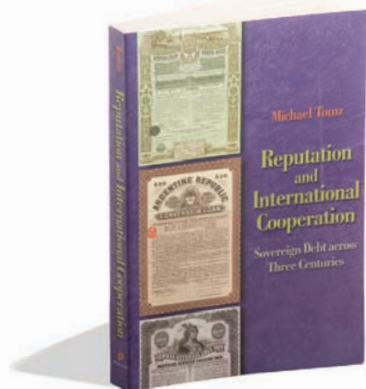


评

债务违约及其历史



Michael Tomz

信誉与国际合作

跨越三个世纪的主权债

普林斯顿大学出版社，2007年，328页，22.95美元（简装）

从Michael Tomz的著作《信誉与国际合作》中，读者能获得对主权债违约更长期的历史认识，从而肯定能够获益匪浅，这也是本书令读者感兴趣的地方。

本书第一章对有关主权债的令人烦恼的问题的不同看法进行了综合评述：国家为什么违约？为什么一些国家会一而再、再而三地违约？什么原因导致债务人值得欠债？第二章列示了构成Tomz称之为动态信誉模型的基本因素。他指出，这个模型有助于解释债务人和债权人的行为。在这个主要采用描述而不是计算方法建立的模型中，具有各式各样偏好的政府和不同类型的借款人并不完全表明是市场参与者。债务人因此形成了对借款人的看法（这种看法会随着时间的推移而更新），并用一个借款人的信

誉来识别其会不会举债以及会在什么样的利率水平上举债。他提出了一个便捷的方法，用以描述在一个既定时点上借款人的信誉——“坚定分子”（常常会还款的人），“无论什么情况下都属于中不溜的人”（情况好的时候会还钱，而情况不好的时候不一定会还钱）以及“令人生厌的人”（情况不好的时候不会还钱，有时候好年景时也会违约的人）——并用这种分类方法来理解这一模型与其他模型所预示的不同含义。

本书其他部分用一些令人印象深刻的、新的历史数据进行了各种实证性检测，使读者相信作者的信誉动态模型与3个世纪以来主权贷款和借款的数据是相符的。对于一部主要聚焦于过去而不是当今的著作来说，在按时间顺序叙事方面缺乏历史性的细微描述，这多少令人有些吃惊。本书绘制的历史画面严酷而且总是与信誉理论相一致。结果是再次忽略了历史证据与数据的重要性，或者对这种重要性轻描淡写，而这些证据和数据与本模型的预期并不相符，并有可能更符合于其他模型。

Archana Kumar，书评编辑。

这些缺陷在第六章中尤为明显。Tomaz在这一章中指出，1820—1913年间，政府代表债权人采取干预手段的事例实在太少，因而对债务违约的管制并不重要。首先，他仅仅考虑了军事干预。土耳其（奥斯曼皇帝）、希腊、埃及、突尼斯、塞尔维亚和利比里亚就是19世纪主权借款人的实例，它们在债务违约之后，便将财政管理权（从而也将自主权）转让给那些不喜欢债权人的政府。这种严厉的人为制裁型干预手段可见于19世纪末20世纪初的债权人政府。而Tomaz忽略了这一点，对干预措施的总体使用情况也言之不详，因而给读者的印象是，在19世纪，制裁一直是

对债务违约加以管理而被非常频繁地使用的手段。而且违约的时间与制裁手段的使用是不相干的。

其次，由于Tomaz对军事干预的分析中包括了1820—1869年这段时间，因而低估了制裁作为一种强制执行机制的有效性。19世纪初期，由于信息方面的问题，主权借款是一种普遍现象，这使得人们很难去评估为什么会发生国家债务违约。各国政府似乎也不愿意承担军事干预或者其他类型的严厉的人为制裁的责任，因为他们没有能力去评估国家何以沦入违约境地；而在信息不足的情况下靠“枪杆子”解决问题，在政治上简直过于代价高昂。但是，到了19世纪后半叶，国际金融的政治经济学理念发生了巨大变化，在这个极端帝国主义的时代，各国政府开始为捕捉新的殖民地而展开竞争，将世界的某些区域划为他们“代管”的领地。这样做的结果就是，这一时期的金融与战略考虑联系在一起。那么，人们能看到这样的证据也就不足为奇了：在1870—1913年间，当国家沦入违约境地时，严厉的人为制裁措施被广泛使用；的确，外国势力大约有1/3的机会去实施严厉的人为制裁。

最后，Tomaz在其分析中，把军事干预定义为一国使用武力、展示武力或者直接威胁其他国家的情景。根据这一定义，Tomaz的分析低估了对债务人行为的制裁所产生的真实效应，因为这一定义不包括主权债务人对武力威胁所“感受到的”效应。历史证据表明，主权借款人因为惧怕债权人政府的报复而力求避免违约，或者举借更多的债务。例如，在19世纪90年代的巴林危机（19世纪最严重的一次债务违约事件）中，外国干预的威胁影响到阿根廷解决与债权人的争端的决定，巴西也选择了重新安排这一时期的债务偿还期，部分原因是害怕一旦无力还款，其主权会处于

险境。巴西的债务人还认为，对于严厉的人为制裁威胁的感受导致许多国家即便在艰难的年景也要竭力避免违约。因而，Tomaz这项研究的其他部分通过将政府在好年景时与坏年景时的债务偿还情况混杂在一起，来为其信誉说寻找支撑的做法，就遭遇到了一个与其分量相等的显而易见的问题的困扰，这看上去就完全有道理了。Tomaz指出，各国即使在“坏年景”时也在继续还款，以便改善其信誉，而巴西在巴林危机中的反应则表明，由于惧怕制裁，一些国家在“坏年景”时也会还款。

也许，对于为什么债权人在较早时期能够得到还款的一个更加明确的例证是中美洲借款人对美国政府在1904年宣布的针对门罗主义的罗斯福推论的反应。根据这项公

告，西半球国家如果保持其偿债的金融义务，就不必担心美国的干预。但如果不遵守金融义务，美国将按照“国际警察”的方式行事，强制执行其求索权。

1905年，在圣多明各对外债违约，欧洲势力以干预相威胁之后，美国政府向圣多明各派遣炮舰，并接管了海关税收，以偿还对外国债权人的欠款，这一事例证实美国在实施这项政策公告中动了真格。作为回应，在随后的一年，由于债权人相信美国政府也会对其他地区采取干预措施，伦敦市场上中美洲和加勒比国家主权债的价格被哄抬上涨了74%。美国对圣多明各干预所产生的效应对债务人的行为产生了深刻的影响。该地区各国至此总共有长达140年的违约历史，它们与债券持有人达成协议，以便在欧洲

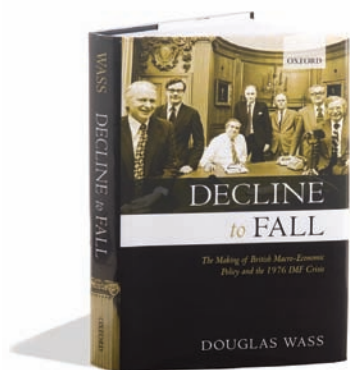
资本市场上发行新债。

正如决策者和历史学家清醒地意识到的，主权贷款是一个复杂的世界：国家为什么会违约以及对是否还款的选择，似乎是许多因素共同作用的结果。正如本书所明确指出的，信誉固然重要，但是，诸如制裁等因素也发挥着重要作用，而在一定历史时期里可能是决定性的作用。在论证信誉说的重要性，以解释过去3个世纪中的主权借款情况，并排除那些能够用其他模型更好地加以解释的特定历史时期方面，Tomaz则一反其仔细进行历史分析的做法。

Kris James

圣克拉拉大学与国家经济研究局
经济学副教授

令人不快的记忆



Douglas Wass

衰落

英国宏观经济政策的制定以及1976年的IMF危机

牛津大学出版社，2008年，399页，55英镑（精装）

1977年IMF与英国签订的备用协议对于IMF和英国都是一件大事。对于IMF来说，直至当时在基金组织持有份额居于第二位的英国，多年以来都是基金组织最大的贷款户。这也是IMF与工业国之间达成的最后一个安排之一。对于英国来说，正如《衰落》一书所指出的，基金组织通过这一安排，在解决爆发于1976年的危机方面“发挥了至关重要的作用”。

有关1977年在英国实施的基金组织支持的计划的情况，在以前的文献包括基金组织的官方历史以及英国的部长备忘录中已经讲述过。本书的主要新颖之处在于，它更多地基于最近披露的英国官方文献展开论述的。而谁又能拥有比作为英国财政部常务秘书的Sir Douglas Wass更好的条件去获得这些文献

呢？Wass是当时与IMF进行谈判的英方主要官员。较早前，在1967年实施的针对英国的IMF支持的计划期间，他是基金组织的英国执行董事。

Wass使用目前所能获得的文献，提供了一份有关1974—1976年期间英国宏观经济决策的详细历史，而该决策是基金组织支持的安排的先导。他使用一个又一个备忘录和一次又一次会议的文献，逐年讲述了名列榜首的重大政策问题（公共支出、汇率等等）的情况。仅凭这种描述方法就足以使本书成为研究这一段历史的学生的基本读物。但是，读者也会对本书有关20世纪70年代中期英国宏观经济政策的制定与演变的评述、作者关于这些决策的富有哲理的评判和评价感兴趣，尤其对财政部的工作。

20世纪70年代初英国的政策框架与当今的大不相同。财政政策是控制需求的主要工具，并同时以保持充分就业为主要目标，而货币政策则是财政政策的补充。通货膨胀更多地被看作是一个成本拉动的过程：通过需求手段对其1974年初曾达到的每年10%的通货膨胀水平加以抑制，肯定“需要花费很长的时间，而且会有大量失业”，这是不能接受的。遏制通货膨胀的主要手段是工资政策。Wass观察到，英格兰银行没有更多地涉足于控制通货膨胀。中央银行不是独立的，官方利率的变动受到了政治上的以及对财政脆弱性的担心的钳制。只是自1972年以来，英镑才实行了有管理的浮动。

1973年末和1974年初，这种框架由于通货膨胀压力而变得力不从心，并受到了双重创伤——第一次石油价格冲击以及保守政府收入政策的崩溃。后者是罢工和大选所导致的。罢工和大选使新的劳工政府执掌了权利。Wass看到了1976年危机正是起源于此，而且还起源于新政府的政策承诺。

1974年和1975年初，随着劳联被授予制定收入政策的权力，工资激增，年度物价通货膨胀上升了大约25%。财政赤字迅速升高，部分原因是政府想通过促进对工资水平的抑制来减少通货膨胀，因而采取了直接减少税收的手段，也有一部分原因是，基于对经济增长“不合常理的乐观”而做出的公共支出计划。Wass评价这种盲目乐观的假设，是在向危机迅速靠拢中，财政部的一个重大失误，尽管此时令人失望的增长业绩很难说是英国所面临的惟一问题。对外方面，在经常账户赤字扩大和国际竞争力受到侵蚀的同时，由石油生产商盈余的增长所促成的官方借款成为保持汇率

相对稳定的积极因素。这里对于官方政策之一的汇率政策——财政部的又一败笔，存在一种“态度上的困惑”。

Wass对1975年如何进行了重大的政策纠偏作了描述。随着财政赤字上升到相当于GDP的10%，政府对财政的重要意义给予了越来越多的关注。Wass认为这是英国财政政策的一个拐点：传统的“凯恩斯主义”需求效应此时“不再居于核心地位”，而且即使在经济疲软时，也采取了减少赤字的措施。对预算控制系统也进行了重大改革，这些改革带来了1976年的好转。此外，在1975年中期，劳联开始推行的工资增长“准则”也使当时的通货膨胀降低了。Wass将这种情况描述为控制通货膨胀的“分水岭”，尽管鉴于劳联的态度居于其他政策因素之上，摆平此事花费了巨大的成本。

1976年初的前景则不全是暗淡的。在外部融资方面，财政部的一份备忘录告诉人们，“我们应该能够非常安逸地渡过1976年”。这种看法被证实是过于乐观了。对英镑的压力在1975年就一次次地出现，而在这一年的后期，在不会招致大量条件限制的前提下动用了IMF的提款。1976年，由于英镑余额的官方持有人将其资产组合多样化，压力进一步增加了。财政措施也没能缓解这种压力，到了这一年的9月，英国政府向基金组织提出了订立新的备用安排的申请，这种安排可能附带更多必需的条件。该安排显然是围绕着重对英镑的不断翻新的压力作出的，这种压力使得国库大臣都没能参加在马尼拉举行的IMF—世界银行年会。

英国与基金组织官员接下来会谈的主要议题是财政调节和汇率。尤其关于财政调节，据Wass称，

由于英国官员认为基金组织制定财政程序的方法不适用于英国经济，这种讨论变成了“在逻辑上不会形成一致意见的讨论”。英国官员怀疑为货币增长制定目标的依据，怀疑有关在一个拥有发达的金融体系的国家中，财政平衡与国内信用扩张之间存在联系的假设。然而，基金组织也有更多的意见是与Denis Healey大臣相一致的。Healey同意，现有财政政策中的货币扩张可能会加剧通货膨胀，尽管他对基金组织所寻求的调整规模存在不同看法。最终，双方的分歧缩小了，部分原因是基金组织同意，只有在计划实施的第二年经济增长率超过一个确定的比率，才能采取英国当局所承诺的财政手段。

Wass将这一协议描述为对于Healey和对于基金组织工作组牵头人Alan Whittome来说都是一个“巨大的私了架构”。协议的公布迅速对英镑起到了“惊人的利好”影响，使英镑储备大大扩充，利率则降低了。在基金组织准许英国提取的8笔款项中，英国只需提取两笔，并且很快就得以偿还。Wass看到，在基金组织同意采取的任何措施生效之前，危机就已经化解了：转变是一个信心问题。其后的数据显示，由于先前采取的措施，尤其是1975年的一系列改革，公共支出受到了抑制，而计划的公共支出总额也不经意地被“超量”削减了。1977年，公共支出在不伤及英国在基金组织支持的计划下做出的整体财政承诺的情况下，被大量取消了。因此，在Wass看来，主要由于对其改变了情绪的市场摆出“图腾崇拜姿态”，计划所同意的支出削减变得重要了。

Graham Hacche
IMF对外关系部副主任

阿根廷：坦齐纪事



Vito Tanzi

阿根廷经济纪事

世界上最富裕的国家之一何以福祉不再

Jorge Pinto出版公司，纽约，2007年，164页，19.95美元（简装）

Vito Tanzi曾长期担任IMF财政事务部主任，非常了解阿根廷。在过去40年里，他曾造访阿根廷30来次，在这里居住的时间加起来有一年多。本书是从他对阿根廷的周期性访问与接触的视角归纳出的一部阿根廷历史。尽管坦齐论述的重点是阿根廷的经济与财政问题，但本书所涉及的范围较为宽广。

《阿根廷：经济纪事》自始至终是一部观赏性极强的传记，讲述的是作者与总统和部长、艺术家和学者、政治家和记者以及出租汽车司机和意大利移民邂逅的故事。本书汇集了一个欧洲来客对阿根廷40年来的印象，试图阐释该国的文化与历史，反映许多意大利移民在这块土地上的命运，描述这块土地叹为观止的自然之美（这既不是本书的全部内容，也绝没有戏谑之意），讲述了常来的国际访客在这里（无法回避）的经历，包括罢

工、骇人的空中旅行以及食物中毒事件。

坦齐一定也喜欢阿根廷，因为这个国家曾激发其得出“坦齐效应”（阿根廷通常称之为“奥利维拉效应”，以纪念布宜诺斯艾利斯大学的Julio Olivera教授，他也写有关于这一时期财政时滞情况的著作）的灵感。坦齐效应阐释了在高通货膨胀情况下，税收收入下降的真实价值，它是经常发生的税收征收时滞（例如取得收入之时与缴纳所得税之时之间的时滞）的后果。随着通货膨胀的升高，这种时滞意味着在政府取得税收之时，这些钱的购买力就已经贬低了，这些钱远不足以购买货物或者支付薪水（这通常表明通货膨胀上升速度快于税收收入速度）。在通货膨胀率适度的情况下，坦齐效应可忽略不计；而当通货膨胀率达到三位数以上时，其效果是毁灭性的。而不幸的是，阿根廷完全印证了坦齐有关财政滞后效应的观察与估计。

尽管本书没有谈论技术问题，也没有使用什么图表与公式，但坦齐还是严肃地试图解释阿根廷经济为什么会莫名其妙地处于长期下降的困境。他注意到，100年前，阿根廷的出口占世界出口总量的7%，而其人均GDP高于法国，也比意大利高两倍之多。阿根廷经济史是一部未发掘的历史。什么原因导致了这幕经济悲剧？坦齐的答案非常简单，是财政管理不当。自庇隆政府20世纪40年代开始建立过头的福利国家以来，该国就不再有能力平衡其财政账户。这导致了连续数十年的通货膨胀，其间还不时夹杂着毁灭性的恶性通货膨胀，原因是中央银行是弥补财政失衡的最终资金来源。当1991年阿根廷采用了一项能够预防中央银行为政府赤字融资，并能有效地消弭通货膨胀的货币制度时，财政失衡导致了政府债务爆炸性的积累，并以2001年底

声名狼藉的主权债违约而告终。这也是本书可能非常具有争议的地方。坦齐认为，20世纪90年代IMF向阿根廷提供的贷款要对债务的累积负主要责任，它导致了金融危机。任何一种认为IMF在当时已经向阿根廷提出了告诫的想法事实上细微之处的差别都多于共同之处，但这并不能改变这一事实，即在当时全球的私人市场都在为向阿根廷提供诺大一笔需求量几乎无尽头的贷款而发愁。就算市场收取比IMF高的利率，但此举是否能够阻止阿根廷继续借款和支出？

但是，该国账本长期不能实现平衡的最终原因究竟是什么？许多人把责任归咎于糟糕得出名的纳税人申报制度。Rudi Dornbusch借用“阿根廷人是讲西班牙语的、意大利裔的、认为自己是英国人的人”这句玩笑话指出，“阿根廷的问题是，工会是英国人组成的，而纳税人则是意大利人。”然而，单用文化并不能解释纳税人申报情况糟糕的原因。即使在芬兰，一个税率极高而几乎不强制实行申报制的体制，也会使纳税人文化扭曲。事实上，随着时间的推移，税收收入有了极大提高，随着20世纪90年代经济增长率的提高和通货膨胀的下降（坦齐效应的另外一面），人们至少对1989年由坦齐率领的一个IMF代表团提出的建议给予了部分的信任。不幸的是，政府支出增长较多还是较少，是与税收收入保持一致的，财政失衡的现象并没有结束。坦齐认为，“阿根廷是一个在长期内妄想着公共支出水平能比其做出的准备或者比融资能力（通过税收或者其他原始的收入）高的社会。”为什么会这样？阿根廷经济莫名其妙的下降还是无法说清楚。

Eduardo Borensztein
IMF研究部顾问