

C. 影子银行系统的兴起

1. 影子银行系统的出现和主要特征

在2008至2009年全球金融危机之后，大型银行减少了一些贷款活动，以修复其资产负债表和适应更严格的法规。因此，发达国家银行向私营部门提供的信贷出现了下行趋势。

尽管如此，全球债务总量在2007至2014年期间扩大了57万亿美元，全球债务占国内生产总值的比重因此增加了17个百分点，达到占国内生产总值的286%(麦肯锡公司，2015年)。借款额增加主要发生在传统受监管银行系统之外。在发达国家，自全球危机以来，公司债券和非银行机构发行的信贷等各种形式的非银行融资激增。与此同时，在将贷款包装成证券在市场上出售之后，银行管理者继续将其业务活动从资产负债表剥离。虽然证券化的重要性与危机前相比有所下降，但仍然显著：2014年，发达国家32%的家庭债务存量(主要是抵押贷款和信用卡贷款)被转化为证券，而2007年的比例为36%(麦肯锡公司，2015年)。

信贷中介从银行部门向非银行部门转移，反映出资产管理行业的作用扩大(基金组织，2015年)。该行业由包括保险公司在内的机构投资者、对冲基金和共同基金等投资基金以及特殊目的实体等资产负债表外实体构成，它们都买卖证券及其他金融资产。[17] 通过资本市场融资涉及“直接融资”机制(其中投资者承担所有信贷风险)以及所谓的影子银行系统。两者都为传统银行业务提供补充(也与之形成竞争)，是实体经济活动的替代资金来源。然而，影子银行给金融稳定带来一些威胁，因为它的职能与传统银行一样，却未受到适当监管。

在影子银行系统中，信贷中介业务的透明度比传统银行业务更低。该系统中的代理人吸收存款(类似于银行的做法)或接受类似存款的投资，发放信贷和进行期限和流动性转换，并且往往依赖杠杆技术来提高盈利能力。它们将货币市场共同基金中类似存款的股份等短期负债转化成各种长期资产——从政府证券到通过复杂的证券化技术手段发行的债券。开展类似银行中介业务的金融公司，其规模和杠杆水平面临的限制更少，但无法获得明确的流动性担保。这使得影子银行系统存在固有的脆弱性。

影子银行系统在2008年金融危机中的作用众所周知，此前的贸发会议报告(例如《2009年贸发报告》和《2011年贸发报告》)曾有过这方面的记录和分析。20国集团和金融稳定委员会确定该系统存在的一些问题，正是这些问题造成了全球金融脆弱性。然而，在影子银行系统监管方面，几乎未作出足够的努力。显然，需要进行更宏大的改革。

影子银行是过去40年里放松金融系统监管的结果。这一基于市场的系统主要兴起于所谓的盎格鲁－撒克逊国家，然后扩大到其他大多数

国家，包括发展中国家。在此过程中，机构投资者(包括保险公司、养恤基金和共同基金)成为全球金融市场的主要参与者，其管理下的资产规模迅速赶上银行系统的资产规模。随后，大多数机构转向专业资产管理公司，寻求帮助它们投资，这推动了1980年代股票市场和1990年代对冲基金行业的增长。机构投资者的直接投资为借款人提供了稳定可靠的资金来源，为投资者提供了持有多元化金融资产组合的机会。

在影子银行系统中，信贷中介业务的透明度比传统银行业务更低、所受监管更少、杠杆率更高。

各种创新形式的市场中介的发展使许多资产管理机构(如对冲基金)和经纪交易商(通常隶属于金融集团)能够通过在金融系统内进行杠杆操作和利用其债务资助资产购买来扩大投资。由于中介机构发行的债券有很大一部分是短期债券，金融公司进行了期限转换。在传统银行系统中，存款人和借款人之间的中介发生在单一实体内。相比之下，影子银行系统进行的信贷中介程序可能涉及到的不只是一个专业金融机构，而是一个专业金融机构网络，这些机构通过多种基于市场的交易和借贷工具从贷款人向投资人输送资金。

可以用一个简单的例子帮助了解影子银行系统的基本运作方式。设某个家庭是信贷中介链中典型的贷款人，这个家庭用手头的现金进行投资，入股货币市场共同基金，以寻求获得比商业银行存款一般所得收益更高的收益。[18] 贷款人也可能是某家大公司的财务主管，寻求利用可用现金来进行除银行存款以外的不同形式投资，因为大多数国家都没有大额存款保险。影子银行系统的最终借款人是发行证券以便为其支出或投资筹集资金的任何实体(即政府或私营公司)。如果家庭的贷款或债务(如抵押贷款和信用卡债务)被银行或专门金融机构打包成证券，最终借款人也可以是这样的家庭。证券化债券(包括结构性证券)事实上是影子银行系统的重要组成部分。来自货币市场共同基金和公司的现金资源被用来对短期债券(即商业票据和政府债券或任何即将到期的债务)和短期(通常是一天)回购协议进行投资。回购协议是一种担保借贷，有抵押品作为担保，以便它们看上去比无保险的银行存款更为安全(见专栏4.1)。投资债券或商业票据不存在明显的期限风险，因为短期融资与短期投资互相匹配。但通过回购协议提供的流动资源往往最终被借款人用来直接购买长期证券或其他资产，其方式是由系统进行期限转换，类似于银行的做法，但透明度更低。经纪交易商可能确实用其通过回购协议筹集的资金来购买优质证券，然后将它作为交易的抵押品。[19] 对冲基金通常从事回购协议交易和其他各类短期借贷，以进行杠杆投资。

影子银行在发展中经济体的增长势头强劲，但信贷中介链涉及的步骤往往更为简单。话虽如此，它仍然可以带来系统性风险，即因其在整个金融系统中的重要性增加而直接带来风险，以及通过其与受监管银行系统的相互关联间接带来风险(Ghosh等人，2012年)。

2. 影子银行规模有多大？

影子银行系统的范围和总体规模目前正处于争论之中。金融稳定委员会自2011年以来一直参与一个监测和衡量影子银行的全球项目。它最初将影子银行系统定义为“涉及常规银行系统外

专栏4.1

回购协议：影子银行系统的核心交易

回购协议是一种通过出售证券获取资金的融资方式，卖方在出售证券的同时签订协议，约定在未来某个日期(通常是隔夜)购回所售证券——或者实质上相似的证券。借款人按与贷款人谈判确定的利率支付利息，将风险和回报维系在该抵押品上，因此交易所涉证券的作用只是提供抵押品给贷款人。因此，回购协议是一种担保借贷短期资金的手段。然而在实践中，由于每日合同不断展期，被利用的资金有很大一部分在相对较长时期一直以回购协议的形式存在。从这个意义上说，回购协议对于借款人而言是类似于存款的资金来源。与此同时，资金所有者可以将其视为活期存款，因为它们在需要时可以通过终止回购协议的续约或展期随时变现。

回购协议对公司财务主管和其它持有大量现金结余者有吸引力，因为它们可以赚取有担保的市场回报率，直到它们被用于支付款项。此外，回购协议可能似乎比银行存款更安全，因为银行存款没有大额存款保险提供保护。回购协议与商业票据一样，也是货币市场共同基金一种典型的投资产品，而该基金的股东也是影子银行系统的最终贷款人。

回购协议交易中的借款人可以用现金来为抵押品所涉资产的多头头寸融资，其数额和价格体现为提供给贷款人的抵押品(国际资本管理协会，2015年)。经纪交易商也经常安排逆回购协议，以便借入证券并将其用来进行回购协议交易；通过回购协议和逆回购协议的匹配交易，他们可以通过利差盈利。交易商还利用逆回购协议来获取证券，以便进行卖空操作。

对包括商业银行和经纪交易商在内的借款人来说，通过回购协议可以获得的好处是，无需为通过回购协议获得的资金留存准备金。[a] 另一个好处是这些交易可以灵活记账，至少对在美国按照公认会计准则运作的公司来说是这样。例如，一些贷款人选择记录其证券所有权，而非其回购协议所有权，这样可以被视为风险更小，因此在资本要求方面成本更低。对于借款人来说，可以(暂时)从资产负债表中移除在回购协议中出售的资产，从而掩盖真实的杠杆水平(国际资本管理协会，2015年)。[b]

回购协议被视为破产“安全港”，这一直是推动影子银行发展的一个重要因素(Gorton和Metrick, 2009年)。在美国，回购协议不受《美国破产法》第11章中自动中止追讨债务等一些核心破产规则约束。根据纽约的法律(美国回购协议的主要管辖区)，回购协议合同的一方可以因另一方申请破产保护而单方面执行协议的终止条款，通过出售抵押品收回存款。如果没有这种保护，回购协议合同的一方在破产程序中是债务人(Gorton和Metrick, 2009年)。[c] 在欧洲，回购

实体的信用中介活动”(金融稳定委员会，2014年c)。根据这一定义，该系统的规模由除保险公司、养恤基金和公共金融机构(受到监管)外的非银行金融中介的金融资产总额决定。许多人认为这一定义过于宽泛。它包括代表客户管理投资并直接自负盈亏从而本质上并无中介的基金管理人的非杠杆化活动。作为回应，金融稳定委员会开始报告较窄的计量范围，过滤掉与信贷中介无直接关系的非银行金融活动(例如，非杠杆化股权基金交易)或被审慎合并到银行集团的非银行金融活动(银行持有的证券化产品和来自综合银行的经纪交易活动的资产)。

专栏4.1(续)

协议通过直接出售的方式将抵押品的法定所有权从卖方转移到买方。因此在主要金融中心，对大额储户来说，回购协议可以作为有保险的活期存款的替代品。

回购协议一个有趣的特点是，经纪人也可以将客户为其提供的抵押品作为抵押品，用来满足自己的目的，其中有一个无关联的第三方。因此，同一抵押品可以支持多项交易。事实上，经纪商可以将作为抵押品收到的财产(例如从对冲基金收到的抵押财产)进行再抵押，以获得其借给客户的资金。借款的客户(对冲基金)可以使用其增加的资产来进行新的回购协议交易。交易商利用证券来筹集更多的资金，依此类推，循环往复(Singh和Aitken, 2010年)。无限的杠杆操作实际上是有限制的。对回购协议中的抵押品，市场参与者往往适用估值折扣原则(百分比折扣)，以计算其购买价格。适用估值折扣原则相当于要求超额抵押。这种调整是为了考虑到回购协议交易的一方在另一方违约的情况下买入(或卖出)证券时可能遭受意外损失。估值折扣限制了杠杆水平。例如，对冲基金通过回购协议为其资产头寸融资(并利用购买到的资产作为抵押品)，将需要利用其自有资源购买其部分头寸。无限乘数也会受限于金融机构为其对等方设定的信贷限额以及(如果适用)因监管约束产生的限制。

根据国际资本市场协会，欧洲、美国、拉丁美洲和日本的回购协议市场规模巨大，中国以及一些非洲国家的回购协议市场(虽然还相对较小)也迅速崛起。2014年12月，欧洲回购协议市场中的未了合同总额估计达5.5万亿欧元，但该估计数字还不全面，因为它仅包括欧洲回购协议市场中最活跃的参与者(国际资本市场协会，2015年)。纽约联邦储备银行报告称，2014年一级交易商的未了回购协议业务(可能占美国市场高达90%的份额)总额近5万亿美元。雷丁大学国际资本市场协会中心曾指出，虽然全球回购协议市场自2007年以来已经有所收缩，但2012年总额高达15万亿欧元。Gorton和Metrick(2009年)认为其总额是美国的三倍。

---

[a] 如果它们是银行，可以适用杠杆率，具体取决于它们所在管辖区的会计规则。

[b] 各公司经常利用美国公认会计准则所特有的漏洞。为了确保资产负债明确说明何种资产已经在回购中售出，《国际财务报告准则》要求将回购协议所涉证券重新归类，从“投资”改为“抵押品”，并与“抵押借款”负债对应平衡。

[c] 根据莫里森等人(2014年)，有证据表明，回购协议不受破产法正常运行约束扭曲了金融公司的资本结构决定，因为这是以包括较长期限融资在内的较为安全的债务渠道为代价补贴短期融资。当金融机构更青睐不稳定的短期债务，而不是更稳定的长期债务时，一旦市场受到冲击，例如像全球金融危机时出现房价下跌那样，它们(以及整个市场)更有可能面临“挤兑”。

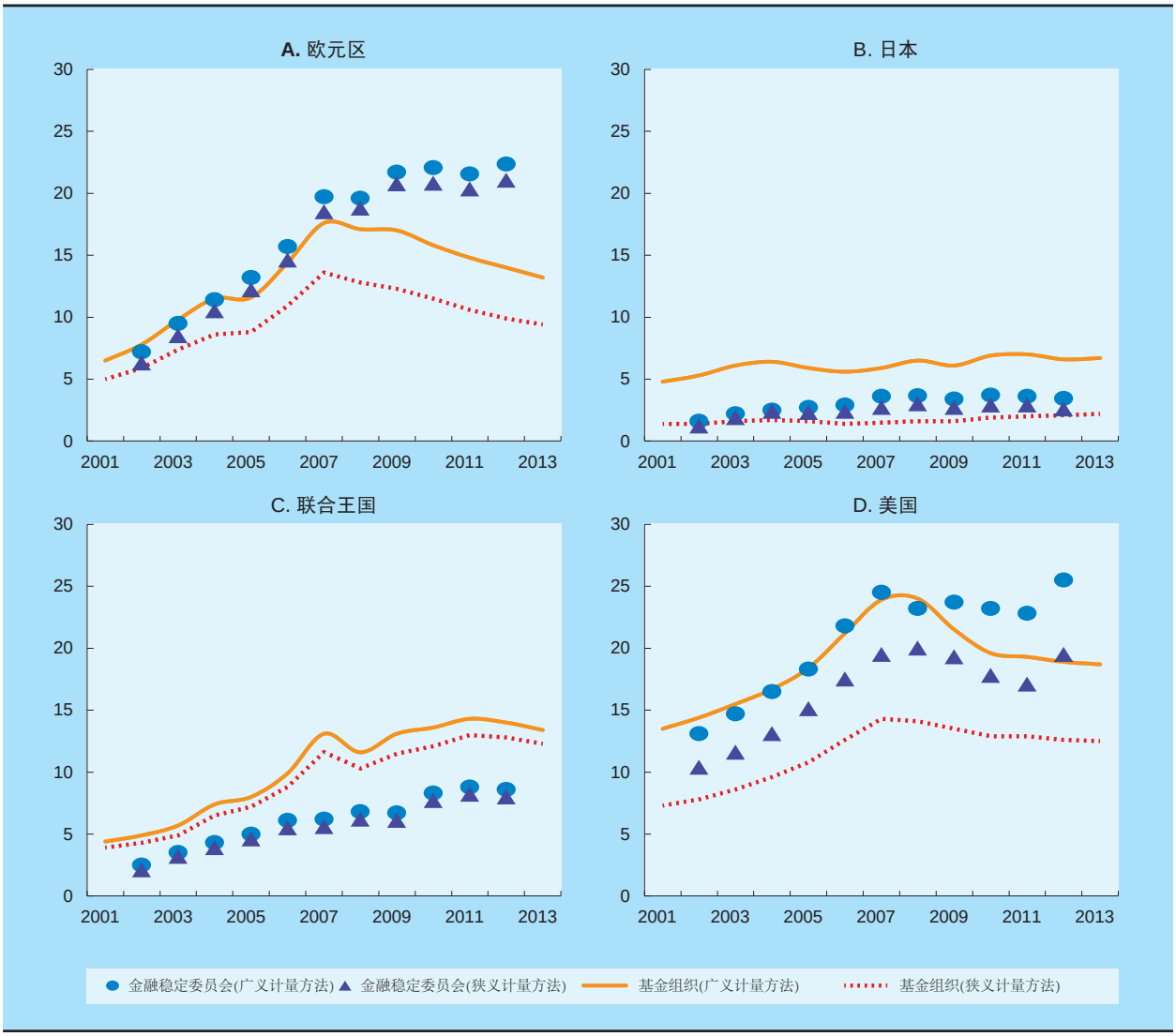
基金组织建议计量银行以及非银行金融机构的“非核心”负债的数量，以估算影子银行系统的规模(基金组织，2014年)。非核心负债是金融公司不同于银行存款的所有资金来源。该定义包括所有非传统金融中介，根据该定义，证券化也是影子银行的一部分，无论它是由银行直接在资产负债表中进行还是通过一个特殊目的实体间接进行。基金组织还建议采用更狭小的计量范围，即不包括银行间债务。

按照金融稳定委员会的宽泛计量，自2002年以来，特别是在发达经济体，影子银行活动

图4.2

2001-2013年按不同计量方法列示的影子银行规模

(万亿美元)



资料来源： Harutyunyan等人，2015年；和金融稳定委员会，2014年c。

已经显著扩大；特别是，其数量在金融危机后仍继续上升。其总资产规模在2011年的67万亿美元和2012年的71万亿美元的基础上急剧飙升，2013年底估计达到75.2万亿美元，约占世界全部金融中介活动的四分之一。最大的影子银行系统位于美国、欧元区和联合王国(图4.2)，但中国等一些发展中国家的影子银行中介活动也逐渐扩大(见专栏4.2)。

根据基金组织的计量，其他形式的影子银行活动在2007年之前也一直呈同样的增长趋势，但危机发生后，情况发生了变化，转而出现停滞或下降。[20] 在美国和欧元区，其主要原因是资产担保证券发行商的活动低迷和商业银行债券发行量下降。货币市场共同基金的股份数量在危机爆发后也有所收缩，这进一步推动了非核心负债总数下降。相反，金融稳定委员会的估计

专栏4.2

中国的影子银行

在中国，影子银行系统的兴起是最近的事情，因为自1970年代末进行市场改革以来银行一直完全主宰信贷系统。甚至就在2008年底，中国的银行贷款仍占其未偿信贷的近90%(Elliott等人，2015年；Elliott和Yan, 2013年)。该国在1990年代和2000年代进行的金融和银行部门改革(Okazaki, 2007年；Kruger, 2013年)导致金融工具的复杂性增加，并使规避监管更为容易。

中国的影子贷款通过范围广泛的各种实体进行，涉及5个主要融资来源：理财产品、委托贷款、信托贷款、融资公司和非正式贷款。许多影子银行活动是专门为规避银行监管法规设计的，因此可以理解为各种形式的内部监管套利(Chandrasekhar和Ghosh, 2015年)。例如，尽管银行贷款额有上限以及向具有潜在风险的借款人(例如，地方政府融资工具、房地产开发商、煤矿企业和造船厂)贷款受到限制，这类贷款实际上持续增加，因为它们是通过影子贷款方式进行的。

理财产品提供基于标的资产(单笔贷款或贷款池)业绩的回报，它们通常比被货币主管机构设定上限的银行存款利率更高，从而导致出现“隐性”利率自由化(Kruger, 2013年)。它们作为低风险工具进行促销，其中很大一部分提供收益保证(基金组织，2014年)。委托贷款是公司间贷款，其中一家公司充当最终贷款人并在其资产负债表上记录贷款资产，而银行充当中介并收取费用。委托贷款的资金通常流向资产，如房地产和股票。因为产生新一轮的信贷，增加杠杆，它们给金融稳定性带来潜在风险。非金融公司还可以通过其他一些渠道互相提供贷款，如银行承兑汇票的企业贴现。这也可以用来增加杠杆(Eliott等人，2015年)。

担保公司成立的初衷是帮助中小企业有机会获得银行贷款。它们向预期借款人收取费用。作为交换，它们充当银行的担保人，承诺支付因违约造成的一切损失。实际上，“信贷担保”公司向银行出售保险，为高风险贷款提供担保，而保费必须由借款人承担。与任何保险计划一样，如果借款人之间的风险相互关联，这种安排就可能会存在风险。最后，其他形式的中介活动包括个别放贷人(如典当行和场外贷款人)向家庭和小型企业提供非正式贷款。

2013年，一些机构对中国影子银行的规模进行了独立估算，其结果差异很大，最低的只有国内生产总值的8%至22%，最高的则达到国内生产总值的70%(Chandrasekhar和Ghosh, 2015年)。据基金组织称(2014年)，截至2014年初，通过影子银行进行的社会融资已经上升到国内生产总值的35%，并且正在以两倍于银行信贷的速度增长。理财产品的资产总额为国内生产总值的25%，自2013年初以来已经增长了50%，自2011年初以来已经增至三倍。根据影子银行最广泛的定义，相对于其国内生产总值规模而言，中国影子银行部门的规模远远小于美国(150%)、联合王国(378%)和欧元区许多国家。

作为其遏制非正规金融部门相关风险的努力的一部分，中国当局于2015年4月实行了银行存款保险制度，保险机构对每名存款人在每家银行的存款提供最高50万元人民币的赔付额，此项政策涵盖个人以及企业。这应该使银行存款和未受保护的理财产品之间的区别更加明显，但仍可能存在这样的情况，即当这些计划失败时，会有巨大的政治压力介入，救助未受保护的投资者(《经济学家》资料处，2015年)。官员们经常称，政府不会支持银行从事影子银行交易，但这个问题很复杂，因为在中国，政府以股份形式持有银行的所有权。

显示，影子银行活动在2008年小幅下跌后出现回升，这反映投资基金的中介活动有所增长以及资产价格从2008至2009年的低位回升产生了积极的估值效应。

然而，影子银行的规模往往被严重低估，因为大多数计量方法都不包括设在许多离岸金融中心(或避税港)的影子银行实体。这些离岸金融中心属于非金融稳定委员会成员的管辖区。金融稳定委员会认为，纳入来自这些中心的数据有助于填补当前全球监测工作的数据差距。这种差距可能是巨大的，因为各金融实体把自己相当大一部分的影子活动转移到了离岸中心，以规避本国的法规。

3. 与影子银行相关的风险

参与影子银行系统中介链的每一个机构都是专业机构，这使借款人和贷款人能够避开信贷利差和传统银行收取的其他费用。从这个意义上讲，影子银行可以通过专业化获得增效收益，同时降低客户的成本，促进银行间的良性竞争。有人认为，证券化促进了非流动资产的调动，从而扩大了潜在贷款人的范围，而且结构性融资技术可以用来调整风险分配和回报，以便更好地满足最终投资者的需要(基金组织，2014年)。然而，与银行业务类似的活动，特别是吸收存款，会产生具体的金融风险。与受当局的资本要求和其他规则约束的银行不同，影子银行系统的交易不受监管，并且缺乏明确的公共部门信贷担保或无法获得中央银行的流动性支持。因此，中介链若出现问题，可能会引发整个金融系统的系统性危机。

自2008年危机以来，影子银行系统的各种特征被强调为影响金融稳定的大问题。首要关切问题是该系统所交易的一些金融产品的质量。一些打包成证券在市场上出售的贷款(即资产担保证券)在承销方面往往做得比较差，而发行人并不在其资产负债表中记录风险，而是将它们转嫁给买方(Coval等人，2008年)。[21] 如2008年危机所表明，“发起－分销模式”存在道德风险。银行在作出贷款计划时可能会更谨慎地评估风险，而证券化可能会导致贷款标准降低以及信用质量恶化。一个特别令人关切的问题与复杂的证券化结构(如抵押债务债券)有关，其风险特别难以评估。

第二个关切问题是，影子银行具有高度的顺周期性，而这直接关系到宏观经济的稳定。当资产价格处于高位时，回购协议抵押品的价值增加，从而推高杠杆率。因此，影子银行导致资产价格出现泡沫(Pozsar等人，2013年)，并在金融周期突然停止时导致信贷紧缩。用于交易的某些抵押品类型在动荡时期甚至可能变得不可接受。

影子银行可以通过专业化获得增效收益，同时降低客户的成本，促进银行间的良性竞争，但它的许多特征有很大问题，会影响到金融稳定。

第三个关切问题是，影子银行在客户突然从基于市场的交易大规模撤资时受到的影响实际上比出现存款挤兑时受到的影响更大。事实上，2007至2008年的恐慌起源于由回购协议撤资导致的一次证券化银行挤兑(回购协议挤兑)(Gorton和Metrick, 2009年)。充当抵押品的资产的实际价值具有不确定性，导致回购协议市场上出现大规模的赎回。

第四个关切问题涉及到影子银行系统的挤兑对金融系统其余部分的传染效应。一种传染方式是通过资产价格实现的。在影子银行系统出现挤兑时，资产的大规模出售会影响金融和实物资

产的价格，并直接影响传统银行账上的证券按市值估价。另一种传染方式是，银行也为批发市场中的活动供资，在此种情况下，由影子银行活动引起的流动性不足可能促使银行进行快速去杠杆化。这会导致价格进一步下跌，从而产生负反馈回路。在国际上也会出现这种溢出效应。最后，由于银行和保险公司向影子实体机构提供支持性流动性额度以及向特殊功能公司提供隐性担保，影子银行发生任何事情都会直接影响到传统中介(Greene和Broomfield, 2014年)。

4. 改革不充分

令人惊讶的是，到目前为止，监管改革几乎不重视影子银行的许多实体和活动。事实上，如前文所提示，主要侧重于改革受监管的金融部门甚至可能引发大量银行业务向影子银行系统转移(另见基金组织，2014年)。

在2010年11月20国集团首尔峰会上，各国领导人要求金融稳定委员会制订建议，以加强对影子银行活动的监督和监管。[22] 作为回应，金融稳定委员会制订了一个框架，用于开展年度监测工作，以查明信贷中介的实体和活动以及评估全球趋势和影子银行系统造成的风险。[23] 目前各国当局正在审议金融稳定委员会关于改善市场基础设施和机构复原力的建议。其中涉及一些已经确定的关切问题，包括：一些中介机构严重依赖短期批发融资；一些证券化资产和结构性产品导致贷款标准降低；普遍缺乏透明度，从而掩盖了不断增加的杠杆数额和期限错配；以及相关风险的最终承受人问题。

拟议改革涵盖四个领域(见下文讨论)，一些国家已经采取了新的规定。

(一) 为了减少银行与影子银行实体之间互动的风险，制订了一些旨在为银行的基金股权投资设定风险敏感性资本要求的建议以及一个用来衡量和控制银行面临的重大风险(包括影子银行活动带来的风险)的拟议监督框架。巴塞尔委员会各成员国已经商定最迟于2019年全面实施该框架。

(二) 为了限制大规模、突发性赎回，建议采取以下措施：限制使用恒定资产净值，使这些基金的股票价格波动能够与基金资产的市场价值保持一致；实行资本缓冲制度；要求限制赎回；建立流动性和期限组合要求；以及要求进行压力测试。[24]

(三) 为了提高证券化的透明度，建议针对证券保荐实体列入风险留存要求，以及要求银行和证券化交易的其他金融赞助商在其账簿中保留一部分贷款。美国已于2014年批准后者。

(四) 关于回购协议，金融稳定委员会于2014年10月公布了证券融资交易监管框架，以限制过度杠杆化以及期限和流动性错配风险。协议包括一些最低质量标准，用来规范提供证券融资的市场参与者用于计算所收到抵押品的估值折扣的方法，以及适用于非中央结算回购协议的估值折扣下限数值。在这种回购协议中，以抵押品而非政府债券进行的融资被提供给银行和经纪交易商以外的实体。

此外，金融稳定委员会内部正在开展关于其他影子银行实体的更多工作，旨在列出可以涵盖的实体，清查已经到位的现有监管和监督制度，确定这些制度存在的缺口，以及必要时针对这些实体提出其他审慎监管措施。

这些监管改革建议的目的是将影子银行改造成具有抗风险能力的基于市场的融资系统。然而，拟议行动虽然会处理一些特殊风险，但似乎不足以处理该系统固有的系统性风险。影子银行系统监管改革面临的一项重大挑战是，如何在不禁止无明显风险的可持续非银行融资渠道的同时，特别是在影子银行还能填补业务空白时，确保适当监督和尽量减少金融稳定风险。

就证券化而言，不到5%的资产负债表资本留存要求显得随意和微不足道；投资者可能仍会混淆货币市场共同基金和存款并容易陷入恐慌。对于回购协议，拟议估值折扣只适用于双边交易，因此存在中央结算市场大量再抵押(和杠杆化)的可能性。金融稳定委员会甚至不再提起政府债券回购协议的最低限度估值折扣要求，而最初建议采取这种要求是要增加回购支持的杠杆化成本(金融稳定委员会，2012年)。此外，因为无法收集来自离岸金融中心的数据，金融稳定委员会的监管工作并不全面。

金融交易税等措施适用于回购协议，将显著降低影子银行系统的杠杆水平，但这类措施并未出现在金融稳定委员会的改革议程中，并且一直受到包括中央银行在内的大多数市场参与者的激烈反对。[25] 其他一些与基于市场的方法保持一致的宏大改革方案曾经被提出来，但未获适当考虑。例如，Gorton和Metrick(2009年)曾经提出监管影子银行实体的原则，并以任何一种银行业务都应当接受监管为前提。在该前提下，监管机构必须提供关于何种类型的抵押品可以用于回购协议和关于最小估值折扣(以限制杠杆化和减少再抵押)的严格准则。完全无管制的回购协议仍可能获得批准，但当局必须明确说明，回购协议的买方将不会获得特别破产保护。

综上所述，尽管采取了一些行动收紧与特定活动有关的规则，但影子银行依然基本上不受监管，这可能是因为存在避免影响金融服务的价格或金融机构盈利能力的压力。这意味着，源自影子银行性质的系统性风险可能会继续对全球金融稳定构成威胁。

D. 金融监管中的其他重要问题

全球金融危机使得金融机构治理和金融市场缺乏信息透明度问题受到前所未有的关切。作为危机根源的扭曲激励措施的清单很长，但排在最前面的是信用评级在风险评估管理中的作用(见下文讨论)，以及对发展中国家尤为重要的是，缺乏控制投机性国际资本流动的国际宏观审慎监管法规。在此背景下，在发展中国家设有分公司和子公司的外国银行成为将全球金融溢出效应带到这些经济体的重要渠道，并因此带来了具体的监管挑战。

1. 信用评级机构：需要的不只是行为守则

信用评级机构是当今金融市场的基本机构。[26] 通过对大型公司借款人、主权债券、市政债券、抵押债务债券和其他金融工具进行评级，信用评级机构向预期投资者提供关于借款人信誉的指导。评级的作用是就债券发行人是否会违背自己的承诺向投资者提供信息和意见。评级服务既面向非专业债券持有人(如普通公众

和小型金融公司)，也面向专业投资人(即银行、保险公司和养恤基金等金融中介)。它们通过提供必要信息帮助前者评估借款人的信誉；也可以帮助后者获得有关不熟悉的债券市场或新贷款活动的信息。

信用评级机构的活动以评级新闻方式体现出来，给资产分配带来影响，因为评级被用于帮助确定借款人获得融资必须支付的利率(或价格)。长期以来，对信用评级的依赖随着金融市场的发展以及随着评级在国家和国际层面的法规、标准和投资准则中的使用而增加，信用评级机构的评级经常被引为参考便是证明。评级构成了监管风险评估的重要组成部分，可以用来确定银行机构的资本要求。还影响关于被评级资产是否可以用作抵押品的决定，并决定了资产管理者战略的基准。《巴塞尔协议二》的资本充足率框架使银行能够考虑利用对借款人或借款人发行的特定证券进行的外部信用评估来确定银行风险暴露的风险权重。另一个例子是，许多中央银行依赖信用评级机构对其接受用于公开市场业务的金融工具的评估，无论这些工具是作为抵押品还是直接购买。

在评估主权债务可持续性时，信用评级机构依据的是意识形态偏见，而不是经济基本面。

然而，对信用评级机构评级的广泛使用现已被视为对金融稳定的威胁和系统性风险的来源。

2008至2009年全球金融危机提醒人们，评级行业存在一些严重的问题。很显然，与次级抵押债务债券和其他证券(包括政府证券)有关的评级等很多评级被人为夸大。这与评级机构的商业模式不无关系，其中包含严重的利益冲突：从本质上讲，正是被评级证券的发行人向评级机构支付费用。[27] 对债务评价过高以及对违约风险评价过低，使发行人能够吸引投资者。“买方”投资者可能会有兴趣接受被夸大的评级，因为这增加了他们在作出投资决定的灵活性，并降低因投资需要保持的资本数量。这也解释了相关机构购买定价过高的证券的原因(Calomiris, 2009年)。

过度依赖信用评级机构对结构化金融产品的评估是导致2007至2008年次贷危机的重要原因，基金组织(2010年)等对此作了详细记载。然而，相关辩论可以追溯到2008年全球危机爆发之前，当时信用评级机构显然在评估次级债务风险中表现很差。它们因在1997年亚洲金融危机和2001年互联网泡沫中的作用受到了严厉批评，因为它们反应迟钝，没有预见到这些危机，还因为它们突然下调债务人的评级。

评级下调引发大量抛售证券，因为市场参与者纷纷作出调整，以适应法规和投资政策(“悬崖效应”)。2011年欧洲主权债务市场在一系列评级下调后出现剧烈动荡，就是说明评级下调与债务工具价格之间存在联系的例子。相反，评级上调会导致在“顺境”时机械地购买资产，从而可能刺激金融泡沫。另一个与信用评级机构有关的重大关切问题与其信贷评估程序缺陷有关。人们不满的另一个原因是，信用评级机构的评级根据主观标准而非宏观经济基本面来确定主权债务可持续性，对市场、证券发行者和决策者产生强烈的影响(另见专栏4.3)。

因此，对评级的过分依赖已成为国际监管当局的一个关切问题。金融稳定委员会于2010年发布了《减少对信用评级机构评级的依赖原则》，20国集团已批准该文件。这些原则的目标是减少对信用评级机构的使用，并为改善独立信用风险评估和尽职能力提供激励。各成员管辖区已经承诺提交修订法规的时间表和具体行动。与此同时，金融稳定委员会建议，一旦法律法规中的

专栏4.3

信用评级机构的主权债务评级受到偏见影响

主权债务人的评级涉及对包括经济前景、政治风险和经济结构特征在内的国家因素作出正确判断。虽然信用评级机构提供关于它们在确定主权评级时考虑到哪些变量的信息，但关于如何分配每个因素的相对权重，它们提供的指导很少。广义地说，经济变量是用于通过评估一国的国际收支状况及其外债偿还能力以及外部发展的影响来衡量该经济体的信用状况。

信用评级机构的评估似乎是依据一种对大多数政府干预不表示赞同的偏见。此外，它们往往将劳动力市场“僵化”与产出表现不佳挂勾，并且认为中央银行的高度独立对债务可持续性有积极影响(Krugman, 2013年)。

三大评级机构的主权评级之间存在高度相关(见表)，这可能说明信用评级机构的市场竞争程度很低。与此同时，它们的评级与衡量经济环境的“有利营商”程度的指标也显著相关，不管这可能对债务动态有何影响。

“三大评级机构”主权评级之间的相关性
1990年1月至2015年3月

	惠誉	穆迪	标准普尔
惠誉	1	0.955	0.970
穆迪		1	0.956
标准普尔			1

资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据的是汤森路透Eikon数据库。

注：样本包括129个发行人。观测次数：惠誉与穆迪：17,908次；惠誉与标准普尔：18,317次；穆迪与标准普尔：23,258次。

基于2005至2015年期间“三大评级机构”对51个发展中国家主权的评级平均值合并样本的计量经济学模型显示，这些评级与传统基金会的下列估计变量之间有密切的线性拟合(R^2为44%)：“劳动自由”、“财政自由”、“商业自由”和“金融自由”(图4B.1A)。然而，这些变量似乎与决定一国偿还主权债务能力的国家基本面几乎没有任何关系。

例如，“金融自由”被视为金融部门不受政府控制和“干预”的衡量指标。因此，理想的银行和金融环境被认为是这样一种环境，即政府干预程度最低，信贷按市场进行分配，政府没有自己的金融机构。此外，在这样的环境下，银行可以自由放贷、接受存款和开展外币业务，外国金融机构可以自由开展业务并与国内机构享受同等待遇。“劳动自由”指数是一个数量指标，它衡量一国劳动力市场的法律和法规框架的各个方面，包括关于最低工资和解雇的法规、解职要求、雇用方面可衡量法规限制和工作时数。“财政自由”衡量政府施加的税收负担，依据的是个人和公司收入的最高边际税率组合以及总税负占国内生产总值的百分比。最后，“商业自由”是指开办、运营和关闭企业的能力(传统基金会，2015年)。

相比之下，当信用评级机构的评级按标准宏观经济文献用来评估债务动态的四个最相关的变量进行回归分析时，计量经济学估算显示的相关性要低得多(R^2为16%)(图4B.1B)。这些变量是：基本预算盈余水平、政府债务与国内生产总值的比率、经济增长和经常账户余额。

这些估算表明，信用评级机构的主权评级更多的是依据主观评估和偏见(例如，政府干预会减低增长和效率)，而非与债务可持续性有关的“基本面”变量。

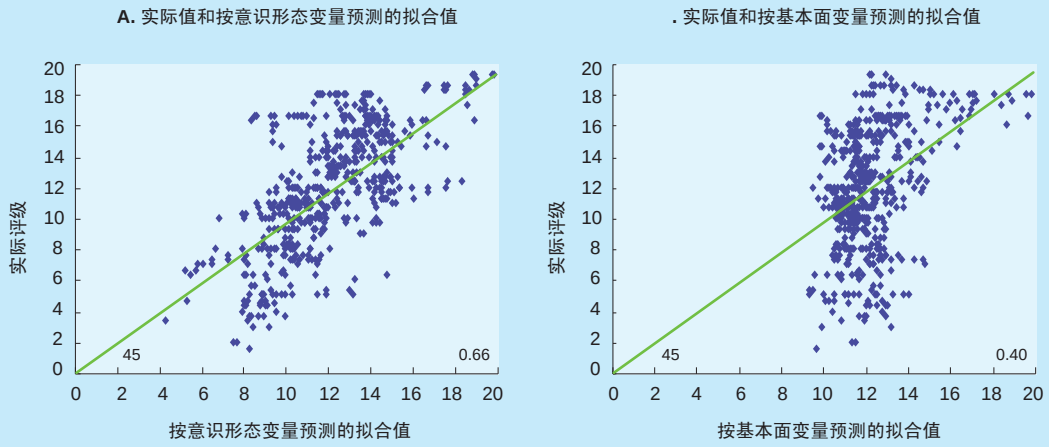
有一种风险很大，那就是其他信贷评估方法可能会复制信用评级机构的基本模型所犯错误。事实上，包括中国大公国际在内的其他信用评级机构曾得出与“三大评级机构”——穆迪、标准普尔和惠誉——相似的判断(图4B.2)。这表明要么是其他参与者的判断也是依据类似模型进行，要么是“三大评级机构”是评级行业的造市者。因此，更令人担忧的是，投资者机构风险部门进行的内部信贷风险评估也得出有同样问题的评级结果。

专栏**4.3**(续)

图**4B.1**

发展中国家的主权评级，2005–2015年的实际值和拟合值

(“三大评级机构”评级的平均值)

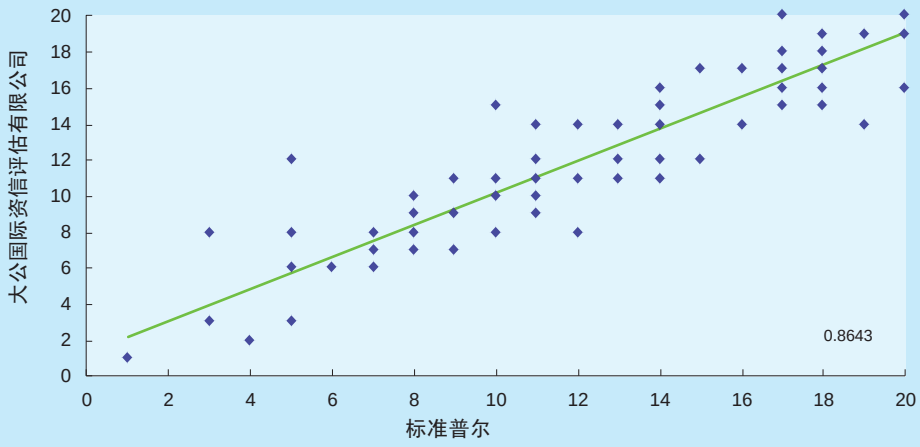


资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据的是彭博社和传统基金会的数据库；以及基金组织，《2015年世界经济展望》。

注：所涵盖的国家是所有选定信用评级机构已提供数据的国家。国家信用评级已被转换成数字顺序，从0(默认安全)到20(最高等级)。在图A中，拟合值对应平均评级的最佳可能预测，这种预测依据的是相对于取自传统基金会经济自由度指数的四个变量的线性回归：“劳动自由”、“财政自由”、“商业自由”和“金融自由”。在图B中，拟合值是平均评级的最佳可能预测，这种预测依据的是相对于四个宏观经济变量的线性回归：基本预算盈余水平、公共债务与国内生产总值的比率、经常账户余额和国内生产总值增长率。

图**4B.2**

部分信用评级机构的国家评级之间的相关性



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据的是标准普尔和大公国际。

注：国家评级已被转换成数字顺序，从0(默认安全)到20(最高等级)。所涵盖的国家是这两家信用评级机构已提供数据的国家。数据截至2015年7月。

替代规定得到确定并可以安全实施，就删除或替换对信用评级机构评级的援引。

监管部门还致力于制订信用评级机构行为守则。国际证券委员会组织的一份报告(国际证券委员会组织，2015年)着重关注评级程序的质量和完整性、避免利益冲突、透明度、评级结果披露时间和机密信息问题。区域和国家监管机构有权酌情对信用评级机构适用更严格的规定。例如，在美国，《多德－弗兰克法案》试图处理与信用评级机构的评级有关的问题，其做法是要求银行在为确定资本要求进行风险评估时不再使用这些评级。欧盟最近的法规要求加强关于结构化金融产品和信用评级机构向其客户收取费用的信息披露(欧盟委员会，2013年和2014年)。尽管如此，监管改革的步伐一直缓慢。

尽管曾经在主要危机之前做出过灾难性的不准确评估，但信用评级机构对金融部门依然具有重要作用。人们普遍认识到，该部门的业务集中在三大国际信用评级机构身上产生了缺乏竞争的环境，因此有必要削减它们的实力，在此之后，出现了一些不同建议，要求进行更具实质性的改革。经合组织强调，需要限制利益冲突，并称这是信用评级机构可以解决的问题，例如将商业模式从“发行人付费”改为“用户付费”(经合组织，2009年)。但是，这一新模式需要一些公共部门参与，以避免搭便车问题。还有人提出更激进的措施，例如，完全放弃使用为了监管而进行的评级(Portes, 2008年)，或将信用评级机构转型为公共机构，因为它们提供公共产品(Aglietta和Rigot, 2009年)。此外，银行可以向公共实体支付费用，由其指派评级人员对证券进行评级。银行还可以恢复在历史上曾经是其最重要任务之一的工作，即评估潜在借款人的信用状况及其拟投资项目的经济可行性(Schumpeter, 1939年；Brender, 1980年)。

决策者应当认识到当前在构建风险措施中存在的问题，并设计一个概念框架，以制订替代方法。其他信用评估来源应当避免重复导致信用评级机构低估风险的同样错误。

2. 投机性国际资本流动的负面影响

关于新的金融改革，另一个重要关切问题是，几乎没有具体的国际法规可以用来控制投机性短期国际资本流动。在过去数十年里，许多国家有过这样的经历：资本流入推高汇率，使其偏离经济基本面，随后国际货币条件发生变化，引发资本逆转，导致强烈的宏观经济和金融动荡(《2009年贸发报告》和《2011年贸发报告》)。一些建议原本可以解决这个问题，例如，通过国际协议对国际货币交易征税，然而，虽然曾经在政策层面对这些建议进行过讨论，但迄今为止几乎未得到发达国家的政治支持。

金融改革没有包括可以用来控制投机性跨境资本流动的具体国际监管法规。

与国际资本流动有关的风险不仅是发达国家关切的问题，也是被视为新兴市场的一些较大发展中经济体关切的问题。许多被视为“前沿市场”的中低收入国家也越来越需要应对起伏不定的资本流动问题。它们日益依赖国际资本市场来筹集资金，而国际利率偏低以及投资者日益强烈的冒险欲望造成了这种依赖性，使它们很容易受到外国资本突然逆转的影响。正是这种逆转引发了1990年代末一些大型发展中国家的数次金融危机。

用于规范外国资本流入的数量和组成的资本账户管理有助于减轻这类风险。除其他外，

巴西、印度尼西亚和大韩民国出台了一些措施，用于减少过多的资本流入，并取得了一定程度的成功。此外，并非所有发展中国家都推进快速国际金融一体化。虽然一些国家力求提高本国融入全球金融体系的程度，青睐外国银行的入驻，并开始发行商业外债，但其他一些国家更倾向于延缓这种融入。例如，埃塞俄比亚没有依靠容易获得的外国资本，反而对本国国际收支中的资本账户实加限制。该国不允许外国银行在其国内开办业务。此项战略并不妨碍其发展国内金融系统，以满足实体经济的需要，这是因为该国实行通过本国发展银行提供长期信贷的战略，再加上国内私人银行提供了雄厚的资金(Alemu, 2014年)。因此，该国金融系统能够将资金输送到一些优先部门，包括制造业和基础设施。

3. 外国银行在发展中国家的存在

一个相关的问题是，外国银行在发展中国家的商业存在不断增加。这一趋势始于1990年代末，在新千年继续保持强劲势头，直到全球金融危机爆发才停止。最初，即在1990年代，国有银行私营化是外国银行越来越多地入驻发展中国家的一个重要原因。后来，与当地私人银行合资和设立全资子公司变得越来越重要。

根据最近的一项估计，外国银行在经合组织国家银行总数中所占的比例平均为24%，在发展中国家为40%(Claessens和van Horen, 2014年)。1995至2009年期间，外国银行在这些国家的银行总数中所占百分比增加了一倍，其中绝大多数来自发达经济体(Buch等人，2014年)。此外，这一比例通常在更贫穷和更小的国家比在主要发展中经济体更高，有时高达100%。在主要发展中国家，外国银行的入驻情况存在相当大的差异。大韩民国在1996年加入经合组织之前，没有外国银行，而在过去20年里，外国银行的存在增长最快，但它们在全国银行总数中所占比例仍低于其他主要发展中国家的平均数。就外国银行数量及其在银行资产中所占比例而言，中国、印度和南非的外国银行存在也少于其他发展中国家。

除了与本地伙伴合资以外，外国银行还通过设立分行或全资子公司的方式进入东道国，其中前一种模式在亚洲和非洲国家更普遍，而后一种模式在拉丁美洲更普遍。外国分行采取在国外设立非法人银行或银行办事处的方式。它们是总行的重要组成部分，而非拥有独立账户和资本基础的独立法人实体。它们不能自行承担负债，也不能拥有资产；它们的负债实际上是总行的债权。它们提供在全球范围内融资的国内信贷。相比之下，外国子公司都是根据东道国法律成立的独立法人实体，拥有独立于母公司的账户和资本基础并且在财务上独立。它们必须遵守东道国的法规，接受东道国监管，属于东道国存款保险计划的保险范围。

关于在发展中国家设立外国银行的利弊的著述不胜枚举。大量文献认为，外国银行可能带来增效收益，提高竞争力，降低中介费用，并对在发展中国家本地银行产生积极的外溢效应，此外还能提高这些国家抵御外部金融冲击的能力。

然而，外国银行的存在也可能带来挑战。例如，外国银行往往选择最好的债权人和储户，给本地银行留下的是一些小客户和边缘客户，包括中小企业。此外，外国银行往往更侧重于具有竞争优势的利润丰厚业务，尤其是在贸易融资领域。与本地银行相比，外国银行在该领域享有成本优势，能够通过其总部保兑信用证；其国际金融中介(而非国内中介)往往能够吸引需要此类服务的最佳客户。它们也有更强的能力，通过将业务活动在母国和东道国之间来回转换，从监管套利中获利。外国银行可以很容易地将大量存款转

移到海外账户，以规避法定储备成本，这也使得它们能够提供更高的利率。由于本地银行无法轻易规避这些成本，可能会在竞争中处于劣势。

此外，外国银行比本地银行更容易充当国际金融市场和国内借款人之间的中介，为本地借贷提供海外融资，包括通过总行来做到这一点。如第二章和第三章所讨论，最近流向发展中国家的资本流量激增，在此期间，外国银行广泛从事类似于利差交易的中介业务，从储备发行国与发展中国家之间巨大的利率套利差额以及发展中国家的货币升值中获利。

发展中国家境内的外国银行成为来自全球金融周期扩张性和紧缩性冲击的输送管道。

自全球金融危机以来，人们已经日益认识到，外国银行在发展中国家的大量存在会造成金融动荡(Fiechter等人，2011年)。事实上，由于其密切的国际联系，特别是在国际资金流动日益自由化的情况下，这些国家境内的外国银行成为来自全球金融周期扩张性和紧缩性冲击的输送管道。因此，当全球流动性和风险偏好有利时，外国银行可能会造成过度信贷积聚；当全球金融状况收紧时，这些银行会增强对东道国的影响，破坏其稳定性，并产生通货紧缩，从而将信贷紧缩从其母国输送到东道国，而不是保护东道国的信贷市场免受国际金融冲击的影响。国际银行从跨境借贷到当地借贷的转换意味着，在其母国面临压力时，总行的去杠杆化会导致东道国的信贷收缩。

在欧元区危机期间，亚洲就出现了这种情况，当地子公司和分行提供的贷款占整个欧洲银行债权的很大一部分(Aiyar和Jain-Chandra, 2012年；He和McCauley, 2013年)。其他一些研究也发现，全球危机期间，外国子公司削减贷款的幅度超过国内银行(Claessens和van Horen, 2014年；Chen和Wu, 2014年)。如果它们的贷款资金大量来自国外而非当地存款，则情况尤其如此(Cetorelli和Goldberg, 2011年)。在2008年危机最严重的时候，在巴西和中国，外国银行的贷款增长落后于国内银行，并且“一个[新兴市场经济体]的外国银行……比从国内银行更早退出银行同业市场” (国际清算银行，2010年b)。无论是在1997年亚洲金融危机还是在2008年发达国家危机期间，在调整贷款以适应东道国货币政策变化的问题上，外国银行比国内银行行动更慢，从而损害了其有效性(Jeon和Wu, 2013和2014年)。

最近的经验表明，在发展中经济体本地债券市场遭受利率冲击时，外资国际银行的本地子公司可能不会发挥稳定市场的作用。在2008年债券市场崩盘期间，这些银行不是增加自己的风险暴露，以抵消外国投资者退市造成的影响，而是与他们一起减持所持有的地方政府债券，并相应缩减其造市活动(Turner, 2012年)。

外国银行的存在带来的其他挑战与银行系统的结构有关。这类银行可能对东道国具有系统重要性，即便它们的活动只占其全球业务的一小部分。这给东道国监管部门的监管带来了困难，在母国和东道国之间在跨国银行活动的监督方面缺乏协调时，情况尤其如此。在东道国监管部门必须处理跨境业务失灵带来的清算问题时，这将是一个特别严重的问题。应对这些挑战的一个办法是确保外国银行受到东道国监管部门的有效监管。另一个办法是，东道国要求外国银行的分行持有本国资本，一些国家采取了这一做法。其他措施(如墨西哥推行的措施)包括：给外国银行设定更高的资本要求或对银行向其母公司转移收入和资产购买设定限额(金融稳定委员会，2014年b)。

E. 整治金融：需要更积极的议程

毫无疑问，国际金融体系的改革还不够到位，不足以使其具备防范冲击的能力和提高其复原力。目前的监管做法和拟议改革似乎旨在维持(有一些微调)现有系统，而不是加以改造。新巴塞尔规则是为了使银行更安全，但其资本计算仍然依赖风险权重，更令人遗憾的是，可能基于持续相信私人机构本身(或通过信用评级机构评估)能够建立适当的资本水平，以抵御意外损失。此外，这些规则未能以令人满意的方式消除人们对道德风险的担忧，而这已经成为具系统重要性机构的一个重要问题。这些机构仍将需要救助，以避免可能的蔓延效应，因此支撑巴塞尔规范的“市场纪律”不大可能奏效。与此同时，影子银行系统仍几乎完全不受监管。关于在一些管辖区采取的圈定保护举措，新规则尚未完全被采纳，在任何情况下都未必有效，因为各种豁免削弱了限制性，例如适用于美国沃尔克规则自营交易禁令的那些豁免就起到这种作用。

改革进展缓慢的部分原因是与金融业有联系的一些强大利益集团全面反对出台更多和更有力的监管法规，此外，还有意识形态上的障碍。有人认为，自由运行的私营部门将会找到分配金融资源的最佳方法，这种观点在国家和国际政策领域仍根深蒂固。

由于最近的各种融资再监管努力都未能给金融系统带来根本性的变化，引发金融危机的因素继续不断地威胁着稳定和增长。该系统继续依靠“太大不会倒”的金融机构与剧烈波动的资本市场相互作用，杠杆化程度依然偏高，发生危机时仍然需要大规模的政府救助。

改革进展缓慢的部分原因是金融行业一些强大的利益集团全面反对出台更多和更有力的监管法规。

《巴塞尔协议》既不足以带来金融稳定，也不足以确保金融机构追求社会和发展目标。因此，在改善发展中国家金融系统的过程中，不应将主要重点或优先事项放在巴塞尔规则的执行上。金融部门的监管做法和放松管制造成激励结构存在一个重大缺陷，即金融机构的同质化以及既从事零售活动也从事市场活动的“综合银行”的泛滥。如果所有银行，不论其目的和所有制结构如何，都受本来是为国际活跃银行设计的巴塞尔规则等类似的监管框架约束，它们就会受到鼓励，采取类似的行为模式。

特别是在过去10年里，银行集体选择从事可能带来更高利润的高风险业务，纳入经纪交易商

活动和大型自营交易中心所从事的类似于对冲基金的投资实践(Haldane, 2009年)。因此，许多合作开发银行乃至公共银行都变得像商业银行一样行事，尽管其唯一动机原本并不是为了盈利，而是为了确保在特殊情况下进行某些种类的融资。

这一同质化倾向导致出现类似的投资组合和风险暴露。在欧洲，许多银行开始参与同自己的核心业务几乎没什么关系的高风险活动，结果在2008至2009年危机中记录了严重的交易亏损(Ayadi, 2010年)。然而，德国的一些机构，如不符合综合银行模式的合作银行和储蓄银行，顶住了危机的影响，因此并不需要政府救助(欧洲政策研究中心，2010年)。法国大型合作银行——国民互助信贷银行——在欧洲银行管理局于2014年协调进行的压力测试中被证明是表现最佳的国家银行。[28]

与同质化有关的关切问题对所有国家具有同等相关性，虽然发展中国家还存在其他一些问题。缺乏多样性意味着机构种类不足以满足不同的需要，特别是满足小生产者和缺乏以其他方式获得正规融资机会者的需要和利益(Ghosh, 2012年)。由此可见，监管制度应当认识到差异的重要性，并履行自己的职能，对金融机构进行监管。因此，适用于商业银行或投资银行的规则与适用于开发银行、储蓄银行和合作银行的规则应不完全相同。

显然，要想减少金融业的脆弱性和波动性，更好地服务于实体经济和社会的需要，就必须制订更宏大的改革议程。仅有当前加强审慎监管的努力是不够的；还要有既注重金融稳定也注重社会发展目标的结构改革。这种改革应当包括关于将零售银行和投资银行严格分开的要求。此类圈定保护并不意味着大型私营金融机构将不再能够决定自己应当从事何种活动，而是应当从体制上将各种活动划归不同的法律实体，并对其进行特定的监管。

要想减少金融系统的脆弱性和波动性，并确保它能更好地服务于实体经济和社会的需要，就必须制订更宏大的改革议程。

结构改革还应当将影子银行系统纳入监管范围，同时允许它保留中介功能。如Gorton和Metrick(2010年)所建议，可以让货币市场共同基金(或同等机构)成为“狭义储蓄银行”。因此，希望提供交易账户、凭要求按票面价值提款和保证维持账户价值等银行业务服务的实体应视为特殊目的银行，并加以适当的审慎监管和监督。作为交换，这类实体可以从事中央银行的最后贷款人业务。此外，这些基金可以提供利率高于存款的账户，但其波动值应反映资产组合的市场价值，当然，它们无法获得公共担保。关于证券化，应当只允许有章程、资本要求和严格监督的特定实体(Gorton和Metrick称之为“狭义融资银行”)购买资产担保证券，同时应当禁止其他机构这样做。最终投资者购买的不是证券化资产，而是这些狭义银行的负债。监管机构还应当确定狭义融资银行资产组合的标准，并确定它们需要运作的最低资本额。

与任何其他类型的银行一样，影子银行实体也应当被纳入监管范围。

然而，仅有圈定保护政策并不能确保金融系统会为实现广泛的发展目标分配足够的资源。由于发展融资所涉风险已经超出商业银行的承受范围，国家应利用各种工具来帮助构建一个无论是机构还是功能都更加多元化的系统。

为社会生产目的输送财政资源需要一定程度的国家干预，第六章将对此进一步讨论。其中可以包括在盈利能力不能自然吸引私营部门时采取公共激励措施。此外中央银行必须发挥更广泛的作用(《2011年贸发报告》)。除了重点遏制通货膨胀以外，央行还应当能够干预信贷的提供和方向，数十年来欧洲以及东亚许多成功工业化国家的央行一直这样做，目前一些发展中国家的央行仍在这么做(《2013年贸发报告》)。至少不应仅因为从狭隘的审慎观点看长期投资、创新技术和中小企业似乎风险更大，监管措施就不鼓励向它们提供资金。为这些活动和代理人提供资金对一个经济体的增长和发展至关重要，还会改善银行资产的整体质量，而增长缺失只会导致不良资产的积累。

因此，监管框架的目标应当比确保基于严格审慎标准的稳定性更宏大；监管法规还应当鼓励不同类型的金融产品和组织增多，以满足实体经济的不同需要(Kregel和Tonveronachi, 2014年)。

总之，需要制订更积极的改革议程，以便在金融系统和实体经济之间建立更密切的联系。这对于确保可持续经济增长和支持实现2015年后发展议程及其配套的可持续发展目标中所体现的全球愿景至关重要。

注释

1 巴塞尔银监会的目的是充当定期就银行监督事务开展合作的论坛，但其成员最初仅限于以下13个国家的央行代表：比利时、加拿大、法国、德国、意大利、日本、卢森堡、荷兰、西班牙、瑞典、瑞士、联合王国和美国。按照2008年11月20国集团的一项提案，以下央行代表拥有正式成员资格：阿根廷、巴西、中国、香港(中国)、印度、印度尼西亚、大韩民国、墨西哥、俄罗斯联邦、沙特阿拉伯、新加坡，南非和土耳其。

2 金融稳定委员会协调的其他重要举措包括：制订关于合理高级管理人员补偿计划的原则；改革场外衍生品市场，以更加透明地监管这类交易；执行旨在个别界定参与金融交易的不同法律实体的《全球法律实体标识制度》。

3 应当注意的是，《巴塞尔协议一》和《巴塞尔协议二》寻求为国际活跃银行创造一个公平的竞争环境，而《巴塞尔协议三》旨在加强银行在面对全球危机时的抗风险能力。

4 例如，在次贷危机爆发之前，基于风险加权资产的监管资本计算鼓励3A级银行积累结构性抵押担保证券。

5 巴塞尔框架为应对信用风险的最低资本要求提供了一套备选方案：(一) 标准法，涉及根据评级机构的定期评估调整风险权重；(二) 简化标准法，非常类似于《巴塞尔协议一》，也设有固定权重；(三) 内部评级法，基于银行用来确定资本的风险自评模型；以及 (四) 高级内部评级法，也是基于银行用来确定资本的风险自评模型，但与内部评级法不同的是，它使用违约损失率而不是违约概率作为输入变量。

6 巴塞尔银监会(2013年)进行的研究证实了这些差异。

7 目前流行的正统经济学观点认为，如果资本要求降低，金融服务成本就会相应降低，银行就可以用较少的资本基础安全地管理其事务。

8 Alessandri和Haldane(2009年)建议，银行资本应当至少占其未加权资产总数的20%-30%。

9 2012年10月，巴塞尔委员会确认与“大而不倒”的银行相关的问题不仅仅适用于大型全球性银行，并发布了一套关于国内具系统重要性银行评估方法以及调高其损失吸收能力要求的原则。

10 这些规则定于2019年生效。

11 关于流动性要求，中国、印度、南非和土耳其的最终规则预计于2015年1月生效，而阿根廷、巴西、印度尼西亚和墨西哥已经发布条例草案。

12 国际清算银行(2014年)进行的一项调查显示，只有白俄罗斯、哥伦比亚、肯尼亚、利比里亚、巴基斯坦、秘鲁、卡塔尔、前南斯拉夫的马其顿共和国和津巴布韦等少数国家正在将新准则部分纳入本国监管框架。

13 基金组织和世界银行联合为发展中经济体和新兴经济体制订了《金融部门评估规划》，基金组织单独为发达国家制订了《金融部门评估规划》。

14 世界银行与金融稳定委员会联合评估了改革的成效，并报告称，一些发展中国家银行的资本和杠杆比率高于《巴塞尔协议三》要求的水平(世界银行，2013年)。

15 自营交易是指银行利用自有资源而不是代表客户买卖股票、债券和其他金融工具，为自己赚取利润。

16 被圈定保护的活动必须在法律、财务上和业务上独立于金融集团的其它活动(金融稳定委员会，2014年a, 第7页)。

17 特殊目的实体也称特殊功能公司，是另一个实体——发起公司，通常是银行——为了特定、有限目的成立的法人实体。特殊功能公司的一个基本特点是，它属于“破产隔离”，意思是说，它在法律上不会破产(Gorton和Souleles, 2005年)。特殊功能公司往往设在离岸金融中心，以便在更优惠的税收环境中从事金融活动。金融机构也利用特殊功能公司，进而利用与其活动有关的限制性较弱的法规。特别是，银行用它们在离岸金融中心的低税区筹集一级资本。非银行金融机构也成立特殊功能公司，以利用比其母国现行净额结算规则更为自由的净额结算规则，从而使它们能够减少资本要求(金融稳定论坛，2000年)。

18 货币市场基金的股份可按面值赎回，因而被普遍(虽然有时错误地)认为与银行存款一样安全。

19 经纪交易商可能不直接持有它进行回购协议融资所需要的优质资产，但可以通过融券业务(两种证券之间的交换)来获取。通过融券交易，第三方(通常是机构投资者，如保险公司或养恤基金)向经纪交易商借出优质证券，以此作为“提高”投资组合收益的一种方式，并接收高收益证券作为抵押品。由于这些交易同时发生，经纪交易商获得了购买风险资产所需的资金。如果高收益资产的回报率足够高，经纪交易商就能够支付回购协议和融券的利率，并且还能盈利。关于融券的讨论，见Pozsar和Singh, 2011年；以及Adrian等人，2013年。

20 见Harutyunyan等人(2015年)。

21 2008年全球危机正是由一系列抵押债务债券违约引发的。这是一个特殊类型的结构性债务，由次级抵押贷款包装而成。在这些结构性证券中，甚至是因为在获得最终借款人提供的现金流中具有第一优先地位并且拥有主要信用评级机构的3A评级而被认为较为安全的“优先”档，最后也逃不出被最终投资者注销的命运(见《2009年贸发报告》和《2011年贸发报告》)。

22 在金融稳定委员会获得20国集团的任务授权之前，美国于2010年7月出台了关于影子银行相关问题的《多德－弗兰克法案》。欧盟委员会也启动了一个并行进程，于2012年发布一份绿皮书，并在2013年发布了自己的行动计划(欧盟委员会，2012年)。

23 见金融稳定委员会，2012年和2014年c。

24 例如，美国证券交易委员会于2014年7月通过了货币市场共同基金管理规则的修正案，并计划最迟于2016年实施。这些规则要求有机构投资者投资的优等基金的净资产价值是浮动的。对于只有零售投资者投资的基金，新规则包括流动性收费和旨在管理赎回压力的赎回闸门、加强多元化、信息披露和压力测试要求，以及提交更新报告。

25 欧盟委员会于2011年发布金融交易税实施指令草案，在一些市场参与者中引起哗然，最终于2013年放弃。各金融机构宣称，该举措将损害欧洲银行业的竞争力，通过使风险管理变得更加昂贵而增加金融不稳定，并且减少对快速增长公司的投资(Gabor, 2014年)。

26 虽然评级机构在全球范围内数量众多，据基金组织称，有超过70家(2010年)，但全球市场由“三大评级机构”主导：标准普尔和穆迪(估计各占40%的市场份额)和惠誉(估计占15%的市场份额)(Schroeter, 2011年)。

27 不包括主权债务人的评级。

28 2014年的压力测试是与欧洲系统性风险委员会、欧盟委员会和欧洲中央银行以及来自欧洲联盟的所有相关国家管辖区及挪威的主管部门合作进行的(欧洲银行管理局，2014年)。

参考文献

Admati A and Hellwig M (2013). *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to do about It*. Princeton, NJ, Princeton University Press.

Adrian T, Begalle B, Copeland A and Martin A (2013). Repo and securities lending. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 529, New York.

Aglietta M and Rigot S (2009). *Crise et Rénovation de la Finance.* Paris, Odile Jacob.

Aiyar S and Jain-Chandra S (2012). The domestic credit supply response to international bank deleveraging: Is Asia different? Working Paper No. 12/258, IMF, Washington, DC.

Alemu G (2014). Financial inclusion, regulation and inclusive growth in Ethiopia. Working paper 408, Overseas Development Institute, London.

Alessandri P and Haldane AG (2009). Banking on the State. Paper presented at the Federal Reserve Bank of Chicago 12th Annual International Banking Conference, Chicago, 25 September.

Ayadi R (2010). Diversity in European banking: Why does it matter?, CEPS Commentary, 18 October. Available at: http://www.ceps.eu/ceps/dld/3815/pdf.

Barth J, Caprio G and Levine R (2006). *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*. Cambridge, Cambridge University Press.

BCBS (2011). Basel II: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel, Bank for International Settlements.

BCBS (2013). Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP): Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book. Basel, Bank for International Settlements.

BCBS (2014a). Basel III: The net stable funding ratio. Basel, Bank for International Settlements.

BCBS (2014b). Guidance for supervisors on market-based indicators of liquidity. Basel, Bank for International Settlements.

BIS (2010a). Long-term issues in international banking. Report submitted by a Study Group established by the Committee on the Global Financial System. CGFS Papers No. 41, Basel.

BIS (2010b). The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. BIS Paper No. 54, Basel.

BIS (2014). Financial Stability Institute : FSI Survey, Basel II, 2.5 and III Implementation. Available at: http://www.bis.org/fsi/fsiop2014.pdf.

BIS (2015). Progress report on adoption of the Basel regulatory framework. Basel.

Brender A (1980). Analyse cybernétique de l'intermédiation financière. *Cahiers de l'ISMEA*, CM nº 7, Paris.

Buch CM, Neugebauer K and Schröder C (2014). Changing forces of gravity: How the crisis affected international banking. ZEW Discussion Paper No. 14-006, Centre for European Economic Research, Mannheim. Available at: http:// ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp14006.pdf.

Calomiris CW (2009). The debasement of ratings: What's wrong and how we can fix it. New York, NY, Columbia University. Available at: https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/ccalomiris/RatingAgenciesE21.pdf.

CEPS (2010). *Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe: Key Developments, Performance and Role of Cooperative Banks*. Brussels, Centre for European Policy Studies.

Cetorelli N and Goldberg L (2011). Global banks and international shock transmission: Evidence from the crisis. *IMF Economic Review*, 59(1): 41–76.

Chandrasekhar CP and Ghosh J (2015). Who's afraid of China's shadow banking? *Business Line*. Available at: http://www.thehindubusinessline.com/opinion/columns/c-p-chandrasekhar/whos-afraid-of-chinas-shadow-banking/article7244825.ece.

Chen G and Wu Y (2014). Bank ownership and credit growth in emerging markets during and after the 2008–09 financial crisis: A cross-regional comparison. Working Paper 14/171, IMF, Washington, DC.

Claessens S and van Horen N (2014). Foreign banks: trends and impact. *Journal of Money, Credit and Banking,* 46 (1): 295–326. February.

Coval JD, Jurek JW and Stafford E (2008). The economics of structured finance. Finance Working Paper No. 09-060, Harvard Business School, Cambridge, MA. Available at: http://ssrn.com/abstract=1287363 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1287363.

Drehmann M and Tsatsaronis K (2014). The credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: Questions and answers. *BIS Quarterly Review*, March. Basel, Bank for International Settlements.

EBA (2014). Results of 2014 EU-wide stress test. London, European Banking Authority. Available at: http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2014/results.

EC (2012). Green paper: Shadow banking. Brussels. Available at: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_en.pdf.

EC (2013). Stricter rules for credit rating agencies to enter into force. Press Release, 18 June, Brussels.

EC (2014). EU moves to strengthen regulatory control of credit rating agencies. Brussels, 3 October. Available at: http://www.out-law.com/en/articles/2014/october/eu-moves-to-strengthen-regulatory-control-of-credit-rating-agencies/.

EIU (2015). Financial Services Report China 2nd Quarter 2015. Economist Intelligency Unit, 8 May.

Elliott D, Kroeber A and Qiao Y (2015). Shadow banking in China: A primer. The Brookings Institution, Washington, DC.

Elliott, D and Yan K (2013). The Chinese financial system: An introduction and overview. Monograph Series No. 6, John L. Thornton China Center at the Brookings Institution, Washington, DC.

Fiechter J, Ötker-Robe İ, Ilyina A, Hsu M, Santos A and Surti J (2011). Subsidiaries or branches: Does one size fit all? Discussion Note SDN 11/4, IMF Washington, DC.

Fitch (2015). Mexico's smaller banks to be more challenged meeting LCR. Fitch Ratings, NewYork/Monterrey.

FSB (2010). Principles for reducing reliance on CRA ratings. Available at: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1.

FSB (2012). Global Shadow Banking Monitoring Report. Basel, 18 November.

FSB (2014a). Overview of progress in the implementation of the G20 recommendations for strengthening financial stability. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders. Basel.

FSB (2014b). Structural banking reforms: Cross-border consistencies and global financial stability implications. Report to G20 leaders for the November 2014 Summit. Basel.

FSB (2014c). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*. Available at: http://www.financialstabilityboard.org/2014/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2014/.

FSF (2000). Report of the Working Group on Offshore Financial Centres. Available at: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_0004b.pdf?page_moved=1.

Gabor D (2014). A step too far? The European financial transactions tax and shadow banking. Bristol, University of the West of England.

Ghosh J (2012). Appreciating diversity: Regulatory reform and banking practices in the developed and developing worlds. *PSL Quarterly* Review, 65(263): 429−436.

Ghosh S, Gonzalez del Mazo I and Ötker-Robe İ (2012). Chasing the shadows: How significant is shadow banking in emerging markets? Economic Premise Number 88, World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network, Washington, DC.

Gorton G and Souleles N (2005). Special purpose vehicles and securitization. Working Paper Series 11190, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Gorton G and Metrick A (2009). Haircuts. Working Paper Series No. 15273, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Gorton G and Metrick A (2010). Regulating the shadow banking system. Brookings Papers on Economic Activity No. 2, Brookings Institution, Washington, DC.

Greene E and Broomfield EL (2014). Dividing (and conquering?) shadows: FSB and US approaches to shadow banking at the dawn of 2014. *Butterworth Journal of International Banking and Financial Law*, 29(2): 111−115.

Haldane AG (2009). Rethinking the financial network. Speech at the Financial Student Association, Amsterdam, 28 April. Available at: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2009/speech386.pdf.

Haldane AG (2014). Managing global finance as a system. Speech at the Maxwell Fry Annual Global Finance Lecture, Birmingham University. Available at: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech772.pdf.

Haldane AG and Madouros V (2012). The dog and the frisbee. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 366th economic policy symposium on The Changing Policy Landscape, Jackson Hole, Wyoming, 31 August. Available at: https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/ah.pdf.

Harutyunyan A, Massara A, Ugazio G, Amidzic G and Walton R (2015). Shedding light on shadow banking. IMF Working Paper WP/15/1. Washington, DC.

He D and McCauley RN (2013). Transmitting global liquidity to East Asia: Policy rates, bond yields, currencies and dollar credit. Working Paper 431, BIS, Basel.

Heritage Foundation (2015). Index of Economic Freedom. Washington, DC. Available at: http://www.heritage.org/index/about.

ICMA (2015). Frequently asked questions on repo. Zurich, International Capital Market Association. Available att: http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/frequently-asked-questions-on-repo/.

IMF (2010). *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*. Washington, DC. Available at: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/chap3.pdf.

IMF (2014). *Global Financial Stability Report: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess While Promoting Growth*. Washington, DC.

IMF (2015). *Global Financial Stability Report. Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*. Washington, DC. Available at: http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/index.htm.

Ingves S (2014). Implementing the regulatory reform agenda:The pitfall of myopia. Speech at the Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago, 6 November. Available at: http://www.bis.org/speeches/sp141118.htm.

IOSCO (2015). *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Final report of The Board of the International Organization of Securities Commissions, FRO/2015, London.

Jeon BM and Wu J (2013). Foreign banks, monetary policy, and crises: Evidence from bank-level panel data in Asia. In: Jeon BM and Olivero MP, eds. *Global Banking, Financial Markets and Crises*. *International Finance Review*, 14. Bingley, Emerald Group Publishing Limited: 91−113.

Jeon BM and Wu J (2014). The role of foreign banks in monetary policy transmission: Evidence from Asia during the crisis of 2008-9. Working Paper 01/2014, Hong Kong Institute for Monetary Research, Hong Kong. Available at: http://www.hkimr.org/uploads/publication/372/wp-no-01_2014-final-.pdf.

Kregel J and Tonveronachi M (2014). Fundamental principles of financial regulation and supervision. Working Paper Series No. 29, Financialisation, economy, society and sustainable development (FESSUD), University of Leeds, Leeds.

Kruger M (2013). Reform and risk in the Chinese financial system. China Institute Occasional Paper Series Issue No. 2. Available at: http://www.china.ualberta.ca/Research%20and%20Publications/~/media/China%20Institute/Documents/Publication/Occasional%20Paper/ChinaInstituteOccasionalPaper2-MarKruger.pdf.

Krugman P (2013). Ideological ratings. *New York Times*, 8 November 2013. Available at: http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/08/ideological-ratings/?_r=0.

McKinsey (2015). Debt and (Not Much) deleveraging. McKinsey Global Institute.

Moody's (2014). Indian public-sector banks will require more capital for Basel III compliance. *Global Credit Research*, 22 September.

Moosa I and Burns K (2013). The Basel III controversy: A critical assessment of the views of Australian regulators. *JASSA The Finsia Journal of Applied Finance*, 2: 26−29.

Morrison ER, Roe MJ, Sontchi HCS (2014). Rolling back the repo safe harbors. *The Business Lawyer*, 69(4): 1015−1048.

OECD (2009). *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*. Paris.

Okazaki K (2007). Banking system reform in China: The challenges of moving toward a market-oriented economy. Occasional paper, Rand Corporation. Available at: http://www.rand.org/content/dam/rand/pubs/occasional_papers/2007/RAND_OP194.pdf.

Portes R (2008). Rating agency reform. Working paper, London Business School and CEPR, London. Available at: http://www.voxeu.org/index.php?q=node/887.

Powell A (2004). Basel II and developing countries: Sailing through the sea of standards, Policy Research Working Paper Series 3387, World Bank, Washington, DC.

Pozsar Z and Singh M (2011). The nonbank-bank nexus and the shadow banking system. Working Paper 11/289, IMF, Washington, DC.

Pozsar Z, Adrian T, Ashcraft A and Boesky H (2013). Shadow banking. *Economic Policy Review*, 19(2). Federal Reserve Bank of New York, NY.

Schroeter UG (2011). Credit ratings and credit rating agencies, In: Caprio G, ed, *Encyclopedia of Financial Globalization*, Elsevier.

Schumpeter JA (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York, Toronto and London, McGraw-Hill.

Singh M and Aitken J (2010). The (sizable) role of rehypothecation in the shadow banking system. Working Paper 10/172, IMF, Washington, DC.

Slovik P (2012). Systemically important banks and capital regulation challenges. OECD Economics Department Working Paper no. 916, OECD Publishing, Paris.

Turner P (2012). Weathering financial crisis: Domestic bond markets in EMEs. BIS Papers 63, BIS, Basel.

UNCTAD (*TDR 2009*). *Trade and Development Report, 2009. Responding to the Global Crisis: Climate Change Mitigation and Development*. United Nations publication. Sales No. E. 09.II.D.16, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2011*). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2013*). *Trade and Development Report, 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.

United Nations (2009). Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. New York.

Vinãls J, Pazarbasioglu C, Surti J, Narain A, Erbenova M and Chow J (2013). Creating a safer financial system: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen structural measures help? Staff Discussion Notes No. 13/4, IMF, Washington, DC.

Walter AW (2008). *Governing Finance: East Asia's Adoption of International Standards*. Ithaca, NY, Cornell University Press.

Walter AW (2015). Emerging countries and Basel III: Why is engagement still low? *New Thinking and the New G20 Series,* Paper No. 4, Centre for International Governance Innovation, Waterloo, Ontario.

Wolf M (2014). *The Shifts and the Shocks: What We've Learned − and Have Still to Learn −from the Financial Crisis*. London, Penguin Press.

World Bank (2013). Implementing post-crisis financial regulatory reforms: What does it mean for emerging market and developing economies and how the World Bank Group can help. Washington, DC, Available at: http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/EMDEs_note.pdf.

第五章

外债和债务危机：脆弱性加剧并面临新挑战

A. 导言

前几章分析了现有国际货币和金融体系的主要缺点，这些缺点限制了该体系推动和维持全球经济稳定性的能力。它们还制约了发达国家和发展中国家决策者为走上更具包容性和更可持续的增长道路所做的努力。在宏观经济层面，现有体系未能实质性降低金融市场的波动性，也未能纠正持续存在的全球失衡现象。除了经常导致个别国家的社会和经济成本居高不下，还导致大量外债持续累积。在微观经济层面，如前一章所讨论，监管未能遏制各种金融机构高风险和顺周期的行为，而这种行为就是造成2008-2009年全球金融危机的根源。因此，未来发生金融和债务危机的风险依然存在。

本章探讨了国际货币和金融体系长期存在的缺陷，即缺乏更好地管理外债危机的有效机制。特别关注主权债务问题，因为正如第二章所讨论的，即使金融危机始于私营部门(情况往往如此)，也经常导致公共部门负债过多，而且陷入长期的经济和社会困境。[1]

在新兴经济体最近8次重大危机(首先是1994年的墨西哥危机，然后是泰国、印度尼西亚、大韩民国、俄罗斯联邦、巴西、土耳其危机，最后是2001年的阿根廷危机)发生前的时期中，只有4个经济体(阿根廷、巴西、墨西哥和俄罗斯联邦)存在主权债务问题。但在上述几乎所有危机中，主权债务都随着危机的加深而骤然增加。有几个因素助推了主权债务的这种增长。在以上大多数经济体中，私人债务(包括国内和国外)有很大比例是通过政府救助方式实现社会化的。公共资金也被用于破产银行进行债务重组以及承担本来必须由私人金融和非金融部门承担的贬值成本。在这些危机结束后，财政收入降低，公债利率上升。在欧元区危机中，大致相同的模式刚刚在爱尔兰和西班牙再次发生。

本章下一节将简要介绍外部主权债务带来的挑战。然后概述发展中国家近期外债总量和构成的总体和区域趋势(C节)。D节从总体角度概述发展中经济体现有金融和债务危机的基本特征，并着重从历史角度分析解决主权债务问题的办法。E节将分析当前处于碎片化的主权债务解决体系的现有改革建议。

B. 外债的可持续性：主要问题

外债本身并不是问题；实际上，债券是所有融资战略的重要组成部分。但是，如果国外借款与生产性投资无关，或者，如果净债务国的主要宏观经济变量受到严重打击，外债就可能成为一个问题。在此情况下，对债务人的索偿可能会迅速超过债务人为了偿还债务而产生所需资源的能力。如果这些索偿与获得用于偿还外债的新信贷流入(或以更高利率获得的外来投资)不匹配，偿还外债就等同于将资源转移到世界其他地方，如果数量很大，将会降低债务国的国内支出和增长，从而进一步损害该国在债务到期时的偿付能力。

外债债券是所有融资战略的重要组成部分……

在不同组别的经济体中，外债高企的原因多种多样，影响也不尽相同。在大多数低收入国家，高水平外债是由于长期经常账户赤字所致，这主要反映了出口能力有限以及在消费和投资方面高度依赖进口。对这些经济体直接产生债务作用的大部分资本流动都来自官方。相反，1970年代中期以来，由于中等收入国家更大程度地融入国际金融体系，使它们能够更容易进入国际金融市场，它们的外债中有很大比例来自私人债权人。

此种外债负担的可持续性取决于国内收入和出口收入增长与平均利率和债务存量的到期结构之间的关系。因此，外国资本流入只要用于扩大产能(无论是直接还是间接通过改善基础设施来实现，特别是在贸易部门)，就有助于提高用来偿还外债所需的国内收入和出口收入。但是，私人资本流入导致外债增加的情况日益增多，而且这些流入资本大多与当前对贸易和投资的融资需求无关。另外，由于私人资本流入的数量与流入经济体的规模相比往往非常庞大，此种资本流入已导致资产泡沫、币值高估、进口过剩和宏观经济不稳定，从而增加违约风险。它们还会使这些经济体容易对国际资本市场抱有不切实际的幻想，因为它们为金融周期的扩张阶段增加外债提供便利甚至是鼓励，但可能在私人资本流入突然停止或出现逆转时很容易引发债务危机。

除了这些基本的宏观经济关系之外，外债的可持续性还取决于其结构和构成。包括本章在内，通常使用的外债总额定义采用居住地标准，它指的是非居民对债务人经济资源的债权。具体来讲，本报告中的外债总额相当于“要求债务人在未来某个(些)时间点偿还本金和/或利息的以及某个经济体的居民欠非居民的债务”(金融统计工作队，2013年，第5页)的未偿还总额。将债务限定为“内债”或“外债”的其他标准是：按本币还是按外币计价、发行债务时的管辖地以及出现违约时解决法律争端的地点。

当大多数外债由贷款组成时，与债券截然相反，居住地、货币和管辖权标准往往重合：即贷款人不是居民，而且贷款是按照外国法律用外币发行的。1990年代初期以来，这种情况发生了重大变化。过去20年里，在未偿债务存量增加的同时，出现了一个非中介化进程(即，债务票据从银团贷款向流动性更大的债券债务转变)。因为外国投资者可以持有按照本国法律且使用本币发行的债券，与之相反，居民也可以持有使用外币计价的主权债务，根据一些标准，很大比例的债务可被视为“外债”，而根据其他标准，则可被视为“内债”。

使用外币计价货币发行的债务总量可能会在很大程度上影响债务可持续性。这是因为，为了偿还这种债务，债务人不仅必须产生必要的收入，而且必须获得相应的外汇。这取决于一个国家的国际收支平衡。然而，可能要在谋取贸易顺差所需条件与确定债务人利润(或者，如果是政府，则是获得主要贸易顺差)所需条件之间做出权衡。例如，为了增加出口绩效和减少进口，可能需要采取本币贬值和减让性调整政策，但这些政策也会对增加外币计价债务的实际价值和减少债务人的收入产生影响。

……但如果国外借款与生产性投资无关，外债可能成为一个问题。

在大多数收入较高的发展中国家，近期出现的一种趋势是外币计价债务向本币计价债务的转变。这主要是由于全球流动性强劲扩张和流入这些经济体的资本同时激增所促成的，反映了贷款人愿意承担汇率风险并在本地辖区内运行。但在此情况下，对于债务可持续性而言，居住地标准仍然相关，因为非居民对本地债券和证券的投资使国内债务市场的流动性增强。另外，越来越多的非居民参与这些市场还意味着，与国内机构投资者的参与相比，持有债务的稳定性降低，因为国内机构投资者通常受条例约束，其资产的一定比例必须以本币债务手段持有。与之相比，如果非居民债权人清算其本币计价债务，它们很有可能将获得的收益兑换成外币，并将其所得汇回国内。

最后，发债的管辖地也影响债务可持续性，因为是由它规定债务人与债权人谈判解决他们之间任何争端时所依据的规则，特别是在何种程度上允许非合作债权人撕毁债务国与大多数私人债权人之间关于解决债务问题的协议。一般情况下，如果发展中国家的外债主要是在外国管辖区发行的，作为对不信任债务国司法体系的投资者的一种补充保障，这有可能会使危机形势复杂化，因为债务方经济体可能不得不与多个管辖区和法律框架抗争。另外，包括提供投资者－国家争端解决机制的国家在内，已签署国际投资协定的国家也可向国际投资争端解决中心(投资争端解决中心)或联合国国际贸易法委员会(贸易法委员会)等仲裁法庭提起仲裁诉讼。此种仲裁的性质往往是特别仲裁，而且大多偏向投资申诉人。此外，它一般还基于一种私人商业逻辑，而不会考虑对整个债务方经济体的长期社会和经济影响(Van Harten, 2007年；另见《2014年贸发报告》)。

由于多种原因，主权债务值得特别关注。在有些情况下，政府在偿还其为公共支出融资所产生的外债方面可能会遇到困难。在容易获得廉价信贷的时候，政府可能会低估其遭遇因国外货币政策变化而导致的国际金融体系波动和金融冲击的风险。然而，在很多其他情况下，主权债务危机的初始原因是——借款人和债权人双方——的私人代理的轻率行为。原则上，私人债务人的外债违约行为属于发生债务的管辖区的破产法管辖

范畴。这种法律框架一般提供一定程度的债务人保护和债务重组(附带或不附带部分债务注销)，或者在破产时提供债务人资产清算。然而，当私人违约浪潮有可能会扰乱金融体系时，公共部门往往会承担私人债务，特别是大型银行的债务，结果其本身也负债累累(见本报告第二章)。

主权债务危机往往是借款人和债务人双方的私人代理的轻率行为造成的。

然而，主权债务问题不受私人违约所涉法律的管辖。因此，它们需要予以特定的处理，其中并非最不重要的一个原因是政府和公共管理当局肩负通过以实现长期发展目标为宗旨的适当宏观和微观经济政策提供公共产品的职责。因此，因为债务积压或与支持债务重组相关的条件而导致履行这些义务受到的任何阻碍都可能会产生重大的社会、经济和政治影响。这就产生了一个问题：在一个日益全球化的经济体，如何以最佳方式处理主权债务重组。

对缺乏外部主权债务解决机制的关切不是新问题。[2] 自1980年代初以来，贸发会议的《贸易和发展报告》就一再主张，采用允许公正评估一国债务状况并推动公平的债务分担和恢复债务可持续性的法定机制，替换由债权人领导的特设和任意债务解决机制，包括官方债务和商业债务。《1986年贸发报告》指出："缺少明晰和公正的解决国际债务问题的框架会造成严重的威胁……国际债务人将面临两种可能最坏的结果：他们可能会经历被判定事实破产的金融和经济耻辱……与此同时，他们大体上都无法享受到按照类似《美国破产法》第11章的方式处理事实破产情况时所给予的财务宽免和财务重新安排的办法"。与其他必要的国际货币和金融体系改革一样，至少在短期内，可能需要在愿望与可行性之间进行权衡。因此，解决主权债务问题的各种选项都需要予以考虑。

C. 外债总量和构成的发展趋势

1. 发展中经济体和转型经济体的外债演变

按名义价值(并按照上文解释的居住地标准)计量，发展中国家和转型经济体的外债呈现出一种长期上升的趋势。除非洲外，所有其他区域在2013年展示的外债存量与1990年代相比都有显著的增加(图5.1)，而非洲对私人投资者仍然不是一个很有吸引力的市场，而且极大地受益于各种债务减免方案。然而，这并不是一种稳定的趋势：拉丁美洲和东南亚——这是两个融入国际金融体系最深的发展中区域——在1997-1998年和2006-2007年期间拥有相对稳定的外债水平。这是由于在1990年代后半期它们本身的债务危机造成的结果，危机对它们获得新的外国私人信贷形成了临时限制。但部分原因也是它们后来作出了努力，降低对资本流入的依赖性，避免反复出现经常账

户赤字，或甚至产生大量盈余。在这方面，它们的货币在危机期间的实际贬值使它们受益，有些国家还从2003年之后的贸易条件中受益。不过，自从2008年全球金融危机以来，它们的外债存量再次上升，有些国家甚至出现急剧上升，这是因为经常账户不断恶化，还因为在发达国家扩张性货币政策的驱动下，外国资本再次大量流入。

从1990年代末到2008年危机为止，由于有利的宏观经济环境和强劲的经济增长，所有发展中区域的外债占国民总收入的比例都出现了不同程度的下降(图5.2)。非洲的降幅最大，平均从1994年超过100%下降到2013年的20%以下。除了2000年代的增长加速以外，非洲区域还从各种官方减债方案中受益，这一点是任何其他区域无可比拟的。不过，这种趋势在2008年之后停止，债务存量在国民总收入中占比再次出现小幅上升。在转型经济体中，如果不包括俄罗斯联邦，则外债存量已从1990年代初的低位逐渐增加，到2013年约占国民总收入的60%，如果包括俄罗斯联邦，则只占国民总收入的15%。

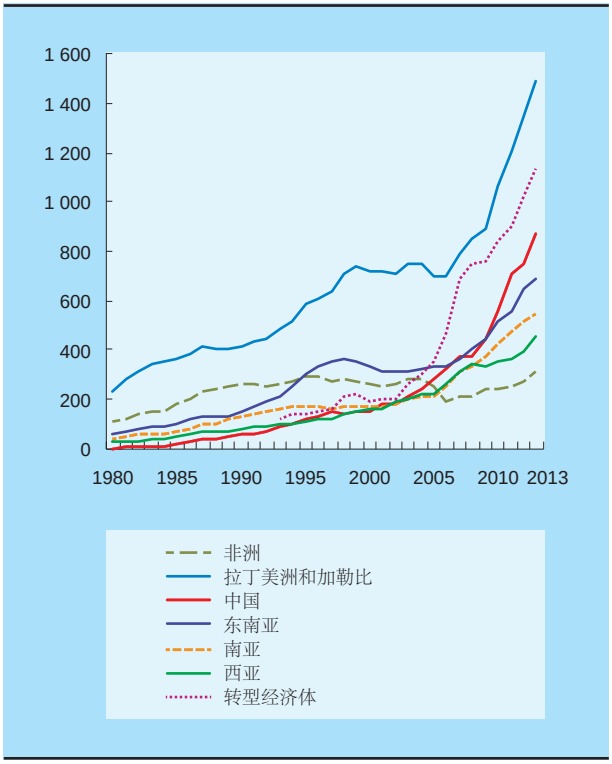
这种外债相对规模的总体减少加上自1990年代末以来外债利率总体下降在很大程度上解释了所有发展中区域支付利息在出口中所占份额的权重不断降低的原因。在非洲，该份额从1980年代的平均13%降至2012-2013年的1%左右；在东南亚和南亚，从11%降至2%以下；在西亚，从18%降至6%；而在拉丁美洲，该份额也在同一时期从28%降至6%(图5.3)。

因此，包括新兴经济体在内的发展中国家在面对全球金融危机时拥有相对稳健的公共部门资产负债表和处于历史低位的外债水平，这种情况最初帮助它们很快从危机冲击中恢复过来。此外，它们还成为吸引那些寻求比发达经济体所能提供的更高回报率的资本的目的地。

图5.1

1980-2013年部分国家组和中国的外债

(10亿现值美元)



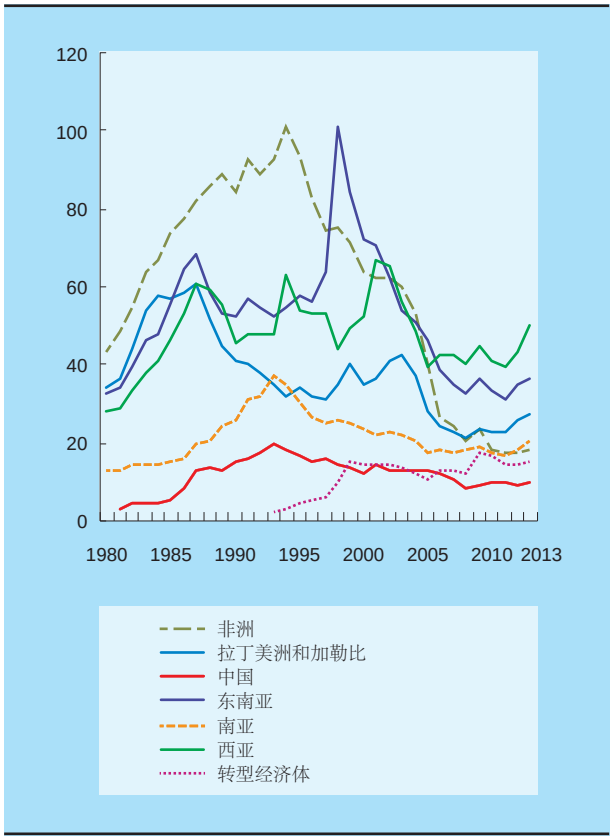
资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是世界银行《世界发展指标》数据库以及国家资料来源。

注： 总计数依据的是1980年以来有一套完整数据的国家(转型经济体除外，它们的截止日期是1993年)。非洲国家包括阿尔及利亚、贝宁、博茨瓦纳、布基纳法索、布隆迪、喀麦隆、中非共和国、乍得、科摩罗、刚果、科特迪瓦、刚果民主共和国、吉布提、埃及、埃塞俄比亚、加蓬、冈比亚、加纳、几内亚、几内亚比绍、肯尼亚、莱索托、利比里亚、马达加斯加、马拉维、马里、毛里塔尼亚、毛里求斯、摩洛哥、尼日尔、尼日利亚、卢旺达、圣多美和普林西比、塞内加尔、塞舌尔、塞拉利昂、索马里、苏丹、斯威士兰、多哥、突尼斯、乌干达、坦桑尼亚联合共和国、赞比亚和津巴布韦组成。拉丁美洲和加勒比由阿根廷、伯利兹、多民族玻利维亚国、巴西、哥伦比亚、哥斯达黎加、多米尼加共和国、厄瓜多尔、萨尔瓦多、格林纳达、危地马拉、圭亚那、海地、洪都拉斯、牙买加、墨西哥、尼加拉瓜、巴拿马、秘鲁、圣文森特和格林纳丁斯及委内瑞拉玻利瓦尔共和国。东南亚国家包括印度尼西亚、老挝人民民主共和国、马来西亚、缅甸、菲律宾和泰国。南亚国家包括孟加拉国、印度、伊朗伊斯兰共和国、马尔代夫、尼泊尔、巴基斯坦和斯里兰卡。西亚国家包括约旦、黎巴嫩、阿拉伯叙利亚共和国、土耳其和也门。转型经济体包括阿尔巴尼亚、亚美尼亚、阿塞拜疆、白俄罗斯、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、摩尔多瓦共和国、俄罗斯联邦、塞尔维亚、塔吉克斯坦、前南斯拉夫的马其顿共和国、土库曼斯坦、乌克兰和乌兹别克斯坦。

图5.2

1980-2013年部分国家组和中国外债存量在国民总收入中所占比例

(百分比)



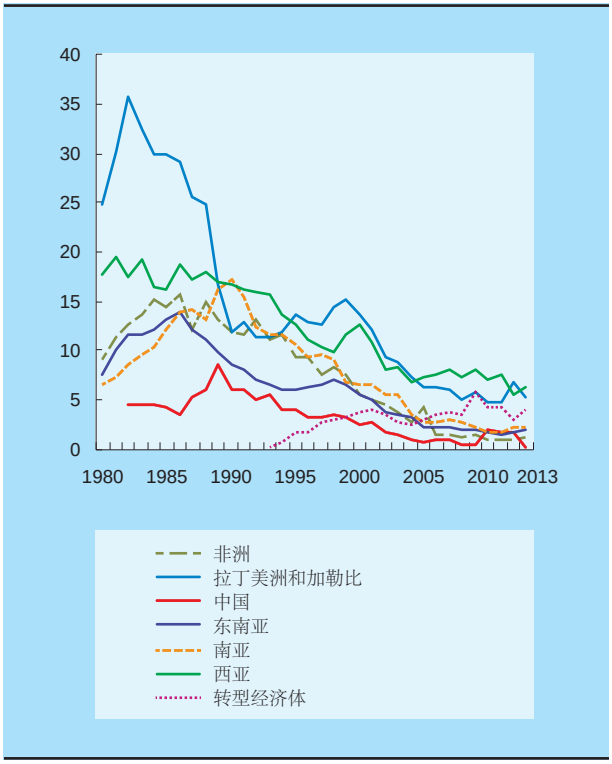
资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是贸发会议统计司、世界银行《世界发展指标》数据库以及国家资料来源。

注： 见图5.1。区域总数系指图5.1中所提到的那些国家，埃塞俄比亚和也门除外，这两个国家没有提供国民总收入数据。

图5.3

1980-2013年部分国家组和中国外债利息支付在出口中所占比例

(百分比)



资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是世界银行《世界发展指标》数据库。

注： 区域总数系指图5.1中所提到的那些国家，吉布提、埃塞俄比亚、几内亚、几内亚比绍、圭亚那、海地、伊朗伊斯兰共和国、老挝人民民主共和国、黎巴嫩、巴拉圭、俄罗斯联邦、圣多美和普林西比、索马里、阿拉伯叙利亚共和国、泰国、坦桑尼亚联合共和国和也门除外，这些国家没有提供数据。

不过，这种表面上的宏观经济稳健性和稳定性却是短暂的：近期发生的一系列国际金融市场动荡(由于预期美国会逐渐退出量化宽松及美国利率正常化而引发)已对新兴经济体造成不利影响(贸发会议，2014年)。总体而言，近期国际金融市场流动性过度增长，但这些流动性增长仍在很大程度上与长期发展融资无关，加上外币计价的私营部门负债不断增长，已经增加了发展中国家遭受国际金融市场波动影响的可能性。

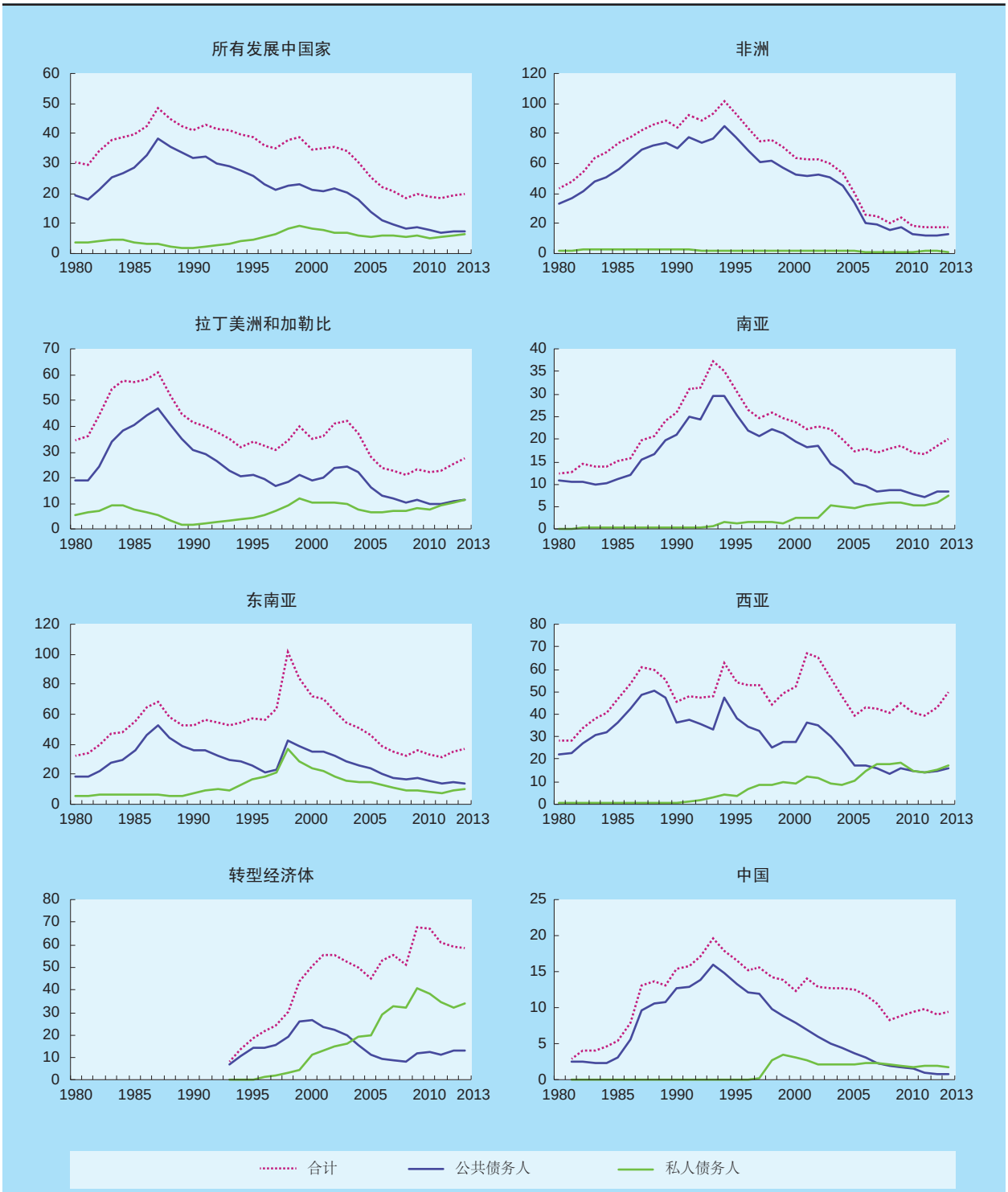
2. 公共和私人借贷

公共债务人和私人债务人所欠外债的相对份额对债务可持续性产生重要影响。[3] 从历史角度来讲，公债在发展中国家的外债中占大部分。例如，2000年，所有发展中国家的公债在其长期外债存量占72%，但到2013年，该份额已经下降到接近总存量的一半(图5.4)。

图5.4

1980-2013年部分国家组和中国按债务人类型分列的外债情况

(在国民总收入中所占比例)



资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是贸发会议统计司和世界银行《世界发展指标》数据库。

注： 区域总数系指图5.1中所提到的那些国家，埃塞俄比亚、俄罗斯联邦和也门除外，这3个国家没有提供数据。本图说明外债总量大于公私债务人的债务总额，因为外债并非总是完全按照公私债务人分类。

另一方面，私人外债历来十分有限。因此，几乎没有受到监督机构的关注。另外，监督机构往往容易受到主张自由市场的人的影响，这些人反对政府干预私人外债增长，理由是：此种债务起因于所谓的“理性主体”的行动，涉及的是私人储蓄和投资决定，因此，不会导致陷入财务困境。然而，经验，特别是私人外债高企成为公共部门债务危机的主要动因、导致全球金融危机发生后取得的经验，对这种说法的有效性提出了质疑。[4]

因此，政策制订者不应对许多发展中经济体公共债务总体水平较低过于自满；相反，他们应该警惕私人外债在国民总收入中所占比例不断上升给金融稳定带来的重大风险(图5.4)。这包括非金融公司主要为了通过离岸发行债券而开展金融业务在过去几年里举债的私人外债水平不断上升(Avdjiev等人，2014年)。汇率风险和资本突然逆向流动使情况进一步恶化，例如，在美国利率正常化和/或初级商品价格发生波动之后。因此，私人外债迅速扩张之后，随之而来的将是债务危机和公共外债的迅速增加。实际上，继1980年代拉丁美洲债务危机之后，私营部门所欠外债中的很大份额被转移到公共部门。同样，在1997年亚洲金融危机前的积聚阶段，区域内发生的大量债务是银行向私人借款人提供的贷款，而这些债务在危机发生后事实上被国有化。

在债权人一方，外债结构也发生了重大演变。直到1970年代，有些还在随后的数十年里，大多数发展中国家很大比例的长期外债是在双边基础上欠官方债权人的债务。与前都市中心的经济联系仍然十分密切的发展中国家以及商业银行不愿意为之提供借款的欠发达国家的情况尤其如此。1970年代初期，在除拉丁美洲以外的所有发展中区域，欠官方债权人的外债增长速度超过了欠私人债权人的外债增长速度。1970-1972年期间，欠双边或多边官方债权人的外债占非洲外债总量的67%；在西亚，这一比例为92%，而南亚的这一比例更高达93%。与之形成对比，70%的拉丁美洲债务和将近一半的东南亚外债是欠私人债权人的债务(图5.5)。最近几年，发展中国家和新兴经济体中官方债务所占比例仍然低于外债总量的20%。

在整个1970年代，发展中国家的外债急剧增加(主要是由于拉丁美洲借款人的缘故)。它们的长期外债总量从1970年约占合并国民总收入的13%增至1980年的21%，主要原因是它们欠私人债权人的外债总量从占其国民总收入的6%增至13%。在此方面，资本账户自由化和商业银行为石油美元“再循环”所作的努力发挥了重要作用。发达经济体通过立法加强和澄清债权人在面临外国主权违约时拥有的权利进一步促进了这一进程，相关法律包括美国的1976年《外国主权豁免法》和联合王国的1978年《国家豁免法》(Bulow和Rogoff, 1990年)。

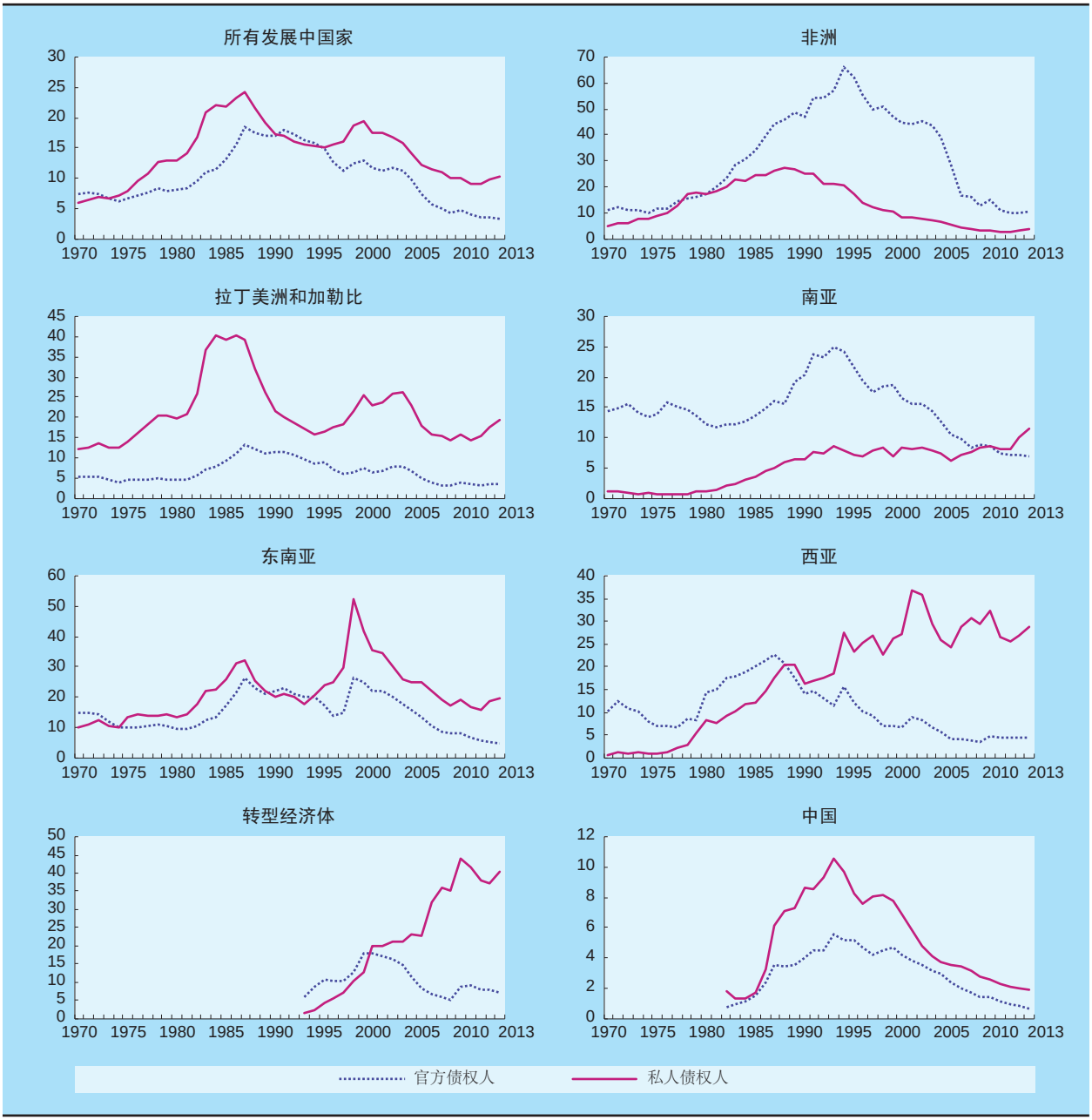
虽然美国联邦储备利率冲击以及随之而来的发展中国家债务危机实际上阻止了新的私人资本流向这些经济体，但由于遭受危机重创的经济体出现低(或负)产出增长以及大幅度货币贬值，占国民总收入一定比例的私人债务继续保持增长，一直到1987年为止。占国民总收入一定份额的官方债务(包括双边和多边官方债务)也快速增长，最主要的原因是官方债权人为避免出现大规模违约而采取了干预措施。因此，1979至1987年期间，发展中国家欠双边和多边官方债权人的外债比例从占国民总收入的8%增至19%。

1987年后，发展中国家借款人所欠私人债权人的债务存量从1987年占国民总收入的24%的最高值下降到2011年的9%。在几个大的发展中经济体，这种总体下降的趋势被多个繁荣与萧条时期所打断，导致出现新的金融危机，并在欠私营部门的临时但急剧增长的外债中得到体现

图5.5

1970-2013年部分国家组和中国按债权人类型分列的长期外债情况

(在国民总收入中所占比例)



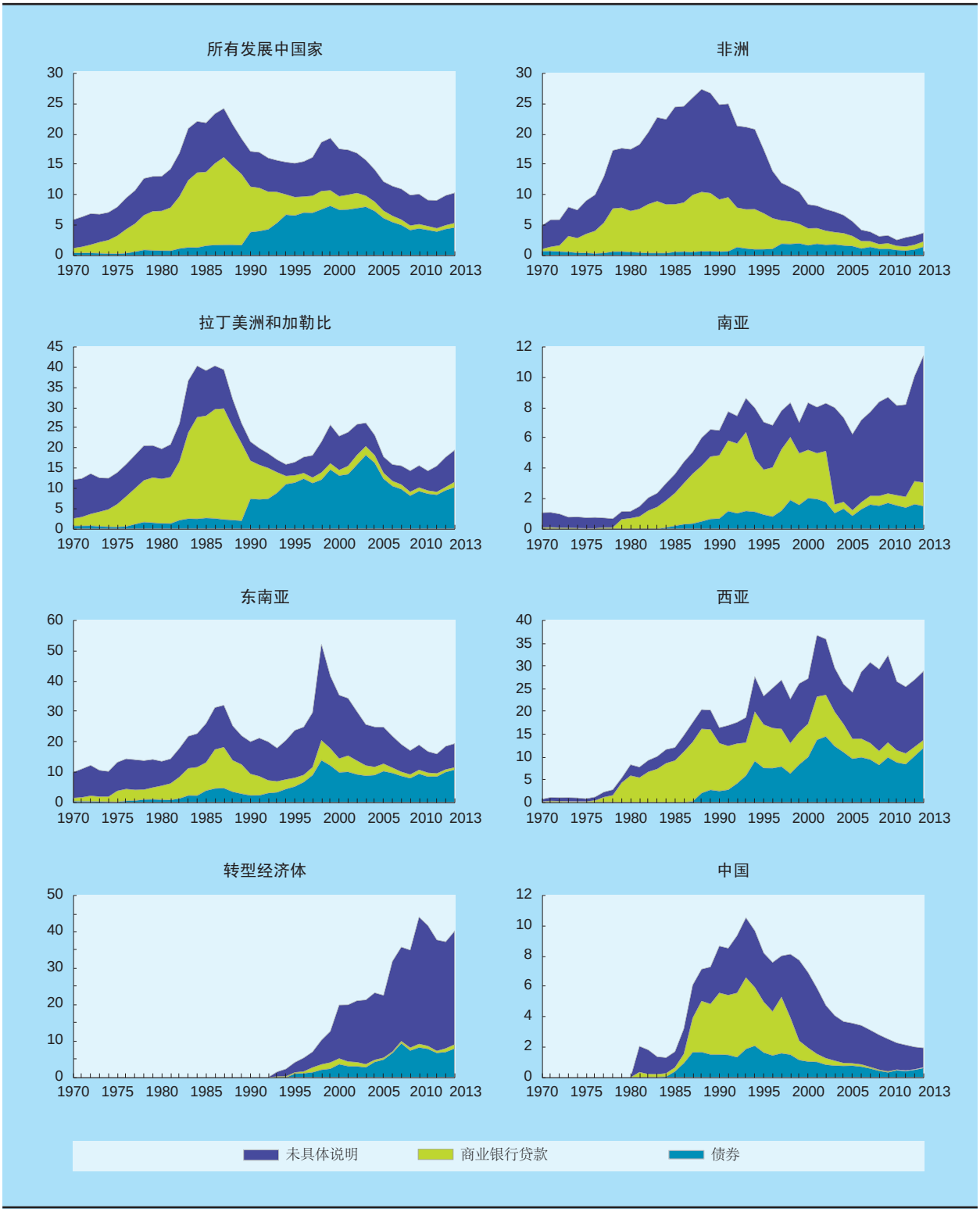
资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是贸发会议统计司和世界银行《国际债务统计》数据库。

注： 总计数依据的是1980年以来有一套完整数据的国家(转型经济体除外，它们的截止日期是1993年)。非洲国家包括阿尔及利亚、贝宁、博茨瓦纳、布基纳法索、布隆迪、喀麦隆、中非共和国、乍得、科摩罗、刚果、科特迪瓦、刚果民主共和国、吉布提、埃及、加蓬、冈比亚、加纳、几内亚、几内亚比绍、肯尼亚、莱索托、马达加斯加、马拉维、毛里塔尼亚、毛里求斯、摩洛哥、尼日尔、尼日利亚、卢旺达、塞内加尔、塞舌尔、塞拉利昂、苏丹、多哥、突尼斯、乌干达、赞比亚和津巴布韦。拉丁美洲和加勒比国家包括阿根廷、伯利兹、多民族玻利维亚国、巴西、哥伦比亚、哥斯达黎加、多米尼加共和国、厄瓜多尔、萨尔瓦多、危地马拉、圭亚那、洪都拉斯、牙买加、墨西哥、尼加拉瓜、巴拿马、秘鲁、圣文森特和格林纳丁斯及委内瑞拉玻利瓦尔共和国。东南亚国家包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。南亚国家包括孟加拉国、印度、尼泊尔、巴基斯坦和斯里兰卡。西亚由约旦、黎巴嫩和土耳其组成。转型经济体包括阿尔巴尼亚、亚美尼亚、阿塞拜疆、白俄罗斯、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、摩尔多瓦共和国、塔吉克斯坦、前南斯拉夫的马其顿共和国、土库曼斯坦、乌克兰和乌兹别克斯坦。所有数据均系指年底已经支付和未偿债务。

图5.6

1970-2013年部分国家组和中国按债务类型分列欠私人债权人的长期外债情况

(在国民总收入中所占比例)



资料来源： 见图5.5。

注： 见图5.5。

(在1990年代末达到占发展中国家国民总收入的19%)。欠官方债权人的外债下降较为稳定，部分原因是对较贫穷国家实行减债，还有部分原因是中等收入国家采取了限制其依赖于多边融资的审慎财政政策。

偿债拖欠的得到“准接受”的状况越积越多(包括基金组织的“向拖欠者贷款”政策)，加上一些金融中心的大型私人银行事实上已拥有足够雄厚的资本基础，使其能够坚持按一定折扣出售其贷款资产组合，导致美国政府通过了1989年《布雷迪计划》。这是间接承认陷入困境的债务人不能在完全偿还其债务的同时恢复增长，从而为债权人银行与债务国就主要工作重点从重定偿债期限转为减免债务进行谈判铺平道路。大多数布雷迪重组活动包括将银行贷款交换为具有固定利率且低于市场利率的等额面值的债券，或者面值更小的债券。因此，该计划启动了一个“金融非中介化”进程，也就是说，通过债券更直接地从资本市场借款，而不是从商业银行借款。此后，这种趋势一直呈现加速状态(图5.6)。虽然融资工具的这种变化使发展中国家的债务流动性增强，但除了增加发展中国家可能面临更高外债的风险之外，也导致与无数债券持有人的债务谈判更加复杂。

3. 与货币有关的问题

外债计价所采用的货币严重影响到债务可持续性。以外币计价的债务比本币计价债务的风险更大，因为如果出现货币贬值，则按本币计算的外币债务负担就会立即增加，有时甚至是非常显著地增加。一般来说，即使没有出现贬值，债务人也只有在产生足够收入(而对于政府而言，只有它们取得了足够大的初级预算盈余)且只有在整个经济体实现贸易顺差的情况下才能偿还其外债。不过，同时满足这两个条件并非易事。私人和公共收入增加需要实现产出增长，而在一般情况下，如果不扩大进口就无法实现产出增长，但这又影响到产生贸易顺差的能力。相反，在进口下降时进行通缩调整，以此作为迅速实现贸易顺差的一种手段，又很难实现初级财政盈余，且私人债务人可能会资不抵债。这种贸易与财政收支平衡之间的权衡是解释为何以外币计价主权债务往往比以本币计价债务更不可持续的另一因素。

重要的是，在偿还外币债务方面面临偿债能力或流动性问题的债务人不能将获得国内贷款人的支持(例如，国家中央银行)作为依靠的最后手段；如果因超出其本币控制范围的国际收支限制而无法获得足够的硬通货，甚至有偿还能力的债务人也可能被迫中止偿还其债务。相反，本币债务可减少由于债务与资产和收入之间货币错配所产生的风险，而且由债权人承担汇率风险。另外，在出现紧急情况时，国家中央银行还可对这类债务进行干预。

因此，越来越多的发展中经济体已在向发行本币计价的债务转变。然而，对于它们而言，外币计价债务的缺点仍是一个相关问题，因为发展中国家外债总额的很大比例仍是银行贷款和官方债务，所以是以外币计价的。这种情况尤其在较为贫穷的发展中国家发生，因为这些国家的国内债务市场较小，严重依赖官方贷款和低信贷评级；但也在一些较大的中等收入发展中国家和转型经济体发生。例如，2013年，阿根廷以外币计价的外债所占份额为95%，土耳其为93%，印度为80%，俄罗斯联邦为74%，大韩民国为70%，墨西哥为64%。[5] 在属于20国集团成员(且已提供数据)的发展中和新兴市场经济体中，只有南非以本币计价的外债所占份额大于以外币计价的外债(即，其总外债头寸为55%)。即便这些数字在国民总收入占相对较低的比例，但在本币出现贬值时外债可能大量增加的风险仍然存在。

由于发行本币债务有相当大的优势，货币在国际结算中获得认可且成为国际储备组成部分以及有可能以本国货币发行债券和贷款的发达国家往往会产生更庞大的外债，包括在困难时期。例如，2003至2013年期间，美国的外债总额从占国民总收入的60%增加到接近100%。2001至2003年和2013年期间，日本的这一比例从31%增至55%，德国从113%增至144%，法国从114%增至194%。最后但并非最不重要的是，在联合王国，该比例从1999年的198%增加到2013年的354%。[6] 与导致发达国家外债中本币计价外债大幅度增加相对应的重要方面是很多发展中国家自1990年代末以来积累的外汇储备大幅度增长。这为其中的一些发达国家低成本积累债务提供了一种手段，特别是那些面临经常账户赤字的发达国家。

4. 债务发行的管辖地

一旦发生违约，则会涉及到发行债务契约的管辖地，因为是由它规定最终裁决债务重组程序的主管法院和所依据的立法。Schumacher等人(2014年)指出，在最近几年里，近50%的主权债务违约涉及国外法律争端，与之相比，1980年代只有5%；而在这些诉讼中有75%涉及不良债务基金，又称为“秃鹫基金”。

以前，债务发行地、管辖地、最终持有人的居住地以及在较小程度上债务的计价货币之间存在势均力敌的竞争。不过，近期的一些迹象表明，越来越多的投资者正在进入发展中国家的国内债务市场，而且国内投资者也往往持有国际市场上发行的债券(Panizza, 2008年)。此种信息对于以债权人的居住地为依据来确定是否属于外债来说至关重要，但有时候很难获得。

从所有未偿公共债券(不论债权人的居住地和计价货币)来看，近期数据表明，其中多数债券是在国内市场发行的。在东亚和南亚等一些发展中次区域，国内发行的公共债券所占比例已经与发达经济体的平均比例一样高。转型经济体、拉丁美洲和加勒比以及西亚在2015年5月初在国外市场(且通常是在外国管辖区内)发行的未偿公共债券所占比例分别为28%、28%和32%。[7] 这就在未来债务重组方面为秃鹫基金在外国管辖区提起抵制债务重组的诉讼留下了空间。

D. 外债问题的解决

鉴于债务危机经常发生且全球化和金融化经济面临债务危机时持续脆弱，国家和国际政策制订者需要有更适当的工具来应对债务危机，以便最大限度地降低其应对危机的成本。原则上，债务解决机制应该有助于防止国家难以履行对外义务时发生金融或债务危机，这些机制应预防市场信心的突然崩溃，这种崩溃可能对债务国经济体产生灾难性的长期后果。但是，一旦危机爆发，债务解决机制也应该力求在债务人和债权人之间公平分配债务重组负担。最后，它们还应该

尊重国家主权和维护国内政策空间，以使债务国经济能够增长，债务可持续性出现好转，并能设计与实施自己的发展战略。本节概述外债危机的主要特征，然后对主权债务问题的历史演变进行分析，特别是对解决主权债务问题的办法进行了分析。

1. 外债危机：一个经常性的问题

虽然发展中国家债务危机的结构性原因各不相同，但近期的危机均与金融市场的迅速自由化、这些市场的内在不稳定性及其形成的“全球金融周期”密切相关(贸发会议，2014年)。一般而言，债务危机在金融周期的特定关头发生。当大量债务人(或一些较大的债务人)不再能够偿还其在扩张阶段累积的债务时，就会出现债务危机。因此，风险认知从过分自信转为极度不安，导致流动性短缺、资产价格大跌和经济衰退。最终的资产清算进一步压低了资产价格，特别是在繁荣时期作为投机主要对象和债务担保品的资产价格。这不仅造成债台高筑的代理商破产，而且也会殃及比较谨慎行事、在正常时期会有偿债能力的代理商。一旦发生债务危机，必定先有一个可能较长的金融整合过程，而后经济才会开始复苏，贷款也会重新开始，最终走出危机。

近期的外债危机均与金融市场的迅速自由化及其形成的全球金融周期密切相关。

本章前几节所讨论的外债特殊性往往造成与金融周期相关的脆弱性加剧。很多发展中经济体对监管不健全的国际金融市场的开放程度提高，在很大程度上对其外债累积及随之而来的宏观经济不稳定的高风险负有责任。从理论上讲，开放资本流动可能会产生反周期效应，使发展中国家在经济衰退期可以借款，并在经济扩张期偿还。但这需要资本流被动响应发展中国家的需求，而且还要将这些资本有效用于反周期目的。在现实中，发达经济体的货币政策、风险认知及其银行的杠杆周期等“推动”因素往往是驱动力量(O’Connell, 2014年)。实际上，自1970年代中期以来，流向发展中国家的所有主要资本浪潮都是由旨在缓解主要发达国家经济衰退的扩张性货币政策推动的(Akyüz, 2012年)。由于国内市场对信贷的需求有限且利率低，发达国家的金融机构为寻求更高收益，将部分信贷转向发展中经济体或新兴经济体(《2014年贸发报告》)。这些资本流量经常超过大多数发展中国家可以有效使用的数额(Haldane, 2011年)。

进入较小经济体的资本流入量非常高，这往往造成国内信贷激增、资产价格强势上涨和货币升值。这种资本流入也有助于大量进口消费品和服务，导致经常账户赤字和负债过重，特别是在私营部门。当发达国家经济状况和风险认知改变或负债的发展中国家遇到偿债困难时，资本流动可能会突然逆转，并触发外债危机。货币急剧贬值增加了外债以本币计价的价值，导致那些收入主要以本币计价、其外部债务与国外资产不匹配的代理商资不抵债。普遍破产不仅影响实体经济也影响金融部门，通常促使中央银行采取干预措施，以尽量遏制危机蔓延，包括通过救助、紧急融资和反周期措施。因此，外债危机往往也是公共部门危机。即使政府本身未在繁荣时期大量举借外债，它们也经常被迫吸收私人坏账。

私人外债违约本身并不构成一个特殊问题：只要债务不会对整个经济体产生系统性影响，管理私人违约仅需在发行债务时的管辖地适用私人商业法律即可。相反，主权外债问题具有某些特殊的特征，如果出现违约，需做出具体安排加以管理。本章其余各节将讨论主权债务和违约所带来的系统性问题以及由此产生的法律和经济挑战。

即使政府未在繁荣时期大量举借外债，它们也经常被迫吸收私人坏账。因此，外债危机往往也是公共部门危机。

2. 从历史角度看主权债务问题[8]

在某些方面，主权债务人比私人债务人更脆弱：与私人债务人不一样，主权债务人如果无法在到期日之前偿还债务，不能寻求破产法给予它们进行重组或延期偿还的保护。另一方面，主权债务人与私人债务人相比又不那么脆弱，因为债权人不能扣押公共资产用于抵偿违约债务。事实上，这些资产中的大多数都位于主权管辖区域内且受国内法律保护。位于国外的资产受主权豁免条款保护，而这些条款限制了外国法庭可能没收的资产类型。只有与商业活动有关联的资产才能被扣押，与国家的内存职责有关的资产不能被扣押，其中包括国际储备。因此，解决主权债务问题的主要方式历来是通过债务国政府与其债权人之间重新谈判，并且基本上沿用私法范式。

因此，在整个十九世纪，债务重组都是双边问题，只涉及债务人和债权人。危机解决并非总是迅速和顺利，但相互的私利有助于双方达成协议。一般来讲，本币贬值不是一种选择，因为债务票据往往包含黄金条款，该条款迫使债务国有义务以黄金或等同于黄金的货币支付。另一方面，如果对主权豁免的尊重强于当前，则债权人在谈判中处于弱势地位，且缺乏协调其权利主张的有效手段。即使是在外国债券持有人公司(联合王国)及后来的外国债券持有人保护理事会等支持机构成立之后，它们也常常缺乏政府支持(Eichengreen和Portes, 1986年；Feldmann, 1991年；Adamson, 2002年)。另外，对它们进行强制执法实际上是不可能的，因为当时对主权豁免的遵守比现在更严格，并且在不违反法律诉讼程序的情况下有效地保护国家免遭此种执行措施。总体来讲，提起国际仲裁的情况极为少见，针对主权债务更是如此，虽然军事干预和炮舰外交仍是例外。[9] 因此，债务重组采用私法范式，其特点是相对平等的双方之间展开横向对话，而且不需要代表某些更广泛公众利益的国际机构进行干预。

这种情况在第一次世界大战之后发生了变化，当时，由于德国在支付战争赔款方面出现违约，第一次世界大战对其他经济体产生了更广泛的经济影响，更笼统而言，国际货币体系日益脆弱带来了有害影响，致使主权债务问题出现了一种新的态势。在整个这一时期，通过多边努力防止出现主权债务危机以及在危机发生后解决这些危机，在将债务可持续性和债务解决提升到国际关切的高度并提高国际社会对主权债务谈判中攸关公共利益问题的认识方面发挥了重要作用。通过1924年《道威斯计划》及其随后的1929年《杨格计划》，美国牵头制订了有关解决德国第一次世界大战赔款债务而不让德国整个经济出现崩溃和政治瓦解的办法。国际联盟也为解决主权债务问题做出了其他多边尝试。国际联盟没有资金为陷入困境的债务国提供金融支持，但它详细

审查主权债券所用合同条款的拟订情况，就成员国的经济改革提出建议，并对其各项建议的落实情况进行监督，以期帮助负债国重新进入资本市场(Myers, 1945年；Florez和Decorzant, 2012年)。国际联盟甚至设立了一个国际贷款合同委员会，负责对1935至1939年期间发生的主权债务问题进行系统性调查。与此同时，常设国际法院帮助法国债权人执行了巴西和塞尔维亚使用黄金偿还债务的合同权利(Waibel, 2011年)。总的来讲，尽管主权债务重组在很大程度上维持了债务国与债权人委员会之间谈判的两厢情愿和横向结构，但债务国需要迅速回归资本市场似乎得到了广泛认可，尤其是在大萧条以及随之出现很多主权债务违约之后(Lindert和Morton, 1989年；Feldmann, 1991年；Reinhart和Rogoff, 2009年)。

自1970年代以来，债务重组中的议价能力已经转向对债权人有利，包括私人和官方债权人。

第二次世界大战后，随着布雷顿森林体系的兴起，出现了一种新的国际经济秩序，进一步增强了处理主权债务问题的能力，尽管在整个布雷顿森林时期，主权债务问题出现的频率小了很多。联合王国和美国等一些国家通过增加流通货币摆脱了多数内债(Grossman, 1988年)[10] , 但其他债务重组成为国际法关切的问题。最著名的例子就是重组德国在两次世界大战期间(官方和私人)外债的1953年《伦敦协定》(见专栏5.1)，该协定强调了实质性减免债务的重要性，不仅是对于债务国及其经济伙伴的经济繁荣至关重要，而且对全球政治稳定与和平也至关重要。

对于需要重组其双边官方债务的发展中经济体和新兴经济体而言，巴黎俱乐部为1950年代中期以来的谈判提供了一个十分全面的论坛(Cosio-Pascal, 2008年)。然而，多年来，通过该机构实现的重组似乎优先考虑的是偿还债权人的债务而非减免债务(Eskridge, 1985年)。

因此，从整体上讲，私法范式依然盛行，尽管全球当前对债务可持续性的公共关切比世纪之交时更为显著。在此框架内，债务人与债权人的议价能力发生了对后者有利的变化。1976年《美国外国主权豁免法案》和1978年《联合王国国家豁免法案》以及西欧大多数国家通过的其他类似法案终结了绝对主权豁免的概念。这意味着，如果政府的活动被视为“商业活动”而非国家固有的活动，则无权主张主权豁免，并且可在外国法院对其提出诉讼。[11] 随着1980年代初期发生的主权债务危机重新出现，在经历了近30年没有危机的日子之后，这些变化变得尤其具有现实意义(Reinhart和Rogoff, 2009年)。

3. 碎片化主权外债解决体系的出现

1989年《布雷迪计划》基于一种认识，即要想可持续解决发展中国家积压的债务，就需要对债务进行重组和减免。为此，该计划启动了从银团贷款向去中介化的外债债券融资转变。

到1980年代末，再次出现对债务可持续性的关切也导致巴黎俱乐部(见下文)对穷国拖欠官方债权人的债务给予特别待遇。1988年批准的“多伦多条款”首次准许将穷国获得高达33%的非官方发展援助信贷的债务减免。后来，随着1991年“伦敦条款”、1994年“那不勒斯条款”和1999年“科隆条款”的推出，免除债务的水平分别增加到50%、67%和90%。[12] 巴黎俱乐部也增加了按照2003年“埃维昂条款”逐个

专栏5.1

关于德国外债的《伦敦协定》

德意志联邦共和国(联邦德国)与其当时债权人之间于1953年2月27日在伦敦订立的《伦敦协定》是一份减债协定。该协定对第二次世界大战后不久重组西德经济是不可或缺的，并且是推动该国所谓的“战后经济奇迹”的主要因素。

该协定涵盖第二次世界大战之前和之后的德国债务。在这笔债务中，含利息在内，稍多于200亿德国马克的债务是由1939年之前为支付第一次世界大战之后商定的战争赔款所借贷款而产生的；其余稍多于160亿德国马克的债务是来自第二次世界大战之后的美国重建贷款。虽然只与联邦德国进行了谈判，但这些债务涵盖了联邦德国在第二次世界大战之后完全继承的与西方债务人之间的整个德国的债务。根据《伦敦协定》，西德所减债务略超出60%(包含利息)，达到145亿德国马克。

在理解《伦敦协定》时需要考虑到美国关于1945年后西欧重建的更广泛的政策背景。西方盟国早在1950年10月已签署一份关于德国债务问题的宣言，在该宣言中，“三国同意，该计划包括适当满足对德国的要求，以便该计划的执行不会因意外影响而破坏德国经济的财政状况，也不会对其潜在货币储备产生过度的影响。前三个国家确信德国联邦政府赞同它们的观点，并且确信恢复德国的偿债能力包括适当解决德国的债务问题，同时要考虑到德国面临的经济问题并确保谈判对所有参与者都公平”(引自Toussaint, 2006年)。作为确保德国未来经济和政治稳定及其坚定融入新出现的冷战时期反苏同盟阵营的一种手段，实质性免除西德的债务成为西方盟国战后重建的高度优先事项。除了这些政治因素之外，支持该协定的经济逻辑与紧缩限制条件形成鲜明对比，而希腊等现代债务重组措施就是紧缩限制条件的具体表现。除了免除债务本身之外，这在《伦敦协定》所包含的具体措施和安排中可见一斑：

- *偿还债务和贸易*：该协定将联邦德国可用于偿还债务的出口收入限定为每年出口总额的5%。这显著低于自1980年代以来允许发展中国家偿还债务的比例，而该比例为发展中国家出口收入总额的8%至20%不等。另外，偿还债务还与贸易顺差联系在一起，如果德国出现贸易逆差，它可以推迟偿还债务，所以没有必要寻找新的贷款来源，从而避免了因债务累积而可能产生的恶性循环。与此同时，这也确保了增加德国的出口需求符合债权国的利益。
- *利率与计价货币*：联邦德国的债务利率为0%至3%不等，同样大大低于当前发展中国家债务所负担的平均利率。重要的是，德国可以使用德国马克偿还债务，而不是使用任何债权国的货币，从而使德国不需要动用其对外出口收入来偿还债务。
- *债务重组的全面性*：《伦敦协定》将联邦德国的大多数债权人带到一个谈判桌上，包括官方和私人债权人。这确保了债权人的待遇平等和快速决策，从而为偿还债务提供了一个明确、全面且长期的计划。私人债权人没有为投机德国债务及迫使德国参加长期再谈判和诉讼进程而决定不参加该安排的可能性。
- *重新谈判选择*：《伦敦协定》明确规定，如果其情况出现实质性变化，联邦德国有权选择暂停偿还债务并寻求重新谈判还债条件。

因此，该协定明确说明它是基于以下观点的一种经济理由，即保护和促进债务方经济体的未来增长潜力对于使它能够偿还其债务至关重要。得到债权人积极支持的扩张性经济政策是偿还债务的前提条件。鉴于联邦德国在战后重建方面取得的显著成就，《伦敦协定》可为当前的债权人(包括私人债权人和官方债权人)提供一种建设性的模板。

减免属于非重债穷国的发展中国家债务的可能性(巴黎俱乐部，2015年)。

另外，针对穷国的多边官方债务，基金组织和世界银行在1996年发起了《重债穷国倡议》，该倡议在1999年得到加强。根据该倡议，那些承担很高债务负担的穷国可获得债务减免，并按优惠条件获得信贷。另外，基金组织还逐步放开其贷款做法，对那些拖欠偿还私人债务的国家实施“向拖欠者贷款”政策，条件是它们要与债权人进行真诚谈判。因此，逐渐采用特殊工具来处理拖欠双边或多边债权人的主权外债，并逐个参与官方对应部门之间的谈判。

当前碎片化主权外债解决体系采用不同程序来处理不同类型的主权外债。

相比之下，1994年从墨西哥开始的一系列新兴市场危机促使这两个机构采取传统政策应对举措。它们的新贷款条件是要借款人承诺采取紧缩政策，采取“适当”的宏观经济政策和进行结构性改革。因为这些官方信贷大多用于防止国家对私人债权人出现债务违约，所以它们没有起到缓解这些国家经济衰退或减少其债务负担的作用；反而像是在救助债权人。这些政策应对举措因损失产出和过度限制国家政策空间而付出了高昂的成本，从而导致对主权债务解决机制的广泛不满，促使基金组织提议为私人投资人持有的债务设立一种主权债务解决机制。在这一倡议失败之后(不仅私人债权人拒绝该倡议，就连美国及一些新兴市场经济体的政府也都拒绝该倡议)，私人外债问题仍然是商业法庭和直接债务人－债权人谈判的特权。

这些事态发展已经形成一种碎片化的主权外债解决体系，在出现困难时，采用不同程序来处理各种不同类型的主权外债(双边和多边债务、银行贷款和国外债券)(贸发会议，2015年)。巴黎俱乐部为其债权人成员国重组官方双边债务提供了主要谈判论坛。该集团由19个发达国家组成，这些国家都是发展中国家官方信贷的主要提供者。包括一年期以上出口信贷在内，涉及中长期债务的谈判通常是在债务国政府同意基金组织贷款及其相关附带条件之后进行，尽管近期也有少数例外条件被接受。谈判形成的“协议记录”中包括债务重组的一般条件。在此之后，每个参与国政府开始签署双边协定，协定条款的具体内容可能会有一些不同，只要它们遵照一般准则即可。巴黎俱乐部已努力建立一个债务重组的框架，办法是寻求“类似待遇”，按照这种办法，债务国政府承诺给予巴黎俱乐部成员的待遇要与给予其他不属于巴黎俱乐部成员的官方债权人的待遇类似，而且也要与给予外国私人债权人的待遇类似。[13] 内债和多边债务不在这一要求的范围之内。

尽管事实上多边债务一般都被免于债务重组或减债，但多边机构还是在主权债务解决方面发挥着关键作用。基金组织、世界银行和多边开发银行的参与一般包括在自愿私人资金枝节问题或不再有可用自愿私人资金时提供特殊融资。作为补偿，这些机构获得优先债权人地位。它们的融资一般都有严格且全面的政策要求，主要目的是要确保各国能够纠正其不平衡和偿还其贷款。[14] 因此，与这些机构(特别是与基金组织)签订信贷协定一直是以与其他债权人进行债务重组或减债谈判为前提条件，因为相关的限制条款一直被视为债务国承诺解决其债务问题的根源。

多边债务免受重组或减债规则的一个主要例外是穷国所欠的债务，这种债务主要是通过

在1996年发起、在1999年扩充并在2005年经由《多边减债倡议》深化的《重债穷国倡议》予以解决。原来的《重债穷国倡议》旨在为最贫穷国家走出一再出现的债务延期进程提供一种办法。其目的是通过最主要的多边机构和巴黎俱乐部官方债权人以及非巴黎俱乐部双边官方债权人和商业贷款人的广泛且平等的参与，协调所涉债权人的共同努力。[15] 以各种方式延长救济的后续重复已与国家表现联系起来。它们还通过以历史经验为标准制订标准债务指标极限值的方式，开发了一种更加系统化的办法来对债务可持续性进行量化评估，并且将调整外债存量作为一项量化指标。已经为完善这一评估办法进行了后续尝试，但因在推定什么是“好”或“坏”的政策和体制安排方面缺乏透明度以及在有效区分流动性与即将发生的债务危机的偿付能力特征方面存在长期问题而一直受到批评(Ocampo等人，2007年)。

因此，与官方债权人的总体债务重组遵循一个预先设定的程序，几乎没有谈判的余地。这与欠私人债权人的主权债务(包括银行贷款和国外债券)的处理方式有很大差别。银行贷款应在伦敦俱乐部进行谈判，该俱乐部是在1976年成立的一个非正式的国际商业银行集团。如果主权债务人提出债务重组请求，一个银行咨询委员会经由伦敦俱乐部程序设立，并由一个牵头银行(通常是风险暴露程度最高的银行)主持，其主要任务是协调债权人的谈判地位。该咨询委员会最终与债务国政府达成一项协定，并试图说服所有银行债权人(即使是不属于该银行咨询委员会成员的债权人)签署该协定。由于伦敦俱乐部不制订具有约束力的解决机制，也没有规定表决程序，故达成一致有时需要长期谈判，且搭便车的债权人往往会成为一个难以解决的问题。尽管谈判进程允许在私法范式内有相当大的灵活性，但它仍然与涉及官方双边和多边债务的谈判保持某种联系。例如，与基金组织达成信贷协定是一国政府寻求与伦敦俱乐部重组债务的一个事实上的要求；同样，避免拖欠偿还私人银行的债务，是与基金组织签署协定的一项通常条件。关于巴黎俱乐部协定，通常要求商业银行提供与官方债权人所提供待遇“类似的待遇”(即减免债务)。这种做法因为在确定类似性的方法上缺乏透明度以及因为其缺乏可执行性而一再受到批评(贸发会议，2015年)。

过去20年里从银团贷款向国外债券融资的实质性转变显著增加了债务重组的复杂性。

过去20年里从银团贷款向国外债券融资的实质性转变显著增加了债务重组的复杂性。数以千计具有不同利益的债券持有人可能会面临不同的监管约束，而且可能会在不同管辖区内发行系列债券。通常情况下，由不同组别的债券持有人组成的委员会进行非正式谈判。[16] 债务国最终会建议将债券调换为面值更低、还债期限更长和/或利率更低的债券。债券的其他基本特征也可能会改变：新债券可能以不同货币计价、受不同管辖区域管辖以及增加集体行动条款等新的条款。债券持有人随后投票赞成或反对接受调换。如果原始债券载有集体行动条款，有效多数债券持有人通过的表决可能对所有债券持有人具有约束力。如果未载有此种集体行动条款，或在表决时未达成要求的有效多数，则未接受调换的债权人(“不同意债务重组的债券持有人”或“不同意债务重组者”)可以寻求更好的条件，或甚至通过诉讼要求全额偿还债务。

债务人可试图通过推出“退出同意”的方式获得更广泛的债券持有人接受其提议，通过这种方式，要求接受调换的债券持有人投票修改旧债券的非偿还条件以降低它们的流动性并使之对不

同意债务重组者有吸引力。它们还可以确定最低参与极限，意味着只有接受提议的债券持有人达到最低数量要求才能考虑它们的重组建议。在此情况下，希望结束延期偿付并开始接收付款的债权人可试图说明其他债权人接受交易。不过，很多债券持有人也可能宁愿按一定折扣在二级市场卖出其债券而不愿意等到谈判进程结束。传统债券持有人正在越来越多地被没有兴趣达成和解而是试图通过诉讼获得全额偿还的专业投资者(包括所谓的“秃鹫基金”)所取代。正如下文进一步讨论的，这已成为债务重组面临的最严重挑战。

当前债务解决计划已导致拖延了为防止债务危机超出控制范围而急需采取的迅速和全面的行动。

4. 一种低效且不平衡的债务解决办法

(a) 太少、太迟

特别是确定一个国家是否面临流动性或偿债危机的早期诊断对于有序管理债务问题至关重要。当前呈现碎片化的债务危机管理计划已经证明在提供此种早期诊断方面缺乏效率，并已经导致拖延了往往为防止债务危机超出控制范围而急需采取的迅速和全面的行动。

因为偿债危机被作为流动性危机对待，所以向债务国政府提供的官方信贷被用于偿还私人代理商的债务，而不是帮助恢复增长。

在当前的体系下，债务国政府和债权人似乎都没有动力去承认举债过度的情况并及早采取全面行动(Buchheit等人，2013年)。就债务国政府而言，一个主要遏制因素是，宣布暂停还债会触发一场经济危机，从而将产生一种自我实现的效应。另外，“太早”违约可能会被债权人视为旨在降低偿债成本的一种策略性(可以避免的)违约。政府可能希望避免由此产生的名誉上的代价，因为这将导致获得信贷的机会减少，而这种代价可能超出所获得的利益。因此，它们可能会将必要的违约一直推迟到显然“不可避免”的时候，以便不会对其偿还债务的诚信和意愿产生怀疑。最后，政府往往未能充分感知日益增加的风险，并且只在危机已经开始后才采取行动。

推迟明确承认偿债危机也对债权人有好处，这与纯粹流动性危机相反，因为在遇到偿债问题时，没有债权人能够预期全部收回贷款(在一定程度内，拥有优先债权人地位的多边机构除外)。因此，私人贷款人往往首先最大限度地减少其遭遇债务问题的程度。基金组织同意给予紧急救助的最初诊断可能会为此提供正式认可(与1980年代以来所有主要债务危机中所出现的情况一样)，并且预测会在债务国实施政策调整之后能够迅速恢复增长。虽然这些预测一般会过于乐观(基金组织，2003年b；《2011年贸发报告》，第三章)，但还是为“流动性问题”假设提供了理由。因此，债务国政府收到官方提供的信贷，而私人债权人一直不愿更新其信贷额度，并且选择立即偿还。这就意味着出现了所谓的“旋转门”进程，即官方提供的信贷资金被用于偿还私人代理商的债务，而不是用于扶持实体经济和帮助恢复增长。正是为了避免此种对特殊融资的低效使用，《基金组织协定》载有一项规则，大意是“基金组织成员不得使用基金组织的一般资源来

应对大量或持续性资本外流”(第六条)。自1980年代以来，该规则已在主权债务危机管理过程中一直被忽视。

(b) 非对称和顺周期解决进程

与私营公司不一样，债务国不能破产。最终，债务解决进程需要重点关注债务方经济体尽快复苏的能力以及最大限度降低社会、政治和经济调整成本。这就需要有一个扶持性国际框架，能够允许债务国实施反周期政策，从而使它能够通过投资、产出和出口增长而非出口萎缩的方式恢复其偿债能力。国家政策还应该确保通过增加公共收入而非减少支出的方式减少政府债务。

债务解决进程应重点关注经济复苏和最大限度降低调整成本……

当前的国际金融和货币体系在此方面存在不足，其特点是紧缩性偏向。基金组织的“备用协定”就是一个证明，根据该协定，标准关联信贷条件一般都载有关于以“吸收分析法”为基础采取财政和货币紧缩措施的要求。此种分析法是基于这样一种观点，即经常账户赤字以及由此产生的外债是由于“吸收”水平(即国内消费和投资)超出总产出而导致的(Mussa和Savastano, 1999年)。

除了传统宏观经济调整之外，后续基金组织贷款方案增加了一种新形式的限制条款，那就是要求进行结构性改革。在它们的各种表现形式中，这些条款继续侧重于紧缩措施，并且侧重于通过深度自由化和私人化政策将国家对经济和金融领域的干预普遍降低到最低水平。除了宏观经济调整和结构性改革之外，基金组织支持的各种方案的另一个核心组成部分一直是确保外国融资可持续流入。因此，这些方案通常也包括要求受援经济体仍然继续偿还政府债务以及消除方案批准之前累积的所有拖欠债务。因此，基金组织不是让私人债权人参与债务重组进程，而是将偿还私人债务列为其正常条件之一。

也许可以说，此种限制条款对通过经济增长促进债务可持续性即便有作用也是微不足道的，而且多半适得其反。基金组织已经逐渐认识到其政策限制条款在危机情况下的错误。它现在提出，在衰退期间实施财政紧缩措施比先前推定的代价更高，因为财政乘数更大，关于公私需求之间权衡的推定值得怀疑，而且削减公共支出不会自动由私人需求的增长所抵消(基金组织，2012年)。基金组织也承认，其严格的限制条款及提供信贷支持的繁琐程序不适合防止和解决因资本账户回转而引发的外债危机。因此，它设立了新的且限制条件较低的信贷额度，为可能遭受传染效应的成员国提供一种“预防性质的防线”(基金组织，1997年和2004年；Ocampo, 2015年)。[17] 不过，到目前为止，对其新的信贷额度的使用还不多，[18] 并且未满足最脆弱国家的需求，包括那些受到外债危机影响的国家(《2001年贸发报告》)。

(c) 非合作债权人的诉讼增加

在《布雷迪计划》推出之后，随着债券融资在外债市场迅速崛起，人们普遍认为，通过市场纪律，加上针对债权人的充分法律保障，一定会稳定外债市场。因此，包括放弃主权豁免在内的一些执行条款被列入债券契约。正如先前所提到的(见D.2小节)，在很多管辖区内，一些国家的外债因被视为属于商业活动而不再能够要求主权豁免。另外，纽约立法机构也在2004年为所谓的“秃鹫基金”开放了新的机会，当时，它极大地限制了帮诉原则(即禁止仅仅为未来诉讼之目的购买债务)的范围。[19]

在这种加强债权人权利的背景下，秃鹫基金得到了蓬勃发展。它们的战略是，只以很大的折扣购买违约债券，然后以苛刻求偿条件起诉有关政府，要求政府偿付债务的票面价值加上利息、欠款和诉讼费用，获利可达300%至2,000%。[20] Schumacher等人(2014年)认为，此种抵制债务重组的诉讼已成为债务重组中的一种常见且日益增多的做法，从1980年代约占5%增加到2010年的近50%，2010年的诉讼本金总量达到30亿美元。在1976至2010年期间，仅在美国和联合王国就有大约120起法律诉讼是由商业债权人(针对26个违约国政府)提起，这两个管辖区是发行主权债最多的地方。从那时起，这种趋势一直在继续，被起诉的国家包括厄瓜多尔[21]及希腊等。[22]

> ……但是，此种进程的特点是通过基金组织及其他官方来源的贷款方案所附限制条款而偏向紧缩。

多边减债是为了减少重债穷国的外债负担，而针对这一方面所做的努力而言，抵制债务重组的债权人诉讼特别具有破坏性。[23] 实际上，此种诉讼极大地侵蚀了通过减债为减缓这些国家的贫困和促进其经济发展而创造的有限财政空间。自1999年以来，至少有18个重债穷国曾经受到或有可能受到这些商业债权人所提起法律诉讼的威胁，最终提起上述类型法律诉讼的数量估计超过50起。[24] 例如，在针对赞比亚的案件中，多尼戈国际有限公司是一家总部设在英属维尔京群岛的秃鹫基金，它购买了328万美元的债券，起诉债权人，要求其偿还名义价值550万美元。虽然在政治和道义上有明显的反对意见，但英格兰和威尔士高等法院裁定政府必须向该秃鹫基金支付1,540万美元，这占到赞比亚在2006年通过多边减债倡议实现减债节省资金中的65%。[25] 针对这种情况，联合王国通过一项立法，以期阻止对重债穷国提起超出不同意债务重组的债权人在接受重组情况下本应获得的资金总额的权利主张。[26]

秃鹫基金的行动突出了寻求不惜代价执行合同的纯粹私法范式与本应该考虑到法律诉讼的总体经济和社会后果之间的冲突。法院大体认可不同意债务重组者的观点，甚至以牺牲主权债务可持续性以及不光是债务国的利益而且还包括愿意达成可行协议的债券持有人的利益为代价。主要论点是不可以允许多数愿意合作的债权人来修改其他债权人合同的金融条款，除非具体合同条款允许有这种可能性。美国法院始终裁定，在没有合同条款对多数表决问题做出规定的情况下，应以“合同至上”原则为准，如此以来，要想让重组协议对每一位债权人都具有约束力，则必须在债权人之间达成全体一致。[27] 债务国行使紧急状态权的做法大多被世界各地的法院所拒绝，更不要说在投资国争端解决机制内行事的国内法院或仲裁法庭了。[28]

在极个别情况下，法院曾经考虑到债务可持续性问题。根据所涉重组可能对全球产生的潜在影响，在少数案件中，美国法院以保护金融稳定为由承认债务国可能在债务重组中拥有合法利益。[29] 在其它管辖区内，法院已经通过给予拒付债务豁免权的方式更为广泛地承认债务可持续性原则，以期保障债务国公民的基本人权。[30] 不过，这些案例都没有产生较为广泛的影响，并且最近已被“纳瓦拉矿业资本有限公司等诉阿根廷共和国案”中众所周知的裁决所掩盖，该裁决有力地支持不同意债务重组者的主张。

本案着重突出了促进抵制债务重组的诉讼和威胁债务可持续性的两个主要因素。第一个是所谓的“挑选法院”，也就是不同意债务重组的债权人能够挑选对自己有利的法官。因此，阿根廷的债权人发现不仅在美国有同情它们的法官，在德国宪法法院、[31] 联合王国最高法院[32] 和投资争端解决中心仲裁法庭[33] 也有同情它们的法官，而

且在加纳也有一位同情它们的法官。[34] 第二个因素起因于对同等优先偿还条款的解释非常广泛，而该条款在主权债务契约中被广泛使用。根据传统的解读方式，其目的是确保不为无担保债权人确立任何优先顺序(Buchheit和Pam, 2004年)。与之形成对比，在纳瓦拉矿业资本有限公司等诉阿根廷共和国案中，继先前的比利时案[35]之后，时任法官也将同等优先偿还条款解释为阿根廷有义务在每次向其重组债券持有人偿还债务时应按比例向纳瓦拉矿业资本有限公司偿还债务。[36] 具体而言，地区法院的禁令禁止任何金融中介机构与阿根廷合作支付交易所债券持有人，除非它们接到通知称，不同意重组者收到了按比例支付的债款。

> 虽然债务重组已经很困难，但抵制债务重组的诉讼和近期关于禁止政府偿还重组债务的裁决使债务重组变得更加困难……

该裁决至少以三种方式威胁到债务可持续性。第一，通过增加对债权人不同意债务重组协议的鼓励，它使未来债务重组变得比现在更加困难。不仅债权人现在可以预期拥有更多的杠杆来寻求全额偿还，而且那些同意债务重组的债权人可能不再确信真的能够偿还其债务。第二，考虑到参与本案的很多金融中介机构属于全球性金融机构，故该判决可能具有普遍性的影响。第三，该裁决只侧重于债权人的权利而忽视了请求按同等比例偿还债务可能对债务国的整个社会经济产生的影响，有可能导致阿根廷出现债务违约，且无论在任何情况下，都会严重损害其未来获得外国融资的能力，从而损害其增长预期。

> ……此种裁决表明完全不顾债务人的主权、第三方的利益以及它们可能对债务人经济产生的社会经济影响。

除了阿根廷之外，不同意债务重组的债权人还使近期的希腊债务重组问题变得复杂起来。正常来讲，抵制债务重组的诉讼仅限于根据外国法律发行的债务，而债务国是无法单方面修改外国法律的。2012年，在欧洲金融稳定基金的主持下，希腊对其2,060亿美元的债务进行了重组，按照75%的折扣率为债券持有人提供新的债券，并且降低了利率和延长了期限。新债券得到了97%的债权人的认可。受希腊法律管辖的债券也受事后以便利债务组合重组为目的而以立法形式出台的集体行动条款的管辖。就在对希腊债务进行估值折扣之前，一些秃鹫基金购买了希腊根据联合王国立法发行的债券，而联合王国立法不允许希腊启用集体行动条款。在估值折扣工作完成后一个月，希腊政府决定向拒绝参加重组的债权人支付4.35亿欧元。2013年6月和7月，希腊政府又分别向不同意债务重组的债权人支付了7.9亿美元和5.4亿欧元。

(d) 或有债务在主权债务中的作用

最后，还应简要提及另一个在近期出现也是日益关切的一个领域，即或有债务及其在债务重组过程中的待遇问题(见Buchheit和Gulati, 2013年)。或有主权债务大多系指第三方债务担保，可以是通过正式承诺的明确担保，也可以是通过标志着债权人的主权认识和隐性批准某一交易的非正式或半正式安排的隐性担保。另一种甚至不太正式承认的或有主权债务形式起因于其作为贷款人的作用，这是债务危机期间的最后手段。正如已经指出的，考虑到近期发展中国家债务危机的特征，如果此种危机首先从某个经济体的私营部门开始，至少部分

私人所欠债务将事实上“被国有化”，发生这种情况的概率相对较高。

第三方债务担保几乎可以说顾名思义就是避开公共资产负债表，恰恰就是因为这种担保构成取决于主要债务人偿还该债务之能力的债务。与此同时，这种做法使主权国家的官方债务率保持在低水平，从而有利于今后继续获得借款，特别是在一个主权国家负债水平已经很高的情况下，至少被市场参与者视为很高。已有初步证据表明，自2008至2009年全球金融危机开始，主权或有债务已经显著增加，尽管大多在西欧(Buchheit等人，2013年)。

这种日益增加的或有债务怎样才能被纳入主权债务重组目前尚未不得而知，因为几乎没有任何相关的先例。虽然一些主权国家可以暂时从这个刚刚出现而且在重组方面没有既定解决办法的问题中受益，但从长期来讲，无视或有债务将会付出非常高昂的代价，不仅仅是对于主权国家而言，而且对债务重组的所有当事方都是如此。

E. 债务重组的替代机制[37]

自全球金融危机以来，人们越来越多地认识到需要为主权债务重组提供便利。现在，这已经不是新的关切了。不过，在2008年之前，主导性观点是：主权债务违约的代价越高，发生主权债务违约的可能性就越低(见Buchheit等人，2013年)。根据这种观点，任何降低违约成本的行为都会阻碍政府偿还其债务，并鼓励它们过度举债，从而增加了债权人的感知风险并减少获得外国信贷的可能性。与上文所主张的意见相反，近期的经验表明，更有可能的情景不是政府可能太容易重组其债务，而是恰恰相反，它们会拖延必要的债务重组。

本节对现有各种建议进行了分析，以便找到解决主权债务重组问题的更有效办法，只要它们能够有助于成功和全面地解决主权债务问题，尽管仍然只是在政治上可行。从广义角度上讲，用于解决主权债务重组机制的办法有三类：一种是基于市场的办法，就是重点关注完善法律，使之与现有合同制度相匹配；一种是半制度办法，就是倡导使用软法国际原则，以便帮助债务国做出知情决策和指导债务重组进程；另一种是法定办法，其目的在于制订具有国际约束力的主权债务重组规则和程序。一个具有法律约束力的多边条约是这一办法的最终目标。

这些建议在主权债务重组的很多关键方面存在差异，例如，应该包括何种类型的债务、主权债务重组机制的协调和集中程度如何、这些机制的参与性和透明度应该怎样、如果无法达成自愿协议主权债务重组机制是否应该包括裁决可能性，以及各种债务重组的结果必须保持怎样的一致性。

1. 合同或市场办法

一些旨在推动主权债务重组的突出建议寻求通过阐明和加强法律基础的方式维持现有市场办法的完整性，特别是通过完善债券合同中的集体行动条款(基金组织，2014年)。其他办法包括或

有支付条款、澄清同等优先偿还(债券持有人的同等待遇)条款(特别是在正在进行中的阿根廷案发生之后)以及通过解决主权信贷违约掉期问题来限制债权人参与重组的机制。或有支付条款并非主要涉及主权债务重组机制本身；相反，它们会视显著的经济条件允许主权债务人今后支付债务，例如，通过采用国内生产总值指数债券或者或有可转换债券。

此种市场办法的主要优势在于债务重组仍然属于自愿行为，至少可能是两厢情愿的行为。它们也为逐步改革开辟了道路，从这个意义上讲，广泛采用此种具有合同性质的建议可能有助于促进债务可持续性，减少对结果的不确定性，并为实行更加深远的改革奠定基础。

然而，集体行动条款也有一些重大局限性。希腊的例子表明，集体行动条款需要每期债券的持有人的有效多数表示同意，所以只要不同意债务重组的债权人购买了拥有否决权的少数债权，就可以轻易瘫痪传统单一系列集体行动条款。组合集体行动条款需要有双重的有效多数(既需要每期债券的持有人的有效多数，也需要所涉全部各期债券的持有人的有效多数)，这可以减少但不能消除此种行为的风险。然而，即使最好的不规定逐期债券进行表决的单肢集体行动条款，也不能保证不同意重组者不会找到阻止所需同意的办法(Galvis和Saad, 2004年)。

这些集体行动条款需要所涉未偿债务全部种类中75%的参与。甚至规模很大的投资者可能也很难获得拥有否决权的少数债权，但此种条款(尚未经过实践检验)的实施需要在重组协议中为所有债权人提供相同的条件，不论其旧债券的条件如何。没有这一点，很可能会以牺牲某些债券系列为代价来实现重组。不过，这一条件为债权人之间的差别待遇提供了依据。一刀切的重组协议必然会对那些在重组之前比多数债权人享有更好条件的债权人不利，例如，持有期限长的票据的债权人。最后，即使是第三代单肢集体行动条款也仍然在结构上存在缺陷(Bohoslavsky和Goldmann, 2015年)。

侧重于集体行动条款的纯粹合同办法受到很多额外限制。在一些管辖区域，某些集体行动条款的引入可能需要修改立法，以防止它们受到法院的格式条款审查。很多法律命令都会保护合同各当事人，以免发生一方当事人所用样板格式条款不当损害另一方当事人的权利的情况。立法必须确定某些集体行动条款不属于这一类。另外，集体行动条款只适用了债券债务；如果债务国有大量未偿多边、双边或银行债务，它们也不会有多大帮助。一个持续令人关切的问题是，不同类型债权人之间需要进行协调而搭便车者有可能利用缺乏此种协调来获利。集体行动条款还对主权债务问题采用了狭隘的处理方法。这种条款不会阻止危机的发生，也不会为走出危机提供必要的工具，也不会在债务重组期间提供临时融资(Kruger和Hagan, 2005年)。另外，集体行动条款并不保证谈判结果会与基于恢复增长的持久解决方案保持一致，而谈判结果将取决于当事各方的相对谈判实力。

> 集体行动条款等市场契约可完善债务重组，但它们不会阻止危机的发生，也不会为走出危机提供必要的工具。

2. 需要有国际公认的主权债务重组机制的原则

从原则上讲，这种办法旨在提供一种得到国际公认的主权债务重组机制的解决方案，因此，

与基于市场的合同办法相比，是对其进行一种更高程度的协调，而且可能是一种集中化的做法。与法定办法(见下文)不同，它侧重于国际公法所载的软法原则或准则。大会关于外债与发展问题的有关决议一再要求在现有框架原则的基础上考虑此种加强型的主权债务重组机制办法，并要求有债权人和债务人的广泛参与。[38] 此种原则的一个例子可在贸发会议的主权债务解决方案的路线图和指南中找到(贸发会议，2015年)。

> 指导主权债务重组的恢复债务可持续性的基本原则可被纳入国内法律体系，并且可在国际法框架内适用。

一般来说，软法办法可以为指导主权债务重组和应对债务可持续性挑战确定很多原则。此种一般法律原则通常指不成文的行为规则或习惯做法。它们应在大多数国内法律体系中得到认可，并且应该能够在现有国际法框架内适用。以下是正在讨论的主权债务重组机制的一些核心原则：

- **主权原则**， 该原则确定了政府拥有独立制订政策和管理其内政的权利，并出于公共利益之目的实施这些政策。这是支持一切国内法律体系的一项基本原则，并且始终是在国际层面开展经济和政治交往的基础。在什么样的条件下可让国际机构做出影响国家或个人的决策是一个始终存在争议的问题。

- **合法性原则**， 该原则系指一国政府对其公民(或一个国际机构或超国家机构对其成员)拥有管辖权的基本理由以及形成、行使和维护此种管辖权的程序。就主权债务重组机制而言，该原则被理解为系指全面性、包容性、可预期性和所有权等要求。它广泛地体现了主权债务重组机制需要考虑到并纠正国家正在越来越少地受到主权豁免保护并越来越多地受到国际组织以及债权人委员会等其他结构所做决定约束的趋势的想法。

- **公正原则**， 该原则系指没有偏向。同样，它鼓励以形成或再次证实对参与者和机构给予信任的方式接受各种决定。就主权债务解决方案而言，公正原则涉及到参与债务解决方案的机构，并且包括它们的财政状况、其工作人员的选择和行动以及它们有权处理的信息。基本想法是主权债务解决方案需要一种中性观点，特别是在债务可持续性评估以及关于重组条款的决定方面。

- **透明原则**， 该原则有两个方面对主权债务解决方案特别重要：关于债务人和债权人立场、作为拟议重组基础的预测以及债务重组方面所使用的任何指标的数据透明；以及体制透明，以避免在一些过去债务解决方案谈判中曾经出现的暗箱操作。

- **善意原则**，该原则包含对公平、诚实和信誉的基本要求，并且是公认的一项一般法律原则。善意意味着主权债务解决方案的法律和经济结果满足正当预期。同样，它还对债务解决方案的所有程序性要素产生特别重要的影响，包括从暂停支付到停止诉讼再到约束不同意债务重组者。

- **可持续性原则**， 该原则认为，如果能够在不严重损害社会和经济发展的情况下偿还主权债务，则主权债务就是可持续的。从经济方面来讲，这意味着只有持续且具有包容性的增长才能够为偿还外债创造长期条件，且重组主权债务的条件不得损害促进增长的动力。可持续性构成一项(至少是新出现的)一般法律原则。在最近几十年里，可持续性概念已从环境监管领域扩散到包括政治经济学在内的其他政策领域。它现在已在很大一部

专栏**5.2**

关于打击秃鹫基金活动的比利时立法

2015年7月，比利时议会以压倒性多数通过一项法案，“打击秃鹫基金活动”。该新法律的核心是为所谓的秃鹫基金可以要求政府为其在二级债券市场以很大折扣价格从接近违约的经济体购买的债券予以偿还的金额设置一个上限。该法允许比利时法官阻止秃鹫基金要求偿还高于其为购买政府债券所支付的市场折扣价格，例如，按原票面价值。

该法沿循先前于2013年3月通过的比利时立法，旨在阻止债权人扣押专门用于发展的资金(《合作与发展法案》，第36条)。更具体来讲，针对秃鹫基金的新立法为阻止不合作债券持有人获取“非法优势”提供了一个法律框架，而“非法优势”被定义为债权人所主张的金额与债务的名义面值明显不成比例。该立法的一个重要价值是它定义了秃鹫基金的基本特征以及其行为不可接受的环境。根据该法的条款，依照上述定义，一旦某个债权人的“非法优势”被确立起来，比利时法院就可以否决将会为该债权人提供某种非法优势的任何支付命令，如果至少满足以下一项标准：(一) 债券回购行为发生在主权债务人处于资不抵债或违约时或即将处于资不抵债或违约时；(二) 债权人的法定总部设在公认的避税天堂的；(三) 债权人有利用诉讼获得偿还回购债务的历史记录的；(四) 主权债务人参加了债务重组但该债权人拒绝参加的；(五) 债权人利用主权债务人债务危机以获得对债权人有利的明显不平衡债务结算的；以及(六) 债务人全额偿还债务对债务人的社会经济产生不利影响和(或)对债务人经济的公共财政产生不利影响的。

该法明显减少了对非合作债权人、不同意债务重组的债券持有人和秃鹫基金在比利时提起诉讼的任何奖励，并使比利时成为政府努力遏制秃鹫基金活动的先锋。这一点特别重要，因为比利时是欧洲结算系统的所在地，是世界上最大的全球金融交易结算中心之一。例如，纳瓦拉矿业资本有限公司先前就其在美国境内针对阿根廷提起的抵制债务重组的诉讼要求冻结阿根廷在比利时的账户，根据该新法，这一要求将不再予以考虑，因为比利时法官可以拒绝遵守其他管辖区域内作出的法律裁决。

与秃鹫基金必须通过议会表决有关的唯一其他国家举措是2010年的《联合王国减债(发展中国家)法》，该法阻止秃鹫基金从发展中国家债务重组中获取大量利润。几个欧洲国家和美国也提出了与此有关并特别关注发展中国家债务的其他国家立法倡议，但它们到目前为止都还没有颁布这样的立法。从很多方面来讲，《联合王国减债法》没有新的比利时立法严厉和全面：它对重债穷国的作用特别有限。另外，它在可以从重债穷国经济体的债务危机中获取的利润方面也没有严厉的上限，因为它将这种利润的上限与根据《重债穷国倡议》公式获得的一切减债的“相关比例”联系起来(通常在67%至90%之间)。就合格债务的权利主张达成妥协协议的债权人豁免这种自动减债制度。因此，从总体上讲，该立法仅限于解决秃鹫基金的“不当”利润，而不是遏制其活动本身。与之相比，比利时法律明确考虑到了秃鹫基金活动的整个社会经济影响及其潜在不正当性。

分国内政策中得到体现，并且已经在很多国际论坛和决议中得到认可。

这种办法是基于半体制和一般性原则，它的支持者们已就如何设计体制机构以负责宣传主权债务重组的一般原则或准则问题提出了各种建议。一种观点认为，重组谈判将继续在既定论坛或在特设论坛进行，但要受到一个新的独立机构的监督和协调，例如，一个主权债务论坛(一个私人组织)或一个(得到某个多边进程认可的)债务解决协会。[39] 另一种具有互补性质的观点着重强调了半体制化主权债务重组机制在裁决或仲裁层面的有效性，但还不能说是一种基于一项多边条约的办法。这种办法主要包括在各种特设仲裁程序中推广和使用一些具体的规则和程序，或者适用一些一般原则。

通过国内立法是推广适用主权债务重组机制的一般原则或软法原则的一种办法，比如，2010年的《联合王国减债(发展中国家)法案》，用以解决因不合作债券持有人提出诉讼而引起的各种问题。同样，比利时议会最近(2015年7月)刚刚通过了一项关于“打击秃鹫基金活动”的法律，[40] 其目的在于减少秃鹫基金的有害投机活动(专栏5.2)。如果在当前多数债务发行所在管辖区域(使用其货币发行债务所在地)内采用这些核心原则，则这种通过国家立法的工作手段可能会特别有效。当然，一种明显的限制是不同管辖区域内可能缺乏统一、协调和连贯性，而且可能只有极少数的几个国家会采取这种办法。

总的说来，基于软法且植根于国际公法的半体制办法显然是向更持久、更少碎片化、更透明和更可预期的主权债务重组机制框架又迈出了一步。它拥有在极大程度上利用现有谈判和重组机制的优势。另外，如果能够吸引足够多的当事人，它可在今后逐步扩大适用范围。不过，合同办法的主要局限性在这种办法中也有，虽说还没有达到合同办法的那种程度：原则不具有约束性，且没有保证足够数量的当事人愿意对这些原则做出更持久的承诺。这一问题只有通过一种完备的多边和法定办法才能解决。

3. 解决多边债务重组问题的法定办法

2014年9月，联合国大会通过了第68/304号决议，该决议要求为“主权债务重组进程建立一个多边法律框架”。在迈向最后备选方案方面，这可能是通过一个多边进程采取具有国际正式和法定办法制订有约束力的条例方向迈出的第一步。就解决主权债务问题而言，这肯定是最具有深远意义的建议，也是最具挑战性的建议。

多边债务解决程序的倡导者往往提请人们注意作为健康市场经济重要组成部分的强大国家破产法律与缺少处理主权债务重组问题的任何对应法律之间的不对称。考虑到主权行为者在经济、法律和政治结果方面的独特作用，任何此种程序均应该满足两个目标。第一，它们应该有助于防止面临偿还外债困难的国家出现金融崩盘。此种崩盘往往导致失去市场信心、货币崩溃和利率急剧上升，从而对公共和私人资产负债表造成严重破坏，并导致产出和就业机会大量流失，更别说贫穷人口大幅度增加了。第二，它们应该为便于公平重组那些根据原有合同无法继续偿还的债务提供机制。实现这两个目标意味着要适用几项简单的原则：

(a) 允许暂停偿还债务，不管是公债，还是私债，且不管偿还困难是由于资不抵债引起的，还是因流动性问题而引起的(并非总是有明确的区分)。为了避免利益冲突，停止偿还债务应由债务国单方面决定并由一个独立委员会予以批准，而不是由本身也属于一个债权人的机构(例如，基金组织)来批

准。此种批准应该起到自动停止债权人诉讼的作用。

(b) 停止偿还债务应该同时伴随外汇管制活动，包括暂停居民和非居民所持有外汇存款及其他资产的兑换。

(c) 应该提供债务人持有资产融资，并自动给予在实施停止偿还债务之后签订契约的债务以优先地位。基金组织应将欠款转为贷款以便为进口及其他至关重要的经常账户交易提供融资。

(d) 允许在债务人与债权人进行谈判的基础上实现包括延期付款和债务减记在内的债务重组，并通过在债务合同中引进自动延期付款和集体行动条款的方式为实施债务重组提供便利。

就正式法定办法而言，目前有两套主要建议可以实现这两项目标。一套建议是以某种形式预测主权债务重组机制在基金组织主导下的发展情况。这将要求修改《基金组织协定》。另一套建议是强调需要一个更持久和更公正的国际机构，其本身并不参与主权借贷，并且造成设立一个独立的仲裁庭，不管是设在现有法院内(例如，常设仲裁法院或国际法院)，还是单独新设一个仲裁庭。无论是哪一种情况，都需要通过一项多边条约(或对一项现有条约进行相关修改)的方式建立一切固定体制基础。

债务重组的多边法律框架应该允许暂时停止偿还债务、停止诉讼、外汇管制以及将欠款转为贷款以便防止面临债务积压的国家出现金融崩溃，并使它们能够达成有助于恢复增长和债务可持续性的债务重组协议。

不过，采取法定办法解决主权债务重组问题的所有提案都有一个基本特征，那就是，作为国际债务解决机制的一部分，债务重组个案中的合法决策都将受事先商定的国际法体系管辖。另外，任何主权债务重组机制或法庭的核心宗旨都是要提供透明、可预期、公平和有效的债务解决方案，其决定对所有当事人均具有约束力而且可普遍执行，不管管辖地是在哪里。

显然，为债务重组建立此种法定解决方案将极具挑战性，而且从条约谈判到最后批准也是一个相当长的过程。要想有效发挥作用，法定办法需要足够数目的签字国签署其所依据的多边条约。这种方法尤其需要将目前发行外债最多的管辖区域的经济体纳入考虑范围。这注定不是一件容易的事情，也极有可能有人对此种国际法庭或基金组织机制所拥有的权力性质以及如何管理在此种实体内已经存在或可能发展的强大机构利益提出合理关切。

此种多边法定办法的主要且非常重要的优势是，这种办法一旦成功制订，除了特殊利益之外，它将会推动建立起一套能够体现可持续发展、结果公正和公平以及过程透明等长期目标和原则的规章和实践。考虑到很多现有债务重组机制所体现出缺乏问责、不公平和缺少合法性的根深蒂固的问题以及各自为政的问题，提供一个稳定且明确的主权债务重组体制框架可能有助于使债务解决更有效，并通过有利于对案件做出一致判决的方式使结果更可预期。除了及时发现主权债务问题和迅速采取行动解决主权债务问题能够为宏观经济带来的明显好处之外，在全球范围内运行良好的主权债务重组机制具有高度合法性(以及在所有成员国及其他相关利益攸关方的积极参与下建立此种机制)的重要性怎么强调也不过分。

不言而喻，本报告所调查的各种办法不需要相互排斥。完全能够对现有合同办法进行完善，并且同时促进旨在解决主权债务问题的国家法律基础和软法原则，而且还可以同时为以更持久、具有法律约束力和体制性的办法解决主权债务问题推行更长期的计划。

F. 结论

反复出现的外债危机很可能仍是全球金融治理的一项重大挑战。如上所述，促使这种债务日益增加的一个主要动因是，在全球流动性快速和过度扩张的背景下，金融资本流入迅速上升。另外，在发展中国家的外债结构和组成发生实质性变化的同时，往往是十分复杂而不透明的金融和债务工具随之增长，使这些国家的债务具体地说由于私人金融市场而笼统地说由于当前全球经济的变化无常而恶化。即使对于较大的和较发达的发展中经济体而言，目前也不清楚它们在多大程度上已准备好面对由以下因素造成的多重挑战：其外债面临的市场风险大幅上升；债务重组机制各自为政和临时应付；总体经济和体制环境使宏观经济调整过程形成衰退偏向。

因此，国际金融市场造成了挥之不去的脆弱性和挑战，因而更加需要确保人们认真对待加强债务重组机制的辩论。正如本章所讨论，在解决这一问题上采取不同办法，反映了在理解某一经济体的运作和需求方面存在的广泛差异，而这些差异可能不容易调和。因此，对该领域的变革采取渐进办法，从最低限度的建议着手，逐步转向影响更为深远的建议。似乎很清楚的是，尽管在建立政治共识方面存在明显的困难，但为切实有效和高效率地进行主权债务重组而制订一个更全面、可预测、公平和一以贯之的框架是必不可少的，并且符合主权债务人以及其绝大多数债权人的利益。

注释

1 据基金组织的Furceri和Zdzienicka(2011年)称，尽管其他估计数字各不相同，但此种危机可降低产值增长达5至10个百分点。另外，这两位作者还发现，在经过8年之后，产值仍然比国家遭遇危机前的趋势低大约10%。

2 例如见《1986年贸发报告》，第六章的附件；《1998年贸发报告》，第四章；《2008年贸发报告》，第六章；Radelet, 1999年；基金组织，2001年。

3 按照世界银行《国际债务统计》中的分类，本文件中的“公债”包括由公共部门担保的私人债务，而“私人债务”只涉及非公共部门担保的私人债务。

4 西班牙和美国的个案很好地说明了这种现象。2007年，私人持有外债(不包括与吸纳存款企业及直接投资有关的债务)占西班牙国民总收入的50%，而美国的比例为48%。经过大幅度减债之后，西班牙的私人持有外债下降到31%，而

美国则下降到34%。与此同时，西班牙的普通政府外债则从20%增加到42%，而美国则从18%增加到34%。

5 资料来源：世界银行，《季度外债统计－特殊数据传播标准》数据库。

6 资料来源：世界银行，《季度外债统计－特殊数据传播标准》数据库。

7 资料来源：贸发会议秘书处的计算结果，依据是汤森路透的EIKON债务结构分析工具。

8 本小节部分内容摘自Bohoslavsky和Goldmann的文章，2015年。

9 最值得注意的事件是法国在贝尼托·胡亚雷斯政府于1861年暂停支付其外债利息之后入侵墨西哥。另一个值得注意的事件是德国、意大利和联合王国舰队于1902至1903年期间封锁委内瑞拉港口，逼迫委内瑞拉政府向其国民偿还其外债。这导致1907年《德拉果波特条约》的签署，并确立了国家不得使用武力收回因其国民持有一国主权债务而引起的权利主张的普遍原则(Benedek, 2007年)。

10 联合王国也暂停了英镑的可兑换性；这迫使其外国债权人利用从联合王国所偿还的债务中获得的资金购买英镑区内的商品或资产。

11 另见“阿根廷共和国诉Weltover公司案”(1992年)的裁决，根据该裁决，发行债券被视为一种“商业活动”。

12 在所有这些计划中，债权人既可以选择“减债方案”，该方案采用适当的减免债务比例并重新安排包括官方发展援助信贷在内的剩余债务的还债计划，也可以选择其他通过延长偿还期限及降低利率的方式减少债务负担的方案。

13 例如，巴黎俱乐部迫使巴基斯坦和乌克兰从私人债权人那里获得与该俱乐部所给优惠相当的债务减免。

14 事实上，基金组织和世界银行的限制条款(特别是涉及到结构性改革的条款)关注一些额外目标，如根据债权人的意见和利益重新定义国家发展选择(Akyüz, 2005年)。基金组织的一些报告曾经承认，存在 “一些合法性关切问题，即在很多情况下，结构性限制条款可能会超出其保障基金组织资源预期目的的合理需要”(基金组织，2001年，第27页)。另外，基金组织独立评估办公室的一份报告强调，“不应该仅仅因为杠杆率高而将危机作为寻求一项有详细时间表的长期改革议程的机会，即使此种改革可能对提高长期经济效率有利”(基金组织，2003年a, 第50页)。

15 在联系商业债权人方面取得的成就一直有限，其中一些债权人还为获得全额偿还其债务而对一些重债穷国提起了诉讼。

16 例如，在2012年希腊债务重组中，持有希腊债券的商业银行由国际金融协会作为代表，其成员包括银行、保险公司、资产管理公司、主权财富基金、养恤基金、中央银行和开发银行。

17 为了帮助各国应对“资本账户和成员储备的压力所反映出来的市场信心突然破坏性丧失而导致的大量短期融资需求”，基金组织在1997年发起了补充储备贷款机制(基金组织，1997年)。后来，符合预先规定的资格标准的国家可以迅速获得短期预防性信贷额度。继在1999年推出应急信贷额度之后，基金组织又在2006年推出了储备金增加额度，并在2008年雷曼兄弟倒闭后立即成立了短期流动性贷款机制。因为潜在用户未申请这种预防性融资，所以基金组织不得不提出新的信贷额度，以便最终获得若干申请：2009年的弹性信贷额度和2010年的预防性信贷额度，这些信贷额度更容易获取、还款期限更长且更加灵活，而且没有事后限制条款。

18 哥伦比亚、墨西哥和波兰申请了基金组织的弹性信贷额度，前南斯拉夫的马其顿共和国和摩洛哥申请了基金组织的预防性信贷额度。

19 虽然新立法未完全推翻帮诉原则，但为诉讼主张增加了一项“安全港”条款，按该条款规定，购买总价至少为50万美元。

20 见亚洲开发银行网站： http://www.afdb.org/en/topics-and-sectors/initiatives-partnerships/african-legal-support-facility/vulture-funds-in-the-sovereign-debt-context(2015年8月10日访问)。

21 GMO资产管理公司诉厄瓜多尔案，(1:14-cv-09844)，美国地区法院纽约南区法院(2015年4月和解)。

22 例如见欧洲法院，Fahnenbrock等人诉希腊案，C-226/13等人，尚未作出判决；邮政储蓄银行和Istrokapital证券交易所诉希腊共和国案，投资争端解决中心案件编号：ARB/13/8。

23 见联合国外债和人权问题独立专家关于秃鹫基金和人权的报告，A/HRC/14/21, 2010年，可查阅：http://www2.ohchr.org/english/bodies/hrcouncil/docs/14session/A.HRC. 14.21_AEV.pdf。

24 受影响国家分别是：安哥拉、布基纳法索、喀麦隆、刚果、科特迪瓦、刚果民主共和国、埃塞俄比亚、洪都拉斯、利比里亚、马达加斯加、莫桑比克、尼日尔、圣多美和普林西比、塞拉利昂、苏丹、坦桑尼亚联合共和国、乌干达和赞比亚。

25 多尼戈国际有限公司诉赞比亚案，高等法院(英格兰和威尔士)，[2007] EWHC 197 (Comm.)。

26 2010年《联合王国减债(发展中国家)法案》。

27 见联合银行国际诉阿格里科拉卡塔戈信贷银行案，美国上诉法院，2d Cir.，1985年3月18日(757 F.2d 516)；普拉文银行合伙人诉秘鲁人民银行案，109 F. 3d 850， 854(2d Cir. 1997)；艾里奥特合伙人诉秘鲁共和国国家银行案，12 F.Supp. 2d 328(S.D.N.Y. 1998)。

28 例如见，联邦宪法法院(德国)，cases 2 BvM 1-5/03,1, 2/06, 2007年5月8日裁决，BVerfGE 118,124。至于投资争端解决中心案件编号，见Waibel, 2007年a。

29 纽约最高法院，法国信贷银行诉贸易金融公司案，128 Misc.2d 564(1985年)；EM有限公司诉阿根廷案，即决命令，05-1525-cv, 2005年5月13日(附带意见缺乏判例价值)。

30 例如见，关于阿根廷在意大利法院中享有的司法豁免权的案件(最高上诉法院联合民事庭，2005年4月21日)，以及向阿根廷法院提起的抵制债务重组的诉讼(国家第一联邦行政法院，2006年10月12日)。

31 联邦宪法法院，Case 2 BvM 1/03 et al.，2007年5月8日的裁决。

32 纳瓦拉矿业资本有限公司(上诉人)诉阿根廷(被上诉人)案，[2011] UKSC 31。

33 Abaclat诉阿根廷共和国案，投资争端解决中心案件编号：ARB/07/5,关于管辖权和可受理性的裁决，2011年8月14日；另见Gallagher, 2011年；以及Waibel, 2007年b。关于主权债务是否能够被视为直接投资问题，见Fedax诉委内瑞拉案，投资争端解决中心案件编号：ARB/96/3；捷克斯洛伐克商业银行诉斯洛伐克共和国案，投资争端解决中心案件编号：ARB/97/4；不过，另见仲裁庭在邮政储蓄银行和Istrokapital证券交易所诉希腊共和国案中的限制性意见，投资争端解决中心案件编号：ARB/13/8。

34 参见国际海洋法法庭第20号案件，ARA Libertad (阿根廷诉加纳案)，2012年12月15日的命令。国际海洋法法庭命令加纳当局释放被其扣押的阿根廷船只。

35 Elliott Associates, 布鲁塞尔上诉法院，第八分庭，一般摘要2000/QR/92, 2000年9月26日。

36 纳瓦拉矿业资本有限公司诉阿根廷共和国，编号：08 Civ. 6978 (TPG)，美国地区法院纽约南区法院，2012年2月23日的命令：“只要共和国根据[……] [债券交换]支付……任何金额的款项，则共和国应同时或提前向原告支付‘同等比例的付款’。[……]此种‘同等比例付款’应与‘支付比例’乘以当前应向原告支付的债务总额所得的数额。该‘支付比例’应为实际支付款额或共和国打算根据债券交换条款支付的款额除以根据此债券交换条款应付总额后计算所得的分数。”

37 本节部分摘自Lienau O, 《债务重组的机构备选方案》，联合国大会主权债务重组问题特设委员会的背景文件，2015年4月21日修订稿。

38 见大会第64/191号、第65/144号、第66/189号、第67/198号、第68/202号和第68/304号决议。

39 关于后者建议，见贸发会议，2015年。

40 见：www.dekamer.be/kvvcr/showpage.cfm?section=/flwb&language=fr&cfm=/site/wwwcfm/flwb/flwbn.cfm?legislist=legisnr&dossierID=1057。

参考文献

Adamson MR (2002). The failure of the Foreign Bondholders Protective Council Experiment, 1934-1940. *Business History Review,* 76: 479−514.

Akyüz Y (2005). Reforming the IMF: Back to the drawing board. *Global Economic Series* 7, Third World Network, Penang.

Akyüz Y (2012). The boom in capital flows to developing countries: Will it bust again? *Ekonomi-tek*, 1: 63−96.

Avdjiev S, Chui M and Shin HS (2014). Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows. *BIS Quarterly Review*, December: 67–77.

Benedek W (2007). Drago-Porter Convention (1907). In: Wolfrum R, ed. *Max Planck Encyclopedia of Public International Law* (online edition). Oxford, Oxford University Press. Available at: http://opil.ouplaw.com/view/10.1093/law:epil/9780199231690/law-9780199231690-e733?rskey=v9R9cj&result=1&prd=EPIL.

Bohoslavsky JP and Goldmann M (2015). Sovereign Debt Sustainability as a Principle of Public International Law: An incremental approach. Background paper prepared for *TDR 2015*, May.

Buchheit L and Pam JS (2004). The pari passu clause in sovereign debt instruments. *Emory Law Journal*, 53: 869−922.

Buchheit L and Gulati M (2013). The gathering storm: Contingent liabilities in a sovereign debt restructuring. Social Science Research Network (SSRN). Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2292669.

Buchheit L, Gelpern A, Gulati M, Panizza U, Weder di Mauro B and Zetterlmeyer J (2013). Revisiting sovereign bankruptcy. Committee for International Economic Policy and Reform, Brookings Institution, Washington, DC.

Bulow J and Rogoff K (1990). Cleaning up third world debt without getting taken to the cleaners. *Journal of Economic Perspectives*, 4(1): 31–42.

Cosio-Pascal E (2008). The emerging of a multilateral forum for debt restructuring: The Paris Club. UNCTAD Discussion Paper No. 192, UNCTAD, Geneva.

Eichengreen B and Portes R (1986). Debt and default in the 1930s: Causes and consequences. *European Economic Review,* 30: 599−640.

Eskridge W (1985). Les jeux sont faits: Structural origins of the international debt problem. *Virginia Journal of International Law*, 25(2): 281−400.

Feldmann H (1991). Internationale Umschuldungen im 19. und 20. *Jahrhundert,* 20 et seq.

Furceri D and Zdzienicka A (2011). How costly are debt crises? Working paper 11/280, IMF, Washington, DC.

Florez JH and Decorzant Y (2012). Public borrowing in harsh times: The League of Nations Loans revisited. Working Paper Series, WPS 12091, University of Geneva, Geneva.

Galvis S and Saad A (2004). Collective action clauses: Recent progress and challenges ahead. *Georgetown Journal of International Law*, 35(4): 713−730.

Grossman HI (1988). The political economy of war debts and inflation. Working Paper Series, No. 2743, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Gallagher KP (2011). The new vulture culture: Sovereign debt restructuring and trade and investment treaties. Working Paper 02/2011, International Development Economics Associates (IDEAs), New Delhi.

Haldane AG (2011). The big fish, small pond problem. Speech delivered at the Annual Conference of the Institute for New Economic Thinking, Bretton Woods, New Hampshire, 9 April 2011.

IMF (1997). IMF approves supplemental reserve facility. Press release no. 97/59, Washington, DC, 17 December.

IMF (2001). Conditionality in fund-supported programs – Policy Issues, Washington, DC, 16 February.

IMF (2003a). Evaluation report: The IMF and recent capital account crises, Indonesia, Korea, Brazil. Independent Evaluation Office, Washington, DC.

IMF (2003b). Evaluation report: Fiscal adjustment in IMF-supported programmes. Independent Evaluation Office, Washington, DC.

IMF (2004). Evaluation report: IMF and Argentina: 1991–2001. Independent Evaluation Office, Washington, DC.

IMF (2012). *World Economic Outlook*, Washington, DC, October.

IMF (2014). Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring. Staff report, Washington, DC.

Krueger A and Hagan S (2005). Sovereign workouts: An IMF perspective. *Chicago Journal of International Law*, 6: 214−215.

Lienau O (2015). Institutional options for debt restructuring. Background Paper for the United Nations General Assembly Ad Hoc Committee on Sovereign Debt Restructuring (revised draft 21 April).

Lindert PH and Morton PJ (1989). How sovereign debt has worked. In: Sachs JD, ed. *Developing Country Debt and the World Economy*. Chicago, IL, University of Chicago Press: 225–227.

Mussa MI and Savastano MA (1999). The IMF approach to economic stabilization. Working Paper 99/104, International Monetary Fund, Washington, DC.

Myers MG (1945). The League loans. *Political Science Quarterly*, 60: 492−526.

Ocampo JA (2015). Resolution of balance of payment crises: Emergency financing and debt workouts. WIDER Working Paper 2015/11, UNU-WIDER, Helsinki.

Ocampo JA, Kregel J and Griffith-Jones S, eds. (2007). *International Finance and Development*. London, ZED books.

O'Connell A (2014). Beyond austerity: Default, debt restructuring or no recovery. Speech delivered at the Institute for New Economic Thinking-Centre for International Governance Innovation Conference, Toronto, 10–13 April 2014.

Panizza U (2008). Domestic and external public debt in developing countries. UNCTAD Discussion Paper No. 188, UNCTAD, Geneva.

Paris Club (2015). Rescheduling and cancellation. Available at: http://www.clubdeparis.org/sections/types-traitement/reechelonnement.

Radelet S (1999). Orderly Workouts for Cross-Border Private Debt. Development Harvard Institute for International Development Discussion Paper No. 721. Harvard University, Cambridge, MA.

Reinhart CM and Rogoff K (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly.* Princeton, NJ, Princeton University Press.

Schumacher J, Trebesch C and Enderlein H (2014). Sovereign defaults in court. Social Science Research Network. Available at: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2189997.

TFFS (Task Force on Finance Statistics) (2013). *External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*. IMF, Washington, DC.

Toussaint E (2006). The Marshall Plan and the Debt Agreement on German Debt. Available at: http://cadtm.org/The-Marshall-Plan-and-the-Debt,

UNCTAD (2014). The recent turmoil in emerging economies. UNCTAD Policy Brief No. 29. UNCTAD, Geneva.

UNCTAD (2015). *Sovereign Debt Workouts: Going Forward. Roadmap and Guide*. Geneva, United Nations. Available at: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1_en.pdf.

UNCTAD (*TDR 1986*). *Trade and Development Report, 1986.* United Nations publication. Sales No. E.86. II.D.5, New York.

UNCTAD (*TDR 1998*). *Trade and Development Report, 1998. Financial Instability. Growth in Africa*. United Nations publication. Sales No. E.98.II.D.6, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2001*). *Trade and Development Report, 2001. Global Trends and Prospects – Financial Architecture*. United Nations publication. Sales No. E.01.II.D.10, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2008*). *Trade and Development Report, 2008. Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment*. United Nations publication. Sales No. E.08.II.D.21, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2011*). *Trade and Development Report, 2011. Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2014*). *Trade and Development Report, 2014. Global Governance and Policy Space for Development*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4, New York and Geneva.

Van Harten G (2007). *Investment Treaty Arbitration and Public Law.* Oxford, Oxford University Press.

Waibel M (2007a). Two worlds of necessity in ICSID arbitration: *CMS* and *LG&E*. *Leiden Journal of International Law,* 20: 637−648.

Waibel M (2007b). Opening Pandora's box: Sovereign bonds in international arbitration. *American Journal of International Law,* 101: 711−759.

Waibel M (2011). *Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals*. Cambridge, Cambridge University Press.

第六章

国际长期发展融资：挑战和可能性

A. 导言

在前几章一再出现的一个关切点是当前全球货币和金融体系显然无法为全球增长和发展提供长期融资。本章考虑了一些可能确保提供此种融资的战略。重点关注的问题是生产性资本形成的融资，包括基础设施融资，而这一方面的融资将直接和间接有助于加快经济增长和实施结构性改革。这其实就需要对支持受短期利润和租金驱动的私人资金流动的理论基础提出质疑，并加强动员和分配国内外资金用于更长时期内的价值创造和发展的机制。虽然国内(包括私人和公共)资源很有可能仍是最重要的来源(《2008年贸发报告》和《2013年贸发报告》)，但在无国内资金来源或国内资金不足时，特别是在国家需要外汇来进口超出其商品和服务出口收入的资本货物和生产投入时，国际融资可以发挥重要作用。

众所周知，不能完全依靠私人金融市场为长期投资项目供资。这是因为相关联的投资一般都涉及更长的孕育期，承担更大的风险以及对最终结果的不确定性，即使是在它们为其经济体的其余部分以及具有互补性质的投资项目产生重大的积极外部效应的时候。这些因素致使在私人盈利能力与此种投资的社会回报之间出现差异。人们还认识到，如果让私人金融市场放任自流，它们很少将资金引向中小型企业(中小企业)或创业公司等借款人，也很少将其引向那些回报不会立即显现且无法随时计算的活动。这对创新、技术进步和环境保护等可能对未来增长极其重要以及可能产生相当大社会利益的活动构成不利影响。这些特征同样是全球金融市场所特有的。因此，加强发展中国家的金融市场一体化并不像预期的那样，更容易获得促进增长和发展所需的长期融资。因此，似乎有必要采取国家行动，以确保为此目的提供国内外长期融资。

此种国家参与的性质可能会随所要供资的活动类型的不同而各异。纯粹公共产品的融资必然需要适当的国内公共收入，且在外部融资方面，这最有可能得到官方发展援助或其他形式发展合作的支持。就有益商品和服务以及有着较大积极外部效应的其他活动而言，可以设想将公共和私人安排相结合的做法，这通常包含某种程度的显

性或隐性政府补贴，而这反过来又需要有内部或外部资源的进入，往往是通过公共资金提供。近期一些基于公私伙伴关系的倡议是可能有效的应对措施。最后，还有一些活动会促成生产结构改革并且可能有利可图(比如，一些基础设施投资类活动)，但私人投资者会避开此类活动，因为这些活动的投资要求起伏不定且需要大量初始成本、孕育期长并伴随相关风险，从而带来很大的不确定性。这些都要求开发银行等专门从事此类长期投资的金融机构发挥更大的作用。

为生产性资本形成融资需要对支持受短期利润和租金驱动的私人金融流动的理论基础提出质疑。

本章依次审视每一类外部融资对长期发展的作用。在B节中论证的观点是，虽然官方融资在过去10年里出现增长，但仍然远低于所期望的水平，并且对其成效以及官方发展援助中有时包含的限制性条件仍有存疑。因此，如C节所分析，一些寻求长期外部发展融资的发展中国家采用了其他安排，最明显的是通过更加重视涉及公私伙伴关系的方案和项目。不过，虽然这些安排为私人公司参与基础设施投资提供了机会，但也随之带来一些风险，特别是财政成本可能会高于预期，并且可能会持续很长一段时期。D节分析主权财富基金的作用。一些主权财富基金掌握大量资本，毫无疑问能够在提供一些长期发展融资方面发挥重要作用；但到目前为止，它们对这一领域的参与极为有限。E节分析国家、区域和区域间开发银行的用途，这些银行仍是动员长期融资的一种有效选择。近期，该领域内新推出的一些倡议令人鼓舞，但需要大规模推广，以实现当前和未来发展目标。

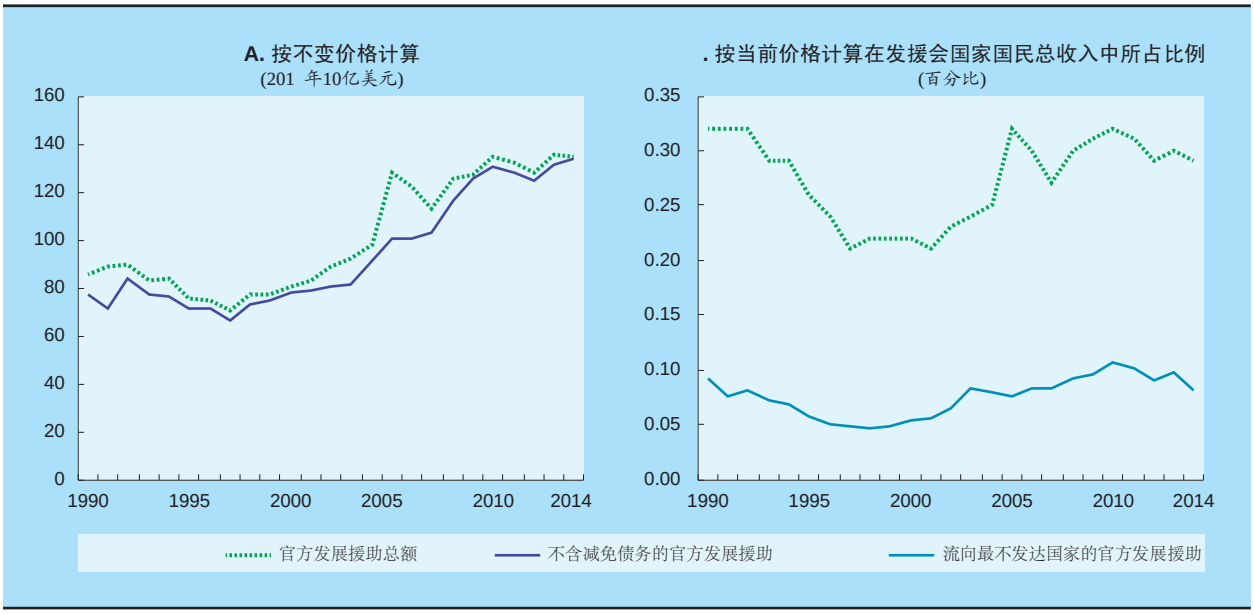
B. 通过官方合作融资

官方发展融资系指直接用于受援国国内增加产能、促进结构性改革和增进社会福祉的支出。这种融资不包括人道主义援助或各种类型的军事援助。它涉及提供赠款或贷款，可以通过双边方式提供，也可以通过多边机构和非政府组织提供。赠款不需要偿还，而贷款必须偿还，只是在提供贷款时给予一定补贴，因此，这意味着要以某种形式给予捐助方回报。这一区别值得注意，因为不同形式的发展相关支出对国家偿债能力产生不同的影响，因此，对作为发展援助一部分的贷款的利用应该产生偿还债务所需的收入。

官方融资向来被视为从发达国家流向发展中国家，特别是最贫穷国家。不过，近期的趋势表明，新兴发展中国家作为捐助方的重要性日益增

图6.1

1990-2014年发援会国家提供的官方发展援助



资料来源： 贸发会议秘书处的计算结果，依据是经合组织统计数据库。

强，尽管与更传统的捐助方相比它们提供的发展合作与援助形式不同。

1. 来自发达国家的官方发展援助

所谓的官方发展援助是发达国家向发展中国家提供的外部官方援助的一部分。关于是否需要建立稳定的官方发展援助流问题已在1950年代和1960年代进行了辩论。联合国系统内的谈判最终导致发达国家承诺每年将其至少0.7%的国民总收入作为外援转移给发展中国家。[1]

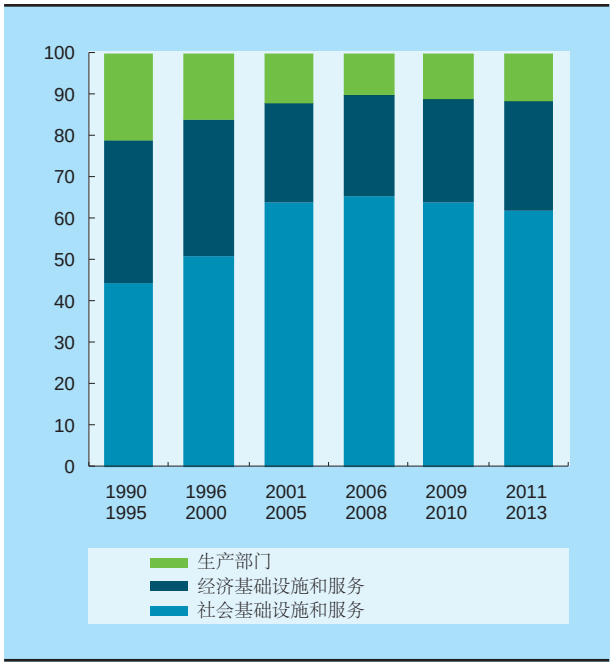
在1990年代经历一段时期的下降和停滞之后，已登记流向发展中国家的官方发展援助在2000年代大幅度增加(图6.1A)。经济合作与发展组织(经合组织)发展援助委员会(发援会)成员的净支出从2002年的890亿美元增加到2014年的1,340亿美元(按2013年不变美元计算)，增长了51%，尽管数额略低于2010和2013年的创纪录水平。不过，这仍然仅占其国民总收入的0.29%，远低于其承诺的占国民总收入的0.7%的目标，也低于在1990年代初期所占的份额。[2] 另外，自2010年以来，这一比例还呈现下降趋势，包括官方发展援助总额以及向最不发达国家提供的官方发展援助(图6.1B)。约有三分之一的官方发展援助直接流向最不发达国家，平均占这些国家外来融资的70%以上(联合国，2014年a)。按不变美元计算，这一比例在2000至2010年期间增长超过一倍，但在近几年里不断下降。事实上，给最不发达国家的双边援助在2014年下降了16%(经合组织，2015年)。另外，主要捐助方的支出计划表明，在中期内，官方发展援助流动不可能有大幅度增长(经合组织，2014年a)。

流向社会部门的经合组织－发援会援助所占比例日益增长，这在一定程度上是由于为实现千年发展目标所做努力的结果。2000至2008年期

图6.2

1990-2013年按主要类别分列用于发展的官方发展援助的构成

(百分比)



资料来源： 贸发会议秘书处计算的结果，依据是经合组织统计数据库。

间，流向这一部门的官方发展援助增长了117%(按不变美元计算)。流向经济基础设施和服务部门的官方发展援助也出现了类似增长，而流向生产部门的援助增长较少，只有78%。从另一角度来看，面向社会部门的官方发展援助在发展援助总额[3] 中所占比例从1990年代的不到50%增加到2008年的60%以上，而且从那时起一直保持相对稳定。相反，流向经济基础设施和服务部门以及流向生产部门的官方发展援助所占份额出现下降(图6.2)。

根据官方发展援助[4] 的方式不同，即是由赠款构成还是由贷款构成，是通过双边提供还是通过多边机构提供，以及是采取预算支助形式(非用于任何特定目的的专款)还是采取项目融资形式，其在支持发展方面的成效也存在很大差别。捐助国一般更愿意通过双边程序提供项目融资，因为它们可以更好地控制资金的使用，包括将提供项目融资与采购捐助国公司所生产的商品和服务联系起来。据估计，附带条件的援助会增加货物和服务的成本，降低了促进本地发展的潜力。[5] 一般而言，多边援助和预算支助是对受援国更好的选择，因为它们降低了捐助方因为自己的偏好而施加扭曲影响的可能性，因此，增加了受援国对援助的自主权。它们也可能有助于提高援助的可预测性、连贯性、透明度和问责(贸发会议，2006年)。多边援助在2011至2012年官方发展援助总额中占39%(经合组织，2014年b)。另外，对于受援国来说，提供多年期援助使援助更可预测；当援助不可预测且不稳定时，援助的价值可能会下降15%至20%。[6]

除了官方发展援助的方式之外，其某些组成部分的性质也影响援助的成效。实际上，经合组织－发援会定义中所包含的某些官方发展援助流只提供了有限的发展援助。例如，多年以来，一些按市场利率提供的信贷可能被登记为官方发展援助，即使实际上它并未反映捐助方的努力，只是因为10%的基准利率过高之故。官方发展援助的其他组成部分并不意味着向发展中国家转移资源，例如，包括技术援助在内的捐助方内部支出、行政成本、外国留学生的教育成本以及接收难民的成本(Charnoz和Severino, 2015年)。另外，减免债务也作为一个重要组成部分被纳入官方发展援助，即使是在对净资金流量没有多大影响或没有影响的情况下(见图6.1A)。一些贷款甚至可能被两次记入官方发展援助：一次是在提供贷款时，另一次是在取消贷款时。据行动援助组织(2005年)称，2003年，只有39%的官方发展援助属于“实际援助”。[7]

经合组织－发援会通过将官方发展援助总额与可列入国家方案的援助区分开来的方式回应了这种批评。可列入国家方案的援助又称核心援助，不包括为那些本身属于不可预测(例如，人

道主义援助和减免债务)、不涉及跨境流动以及不属于两国政府间协定组成部分的活动提供的双边官方发展援助(经合组织，2014年a)。据估计，2009至2013年期间，可列入国家方案的援助占到双边官方发展援助总额的57%。不过，官方发展援助总额仍是发援会国家承诺中的具体目标。另外，经合组织－发援会高级别会议在2014年12月决定修改官方发展援助的定义和衡量标准，以便使其“符合现代发展需要”(经合组织，2014年c)。主要修改部分涉及以官方发展援助形式报告的优惠贷款的方式。

自迈入新千年以来，国际社会已逐步重点关注完善提供援助的方式。这表明国际社会已经日益认识到，不仅官方发展援助的数量重要；官方发展援助的质量对最大限度地发挥其发展影响也至关重要。[8] 这已导致制订了一些旨在提高援助成效的原则，包括国家发展战略的自主性、捐助方根据这些战略调整援助策略、捐助方之间协调实施、注重结果、相互问责和透明度。它还导致对官方发展援助的演变情况进行定期评估。2010年进行的一次发展实效评估表明，在实现《巴黎宣言》设定的多数目标方面的进展非常缓慢(贸发会议，2011年a)。2011年的《釜山伙伴关系协定》导致建立了全球有效发展合作伙伴关系，并于2014年在墨西哥举行了第一次高级别会议。为这次会议准备的援助实效进展评估表明，援助结果参差不齐(经合组织和开发署，2014年)。

2. 发展中国家的发展合作

在全球发展援助方面出现的一个潜在重要新趋势是发展中国家捐助方的重要性日益增强。根据联合国(2014年b)，2011年南南合作总价值估计为161亿美元到190亿美元，其在发展合作总额所占份额从2006年的6.7%增长到2011年的10%。但是，这可能会被大大低估，特别是因为发展援助的定义各不相同，且各国没有系统性和可比较的数据。对于发展中国家而言，发展合作与贸易和投资关系紧密联系在一起，往往难以区分哪些是公共部分或哪些是私人部分(Zhou, 2010年)。

在全球发展援助方面出现的一个潜在重要新趋势是发展中国家捐助方的重要性日益增强。

一项研究已经表明，2008年南南金融援助约占发援会实际援助的15%，当年最大的发展中国家捐助方为沙特阿拉伯、中国、委内瑞拉玻利瓦尔共和国、大韩民国、土耳其和印度，尽管巴西也在其他年份曾经成为一个重要捐助方(援助现实管理委员会，2010年)。从那时起，以中国为首的金融援助数额大幅度增长。应该指出的是，并非所有这些金融援助都符合发援会成员国所用意义上的官方发展援助条件。来自非发援会国家的金融援助采用的是赠款、优惠贷款、非优惠贷款和减免债务等形式。虽然各国金融援助的组合情况各不相同，但均以贷款为主要形式。

中国官方提供的资金援助明确分为三类：赠款、无息贷款和优惠贷款。前两类由政府财政直接出资，第三类由中国进出口银行提供资金(见E节)。其中很大一部分是附带条件的援助，要求所援助的方案至少要采购一半的中国的货物，且在很多情况下，还要求使用中国劳工。不过，因为此类中国援助中很大一部分是直接针对基础设施建设的援助，所以能够大大有助于在中长期内转化为产能。据Wolf等人(2013年)估计，在2001至2011年期间，拉丁美洲获得大量此种中国援助(其中很多是面向自然资源的多国方案)，其次是非洲(自然资源和基础设施方案组合)、南亚(得到预算支持的基础设施和财政援助)和东南亚(大多为基础设施建设项目)。

印度金融援助采用信贷、优惠贷款和赠款形式。金融援助一直被用

于资助基础设施发展(例如，在安哥拉修建铁路)、采购农业机械和设备、开发信息和通信技术(信通技术)、设立加工企业(在坦桑尼亚联合共和国设立腰果加工厂)以及用于卫生和人道主义目的。其大部分金融援助由印度进出口银行提供资金。大韩民国和沙特阿拉伯提供赠款和优惠贷款。沙特阿拉伯提供的援助用于支持卫生、信通技术、教育和农业发展。通过2005年启动的Petroamérica项目，委内瑞拉玻利瓦尔共和国一直按非常优惠的金融条件向拉丁美洲和加勒比国家提供石油(《2007年贸发报告》)。一些西亚国家向生产部门(例如，交通、电信、能源和农业)提供援助。除了通过多边渠道提供援助之外，其大部分资金来自其财政部，小部分来自沙特开发基金。土耳其的援助采用赠款、出口信贷和贷款形式，用于支持教育和卫生部分以及水资源开发、基础设施建设、农业和文化事业(Kragelund, 2008年)。

巴西是一个可被单列出来的国家，因为共同供资是其最主要的援助形式，由其本国的一个政府机构、一个东道国政府机构和一个发达国家捐助方三方参与实施(Kragelund, 2008年；贸发会议，2010年)；它尤其以农业、教育、卫生和渔业部门以及重建为目标(Gottschalk等人，2011年)。另外，巴西国家开发银行提供的贷款也越来越多，主要用于非洲和拉丁美洲的大型基础设施项目。

3. 官方合作面临的挑战

增加援助的支持者认为，虽然官方合作不是增长的灵丹妙药，也不是增长的引擎，但它能够成为发展的催化剂，例如采取支持基础设施发展的方式。另一方面，援助的怀疑论者指出各种下行风险，例如，一些受援国的吸收能力有限、荷兰病效应、挤占其他资金来源、减少财政努力和腐败。然而，其中一些关切问题被夸大(贸发会议，2006年)，其他问题则可通过适当援助管理和宏观经济政策以及通过适当问责和监督程序来解决。在这方面，与援助相关的限制条件显然非常重要，并且可能因其条款以及如何实施而产生积极或消极影响。

自2002年《蒙特雷共识》强调必须将增加官方发展援助作为实现千年发展目标的一项前提条件以来，在援助流动管理方面已经取得一些进展。其中包括为取消援助附加条件所做出的努力、在受援国的国家预算中报告官方发展援助情况以及在援助供资方案和项目的管理中采用国家行政体系(联合国，2014年b)。例如，根据报告，发援会双边官方发展援助中无附带援助条件的援助从新千年之初的约占50%增长到2012年的79%(经合组织和开发署，2014年)。[9] 不过，“在有些情况下，官方发展援助所附带的条件仍然太多且过于详细，程序十分复杂，而且不够灵活”。另外，援助的碎片化现象仍然十分普遍，而且随着新的捐助方和行为方的出现呈现日益增加的趋势，使官方发展援助面临重要的协调挑战(联合国，2014年b，第8页)。最重要的是，尽管近期出现增长，但这类长期发展融资仍然远远低于承诺水平和实际需要。

涉及全球公共产品方案的融资是官方融资的一个重要领域，但相对来讲该领域仍然没有受到重视。这在气候变化减缓和适应领域尤其明显。关于气候变化的主要全球协定已经强调气候融资需要有“新的和额外”资金支持。根据《哥本哈根协议》，发达国家集体承诺在2010至2012年期间提供约300亿美元的“快速启动”资金，并在气候变化适应和减缓之间均衡分配。它们还承诺到2020年实现每年共同动员1,000亿美元资金的目标，用于满足发展中国家的需求(《气候变化框架公约》，2009年)。在对2010至2012年期间快速启动融资进行评估后发现，这一时期动员了3,500万美元的资金。然而，据估计，这些

资源中的80%已被计为官方发展援助(Nakhooda等人，2013年)。捐助方承诺动员102亿美元(气候变化框架公约，2014年)是向运行联合国绿色气候基金迈出了重要一步，尽管它们仅占2020年承诺目标的大约10%。

尽管近期出现增长，但官方发展援助仍然远远低于承诺水平和实际需要。

由于似乎没有正确界定“新的和额外”资金是指什么，且对气候融资以及如何提供气候融资也没有国际商定的定义，“目前有很多气候融资来源于现有援助承诺，并通过一个由大量双边援助机构和一系列多边基金主宰的分散体系实现流动”(Pickering等人，2015年，第149页)。因此，很多气候融资不属于额外融资，也使援助碎片化问题变得更加复杂。另外，到目前为止，已经提供的援助主要用于气候变化减缓工作，这使中等收入发展中国家极大地受益。用于适应目的的融资对于最贫穷国家至关重要，但这方面的融资仍然不足(联合国经社部，2015年；Nakhooda等人，2013年)。因此，人们完全有理由更加重视较富裕国家(以及其他有能力的国家)为最贫穷国家减缓和适应气候变化筹集官方融资。

由于认识到目前可用的官方融资数量相对较小，当前正在对可能使用“混合融资”问题进行讨论，在这种混合融资中，官方发展援助可起到“杠杆作用”，用于撬动私人资本进行长期投资。例如，官方发展援助可为贷款和股权投资提供补贴，或为私人投资者或共同融资安排提供担保。正如上文所指出，这种将援助作为吸引私人资本杠杆的办法已经是包括中国在内的几个发展中国家对外援助方案的一部分。现在，它还受到其他捐助方的支持，并且受到世界银行和经合组织等国际组织的大力推广。[10]

利用官方发展援助作为杠杆撬动私人资本的机会成本可能太高。

从某种意义上讲，因为面向发展的投资必然产生外部效应以及公共和私营部门之间的互补性，并且有效的投资融资使公共和私人举措结合起来，因此，所有发展融资都是混合型融资；更大的问题是解决由谁来混合、如何混合以及最终目的是什么。此种举措可能在加强资源动员方面有优势，[11] 但也有一些缺点，近期的研究报告中强调了这一点。[12] 这些举措尤其可能致使官方发展援助流扩大私人市场在地域、部门和机构覆盖范围方面产生的不平等。与扩大私营部门投资联系在一起的援助更有可能流向中等收入国家，并且绕开低收入国家。另外，对发展中国家中小企业的支持往往不够充分。很多旨在利用官方发展援助支持私人投资的尝试未充分考虑到私营部门的多样性；例如，它们未始终考虑到利用采购投入扶持小农的发展导向型支出与跨国公司在发展中国家进行的仅仅以寻求更高回报为目的的投资之间的差别。另外，要想让所产生的利益绕开发展中国家的公司而归于来自捐助国的跨国公司，就会产生一种风险，即援助将会越来越多地附带由捐助国公司提供商品和服务的条件。

鉴于存在这些缺点，国际社会应在提出有关这一方面的政策建议之前，考虑进一步探索这些机制的运行情况及其可能对发展产生的影响。应该进行事前评估，以确保额外投资资金将被用于扶持那些若无这些资金将不会对规定目的和活动进行投资的公司，并确保弄清哪些公司无法获取任何其它基金。对减贫和发展的影响应该明确论证。另外，利用官方发展援助吸引私人融资的机会成本可能太高。相反，私人融资可能更愿意通过扶持发展中国家的中小企业和小农户，引导官方发展援助流向建设发展中国家私人生产部

门。另外，防止此种援助成为将风险从私营部门转嫁到公共部门的一种机制，这一点也很重要，因为公共部门承担项目失败的后果，但潜在利润却主要归于私营部门。最后，以这种杠杆方式带动的资金应该与一般官方发展援助一样适用同样的实效原则。

C. 促进发展的公私伙伴关系

公私伙伴关系是政府与私营公司之间的一种合同，按照该合同，私营公司为向来被视为政府主管领域的某种服务的某一组成部分提供融资、建设和运营。[13] 在一些形式的公私伙伴关系中，私营公司甚至“拥有”在一定时期内提供所涉服务所需的基础资产。私营公司在多年内获得报酬，有的是通过用户直接付费的方式，有的是通过政府当局支付费用的方式，也有将这两种支付方式结合起来。因为私人伙伴未必是外国投资者，并且未必获得来自外部的资金，所以公私伙伴关系本身不只是一种国际融资的手段。事实上，正如下文所述，几个大国常常拥有规模庞大且能够实施大规模基础设施投资并运营公私伙伴关系的国内公司。

过去20年里，公私伙伴关系在发达国家和发展中国家都得到广泛使用，并且目前在金融促进发展和可持续发展目标的谈判框架内恢复了对公私伙伴关系的兴趣。人们希望，通过这种方式“利用”私营部门能够有助于将数百万美元的资金扩大到数十亿美元，并将数十亿美元扩大到数万亿美元。

从表面上看，当公共预算紧张时，公私伙伴关系可能在产生和实施基础设施项目方面有效，并且肯定有一些这方面的成功案例。如果管理得当，它们还可以通过私营部门提供的技术专长而提高公共服务的效率(拉加经委会，2015年)。不过，也有证据表明公私伙伴关系可能存在很多陷阱和意想不到的财政及其他成本，而且与传统公共采购和交付体系等其他现有机制相比，如果说有过绩效好的时候，那绩效好的时候也极其少见。过去几十年以及各国的证据表明，公共部门融资仍将不得不承担繁重任务。要想让公私伙伴关系产生预期的发展惠益并避免或最大限度地减少此种伙伴关系可能产生的潜在成本，则需要采取一种谨慎的做法(独立评估小组，2014年)。

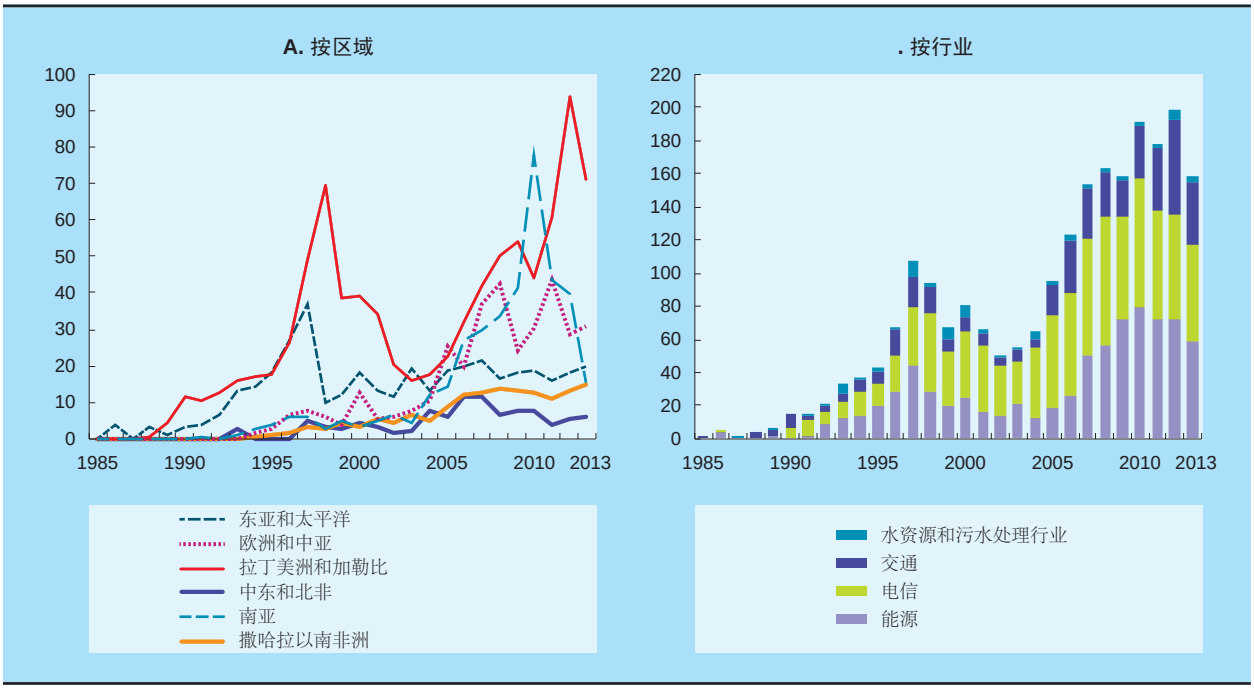
1. 公私伙伴关系的规模、范围和使用

2013年，公私伙伴关系为发展中国家基础设施项目供资总额约为1,590亿美元，已从2008至2009年的经济和金融危机中恢复过来，但仍远低于2012年的峰值。[14] 即便是在近期出现下降，但自1980年代引进公私伙伴关系以来，对它们的使用已有显著增长(图6.3A)，已从拉丁美洲和亚洲危机以及安然公司及其他公司丑闻之后的挫折中恢复过来，这些丑闻甚至影响到先前在吸引资本方面取得成功的国家(世界银行，2009年)。发达国家对公私伙伴关系的使用总体上也呈现广泛增长趋势，并再次反映了对外部冲击和更广泛经济周期的敏感性。不过，在欧洲，2012年公私伙伴关系的价值约为130亿欧元，是至少10年内的最低值。近期出现的这些趋势表明我们面临各种挑战。债务成本从来没有下降，但为新的基础设

图6.3

1985-2013年私营部门参与基础设施建设的情况

(10亿现值美元)



资料来源： 贸发会议秘书处计算的结果，依据是世界银行社会资本参与基础设施建设数据库(截至2015年7月)。

注： A图中所列国家组别为数据资料来源。投资涉及到实施年份。

施投资融资却越来越艰难，特别是在要求做出股权承诺的时候(Helm, 2010年)。

公私伙伴关系投资一直集中在相对较少的几个国家和部门。一些发展中国家的私人资本在项目中的总参与率达到创纪录水平，几乎占到60%，它们分别是：中国、巴西、俄罗斯联邦、印度、墨西哥和土耳其(按比率大小顺序)。这表明，公私伙伴关系投资者与其他机构投资者并无不同，更喜欢大型且有活力的市场，而不是融资需求最大但较为脆弱的经济体。在发展中区域，拉丁美洲向来在公私伙伴关系方面占最大份额，并且在2013年的总额中仍然占到45%。非洲在总额中只占10%，尽管在撒哈拉以南非洲的投资一直稳步增长(主要是因为电信领域内的投资)。

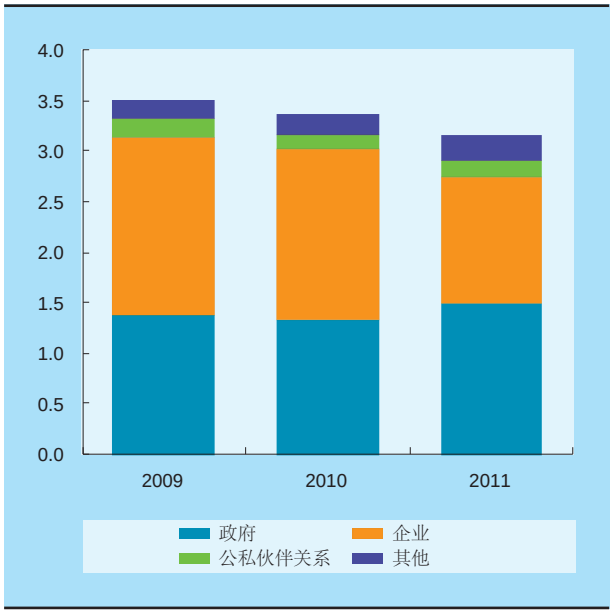
另外，公私伙伴关系投资还集中在相对较少的几个行业，以2013年为例，电信行业在其总额中占37%，约合580亿美元，能源也在其总额中占37%，约合590亿美元(图6.3B)。水和卫生行业是减轻人类所遭受痛苦最需要的基础设施服务之一，然而，它却是最不可能通过这种方法筹集资金的一个行业，它在2013年仅获得35亿美元的资金支持(另见贸发会议，2013年)。实际上，私人资本对电信和能源相关活动的商业兴趣一直最大，而具有社会挑战性的行业几乎吸引不到私人活动(非洲基础设施国别诊断，2010年)。与全新的绿地项目或气候变化相关活动等高风险转型活动相比，公私伙伴关系似乎更有可能参与褐色地带项目(改变已存在资产的所有权)(世界经济论坛，2014年)。

因此，对公私伙伴关系使用的增长并未减轻国家对基础设施发展投资的责任，而这并不令人吃惊，公共部门的贡献仍然极其重要，特别是在

图6.4

2009-2011年欧洲联盟各类基础设施行业融资情况

(占国内生产总值百分比)



资料来源：欧洲投资银行，2012年。

存在不确定性的时候。关于公共投资在基础设施建设所占份额的估计数字为75%至90%之间不等(Estache, 2010年；Briceño-Garmendia等人，2008年；Hall, 2015年)。即便是在欧洲联盟，按平均计算，公私伙伴关系在基础设施投资总额中只占很小比例，有些国家决定根本不使用公私伙伴关系(图6.4)。在发展中国家，政府在2000至2005年期间为基础设施投资筹集约70%的资金，最低收入国家的这一比例则提高到90%。[15] 这在很大程度上反映了基础设施本身的性质。正如世界银行(2009年，第78页)所指出，“很多政府将私营部门视为一种解决方案。不过，虽然提供额外资金来源，但私人资本并未改变基础设施提供的基本原则：客户或纳税人(国内或国外)必须最终为投资埋单，且费率可收回成本(以及有明确针对性的补贴)仍然是所有以可持续的方式提供公共和私人基础设施的主要特点。”

因此，即便有公私伙伴关系，公共资金依然至关重要。在被世界银行广义表述为公私伙伴关系的发展中国家投资总额中，公债和股权占67%，剩余部分为私债和股权(Mandri-Perrott, 2014年)。另外，这些数据只涉及项目投入运营之前的阶段，在此之后，或有债务及其他收费通常使得公共成本总额极大地增加。

社会资本参与基础设施建设历来是由设在经合组织国家境内的大型跨国公司所主宰(经合组织/非洲发展新伙伴关系，2005年)，特别是对于大型项目而言。来自世界银行社会资本参与基础设施建设数据库2010至2014年期间的数据表明，外国行为方在很多发展中国家仍有很大的存在，约占墨西哥公私伙伴关系投资的58%，占跨国公私伙伴关系投资的35%(按全部或部分外资投资计算)。这对发展中国家造成的影响是：除了基础设施供应的其他方面之外，它还增加了与前几章所讨论的私人外来融资有关的一些风险。项目可通过国际贷款的方式获得融资，不仅涉及还本付息的外汇风险，而且回报(利润，如有)是使用较弱势的本币计算。正如拉丁美洲和东南亚在1990年代所经历的，突发性汇率冲击可能会剧烈影响盈利能力，这“有助于解释国际投资界对这类项目的热情减少的原因”(经合组织/非洲发展新伙伴关系，2005年，第171页)。[16] 因此，在有些国家，公私伙伴关系项目的货币风险由东道国政府承担。不过，社会资本参与基础设施建设数据库的数据表明，2010至2014年期间，在公私伙伴关系所占份额最大的6个发展中经济体和转型经济体中，有4个经济体的国内企业所占比例大于外国企业。在印度，有81%的项目仅有国内投资，在中国，这一比例约为60%，在土耳其，这一比例为55%，巴西为39%(与之相比，仅有外国企业投资的项目只占14%)。[17] 国内投资似乎尤其与较小型项目联系在一起，但要说这是否为融资来源中的一种永久变化或与危机后环境有关的周期性变化还为时尚早。无论如何，如果是从国际社会借来的资金，不管项目伙伴的国籍如何，外汇关切仍然不变。

在参与公私伙伴关系的较大公司中，一些公司在其本国属于准公共垄断企业；而其他一些则

与项目所在地拥有共同的文化或语言联系。[18] 这种集中性意味着就社会资本参与公私伙伴关系条件进行谈判的政府未必会与很多具有竞争力的单纯供应商进行接触。例如，在交通招标中，往往不会超过两三个投标人(Estache和Serebrisky, 2004年)，而且竞争可能会受到多阶段投标进程的进一步限制，在这种进程中，第一轮入选公司不必在本轮说明合同细节，直到第二轮在一些竞争者已被排除之后才需要说明合同细节。另外，政府可能还要与拥有与其类似市场力量或甚至大过其本身市场力量的企业实体打交道(经合组织/非洲发展新伙伴关系，2005年)。这不仅可能在商定合同条款时引起不平衡，如果出了差错，而且还可能会影响冲突的解决，因为伙伴公司可能规模庞大且拥有足够的权力，能够在出现冲突时“雇用监管机构”(Shaoul, 2009年)。[19]

2. 评估公私伙伴关系的贡献和成本

政府选择公私伙伴关系而非自己直接投资和采购最常见的原因之一是期望它们能够在政府能够提供的投资之外带来额外资金。不过，结果充其量也就不好不坏。一些观察人士认为，与发达国家相比，带来额外资本的情况更有可能出现在发展中国家(Winch等人，2012年)，特别是在从国外筹集资本的情况下。但在研究和分析了世界银行在转型经济体、发展中国家和最不发达国家扶持公私伙伴关系长达10年的经验之后，独立评估小组得出结论，认为“与直觉不同，公私伙伴关系一般不会为公共部门提供额外资源”(独立评估小组，2014年，第6页)。如果公私伙伴关系比公共部门更高效，并且可以抵消其更高的融资成本，则从节省资本的意义上讲它们可以提供额外资金。不过，在提高效率方面的结果始终参差不齐。

另外，发达国家的经验是，额外性的好处只能在非常特殊的条件下才能实现。在现实中，有些可能是以“会计规则为其提供便利的伪额外性”形式出现(Winch等人，2012年，第15页)，在这种形式中，公私伙伴关系成为避开财政责任要求等行政制约因素(有别于宏观经济制约因素或实际制约因素)的一种手段。利用私营部门提供的预算外资金实施项目是避开此种制约因素的一种办法。不过，只要在经过一段时间后有必须被列入预算的其他财政成本出现，比如，必须随后提供的补贴或其他奖励，甚至这种会计“优势”也可能(且往往)是短暂的。

支持公私伙伴关系的另一论据是它们的效率和成本效益更高。根据建设阶段业务绩效的衡量标准，大多数获得世界银行支持的公私伙伴关系按期或在预算内圆满完成，在独立评估小组审核的公私伙伴关系中有62%得分为满意或以上。但是，并未对表明在项目寿命期内长期保持满意结果的更宽泛的衡量标准进行估算。在研究的128个项目中，只有10个项目记录了服务质量的结果，8个记录了效率方面的结果，只有1个报告了财政结果。只有约10%的项目能够证实增加了穷人获取服务的机会(独立评估小组，2014年)。由于缺少数据，难以断定公私伙伴关系对最终用户的影响。

有人曾经指出，公私伙伴关系的成本一般比传统上通过公共部门进行采购或提供服务的成本更高，就是因为政府的借贷成本比私营部门更便宜。[20] 经合组织对18个有充分信息报告其公私伙伴关系对公共基础设施所做贡献比例的国家进行调查后发现，“能够用于实证评估公私伙伴关系是否在项目寿命期内胜过传统基础设施采购项目的信息很少。这与走公私伙伴关系路线的所谓动机形成鲜明对比，即让全寿命成本效益最大化”(Burger和Hawkesworth, 2013年，第69页)。

关于公私伙伴关系对发展的影响的数据也相对较少。超过一半的所有公私伙伴关系合同都要重新进行谈判，这一事实对它们在一段时

期内的绩效产生极大影响，平均每两年就要重新谈判(独立评估小组，2014年)。新的条款一般都会对特许经营人有利，费率提高，而税费降低或推迟履行义务，因此，再次潜在地增加了政府伙伴确保提供(在质量、价格和覆盖范围方面)适当服务的负担。这不仅仅限于世界银行支持的项目；经合组织对使用公私伙伴关系的成员国进行调查后发现，如果按私人伙伴的要求重新谈判合同，与原先谈判的合同相比，政府丧失成本效益的可能性很大(Burger和Hawkesworth, 2013年)。

政府通过采用公私伙伴关系而产生的义务和责任规模往往高于预期。

所有这些都意味着，政府通过采用公私伙伴关系而产生的义务和责任规模一直高得惊人，因此，值得加大关注力度。责任可能是显性责任，也可能是隐性责任，可能是合同责任，也可能是非合同责任。有些责任从一开始就是明显的。例如，在中国，外国投资通常要求保证固定或最低回报率；在大韩民国，保证最低收入的要约在吸引私人资本方面发挥了重要作用，但也引起了道德风险问题(Winch等人，2012年)。随着时间的推移，也可能会出现其他责任，考虑到项目有30年或以上的寿命期，这些责任可能成为政府的一个大问题。

针对其样本中128个公私伙伴关系，世界银行的结论认为，无论说明私人伙伴或公共伙伴承担多大风险，因为“下游或有责任很少在项目级别进行量化”(独立评估小组，2014年，第40页)。这在一定程度上是由于缺乏标准化的财政报告，使得投资人和政府都难以判断公私伙伴关系项目中所涉及的风险。中国已经大幅度减少对公私伙伴关系的使用，因为发现它们在地方一级产生的债务难以控制；在1995至1997年期间达到占政府支出6%并占到国内生产总值0.8%的最高值之后，对公私伙伴关系的使用已经迅速下降(Ahmad等人，2014年)。巴西对州和地方政府承担的责任风险实施限制，一些州的责任风险已经达到极限，急需联邦援助。

这可能不仅仅是新采用公私伙伴关系的国家的问题，对已经采用公私伙伴关系的国家可能也是一个问题。经合组织的一项调查发现，大部分国家在决定是采用公私伙伴关系还是采用传统基础设施采购时依据中期承付能力。不过，较长期观点可能极大不同，政府需要提前为全部资本成本编制预算(Burger和Hawkesworth, 2013年)。即便项目成本预计完全以用户收费而不是通过政府收入的方式来支付，但规划者也需要知道其对未来的财政影响，如果出于某种原因，用户的付费不起作用，例如，如果需求低于预期，或者如果消费者不愿意支付或无力支付。一旦在项目寿命期内报告了未来政府的承诺，则可能会大幅度增加实际财政成本。例如，在联合王国，对政府每年必须支付的统一付费规模的关切(在今后几十年内每年约90亿英镑)已促使联合王国财政部对所有公私伙伴关系进行审查并发布新的准则。

政府债务可能以各种方式出现，既可能是因为存在以合同形式做出的正式承诺，也可能是非正式的承诺，而这些都来源于一个简单的事实，即政府是人们可以作为最后手段求助的提供者。一旦出现问题，财政成本可能很高，墨西哥基础设施相关经验证明了这一点。1990年代初期，墨西哥启动了一个宏大的道路建设计划，涉及50多个公私伙伴关系(特许经营)建设和管理5,500公里收费公路。特许经营有很高的杠杆率，由地方政府拥有的本地银行在政府压力下按浮动利率提供贷款，从而以借贷方式支持该项目。按照预期，不仅要用收费所得收入偿还债务，而且还要用于支付私人伙伴的利润。但事实证明，由于成本过高，而且交通量低于预期，故利率随时间推移而

提高，并由银行系统吸收了所增加的债务。在宏观经济冲击使情况变得更糟时，该系统已经举步维艰。联邦政府不得不介入，即使没有明确担保迫使它这么做。联邦政府对整个道路计划进行了重组，向特许经营人提供救助，接管了其中的25个公私伙伴关系，并承担了近80亿美元的债务(Ehrhardt和Irwin, 2004年)。

在若干国家，令人不满意的公私伙伴关系项目结果意味着有些计划被早早放弃。具体到水资源方面，在35个国家有超过180个城市和社区在过去15年里收回了对供水服务的控制权(水正义组织，2014年)。发生此种“再城市化”的主要原因有三：影响供水私人化的问题广泛存在，看似不受国家和监管体系约束；在不需要向私人运营商支付股息或利润时可以实现同等或更高效率且价格更低的公共供水服务；公共部门在提供人类福祉和实现各种社会和环境目标方面拥有的比较优势(Lobina和Hall, 2013年)。

3. 政策影响

考虑到缺乏其他外来资源，特别是如果长期存在实际和感知的财政限制，使得政府无法直接进行公开采购以满足长期发展需求，则公私伙伴关系可能仍然是一种有效的长期发展融资来源。不过，政府必须充分了解此种机制的各种后果和影响，并且要考虑到整个项目寿命期内的潜在成本和惠益，从而避免以后经历不愉快的财政冲击。

首先，这需要提高公私伙伴关系的透明度和问责，包括使公共交易的报道和报告程序标准化，特别是采用考虑长期投资和责任的权责发生制会计体系。即使是在没有政府明确担保时，它也有可能不得不背负大量债务。很多国家仍然没有必要的基本会计体系是特别令人关切的问题。具有讽刺意味的是，那些对公私伙伴关系抱有最大希望的国家可能正是最没有能力适当管理公私伙伴关系的国家。

还有必要完善与公私伙伴关系有关的决策进程。作为确保拥有社会目标的长期投资的一种机制，公私伙伴关系可能并不适合所有情形。因此，在选择公私伙伴关系而非其他手段来提供公共产品和服务之前需要进行适当评估。这也涉及到项目前期规划、与采购等其他手段进行细致比较、提高合同条款的透明度(包括重新谈判以及退出合同或解约的备选方案)以及查明和量化财政影响。它还需要政府披露与公私伙伴关系及其合同有关的文件和信息，以鼓励诚实和程序透明，也是对社会负责。它可能也对创建论坛以便分享各种经验和技术专长以及为此建立发展中国家网络有好处。

D. 主权财富基金能产生重要影响吗？

很多在最近几年积累了大量外国资产的国家政府或区域当局都成立了主权财富基金，将这种资产用作一种盈利能力更强的方式，而不是进一步增加国际储备。这些公共资产的总价值目前已经达到7万亿美元以上。因此，一些方面燃起了希望，即希望主权财富基金可以补充现有发展融资来源，特别是因为在2000年以后成立的52只主权财富基金中，有40只总部设在发展中国家，且其中有32只拥有资产超过100亿美元。据估计，这些基金总资产在2015年3月达到近6万亿美元(主权财富基金研究所，2015年)，其中87%的资金来自7个发展中国家的主权财富基金(中国、科

威特、卡塔尔、大韩民国、沙特阿拉伯、新加坡和阿拉伯联合酋长国)。

除了仅仅以稳定宏观经济为目的而持有的基金(因此持有政府债券或现金等可迅速调配且流动性强的票据)之外，很多主权财富基金还肩负着为子孙后代积累资本储备的任务，因此，可能考虑动用其剩余资金投资非流动且长期的股权及“替代性投资”。有人甚至明确期待一些主权财富基金以投资基础设施的方式支持国家或区域发展。一般而言，与中央银行管理的比较倾向于规避风险的基金相比，主权财富基金在选择资产类别时有更大的自由。从各种主权财富基金近期所做决定的实际例子中可窥见其作出组合选择的一些线索：挪威政府的主权财富基金近期做出一个与气候变化相关的承诺，决定退出全球煤炭股权；新加坡淡马锡公司对国家和区域基础设施进行投资；以及多民族玻利维亚国生产行业革命基金对医疗、水泥和食品行业进行投资等。

在实践中，很少有主权财富基金利用这种投资自由来支持发展中国家的长期投资需求。更确切地说，它们的投资决策反映私人市场参与者的需求，对一些国家(例如，中国、联合王国和美国)以及它们认为属于低风险的一些短期市场板块有利(Inderst和Steward, 2014年；欧洲投资与养老金和Stirling, 2013年)。虽然在所有主权财富基金中超过半数将一些资源投入基础设施(一般投到能源、交通和电信行业)，但这些投资也大多数投在发达国家(Inderst和Steward, 2014年)。

主权财富基金的决策进程并不十分清楚，因为披露活动细节的主权财富基金还不到一半(Bauer, 2015年)。有些基金受到法律结构的约束。例如，博茨瓦纳普拉基金等几只基金不允许在国内投资，但其他一些基金拥有允许在国内投资和对基础设施投资的任务规定。技术援助可能有助于提高发展中国家的项目管理能力，从而回应了关于一些主权财富基金因这些国家境内能够吸引它们的大型项目太少而不愿意对其投资的批评。项目前期评估或者或有担保等一些能够减缓风险的机制可能也有帮助。不过，因为主权财富基金的宣称目的一般是为国家储蓄以便子孙后代能够从今日的成功(可能是意外之财)中受益，所以必然会要求重视低风险且产生积极回报的投资，无论是在社会方面，还是在财金方面都要有回报。

E. 开发银行：演变以及支持发展的潜力

1. 开发银行的显著特征

多边开发银行作为长期融资的提供者已经发挥并且可以继续发挥极其重要的作用，而私人贷款人不提供这种长期融资服务。[21] 一般来讲，除其他外，转型发展需要期限长的大型项目，而私人银行不愿意承担这种项目所涉及的风险，特别是当它们自己的债务为短期债务时。另外，很多大型项目会产生积极的外部效应，因此，它们所产生的社会回报大于私人回报。开发银行(包括国家和多边开发银行)是专门为弥补私人资本流和市场的这些缺陷而设计的。它们有支持发展导向型项目的明确任务，而这类项目一般都需要长

期融资，而且这些银行都有与其任务相一致且以长期债务为主的资金基础。资本多半为信用评级高的主权国家所拥有，允许银行以相对较低的成本在金融市场长期举债。[22] 除了其提供长期融资之外，开发银行还起到“造市者”的作用，办法是通过发行和提供融资票据，在债权人和借款人之间更好地转移风险以及向后推迟风险，包括通过与私人投资人一起共同融资的方式。

开发银行拥有支持发展导向型项目的明确任务，而这类项目一般都需要长期融资，而且这些银行都有且以长期债务为主的资金基础。

开发银行也可以通过协助筛选、评估和监督项目，帮助解决私营部门面临的一些信息不足的难题。与私人银行不同，开发银行一般都拥有内部技术和管理专长，使它们能够参与涉及技术、规模和地点选择的决策。这增强了它们利用资源的能力，因为它们可以吸引其他没有同样技术能力进行项目可行性和潜力评估的贷款人。因此，开发银行拥有的独特特性使它们相对于私人金融机构拥有很强的比较优势，包括减少私营部门不愿意承担的特定风险，并且拥有有效利用它们与其私人伙伴之间互补性的能力(Buiter和Fries, 2002年)。

这些银行的一般任务是按照能让工业和基础设施投资生存下去的条件提供信贷。它们为长期投资提供营运资本和融资，有时是以股权的形式。为了保护其投资，它们往往密切监督其借款人公司的活动情况，有时为这些公司的董事会任命董事。

国家开发银行出现的时间要比多国银行早很多。例如，在德国，十九和二十世纪的德国大银行或综合银行成为深度参与期限变换的银行。因为此种活动有时会导致这些银行遇到流动性不足的情况，所以它们需要最后由德国国家银行或中央银行提供持续且可靠的贷款。有人认为，这是“一种明确的计划体制建设”，目的是为必要的长期投资提供融资。虽然综合银行是私人有限责任股份银行，但它们也是国家工具，代表国家提供大规模流动性支持(De Cecco, 2005年，第355页)。按照德国经验，加上得到日本银行和日本政府支持和指导的日本主要银行系统资助出口导向型工业扩张的经验，很多发展中国家选择成立专门用于满足特定融资目标的独立发展融资机构(Chandrasekhar, 2014年)。

在发展中世界，一半以上的发展融资机构都相对较小，资产不到100亿美元。但约有5%的发展融资机构为巨型银行，拥有资产超过1,000亿美元，包括中国国家开发银行和巴西国家经济和社会开发银行等机构(Chandrasekhar, 2014年)。

显然，如果国际或多边开发银行也帮助缩小发展中国家外汇缺口，并如果它们按更低的利率提供贷款(因为它们有更大的能力进入全球资本市场)，它们就能发挥更大的作用。如上所述，出现这些资金缺口的原因是一些投资项目具有公共性、国家(和地方)政府实施大型项目的融资能力有限以及私营部门不愿意参与其认为风险太大的长期大型项目。因为从性质方面来讲，公共投资一般不会为投资产生直接的经济回报，而是在促进增长方面产生间接和长期的回报，只有经济增长了，才有可能最终偿还债务，这可能且通常是商业融资的主要障碍。

仍然存在巨大融资缺口的一个领域是基础设施，估计目前缺口超过1万亿美元(Bhattacharya和Romani, 2013年)。从C节中可明显看出，到目前

为止，即使通过公私伙伴关系等创新型机制来弥补这一缺口也仍然不够，而且，它们往往还涉及非常大量的财政成本。据估计，为了满足发展中国家的增长和发展需求，基础设施支出将不得不从占发展中国家国内生产总值的3%提高到6%至8%。不过，私营部门基础设施投资不仅相对较少，而且高度集中在能源、交通和信通技术行业(Estache, 2010年)。区域基础设施项目缺乏私营部门参与的情况特别明显，因为跨界项目的监管框架极其复杂且涉及政治风险。多边开发银行特别是区域多边开发银行能够在为区域基础设施开发提供融资方面发挥领导作用，因为它们具有国际或区域性质且积累了获取不同融资和实施工具所需的知识和渠道，所以它们能够处理集体行动和协调问题。

国际开发银行能够向低收入国家的开发项目提供贴息贷款。其优惠贷款总额在2013年达到近200亿美元，占其贷款组合总额的30.4%。[23] 另外，国家和多边开发银行也可以发挥反周期作用，以便在经济衰退和危机期间私人贷款人减少信贷时提供项目融资以弥补资金缺口(Ocampo等人，2007年)。它们还能够在商品价格巨幅波动或自然灾害等经济冲击期间维持乃至增加借贷。而这又能够帮助一个国家在遭受这种冲击之后维持其收入和经济活动水平以及其进口能力。这在全球金融危机期间尤其明显，例如，在中国国家开发银行和巴西国家经济和社会开发银行的贷款足够多以至于抵消了危机期间投资可能出现的投资下降的时候(Ferraz, 2012年)。欧洲投资银行等一些区域银行有提供反周期借贷的明确任务，[24] 这证明，作为其政策目标的一部分，国际/区域开发银行与国家开发银行一道能够直接有助于支持收入和就业。

2. 开发银行的格局不断变化

半个多世纪以来，世界银行与亚洲开发银行(亚开行)、非洲开发银行(非开行)、美洲开发银行(美开行)、欧洲开发银行和伊斯兰开发银行等各种区域开发银行在为世界各地长期项目提供融资方面发挥了至关重要的作用。它们已经帮助弥补一些资金缺口，特别是在一些大型基础设施项目中，更近一些是在一些社会和环境项目中。虽然有它们的存在，但考虑到其贷款规模相对有限，它们只能够稍稍缓解这种缺少资金的情况。[25]

其他次区域开发银行也在一定程度上满足了这些融资需求。在拉丁美洲和加勒比地区，这些开发银行中包括中美洲经济一体化银行和安第斯开发公司。后者现称拉丁美洲开发银行，其任务是促进其创始成员国(多民族玻利维亚国、哥伦比亚、厄瓜多尔、秘鲁和委内瑞拉玻利瓦尔共和国)之间的可持续发展和区域一体化。其成员国已经从银行创立之初逐步扩大到包括大多数拉丁美洲和加勒比国家以及葡萄牙和西班牙。该银行支持加强其成员国的国内生产部门，特别是发展增值产品和服务以及创造就业机会和促进获取包括教育、卫生、供水和环卫在内的各种社会服务。2013年，经安第斯开发公司批准的贷款超过120亿美元，相当于美开行的贷款总额。[26] 尽管安第斯开发公司主要为发展中国家所有，但该银行拥有相对较大的资本金，加上其优秀的贷款还款记录，有助于其在国际信用评级机构获得较高的投资等级，其信用等级高于大多数拉丁美洲国家。该银行的任务明确且重点突出、管理结构精简、项目经济评估严格、批准程序快速和批准贷款无限制条件，这一切都有助于解释其取得的成功以及持续获得较高信用评级的原因(Griffith-Jones等人，2008年)。

在近几年，一些国家开发银行已日益成为重要的国际参与者，提供对外融资成为其国际业务的一部分。

在非洲，非开行是外来长期资金的一个重要来源。非洲也有很多次区域银行，包括：东非开发银行、西非开发银行、中部非洲国家开发银行、东南非贸易与开发银行(又称优惠贸易区银行)和南部非洲开发银行(由南非完全拥有但为南部非洲发展共同体服务，服务重点是大型基础设施项目)。但是，这些银行为那些以满足其各自次区域需求为目的的大型发展导向型项目提供融资的能力有限。[27] 导致这种情况的原因是它们的资本金少而且事实上它们的大多数股东都是借款国本身，这些国家能够用于实质性扩大这些银行的资本金的资金有限。在亚洲，亚开行在为一些长期项目提供融资方面发挥了主要作用，包括在基础设施项目，因为亚洲缺乏次区域银行。

在近几年，一些国家开发银行已日益成为重要的国际参与者，提供对外融资成为其国际业务的一部分。最积极的国际贷款人是中国国家开发银行、中国进出口银行、巴西开发银行和德国开发银行、德国复兴信贷银行(德国复兴银行)。这些主要开发银行的国际业务在总资产和贷款占重要部分，而贷款数额可能相当之大(图6.5)。

中国国家开发银行和中国进出口银行是中国在1994年成立的三大“政策”银行中的两家，用于支持中国政府制订的特定发展目标。中国国家开发银行是铁路、公路和电信等基础设施项目以及石油化工等基础和重工业大规模投资的长期融资主要提供者。中国进出口银行的任务是支持中国的机械和电子产品、设备和高科技产品进出口以及中国公司的海外投资。该银行还通过向国外提供优惠贷款的方式起到中国国际合作方案的融资部门的作用(Poon, 2014年；中国进出口银行，2014年)。

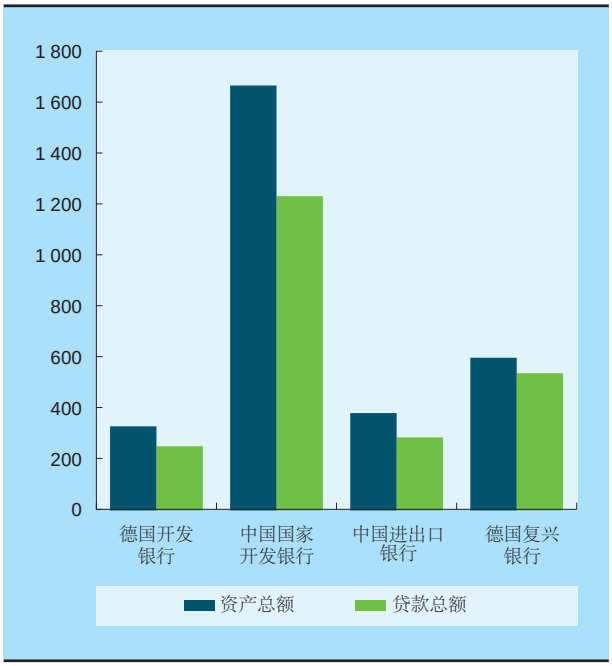
自2000年代初期以来，这两家中国银行一直积极为发展中国家提供国际融资。它们的贷款为中国的“走出去”战略提供支持，该战略是中国作为全球新兴超级大国新角色的一部分。其近期采取的举措包括计划为涉及亚洲境内大型基础设施投资的新“丝绸之路”战略做出贡献，与此同时，它们还要通过合作协定为非洲、亚洲和拉丁美洲提供持续融资。

中国国家开发银行2014年外币贷款总额达到2,670亿美元，约占其全部贷款组合的22%。它们一般用于支持不同发展中国家的基础设施建设，同时也促进中国以较低的运输成本获得原材料。[28] 该银行还通过中非发展基金等其他机制提供融资，在该基金的第一和第二阶段，中国国家开发银行是其资本金的唯一提供者。2014年，中非发展基金为包括区域航空、港口、电力、制药和车辆装配在内的各种领域内的80个项目承诺投资31亿美元(中国国家开发银行，2014年)。

图6.5

2014年部分国家开发银行的资产和贷款总额

(10亿美元)



资料来源： 各银行年度报告。

中国进出口银行与中国国家开发银行一起大力支持中国与其他发展中国家的战略伙伴关系。它已承诺向包括非洲、亚洲及太平洋、中东欧和加勒比在内的不同国家和区域提供优惠贷款(中国进出口银行，2014年)。2014年，其实际出口卖方信用支付达到2,878亿美元，其中15.2%用在海外建设合同，7.9%用在海外投资项目上。最近，该银行已通过贷款(其中部分为优惠贷款)及其他援助机制为“发展非洲高铁、高速公路和区域航空网络(‘三网’)提供支持”(中国进出口银行，2014年：第9页)。

除了这些拥有国际影响力的中国国家开发银行之外，另一个突出的国家开发银行是巴西的巴西开发银行，该银行在近些年内一直在为国内外发展提供融资。巴西开发银行成立于1952年，作为国家现代化和工业化战略的一部分，起初主要为国内基础设施建设提供融资，随后拓宽了其工作重点，侧重于促进巴西资本商品产业及其他产业部门。自1990年代以来，它还一直在为出口行业提供融资。该银行在2000年代扩大了其国际业务，反映了巴西政府希望在国际舞台发挥更大作用的意愿。这一新战略包括支持区域经济一体化并因此支持在周边国家促进投资以及加强巴西与迅速发展的发展中区域的经济联系，特别是与非洲。该银行的贷款还支持了巴西大型公司的国际化。

2014年，该银行贷款资产组合总额中有14%为外币。因为巴西开发银行是世界上最大的国家开发银行之一，2014年的贷款组合总额达到2,450亿美元(图6.5)，所以其提供对外贷款具有特别重要的意义，特别是对于缺乏大规模发展项目供资的较小国家而言。例如，在南美洲，该银行向厄瓜多尔等小国以及阿根廷等较大国家提供贷款以便为其经济基础设施建设提供融资，为支持其发展发挥了非常重要的作用。在非洲，它为投资基础设施及其他项目的国内大型建筑公司提供贷款。

德国复兴银行是一个发达国家的国家开发银行的例子。作为德国发展合作方案的贷款部门，它一直在国际上发挥越来越重要的作用。它促进了在所有发展区域的发展方案。2014年底，贷款资产组合总额达到5,360亿美元(图6.5)，且业务促进活动中的10%与世界各地的发展方案有关。该银行的任务是通过促进气候友好型经济发展等方式可持续地改善德国、欧洲和世界各地的生活条件，包括在发展中国家。其项目包括印度境内的供电线路、智利境内的一座太阳能热电站以及在非洲的可持续住房建设(德国复兴银行，2014年)。在这些融资方案中，有些部分与该银行参与气候与环境保护倡议和国际气候倡议等各种气候保护倡议联系起来。它还成立了一个旨在支持地方保险和再保险公司的气候保险基金，预期它会为新的联合国绿色气候基金(绿色气候基金)的气候保护和适应工作做出贡献。另外，德国政府通过该银行引导各种基金为最不发达国家提供赠款和极其优惠的贷款(德国复兴银行，2014年)。

3. 南方领导的多边银行的潜在融资作用

为支持增长和发展提供国际融资的开发银行体系应该包括南方领导的多边银行，同时也包括多边、区域和次区域银行以及拥有国际业务的国家银行。近期有关设计和创建此种银行的举措旨在解决关键基础设施领域以及对发展极其重要的资本密集行业内投资所需长期资本短缺问题。这些倡议包括刚刚由所谓金砖国家集团(巴西、俄罗斯联邦、印度、中国和南非)创建的新开发银行、亚洲基础设施投资银行(亚投行)和南方银行。决定设立这些机构的部分原因是发展

中国家对布雷顿森林体系以及一些主要区域开发银行的治理结构、贷款模式和与贷款相关的限制性条件不再抱有幻想。

新开发银行是在2014年7月金砖国家福塔雷萨首脑会议上成立的，具体任务是“动员资源，为金砖国家及其他新兴和发展中经济体的基础设施和可持续发展项目提供资金支持”(金砖国家，2014年，第11段)。正如上文所强调，考虑到这些领域的大量需求未得到满足，这种关注显然是合理的。其成立之初的核定资本金为1,000亿美元(认缴资本金为500亿美元)。根据2015年7月在乌法(俄罗斯联邦)举行的第七次金砖国家首脑会议的宣言，预计新开发银行会在2016年初开始核准其第一批投资项目(金砖国家，2015年a)。其向基础设施及其他项目提供贷款的质量应该是一个重要优先事项，以便最大限度发挥这些项目的发展影响和最大限度减少违约风险。另外，盈利能力将帮助该银行扩大其资本基础，并因此增加其在未来的放贷能力。

在地理覆盖范围方面，新开发银行必须拥有均衡的贷款组合，既要包括中等收入国家，也要包括低收入国家，因为这种混合贷款将会产生地域多元化的好处，使该银行更加可信。要向低收入国家贷款，那就需要提供补贴，以优惠条件向这类国家提供贷款。一个由发达国家供资的信托基金的设立可为此种贷款提供支持(Griffith-Jones, 2014年)。

亚洲基础设施投资银行于2014年10月在北京成立京，拥有33个来自亚洲区域的创始成员国和17个(包括几个发达国家)来自域外的创始成员国；还有7个潜在成员国尚未签署协议。[29] 在该银行的1,000亿美元核定资本金中，大部分由中国出资。为了反映亚投行的区域特征，其区域成员将持有多数股份，持有股份比例近75%。该银行成立是对认识到基础设施对亚洲发展的重要性以及亚洲区域基础设施建设需要大量额外长期融资做出的反应。虽然亚开行估计亚洲在2010至2020年期间每年需要大约 7,200亿美元的基础设施融资，但亚开行自己每年的贷款批准总额只有130亿美元(Junio, 2014年)。亚投行的目的在于为国家和区域基础设施项目投资融资。而基础设施建设的目的应在于支持贸易和本区域生产网络的进一步发展。主要供资机制将是通过在区域和全球市场发行债券的方式筹集资金。

为支持增长和发展提供国际融资的开发银行体系应该包括南方领导的多边银行。

在拉丁美洲，南方银行是一个次区域实体，创始成员国均来自南美洲：阿根廷、多民族玻利维亚国、巴西、厄瓜多尔、巴拉圭、乌拉圭和委内瑞拉玻利瓦尔共和国。该银行成立于2009年，承诺初始资本为200亿美元，其目的在于促进南美洲次区域经济发展和区域一体化。

虽然这三家银行都尚未投入运营，但它们给人们带来了希望，让人们看到国际社会再次关心开发银行和需要为基础设施建设提供资金支持以促进社会和经济发展。它们还加入到一个与其他开发银行的健康竞争环境中来；例如，在一定程度上作为对以上事态发展的回应，世界银行已决定设立全球基础设施基金，加强其在基础设施发展领域内的存在，并将该基金定义为“一个将为复杂的基础设施公私伙伴关系的筹备和构建提供便利以便动员私营部门和机制投资人资本的全球开放平台”。[30] 考虑到世界银行到目前为止在基础设施开发方面的支出相对有限(从2013年的167亿美元增加到2014年的约240亿美元[31])及其在社会和环境标准方面所起作用参差不齐，这确实是一个宏伟的步骤。不过，这表明这些新机构可在改变现有多边融资机构的融资条件和做法方面起到可能的催化剂作用。另外，它们还可

能成为促进开发银行网络进行协调、产生协同增效以及开发银行之间形成互补的推动力。

正如2015年7月第七次金砖国家首脑会议所提议的，在该网络中，南方领导的新银行可以与国家开发银行开展密切合作，特别是与巴西开发银行、南非开发银行和中国的国开行等金砖国家开发银行(见金砖国家，2015年b)。虽然多边银行可能在贷款的设计和融资方面拥有更多的专长，但国家开发银行对本地情况更为了解，从而有助于减少在国家层面的信息不对称。

根据预测，这些由南方领导的新银行不仅会对全球长期投资的融资金额起到补充作用，而且与发达国家主宰的多边银行相比，还会更好地服务于经济发展之目的，并且更加关注可持续性和包容性。这将取决于几个因素。一是这些银行的出现能够在多大程度上大幅改革全球金融体系以及因此或许能够改变目前主宰该金融体系的各机构的行为。另一个因素涉及到它们是否在贷款做法上不同于已有机构，不仅仅是要增加长期发展的融资数量，而且还要改变其质量以便更加关注包容性和可持续经济转型。因此，虽然增加国际金融和货币体系中的多样性当然受到欢迎，而且这些新机构提供的额外资金也可对带来更多长期发展融资产生重要积极影响，但未必会得出此种融资的条款和条件将会出现重大变化的结论。要想做到这一点，发展中国家的政府和民间社会需要更加重视对这些新开发银行的贷款活动中的供资模式及贷款条款和条件进行监督。

F. 结论

在流动性泛滥的世界经济中，为发展提供资金支持的主要障碍不是缺少融资能力。问题是如何让资源从紧盯短期盈利能力的高杠杆机构流向那些希望为能够产生较大积极外部效应并因此鼓励额外投资的长期投资项目提供资金支持的经济主体。本报告强调，仅靠市场机制作用无法保证做到这一点，无论是国内市场机制，还是国际市场机制。这是因为私人金融机构当然是以逐利为目的，在经济繁荣时期，它们往往会产生太多的信贷和债务，而在萧条时期，它们则会停止信贷，致使出现债务通缩。因此，如果放任自流，则私人融资很难与社会或发展惠益结合起来。同公共产品一样，如果有外部效应，则私人融资不足以满足社会需求。另外，从地域来讲，私人融资往往集中在中高收入国家和盈利性更有保障的行业，而不是集中在高风险项目或孕育期长且可能对工业化和发展更为必要的项目。在国家内部，私人融资往往不太为中小企业、农业等拥有不同风险形式的行业、经济基础设施等需要大量前期投资的项目以及卫生、环卫和教育等必要社会投

资提供融资。不过，所有这些领域内的充足支出对持续和包容性发展进程显然是绝对必要的。

因此，确保为发展提供资金支持需要有专门为此而设计的专门机构和机制，公共部门在此方面发挥的作用至关重要。本章分析了最重要的潜在国际资金来源，这些国际资金有一定程度的公共参与，可被用作发展资金。相关机制可以直接因公共支出而产生，正如官方发展援助及其他形式合作一样，可以涉及改变私人投资者可用的盈利条件和激励措施以便考虑到外部效应(与公私伙伴关系一样)，或者可能出自为此设立并得到政府有效认购的开发银行等公共机构。

> 私人融资很难与社会或发展惠益结合起来……

官方发展援助仍然是唯一现有机制，其中心目的是在全球一级重新分配收入。尽管官方发展援助拥有这样的潜力，但它的实际数量仍然远远不足以满足需要和预期。最近几年里，在所提供的援助金额以及在为提高援助成效所做努力方面均取得了进步。另外，南南合作也在大幅度增加。不过，大多数官方发展援助仍然反映出资金从发达国家流向发展中国家，而缩小官方发展援助的现有实际水平(占发达国家国民总收入0.29%)与承诺水平0.7%之间的差距仍对继续坚持发展战略至关重要，特别是在最不发达国家。为此，人们关于发展融资的辩论中越来越关注利用官方发展援助促进动员额外公私资源的可能性。不过，在考虑利用公共援助带动私人资金时应该谨慎，以避免出现利益私人化而损失社会化的风险。为此利用官方发展援助的机会成本可能太高。

> ……因此，确保为发展提供资金支持需要有专门为此而设计的专门机构和机制，公共部门在此方面发挥的作用至关重要。

本章还说明，尽管公私伙伴关系在近期很流行，但在此方面的经验良莠不齐，而且在增加预期领域内私人投资方面所起的作用十分有限。与其他混合金融工具一样，公私伙伴关系可能“降低特定投资风险和激励各关键发展部门增加私营部门资金”(《2015年第三次发展筹资问题国际会议的亚的斯亚贝巴行动议程》)。不过，政府通过采用公私伙伴关系而产生的义务和责任规模往往会大大超过预期，因此，财政成本往往过于高昂，以至于让政府认识到其直接通过公共投资参与这些领域可能会更有效和更高效。因此，有必要完善项目前期规划进程，增加透明度和问责，并且查明此种项目在存续期内对财政的影响。

最后，专门负责应对基础设施建设领域内本身具有的特殊挑战的多边和区域开发银行可在提供技术援助及融资方面发挥更大作用。实际上，与私人金融机构相比，现有开发银行和新设立的开发银行的主要作用是作为长期融资的提供者。因为它们拥有支持发展型项目的明确任务，并且拥有以长期债务为主的资金基础以及能够让它们参与有关项目技术、规模和所在地决策的内部技术专长，所以它们拥有比私人金融机构更强大的比较优势的独有特征。另外，在应对(例如，与商品价格有关的)经济冲击或自然灾害时，国际开发银行还可通过向个别国家提供危机融资的方式发挥重要的反周期作用，可以有助于在经济衰退时期维持国家的收入和经济活动水平以及进口能力。

注释

1 相当于发达国家国民生产总值0.75%的官方流目标最初是在1968年新德里贸发会议第二届大会上通过的。该建议获得大多数但非所有发达国家认可。经过进一步谈判，该倡议于1970年10月获得联合国大会核准，尽管该目标被降到国民生产总值0.7%。这一承诺得到经合组织发展援助委员会成员的认可，该委员会将官方发展援助定义为“由官方机构提供、将促进发展中国家经济发展和福祉作为其主要目标且具有优惠性质的外部资金流。”

2 只有5个成员国的官方发展援助超出其国民总收入0.7%的目标：丹麦、卢森堡、挪威、瑞典和联合王国(经合组织，2015年)。

3 用于发展的官方发展援助包括社会基础设施和服务部门、经济基础设施和服务部门以及生产部门，其在2013年约占注册官方发展援助总额的63%。

4 关于援助与增长之间关系的经验证据，见《2008年贸发报告》和贸发会议，2006年。关于更近期与此有关的文献资料，见Alonso, 2012年；Edwards, 2014年；Glennie和Sumner, 2014年；Morrissey, 2015年；Qian, 2014年；以及Quibrian, 2014年。

5 此种成本平均增加15%至30%，而援助捐助成本增加高达40%或以上(丹麦国际问题研究所，2009年)。

6 关于援助的可预期性，见经合组织：http://www.oecd.org/dac/aid-architecture/ (2015年7月21日访问)。

7 其余61%是“幻影援助”，这些援助不是以减贫为目标，或者被重复计算为减免债务、定价过高且无效的技术援助、与采购捐助国的商品和服务联系起来、协调不畅且交易成本过高、因不可预期而对受援国无用、在捐助国境内支出的移民相关费用或支出过高的行政费用。

8 这样的证据可在罗马(2003年)、巴黎(2005年)、阿克拉(2008年)和釜山(2011年)举行的援助实效问题高级别论坛中找到。

9 即使在正式、无附带条件的援助方面出现创纪录的增长，但其中某些部分可能仍然“事实上”附带条件。这可能是由于捐助规章、缺乏本地能力、本地和区域承包商难以参与国际竞争、获取信息方面的不平等、捐助人方面规避潜在风险以及迅速实施的压力造成的(贸发会议，2011年b)。

10 同样，《第三次发展筹资问题国际会议(2015年7月13日至16日)的亚的斯亚贝巴行动议程》在其第54段强调：“国际公共融资、包括官方发展援助的一个重要用途是，促进从其他公共和私人来源调动更多资源。它可以支持改进税收工作，有助于加强本国的有利环境和建立基本公共服务。它还可以通过混合融资或集合融资和减轻风险的方式发掘更多筹资，尤其是用于促进支助私营部门发展的基础设施和其他投资。”

11 不过，“评价混合项目不是一件容易的事情，额外性、透明度和问责等关键成功要素可能很难证明，并且难以提供关于发展影响的证据”(贸发会议，《2014年世界投资报告》，第169页)。

12 例如，见Griffiths等人(2014年)，英国援助网络(2015年)、 Concord(2014年)、行动援助组织(2014年)、布雷顿森林体系研究项目(2012年)、欧元之父(2012年)、行动援助组织、欧元之父和乐施会(2015年)、欧元之父(2013年)、Kwakkenbons和Romero(2013年)。

13 各国对公私伙伴关系的定义差别很大，反映了不同的体制安排和概念性理解，但它们仍然有很多相同点。在最简单的公私伙伴关系形式中，公私伙伴关系“系指私营部门供应传统上一直由政府提供的基础设施资产和服务的安排”(基金组织，2006年，第1页)。此种定义可能包含

现有资产和取得新资产以及用户付费的服务或政府向供应商统一付费并免费供用户使用的系统。其他定义侧重于风险以及打算如何在公私伙伴之间分配风险方面。例如，一种定义规定，公私伙伴关系是“政府与一个或多个私人伙伴(可能包括运营者和出资者)之间的一种协议，根据该协议，私人伙伴要以政府提供服务的目标与私人伙伴的盈利目标保持一致的方式提供服务，且保持一致的成效取决于要将风险充分转移到私人伙伴身上”(经合组织，2008年，第17页)。在实践中，当前的很多辩论都涉及到公共和私人伙伴之间风险的认知不平衡；特别是与头几年建设期内的风险相比，公共部门承担太多的风险，尤其是在项目的长期运营阶段。

14 本节中所用数据大部分来自社会资本参与基础设施建设数据库，该数据库由世界银行可持续发展网络的基础设施政策股与公私基础设施咨询基金(该基金是一个多捐助方信托基金)联合创建。该数据库记录与中低收入国家(按世界银行分类)基础设施项目有关的合同安排，私人伙伴通过所有权、融资或运营活动在其中承担一定程度的运营风险。它侧重于具有一定程度的垄断或寡头垄断性质的行业，包括能源、电信、交通和水资源部门。此种“社会资本参与”不应该等同于私人对基础设施的投资。首先，它未必与实际投资相一致，因为它也包括管理和租赁合同、特许经营项目和资产剥离；其次，记录投资系指对整个项目承诺的投资(未必是实际投资)；再者，如果项目由公共和私人当事方拥有，则数据库将把该投资记为双方投资，而不仅仅是私人投资者。

15 见世界银行(2009年)。明显的例外是中等收入国家以及信通技术和电信行业，这些行业将出现私营部门融资。

16 例如，在2002年阿根廷比索大幅贬值之后，法国苏伊士集团公司退出水资源特许协议，当局不同意提高收费以抵消因比索贬值带来的影响。在2004年初根据《国际投资争端解决公约》对阿根廷提起的28项诉讼中，大多都是由于比索贬值而引起的(经合组织/非洲发展新伙伴关系，2005年)。

17 另外两个国家是墨西哥和俄罗斯联邦。

18 在建立了公私伙伴关系的前5个发展中国家中，西班牙和美国合在一起几乎占到外企独资项目的30%，这可能反映了语言或接近性因素。

19 关于这可能对竞争政策产生的挑战，见http://unctad.org/en/Pages/DITC/CompetitionLaw/ResearchPartnership/Contact4114.aspx。

20 联合王国国家审计局的审查(2015年)发现，私人融资交易收取的利率是所有政府借贷利率的两倍。这一趋势长期存在：2010年《英国基础设施》估计，公共资金的资本借贷利率为3.9%，而在管制市场运营的企业(例如，私有化的水或电力公用事业)的资本借贷利率高达6.9%，而非管制市场的企业(例如，用户付费服务的特许行业)的融资利率更高达10.9%。

21 这已在《亚的斯亚贝巴行动议程》中得到重申，其第75段规定：“开发银行可在减轻发展供资所面临的制约因素方面发挥特别重要的作用，包括对优质基础设施进行投资。”

22 有优秀信贷收回记录的区域开发银行的信用评级甚至可能比拥有这些银行的国家的信用评级更高。

23 这系指世界银行、非洲开发银行(非开行)、亚洲开发银行(亚开行)、美洲开发银行(美开行)和欧洲复兴开发银行的多边贷款总额。

24 自全球危机以来，欧洲投资银行为帮助欧洲维持收入和投资水平以及防止欧洲地区基础设施和生产能力受到严重经济衰退的影响发挥了强大的反周期作用。该银行通过其杠杆作用以及通过将其资金与来自其他来源(例如，欧洲联盟预算和私营部门)资金结合起来的方式扩大了其提供的融资规模，这意味着它发挥了很大的乘数效应(http://www.eib.org/about/index.htm，2015年3月9日访问)。

25 正如各银行年度报告所指出，2014年，与美开行和亚开行(100亿美元)和非开行(近50亿美元)相比，欧洲投资银行(780亿美元)和世界银行(440亿美元)的总支出要多得多。

26 见安第斯开发公司2014年情况说明：www.caf.com。

27 截止2014年3月底，南部非洲开发银行总资产为60亿美元。如各银行年度报告所指出的，截至2013年12月，西非开发银行、东南非贸易与开发银行、优惠贸易区银行和东非开发银行的总资产分别为30亿美元、25亿美元、5亿美元和2亿美元。

28 例如，中国开发银行目前支持的一些外国项目包括秘鲁拉斯班巴斯铜矿项目，它已承诺为该

项目投资35亿美元(截至2014年底，它已经支付26亿美元)、印度尼西亚巴厘岛燃煤发电厂，它已承诺为该项目投资4.73亿美元(且已经支付3.67亿美元)，以及赞比亚曼萨－卢温古公路改造项目，它已承诺为该项目投资1.75亿美元(且已经支付6,500万美元)(中国开发银行，2014年)。

29 见http://www.aiibank.org/。

30 见 http://www.worldbank.org/en/programs/global-Infrastructure-facility。

31 见http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2014/07/18/world-bank-group-infrastructure-spending-increases-to-24-billion。

参考文献

ActionAid (2005). Real aid: An agenda for making aid work. Available at: http://www.actionaid.se/sites/files/actionaid/real_aid.pdf.

ActionAid (2014). Aid to, with and through the private sector: emerging trends and ways forward. Available at: http://www.actionaid.org/sites/files/actionaid/private_discussion_paper_v1.2.pdf.

ActionAid, Eurodad and Oxfam (2014). Policy brief on the role of the private sector in Europe's development cooperation. Available at: http://www.eurodad.org/files/pdf/548870976e1f9.pdf.

Ahmad E, Bhattacharya A, Vinella A and Xiao K (2014). Involving the private sector and PPPs in financing public investments: Some opportunities and challenges. Working Paper No. 67, London School of Economics Asia Research Centre, London.

AICD (2010). Africa's infrastructure: A time for transformation. Africa Infrastructure Country Diagnostic. Available at: http://siteresources.worldbank.org/INTAFRICA/Resources/aicd_overview_english_noembargo.pdf.

Alonso JA (2012). From aid to global development policy. UN-DESA Working Paper No. 121. New York.

Bauer A (2015). Six reasons why sovereign wealth funds should not invest or spend at home. Natural Resource Governance Institute, April. Available at: http://www.resourcegovernance.org/news/blog/six-reasons-why-sovereign-wealth-funds-should-not-invest-or-spend-home.

Bhattacharya A and Romani M (2013). Meeting the infrastructure challenge: The case for a new development bank. Paper prepared for the Global Economic Governance Seminar, Madrid, 11 March 2013. Available at: http://www.g24.org/TGM/Bhattacharya.pdf.

BNDES (2014). *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Annual Report 2014*. Rio de Janeiro.

Boylan H (2012). Public private partnerships in Africa: Part I − Infrastructure. Available at: www.consultancyafrica.com.

Bretton Woods Project (2012). Leveraging private sector finance: How does it work and what are the risks? Available at: http://www.brettonwoodsproject.org/wp-content/uploads/2013/10/leveraging.pdf.

Briceño-Garmendia C, Smits K and Foster V (2008). Financing public infrastructure in sub-Saharan Africa: Patterns and Emerging Issues. Africa Infrastructure Country Diagnostic. Available at: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/08/13/000386194_20120813045956/Rendered/PDF/718150WP0v10P10Fiscal0costs0maintxt.pdf.

BRICS (2014). Sixth Summit: Fortaleza Declaration and Action Plan. Available at: http://brics6.itamaraty.gov.br/category-english/21-documents/223-sixth-summit-declaration-and-action-plan.

BRICS (2015a). Seventh BRICS Summit. Ufa Declaration. Ufa, the Russian Federation, 9 July. Available at: http://en.brics2015.ru/documents/.

BRICS (2015b). Memorandum of Understanding on Cooperation with the New Development Bank. Available at: http://en.brics2015.ru/documents/.

Buiter W and Fries S (2002). What should the multilateral development banks do? Working Paper No. 74, EBRD, London.

Burger P and Hawkesworth I (2013). Capital budgeting and procurement practices. *OECD Journal on Budgeting*, 13(1): 57−104.

CDB (2014). *The China Development Bank Annual Report 2014*. Beijing.

Chandrasekhar CP (2014). National development banks in a comparative perspective. Background paper prepared for UNCTAD.

Charnoz O and Severino JM (2015). *L'Aide Publique au Développement*. Paris, Collection Repères, Editions La Découverte.

China Exim Bank (2014). *The Export and Import Bank of China Annual Report 2014*. Beijing.

CONCORD (2014). AidWatch 2014: Aid beyond 2015. Europe's role in financing and implementing sustainable development goals post 2015. Available at: http://www.concordeurope.org/images/AidWatch_2014.pdf.

De Cecco M (2005). Sraffa's lectures on continental banking: A preliminary appraisal. *Review of Political Economy*, 17(3): 349−358.

DIIS (2009). Untying aid: Is it working? Evaluation of the Paris Declaration. Danish Institute for International Studies, Copenhagen. Available at: http://www.oecd.org/dac/untied-aid/untyingaidisitworking.htm.

ECLAC (2015). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2015: Desafíos para Impulsar el Ciclo de Inversión con Miras a Reactivar el Crecimiento*. Santiago, Chile.

Edwards S (2014). Economic development and the effectiveness of foreign aid: A historical perspective. Working Paper Series no. 20685, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Ehrhardt E and Irwin T (2004). Avoiding customer and taxpayer bailouts in private infrastructure projects: Policy toward leverage, risk allocation and bankruptcies. Policy Research Working Paper No. 3274, World Bank, Washington, DC.

EIB (2012). PPPs and their financing in Europe: Recent trends and EIB involvement. ECON Department SG/ECON/ES/2012-523/Aka/as. European Investment Bank. Available at: http://www.eib.org/attachments/efs/econ_note_2012_ppp_and_financing_in_europe_en.pdf.

Estache A (2010). Infrastructure finance in developing countries: An overview. *EIB Papers*, 15(2): 60–88.

Estache A and Serebrisky T (2004). Where do we stand on transport infrastructure deregulation and public-private partnerships? Policy Research Working Paper No. 3356, World Bank, Washington, DC.

Eurodad (2012). Private profit for public good? Can investing in private companies deliver for the poor. Available at: http://www.eurodad.org/files/pdf/520a35cb666a7.pdf.

Eurodad (2013). A dangerous blend? The EU's agenda to "blend" public development finance with private finance. Available at: http://eurodad.org/files/pdf/527b70ce2ab2d.pdf.

Ferraz JC (2012). Financing development in an uncertain world: BNDES experience. Presentation at Development Banks as Agents of Change, Doha, 26 April. Available at: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/apresentacoes/Ferraz_abr2012.pdf.

Glennie J and Sumner A (2014). The $138.5 billion: When does foreign aid work (and when doesn't it). CGD Policy Paper No. 049, Center for Global Development, Washington, DC.

Gottschalk R, McKinley T, Martins P, Drammeh H and Sireh-Jallow A (2011). Prospects of non-traditional sources of development finance in Ethiopia. Study prepared for the Ministry of Finance and Economic Development of Ethiopia and UNDP. Centre for Development Policy and Research (CDPR), SOAS, London.

Griffiths J, Martin M, Pereira J and Strawson T (2014). Financing for development post-2015: Improving the contribution of private finance. Available at: https://europa.eu/eyd2015/sites/default/files/users/maja.ljubic/expo-deve_et2014433848_en.pdf

Griffith-Jones S (2014). A BRICS development bank: A dream coming true? Discussion Papers, No. 215, UNCTAD, Geneva.

Griffith-Jones S, Griffith-Jones D and Hertova D (2008). Enhancing the role of regional development banks. G-24 Discussion Paper Series, No. 50, UNCTAD, Geneva.

Hall D (2015). Why public-private partnerships don't work: The many advantages of the public alternative. Public Services International Research Unit, University of Greenwich, London.

Heald D and Hodges R (2014). Watch the public sector balance sheet: Guarantees as the next big thing in government accounting. Paper presented at the CIGAR workshop on Whole of Government Accounting and Auditing: International Trends, Kristianstad University, Sweden, 8−9 September.

Helm D (2010). Infrastructure and infrastructure finance: The role of the government and the private sector in the current world. *EIB Papers*, 15(2): 8−27.

IEG (Independent Evaluation Group) (2014). World Bank Group support to public-private partnerships: Lessons from experience in client countries, FYO2-12. World Bank Group, Washington, DC.

IPE and Stirling (2013). Institutional Infrastructure Survey 2015. London, Investment and Pensions Europe and Stirling Capital Partners.

IMF (2006). *Public-Private Partnerships, Government Guarantees and Fiscal Risk*. Fiscal Affairs Department, Washington, DC.

Inderst G and Stewart F (2014). Institutional investment in infrastructure in emerging markets and developing economies. Public-Private Infrastructure Advisory Facility, World Bank Group, Washington, DC.

Junio DRO (2014). Asian Infrastructure Investment Bank: An idea whose time has come? *The Diplomat*,

4 December. Available at: http://thediplomat.com/2014/12/asian-infrastructure-investment-bank-an-idea-whose-time-has-come/.

KfW (2014). *The Kreditanstalt Für Wiederaufbau Annual Report 2014*. Frankfurt.

Kragelund P (2008). The return of non-DAC donors to Africa: New prospects for African Development? *Development Policy Review,* 26(5): 555−584.

Kwakkenbons J and Romero MJ (2013). Engaging the private sector for development: The role of development finance institutions? Available at: http://www.oefse.at/fileadmin/content/Downloads/Publikationen/Oepol/Artikel2013/2_Kwakkenbos_Romero.pdf.

Lobina E and Hall D (2013). List of water remunicipalisations worldwide − as of November 2013. A briefing commissioned by Public Services International. PSIRU, Business School University of Greenwich, London.

Mandri-Perrott C (2014). East Asian public-private partnerships in a global context. Presentation at the World Bank OECD South East Asia Forum, 25–26 March, Singapore.

Morrissey O (2015). Why do economists disagree so much on aid effectiveness? Aid works (in mysterious ways). Paper prepared for presentation at the IMF-CFD Conference on Financing for Development, Geneva 15–17 April. Available at: http://graduateinstitute.ch/files/live/sites/iheid/files/sites/cfd/shared/EVENTS/2015/IMFCFD_1517April/papers/Morrissey_Aid%20Effectiveness_Draft.pdf.

Nakhooda S, Fransen T, Kuramochi T, Caravani A, Prizzon A, Shimizu N, Tilley H, Halimanjaya A and Welham B (2013). Mobilising international climate finance: Lessons from the fast-start finance period. London, Overseas Development Institute, World Resources Institute and Institute for Global Environmental Strategies, Available at: http://www.odi.org/publications/7987-mobilising-international-climate-finance-lessons-fast-start-finance-period.

National Audit Office (2015). The choice of finance for capital investment. HM Treasury, London.

Ocampo JA, Kregel J and Griffith-Jones S, eds. (2007). *International Finance and Development*. London, ZED Books (in association with the United Nations).

OECD (2008). *Public-Private Partnerships: In Pursuit of Risk Sharing and Value for Money*. Paris.

OECD (2014a). *2014 Global Outlook on Aid*: *Results of the 2014 DAC Survey on Donors' Forward Spending Plans and Prospects for Improving Aid Predictability*. Paris.

OECD (2014b). *Development Cooperation Report 2014*. Paris.

OECD (2014c). DAC High Level Meeting: Final communiqué. 15−16 December 2014. Paris. Available at: http://www.oecd.org/dac/OECD%20DAC%20HLM%20Communique.pdf.

OECD (2015). Development aid stable in 2014 but flows to poorest countries still falling. Detailed summary of press release. Paris. Available at: http://www.oecd.org/newsroom/development-aid-stable-in-2014-but-flows-to-poorest-countries-still-falling.htm.

OECD/NEPAD (2005). Encouraging public-private partnerships in the utilities sector: The role of development assistance. Background paper for Roundtable 5 at NEPAD/OECD Investment Initiative, Entebbe, 25–27 May.

OECD and UNDP (2014). *Making Development Co-operation more Effective – 2014 Progress Report*. Paris and New York.

Pickering J, Skovgaard J, Kim S, Roberts JT, Rossati D, Stadelmann M and Reich H (2015). Acting on climate finance pledges: Inter-agency dynamics and relationships with aid in contributor states. *World Development*, 68: 149−162.

Poon D (2014). Development finance in China. A road less travelled. Geneva, UNCTAD (unpublished).

Posner P, Ryu S and Tkachenko A (2009). Public-private partnerships: The relevance of budgeting. *OECD Journal on Budgeting*, 1: 49−74.

Qian N (2014). Making progress on foreign aid. Working Paper No. 20412, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Quibria MG (2014). Aid effectiveness: Research, policy and unresolved issues. *Development Studies Research: An Open Access Journal*, 1(1): 75−87.

Shaoul J (2009). Using the private sector to finance capital expenditure: The financial realities. In: Akintoye A, ed. *Policy, Finance and Management for Public-Private Partnerships*. Chichester, Wiley-Blackwell: 27−46.

Sovereign Wealth Fund Institute (2015). Sovereign wealth fund rankings. Available at: http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings.

The Reality of Aid Management Committee (2010). South-South development cooperation: A challenge to the aid system? *Special report on South-South Cooperation 2010*. Available at: http://www.realityofaid.org/wp-content/uploads/2013/02/ROA-SSDC-Special-Report1.pdf.

UK Aid Network (2015). Leveraging aid. A literature review on the additionality of using ODA to leverage private investments. Available at: http://www.ukan.org.uk/wordpress/wp-content/uploads/2015/03/UKAN-Leveraging-Aid-Literature-Review-03.15.pdf.

UN-DESA (2015). *World Economic Situation and Prospects 2015*. United Nations publication. Sales No. E.15.II.C.2, United Nations, New York.

UNCTAD (2006). *Economic Development in Africa 2006 – Doubling Aid: Making the "Big Push" Work*. United Nations publication. Sales No. E.06.II.D.10, New York and Geneva.

UNCTAD (2010). *Economic Development in Africa Report 2010 − South-South Cooperation: Africa and the New Forms of Development Partnership*. United

Nations publication. Sales No. E.10.II.D.13, New York and Geneva.

UNCTAD (2011a). Enhancing aid effectiveness: From Paris to Busan. Note by the UNCTAD secretariat. TD/B/EX(53)/3, Geneva.

UNCTAD (2011b). Towards an international development architecture for LDCs. UNCTAD Policy Brief N° 20/G, Geneva. Available at: http://unctad.org/en/Docs/presspb201110_en.pdf.

UNCTAD (2013). *Economic Development in Africa – Intra-African trade: Unlocking private sector dynamism*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.2, New York and Geneva.

UNCTAD (2014). *World Investment Report 2014 – Investing in the SDGs: An Action Plan*. United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.1. New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2007*). *Trade and Development Report 2007: Regional Cooperation for Development*. United Nations publication. Sales No. E.07.II.D.11, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2008*). *Trade and Development Report, 2008: Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment*. United Nations publication. Sales No. E.08.II.D.21, New York and Geneva.

UNCTAD (*TDR 2013*). *Trade and Development Report 2013. Adjusting to the Changing Dynamics of the World Economy*. United Nations publication. Sales No. E.13.II.D.3, New York and Geneva.

UNFCCC (2009). Report of the Conference of the Parties on its fifteenth session, held in Copenhagen from 7 to 19 December 2009. United Nations Framework Convention on Climate Change. FCCC/CP/2009/11/Add.1. Available at: http://unfccc.int/resource/docs/2009/cop15/eng/11a01.pdf.

UNFCCC (2014). Report of the Conference of the Parties on its twentieth session, held in Lima from 1 to 14 December 2014. Decision 7/CP.20. United Nations Framework Convention on Climate Change. Available at: http://unfccc.int/resource/docs/2014/cop20/eng/10a02.pdf#page=14.

United Nations (2014a). *MDG Gap Task Force Report 2014:* The *State of the Global Partnership for Development.* United Nations publication. Sales No. E.14.I.7, New York.

United Nations (2014b). Trends and progress in international development cooperation. United Nations Economic and Social Council. E/2014/77, New York.

Water Justice (2014). Here to stay: Water renationalization as a global trend. Available at: https://www.tni.org/en/publication/here-to-stay-water-remunicipalisation-as-a-global-trend.

Winch G, Onishi M and Schmidt S, eds. (2012). Taking stock of PPP and PFI around the world. Summary of research report 126. The Association of Chartered Certified Accountants, London.

WEF (2014). Infrastructure investment policy blueprint. World Economic Forum, Geneva.

Wolf C, Wang X and Warner E (2013). China's foreign aid and government-sponsored investment activities: Scale, content, destinations, and implications. RAND Corporation, Santa Monica, CA.

World Bank (2009). *Global Monitoring Report 2009: A Development Emergency*. Washington DC.

Zhou Y (2010). The future of South-South development assistance and the role of the UN. Remarks at the OECD meeting of National Focal Points for Policy Coherence for Development, Paris, 1 October. Available at: http://www.oecd.org/development/pcd/46188961.pdf.

联合国贸易和发展会议

Palais des Nations
CH-1211 GENEVA 10
Switzerland
(http://unctad.org)

联合国贸发会议若干出版物

2014年贸易和发展报告

联合国出版物，出售品编号：E.14.II.D.4
ISBN 978-92-1-112877-2

全球治理和促进发展的政策空间

第一章 当前世界经济的趋势和挑战
第二章 迈向持续的经济恢复：政策选择评述
第三章 政策空间和全球治理：利害攸关的问题
第四章 政策空间与多边经济体系的起源
第五章 发展变化的全球治理机制下的贸易和工业政策
第六章 国际金融与政策空间
附件： 双边投资条约能否吸引外国直接投资流入发展中国家？
第七章 促进稳定和发展的财政空间：当代的挑战

2013年贸易和发展报告

联合国出版物，出售品编号：E.13.II.D.3
ISBN 978-92-1-112867-3

适应世界经济的变化动态

第一章 当前世界经济的趋势和挑战
附件： 世界经济备选方案
第二章 实现更加平衡的增长：在发展战略中让内需发挥更大的作用
附件： 转变增长战略：主要影响与挑战
第三章 为实体经济融资

2012年贸易和发展报告

联合国出版物，出售品编号：E.12.II.D.6
ISBN 978-92-1-112846-8

实现包容性和平衡增长的政策

第一章 当前世界经济的趋势和挑战
第二章 收入不平等：主要问题
第三章 收入不平等的演变：不同的时间角度和方面
第四章 全球化与技术的变化及其对国民收入不平等问题的影响
第五章 财政政策在收入分配中的作用
第六章 重新思考不平等问题的经济学与政治学

2011年贸易和发展报告 联合国出版物，出售品编号：E.11.II.D.3
危机后世界经济的政策挑战 ISBN 978-92-1-112822-2

第一章 当前世界经济的趋势和问题
第二章 金融危机的财政方面及其对公共债务的影响
第三章 财政空间、债务可持续性和经济增长
第四章 金融再监管与重组
第五章 金融化商品市场：最新动态与政策问题
附件： 商品衍生品市场监管改革
第六章 全球货币秩序与国际贸易体系

2010年贸易和发展报告 联合国出版物，出售品编号：E.10.II.D.3
就业、全球化与发展 ISBN 978-92-1-112807-9

第一章 全球危机之后：脆弱而不平衡的复苏
附件： 信用违约掉期
第二章 恢复全球平衡对就业可能产生的影响
附件： 恢复全球平衡对贸易和就业的影响模拟：技术说明
第三章 从宏观经济层面看创造就业和失业
第四章 发展中国家的结构变革和创造就业
第五章 持续增长、创造就业和减贫政策框架的修订

2009年贸易和发展报告 联合国出版物，出售品编号：E.09.II.D.16
应对全球危机
缓解气候变化与发展 ISBN 978-92-1-112776-8

第一章 全球危机的影响和短期对策
附件： 全球衰退加剧了粮食危机
第二章 商品市场的金融化
第三章 从危机中吸取教训：关于更安全更稳健金融体系的政策
第四章 国际货币和金融体系改革
第五章 缓解气候变化与发展

2008年贸易和发展报告 联合国出版物，出售品编号：E.08.II.D.21
商品价格、资本流动与投资的融资 ISBN 978-92-1-112752-2

第一章 当前世界经济的趋势和问题
第一章附表
第二章 商品价格飞涨和不稳定性
第三章 国际资本流动、经常账户差额和发展融资
附件： 扩张性和收缩性经常账户逆转相关决定因素的经济计量分析
第四章 国内融资来源和产能投资
第五章 千年发展目标的官方发展援助和经济增长
附件： 关于经济计量研究的详细资料
第六章 与发展中国家外债有关的当前问题

2007年贸易和发展报告

联合国出版物，出售品编号：E.07.II.D.11
ISBN 978-92-1-112721-8

区域合作促进发展

第一章 当前世界经济中的热点问题
第一章统计数据附件
第二章 全球化、区域化和发展挑战
第三章 “新区域主义”与南北贸易协定
第四章 发展中国家间的区域合作和贸易一体化
第五章 区域金融和货币合作
附件1 南部非洲发展共同体
附件2 海湾合作委员会
第六章 贸易物流、能源和产业政策的区域合作

* * * * * *

1981-2011年贸易和发展报告

联合国出版物，出售品编号：E.12.II.D.5
ISBN 978-92-1-112845-1

30年的发展与思考

第一部分 1981-2011年贸易和发展报告： 30年的发展与思考
1. 导言
2. 相互依存
3. 宏观经济学与金融
4. 全球经济治理
5. 发展战略：评价与建议
6. 展望

第二部分 关于“发展与思考：贸易和发展报告30年”的小组讨论
开幕词
Anthony Mothae Maruping
《贸发报告》的起源和思想演变
Richard Kozul-Wright的介绍性发言
Rubens Ricupero的发言
Yılmaz Akyüz的发言
《贸发报告》有关发展战略的提议
Taffere Tesfachew的介绍性发言
Jayati Ghosh的发言
Rolph van der Hoeven的发言
Faizel Ismail的发言
《贸发报告》的宏观经济论据
Charles Gore的介绍性发言
Anthony P. Thirlwall的发言
Carlos Fortin的发言
Heiner Flassbeck的发言
国际经济治理问题的演变
Andrew Cornford的介绍性发言
Jomo Kwame Sundaram的发言
Arturo O’Connell的发言
未来之路
Alfredo Calcagno的闭幕词
辩论总结

* * * * * *

反思金融危机后的发展战略

联合国出版物，出售品编号：E.15.II.D.9
ISBN 978-92-1-112894-9

第一卷：编写政策空间的案例

Alfredo Calcagno, Sebastian Dullien,
Alejandro Márquez-Velázquez, Nicolas Maystre和Jan Priewe编辑

导言

Alfredo Calcagno
反思全球金融危机后的发展战略

Jan Priewe
七项发展战略的比较

Eric Helleiner
恢复布雷顿森林体系的发展层面

Veerayooth Kanchoochat
中等收入陷阱和东亚奇迹的经验教训

Robert H. Wade
发展中国家工业政策的作用

Roberto Frenkel and Martín Rapetti
实际汇率作为一项宏观经济政策的目标

Rachel Denae Thrasher and Kevin P. Gallagher
捍卫发展主权：贸易体系中工业政策和金融监管的案例

2008-2009年金融和经济危机与发展中国家

联合国出版物，出售品编号：E.11.II.D.11
ISBN 978-92-1-112818-5

Sebastian Dullien, Detlef J. Kotte,
Alejandro Márquez与Jan Priewe(编辑)

导言

危机——传播、影响和特点

Jan Priewe
问题出在哪里？全球金融危机的其他解释

Daniela Magalhães Prates and Marcos Antonio Macedo Cintra
面对全球金融危机的新兴市场经济体

Jörg Mayer
商品市场金融化与商品价格波动

Sebastian Dullien
国际金融危机中的风险因子：从2008-2009年动荡中吸取的早期教训

危机——国家和区域研究

Laike Yang and Cornelius Huizenga
全球经济危机中的中国经济：影响与政策反应

Abhijit Sen Gupta
在全球衰退期间维持增长：印度的案例

André Nassif
面对全球经济危机的巴西和印度：直接影响和经济政策反应

Patrick N. Osakwe
非洲与全球金融和经济危机：影响、对策和机遇

展望未来——政策议程

Alejandro Márquez
施蒂格利茨委员会的报告：摘要和评论

Ricardo Ffrench-Davis
新兴经济体的宏观经济政策改革：从顺周期办法到逆周期办法

Jürgen Zattler
特别提款权在全球货币体系内外可能发挥的新作用

Detlef J. Kotte
金融和经济危机与全球经济治理

* * * * * *

全球经济危机：
系统失灵和多边补救措施

联合国出版物，出售品编号：E.09.II.D.4
ISBN 978-92-1-112765-2

贸发会议秘书处系统问题与经济合作工作组报告

第一章　危机预言
第二章　金融监管：今天有危机今天解决
第三章　商品期货交易金融化的管理
第四章　汇率制度和货币合作
第五章　共同努力克服系统危机

* * * * * *

这些出版物在世界各地的书店和经售处均有发售。请向书店询问或写信给联合国出版/销售科，地址： 300 E 42nd Street, 9th Floor, IN-919J New York, NY 10017, United States; 电话： +1 212 963 8302, 传真：+1 212 963 3489, 电子邮箱：publications@un.org, 网址：https://unp.un.org。

区域货币合作与促增长政策：
拉丁美洲和加勒比的新挑战

联合国出版物，UNCTAD/GDS/2010/1

第一章 问题出在哪里？拉丁美洲的增长和宏观经济价格分析

第二章 区域货币合作与促增长政策

第三章 区域支付体系与苏克雷倡议

第四章 政策结论

* * * * * *

金融化商品市场中的价格形成：信息的作用

联合国出版物，UNCTAD/GDS/2011/1

1. 此项研究的动机
2. 商品市场中的价格形成
3. 价格和基本面的近期演变
4. 商品价格形成的金融化
5. 实地调查
6. 政策因素与建议
7. 结论

* * * * * *

这些出版物可在以下网址中查阅：http://unctad.org。也可向联合国贸易和发展会议(贸发会议)全球化和发展战略司宏观经济和发展政策处出版助理室索要印本，地址：Palais des Nations, CH-1211 Geneva 10, Switzerland; 电子邮箱：gdsinfo@unctad.org。

贸发会议讨论论文

No. 222	July 2015	Ulrich Hoffmann	Can green growth really work and what are the true (socio-) economics of climate change?
No. 221	May 2015	Eric Helleiner	International policy coordination for development: The forgotten legacy of Bretton Woods
No. 220	May 2015	Martin Falk and Eva Hagsten	E-commerce trends and impacts across Europe
No. 219	March 2015	Piergiuseppe Fortunato, Carlos Razo and Kasper Vrolijk	Operationalizing the product space: A road map to export diversification
No. 218	Dec. 2014	Daniel Poon	China's development trajectory: A strategic opening for industrial policy in the South
No. 217	Nov. 2014	Yılmaz Akyüz	Internationalization of finance and changing vulnerabilities in emerging and developing economies
No. 216	April 2014	Andrew Cornford	Macroprudential regulation: Potential implications for rules for cross-border banking
No. 215	March 2014	Stephany Griffith-Jones	A BRICS development bank: A dream coming true?
No. 214	Dec. 2013	Jörg Mayer	Towards more balanced growth strategies in developing countries: Issues related to market size, trade balances and purchasing power
No. 213	Nov. 2013	Shigehisa Kasahara	The Asian developmental State and the Flying Geese paradigm
No. 212	Nov. 2013	Vladimir Filimonov, David Bicchetti, Nicolas Maystre and Didier Sornette	Quantification of the high level of endogeneity and of structural regime shifts in commodity markets
No. 211	Oct. 2013	André Nassif, Carmem Feijó and Eliane Araújo	Structural change and economic development: Is Brazil catching up or falling behind?
No. 210	Dec. 2012	Giovanni Andrea Cornia and Bruno Martorano	Development policies and income inequality in selected developing regions, 1980–2010
No. 209	Nov. 2012	Alessandro Missale and Emanuele Bacchiocchi	Multilateral indexed loans and debt sustainability
No. 208	Oct. 2012	David Bicchetti and Nicolas Maystre	The synchronized and long-lasting structural change on commodity markets: Evidence from high frequency data
No. 207	July 2012	Amelia U. Santos-Paulino	Trade, income distribution and poverty in developing countries: A survey
No. 206	Dec. 2011	André Nassif, Carmem Feijó and Eliane Araújo	The long-term "optimal" real exchange rate and the currency overvaluation trend in open emerging economies: The case of Brazil
No. 205	Dec. 2011	Ulrich Hoffmann	Some reflections on climate change, green growth illusions and development space
No. 204	Oct. 2011	Peter Bofinger	The scope for foreign exchange market interventions
No. 203	Sep. 2011	Javier Lindenboim, Damián Kennedy and Juan M. Graña	Share of labour compensation and aggregate demand discussions towards a growth strategy
No. 202	June 2011	Pilar Fajarnes	An overview of major sources of data and analyses relating to physical fundamentals in international commodity markets
No. 201	Feb. 2011	Ulrich Hoffmann	Assuring food security in developing countries under the challenges of climate change: Key trade and development issues of a fundamental transformation of agriculture
No. 200	Sep. 2010	Jörg Mayer	Global rebalancing: Effects on trade flows and employment

* * * * * *

贸发会议讨论论文可在 http://unctad.org网站上查阅，也可向联合国贸易和发展会议(贸发会议)全球化和发展战略司宏观经济和发展政策处出版助理室索取论文印本，地址：Palais des Nations, CH-1211 Geneva 10, Switzerland; 电子邮箱：gdsinfo@unctad.org。

调 查 表

《2015年贸易和发展报告》

为改进《贸易和发展报告》的质量和针对性，贸发会议秘书处乐于了解贵方对本出版物的看法。请填写以下问卷，然后将问卷寄往：

Readership Survey
Division on Globalization and Development Strategies
UNCTAD
Palais des Nations, Room E.10009
CH-1211 Geneva 10, Switzerland
E-mail: tdr@unctad.org

非常感谢贵方给予我们合作

1. 贵方对本出版物的评价如何？

	优	良	中	差
总体	☐	☐	☐	☐
问题的针对性	☐	☐	☐	☐
分析的质量	☐	☐	☐	☐
政策结论	☐	☐	☐	☐
编排方式	☐	☐	☐	☐

2. 贵方认为本出版物有哪些强项？

_____
_____
_____

3. 贵方认为本出版物有哪些弱项？

_____
_____
_____

4. 贵方使用本出版物的主要目的是什么？

分析和研究 ☐　　教育和培训 ☐
政策制订和管理 ☐　　其他(请说明) _____

_____

5. 以下各项中哪一项与贵方的工作领域最为接近？

政府 ☐　　公有企业 ☐
非政府组织 ☐　　学术和研究 ☐
国际组织 ☐　　媒体 ☐
私人企业机构 ☐　　其他(请说明) _____

6. 填写人的姓名和地址(可不填)：

_____
_____
_____

7. 贵方是否还有任何其他意见？

_____
_____
_____

Photo Credits: © Fotolia.com; WTO Photo Library: M. Crozet

Printed at United Nations, Geneva
1518644 **(C)**–June 2016–149

UNCTAD/TDR/2015

ISSN 0251-8015