

资本骤停的解决方案

IMF与各央行应一起努力解决金融危机

里卡多·里斯



IMF的主要功能是为遭遇私人资本流入突然停止的国家提供短期贷款。在这种情况下，如果孤立无援，遭遇资本骤停的国家就会面临汇率剧烈贬值，经济大幅萎缩，还可能导致外债违约。经验表明，这类事件会迅速蔓延到其他国家。有些针对资本骤停的保险措施是有价值的，哪怕其作用仅限于使一段时期内的资本外流变得较为平缓，避免“应急抛售”（以远低于市场价格变卖资产），以及防止危机蔓延。自1944年布雷顿森林会议以来，资本骤停的原因、特点和后果已经发生了变化，但IMF仍然延续了作为最后贷款人的角色。

银行也会成为另外一种资本骤停的牺牲品。如果银行需要资金进行长期投资，但又没有获取短期融资的渠道，银行就会受到拖累。在此情况下，银行就会求助于长期以来作为最后贷款人的中央

银行。

近年来，这两类资本骤停融合在一起。开展国际业务的银行经常会借入外汇用于开展境外投资。2007年，在美国的美元市场冻结之时，美国境外的有些银行遭遇了资本骤停。在发生资本骤停的国家，这类事件与跨境资本流动有关，但面临风险的是银行资金，而非主权资金。各国央行可随时扮演其角色，但其本币必须要兑换成外汇，而金融危机对于外汇市场的影响会导致借款成本飙升。

美联储提供的解决方案是与选定国家的央行签订美元互换协议。通过这种安排，美联储将美元借给这些国家的央行，然后各国央行将款项借给各银行，银行用这个钱作为投资资金。由于资本骤停涉及美元，美联储可提供所需资金，避免美元资产的应急抛售。由于需要资金的是境内银行，央行是自己国家的央行——这些银行都受央行监管，因此央行能够准确评估其偿付能力和提供的担保物——央行通过其借贷便利提供融资，并承担信用风险。结果，美联储持有其他国家的货币，因此美联储几乎不承担风险。如果借款偿还（实际总是如此），该货币绝不进入流通。

可通过两种互补方式评估这种央行互换协议的效果。其一，央行借贷便利会为私人贷款方收取的利率设定上限，从而降低了平均市场利率。实际上，相对于没有互换协议保障的货币，各种美元互换协议会大幅降低某个货币对于美元的基准。其二，相对而言，能够受益于央行互换协议

的银行更加愿意投资于美元金融资产，因为他们能够在发生危机时指望最后贷款人。数据显示，2011年在美元互换协议收取的利率下降50基点之后，在欧洲开展业务的金融机构将其投资大量转向美元债券。

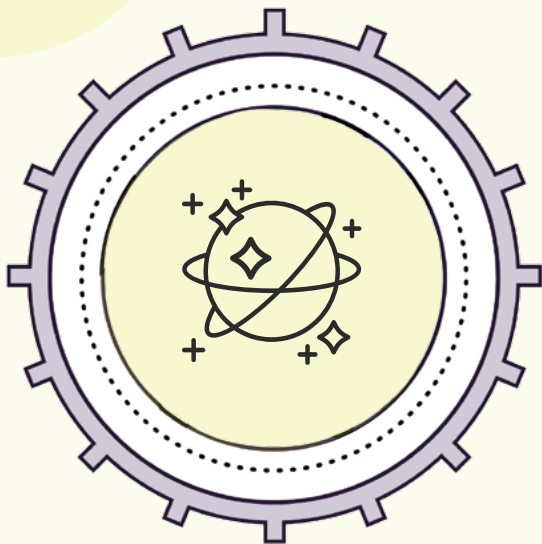
这些作为最后手段的贷款显然是央行份内的事情。与IMF不同的是，各国央行可迅速创造货币，评估各银行的偿付能力，判断担保物的质量。与IMF的贷款不同的是，互换协议并非对政府的贷款，不对公共债务货币化，无论境内或境外；互换协议使用担保物而非条件作为激励机制；互换协议给资金流入国央行造成常规的信用风险，但对于流出国央行的风险很小。

但是，未来IMF与各国央行在应对国际资本骤停时的角色不会有那么明显的区别。这是为什么呢？

首先，由于资本流动往往有各银行作为中间人，某国发生挤兑往往始于其国内银行发生挤兑。而且，在各银行持有大量本国政府债券时，就会出现恶魔循环，因此两者的偿付能力是相互关联的。在开始时可使用央行互换协议，但很快会求助于IMF，两者之间的区别在于时点。实际上，在2010—2012年欧元危机期间，欧元区受困经济体遭遇的资本骤停首先引发欧元区各国央行之间在TARGET II（欧元区的支付处理网络）余额之内开展借贷，但最终还是需要IMF贷款。

其次，央行借贷便利的目的仅仅是解决短期流动性问题，如果问题没有解决，就需要转向财政手段。倘若某家银行在很长时期内难以偿还央行借款，就会请求财政部门介入，安排用财政政策取代货币政策的救助方案。尽管各国央行努力向丧失流动性但具有偿付能力的机构提供贷款，但这些机构结果还是资不抵债。如果发生这种情况，问题就变成财政问题，也就涉及政府融资，而这是IMF的工作范畴。

再次，央行互换协议的数量快速增加。目前，这种安排大致可分为三类。第一类侧重于银行，如上文所述。第二类是中国人民银行与其他国家



央行签订的互换协议，这些国家有大量中国投资，或者有大型金融中心促成企业之间的双边贸易结算。第三类是东南亚国家提出的清迈倡议，该倡议在发生投机攻击时将外汇储备汇集起来；还有欧洲央行的汇率机制II安排，该项安排旨在支撑对于盯住汇率制的信心。第三类互换协议可作为IMF行动的无缝补充或替代；但是，互换协议是双边的，会经常更新，会受各国之间自主政治抉择的影响，因此在需要时可予以取消。

IMF在未来的互换协议和倡导多边主义方面能够发挥作用。美联储目前只有五份第一类互换协议仍然有效，并且全部是与发达经济体签订的，但许多其他国家的央行（尤其是在新兴市场）将从中收益，因为这些国家的银行和出口已经美元化。发达经济体的央行当然会担心，流入国的央行可能不承兑互换协议，而且如果汇率波动加剧，持有的外汇价值将下降。对于评估此类风险、选择适用于当前汇率的息差，以及签署这类合约，IMF是最适合不过的了。流出国的央行不承担任何风险，也不应该承担风险。倘若流入国央行及其政府违约，IMF要控制进入流通的本币数量、IMF的贷款金额，以及面临风险的IMF资本金额。IMF贷款与央行互换协议是非常不同的工具，但IMF可在央行互换协议中发挥作用，从而对IMF贷款进行补充。④

里卡多·里斯（RICARDO REIS）是伦敦政治经济学院经济学A. W. Phillips荣誉教授。