

培养 全球金融合作



当前的危机凸显了加强全球金融架构的紧迫性

巴里·艾肯格林

新冠疫情是对全球经济的一次终极压力测试，对新兴市场和发展中经济体而言更是如此。早期，人们期望着这种病毒可能会绕过低收入国家，因为它们与世界其他地区的空中交通联系较少，人们也曾期望，在那些过去有过疫情的国家，例如撒哈拉以南的非洲，这种病毒能够被控制住。但这些期望都落空了。我们现在知道，这种病毒威胁着全球每一个角落。此外，即使在那些能够避免深度卫生危机的国家，其所遭受的金融影响也十分严重。

在新冠疫情实际进入发展中国家之前，金融冲击便已经发生了。2020年2月至4月，超过1000亿美元的金融资本从新兴市场和前沿市场流出，其规模是全球金融危机前3个月的5倍。世界银行预测，2020年海外侨汇将再减少1000亿美元，是此前危机期间的4倍。今年的全球贸易预计将比2009年下降得更快。全球经济衰退导致大宗商品价格暴跌，与此同时，新兴市场和发展中经济体的货币兑美元汇率出现下跌。

这是一次前所未有的冲击。作为应对，各国政府出台各种紧急支出计划，为家庭和企业提供援助。新兴市场央行纷纷降息，有些甚至购进证券。在各种措施的保障下，疫情冲击给经济和金融体系造成负面影响最终比预期的小了一些。

对新兴市场而言，这种政策响应是前所未有的。这和它们在此前危机中被迫采取的行动正好相反。这种反差表明，新兴市场在积累财政空间和抗击通胀的信誉方面取得了进步。这些新兴市场央行所采取的行动就是一个迹象——它们采用了正式的通胀目标制，将其作为一种增强信誉的手段。在2020年的前5个月，这些央行比那些没有设定通胀目标的央行能多降息40—50个基准点。

这并不是否认融资压力的存在。但是，一些人曾预测的债务违约、汇率暴跌以及金融体系崩

溃的浪潮并没有成为现实。至少目前还没有。

美元的主导地位

新兴市场和发展中经济体避免了最坏的情况，但这并不意味着它们避免了困境。新冠疫情的金融影响凸显出全球金融架构仍存在缺陷，也强调了纠正这些缺陷的必要性。

首先，这场疫情提醒了我们，全球经济（尤其是新兴市场经济体）在国际流动性方面是多么依赖于美元。在国际银行间市场上，银行拆借需要大量使用美元。全球85%的外汇交易都使用美元。美元毫无疑问是最重要的贸易计价和结算工具。出售给外国投资者的债券也绝大部分以美元计价。

当银行借贷时，各国可以通过持有美元储备来避免流动性突然短缺。近几十年来，各国央行和政府在这个方向上取得了重大进展，这也是由疫情所引发的美元短缺和金融危机没有发展得更严重的原因之一。

但是，之所以没有出现破坏性的美元稀缺现象，一个更重要的解释是美联储采取了非同寻常的行动——它为外国央行提供了美元互换和美国国债回购便利，从而迅速填补了美元缺口。美联储购买了一系列固定收益资产，为金融市场注入了大量流动性，并将信贷息差拉回到危机前的水平。寻求高收益的投资者除了新兴市场以外别无选择，新兴市场的债务是美联储没有购买的少数固定收益资产之一。这在很大程度上解释了为什么在度过最初的紧张时期之后资本会回流到新兴市场。

虽然美联储的有力行动防止了全球金融市场失灵，但人们从中也看出国际金融的一个不足之处。美联储只向部分国家提供货币互换，而且其选择标准并不透明。同样不确定的是，在未来的危机中，联邦储备委员会是否还会这么有预见性



并采取同样的行动。

于是有人建议，美联储（或许还有其他发达经济体的央行）应该将提供货币互换的决定权委托给一个立场公正的仲裁者，比如 IMF。由于各国央行不是 IMF 的成员，这个决定最终需要各国政府来做，而这就将是一个问题了。各国政府，尤其是主要国际货币发行国政府，不会倾向于将其央行资产负债表的控制权拱手让给国际社会。

IMF 和世界银行的作用

提到 IMF，就会指向新兴市场和发展中经济体的另一个美元来源：IMF 贷款便利。面对疫情，IMF 迅速采取行动，创设了一种用于提供流动性援助的新便利——短期流动性额度 (Short-term Liquidity Line)，同时加强了对现有机制的利用，包括一些准许在尚缺少成熟规划的前提下发放贷款的机制。在 2020 年上半年，这一机制收到了 100 多项紧急资金请求。

IMF 的总体贷款能力被限制在 1 万亿美元以内。这个数字可能不足以应对本次疫情产生的全部影响以及接下来可能出现的各种情况。IMF 通过对其多边和双边借贷安排的重新谈判，其中包括“新借贷安排” (New Arrangements to Borrow)，避免了资源的缩水。但是，通过增加份额来进一步提升其可用资源规模的相关努力未能见效。此外，尽管官方和学术界发出广泛呼吁，但尚未就新的特别提款权分配问题达成绝大多数国家的必要协议。在份额总检查的背景下开展 IMF 治理改革以及加强特别提款权的国际作用，这将是一些长期存在的问题。新冠疫情危机提醒我们，以上工作尚未完成，而这削弱了全球金融安全网。

作为 IMF 姐妹机构的世界银行可以将新冠疫情债券作为其对应对危机的贡献。2017 年，为了应对在西非暴发的埃博拉疫情，世界银行在多个发达经济体捐助国的财政支持下发行了面向私人投资者的疫情债券，用于为受大规模疫情影响的国家提供紧急金融援助。就当时来看，这一工具

似乎非常适合帮助贫穷国家抵御卫生相关的冲击。

然而事实并非如此。现在看来，这些债券被过度设计了；它们的文件异常复杂，以至于投资者和政府都弄不清它们具体说了些什么。在疫情暴发足足 132 天后，在全球确诊病例达到 200 多万例后，触发付款的严格条件才得到满足。触发付款的变量之一是在国家层级确诊和报告的病例数，而贫穷国家是最没有能力对感染者进行精确检测的。新冠疫情债券和灾难债券不同，后者是当发生涉及一个或数个国家的飓风或地震时进行赔付，而新冠疫情覆盖全球，因此引发了许多同步赔付。结果，这些债券的投资者便眼睁睁地看着自己的投资损失殆尽。

世界银行在 2020 年曾有另一个与疫情相关的计划，但显然发展中经济体和投资者对这一机制已经避之不及，这导致世界银行最终不得不放弃这一计划。建立某种形式的疫情金融保险，这种想法在概念上是合理的，但要想找到令人满意的机制显然并非易事。

债务的处理

最后，在大宗商品价格和全球贸易崩溃的情况下，低收入国家还面临着偿债的挑战。基于这些现实，IMF 于 2020 年 4 月向 29 个曾接受贷款的低收入国家进行债务减免，在先期未来 6 个月内延迟偿还债务。此外，IMF 总裁克里斯塔莉娜·格奥尔基耶娃 (Kristalina Georgieva) 还呼吁那些向低收入国家提供双边贷款的政府和私人部门债权人允许债务人暂停偿还债务。继财政部长和央行行长会议之后，二十国集团发表了一项宣言，即“G20 行动计划” (G20 Action Plan)，表达了对这些倡议的支持。

然而，这些倡议还面临着集体行动的问题。对于官方双边债权人来说，如果其他国家的政府未能采取同样的行动，那么其单方面暂停还款行动就没有什么意义。在这种情况下，债务人只能得到有限的救济，而参与该项倡议的政府则将最终为债务埋单。



自 20 世纪 50 年代以来，官方团体一直通过巴黎俱乐部 (Paris Club) 解决这一问题。巴黎俱乐部是一个债权国集团，最初由七国集团成员国政府组成，俱乐部主席是一名法国财政部官员。遗憾的是，中国现在不是二十国集团成员，而中国对贫困国家所持有的涵盖在二十国集团倡议之内的官方双边债务超过了所有其他债权国的总和。中国已同意采用与巴黎俱乐部相同的债务减免条款，但尚不清楚这一承诺是否也适用于国有银行和国有企业的贷款。外界甚至不清楚贫困国家政府总体上欠中国官方部门多少钱。如果中国成为巴黎俱乐部的正式成员，所有这些问题会更容易解决，但可惜它还不是。这是未能更新全球金融架构以适应 21 世纪现实的又一个失败案例。

在私人债务方面，债权人已将制定条款和组织谈判的任务外包给机构投资者协会——国际金融协会 (IIF)。这种做法有点像把狐狸扔进鸡舍里。IIF 警告新兴市场，假如其试图重组债务，未来可能无法再入市融资。IIF 警告称，机构投资者需要对其客户负责，而不是对政府或国际社会负责。阿根廷曾尝试对其政府债券进行重新谈判，但事情最终因不同债券的合同条款相互冲突而搁浅，这反映出债券合同缺少统一的标准。拒不让步的债权人在解决问题的道路上设置了障碍，阻碍了事件的进展。

现有的特设机制没有能力处理大量的债务重组。市场缺乏一个国际机制，甚至没有一个标准的程序来应对债务重组的浪潮，这是显而易见的。

未来的计划

那么，就金融架构而言，我们从新冠疫情危机中学到些什么呢？它提醒我们，韧性始于国内的制度建设和资源布局。拥有财政空间的政府在需要时能够将其派上用场。在通胀预期稳定的国家或地区，央行能够为金融市场和经济提供支持。现在已有数量惊人的新兴市场（以过去危机的标准来看数量惊人）能够实施支持性政策。这种能力反映了它们在建立更稳健的货币、财政

和金融机构方面所取得的成功。

但国际层面的经验就不那么令人振奋了。跨境金融交易仍然以美元为基础。我们有理由认为这种情况会改变，但没有理由认为它会在短期内改变。尽管对美元的需求是全球性的，但其供给仍然只是国家性的：它以美联储的政策为基础。美元也有其他潜在的来源，尤其是 IMF，如果该组织拥有更多的资源，它可以通过现有的规划和贷款机制提供更多获取美元的渠道。另一种可能是重新分配特别提款权。遗憾的是，目前各相关方尚未就如何实施这一改革达成共识。

这次危机提醒我们，韧性始于国内的制度建设和资源布局。

尽管新冠疫情债券的表现令人失望，但利用金融工具和市场来防范此类风险的想法是合理的。或许可以简化这类工具的设计并增加捐助者提供的补贴成分，这可以使它们对政府和投资者更具吸引力。问题是，这是否足够？

最后，有必要加强与债务问题处理有关的安排。巴黎俱乐部的结构应该更新，以适应 21 世纪的现实情况。官方机构应该在重组私人债务的谈判中发挥更大的作用。它们可以为此类谈判设定标准，也可以鼓励监管机构强制要求机构投资者遵守这些标准。政府和监管机构可以要求在贷款合同中加入相关条款（所谓的“单一集合”条款，single-limb aggregation），鼓励在大流行病或其他全球危机来袭时进行快速重组。它们可以禁止不含此类条款的债券交易。这个策略可能会奏效。如若不然，呼吁采取更严厉的手段，包括为主权国家设立某种国际破产法庭的呼声就会重现。FD

巴里·艾肯格林（BARRY EICHENGREEN）是加州大学伯克利分校的 George C. Pardee and Helen N. Pardee 经济学和政治学教授。