

失灵的 国际货币体系

威廉·R. 怀特

全球经济充斥着各种各样的不平衡，在现行（非）国际货币体系下，这些不平衡无法得到解决

当今全球经济的特点是存在着各种各样的不平衡，任何一种失衡都可能在未来引发经济危机。各种失衡是否皆因同一根源而起——国际货币体系的缺乏，这似乎是一个值得考虑的问题。我们只是不再拥有为全球长远利益着想而约束主权国家短期行为的国际公认为准则，这是事实。

一战前的金本位制度和二战后的布雷顿森林体系中都存在这样的准则，但40年前这些准则就不复存在了。如今只有欧元区实行了这种准则。但全球层面的货币体系并不存在。经济大国可以在不顾对他国影响的情况下追求短期利益，尤其是通过较低的利率和其他非常规货币政策方法刺激国内经济的增长，而且在多数情况下他们也的确是这样做的。这种行为使国内经济长期受到不可预测的后果的威胁，更严重的是，还可能会造成通货膨胀和其他方面的国内经济不平衡。此外，由于这类政策会导致各种国际经济失衡，所以可能会损害其他国家的长远最佳利益。

那么，全球整体经济的健康发展由谁来掌控？布雷顿森林体系瓦解之后，负责监督该体系的IMF接管了对其成员国行为的监督工作，并为有需要的国家提供有条件的援助。但一直以来IMF通过各种渠道表达了其对某些国家政策的

担忧，认为部分国家的政策不利于全球共同体的最佳利益。但是，对于很多大国来说，这些政策建议仅仅是建议而已。美国虽然是全球最大的国际债务国，但由于持续使用美元作为主要储备货币，所以具有采取行动的 freedom。而就债权大国方面而言，IMF对其政策的影响一直非常有限。

全球经济不平衡

说到全球经济不平衡，经济学家可能会指出许多不同的问题。其中一个长期存在的问题就是经常账户的不平衡，即一个国家的国际支出和收入间的差距。经常账户衡量商品和服务的净进口额和出口额、收入（如薪水和红利）和转移款项（如汇款和养老金）。从定义上看，经常账户的盈余和赤字相当于净资本流动。其风险在于，存在大额经常账户赤字的国家会让流动资本来源国丧失信心，最终导致汇率危机的发生。这类危机一般会产出和就业带来危害。令人奇怪的是，尽管美国一再受到潜在危机的警告，但这个从20世纪60年代起就出现经常账户赤字的国家却始终未发生任何汇率危机。相反地，欧元区国家间经常账户不平衡的严重加剧却最终导致了危机的爆发，粉碎了单一货币区不可能发



生这种危机的信念。

第二种全球经济不平衡与跨境资本流动总额有关，近年来受到了越来越多的关注。人们认为跨境资本流动总额的优势在于游资——从一个国家的投资者流动到另一个国家投资者的以追求最高额回报为目的的资金，无论流入还是流出，游资都可能给小国造成巨大的破坏。事实上，20世纪90年代末的东南亚金融危机已经让我们清楚地看到了货币错配所带来的问题——资产主要为本国货币计价，而债务（如贷款）则以外国货币计价——这会破坏整个银行系统。借债方收入所得以本国货币计价，如本国货币贬值，那么以外币为主的贷款价格变得更加高昂，难以偿付。而且，这些流动资本的来源国也会相应受到严重的影响。简言之，如果债务国（以外币借贷的国家）无力支付，债权国就无法收回还款。

就债权大国方面而言，IMF对其政策的影响一直非常有限。

全球经济的不平衡可能最终会促使各方从全球层面上对国内经济失衡进行观察，人们之前认为这种国内经济不平衡只会出现在美国等少数发达市场经济体。这种国内经济的不平衡是如何从几个少数大国传播到其他国家的？主要发达市场经济体放宽货币政策用于支持国内经济增长的同时，也给规模较小的发达经济体（如瑞士）和大部分新兴市场经济体的货币带来向上的压力。出于多种原因，这些国家的政府和中央银行也通过放宽货币政策作出响应，因此助长了贷款和债务的累积。结果，20个发达市场与新兴市场经济体集团（二十国集团）的非金融债务水平与GDP的比率从2007年的210%增长到2014年年末的235%。并且大部分增长都出现在新兴市场经济体中。2008—2009年间，这些经济体被视为应对全球金融危机的解决办法，现在他们似乎又变成全球经济问题的负担。

一个存在缺陷的非系统

当前（非）国际货币体系的各种不足基本上体现了上述不平衡的定义。除非我们能够弥补下文所述的所有不足之处，否则危机仍会重演。

首先，不存在自动的国际调整机制。原则上讲，在自由浮动的外汇市场中，外债账户和/或经常账户赤字庞大的国家，其货币应面临下行压力。越是

疲软的货币，出口价格越低廉，这就应该会促使生产转型，进而满足国外的需求。因此，应采取政策措施降低国内需求，使生产向满足出口需要的方向转型。盈余较大的国家会出现相反的压力。这些措施的顺序可进行有序调整，以便先行阻止盈余和赤字国家中不平衡的持续加剧，避免危机的发生。

但实际上，这些力量通常要经过相当长期的阶段才能发挥作用。那种认为依靠自由浮动汇率就能轻松解决经常账户不平衡的想法是不切实际的：

- 汇率的变化对债务国和债权国的长期关系似乎毫无影响。在短期动量交易中，交易者买进或卖出货币以兑换其所预期的币种，这将会持续增加或减少货币的价值，受这种交易的驱动作用，汇率可能会持续多年偏离基数水平。

- 汇率的变化并不总是或者至少不会很快引起理想的生产能力的转型。例如，近期日元和英镑的贬值未能带来预期的出口量增长。

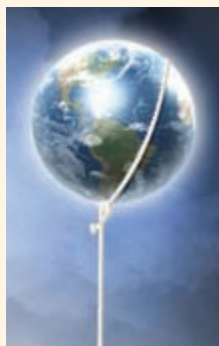
- 国内政策无需以任何方式反映一个国家的外部定位。美国是全球最大的国际净债务国，但为应对更加疲软的总需求，美国采取了更多的刺激内需的政策，对于这种情况，目前我们仍然无力阻止。与之类似，日本、中国和德国都是债权大国，但这些国家通过进一步扩大出口来应对更加疲软的总需求，目前也没有任何力量能够阻止这种做法。从长远来看，近期所采取的降低欧元和日元价格的措施没有带来良好的效果，反而可能会在中国引发同样的行为。

第二，发达经济大国货币政策的溢出效应具有破坏性。由于美国利率低，且存在众多以美元计价的国际贷款，其他国家的长期利率与美国利率的关联不断加强。因此，对其他国家消费的直接促进作用影响了当前生产的商品和服务以及资产的价格。部分学术观察家认为能够让这些国家恢复些许自治权的唯一方法就是资本管制——对资本的流入和流出施加不同类型和不同力度的限制。

再者，货币刺激似乎弱化了投资者的风险感知。在全球金融危机爆发前，这种情况导致了跨国银行的借贷增长速度大于资本的增长速度（即增长杠杆），推动了面向较小国家的借贷业务的发展。自金融危机以来，国际清算银行已经观测到资产管理企业对国际资本流动的支配力日益增强，这些企业购买新兴市场中企业发行的债券。这些债券中的大部分（尤其在拉丁美洲和东南亚）均由离岸金融中心发行，以美元计价。如果美元不断上涨，那么货币错配问题的幽灵会再次降临。而且，这些资本流入加之专为控制汇率而制定的政策，会加剧通货膨胀及与新兴市场经济体中快速信贷扩张相关的其他不平衡。

有人认为从发达市场经济体到新兴市场经济体

的溢出效应会非常明显，并且为受影响国家提出了多种自我保护方法。从本质上讲，这些建议可以归结为尽可能切断上文提到的溢出效应传导机制中的每一个环节：



那种认为依靠自由浮动汇率就能轻松解决经常账户不平衡的想法是不切实际的。

- 利用监管工具减少跨国银行的杠杆使用，并通过监管工具控制大型资产管理公司的资本流出。

- 进一步提高汇率。

- 利用资本管制调节资本流入。

- 通过采用宏观审慎的政策减轻此类资本流入造成的影响，即采用从整体上降低金融系统失灵风险的监管政策，而非采用监管对象为个体机构的传统政策。

近年来，IMF已经批准了多项此类建议——尤其是资本管制和更具活力的宏观审慎政策的使用。虽然这些方法中的每一种都存在不足之处，但它们有助于减轻溢出效应。例如，法规、资本管制和宏观审慎措施均存在很多漏洞；在自由市场中，这些方法可能会被规避，并陷入严重扭曲。这些方法可能会随时间逐渐失去效果。虽然由汇率承担主要调节责任看似合情合理，但动量交易能够长期拉大自由浮动利率与其基本平价间的差距，并且会出现相应的经济扭曲。简言之，能够轻松解决问题的灵方并不存在。

第三，从根本上讲，当前的“非系统”并不安全。全球泰勒原则（由经济学家约翰·泰勒提出，用于确定中央银行为响应通货膨胀压力应执行的利率变动水平）的建立表明，2002—2012年间的全球政策利率实际上低于规则中所描述的水平。其他方法显示，自1997年年初起，金融界实际毛利率（通货膨胀后）的全球标准低于长期自然利率（IMF所估计的，能够维持低通胀和经济体生产潜力的利率）的类似标准。而且，金融界实际毛利率和自然利率间的差额在全球金融危机爆发的前几年明显拉大。自金融危机爆发以来，中央银行的措施使金融稳定性略有恢复，但同时这些措施也将中央银行资产负债表的规模提升到了前所未有的水平。将来发展如何仍然有待观察。

当前，几乎全球各地的货币政策都在持续积极扩张。这对于美国来说尤为重要，美国仍然是国际货币体系的所有残存部分的支柱。但是，中央银行和美联储必须仅根据对美国经济的预期影响制定政策。这不仅对受溢出效应影响的国家不利，也会对美国造成伤害。目前，美国以外的国家在产出中所占份额要比20年前大得多，而其他地方的问题很容易以一种意想不到的方式反作用于美国。

如今，全球各地存在着数量庞大的关于衡量全球流动性（即衡量全球信贷和资金总额）的新文献，而且其数量仍在不断增长。对于这种发展，我们当然是欢迎的，因为我们必须随时了解全球货币和信贷增长的总体情况。但是，目前不存在对于增长过度或增长不足的全球资产流动进行节制或推动的管制机制。有人提出了一个国际协调监控程序，用于评估国内货币政策对他国的影响。但是，我们仍然需要一种评估来判定以规则为基础的国际货币体系是否不合适宜。

第四，当前的国际流动性资源不足以应对危机的突然爆发。如果多个小国同时陷入困境，甚至只有一个大国出现危机，IMF为收支失衡国提供支持的可用资源完全不够用。在没有充足的公共部门融资的情况下，私营部门融资的撤回会造成内需的大幅下降，经常账户赤字会有效地消失。但因此带来的经济衰退将会异常艰难——正如20世纪90年代末的印度尼西亚，该国私人融资的丧失导致了经济的坍塌和大规模的通货膨胀。最近，跨国银行（多在主要欧洲核心国家）收回了其为一部分欧洲周边部分国家提供的贷款后，这些国家出现了严重的经济衰退，这一事实进一步为这类问题提供了证据。

事实上，在2008年全球经济危机爆发初期，美联储开放了所谓的互换额度，准许在多个国家中使用美元。在美国资金来源（特别是货币市场互惠资金）基本枯竭的情况下，多家欧洲银行均遭遇了美元流动性的丧失。尽管如此，仍然有部分国家从中受益，但这些国家的选择标准并不透明，不是由国际社会共同体确定，而是由美联储确定。此外，当时的互换额度只是暂时限定，但2013年10月互换额度被规定为永久性的。

如果有国家认为在危机期间无法依靠IMF提供足够的流动资金——或希望规避与IMF支持的计划相关的条件——这些国家就会积累外汇储备以求自保，这种情况不足为奇。遗憾的是，外汇储备的累积会压低升值中的货币的价值，因此可能会进一步导致通货膨胀加剧，出现其他失衡问题，进而导致后续危机的爆发。这类危机似乎是当今许多大型新兴市场中的一个威胁。换一种说法就是，外汇储备的累积会提高国家处理危机的能力，但同时也加大的爆发危机的可能性。此外，

各国还会愿意采取区域互助行动，如该地区其他中央银行的担保信用额度。虽然在某些方面有用，但这些区域性的协定还会损坏世界团结的意识。这些措施会导致贷款的限制条件明显减少，即造成经济监管政策的变动，比方说，与正常情况下IMF提供支援时所提出的条件相比而言。在充斥着道德风险的世界上制造更多的道德风险似乎不是最佳的全球性结果。

所需规则

我们当前使用的所谓的国际货币体系并不是一个真正的体系，因为它不具备规则。它缺乏适用于经常账户失衡的国际自动调节机制。它还造成大规模溢出效应，包括从大国（尤其是美国）到小国的总资本流动，这种资本流动具有潜在的破坏性影响。在全球信贷和货币扩大方面，这一非体系具有不稳定性，非常危险，并且缺乏掌握足够资源的国际最后贷款人。

所有大国应就国际货币体系的建立达成自愿协议，这个体系要求每一个国家肩负起责任，在降低与全球经济失衡相关的危险中发挥重要作用。债务国将真正下定决心加速完成分内的任务。债权国也必须发挥作用，认识到危机也会给他们带来反作用。如果第一步比较困难，那么让所有的参与国认识到当前非系统的缺陷也是令人可喜的。但是，要调动主权国家的意志，促使这些国家为自身的长期利益合作制定全球性的货币体系则是难上加难。■

威廉·R·怀特（William R. White）是经济合作与发展组织经济和发展评审委员会主席。本文以威廉·R·怀特个人名义撰写。