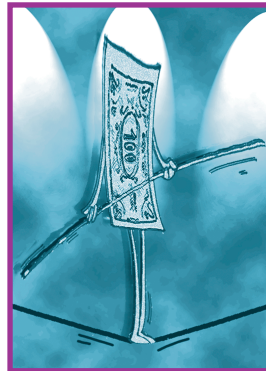


道德危害

基金组织的融资是否会助长
借款人和贷款人的草率行为？

Timothy Lane
Steven Phillips



©国际货币基金组织, 2002年

丛书编辑
基金组织对外关系部
Jeremy Clift

封面设计及排版
Massoud Etemadi, Jack Federici
和基金组织制图科

ISBN 1-58906-144-6
ISSN 1020-8399

2002年3月出版

如欲订购基金组织出版物, 请联系:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.
电话: (202) 623-7430 传真: (202) 623-7201
电子信箱: publications@imf.org
互互联网址: <http://www.imf.org>

前言

编写“经济问题”丛书是为了向广大的非专业读者介绍基金组织工作人员进行的一些专题性经济研究工作。丛书的素材主要选自基金组织的工作文章（由基金组织工作人员和访问学者撰写的技术性论文）以及与政策有关的研究文章。

本期“经济问题”取材于2000年10月的国际货币基金组织工作文章第WP/00/168号，原文题为“基金组织的融资是否会带来道德危害？”。原文载有所引论文的出处。读者可向基金组织出版服务处购买原文（10.00美元）或从基金组织网站www.imf.org下载。本小册子由Jacqueline Irving编写。

“道德危害依然令人担忧。如果人人都深信基金组织保证债权人能收回债务，则私营机构在贷款和投资上就会草率行事或至少丧失应有的审慎。”

国际货币基金组织
第一副总裁安妮·克鲁格
2001年11月在美国华盛顿特区
美国企业研究所
对全国经济学家俱乐部的讲话

基金组织的融资是否会带来道德危害？

道德危害是保险效应分析中经常用到的术语。道德危害是指：正是由于提供保险，反而会增加发生被保险事故的可能性。原因在于保险的存在会削弱被保险人采取预防措施的积极性。以下是几个简单的例子：

- 房主为住宅投保之后，就不象以前那样注意锁门；
- 车主为车辆投保之后，开车没有以前小心；
- 一个人有了健康保险之后，就不象以前那样注意身体。

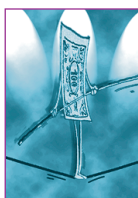
在金融领域，经济学家和政策制定者的争议是：象国际货币基金组织（基金组织）这样的机构提供融资是否会导致道德危害。也就是说，基金组织对发生金融危机的国家扮演贷款人的角色是否会助长借款人和贷款人采取增加危机发生可能性的行为方式？

过去几年爆发了一系列困扰新兴市场的金融市场危机。对此有些分析家提出，基金组织的融资有时确实会导致银行和其他金融机构在贷款上草率行事。他们认为：这些金融机构确信如果出了问题，基金组织总是会向有困难的国家伸出援手，因此在贷款时对风险不给予充分的考虑。此外有人还提出：如果各国知道在危机时总可指望基金组织的帮助，就会削弱各国及时采取危机预防措施的积极性。最近在讨论国际金融体制结构改革方案以及基金组织应承担的角色时，道

德危害也成为突出的问题。

由于基金组织的融资有助于控制危机造成的总经济损失，因此这种融资很可能助长借款人和贷款人承担本来不会承担的风险。但这并不一定是问题。正相反，基金组织的宗旨之一就是“在具有充分保障的前提下，向成员国提供暂时性普通资金，以增强其信心”。重要的问题应该是：基金组织的融资是否会助长借款人和贷款人过度或草率的冒险行为，以及这种额外的风险与基金组织融资在缓解危机影响方面的收益相比是否弊大于利。基金组织融资所带来的一个好处是，在流动性危机中可缓解因债权人不惜代价竞相退出所带来的集体行动问题。要回答这些问题，就会引出另一个关键的问题：基金组织在危机之前对借款人和贷款人行为的影响所造成的道德危害有多大？

尽管道德危害已成为政策研讨中的热点问题，但是关于道德危害的实证意义的研究以前很少，最近才开始增多。本文探讨了基金组织融资所带来的道德危害程度的一些初步证据。



道德危害探源

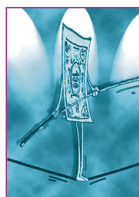
首先，基金组织的融资怎么会带来道德危害？道德危害是一个前瞻性的概念：金融市场之所以存在道德危害，是因为借款人和贷款人现在认为如果未来发生不良事件，一定能

够得到融资，所有才会采取冒险行为。

谈到基金组织的融资可能带来的道德危害，必须强调指出：基金组织的融资并非采取简单的现金给付形式（象保险公司理赔给付那样）。基金组织的融资形式是提供需要还本付息的贷款。因此如果把基金组织提供的融资比作保险公司理赔给付的话，那么其“保险赔偿金”的金额就等于有关国家从其他渠道借款的利率（发生危机时可能非常高）与基金组织贷款利率（此利率与工业化国家的市场利率挂钩）之间的差额。

可以将债权人的道德危害（可能表现为贷出的意愿增强）与债务人（即借款国）的道德危害（表现为采取风险预防措施的积极性下降）区别开来。基金组织提供的融资带来的道德危害，可能是在债务人一方，也可能是在债权人一方，或者两方都有，具体要看受融资影响的是债务人、债权人、还是双方都受影响。

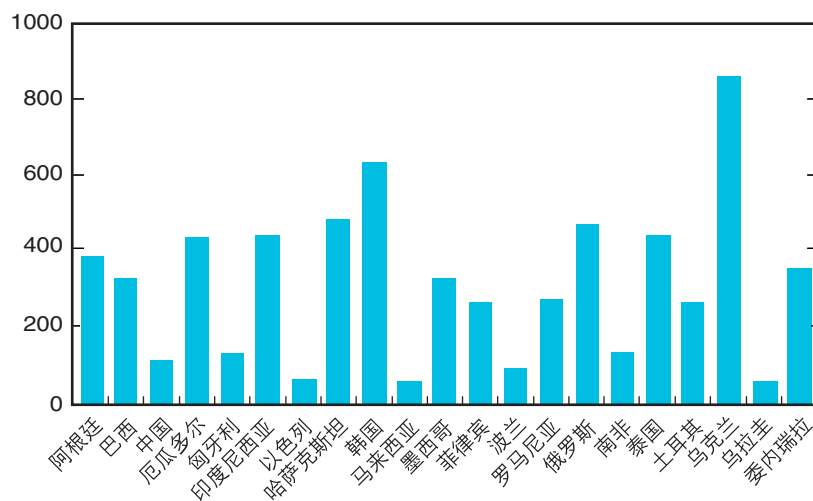
要确定基金组织的融资是否导致道德危害的难处在于，不知道在没有融资的前提下会出现什么结果。如果没有基金组织，融资有困难的国家可能不得不尝试其他对策，其中可能包括（但不限于）外债违约。例如，一个国家可能放任本国货币进一步贬值，增强出口竞争力，放手让通货膨胀吃掉更多本国货币债务。只要了解在没有基金组织的融资时会选择什么样的对策，就可判定基金组织融资规划提供的融资对各类债务的回报会带来什么样的不同影响。



债权人是否确信基金组织会伸出援手？

只要研究一下利率数据和利差（这些数据可作为预期风险的衡量指标），很快就会发现，关于投资者所面对的道德危害的极端观点是根本站不住脚的。有违约风险的债券的收益率与没有违约风险的债券（例如美国国债）的收益率之间的利差表明的是，要使投资者持有风险较高的债券必须以多少额外的利息回报作为前提，因此，它既反映投资者风险认识的变化，也反映发行人信誉的变化。某国债券违约的风险越大，该债券的收益率与相同期限美国国债收益率之间的利差也就越大。如果私人债权人真的深信基金组织完全担保其

图 1.
美元面值债务的收益率差
(单位：基点；截至1998年12月31日)

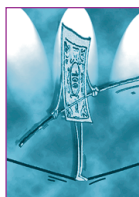


资料来源：Bloomberg。

注：收益率差的计算方法是比较美国国内美元面值债务和到期日相似的美国国库券。

成员国偿还债务，则意味着所有成员国（或至少被认为“大到不可能破产”的成员国）在以同一种货币借款时，利率应该是一样的。事实当然不是如此：在现实当中，在不同国家以美元借款时，利率相差很大。例如，图1所示为1998年年底21个新兴市场国家的利差统计数字（以基点表示，一个基点即一个百分点的百分之一。）事实是，俄罗斯和巴西尽管被认为是“大到不可能破产”的国家，却属于利差最大的几个国家。

另外，危机期间利差往往增大，这一点也可证明存在“完全担保”的看法是站不住脚的。危机的发生也进一步证明市场参与者并不认为基金组织的融资能消除风险。显然，市场认为基金组织和其他官方融资是有限的，并且/或者取决于不可预测的变化。当然这也不能证实对立的极端观点，即基金组织的融资规划对债权人能否收回债务绝无影响。



能否从“新闻”看出有无道德危害？

也可以用“新闻”或“事件研究”的方法来探讨道德危害问题。这种方法的第一步是：确定哪些事件向市场传递的新信息可能曾影响市场对于未来基金组织提供融资的可能性的判断。这种方法通过分析日常数据和利差在短期内的变化，力图将与基金组织有关的新闻与其他因素区分开来。如果投

资者真的认为基金组织是否提供融资对其投资的风险度有重大影响，则可预期二级市场的债券价格会对此类新闻作出即刻反应。

当然，这种方法也有其局限性，尤其是无法区分道德危害（即对经济行为的不良影响）与基金组织在减少危机的实际经济损害方面产生的良性影响。这一点偏向于为道德危害的存在提供证据。此外还可能出现一种情况，即上述方法所确定的某些事件并不完全是“新闻”，因为市场事先可能已预见到这些事件。这一点会削弱发现道德危害的能力。

归根结底，事件研究法本质上揭示的是基金组织所引发的道德危害的程度变化，而不是道德危害的存在与否。因此，这种方法特别适合用于研究90年代对基金组织贷款产生影响的政策变化是否导致了道德危害增加。

首先看90年代的几个“事件”。其表现形式都是在金融危机开始时宣布新的基金组织融资规划。1994年末到1995年初的墨西哥具有特别的研究意义，因为墨西哥被认为是几年后亚洲危机的重要预演，甚至是直接的导火索。1995年2月批准给墨西哥的备用贷款金额为178亿美元，无论是按绝对金额，还是按成员国在基金组织的份额计算，都是有史以来为单个成员国批准的最大金额。

基金组织对墨西哥融资规划的规模（或其他方面）是否改变了债权人对自己在未来危机中的境遇的预期？这一时期的数据表明，从1994年12月末起，利差急剧增大。接下来，1995年初几次宣布新的基金组织融资规划并没有起到阻止利差进一步增大的作用，更谈不上使利差迅速回到危机爆发前的水平。因此，对于这个案例，运用事件研究法并不显示有道德危害。

值得注意的是，1994-95年墨西哥发生的事件看来并没有影响几个亚洲新兴市场的债券利差：利差在墨西哥开始陷入金融困难时没有增大、在基金组织对墨西哥融资规划获得

批准时没有缩小、在获得批准前发布公告时也没有缩小。这表明大多数投资者并不认为对墨西哥融资规划与亚洲新兴工业化国家的信誉有任何关联。

下面再来看1997年基金组织批准与泰国、印度尼西亚和韩国的大型财务安排以及与此相关的六次公告是否产生了道德危害。基金组织当时分别批准向这三个国家提供高达39亿美元、101亿美元和210亿美元的贷款。

前三次公告是在1997年10月危机全面爆发之前，但利差并没有因此发生显著变化。第四次公告之后，J.P. Morgan新兴市场债券指数（EMBI）利差略有增加。如果存在道德危害，应该是利差缩小。最后两次公告（都是关于韩国的公告）发布之后，利差虽然都出现下降，但是下降幅度小到没有意义。因此，从这个案例看，还是没有证据表明基金组织的介入（此处是介入亚洲）为新兴市场的投资者普遍带来了新的信心。

金融市场对基金组织贷款限额（即除异常情况外基金组织对一个国家的最高贷款限额）变化的反应是另一个可能的道德危害指标。对单个年份的融资以及多年累积融资都有最高限额，两者都以该国在基金组织所占份额的百分比表示。按道理，当基金组织的贷款限额提高时，如果市场认为这是基金组织计划增加贷款金额的信号，则可能会增加道德危害。如果考察一下市场对1994年10月提高年贷款限额（占成员国份额的百分比从68%提高到100%）的反应，我们就会发现并没有道德危害增加的迹象，因为利差并没有缩小。

现在，我们再考察一下市场如何对基金组织资金总量的变化作出反应。1997年9月和2月以及1998年2月，基金组织发布的新闻稿指出，基金组织准备增加成员国的份额。该决定本该使人们认为基金组织更有可能扩充资金来源，然而新兴市场的利差并没有发生显著的下降。相反，1999年1月最终宣布已完成份额增加时，利差还有相当大幅度的增大。

但是不能因为有上述市场反应，就轻易地说基金组织会导致道德危害的论点是错误的。上述市场反应也可能意味着投资者在很大程度上已经预见到份额的增加。

进一步考察对市场更具有新闻特点的事件所引起的反应，对说明这个问题可能会有帮助。在增加份额的整个过程中，争取基金组织最大的股东美国的批准也许是最大的障碍，原因是开始时缺乏美国国会的支持。考虑到这一点，美国国会于1998年10月全面批准增加份额也许是这个过程中最有新闻价值的事件。另外，美国国会给予该项批准时正值基金组织的流动性状况出现严重不足，即将对未来贷款产生限制作用，因此市场可能认为这项批准将抵消这种限制作用。这起事件发生时，利差的确出现大幅度下降，这似乎说明基金组织提供融资的可能性带来了一定程度的道德危害。

但是不能轻易下这个结论。证据毕竟还不是非常可靠，因为与正常的短期波动相比，观察到的利差下降幅度并没有异常之处。在这件事情上，有关美国批准的新闻是逐步发布的，在正式批准前几周就反复暗示即将通过，而不是一次性地突然宣布。这就可能需要一个较长的“窗口”，以便全面观察新闻引起的反应。但是窗口越长，就越难把份额增加造成的影响与其他同期事件造成的影响区分开来，特别是10月15日美国联邦储备委员会突然宣布减息的事件。

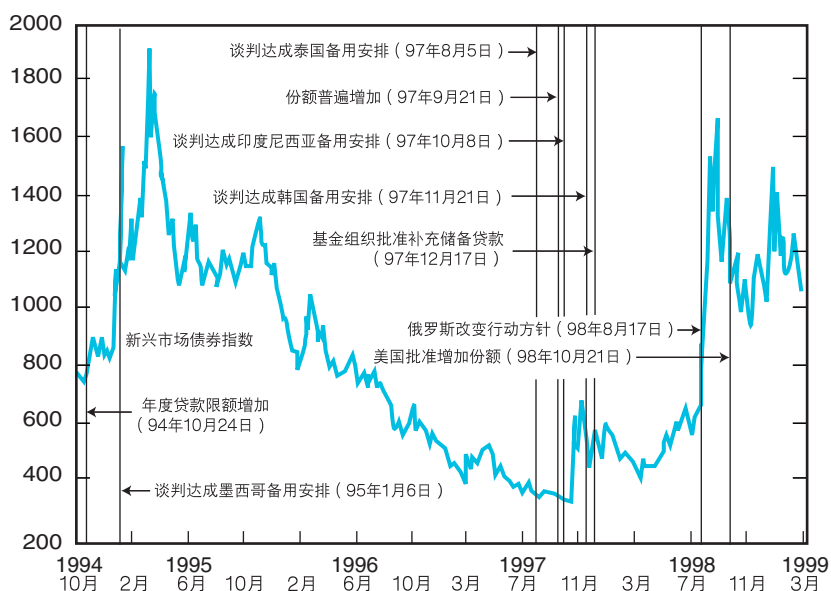
以上讨论的所有事件都可能向市场发出基金组织贷款政策将要放宽的信号——因而都可能增强投资者的信心。然而，除其中一起事件之外，这些事件发生时新兴市场的利差均未出现大幅度的缩小（参见图2）。

最后来分析俄罗斯。1998年8月，俄罗斯货币贬值，国内公债实际上发生部分违约。这可能向投资者发出了令人担忧的信号。尽管8月之前俄罗斯已经有出问题的迹象，但是俄罗斯违约对市场无疑是一条新闻。实际上，在俄罗斯危机爆发之前，有一些投资者已大谈“打道德危害牌”，即利用

俄罗斯“大到不可能破产”这个概念牟利。当时一些观察家指出，1998年6月和7月基金组织向俄罗斯发放信用贷款以及批准进一步增加贷款即证明了俄罗斯“大到不可能破产”的地位。然而，1998年8月的事件使人们对于基金组织将继续提供必要的信用贷款、让俄罗斯坚持下去的任何期望都灰飞烟灭。

在这个案例中，“新闻”并不是基金组织采取的什么行动，而是人们意识到基金组织没有采取行动使俄罗斯避免采取8月17日宣布的措施，以及之后基金组织没有迅速采取应急行动注入新的资金。

图 2.
1994年10月至1999年3月的收益率差



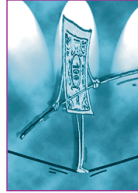
资料来源：J.P. Morgan。

虽然违约事件前两个月内有关基金组织和俄罗斯的公告似乎对债券市场并未产生影响，但在俄罗斯于8月17日发布新闻前后，利差实际上普遍大幅度增大。在新闻发布后的几天，利差的增大尤为显著。当然，俄罗斯债券利差增大本身也是造成新兴市场债券指数利差暴涨的部分原因，但是利差的大幅度增加是普遍现象。

对于以上事件，可以这样来解释：1998年8月，基金组织和其他官方渠道不向俄罗斯提供新的融资，为债券市场上了令其不安的一课，从而减小了道德危害。反过来，这也说明的确存在一定程度的基金组织引发的道德危害。但是俄罗斯以外的利差之所以增大，至少部分原因是（各种渠道的）传染效应所致，或是因为这次事件“唤醒”了投资者对主权债务风险的意识，而不是因为基金组织引发的道德危害有任何特别的下降。

从上述这些事件的分析中我们能得出什么结论呢？首先，我们完全可以排除最极端形式的道德危害，即投资者确信基金组织会向投资者提供全面担保（即使对于“大到不可能破产”的国家也是如此）。至于道德危害的程度，则存在一些模棱两可的证据。但是，如果对照道德危害的一些主要理论特征来检验实际数据，则并未发现确凿的证据。值得注意的是，没有证据表明基金组织自墨西哥危机以来的行动导致道德危害水平上升到划时代的新水平。

与此同时，必须认识到以上只是初步结果。由于很难将有关事件的影响与其他因素区分开来，因此事件研究法有明显的局限性。此外，有些新闻可能让人认为基金组织降低了提供融资的条件，因此可能使新兴市场国家更愿意借债。如果情况的确如此，而且对利差造成的影响迅速出现，则可能抵消债权人贷款意愿增强带来的影响，从而难以察觉道德危害。对于这种可能性，可能要通过分析对新兴市场的融资数量和利差加以研究。



基金组织的贷款规模是否会带来严重的道德危害？

投资者为什么可能认为基金组织不会担保其投资安全？原因可能是以下两者之一或两者都是：投资者可能无法确定基金组织是否会提供融资，或者投资者可能怀疑这样的融资是否能保护其投资。基金组织融资的规模如何？融资是否能确保其绝大部分投资（假定所有融资都用于该目的）？

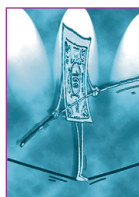
为了预测基金组织未来可能提供的融资金额，私人投资者也许应注意基金组织对成员国的贷款限额。贷款限额取决于成员国的认缴份额（即出资）。

但是，如何研究一下基金组织的融资记录，就会发现贷款限额可能不足以作为预测的依据。在基金组织的大多数融资规划中，实际的贷款金额都远远低于最高限额。但是也有实际批准的贷款远远超过限额的例外情况（事实上这些例外情况最近已经引起争议）。另外，基金组织有时还将来自其他官方渠道的融资合成一揽子融资方案，金额远远超过其自身提供的融资。

在大部分备用贷款和中期贷款安排中，按年计算的基金组织贷款限额往往都很小：例如1997年，大多数备用贷款的限额都在成员国国内生产总值的 $\frac{1}{2}\%$ 至1%之间。考虑到通常的外债/国内生产总值比率，很难认为这种规模的贷款限额能让私人投资者相信基金组织能为其投资提供担保。即使是基金组织贷款限额特别巨大情况，上述结论也同样成立。

其他因素也会限制基金组织融资规划增强投资者信心的

作用。公开宣布的贷款数字只是初步的承诺，投资者并不能认为承诺的金额一定拨付，因为基金组织和其他官方融资通常都是分期拨付，并且取决于规划是否进展良好。双边融资有时并不按照原先宣布的方案兑现。即使在例外的情况下，基金组织的融资规模也不足以彻底挽救私人投资者，即使动用其他官方资金，情况也不没有显著变化。

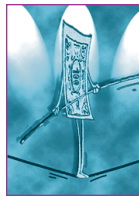


结论

不能轻率地否定基金组织融资带来道德危害的看法。本文一开始就肯定了一个观点，即只要基金组织融资规划的目的是控制金融危机的总经济成本，则由此产生某些道德危害成分（即债权人和债务人面对爆发危机的风险产生侥幸心理）增强基本上是不可避免的结果。但关键的问题不是道德危害是否存在，而是道德危害的程度如何。最极端的假设是：投资者深信发生金融危机时基金组织会提供完全的担保。然而最基本的证据表明这种假设并不正确，即使对于人们认为大到不可能破产的国家也是如此。

此外，本文还通过新兴市场最近爆发的几次金融市场危机说明某些观察家可能夸大了道德危害的作用。当然，这并不是否认在评估国际金融体制的改革方案时有必要考虑道德危害的影响。即使目前道德危害的实际影响不严重，但是随着贷款安排或市场机制的变化，也可能产生重要的实际影响。

此外，研究结果表明很有必要采取明智的措施，防止将挽救私人债权人作为基金组织融资的主要目的，近来吸引私人部门更多地参与解决金融危机就是此类措施之一。但是，并没有证据表明道德危害是非常严重的问题，因此不应该以此种看法作为制订有关政策的依据。只要还需要进一步的证据来确定道德危害的严重程度，就应该审慎行事，并将产生道德危害的可能性与基金组织融资在缓解危机影响方面发生的其他作用加以权衡考虑。



经济问题丛书

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer*. Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits*. 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work*. C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets*. Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows*. Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zulu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits*. Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications*. Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth*. Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*. Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring*. Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*. Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.

-
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
 18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
 19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.
 20. *Job Creation: Why Some Countries Do Better*. Pietro Garibaldi and Paolo Mauro. 2000.
 21. *Improving Governance and Fighting Corruption in the Baltic and CIS Countries: The Role of the IMF*. Thomas Wolf and Emine Gürgen. 2000.
 22. *The Challenge of Predicting Economic Crises*. Andrew Berg and Catherine Pattillo. 2000.
 23. *Promoting Growth in Sub-Saharan Africa: Learning What Works*. Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis, and Dhaneshwar Ghura. 2000.
 24. *Full Dollarization: The Pros and Cons*. Andrew Berg and Eduardo Borensztein. 2000.
 25. *Controlling Pollution Using Taxes and Tradable Permits*. John Norregaard and Valérie Reppelin-Hill. 2000.
 26. *Rural Poverty in Developing Countries: Implications for Public Policy*. Mahmood Hasan Khan. 2001.
 27. *Tax Policy for Developing Countries*. Vito Tanzi and Howell Zee. 2001.
 28. *Moral Hazard: Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders?* Timothy Lane and Steven Phillips. 2002.