

潮起 潮涌

展开国际合作以在获得跨境资本流动所带来的好处的同时规避陷阱

拉古拉姆·拉詹

资本跨境流动既不是绝对的福祉，也不是不容置疑的诅咒。如果使用得当，跨境资本对流入国有利，可填补长期风险资本的缺口，同时弥补当地企业治理的不足。跨境资本流动也对输出国有利，可以为老年人的储蓄提供投资渠道。

当然，资本流动也可能带来问题。跨境资本流动可能发生在错误的时间，从而进一步推动高涨的投资热潮和催生资产价格泡沫。跨境资本流动的形式可能不适合——作为对于企业或政府的短期债权，可以选择随时撤

离。跨境资本撤离的时机也可能并不适当，当流出国的利率上升时，就会导致资本回流，而这并不取决于流入国的项目是否完成。跨境资本流动是好是坏取决于如何利用它们。但不幸的是，没有明确的政策救济措施来管控资本流入。即使有，流入国的机构也往往无法完成任务——即使对于最敏感的政策制定者来说，热钱也是难以阻拦的。

当然，流入国不是唯一的相关方。“推动”和“拉动”跨境资本流动的一个非常重要的因素是发达经济体的货币政策立场。宽松的货币政策会通过资本流动、货币升值、借款增加、金融资产和不动产价格上涨等途径向流入国传导。如果货币政策收紧，这些都会逆转，尽管存在重大差异。流入国企业和政府在政策宽松期间累积的债务会在政策收紧期间导致金融系统脆弱。

要大幅降低持续资本流动带来的风险，新兴市场经济体应如何应对？对于自身货币政策在国外造成的影响，发达经济体的中央银行应该承担何种责任？他们可采取哪些措施来限制这种影响？IMF 等国际金融机构是否可以起到某种作用？

国内信贷膨胀

要回答这些问题，我们要厘清的是，在新兴市场经济体遭遇境外资本持续流入的时候会发生什么。某一家企业在国内信贷膨胀期间的经验可提供有益的借鉴。对于未来高流动性的持续预期（潜在资产买家资金充裕，能够为企业资产支付较高价格）会刺激企业借入过多贷款；从借款人的角度来看，债务融资总是必要的，因为借款人可利用借款运营企业，而仅需较少的自有资金。从贷款人的角度来看，对高流动性的预期使得贷款回收更加容易——倘若借款人未能还款，贷款人可拿回该企业的资产，并以较高价格变卖给其他人。但是，如果杠杆比率较高的同时流动性预期较高，管理层就不太愿意建立制度去约束管理人

员的不良行为。其原因是：如果预计融资非常充裕，为什么还要建立费钱的约束性制度（如完善的会计规章和无懈可击的审计制度），而只是为了获得更多融资呢？

用住房市场的繁荣进行类比，有助于解释其中的动态变化。如果按揭贷款机构知道某处房产容易收回并卖出高价，因为房产即使高价也销售很旺，那么还需要对按揭申请者进行调查，以确定他是否有工作或收入吗？在预期流动性较高的时候，正常的贷款保障措施和尽职调查就会被摒弃。在美国房市泡沫期间，所带来的恶果之一就是向没有收入、没有工作、没有固定资产的借款人发放臭名昭著的忍者贷款。

紧急停车

在高流动性得以维系的时候，治理恶化不是问题，但是当流动性枯竭的时候，问题就来了，因为这个时候企业没有支撑其借款的能力。换言之，对高流动性的预期创造了一种条件，企业依赖未来流动性的持续来实现债务展期。如果未来流动性的持续未能实现，企业就会遭遇紧急停车。即使是在企业的经济前景仍然不错的情况下，也会发生这种情况。

以上阐述的是一种企业行为模式，我和另外两位同事（Douglas Diamond 和 Yunzhi Hu）曾写过一篇文章，全面论述了这一模式。现在我们转换视角，将这家企业放到某个新兴市场经济体或欧洲外围国家。我们基于更多新证据增加了三个假设。第一，新兴市场经济体境内企业有大量未偿还借款来自来源国，或者是以这些国家的货币计价。通常来源国是美国，货币为美元，但我们的假设更为笼统（Gopinath 和 Stein[2018]解释了境内企业借入外汇债务的原因，还有很多文章对这种现象进行了理论上的阐释）。

第二，来源国宽松的货币政策推动渴望获取

更高收益的资本进入利率较高的市场，比如新兴市场经济体。这种资本流入推高了新兴市场货币对美元的价值。由于大量的新兴市场企业已经借入美元，其偿还境外借款所需的境内货币金额减少，所以预计其净值以及其流动性会提高。倘若来源国的货币政策对于国内经济增长率低迷的反应较为积极，但是要经过较长一段时期才能恢复正常（尤其是在低通胀时期），就会有大量资本流向新兴市场。预计随着货币升值，借入美元债务的境内公司未来的购买力将提升，贷款人现在就愿意向其他境内企业大举发放贷款。这将导致前期借款增加，资产价格上涨。

第三，在某个时点，来源国的货币政策将恢复正常。政策收紧将导致新兴市场货币贬值，按本地货币计算境外借款的偿还金额增加，从而导致企业流动性下降。而且，杠杆比率在收紧之初要高得多，因为贷款人一直预计流动性持续的可能性比较高。债务偿还和债务展期的能力下降，不仅因为流动性下降，还因为忽视了企业治理。杠杆比率高企的同时债务能力骤降，意味着境内和境外的贷款人都不愿意续签贷款。如果该企业之前就有大量短期借款，债务能力下降还可能引发挤兑，从而导致企业马上陷入困境。

预期流动性的崩塌可能是由来源国的货币政策变化引发的，但这与新兴市场的宏观经济政策，或者说政策的可信度应该没有任何关系。换言之，新兴市场的繁荣与萧条可能是来源国政策产生的溢出效应。

至于发达经济体货币政策的变化或者政策变化的预期对于新兴市场构成何种影响，所谓的缩减恐慌（taper tantrum）就是一个很好的例证。2013年，时任美联储主席伯南克表示，在长期极度宽松的货币政策之后，美联储购买债券的力度可能会开始“收紧”。因此，资本从新兴市场流出，新兴市场的资产和货币大幅贬值。

大缓和

在最近一次金融危机之前，决策制定者们有一种感觉，那就是全球已经达到政策最优状态，从而导致经济波动“大幅缓和”。当今世界，货币政策的唯一目标是稳定国内价格，这一目标通过设定灵活的通胀目标来实现。通过允许汇率按照需要相应浮动，金融体系就无须干预货币市场或者积累储备。比如，如果资本流入某国，而且汇率允许升值，那么最终资本会停止流入，因为未来贬值预期会导致预期收益下降。

自2007—2008年全球金融危机以来，有大量研究表明这种看法太过自信，允许汇率升值并不能抵消资本流入带来的溢出效应。相反，许多允许汇率升值的国家发现有更多的资本流入，追逐之前的投资者已经取得的收益（Bruno and Shin, 2015）。

新兴市场经济体经常被指控通过操纵货币提高其出口竞争力。

确实，我们的模型也表明，汇率的波动是流入国企业流动性波动的主要原因。新兴市场经济体经常被指控通过操纵货币提高其出口竞争力。但是，尽管有对贸易竞争能力的担忧，流入国当局并不见得就因此害怕允许其货币浮动或相对于美元自由波动。他们促使汇率平稳波动的措施可能是试图避免信贷大幅变动，以及由此造成的宏观经济波动。新兴市场当局对这种现象屡见不鲜，也知道其结局。当然，许多新兴市场经济体已经认识到，面对国内货币持续升值，他们应该建立外汇储备。许多新兴国家购买美国国债等资产，这可以视为其对被视为安全的资产有广泛的需求。实际上，这可能是为了试图解决货币升值问

题，甚至同时设立专项基金抵御不可避免的贬值（Hofmann, Shin and Villamizar-Villegas, 2019）。当然，这种干预会加剧道德风险，因为企业看到央行降低波动性时风险减低，就可能过度借贷外汇。正因为如此，有些新兴市场经济体，如中国和印度，也试图管控企业借入境外资金。

工具太少

遗憾的是，流入国当局没有什么其他工具来管控资本流动，这不仅仅是对国内经济造成巨大破坏。重要的是，流入国收紧货币政策将导致公司借款的货币构成进一步转向相对便宜的美元，从而导致国内货币升值加剧。另一方面，更为宽松的货币政策会导致信贷过度扩张。

由于通胀受到遏制会导致流出国长期实行宽松货币政策，流入国的繁荣与萧条的趋势会更为明显，过去几十年的情况就是如此。从流入国的角度来看，流出国承诺“长期低利率”就是承诺流入国的持续流动性宽松——在逆转之前。这就意味着杠杆比率和金融脆弱性会大幅提高。这就难怪新兴市场政策制定者不仅对流出国继续实行宽松政策，也对宽松政策会突然逆转的可能性表示担忧。对两者的担忧并不矛盾；是互为因果关系。

多边行动的范围

流出国对于这种溢出效应要承担何种责任？有观点认为，产生这种溢出效应的主要原因是流入国的外汇调整不够充分，因此流出国没有任何责任。这也正是某些发达经济体的央行在其国内指令中所支持的观点。如果他们的授权也包括某部分国际责任，他们是否还会持有同样的观点，那就很难知道了。也有人承认可能会有溢出效应，但并不认为流出国的行为有可能发生改变。相反，他们和IMF一样，侧重于流入国的所谓宏观审慎

政策和资本流动措施。

然而，宏观审慎政策的范围很狭窄。如杰里米·斯坦（Jeremy Stein）所说，往往宏观审慎主管当局仅对部分金融体系拥有管辖权限，而货币政策“无孔不入”。但这种政策也还要展现其有效性——西班牙为各银行动态提取准备金，可能会缓和信贷周期，但肯定不会防止过剩。更广泛的看法是，不是不使用宏观审慎工具，而是强调可能需要多种工具。

有些经济学家呼吁制定货币政策规则，在某些情况下约束流出国央行采取的措施。比如，Mishra 和 Rajan (2019) 指出，一般性货币政策应该放行，但在特定情况下，有些非常规货币政策举措可能被排除掉，因为这些政策会造成巨大的不良溢出效应——这也是近年来对汇率的持续单向干预遭人诟病的原因。遵守这些规则并不是利他主义的问题。已签署IMF协定条款的国家已经对他们的举措所产生的国际影响承担责任。这些规则会限制央行在极端情况下的行为，而无须改变他们的授权或要求国际协调。然后，央行就只是规避违反规则的政策。确实，受二十国集团指定就全球金融架构的变革提出建议的杰出人士小组（Eminent Persons Group）就指出，需要一个“基于规则的国际框架，借助全面而且不断进化的证据基础……提供政策建议，这些国家根据这些建议规避具有较大溢出效应的政策，激发市场活力，获取资本流动的好处，同时管控金融稳定面对的风险。”文章还指出，IMF应开发一个框架，让流出国能够“实现其国内目标，同时避免巨大的国际溢出效应”。

另外一种可能性也很有意思。我们的模型显示，长期宽松的货币政策可能导致杠杆比率提高、资产价格膨胀，以及加大流出国自身金融稳定性的风险。如果流出国央行货币政策包括国内金融稳定权限，政策举措就很可能改变，而且能够缓解外部溢出效应。

当然，要获得构建基于规则的国际框架所需的证据和认识，我们还有很长的路要走。但我们也已经取得了很大进步。在多数情况下，我们不再怪罪新兴市场和发展中经济体对于资本流入反应过度。如果我们要找到合理利用资本流动的方式——满足富裕老年化国家的储蓄需求，同时还要满足发展和新兴市场经济体的融资需求，并且不会引发周期性危机——各国将必须通过国际责任来调和其主权政策制定，从而避免严重的溢出效应。所有国家以负责任的方式使用多种工具，同时 IMF 进行必要的研究，确立共同约定的框架，并揪出习惯性违约者，这些可能是解决多层次问题的最佳方式。FD

拉古拉姆·拉詹 (RAGHURAM RAJAN) 是芝加哥

大学布斯商学院金融学教授，曾任印度储备银行行长。本文是2018年作者在Mundell Fleming讲座的内容概要，以Diamond、Hu和Rajan的一篇论文（即将发布）为基础。哈 (Kalpana Kochhar) 是IMF人力资源部主任。

参考文献：

Bruno, Valentina, and Hyun Song Shin. 2015. "Capital Flows and the Risk Taking Channel of Monetary Policy." *Journal of Monetary Economics* 71:119–32.

Diamond, Douglas, Yunzhi Hu, and Raghuram Rajan. Forthcoming. "Pledgeability, Liquidity, and Financing Cycles." *Journal of Finance*.

Gopinath, Gita, and Jeremy C. Stein. 2018. "Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency." Working paper, Harvard University, Cambridge, MA.

Hofmann, Boris, Hyun Song Shin, and Mauricio Villamizar-Villegas. 2019. "FX Intervention and Domestic Credit: Evidence from High-Frequency Microdata." BIS working paper, Bank for International Settlements, Basel.

Mishra, Prachi, and Raghuram Rajan. 2019. "International Rules of the Monetary Game." In *Currencies, Capital, and Central Bank Balances*, edited by John Cochrane, Kyle Palermo, and John Taylor. Stanford, CA: Hoover Institution Press.

IMF eLibrary

请登录 elibrary.imf.org
免费试读IMF部分出版物，内容涵盖全球经济、不平等与增长、亚洲，以及能源与自然资源等。

免费试读

国际货币基金组织