

债务网

两次世界大战期间债务形势表明，复杂的主权债务网会加剧金融危机

马克·德·布洛克、艾拉·达步拉·诺里斯、尼古拉斯·安德、
玛丽娜·马林科夫

20 世纪 30 年代初，随着大萧条的加剧，世界经济运行的关键因素国际资本流动枯竭。原因众说纷纭，常见的猜想有：投机者和银行不计后果的行为、错误的货币政策、严重的汇率失调。只有少数人认为，不可持续的财政政策和主权债务勾销是导致资产市场崩溃和全球金融流动中断的主要原因。然而，在 20 世纪 20 年代和 30 年代早期，欧洲政府收到的资本流入往往比私营部门更多（见图 1）。

IMF 编制了一套特殊的新数据，在工具层面记录了主权债务，借助此数据，我们仔细研究了债务网——多数由一战导致——在两次世界大战期间将世界主要经济体相连。我们发现，投资者对财政政策和主权债务偿还的可信度的担忧虽然不是导火索，但也加剧了与大萧条相关的金融动荡的严重性和持续性。

我们对两次世界大战期间的研究表明，外部

主权债务能够破坏全球金融周期，尤其是当它们处于复杂的金融网的节点上时。正如 2008 年的全球金融危机和 2010 年的欧元区危机一样，投资者信心的丧失，流动性枯竭导致的主权债务市场动荡以及政府对金融部门的干预，都加剧了外部债务负担。因此，两次世界大战期间的这一时间段不仅为理解 2008 年的危机提供了一个生动的视角，也有助于识别和解释当今的脆弱性。

第一次世界大战以后的数年，各国都面临高额主权债务和不利的宏观经济环境。多数国家采取措施减少赤字，刺激经济增长。英国奉行限制性的财政和货币政策，压低价格，以求恢复战前平价的金本位制。与此相反，奥地利和德国最初未能实现财政和货币改革，走上了恶性通胀之路。意大利、日本、法国（某种程度上）试行了资本管制和金融抑制——政府控制银行或操纵货币市场。

承销商和银行扮演了重要的营销和风险承担角色。

这些策略与 2008 年危机之后的几年的策略如出一辙：希腊重组了公共债务，冰岛和塞浦路斯实行了资本管制。希腊、意大利、葡萄牙和西班牙的银行大幅增持了本国国债。尽管这种所谓的“本土偏好”有助于降低政府的借贷成本，并在承压之际提供财政喘息空间，但也掩盖了风险的代价，就像在两次世界大战期间那样。

复杂的网络

两次世界大战之间的主权债务的相互联系要比单从净头寸中推断出来的要多（见图 2）。其形式多种多样：

- 在战争期间和战后，同盟国政府和中央银行之间的借贷：官方外债也包括德国及其他战败国赔款。这又增加了一层相互联系，正如同盟国的债务偿还取决于德国的赔款支付一样。

- 20 世纪 20 年代，向外国市场的私人投资者出售的主权债务大幅上升：承销商和银行在债务发行中扮演了重要的营销和风险承担角色。例如，摩根大通对于在美国市场上发行外国主权债务起到了重要作用。

- 由借款人而非主权国家将债务出售到国外，尤其是出售给美国投资者的情况在 20 世纪 20 年代也在增加：德国鼓励私营部门、州政府和地方政府大举外债，以增加外汇来支付赔款。

这些相互联系的表现形式使得全球金融体系易受主权债务压力的影响。连续多轮的多边和双边谈判增加了更多的联系。每一项协议都会免除一大部分债务，并为大部分债务发行新债取代旧债，从而加剧了债务网的复杂性。这与 2008 年的危机有很重要的相似之处，当时公共杠杆的累积——借更多的债用来还债——使全球金融体系更容易受到冲击。

在两次世界大战期间，许多国家不得不在国外发行外币债务，因为它们国内缺乏完善的金融市场。这让它们容易遭受风险，即如果本国货币贬值，它们的债务价值将会上升，增加了违约的可能性。这种情况与近期新兴市场危机中的资本流入突然停止的案例有相似之处，如 20 世纪 80 年代和 90 年代阿根廷、巴西和墨西哥所遭遇的危机。

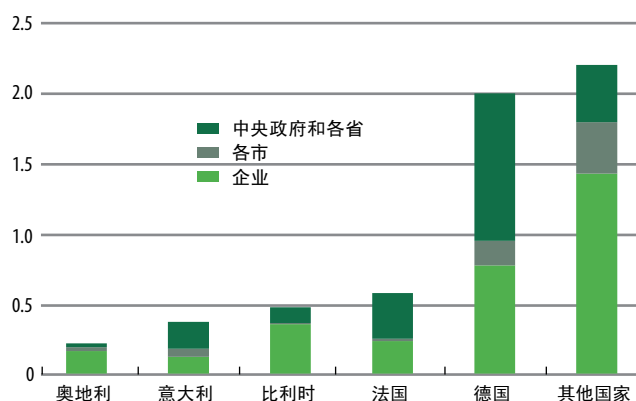
当参与各方都依赖单个节点时，债务网中的传染风险就会增加，就像 20 世纪 20 年代的情况一样。仅德国一国就给债务网带来了巨大风险。第一次世界大战后的几年里，各种迹象越来越清晰地表明，如果没有某种形式的救济，德国将无法偿还包括赔款在内的债务。这并没有阻止法国、意大利和英国将自己的债务偿还与德国的赔款支付相联系。

图1

一笔巨款

欧洲各国政府比私营部门向海外借了更多的债。

（1919—1932年间的债务流入，以10亿美元计）

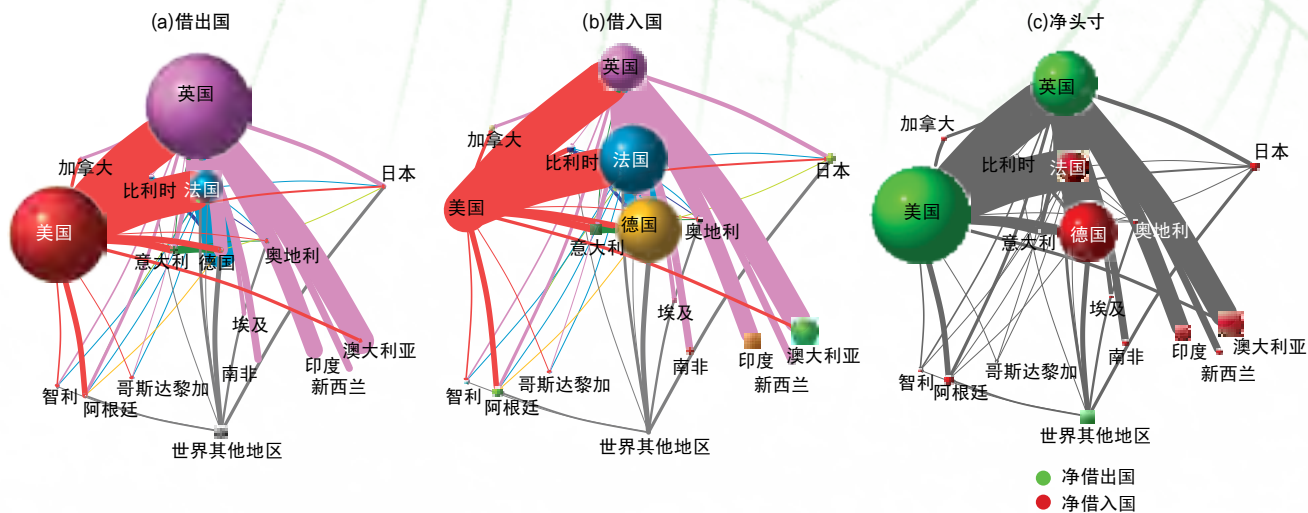


资料来源：国际联盟，1943年，Europe's Capital Movements 1919-1932: A Statistical Note；以及作者的计算。

图2

债务节点

1931年的外债网由几个大国主导，包括法国、德国、英国和美国。



资料来源：De Broeck等人，即将发表。

注：每条连接线的宽度代表未偿债务的数量，节点大小代表未偿债务存量。图(a)表示由主权国家借入，图(b)表示借给主权国家，图(c)为净头寸（金额转换成美元，图中所有换算因数相同）。净借出国（借入国）指向其他国家借出多于借入（借出少于借入）的国家。

系统性风险

连续几轮关于削减德国债务的谈判都是基于过于乐观的经济假设，并没有考虑到经济严重衰退的可能性，如出现大萧条。换言之，以德国赔款为中心的风险在国际金融网中变成了系统性风险。德国太重要了，绝对不能倒下。当1931年国际资本流动突然中断，切断了新资金时，主权债务长期累积的脆弱性达到了顶点。一些主权国家再也无力借新债来偿还外债，不得不停止了支付。到1933年，它们已经勾销了大部分外债，转而依靠向国内银行出售内债。如今，高额主权债务和金融网中的大型全球和地区节点也可能向金融体系传递和放大冲击。

在两次世界大战期间，单个持有巨额债务的债务人所面临的普遍风险通过几个渠道扩散到了私营部门。第一，20世纪20年代的双边和多边谈判产生了向债务国提供的新债，这些债务一般由私人投资者承担。因此，相关国家想要保护这

些投资者免受主权债务违约的影响。

第二，承销商的核心作用，包括公共和私人承销商，只让局面更加错综复杂。那时的外部主权债券的营销和处置是一门微妙的艺术，甚至比现在更加微妙。在两次世界大战期间，政府经常聘请私人承销商（摩根和罗斯柴尔德）来管理发行，保证最低限度的购买率，从而承担金融风险。有些时候，中央和政府控制的银行也充当承销商。法国、德国、意大利、日本和英国都严重依赖其货币发行机构来影响债券价格，在国内外营销主权证券，充当承销商，并与政府分担一些风险。

第三，或有负债扩大了主权债务风险。20世纪20年代，德国曾鼓励地方政府和州政府向海外私人投资者借债。地方政府和州政府不能偿还债务时，这就滋生了道德风险和主权债务。1931年，奥地利接管了该国最大银行集团——奥地利信贷银行的部分外债。

这些主题与最近的全球金融危机也有相似之处：私人、公共银行以及主权国家都直接或间

当时没有有效的框架来防止贸易保护主义。

接被置于政府违约风险的危险之中。错综复杂的财政金融联系引发了一系列问题：如何最有效地减少主权债务？债务减免是否是可取？

薄弱的机构安排

20 世纪 30 年代初，债务网解开，由于缺乏有效的多边平台，主权债务的解决变得更加复杂。国际联盟未能充当一个真正的全球性机构，部分原因在于美国没有批准 1919 年的《凡尔赛和约》，也没有加入这个新成立的机构。这意味着，美国无法通过国际合作来处理大萧条带来的全球影响，凸显了大国退出国际协议和国际机构的危险。

全球最终贷款人的缺失进一步加剧了脆弱性。当国家停止支付时，国际清算银行就缺少了干预的工具。国际清算银行成立于 1930 年，旨在从外部加强对德国还债的约束，该机构在 1931 年中期提供了紧急贷款，但无法提供长期贷款。当时也没有有效的国际框架来防止 20 世纪 30 年代初的贸易保护主义、不加协调的货币贬值和贸易战。国际联盟当时并没有如今 IMF 所拥有的贷款工具；它充其量只能帮助设计和协商国内调整方案，协调各国政府给予私人贷款的担保。因此，托马斯·拉蒙特和小约翰·皮尔庞特·摩根等知名银行家介入，填补了空白，并非正式地代表美国。一些陷入困境的政府求助于“金钱医生”，即来自私营部门的国际银行家和金融顾问，他们通常是大国的非官方使者。这种安排在 20 世纪 30 年代初破裂，形象地说明了国际合作的好处。

通过研究两次世界大战期间的情况，我们已经看到，在缺乏有效的国际机构的情况下，含有大量共同风险的复杂债务网将会加剧全球金融体系的风险。第二次世界大战刚刚结束之后，包括

IMF 在内的新的国际机构，以及新的财政支持安排——尤其是马歇尔计划——纷纷建立，以应对两次世界大战期间暴露出来的缺点。自那以后，虽然建立机构和监管制度方面已经取得了进展，但我们仍应继续加强这种架构，以免两次世界大战期间的危机再次发生。^{FD}

马克·德·布洛克（MARK DE BROECK）、艾拉·达步拉·诺里斯（ERA DABLA-NORRIS）、尼古拉斯·安德（NICOLAS END）和玛丽娜·马林科夫（MARINA MARINKOV）分别是 IMF 财政事务部副处长、处长、经济学家。

参考文献：

De Broeck, Mark, Nicolas End, Marina Marinkov, and Fedor Miryugin. Forthcoming working paper on interwar database and financial linkages, International Monetary Fund, Washington, DC.

本文是 IMF 有关两次世界大战期间的主权债务项目的一部分。它基于一个记录工具层面的主权债务的数据集，包含同盟国和协约国的数据，以及部分英联邦国家在 1913—1945 年期间的数据。该数据集提供了代表主要主权债务工具的详细的时间序列。作者与纽约大学的 Thomas J. Sargent 教授和布兰迪斯大学的 George Hall 在该项目上展开了合作。