

重建一个 更好的 全球金融安全网

编者：

KEVIN P. GALLAGHER & HAIHONG GAO

波士顿大学 | 全球发展政策研究中心



重建一个更好的全球 金融安全网

2021年4月

报告作者

Kevin P. Gallagher
Haihong Gao
Liqing Zhang
Wen Qi
José Antonio Ocampo
Edwin M. Truman
Rakesh Mohan
Isabel Ortiz
Matthew Cummins
Aizong Xiong
Mengwei Yu
Xiaofen Tan
Ulrich Volz

报告编辑

Kevin P. Gallagher
Haihong Gao

全球发展政策研究中心（下称“GDP中心”）是波士顿大学的校级研究机构，与弗雷德里克·帕迪全球研究学院及分管研究的副校长和副教务长紧密合作。GDP中心进行跨学科研究，以推动针对全球金融稳定、人类福祉和环境可持续的政策导向研究。

全球发展政策研究中心
波士顿大学
马萨诸塞州波士顿， Bay State Road 53号， 02215
电话： +1 617-353-7766
www.bu.edu/gdp
邮箱：gdp@bu.edu
推特：[@GDP_Center](https://twitter.com/GDP_Center)



目录

致谢	vii
执行摘要	1
1 新冠时期的新兴市场和发展中国家金融风险应对	4
2 面向国际合作的特别提款权的转型	9
3 中央银行与全球金融安全网	21
4 国际货币基金组织份额改革和全球治理的未来	32
5 放弃紧缩：采取有助于包容性发展的财政政策	57
6 从亚洲视角看地区性融资安排与国际货币基金组织的协调	67
7 全球金融周期和跨境资本流动	75
8 亡羊补牢，为时未晚：面向绿色、包容性复苏的债务减免	82
9 全球疫情中的主权债务减免：20世纪80年代的教训	90
10 国际货币基金组织（IMF）与气候变化宏观层面的关键性	100
作者介绍	109





致谢

全球发展政策中心在此谨感谢报告的所有作者，以及纽约卡内基公司对这项工作提供的财务支持。我们还要感谢中国社会科学院世界经济与政治研究所、印度社会和经济进步中心、中央财经大学国际金融研究中心以及伦敦大学亚非学院的可持续金融中心，它们为参与了这项工作，并提供了帮助。最后，我们诚挚感谢GDP中心的下列工作人员和学生，他们为2020年10月成功召开的研讨会和后续报告付出了辛勤劳动，（以下排名不分先后）：Xinyue Ma, Jake Werner, Sarah Sklar, Siqi Chen, Yaechan Lee, William Kring, Maureen Heydt, Victoria Puyat, Cecilia Han Springer, Tyler Jett, Mackenzie Paskerian, Valentine Shang。

研讨会的与会者包括（以下排名不分先后）：Kevin P. Gallagher, Haihong Gao, Liqing Zhang, Wen Qi, José Antonio Ocampo, Edwin M. Truman, Rakesh Mohan, Isabel Ortiz, Matthew Cummins, Aizong Xiong, Mengwei Yu, Xiaofen Tan, Ulrich Volz, Laurissa Mühlich, Barbara Fritz, Rebecca Ray, Thomas Stubbs, Alexander Kentikelenis, Xichen Li, Yao Liu, Anton Korinek, Mengwei Yu, Jeronim Capaldo, Randall Henning, William N. Kring, Gregory Chin, James Sundquist.





执行摘要

Kevin P. Gallagher¹ 和 Haihong Gao²

在提升生活标准的同时大幅减少二氧化碳排放和不平等现象，是关乎世界人民和地球本身生存的头等大事。要解决这些问题，21世纪的第二个十年是本世纪最重要的十年。2021是这最重要的十年中的第二年。然而，2020年出现了经济大萧条以来**最严重的经济衰退**，迫使超过1.24亿人陷入极端贫困。2020年也是有记载以来最热的一年，森林火灾、飓风、干旱和其他极端天气事件加剧了新冠疫情对世界经济的冲击。

因此，许多新兴市场和发展中国家就在流动性亟缺以及对拖欠债款的担心中开始了这至关重要的十年。甚至有更多国家将面临债务高悬的情况，仅还清就要花费十年以上。这个十年，本是世界实现可持续发展目标、提振《巴黎气候协定》雄心的十年，而不应是人类经受苦难、经济不稳定的十年。

新冠疫情和与之相关的经济危机，为我们所称的“全球金融安全网”带来了巨大压力。全球金融安全网包括主要货币发行国的央行互换额度、国际货币基金组织、地区性融资安排，也包括其他央行的双边互换额度、各国的外汇储备和资本流动管理措施，以及松散的临时性主权债务重组体系。

本报告根据2020年和2021年举办的多场正式、非正式研讨会提出了以下建议。在国际社会奋力抗击新冠病毒，保护弱势群体，追求绿色、包容性复苏之际，这些建议应当得到国际货币基金组织、二十国集团、地区性融资安排和各国政府的重视。

针对国际货币基金组织和地区性融资安排，有以下一般性的建议：

- 国际货币基金组织应增发特别提款权并扩大其使用；
- 在国际货币基金组织应建立多边货币互换机制；
- 国际货币基金组织应进行增资与份额改革等相关治理改革；
- 地区性融资安排应进行增资、扩大地理覆盖范围、加强统筹协调；
- 发起面向建设更广泛的主权债务重组制度的债务重组和减免倡议；
- 改革紧急融资机制，使其具备逆周期的职能；
- 统筹协调资本流动管理措施；
- 国际货币基金组织在各项职能项目中纳入气候变化的宏观风险评估。

¹ 波士顿大学全球发展政策研究中心主任。

² 中国社会科学院世界经济与政治研究所教授。

危机爆发后，国际货币基金组织与联合国贸易和发展会议（贸发会议）分别预估了新兴市场和发展中国家当前的流动性需求，结果均超过2.5万亿美元。然而，除了从美国联邦储备银行获得货币互换额度的国家，全球金融安全网没能满足其他国家的融资需求，也没有足够的手段避免和减轻新冠带来的冲击以及接踵而至的问题。

拥有主要货币的发达国家能够出台数万亿美元的大胆的财政、货币政策**应对**冲击，可新兴市场和发展中国家大多无法做出这种选择。资本外逃、汇率下跌、大宗商品价格动荡以及随之而来的经济衰退，使得许多新兴市场和发展中国家不得不在危机中以牺牲本国基本需求为代价来偿还国际债务。根据联合国**估算**，在经济受疫情打击最严重的拉丁美洲，许多国家仅偿债就要用去30%到70%的政府收入。

与此同时，2020年的主权信用评级下调次数已经跃升历次经济危机**之首**。标准普尔在2020年**下调了**超过60个国家的评级，还对另外31个国家给出了负面信用预期（通常意味着评级下调）。2020年初，阿根廷、乍得、厄瓜多尔、埃塞俄比亚、伯利兹、黎巴嫩、苏里南六国拖欠债款，其中阿根廷和厄瓜多尔不得不进行**债务重组**。

21世纪的债务性质相当复杂。20世纪80年代和90年代的债务危机期间，发展中国家的大部分债务来自巴黎俱乐部少数西方国家和国际组织，它们在巴黎俱乐部的框架下就能重新协商债务解决方案。2020年初，从国际货币基金组织总裁Kristalina Georgieva，到**中国人民银行行长、欧洲各国领导人、联合国**和外界专家，都纷纷呼吁为新兴市场和发展中国家提供新的流动性和债务减免。他们的呼吁可分为三种：一是国际货币基金组织发行一批大额特别提款权，二是债务减免，三是新的优惠融资。特别提款权是国际货币基金组织发行的国际货币资产，类似央行发行货币，可以出售或支付给其他央行和国际金融机构。

二十国集团未能像2008年全球金融危机时那样，支持国际金融机构重新分配特别提款权或新增资本。但多边发展银行和**国际货币基金组织仍然承诺**利用它们现有的资产负债表，国际货币基金组织还发起了“灾难遏制和救济信托基金”，让某些低收入国家借助基金偿还国际货币基金组织的债务。

二十国集团的确通过发起“**暂缓最贫困国家债务偿付倡议**”响应了债务减免的呼声，允许73个低收入国家的部分债务推迟至2021年末偿付。但是，因为担心**信用评级机构**切断它们获得更多信贷的渠道，有资格加入倡议的国家近半不愿参与。在已经参与的国家里，迄今为止中国的**缓债力度最大**，涉及超过23个国家，总计金额超过20亿美元。二十国集团意识到，一些国家需要的不仅是暂缓债务，便在倡议之外建立了“缓债倡议后续债务处理共同框架”，让有资格加入倡议的国家视各自情况协商债务重组方案。本报告成文时，有乍得、埃塞俄比亚和赞比亚三国宣布有意加入该框架。

2020年间，我们举办了一系列正式和非正式的研讨会，涌现出多份对二十国集团、国际货币基金组织和更广泛全球金融安全网的及时分析与建议，致力于帮助世界各国应对新冠病毒最肆虐的阶段，并开展更具根本性的中期改革。2020年末，我们召集了跨学科背景的各国学者和从业人员将这些建议撰写成文。他们来自各大中心和机构，包括中国社会科学院世界经济与政治研究所、波士顿大学全球发展政策研究中心、印度社会和经济进步中心、中国中央财经大学国际金融研究中心和英国伦敦大学亚太可持续金融中心等。

本报告收录的文章中，有多篇就针对国际货币基金组织和地区性融资安排的建议作了更深入的阐述。中国中央财经大学国际金融研究中心的Liqing Zhang和Wen Qi梳理了新冠危机下金融不稳定性在全球的一些蔓延渠道，并概述了一系列缓解途径。哥伦比亚大学国际与公共事务

学院教授和政策对话倡议组织联合主席、前哥伦比亚财政部长与中央银行主席Jose Antonio Ocampo阐述了重新分配国际货币基金组织特别提款权的必要性，以及如何扩大特别提款权在



全球经济中的使用。哈佛大学肯尼迪学院莫萨瓦尔·拉赫马尼商业与政府中心高级研究员、美国财政部前高级官员Edwin Truman讨论了通过货币基金组织建立多边货币互换机制的必要性和设计方案。印度社会和经济进步中心主任Rakesh Mohan详述了国际货币基金组织的增资与份额改革等相关治理改革的必要性及其影响。另一位来自哥伦比亚大学政策对话倡议组织的作者、联合国国际劳工组织前社会保障部主任Isabel Ortiz及其同事Matthew Cummins研究了国际货币基金组织过去的紧急融资记录，并说明了为什么该组织应该放弃有损社会发展的顺周期项目，而支持保护穷人的逆周期复苏项目。

除了改革国际货币基金组织的建议，中国社会科学院世界经济与政治研究所的Aizong Xiong和Haihong Gao分析了区域融资安排在新冠危机中发挥作用的程度，并指出了有利于扩大和对区域融资安排加强协调的方式。中国中央财经大学国际金融研究中心Xiaofen Tan研究了全球金融周期波动的机制，并从中国的角度提供了政策应对措施和建议。随着面临资不抵债和债务危机的国家数量增加，伦敦大学亚大可持续金融中心主任Ulrich Volz总结了一套全球债务减免安排的建议，将债务减免与绿色和包容性复苏结合起来。Edwin Truman分享了20世纪末债务重组的经验教训，及其对当前债务重组工作的借鉴意义，为本报告做出了总结。最后一章是具有前瞻性的一章，也由Volz撰写，他阐述了气候变化是如何成为全球宏观关键问题的，并提议将气候变化全面纳入国际货币基金组织主流活动。

新冠疫情极大地暴露了全球金融安全网的缺口。全球经济复苏在望，面对可能出现的短期冲击和长期挑战，统筹协调国际政策十分必要。提出这些详细提案，能够帮助决策者确定和设计有助于扩大全球金融安全网规模和范围的行动路径、改革全球金融安全网方案，在未来采取更加合理、统一的行动。

新冠时期的新兴市场和发展中国家金融风险应对

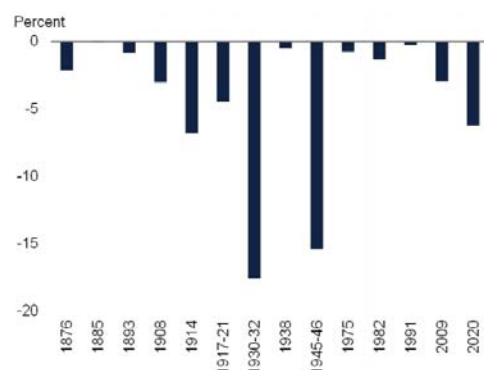
Liqing Zhang¹ Wen Qi²

新冠疫情及其对全球经济的影响

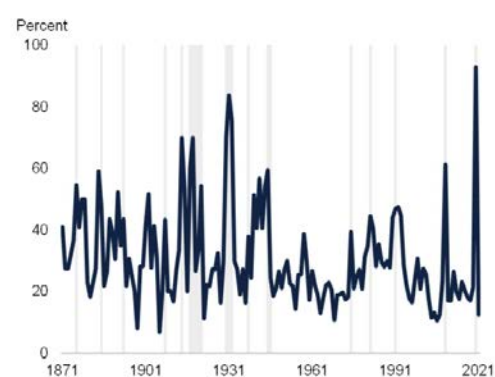
新冠疫情引发了1929-1933年经济大萧条以来最严重的全球经济衰退。从人均国民生产总值增速的下降幅度来看，目前的经济衰退是过去150年来第四严重的。更为惊人的是，就陷入经济衰退的经济体数量而言，这是1870年以来最多的一次（见图1）。《世界经济展望》（2020年10月）最新预估显示，2020年全球产量将下降4.4%。世界各国中，发达经济体受创更加严重，平均缩水5.8%，而新兴市场的降幅为3.3%。尽管如此，新兴市场经济体的情况大相径庭。相比降幅较小的东亚经济体，拉丁美洲和非洲的许多经济体情况更为糟糕，产量萎缩可能接近10%。

图1: 新冠引发的经济衰退：历史对比

A: 全球人均国民生产总值增长



B: 陷入经济衰退的经济体



注：2020-21年的数据为预测值，阴影部分表示经济衰退。

A: 图中多长期展示的是累积萎缩程度。1885年的人均增长萎缩不到-0.1%。

B: 图中展示了陷入经济衰退的经济体数量所占百分比。年度人均国民生产总值下降即定义为经济衰退。样本包含183个经济体，但各个年份的样本规模相差较大。

来源：世界银行，2020。

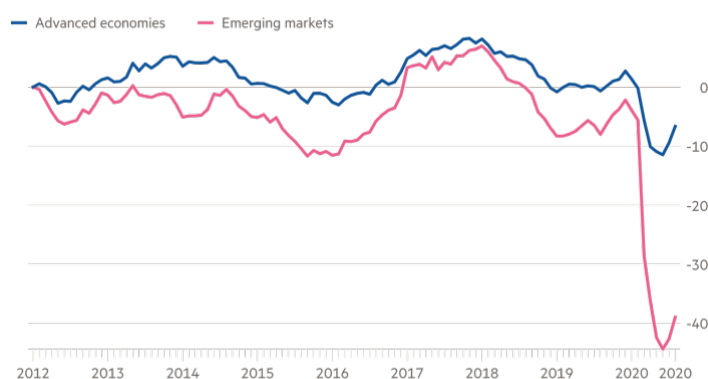
过去三个月中，尽管发达经济体的经济增长疲软而脆弱，还是开始复苏了，然而，在新兴市场经济体（不包括中国），特别是印度、巴西和俄罗斯，新冠确诊病例急剧增长，给新兴市场的经济增长前景蒙上了厚厚一层阴影。这一情况在最新发布的布鲁金斯学会和《金融时报》指数

¹ 中央财经大学国际金融研究中心主任、教授。

² 中央财经大学金融学院博士生。

追踪图中清晰可见。国际货币基金组织最新一期《世界经济展望》也给出了相似预测，将中国以外的新兴市场经济体的国民生产总值增长率从6月份的-5%下调至-5.7%。

图 2: 全球经济复苏指数追踪 (TIGER)



来源：布鲁金斯学会和《金融时报》

注：该指数将实体经济、金融市场和信心的指标与其全球经济和个别国家的历史平均值进行比较，反映出在多大程度上当前时期的数据是正常值。

第二波疫情似乎已经到来，问题是这次又将持续多久。哈佛大学陈曾熙公共卫生学院有团队早先曾在报告中发出警告，称新冠疫情很可能在未来五年间歇性爆发（Kissler等，2020）。除非出现疫情的国家都保持社交距离管控至少一年，不然下一次暴发会比上一次更严重。因此，全球经济全面复苏仍然不被看好，对于新兴市场经济体来说更是如此。

新兴市场经济体在疫情中面临的金融风险

许多新兴市场经济体面临的最重要的金融风险是债务问题。由于疫情引发经济严重衰退，许多私人企业，特别是中小企业，遭遇了现金短缺和流动性问题。一些企业陷入偿付能力陷阱。而企业面临的债务问题很大程度上传递给了银行系统，一些国家的不良贷款率快速上升。与此同时，税收的下降和更多经济刺激举措的出台致使不少新兴市场经济体的政府出现了债务问题。根据“绝对策略”的预测，摩根大通指数纳入的新兴市场政府债券中，至少有37%可能在明年面临违约³。2020年3月底，国际货币基金组织总裁Kristalina Georgieva证实，已有超过90个成员国向国际货币基金组织寻求金融援助，新兴市场和发展中国家的外部融资总需求预计为2.5万亿美元⁴。

主权债务已经成为一个需要严重关切的问题。据Georgieva所称，国际货币基金组织仅能提供1万亿美元的金融援助，接近要求的40%。3月底，她与世界银行行长David Malpass一道，呼吁允许低收入国家在2020年底前暂缓向官方债权人偿付债务。二十国集团的部长和行长也在4月15日发声支持，并建议私人债权人采取相同做法。学界诸多经济学家呼吁迅速停止或减免债务，不仅针对低收入国家，对中等收入国家也应一视同仁（Bolton等，2020；Eichengreen，2020；Stiglitz和Rashid，2020）。

这些呼声能多快转化为行动尚不确定，很可能这需要时间。毕竟，借款国、私人债权人、债务人，甚至包括国际金融组织在内，都需要达成更广泛的共识。20世纪80年代的债务危从1982

³ <https://www.ft.com/content/c16f83c5-3444-4c78-afea-fa72c4b9c09c>

⁴ <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/04/03/tr040120-transcript-background-briefing-conference-call-imf-resources-strategy-help-combat-covid-19>

年的某个周末在墨西哥爆发，到1989年3月美国财政部长Nicholas Brady宣布国际银行债务存量减少计划，耗时近七年才告终（Truman，2020）。

第二类金融风险来自金融市场动荡和发达国家应对政策（尤其是美国的货币政策）的溢出效应。3月中旬，美国股市发生了史无前例的崩盘，芝加哥期权交易所波动指数随后急剧上升，导致美元对其他主要货币显著升值，引发新兴市场国家近1000亿美元投资组合资本外逃，主要新兴市场经济体的货币大幅贬值。美联储应对迅速，在3月底宣布了一系列流动性支持举措，包括无限量扩张性货币政策。新一轮的量化宽松让美国主要股指在接下来的几个月里有所反弹，美元也大幅贬值。美元指数持续下跌促使大量投资组合涌入中国、韩国等新兴市场，当地货币因此强势升值。拉丁美洲地区可能由于疫情严重，受美联储量化宽松政策的冲击并不大。巴西、智利和阿根廷反而遭遇了货币贬值问题。

未来，新兴市场经济体可能面临两种外界冲击。第一，第二波疫情似乎已经在许多国家暴发，其中包括欧盟和美国，这势必将阻碍经济复苏，极有可能再次引发全球股市崩盘。鉴于纳斯达克综合指数和标准普尔500指数持续上涨至历史新高，而经济复苏态势疲软，任何负面冲击都可能打破泡沫。一旦泡沫破碎，短期内美元会再次升值，马上将投资组合从新兴市场经济体拉回美国，在新兴市场经济体引发新一轮货币贬值。

第二，自2020年3月中旬起，在前所未有的量化宽松政策影响下，美联储的资产负债表规模已经从约4万亿美元扩升至7万多亿美元。一些观察家相信这一规模将在年底达到10万亿美元左右。人们普遍认为这一增长是不可持续的，一旦明年或者再之后某天疫情结束，美国经济恢复正常，美联储将撤回其前所未有的量化宽松政策。这样的转变很可能在新兴市场经济体引发与2015年底相似的金融风暴。总之，外围和新兴市场经济体的金融稳定在很大程度上依然受到美国货币政策的影响，主要体现在资本流入和流出方面。

第三类金融风险来自国内政策应对严重失当。为了抗击疫情和经济衰退，许多新兴市场经济体都在实行极端扩张的货币和财政政策。疫情导致的经济衰退不仅是一种需求冲击，还是供给冲击，因此，相比单方面的冲击，此次经济复苏的难度更大，所需时间更长。不像美国，新兴市场经济体一旦应对失策，会更加脆弱。货币和财政方面的任何过度扩张都可能引发严重的通货膨胀和货币替代，最终将不可避免地出现资本外逃和货币危机。

如何应对日益加剧的金融风险？

充分强化全球金融安全网在近期尤为重要。在全球、地区、双边和国家四个层面均应采取行动。

在全球层面上，国际货币基金组织和世界银行有必要紧急动用金融资源来帮助应对疫情带来的挑战。除传统机制外，由国际货币基金组织开启价值至少5000亿美元的新一轮特别提款权分配也意义重大。正如前文提到的，国际货币基金组织现有的金融资源只能满足40%的要求。2009年金融危机期间，国际货币基金组织在二十国集团伦敦峰会的支持下，顺利增发2500亿美元特别提款权，这次全面分配大大减轻了许多国家，特别是新兴市场的金融压力。在疫情持续的情况下效仿之前再次增加分配，将是至关重要的一步。鉴于近期的经济衰退在深度和广度上都远超2009年金融危机，此次的增发金额至少要翻倍。根据彼得森国际经济研究所的预估，全面发行5000亿美元的特别提款权能让世界上最贫穷的76个国家分得220亿美元，促使它们的国际储备合计增长9%（其中有22个国家的增长超过20%），远超二十国集团同意暂



停偿付的140亿美元债务⁵。如果此次分配可以不依据认缴份额进行，贫穷的国家还能分得更多。

同时，应在二十国集团框架下推进更多政策协调和金融合作。除了公共卫生领域的合作，特别是新冠疫苗研发方面的合作外，还需对最贫穷的国家进一步减免债务，为中等收入国家提供更多债务暂缓或重组机会。主要经济体加强宏观政策协调，尤其是货币政策领域的协调，减少投机性资本外逃，也同等重要。

在地区层面，鉴于全球资源匮乏，各地区应当付出更多努力。7月21日，经过各成员国的紧张谈判，欧盟宣布了一项7500亿欧元的新冠疫情复苏计划。4月以来，亚洲发展银行和亚洲基础设施投资银行已经宣布建立多个复苏机制用于帮助陷入危机的成员国。为了更好地应对宏观金融风险，必须强化流动性支持机制，比如清迈倡议多边化协议和其他类似资源等。每一场金融危机都是提升和扩大地区金融融合的催化剂。鉴于新冠疫情属于外生供给冲击，应当有助于简化或彻底消除一些情况下的条件限制。

在双边层面，货币互换可以发挥重要作用，一定程度上补充或者代替全球或地区机制。双边协定的优点之一便是无条件性。自2009年上一场全球金融危机以来，中美双方都在积极与一些陷入危机的国家达成双边货币互换机制。疫情期间，中美两大经济体应做出更多贡献。

在国家层面，首先需要维持合理的扩张性货币和财政政策。在利率较低甚至为负的时期，财政政策的作用比宽松的货币政策更重要，更有助于应对疫情引发的经济衰退。为低收入人群提供现金补贴、为中小企业减税、鼓励银行放贷在很多情况下都能达到更好的效果。

第二，加强金融监管框架建设非常重要，特别是在疫情得到控制后。通常来讲，在经济开始出现严重衰退后，银行业将变得格外脆弱。银行危机经常紧随经济危机发生。在利率较低或为负的国家，银行业的净资产收益率会更加糟糕，因此，在疫情导致巨大损失后，金融风险也会走高。

第三，精心管理跨国资本流动也十分关键。疫情期间和疫情后，基本由美国货币政策主导的全球金融循环将变得格外动荡。运用稳健的宏观政策，如有必要可实行资本控制，来避免资本流入和流出的激增，这一点极其重要。发达的新兴市场经济体采用相对灵活的汇率是一个明智的选择。但是，即便不说全部，对大部分新兴市场经济体来说，采用完全灵活的汇率或者所谓浮动汇率也有些过犹不及，因为大幅度的升值或贬值会通过资产负债表效应引发更严重的市场动荡，而非预期中的货币政策自主性。为确保汇率可控，大部分新兴市场经济体有必要出于自我保险维持充足的外汇储备。

⁵ https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/imfs-special-drawing-rights-rescue#_ftn*

参考文献

Bolton, P., Lee B., Gourinchas P., Gulati M., Hsieh C., Panizza U., and Weder di Mauro, B. (2020) Born out of Necessity: A Debt Standstill for Covid-19. *Policy Insight* 103 (April). Washington: Centre for Economic Policy Research.

Eichengreen, B. (2020) Managing the Coming Global Debt Crisis. *Project Syndicate* (May 13). Available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/managing-coming-global-debt-crisis-by-barry-eichengreen-2020-05?barrier=accesspaylog> (accessed on October 2, 2020).

Kissler, S. M., Tedijanto, C., Goldstein, E., Grad, Y. H., & Lipsitch, M. (2020) Projecting the transmission dynamics of SARS-CoV-2 through the post-pandemic period. *Science*, 368(6493), 860-868.

Stiglitz, Joseph, and Hamid Rashid. (2020). A Global Debt Crisis Is Looming: How Can We Prevent It? *Project Syndicate* (July 31). Available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/how-to-prevent-looming-debt-crisis-developing-countries-by-joseph-e-stiglitz-and-hamid-rashid-2020-07> (accessed on September 5, 2020).

Truman, Edwin M. (2020), Forthcoming. Lessons from the 1980s: Sovereign Debt Relief in the Global Pandemic. *PIIE Working Paper*. Washington: Peterson Institute for International Economics.

World Bank (2020), *Global Outlook, Pandemic, Recession: Global Economy in Crisis*. Washington D.C.



面向国际合作的特别提款权的转型

José Antonio Ocampo¹

去年（2019年）是成立国际货币基金组织的布雷顿森林会议举办75周年，也恰逢牙买加年会通过的特别提款权列入国际货币基金组织协定条款50周年。

特别提款权是唯一真正的全球货币工具，由国际货币基金组织全体成员支持。国际货币基金组织变更协定条款时，曾预想特别提款权将成为“国际货币体系中的主要储备资产”。然而，特别提款权却成了国际合作中利用最不充分的工具之一。更积极地使用特别提款权，能显著加强国际货币基金组织在全球金融安全网中心的作用。尤其在危机时，发行特别提款权可以发挥重要的逆周期作用，与扩张性货币政策在国家层面的功能相似。

本文分析了特别提款权自创立以来的使用方式，提出了一份置其于全球货币体系中心的改革方案。在简要讨论特别提款权的起源后，笔者将分析它在上个世纪是怎样被使用的，并讨论可供选择的改革方案以及如何利用特别提款权加强国际合作以应对新冠危机。

特别提款权的起源

全球货币的概念最早可追溯至凯恩斯提出的bancor，即国际清算同盟的记账单位，他建议将其作为第二次世界大战之后国际货币合作的核心工具。凯恩斯认为，迄今为止所有的国际货币体系，特别是金本位制，都存在调整不对称的根本缺陷，他的建议旨在纠正这一点。因为财政赤字国家缺乏充足的外部融资或储备，遭遇危机只能被迫调整，财政盈余国家则不会面临类似压力。在他看来，这种不对称是危机期间全球偏向紧缩的根源（Keynes, 1942-43）。

但是，20世纪60年代的争论为建立全球货币提供了不同的理论依据，认为布雷顿森林会议商定将某个国家的货币（美元）兑换成黄金作为国际货币使用，才是问题的基本，因为一旦这个发行货币的国家的国际收支逆差大到一定程度，就会引发抛售。罗伯特·特里芬认为，这样的体系生来就不稳定。后人也因为他的作品将这种矛盾称为“特里芬难题”。

¹ 哥伦比亚大学国际与公共事务学院教授，联合国发展政策委员会主席。曾任联合国主管经济和社会事务副秘书长、拉丁美洲和加勒比经济委员会（拉加经委会）执行秘书、哥伦比亚财政部长兼共和国银行（哥伦比亚中央银行）理事会成员。感谢 Kevin Gallagher、Randall Henning和Leonardo Villar 对本文前一稿的评论。笔者借鉴了自己之前关于这个问题的研究成果，特别是Ocampo（2017）的第二章。

20世纪60年代，全球货币体系面临的问题具体表现为美联储黄金储备流失，原因是各国用部分美元储备兑换了黄金。当时的争论焦点是哪种途径可以使世界流动性稳定供应，免受特里芬难题带来的潜在不稳定影响。然而，1971年，美国单方面不再接受美元兑换黄金，致使国际货币体系实际上向以美元这一信用货币为基础转型，但其他货币仍可竞争美元地位。因为这件事以及后续的一系列发展，人们对特别提款权成为全球主要储备资产的期待落空了。这些事件标志着主要货币之间不可能实现外汇平价，国际市场的美元供给因为20世纪70年代的两次石油危机而显著增加，资本账户在美国的引领下愈加自由化，没有了美元兑换黄金的限制，美国的经常账户逆差呈现出扩大趋势。

特别提款权制度的演变

国际货币基金组织将特别提款权定义为一种“国际储备资产”。然而，持有特别提款权的国家虽然能收取利息，同样也要为分配到的特别提款权支付利息。由此可见，特别提款权既是资产，也是负债，可能更应当被理解为是一种信用额度，为持有者无条件使用，比如无条件透支机制。特别提款权是20世纪60年代争论的产物，当时，法国与包括美国在内的大多数国家意见相左，反对建立纯储备资产，而是偏向设立一种与国际货币基金组织传统信用额度相似的“提款”制度（Solomon, 1982）。

根据现有规则，国际货币基金组织全面分配特别提款权应符合下列三条标准：（1）长期需求；（2）全球性；（3）旨在补充现有储备资产。评估每五年进行一次，以决定是否补充发行的需要。

迄今为止，特别提款权进行过四次分配。第一次发生在1970-72年，总共分配了93亿特别提款权单位；第二次发生在1979-81年，总额121亿；第三次发生在1997年，总额214亿；第四次发生在2009年，总额1612亿，相当于2500亿美元。由于第三次分配是国际货币基金组织为平衡新旧成员（新成员指之前进行分配时尚未加入组织的国家）利益进行的其中一项改革，直到2009年6月美国国会同意协定条款发生相关变更才真正生效。有趣的是，尽管分配标准中包括长期需求，2009年的分配却是基于逆周期的理由提出的（国际货币基金组织，2009），并列入了当年4月由二十国集团伦敦峰会通过的一揽子计划，以应对北大西洋金融危机²（二十国集团，2009）。有趣的是，之前1979-1981年和1997年的两次分配，也恰好发生在世界经济危机期间。

特别提款权的分配按国际货币基金组织认缴份额决定，因此高收入国家能分得更多。表1显示，1970-72年，高收入国家获得了总分配额的74%，而中等收入国家得到16%，低收入国家仅分得约10%³。随着时间的推移，新兴和发展中国家获得的分配有些许增加。2009年，中等收入国家所获分配上升至30%，但是低收入国家却下降至8%。在高收入国家里，非经合组织成员国的份额也有所增加。

特别提款权是“央行的钱”，因为实际上只有央行接受这种支付方式，目前的规则不允许私人部门持有特别提款权。特别提款权可以用于支付国际货币基金组织，只有国际结算银行和多边发展银行等少数国际组织能使用特别提款权。既然不能为私营部门所用，也就无法被用于干预外汇市场；因此，要干预必须先要将特别提款权兑换成所需货币。

² 笔者将2008-2009年金融危机称为北大西洋金融危机而不是全球金融危机，因为尽管它的影响波及全球，主要还是集中于美国和西欧。

³ 为便于长期比较，笔者采用了世界银行按2000年的收入确定的国家分类标准。

表 1: 按发展水平划分的特别提款权分配 (百万特别提款单位)

	分配金额 (百万特别提款单位)			总分配中所占份额		
	1970-72	1979-81	2009	1970-72	1979-81	2009
高收入: 经合组织	6,796	7,906	108,879	73.6%	65.8%	59.6%
美国	2,294	2,606	30,416	24.8%	21.7%	16.6%
日本	377	514	11,393	4.1%	4.3%	6.2%
其他	4,125	4,786	67,070	44.7%	39.8%	36.7%
高收入: 非经合组织	17	127	3,588	0.2%	1.1%	2.0%
海湾国家	0	78	2,057	0.0%	0.7%	1.1%
除海湾国家外	17	49	1,531	0.2%	0.4%	0.8%
中等收入	1,488	2,730	54,173	16.1%	22.7%	29.6%
中国	0	237	6,753	0.0%	2.0%	3.7%
除中国外	1,488	2,493	47,420	16.1%	20.7%	26.0%
低收入	933	1,254	16,095	10.1%	10.4%	8.8%
分配总金额	9,234	12,016	182,734	100.0%	100.0%	100.0%

来源：作者参照世界银行2020年按发展水平划分的国家类别，根据国际货币基金组织数据估算得出结果。

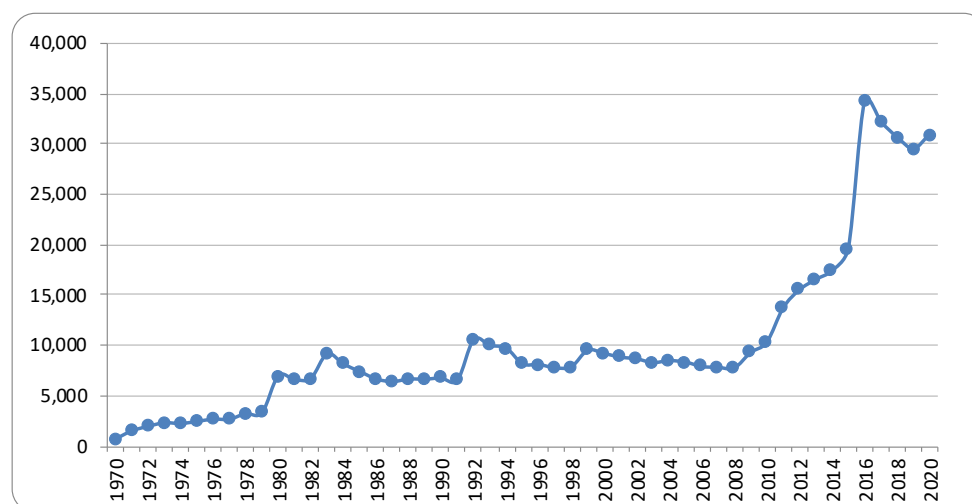
使用特别提款权进行交易需要参与国达成双边协定，国际货币基金组织随后会记录下这一操作。但是，如果一个想出售特别提款权的国家找不到买方，国际货币基金组织可以指定外部头寸强劲的成员将这些特别提款权换为可自由使用的货币，但买方超额持有的特别提款权不能超出原始分配额的两倍。这一机制对于保持特别提款权的流动性至关重要，但已经几十年不曾有使用需要了，说明特别提款权“市场”运转良好，这多亏了那些愿意增加所持特别提款权、在一定程度上扮演“做市商”的国家。

图1展示了国际货币基金组织成员国的特别提款权净提款额，由各国特别提款权净头寸的总绝对值估算得出。如图所示，特别提款权的使用随时间增加，加速上升的时段与全球金融受创的时期重合，包括20世纪70年代末的美元贬值、拉丁美洲债务危机、20世纪90年代初的欧洲汇率制度危机、20世纪90年代末和二十一世纪初新兴经济体的一系列危机以及北大西洋金融危机。净提款额占总分配的份额在特别提款权诞生的第一个十年呈上升趋势，到20世纪80年代初在30%到50%之间波动，到2009年大额分配后显著滑落，但是之后便恢复了上升趋势。

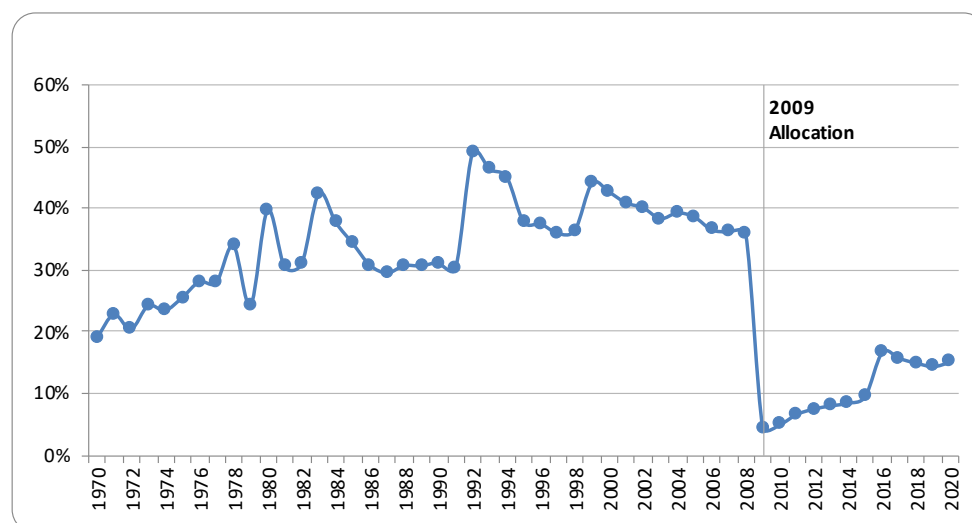
表2展示了在净提款最多的年份、2019年以及有最新数据可用的2020年9月，不同收入水平国家的特别提款权净持有额。有趣的是，除日本外的高收入经合组织国家成为了特别提款权的最大用户，说明即使对世界上最富有的国家来说，特别提款权也是重要的储备资产。这些国家的净使用发生在国际危机期间，但相比分得的大量特别提款权，使用额仍然较少。日本则在大多数情况下是市场的买家。尽管高收入经合组织国家被归为一组，而且通常是特别提款权的净买家，但也有不容小觑的例外，尤其是过去十年。

图 1

A. 特别提款权净提款总额（百万特别提款单位）



B. 净提款总额占总分配额的百分比



来源：作者根据国际货币基金组织数据进行的估算。净提款额由各个国家所持特别提款权和分配额之间的差值估算得出。

表 2：按发展程度划分的各国特别提款权净持有额（百万特别提款单位）

A. 净持有额（百万特别提款单位）									
	1980	1983	1992	1999	2009	2011	2016	2019	Sept. 2020
高收入：经合组织	-3,203	-3,178	-4,233	0	995	-1,945	-8,287	-1,073	-1,470
美国	-1,996	-100	1,285	2,639	1,563	479	1,046	1,384	1,438
日本	640	957	-96	1,044	1,090	576	1,169	1,582	1,845
其他	-1,847	-4,035	-5,422	-3,683	-1,658	-3,000	-10,502	-4,039	-4,752
高收入：非经合组织	-34	54	139	41	335	240	-550	-502	-497
海湾国家	-23	28	122	-9	116	120	-384	-375	-371
除海湾国家外	-11	27	17	51	219	120	-166	-127	-125
中等收入	-1,190	-1,808	-2,203	-1,033	-689	-3,717	-13,515	-11,508	-12,689
中国	-42	83	68	303	990	732	197	1,056	944
除中国外	-1,148	-1,891	-2,271	-1,336	-1,679	-4,450	-13,712	-12,564	-13,632
低收入	-1,016	-1,925	-2,144	-1,928	-3,928	-4,926	-7,272	-9,964	-8,410
净持有总额	-6,918	-9,105	-10,510	-9,455	-9,232	-13,658	-34,143	-29,462	-30,884
总分配额	17,381	21,433	21,433	21,433	203,984	203,985	204,158	204,110	203,882
B. 净持有额占分配额的百分比									
高收入：经合组织	-26.5%	-21.6%	-28.8%	0.0%	0.8%	-1.6%	-6.7%	-0.9%	-1.2%
美国	-49.4%	-2.0%	26.2%	53.9%	4.4%	1.4%	3.0%	3.9%	4.1%
日本	88.6%	107.3%	-10.8%	117.1%	8.9%	4.7%	9.5%	12.9%	15.0%
其他	-55.6%	-100.7%	-135.3%	-91.9%	-7.2%	-13.0%	-45.6%	-17.5%	-20.6%
高收入：非经合组织	-41.4%	37.7%	96.5%	28.6%	9.5%	6.8%	-15.7%	-14.3%	-14.1%
海湾国家	-67.9%	35.1%	155.2%	-11.9%	5.4%	5.6%	-18.0%	-17.5%	-17.4%
除海湾国家外	-23.2%	40.9%	26.3%	77.1%	15.9%	8.7%	-12.0%	-9.2%	-9.1%
中等收入	-36.3%	-42.9%	-52.2%	-24.1%	-1.2%	-6.3%	-22.9%	-19.5%	-21.6%
中国	-37.0%	35.1%	28.8%	127.9%	14.2%	10.5%	2.8%	15.1%	13.5%
除中国外	-36.3%	-47.5%	-57.1%	-33.0%	-3.2%	-8.6%	-26.4%	-24.2%	-26.3%
低收入	-57.5%	-88.0%	-96.8%	-87.0%	-22.1%	-27.7%	-40.6%	-55.6%	-47.5%

注：“-”号代表净提款，“+”号代表净持有。各收入组别的数字以百万特别提款单位为单位。

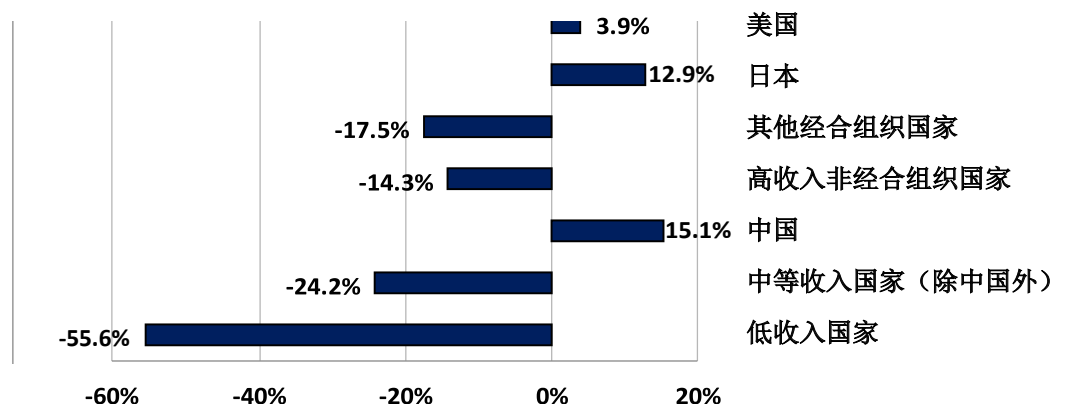
来源：作者根据2000年世界银行按照发展程度对国家分类标准，在国际货币基金组织的数据基础上进行估算得出。净持有或净提款指分配额和特别提款权持有额之差。

不论如何，新兴国家和发展中国家对特别提款权持有额的使用都更为频繁。如表2所示，在所有高峰年份，中等收入国家的净提款额都相当可观。中国是一个例外，仅在1980年提取了特别提款权分配额，之后就只积累特别提款权。反而低收入国家的特别提款权提款额相对于其分配额是最高的，在2009年分配之前，它们提取了超过80%的特别提款额。在2009年大分配之后，低收入和中等收入国家都重新开始了特别提款权的积极使用。

通过分析各个国家的净提款和净买入可以看出，在特别提款权使用的高峰时期，主要是高收入国家和石油资源丰富的中等收入国家在大量买卖特别提款权（Erten和Ocampo，2013，表9.4）。其中，美国是1980年最大的特别提款权使用者，其次是英国、澳大利亚和加拿大。英国在2010年前是最大的卖家。在买方一侧，最重要的国家是日本、德国、比利时和沙特阿拉伯。1999年中国加入了净买家行列。

根据各国净持有额占分配额的比重，图2展示了2019年上述表现的概况。中国、日本和美国是最重要的净持有国。与之相反，低收入和中等收入国家（不包括中国）是最重要的净使用方，使用额分别占其分配额的一半以上和近四分之一。作为一个整体，经合组织和非经合组织的高收入国家也是净用户，尽管相对分配额而言，净使用额较少，说明高收入国家里既有买方也有卖方。

图 2：2019年特别提款权净持有额占分配额的百分比



来源：表2

通过分析我们可以得出三大结论：第一，尽管在分配中所占份额小，低收入和中等收入国家更倾向于频繁地使用持有额来满足支付需要。因此，如果能从这一点出发建立新的分配制度，可以起到促进发展的作用，这个问题下一节会再讲到。第二，特别提款权对于发达国家而言也是重要的储备资产，它们在买方和卖方位置都占主导地位。最后，市场还很小，2016年高峰时期的特别提款权净提款额也才将超过340亿，只占全球储备的很小一部分。

制度改革

特别提款权制度改革目前必须面临的问题与创立时并不相同⁴。国际流动性供应不足是特别提款权创立时的争论焦点，而现在除非遭遇严重的国际危机，这个问题已经不再重要。甚至正相反，信用货币美元标准表现出了扩张偏向，原因是我之前提到的，20世纪70年代中期以来资本流动广泛自由化，美国经常账户出现庞大赤字。但是，这也突显出一个事实，特里芬在20世纪60年代曾强调过，2008-2009年北大西洋金融危机爆发时中国人民银行行长也曾指出过⁵——世界仍然需要一种“供给更有序”的世界货币。20世纪60年代引起注意的其他问题在今天仍然重要，甚至变得更加关键，我们尤其需要积极使用特别提款权作为逆周期政策工具，在国际危机期间为新兴和发展中国家提供流动性。这一点也与全球股市的问题有关。

1970-1972年，特别提款权进行了首次分配，分配额等同于世界非黄金储备的9.5%（Williamson, 2009）。这一比重在后续几十年降至更低水平。2009年之前，特别提款权只占世界非黄金储备的区区0.5%。2009年的分配将特别提款权所占比重提升到了接近5%，但仍然是一个很小的数目。

一场具有雄心的改革应当让国际货币基金组织转变为完全由特别提款权供资的组织，与理想中的国际货币体系向多币种过渡相辅相成。对于国际货币基金组织来说，这意味着它要作为类世界央行运转，并且享有三个基本优势：（1）共享铸币税；（2）使国际储备资产的创造与任何特定国家或区域的货币脱钩，从而克服特里芬难题；以及（3）以逆周期的方式帮助管理国际流动性。

近年来，针对特别提款权分配的建议可分为两种：一是逆周期发行特别提款权，避开经济繁荣期（甚至可以撤回之前的发行），集中在世界经济受创时发行（联合国，1999；Camdessus, 2000；Ocampo, 2002）。二是定期分配特别提款权，以反映世界对储备的额外需求（Stiglitz, 2006，第九章；国际货币基金组织，2011）。两种方法可以结合使用，如果采用定期分配，比如按照国际货币基金组织的惯例每五年进行一次，则需要视全球货币情况，由国际货币基金组织决定什么时候分配是有效的。

国际货币基金组织内部以及各种分析对重新分配特别提款权的建议表明，鉴于全球储备需求的实际情况，每年分配2000至4000亿美元是合理的⁶。这种规模的分配虽然有助于储备多样化，但特别提款权依然只占持有储备的很小一部分。举例来说，据国际货币基金组织（2011）估算，每年分配2000亿美元也只能将特别提款权占总储备的比重在本世纪二十年代提升至13%。

改革中最重要的一点就是要秉持清晰的逆周期目标，让国际货币基金组织转变为完全以特别提款权为基础的组织。逆周期分配特别提款权所产生的“无条件”流动性，可与国际货币基金组织全部通过特别提款权完成的逆周期融资产生的“有条件”流动性一起，提供给面临支付危机的国家。

⁴ Solomon (1982) 和 Triffin (1968) 对20世纪60年代的争论进行了出色的概括，可以参考。特别提款权过去和现在作用的有趣对比可参见 Clark 和 Polak (2004)，Williamson (2009) 以及 Erten 和 Ocampo (2013)。

⁵ 根据他当时的论述：“国际储备货币的币值首先应有一个稳定的基准和明确的发行规则以保证供给的有序；其次，其供给总量还可及时、灵活地根据需求的变化进行增减调节；第三，这种调节必须超脱于任何一国的经济状况和利益。”（周小川，2009）

⁶ 有关预估的概括见 Erten 和 Ocampo (2013)，表9.5。

Jacques Polak (1979 ; 2005, 第七、八章) 三十多年前提出的机制可看作一种可能的方向：国际货币基金组织在危机期间通过新的特别提款权进行放贷，贷款一旦偿清，特别提款权自动撤回。另一种可能的方向是笔者曾提出的 (Ocampo, 2017, 第二章)，将特别提款权的分配与国际货币基金组织的放贷能力相结合，未被各国使用的特别提款权可存至（或借给）国际货币基金组织，供需要的国家借用。这一机制下将能够允许国际货币基金组织的董事会积极发挥逆周期功能，决定国际货币基金组织可使用多少特别提款权存款为项目提供资金，做到在危机时增加放贷金额，在繁荣时减少放贷金额，正如前文提到的那样，与逆周期分配相辅相成。

两种方法共同的关键优势在于能解决一个反复出现的问题——在危机中保证国际货币基金组织的可用资源。相比之下，传统的解决办法是允许国际货币基金组织以不同方式向成员国贷款。但是这个机制存在问题，即它不是真正的多边机制。正如Kenen (2001) 之前指出的那样，这个机制赋予了提供融资的国家过多的权力，因此是次优于增加份额的选项，但传统机制和传统机制的基础上增加份额都次优于上文提到的建立完全以特别提款权为基础的国际货币基金组织形式。

此次改革需要国际货币基金组织的协定条款作出变更。这一点的关键是不再区分基金组织的“一般资源”账户和特别提款权账户 (Polak, 2005, 第二部分)，从而严格限制各国使用特别提款权分配额，使得国际货币基金组织可以使用特别提款权分配融资放贷。此外，完全以特别提款权为基础的国际货币基金组织还有一个特别的优点，即不再需要管理种类繁多的货币，其中只有一小部分可用于基金组织放贷。

此次改革可结合一套新的特别提款权分配公式，改变当前国际货币体系中不公平的基本现象：新兴和发展中国家必须积累大量外汇储备作为“自我保险”来减轻国际金融繁荣-萧条周期和全球金融安全网不完整性的影响 (Ocampo, 2017, 第二章)。除了国际货币基金组织认缴份额以外，此次改革可将储备需求或国家发展水平也列为特别提款权的附加标准。比如Williamson (2010) 曾提出，让新兴和发展中国家分得80%的特别提款权分配额，剩下20%分给工业化国家。这个提议的前身来自20世纪60年代贸发会议召集的专家组（贸发组织，1965），他们建议在分配特别提款权时要“与发展挂钩”。一种可与之相辅的政策是允许国际货币基金组织用各国未使用的特别提款权从多边发展银行购买债券，以满足新兴和发展中国家的长期融资需求。

笔者还望补充一点，即如几位重要分析者 (Cooper, 2010 ; Eichengreen, 2011 ; Padoa-Schioppa, 2011) 建议的，有野心的特别提款权改革永远应敞开怀抱，允许私人部门使用这一全球货币，其中包括使用特别提款权作为私人或政府债券的主要货币，或作为商业交易（比如大宗商品交易）的记账单位。然而事实是，这一设想不仅要求额外的制度改革，私人部门使用特别提款权本身就可能造成问题，尤其在这一全球储备资产需求的投机性变化方面。此外，允许私人使用特别提款权会导致目前全球通用货币的发行国，特别是美国，强烈反对制度改革。如此一来，即便额外用途可能实现，特别提款权的主要作用仍然将是国际货币基金组织管理的储备资产（见国际货币基金组织在这方面的分析，2018）。

因此，尽管特别提款权分配规则的改革以及实现其私人使用是理想情况，但并不是必需的。正如上文所强调的，改革的关键是秉持清晰的逆周期目的，促使国际货币基金组织向完全以特别提款权为基础转变。

在新冠危机期间使用特别提款权

这一逆周期的目标是将大量增发特别提款权列入国际新冠危机应对政策的主要论点。该决定与2009年为管控北大西洋金融危机做出的决定类似，量级应该更大。笔者与其他同事一起在（2020年）3月提出了分配5000亿美元的建议（Gallagher, Ocampo 和Volz, 2020a；也见2020b）。根据其他决策者和分析人士的意见，分配额还可以更多，但不应超过国际货币基金组织的总认缴份额（大约6500亿美元），否则就要先提交美国国会批准，严重推迟分配的落地⁷。

在2020年4月举行的布雷顿森林体系春季会议上，大量增发特别提款权的决定得到了广泛支持，支持者中包括国际货币基金组织认缴份额的主要持有者——欧洲国家，但仍被另一位主要持有者——美国一票否决。在10月举行的布雷顿森林体系年会上，这一提议再次被排除在二十国集团金融部长提案之外，同样还是因为美国的意见⁸。美国财政部长的基本观点是，近70%的资金会由二十国集团国家享有，它们大多不需要这些钱来处理危机（Mnuchin, 2020）。这背后有着地缘政治的考虑，即和美国分歧较大的国家从分配中获利将违背这一决定的“经济中立性”。还要补充一点，即美国对20世纪60年代建立特别提款权和2009年的大规模分配都是支持的⁹，而这次没有。特别提款权的性质决定了它不会动摇美元在国际支付中的主导地位。令人惊讶的是，印度先是支持美国观点，后又改变立场，开始支持这一提议。目前，提议仍在讨论中，（写作时）即将上任的拜登政府或许会予以批准。

“铸币税”是美国、欧元区享有的特权，其他发达国家以及中国也能享有，但程度较少。尽管新兴和发展中国家能分得的特别提款权不到五分之二，却的确是它们参与国际货币发行相关“铸币税”的唯一机会。新兴和发展中国家在取得国际融资方面也受制于的繁荣-萧条循环。因为流动性和融资问题，它们无法像发达国家一样，在遇到危机时实施积极的扩张性宏观政策。所以，哪怕依据目前的分配标准，增发特别提款权对新兴和发展中国家也是有利的，对于不少低收入国家来说，好处更是相当可观（Collins和Truman, 2020）。

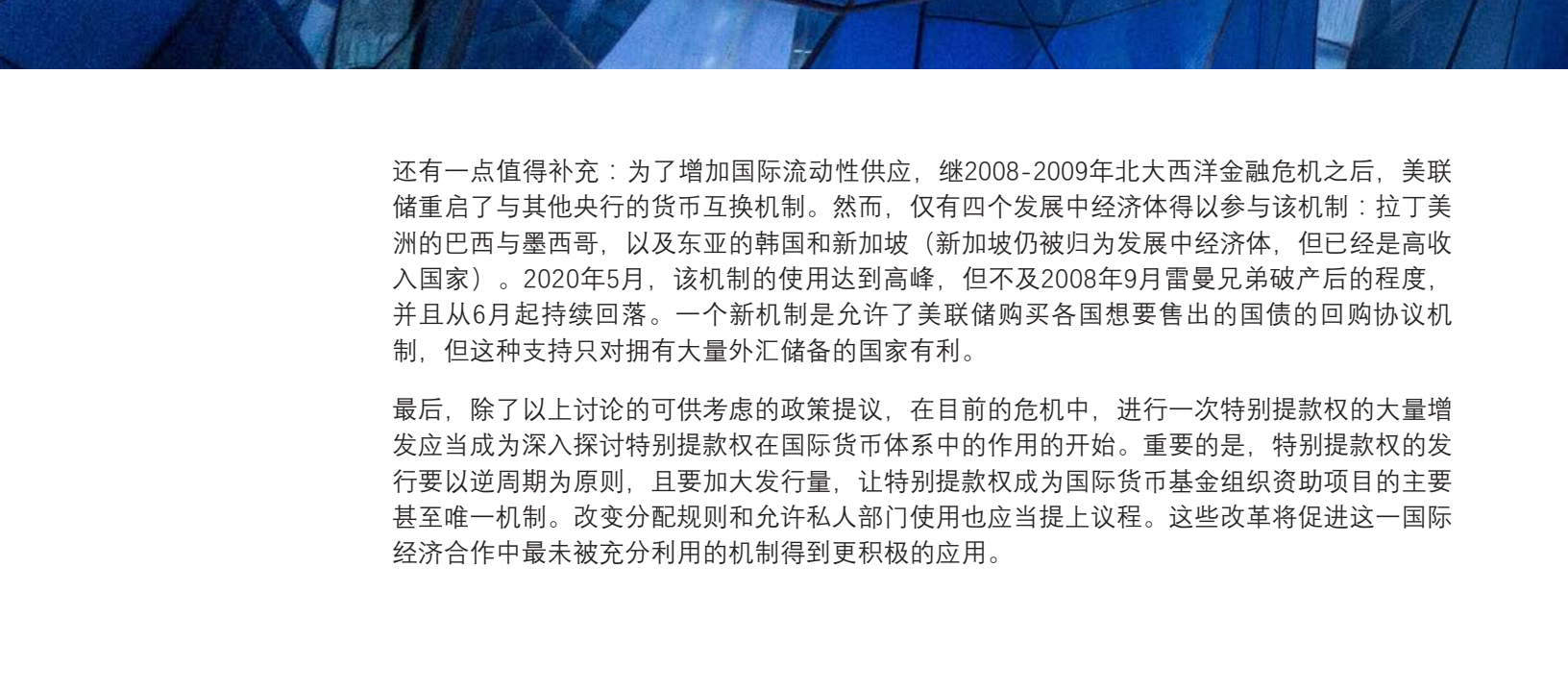
为了更好地使用增发的和未被各国利用的特别提款权，可以成立特别基金，允许各国将未利用的特别提款权出借给国际货币基金组织，资助对新兴和发展中国家有利的项目，比如增加官方开发援助或通过多边发展银行买卖债券。

尽管疫情期间特别提款权的使用呈上升趋势，但事实上所涉数额很小（见图2和表2）。国际货币基金组织的放贷也是如此：截至（2020年）10月底，有95个国家共获得国际货币基金组织资助1014亿美元，除去为哥伦比亚、智利和秘鲁这三个拉丁美洲国家获批的灵活信用额度，只有495亿美元，而信用额度视情况安排而定，不一定支付。这与危机伊始国际货币基金组织需要接近1万亿美元来资助其项目的预估相距甚远。但是，如果危机持续时间超出预期，或者美联储开始撤销大量美元流动性背后的刺激举措（在撰写本文时不尽现实），抑或越来越多的发展中国家面临债务危机，那么资金需求将会增加。不论如何，对于各央行而言，特别提款权具有支持各国从国际市场额外借贷功能的具有额外意义的资产。

⁷ 目前的规则是，如果美国分配到的特别提款权大于其国际货币基金组织的认缴份额，必须得到国会批准。

⁸ 见二十国集团（2020），第8页，第1条脚注。

⁹ 其他几次的支持力度不大，可能在一定程度上解释了为什么那几次的分配额有限。



还有一点值得补充：为了增加国际流动性供应，继2008-2009年北大西洋金融危机之后，美联储重启了与其他央行的货币互换机制。然而，仅有四个发展中经济体得以参与该机制：拉丁美洲的巴西与墨西哥，以及东亚的韩国和新加坡（新加坡仍被归为发展中经济体，但已经是高收入国家）。2020年5月，该机制的使用达到高峰，但不及2008年9月雷曼兄弟破产后的程度，并且从6月起持续回落。一个新机制是允许了美联储购买各国想要售出的国债的回购协议机制，但这种支持只对拥有大量外汇储备的国家有利。

最后，除了以上讨论的可供考虑的政策提议，在目前的危机中，进行一次特别提款权的大量增发应当成为深入探讨特别提款权在国际货币体系中的作用的开始。重要的是，特别提款权的发行要以逆周期为原则，且要加大发行量，让特别提款权成为国际货币基金组织资助项目的主要甚至唯一机制。改变分配规则和允许私人部门使用也应当提上议程。这些改革将促进这一国际经济合作中最未被充分利用的机制得到更积极的应用。

参考文献

- Camdessus, M. (2000) "An Agenda for the IMF at the Start of the 21st Century". Remarks of the Managing Director of the IMF at the Council on Foreign Relations, 1 February. New York: IMF External Relations Department. Available at: <https://www.imf.org/external/np/speeches/2000/020100.htm>.
- Clark, P.B., and J.J. Polak (2004) International Liquidity and the Role of the SDR in the International Monetary System. *IMF Staff Papers*, 51(1): 49–71. [Reproduced in Polak (2005: chapter 9).]
- Collins, C., and E. M. Truman (2020) *IMF's special drawing rights to the rescue*. Peterson Institute for International Economics (PIIE). Available at: <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/imfs-special-drawing-rights-rescue>
- Cooper, R. (2010) *Does the SDR Have a Future*. Available at: <http://scholar.harvard.edu/cooper/publications/does-sdr-have-future>.
- Eichengreen, B. (2011) *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. New York: Oxford University Press.
- Erten, B., Ocampo J.A. (2013) Building a Stable and Equitable Global Monetary System. In J.A. Alonso, G.A. Cornia, and R. Vos (eds), *Alternative Development Strategies for the Post-2015 Era*. New York: Bloomsbury, chapter 9.
- G20 (Group of 20) (2009) *The Global Pact for Recovery and Reform*. London Summit, 2 April. London: G20. Available at: <http://www.cfr.org/financial-crises/g20-global-plan-recovery-reform-april-2009/p19017>
- G20 (2020) *Communiqué, G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting*, 14 October. Available at: https://g20.org/en/media/Documents/FMCBG%20Communiqu%C3%A9_English_14October2020_700pm.pdf
- Gallagher, K.P., Ocampo J.A., Volz, U. (2020a) "It's time for a major issuance of the IMF's Special Drawing Rights". Available at: <https://ftalphaville.ft.com/2020/03/20/1584709367000/It-s-time-for-a-major-issuance-of-the-IMF-s-Special-Drawing-Rights/>, March 20th
- Gallagher, K.P., J.A. Ocampo and U. Volz (2020b) Special Drawing Rights: International Monetary Support for Developing Countries in Times of the COVID-19 Crisis. *Economist Voice*. Available at: <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/ev-2020-0012/html>
- IMF (International Monetary Fund) (2009) *Review of the Adequacy of and Options for Supplementing Fund Resources*, Finance, Legal, and the Strategy, Policy, and Review Departments, January.
- IMF (2011) *Enhancing International Monetary Stability—A Role for the SDR?*, Strategy, Policy, and Review Department, January.
- IMF (2018) *Considerations on the Role of the SDR*. Policy Paper, April.
- Kenen, P. (2001) *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?* Washington DC: Institute for International Economics.

Keynes, J.M. (1942–43) The Keynes Plan. Reproduced in J.K. Horsefield (ed.) (1969), *The International Monetary Fund, 1945–1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation. Volume III: Documents*. Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 3–36.

Mnuchin, S. (2020) *U.S. Treasury Secretary Steven T. Mnuchin's Joint IMFC and Development Committee Statement*. United States Department of the Treasury, 16 April [online] <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm982>.

Ocampo, J.A. (2002) "Recasting the International Financial Agenda". In J. Eatwell and L. Taylor (eds), *International Capital Markets: Systems in Transition*. New York: Oxford University Press, chapter 3.

Ocampo, J.A. (2017). *Resetting the International Monetary (Non)System*. Oxford and Helsinki: Oxford University Press and UNU-WIDER.

Padoa-Schioppa, T. (2011) "The Ghost of Bancor: The Economic Crisis and Global Monetary Disorder". In J.T. Boorman and A. Icard (eds), *Reform of the International Monetary System: The Palais Royal Initiative*. New Delhi: SAGE Publications, chapter 6.

Polak, J.J. (1979) "Thoughts on an International Monetary Fund based Fully on SDR". Pamphlet Series 28. Washington, DC: International Monetary Fund.

Polak, J.J. (2005) *Economic Theory and Financial Policy: Selected Essays of Jacques J. Polak, 1994–2004*, edited by J.M. Boughton. Armonk, NY: M.E. Sharpe.

Solomon, R. (1982) *The International Monetary System, 1945–1981*. New York: Harper and Row.

Stiglitz, J.E. (2006) *Making Globalization Work*. New York: W.W. Norton and Company.

Triffin, R. (1961) *Gold and the Dollar Crisis* (revised edition). New Haven, CT: Yale University Press.

Triffin, R. (1968) *Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*. New York: Random House.

UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) (1965) *International Monetary Issues and the Developing Countries: Report of the Group of Experts*. New York: United Nations.

United Nations (1999) "Towards a New International Financial Architecture". *Report of the Task Force of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations*, 21 January. Geneva: United Nations. Available at: https://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2014/10/66geg_EC-ESA_FinancialArchitecture1999.pdf

Williamson, J. (2009) "Understanding Special Drawing Rights (SDRs)". Policy Brief PB09-11, June. Washington, DC: Peter G. Peterson Institute for International Economics. Available at: <http://www.iie.com/publications/pb/pb09-11.pdf>.

Williamson, J. (2010) The Future of the Reserve System". *Journal of Globalization and Development*, 1(2): Article 15.

Zhou X. (2009). *Reform the International Monetary System*. Beijing: People's Bank of China. Available at: <https://www.bis.org/review/r090402c.pdf>

中央银行与全球金融安全网

Edwin M. Truman^{1,2}

银行是钱的所在之处。

— Slick Willie Sutton解释他为何抢劫银行

在金融危机爆发时，往往会出现流动性稀缺。在国内危机中，中央银行可以满足流动性需求。但全球金融安全网（GFSN）却缺乏系统的流动性功能。在全球金融危机中，没有中央银行来扮演这一角色。在全球层面，国际货币基金组织（IMF）是全球金融安全网的核心，但它无法无限制地扩展其资产负债表³。在严重的危机中，这一局限可能成为阻碍。

在本文的政策分析中，我描述了如何通过利用国家中央银行提供短期流动性来减轻国际货币基金组织的局限，从而维持IMF的长期借贷能力。首先，我回顾了中央银行之间货币互换安排的现状。其次，我概述了中央银行在危机中能够扩大国际货币基金组织资源的三种可能的结构。文章其后的部分中，我对有关这些结构及其将如何加强全球金融安全网的一些补充问题提供了回答。最后，我讨论了为什么此类提议一直难以被接受。

我的关键论点如下：

1. 从理论上讲，建立一个中央银行扩大国际货币基金组织贷款的机制，是非常简单的。
2. 全球金融体系现在有11个互换网络或同等机制，其中国际货币基金组织有一半以上的成员国（几乎占全球GDP的90%）参与其中。
3. 这些机制并未相互关联，多数与国际货币基金组织也没有关联，也不能通过一己之力提供全球流动性危机所需要的支持规模。

¹ 彼得森国际经济研究所非常驻高级研究员。

² 在撰写本文的过程中，C. Randall Henning, Patrick Honohan, Tianlei Huang, Gary Hufbauer, Rakesh Mohan, John Murray, Maurice Obstfeld给予了有益建议、评论和支持。

³ 如果国际货币基金组织成员中有85%的加权多数同意，则国际货币基金组织可以不受限制地分配特别提款权（SDR）。但是，分配特别提款权扩大的是接受这些分配的国家货币机构的资产负债表，而非国际货币基金组织本身的资产负债表。

4. 由中央银行出资的对国际货币基金组织的支持机制不仅有助于在全球危机中稳定国际金融体系，还可以扩大国际货币基金组织自身有限的资源。
5. 这种机制的一个关键特征是它提供的流动性援助是暂时的。该特征对担心扩大国际货币基金组织和类似机构的资源会带来道德风险的人们应当具有吸引力。

现状

当政府借款人在全球金融危机中需要获得国际流动性（以外币计价的资金）时，他们有三种基本选择。

- 一、政府可以利用其外汇储备。但是，外汇储备是有限的，而且近几十年来，各国政府一直不愿对其过度投入，因为他们担心这样做会引发本国货币挤兑，带来货币市场紧缩，和/或使用国际金融市场受限等不愉快的后果。
- 二、政府可以向国际货币基金组织申请援助。但是如上所述，国际货币基金组织的财政资源有限，而且每个国家在获得各种贷款工具时，也受到贷款规模和/或附加政策条件等不受欢迎的限制。

新冠疫情爆发后，国际货币基金组织通过[四种主要工具](#)向成员国快速拨付资金：快速信贷机制、赈灾和救济信托基金、快速融资工具以及短期流动性额度（SLL）。每种工具的拨付规模或申请资格都是有限的。前两种工具针对的是低收入会员国。第三种也主要是为他们提供的。第四种工具则有事前政策附加条件，即当前政策获得批准，并且仅提供为期12个月的资金、最多只能提供该国份额145%的资金。

成员国还可以申请国际货币基金组织特殊拨付政策下的计划，这些计划可能可以提供大量的资金支持，但要获得此类资源会有附加政策条件，而且资源也并非按需拨付。在发生危机之前，成员国可以通过事前政策附加条件获得灵活信贷额度（FCL）的资格，期限为一或两年，但可以展期，并且在紧急情况下可以使用该信贷额度。目前只有少数几个国家建立了灵活信贷额度，但它们仍束缚了国际货币基金组织未来承诺资金的能力。目前，个成员国（智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁）的灵活信贷额度平均为其份额的6.75倍。截至2020年10月30日，这些承诺资金占到了国际货币基金组织总承诺资金的78%和其未偿信贷与承诺资金之和的45%。但这四个成员国所占份额不到基金组织份额的百分之三。哥伦比亚已表示其有意使用灵活信贷额度，将成为第一个使用灵活信贷额度的国家。

- 三、一国的中央银行可能可以向另一国的中央银行申请使用互换额度或类似安排（表1）。

美联储已与其他14家中央银行建立了流动性互换额度，并建立了针对外国和国际货币当局（FIMA）的临时回购协议工具，实施隔夜回购交易以增强其持有的美国证券的流动性。以国内生产总值为衡量标准，美联储互换额度涵盖了全球金融体系的很大一部分，但实际上只有32个国家在该机制内，其中包括通过欧洲中央银行（ECB）使用欧元的19个国家。⁴因其允许外国中央银行方便地使用其持有的美国政府证券，FIMA工具提高了整个金融体系的流动性。⁵但是，与第一种选择一样，它并不会增加全球国际储备的存量。⁶

其他一些中央银行提供的便利工具也允许他国的中央银行将其外汇储备资产以前者的货币获得流动性。Panetta和Schnabel（2020）描述了欧洲央行与三个欧盟（EU）合作伙伴以及中国人民银行之间的互换安排，及其针对非欧元区中央银行的欧元体系回购工具（EUREP）。

其他一些政府和中央银行也建立了临时或永久性的互换或互换类型的工具⁷。中国人民银行（PBoC）的互换安排网络拥有的参与者数量最多，该网络拥有54个合作伙伴，其中就包括欧洲央行，而欧洲央行又连接着19个国家/地区。清迈倡议多边化协议（CMIM）设有短期流动性（互换型）功能和长期的区域金融安排，但从未启用过。⁸

表1：主要互换型安排的可用资金

互换安排	参与者数量	规模（10亿美元）
美联储互换	32 (1)	420 (2)
中国人民银行互换	54 (1)	511
清迈倡议多边化	13	322
日本（央行和财务省）	8	184
欧洲央行互换	4	130
应急储备安排	5	100
北美框架安排	3	9
拉丁美洲储备基金	8	7
欧亚稳定与发展基金	5	5
阿拉伯货币基金组织	3	5
南亚区域合作联盟	8	2
总计	143	1,605

资料来源：日本央行⁹、纽约联邦储备银行¹⁰、欧洲中央银行（2018）、Panetta, Fabio and Isabel Schnabel（2020）和 Stubbs等（2021）。

(1) 包括欧元区的19个成员。

(2) 参与央行可获取的最大额度的总和。

⁴ 按购买力平价计算，可能通过美联储提款的国家占2019年全球GDP的28%；资料来源：世界经济展望数据库，国际货币基金组织，2020年4月。

⁵ 截至2020年11月，FIMA回购工具的使用规模仍较小，但它的存在有助于稳定该系统。

⁶ 在2008-2009年全球金融危机期间，欧洲央行通过美联储互换提取的额度超过了欧洲中央银行体系的外汇储备总额。截至2020年，美联储互换网络的未偿还总额于5月底达到峰值，为4,490亿美元。

⁷ 根据《北美框架协议》，美国财政部与墨西哥签订了长期互换协议；此外美国还与许多国家都建立了临时互换协议。

⁸ 有关区域金融安排的更多信息，请参见Henning（2020）。

⁹ https://www.boj.or.jp/en/intl_finance/cooperate/index.html/

¹⁰ <https://www.newyorkfed.org/markets/international-market-operations/central-bank-swap-arrangements>

整体来看，这些安排有四个局限。

首先，它们不是全球一体的。除去一些小的双边安排，有11个网络涵盖了104个国家/地区的143个合作伙伴，占全球GDP的89%。六个最大的网络覆盖了65个国家，拥有至少1000亿美元的资源或可提取总额。

第二，除美联储互换安排和中国人民银行的一些互换安排外，其他安排的可提款规模都很小。例如，巴西可以从美联储提取600亿美元，从中国人民银行提取约250亿美元，从金砖国家的应急储备安排中提取180亿美元，从国际货币基金组织的短期流动性额度中提取220亿美元。¹¹

第三，以撒哈拉以南非洲国家为主的一些国家被排除在外。只有尼日利亚和南非参与了互换安排。哥伦比亚和秘鲁等国可以参与某些类型的安排，但不能参与六个最大的安排网络。

第四，主张中央银行扩大国际金融援助以支持全球金融安全网的倡导者在目标上存在不同见解。一种主张认为，这一举措的主要目标是提供融资安排，但该安排必须在国际货币基金组织的主持下开展，且以经济政策调整为前提。另一种主张认为，该举措的目标是应对暂时的冲击，争取缓冲时间来确定是否有必要改变经济政策。这种区别对于我们如何思考中央银行提供国际金融援助、全球金融安全网及其参与者，特别是潜在的提款国至关重要。

中央银行支持全球金融安全网的三种结构

中央银行可以采取多种形式来支持全球金融安全网和处于其中心的国际货币基金组织。在下文中，我概述了三种结构。每一种结构都包含两个基本组成部分：（1）中央银行，因为它们可以印钞，以及（2）国际货币基金组织，因为它不能印钞，而且需要临时增强其借贷能力。

中央银行向国际货币基金组织提供短期贷款

在高度结构化的安排下，可以仅由一组中央银行或同政府为中央银行提供背书的政府做出承诺，在收到国际货币基金组织的请求的情况下，按照事先商定的固定比例向基金组织提供无限制的金融资源。¹²国际货币基金组织和每个中央银行之间也应事先商定基金组织获得中央银行支持以向其成员提供短期贷款的触发程序。协议应涵盖启动该网络所需的全球财务状况的前提，以及触发该工具应遵循的程序。最简单的程序是由国际货币基金组织管理层告知执行董事会，已达到预先约定的条件，然后由董事会投票确认管理层的建议。

¹¹ 韩国可以从中国人民银行的互换安排中提取约550亿美元，但仅能从清迈倡议多边化协议无条件提取60亿美元。迄今为止，韩国在美联储互换安排下的未偿还资金于五月和六月达到峰值，为188亿美元。新加坡可以从中国人民银行互换安排中提取约450亿美元，而在清迈倡议多边化协议下则只能提取36亿美元。新加坡尚未从美联储的互换安排中提取资金。欧洲央行可以从中国人民银行的互换安排中提取约550亿美元，但与欧洲央行于6月初在美联储互换安排达到的未偿还峰值1450亿美元相比，这并不是一个很大的数目。

¹² 金额可以是无限制的，因为中央银行提供的是自身的货币，也应该提供自身的货币，因为目标是在需求不确定的情况下提供所需的全部流动性。如果限定额度就违背了这一目的。



从现实可行的角度，应要求采取比简单加权多数表决更科学的方式，但门槛应低于85%，否则只要有一个成员否决就无法触发该网络。或者，（或此外）可以要求每个参与的中央银行都必须同意启动参与。

国际货币基金组织的成员获取该工具的标准也需要预先设定。应当包括以下前提：（a）使用该网络的成员面临共同的短期流动性问题；（b）它们将能够在一年内偿还国际货币基金组织；（c）如果不能在一年内偿还这笔款项，它们将与基金组织开展长期调整计划，规模应覆盖其对该中央银行支持工具以及因此对贷方中央银行的未偿债务。

假设国际货币基金组织有一组主要成员都同意这种做法，则其程序上的主要不利之处在于，美联储必须事先获得美国国会的法案支持。其他中央银行也可能需要政府的正式批准。根据美国法律，未经国会授权，任何美国实体均不得向国际货币基金组织贷款。原则上，美联储可以承诺实行平行贷款计划。但这样做会使中央银行贷方失去采取这种方法的主要优势，即中央银行对基金组织享有债权，而不是对使用该贷款的国家享有债权。

可以认为这种方法为借款新安排（NAB）提供了流动性补充。借款新安排用于增加支持国际货币基金组织项目的份额资源。与参加借款新安排的38个国家相比，这一工具设计所涉及的中央银行数量可以少一些。



中央银行合作

这一安排也可以考虑采用较松散的结构。在Truman（2011）中，我概述了解决全球危机中流动性问题“三把钥匙”的设想。

第一把钥匙由国际货币基金组织持有。根据事先商定的客观标准，国际货币基金组织将宣布需要增加全球流动性以支持国际金融体系的稳定，并建议各国央行考虑向其他国家提供流动性。

第二把钥匙由已经通过全球互换网络建立了全球合作框架的一组中央银行掌握。是否参与该网络由这些中央银行基于预定的标准决定，例如中央银行合作伙伴的独立性和对其金融系统稳定性的评估。中央银行将会会面，并使用他们自己的标准与货币基金组织一起决定是否出现了应该通过启用网络来满足的全球流动性需求。央行使用的标准应该是透明的，但可以与国际货币基金组织使用的标准有所不同。例如，他们可能会更加重视金融状况和全球通货膨胀的风险。前提是所有的中央银行都将参与其中。

第三把钥匙的持有者为每个中央银行（或每对中央银行），他们决定是否采取特定的互换操作或一系列互换操作来响应国际货币基金组织和中央银行的决定。重要的是，中央银行不必启动第三把钥匙。各国中央银行是否会面临使用第三把钥匙的压力？当然，不过这些压力已经存在。这种方法将建立起一个全球环境，为需要援助的国家激活全球互换网络。

各个中央银行仍可以自由地在双边基础上提供互换信贷。但这些操作应是透明的。

与国际货币基金组织松散的临时联系

中央银行互换安排中的资金不一定是优惠的或无条件的。目前的一些互换型安排可能明确或暗含与国际货币基金组织的关联。Schenk（2020年）称，国际货币基金组织对互换安排的支持在20世纪60年代很普遍。我还可以举一个事实，自1970年以来，有几次他国中央银行从美联储（Fed）的提款都是有条件的，即如果该国无法偿还资金，该国将承诺实行基金组织的调整计划。¹³

清迈倡议多边化协议也是与国际货币基金组织相关联的，即超过一国信贷额度30%的提款必须有基金组织项目的支持。就目前不提供短期贷款的欧洲稳定机制（ESM）而言，通过该机制融资的国家也应同时寻求国际货币基金组织的支持，但原则上无需有基金组织的计划背书。

中央银行可以单独或集体同意，为确保互换安排的还款在12个月内完成，提款中央银行需与国际货币基金组织建立一项与互换协议相关联的调整计划。

¹³ 据我所知，三个案例分别是1976年的英国、1982年的墨西哥和1994年的墨西哥。在前两个案例中，事态的发展迫使他们几乎立即寻求了国际货币基金组织的援助。在第三个案例中，墨西哥没有立刻提款，但它于1995年初提款了，并向基金组织寻求了援助。

补充问题

中央银行合作支持国际金融安全网的设想也对其基本结构提出了一些补充问题，例如其目的是什么，哪些国家应从中受益，哪些中央银行应参与其中，以及其如何与国际金融体系的其他要素相适应？在本节中，我概述了有关该设想五个方面的思考。

目的

拟议框架有三个目标。

首先，在危机中帮助稳定国际金融体系。

第二，对大多数都有政策调整计划要求或带有事前条件的国际货币基金组织的其他贷款工具形成补充。

第三，扩大国际货币基金组织自身在危机中的财政资源。中央银行提供的融资通常是短期的。例如，互换提款的期限通常为90天或3个月，可以展期3次，因此最长总有效期限为一年。该工具旨在解决一个国家的可以逆转的短期流动性问题。如果中央银行不能在12个月内偿付其提款，很有可能该国面临的问题不仅仅是短期流动性缺乏。在这种情况下，该国的债务将从提款中央银行转为国际货币基金组织的常规贷款计划。

一些人认为，国际货币基金组织已有短期流动性额度（SLL），没有必要将中央银行纳入此类行动。但是，短期流动性额度的提取限制为会员份额的145%，并且尚未有会员使用该工具。另一方面，可以使用美联储流动性互换安排的四个新兴市场和发展中经济体中，有三个在2020年提取了美联储资金¹⁴。美联储流动性互换安排的参与者数量是短期流动性额度的3.6倍。韩国和新加坡中央银行的最高未偿付金额有时超过了国际货币基金组织可提供的资金。换句话说，如果基金组织承诺向这四个国家平均提供其份额5.22倍的贷款，这将占用基金组织当前贷款能力的30%。

在中央银行借贷和国际货币基金组织之间建立联系将允许国际货币基金组织将其有限的财政资源集中于长期贷款和经济政策支持计划。例如，如果哥伦比亚实际上通过灵活信贷额度提取了资金，那么它不仅动用了国际货币基金组织在经过其贷款能力评估承诺的资金，同时，若基金组织的金融交易计划中仍包括哥伦比亚的29亿美元份额（以2019年10月31日计），那么使用FCL也会进一步削弱其借贷能力。

¹⁴ 巴西没有使用。

大规模的金融危机会给未来的发展带来极大的不确定性，而各国央行并不提供长期贷款或垫款服务。因此，将中央银行融资与国际货币基金组织的支持联系起来非常重要。基金组织实际上可以取代中央银行。如果一国在提款后展期三次仍无法偿还其互换提款，则按预先承诺，该国将需建立由国际货币基金组织支持的经济政策改革计划，国际货币基金组织将需要修改其关于特殊项目使用的政策以允许成员国高于正常每年145%、累计最多达份额的435%的初始贷款额度。

大多数全球金融危机的高峰阶段通常不会超过六个月。全球金融危机的严重阶段就从2008年10月上旬持续到2009年3月。但是，可以合理地预期，许多使用中央银行-国际货币基金组织全球金融安全网的国家将能够在一年内偿还贷款，因为在这期间危机的高峰已经过去，因此它们不必利用国际货币基金组织的份额和长期借入的资源，中央银行提供的资源就应该起到足够的效果。

借贷资格

中央银行的提款资格有几种确定方式。我更倾向于采用全面的资格预审方法（Truman 2010）。全面的资格预审方式操作如下：

国际货币基金组织的每个成员每年都必须完成第四条磋商工作，由国际货币基金组织的工作人员和执行委员会对其经济和金融政策进行审查。审查的内容之一就是，如果该国目前已启用互换工具，基金组织的工作人员将说明到下一次磋商之前，该国是否还有资格继续使用互换工具。原则上，该标准可以比灵活信贷额度资格的适用标准弱，因为灵活信贷额度的资格标准涉及国际货币基金组织在24个月内的实际承诺资金，且通常会延长；而中央银行提款是90天贷款，展期后最长期限达12个月。批评人士反对该方法，认为采用资格预审的方法会使国际货币基金组织成为评级机构，会削弱基金组织作为可信赖的顾问的作用，并阻碍各国与中央银行和基金组织进行接触。而我认为，有抓手的建议才是最好的顾问建议。

或者，国际货币基金组织可以提前承诺用灵活信贷额度标准或预防性和流动性额度（PLL）标准来衡量提款资格。¹⁵第三种方法是让国际货币基金组织在要求中央银行支持全球金融安全网时就建立标准。这将使基金组织考虑到当时的任何特殊情况。一种非常保守的方法是仅允许当前金融交易计划下的国家提取资金。这样限定资格的一个好处是，它将使金融交易计划下的成员有信心继续留在计划中。

以上第三种结构不那么以国际货币基金组织为中心，中央银行参与者可以设定自己的标准。

中央银行的参与

当然，中央银行的参与应该是自愿的。但是目标应当是最大程度地提高主要中央银行的参与度。上述前两个主要结构之间的区别在于，在第一种结构下，基金组织通过中央银行提供的资金进行借贷，因此各国政府将必然需要更多地决定其中央银行是否应该参与。相反，在中央银行自己组织的工具中，成员可以设定成员资格标准和该工具中分享决策权力的基础。

¹⁵ Henning（2016）提议中央银行向有资格获得FCL的国家提供互换，理由是基金组织有能力评估信贷资格，并在必要时可以用来赎回提款。

中央银行参与的一个标准可以是中央银行本身是否发行《国际货币基金组织协议条款》定义下“可自由使用的货币”。¹⁶根据国际货币基金组织目前的说法，特别提款权篮子中只有五种货币符合这一定义，即欧元、英镑、美元、日元和人民币。这种判定是过时的。许多其他货币也应归类为可自由使用的货币。判定这类货币的一个指南是国际清算银行（2019）对场外外汇交易量开展的三年期调查。¹⁷据此可以将货币占交易量2%以上的中央银行纳入到互换工具中，其他六种可以自由使用的货币按交易量排列分别为：澳元、加元、瑞士法郎、新西兰元、瑞典克朗和韩元。加上这六个中央银行，并将欧洲央行视为一个整体，总共有11个中央银行可以参与该互换工具。这些中央银行的货币占有所有外汇交易的89%。每种货币在交易总额中的占比也可以用作前两种集体结构中的出资比例。¹⁸

货币单位

从逻辑上讲，前两个结构中的中央银行都应通过该机制提供自己的货币。¹⁹此外，正如McDowell（2019）关于中国人民银行以及Panetta and Schnabel（2020）关于欧洲央行的报告所指出的，中央银行建立互换或类似安排的一个动机就是提高其货币的国际地位。实际上，目前大多数在危机中使用该类工具的国家可能都希望获得美元流动性。此外，危机中的外汇市场的流动性可能不如平时那么强，无法轻松地进行货币兑换。因此，应当允许使用互换工具的国家提取美元或任何其他可自由使用的货币。根据2008-2009年全球金融危机和新冠疫情2020年3至4月的经验，美元的提取需求可能最大。如果参与的中央银行不想减少自己持有的美元，美联储应同意允许中央银行出于此目的使用其流动性互换安排。前面建议的11家参与央行中，除美联储自身和另外一家央行外，其他所有央行都与美联储建立了流动性互换安排。中国人民银行是一个例外，中国人民银行目前拥有足够的外汇储备，可以方便地兑换美元。

透明度

透明度对于中央银行支持全球金融安全网所开展的运营至关重要。现在，许多中央银行互换安排的全面信息我们都无法掌握。通常，设立此类安排的中央银行中，至少有一方会在建立之初就发布新闻稿。但是，新闻稿有时并不提及互换安排的最高未偿债额度，更不用说其他条款信息了。他们通常也不会公示提取情况。

如今的中央银行已经比过去更加透明，国际货币基金组织也是如此。但是，如果中央银行要有效地支持全球金融安全网，则可以而且应该采取更多行动。

中央银行中透明度较高的是美联储。纽约联邦储备银行每周提供有关未偿付金额的每日数据以及美联储互换安排的规模数据。而中国人民银行在互换安排方面的透明度则较低。学者必须在央行网站上搜索有关中国人民银行互换安排的公告，但有时候互换安排的规模并未透露。例如，McDowell（2019）查阅了中央银行网站的信息，中国人民银行与格鲁吉亚和尼泊尔建立了互换安排，但找不到有关其规模的信息。

¹⁶ 第XXX（f）条对可自由使用的货币做出了定义：“基金组织确定该货币（i）在国际交易中被广泛用于支付，并且（ii）在主要外汇市场上被广泛交易”。

¹⁷ 在调查中，考虑到每笔交易涉及两种货币这一事实，参与总数为200%。

¹⁸ 例如，在此基础上，美国所占份额为50%，欧元所占份额为18%，加拿大所占份额为3%，韩国所占份额为1%。

¹⁹ 从逻辑上讲，任何国家的货币若被定义为可自由使用货币，则该国应根据国际货币基金组织的要求参与基金组织的贷款行动，提供本国货币，而非从其外汇储备中拨付美元。IMF在这方面的程序是又一过时做法，可以追溯到第二次世界大战之后的时代。当时外汇市场因管制而受到阻碍，流动性大大降低，通过基金组织提款的国家担忧无法获得提款公允价值。国际货币基金组织在其贷款行动中应采取多货币的方法，以减少对美元的国际依赖。

对于从中央银行的贴现窗口借款，可以理解定期提供互换安排下的提取数据是不受欢迎的，因为这表明提取国陷入了财务困境。但是当许多中央银行都在提取或已经提取了资金时，这一行为就不那么成之为污点了。自3月初以来，美联储互换网络的14个参与国中已有10国提取了资金。在这种情况下，这些数字反而可以带来安全感。²⁰

基金组织的财务运作也应比现在更加透明。例如，基金组织2020年8月1日关于金融交易的“季度”报告却涵盖了截至2019年10月31日的两个季度。如果国际货币基金组织及其成员国的中央银行要建立支持全球金融安全网的安排，对于所有参与中央银行和参与国的公众而言，这些操作的透明度至关重要。

总结

使大型中央银行可以在危机中提供短期流动性，从而扩大基金组织的资源，并加强全球金融安全网的结构设计，并不复杂。障碍在于政治方面，而非技术方面。

一方面，与20世纪70年代布雷顿森林体系崩溃之前相比，中央银行在政策层面上与国际货币基金组织的互动有所减少。它们的任务中并不明确包括国际金融稳定的目标。的确，中央银行关注国际金融稳定，但在扮演加强国际货币基金组织在全球金融安全网的中心的角色的角色上，中央银行还有所勉强。

另一方面，一些中央银行认为它们建立的互换安排可以加强本国货币的国际地位。对于美联储而言，其因果关系恰恰相反：由于美元的国际地位，美联储在13年内两次启动了规模庞大的互换网络，以帮助稳定全球金融体系及其自身的金融体系。在全球金融危机和欧元债务危机期间，美联储认为国际金融体系稳定对经济复苏十分重要，因而采取了一些行动，这遭到了美国国内的政治批评。未来，如果美联储与其他央行一起构建全球结构，关注以国际货币基金组织为核心的全球金融安全网，可能会更加容易被接受。

目前互换或互换型网络已经有多个；许多国家参加了不止一个互换网络。但是，这些网络之间并未相关关联，大多数网络也很小，许多国家还被排除在外。

中央银行与国际货币基金组织合作加强全球金融安全网将有助于稳定国际金融体系，同时也可以短时间内扩大基金组织自身有限的资源。

²⁰ 情况也并非一直是如此。在20世纪70年代和80年代，美联储有授予虚假互换额度的情况，资金被锁定在纽约联邦储备银行内，而账户经理的报告中的提款报告也都滞后了1-4个月。

参考文献

BIS (Bank for International Settlements) (2019) *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange Turn-over in April 2019 (September)*. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.

CGFS (Committee on the Global Financial System) (2011) *Global Liquidity: Concept, Measurement, and Policy Implications*. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements (CGFS Paper 45).

Edwin, T. (2011) Three Evolutionary Proposals for Reform of the International Monetary System, *Remarks delivered at the Bank of Italy's Conference in Memory of Tommaso Padoa-Schioppa*. Available at: <https://www.piie.com/commentary/speeches-papers/three-evolutionary-proposals-reform-international-monetary-system> (Accessed: 29 September 2020).

Henning, C. R. (2015) The Global Liquidity Safety Net: Institutional Cooperation on Precautionary Facilities and Central Bank Swaps, Centre for International Governance Innovation.

Henning, C. R. (2020) Regional Financial Arrangements and the International Monetary Fund: Sustaining Coherence in Global Financial Governance. *CIGI Special Report*. Waterloo, Ontario: Centre for International Governance Innovation.

McDowell, D. (2017) The (Ineffective) Financial Statecraft of China's Bilateral Swap Agreements, in *Development and Change*. (50), pp. 122-143.

Panetta, F. and Schnabel, I. (2020) *The Provision of Liquidity through the ECB's swap and Repo Operations*. *The ECB Blog*. Available at: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200819-0d1d04504a.en.html> (Accessed: 30 September 2020).

Schenk, C., R. (2020) *Central Bank Cooperation and US Dollar Liquidity: What Can We Learn from the Past?* (Per Jacobsson Lecture at the Bank for International Settlements).

Strengthening the Global Financial Safety Net (2018). Frankfurt, Germany: European Central Bank (Occasional Paper Series, 207).

Stubbs, T. et al. (2020) *World Development*.

国际货币基金组织份额改革和全球治理的未来

Rakesh Mohan^{1,2,3}

摘要

世界正处于全球经济力量发生自工业革命开始以来的200-250年间未曾见过的划时代变化的风口浪尖。全球经济重心正从北大西洋转向亚洲。自世纪之交以来，变革的步伐令人瞩目。而这一转变尚未反映在全球经济治理框架中，国际货币基金组织和世界银行等国际金融机构的治理结构几乎没有发生任何实质性变化，继续被美国 and 欧洲所控制。而与包括美国 and 欧洲在内的发达经济体相比，新兴和发展中经济体（EDE），尤其是中国在未来几年经济规模将继续扩大，全球经济治理所面临的挑战将大大加剧。

本文探讨了国际货币基金组织未来可能的份额改革相关的问题。文章描述了颇具活力的新兴和发展中经济体与发达经济体的经济权重与其在国际货币基金组织治理中的份额和发言权之间与日俱增的失衡。文章提出这样的问题，即当前变革的缺乏是否会使国际货币基金组织变得越来越缺乏代表性，并因此使基金组织在未来无法作为关键机构提供全球金融安全网（GFSN）。

本文回顾了近来份额改革的艰难历史。2010年，在北大西洋金融危机后，第14次份额总检查获得批准，但于2016年才得以实施；本应在2015就年完成的第15次总审检查在2019年才结束，而且没有做出任何改变；第16次总审查预计要到2023年才能完成，而且不太可能在2025年之前生效。因此，到那时，国际货币基金组织的份额分配及成员国在治理中的权重将已过时20年。为了使国际货币基金组织保持有效性和可信性，非常重要的一点是，以成员国的份额和投票权比重为表征的治理结构必须本着《国际货币基金组织协议条款》的精神，随着全球经济格局的不断变化而变化。

¹ 印度储备银行前副行长，国际货币基金组织代表孟加拉国、不丹、印度和斯里兰卡的前执行董事。印度社会和经济进步中心（原布鲁金斯学会印度中心）主任兼杰出研究员，新德里

² 衷心感谢我的长期合作者和合著者Muneesh Kapur，他为整理和更新本文的所有数据提供了宝贵的帮助，并提供了有见地的评论。文中的图表最初是为了我们2015年发表的联合论文（Mohan和Kapur，2015年）而编制。撰写本文时，我们又更新了这些图表。

³ 感谢Kevin Gallagher, Randall Henning, Maurice Obstfeld, Jose Antonio Ocampo, Y V Reddy, Hector Torres和 Edwin Truman提出的宝贵意见。

首先，按照市场汇率来计算，中国的国内生产总值（GDP）占世界的比重已接近甚至超过美国，因此，其份额应当达到与美国相似的水平。第二，欧盟国家以及英国的份额应当大幅减少。第三，随着印度等极具活力的新兴和发展中经济体在全球GDP中的比重上升，其份额也应相应增加。第四，其他新兴和发展中经济体，尤其是低收入国家在国际货币基金组织治理中的作用还需要增强，方法之一就是增加每个国家获得的基础投票权，不论国家规模大小。

如果改革后美国的份额不低于15%，依然可以在国际货币基金组织的绝对多数决策中持有一票否决权，那么此策略可以使美国更有可能同意进行此类份额检查。为了实现这一目标，现有的份额公式将需要修改：从本质上说，GDP的作用将需要加强，而开放度的作用则需要削弱。

如此一来，新兴经济大国与美国之间就有了利益的交汇。因此，新兴和发展中经济体所面临的挑战是如何获得美国的支持。只有美国同意，欧盟和日本才有可能就本文提出的份额改革达成一致。这可能需要软硬兼施：一方面，新兴和发展中经济体所倡议的份额分配变化，需使美国的份额保持在15%以上；另一方面，可以逐渐增强诸如清迈倡议（CMIM）/ 亚洲货币基金（AMF）和金砖国家货币储备安排（BRICS CRA）等竞争性安排的威胁。鉴于亚洲和金砖国家有潜在的资源，增强竞争性安排的作用或可以成为可靠的行动方针。欧洲稳定机制（ESM）也有充足的资源，因此欧盟国家现在几乎不再需要国际货币基金组织的资源。如果亚洲货币基金可以建立，而且金砖国家货币储备安排得到强化，那么国际货币基金组将只剩美国。因此，采取这一行动方针或可以奏效。

这样的协议将需要各方的大智慧、政治风范和明智外交。鉴于经济和政治领域中的地缘政治局势日益紧张，目前这种协议通过的可能性不太高，尽管美国政府的变化给我们带来了一些乐观的理由。

如果不这样做，那么国际货币体系和全球金融安全网本质上将是破碎的，国际货币基金组织在全球经济治理中的作用将被削弱，性质也会不同。

引言

世界正处于全球经济力量发生自工业革命开始以来的200-250年间未曾见过的划时代变化的风口浪尖。自世纪之交以来，变革的步伐令人瞩目。

经过200多年的发展，全球经济重心正从北大西洋转向亚洲。但是，这种变化却很少反映在全球经济治理框架中，包括国际货币基金组织和世界银行在内的国际金融机构在治理结构方面几乎没有发生任何实质性变化。当前的体系反映的仍是第二次世界大战后形成的经济实力结构，唯一的变化就是日本和德国从战败中恢复后，这一结构得到了更新。尽管在过去的几十年中发达经济体（AE）⁴经济份额相对优势已经逐渐减少，但国际金融组织仍然由它们，尤其是七国集团（G7）⁵所主导。

从1945年到千年之交，全球经济结构大致保持稳定。在此期间，尽管发达经济体之间的相对权重发生了变化，尤其是战后德国和日本的崛起带来了一些改变，但发达经济体在全球GDP中的比重一直都是60%左右（按购买力平价（PPP）计算）。自2000年以来，变革步伐加快，经济重心从北大西洋转移到了亚洲。预计在接下来的几十年中，该进程将进一步加速。因此，全球经济治理需要发生比目前设想的渐进式变化更具实质性的改变。

⁴ 本文中对发达经济体和新兴和发展中经济体的分类来自国际货币基金组织2019年10月的世界经济展望数据库。

⁵ 七国集团（G7）由世界上七个最大的发达经济体组成，即加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国。

引人注目的是自2000年以来的变化速度，发达经济体的比重迅速下降到现在的40%，而新兴市场和发展中经济体的比重从40%增长到60%（按购买力平价计算）⁶。此外，七国集团的总体比重已从44%降至30%，而同期金砖国家⁷的总体比重从19%上升至33%，其中以中国的崛起为主导。欧盟国家的比重相应地从24%下降到16%。展望未来，国际货币基金组织预测金砖国家的比重将进一步增加至37%，而七国集团的比重到2024年⁸将降至27%（图1）。除非出现不可预见的情况，这种变化速度在可预见的未来都将保持下去，这显然要求全球经济特别是国际货币基金组织的治理框架进行非常重大的变革。

图1a：发达经济体、新兴市场和发展中经济体占全球GDP的比重（按购买力平价计算）

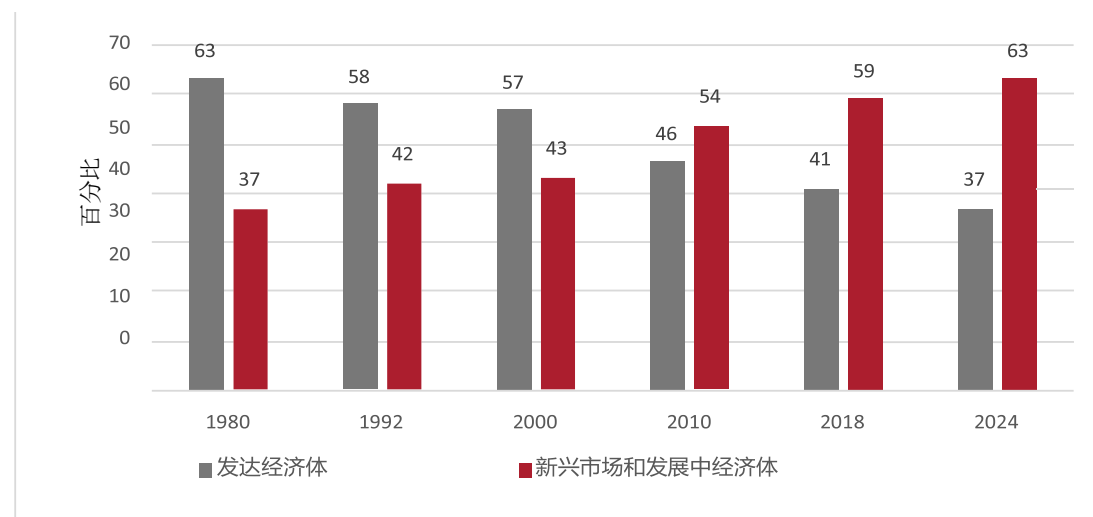
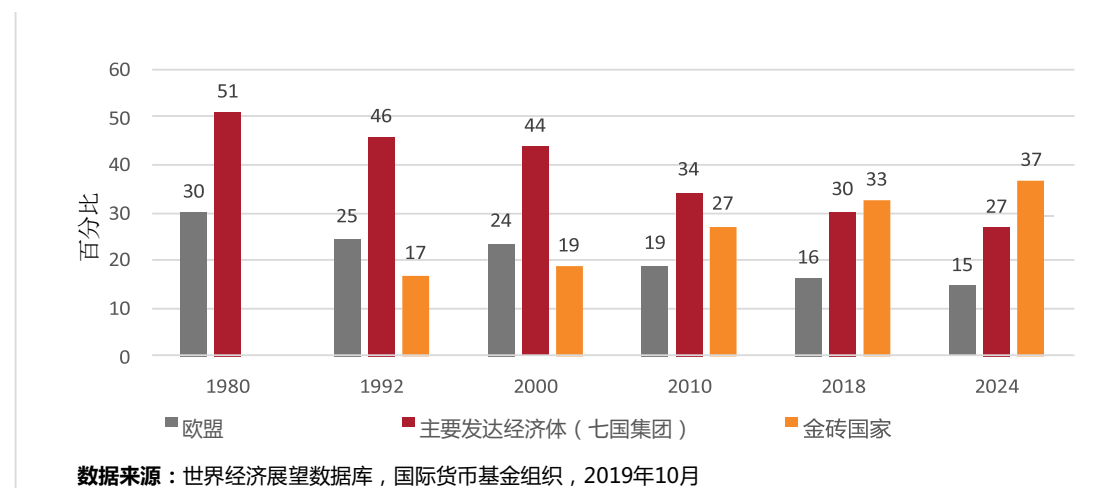


图1b：主要集团占全球GDP的比重（按购买力平价计算）



⁶ 亚洲国家尤其是中国所展现的高增长，在很大程度上主导了这一变化。

⁷ 由巴西、俄罗斯、印度、中国、南非组成的非正式集团。

⁸ 国际货币基金组织在2019年的预测。新冠疫情的影响可能会改变这一预测，但现在推测可能发生的变化方向还为时过早。

数据来源：世界经济展望数据库，国际货币基金组织，2019年10月

这构成了全球经济结构在短期内发生的重大转变。这种变化速度可能是人类经济史上前所未有的。因此现有的全球经济大国和治理结构难以应对这种惊人的变化，也不足为奇。“大国的兴衰与国际货币金融体系之间的密切联系使得有关后者的研究非常有趣”（Gourinchas等，2019年）。上次出现这种变化的时候还是20世纪初。在第一次世界大战前，英国一直是世界经济体系的领导者，而英镑如同现在的美元一样，是全球主导货币。经历了近30年的时间、两次世界大战，美国才完全接管全球经济体系和货币的领导权（Kindleberger和Aliber，2005年）。这种主流霸权国的变化从不是按部就班的，变化速度也并没有很快。随着未来几年中国的经济规模相对于美国继续增长，并且在未来十年内甚至有可能超过美国（以市场汇率计算），全球经济治理面临的挑战将大大加剧（图2）。我们的总体目标必须是使此次过渡不会过于颠覆。

图2a：全球经济结构预测：七国集团和金砖国家

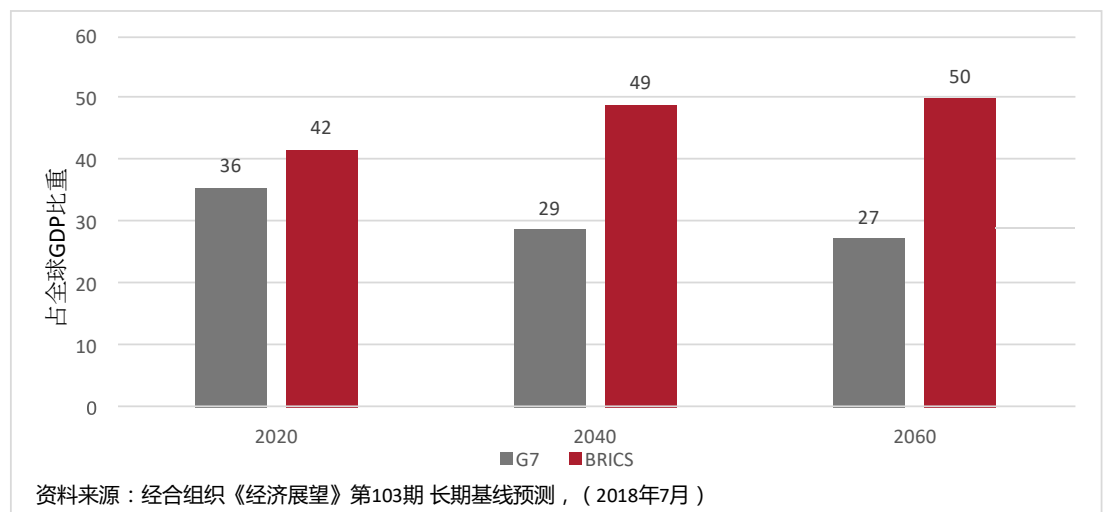
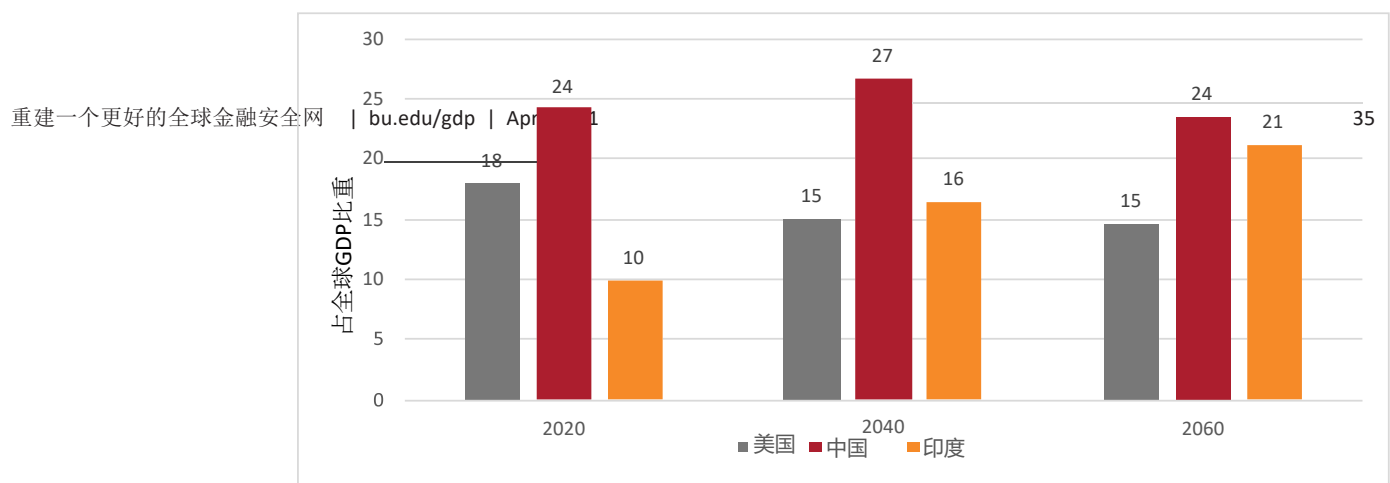


图2b：全球经济结构预测：美国、中国和印度



尽管发生了这些重大的经济变化，发达经济体仍然不愿接受更广泛的治理改革，美国国会延迟了五年才批准国际货币基金组织份额第十四次总检查，就说明了这一点。没有美国的赞成票就不能改变国际货币基金组织的投票和份额结构，因为有关该变化的投票需要国际货币基金组织的绝对多数同意，美国实际上拥有一票否决权^{9,10}。份额改革于2010年获得国际货币基金组织理事会的批准，但最终于2016年1月才生效。这项改革使国际货币基金组织的份额资源增加了一倍，并使其投票和份额结构发生了一些变化。因此，2016年的变化反映的是11年前，即2005年的经济数据。鉴于在此期间全球经济结构快速变化，2016年的份额改革在生效时已经过时了。

新兴和发展中经济体，特别是金砖国家建立了新机制，如亚投行（AIIB）¹¹、金砖国家新开发银行（NDB）和货币储备安排（CRA）¹²，这说明这些国家不满当前缓慢的全球经济治理变革速度。但是，这些机制是在金砖国家之间具有更大的凝聚力时发起的。随着印度和中国之间最近出现紧张关系，经济领域的这种合作是否能以类似的方式继续下去，还有待观察。

新兴经济体加强代表性的要求也需要考虑到北大西洋金融危机的影响。该危机源于2007年中期美国次级抵押贷款市场的混乱，导致成熟经济体陷入停滞和疲软，他们在危机爆发后的十多年中复苏非常缓慢，而新兴经济体一直到最近都保持着强劲增长。因此，发达经济体和新兴和发展中经济体之间的经济权重正在加速变化。目前评估新冠疫情对这些相对经济权重的最终影响还为时过早。截至目前，新冠疫情的影响在东亚和东南亚已得到更好的控制，因此这种趋势不太可能被扭转。

地缘政治领域和全球经济结构方面的最新发展，也为全球经济治理体系，特别是国际货币基金组织的变革带来严峻挑战。直到2015年，中国经济的崛起都在成功融入到全球经济体系的过程中。中国在2001年加入世界贸易组织（WTO）受到许多经济大国的欢迎和支持。他们的期望似乎是，随着中国融入全球经济，其国内市场将日益市场化，并朝着民主政体迈进。现在看来这两个期望似乎都未实现。但无论如何，加入世贸组织使中国在20年内迅速成为全球经济中最大的贸易国，从而迅速提高了中国在全球贸易中的参与度。中国也成为世界上外国投资的主要接受国。因此，中国经济现在已经完全融入了全球经济。近年来，中国官员在国际货币基金组织¹³ 和世界银行的领导层中也享有很高的声望。此外，2016年，国际货币基金组织将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子，表明货币篮子中的其他国家已接受中国为全球经济强国。

⁹ 《国际货币基金组织基金组织协定》规定，涉及份额变化的决议应由理事会获得总投票权的百分之八十五以上才能批准。这一直没有很困难，因为美国执行董事可以在未经国会批准的情况下同意理事会的决议。但是，理事会决议还涉及另一个要求，即参与门槛。只有获得指定多数成员的批准，新份额才能生效。设定此参与门槛的目的是为了敦促成员迅速做出反应，也许更重要的是为了确保份额的同时增长，从而避免投票权的暂时转移。尽管某些总检查没有规定参与门槛，如第五次总检查，但该门槛通常保持在70-75%的较高水平，在美国的坚持下有两次都高达85%。为份额最高的国家（即美国）提供了额外的控制杠杆。确实，由于美国延迟批准，增加份额的有效性被削弱了，譬如第7次和第8次总检查以及最近的第14次总检查。

¹⁰ 这种国会阻挠是具有讽刺意味的，因为美国是国际货币基金组织理事会2010年协议的主要设计者。美国拥有基金组织17.4%的份额和16.5%的投票权，因此，在重要决定要求达到85%的“超级多数”的情况下，美国实际拥有一票否决权。

¹¹ 亚洲基础设施投资银行在中国的领导下于2016年成立。

¹² 货币储备安排的协议可以使每个国家/地区最多获得30%的资源。如果所需资源超过该限制，则该国需要参与IMF计划。

¹³ 根据非正式协议，国际货币基金组织四名副总经理中有一位由中华人民共和国政府提名。国际金融公司（IFC）的最近上任的一位首席执行官也是中国人。

但是，自那以来，中国对待世界的态度似乎有所改变，世界对中国的看法也发生了变化，特别是美国。随着中国的经济比重接近美国，并在许多领域拥有前沿技术、军事实力日益彰显，中国越来越被看做是威胁和竞争者。在亚洲，中国在中国南海和印度边界地缘政治上的强势行动也加剧了人们在人们眼中的威胁。这些事态发展加深了人们中国支持当前全球多边体系的兴趣正在减弱的印象。

截至最近，以金砖国家为首的新兴和发展中经济体在全球经济治理问题上进行了大量合作。随着近年来俄罗斯、巴西和南非的经济增速放缓，它们在国际讨论中的声音有所减弱。尽管印度在2018年之前一直保持较高的经济增长速度，但也显示出放缓的迹象，而且可能会发展为中期常态。随着印度和中国最近的边界冲突，以及巴西/中国和美俄之间紧张关系的加剧，金砖国家作为相对可靠的国际货币基金组织治理改革压力集团的作用也有所减弱。在亚洲内部，印度不愿加入区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）¹⁴，这也降低了亚洲国家之间积极合作的可能性。

一方面，中美之间竞争和冲突加剧；另一方面，新兴和发展中经济体与金砖国家之间的合作减少，这些都对未来开展意义重大的全球经济治理改革提出了非常严峻的挑战。显然，在未来几年中，要在国际货币基金组织的份额和治理改革以及整个国际货币体系（IMS）上达成某种程度的共识会变得更加困难。但是，如果无法达成共识，尤其是如果无法认可中国在新兴经济领域的地位并大幅加强中国的角色，那么国际货币基金组织和其他全球机构的信誉将遇到问题。

本文着眼于国际货币基金组织要保持其国际货币体系中的关键角色所需要进行的改革。而这只是未来几年全球总体经济治理需要发生的变革之一。

国际货币基金组织在国际货币体系中的作用

要对国际货币基金组织的治理进行富有成效的讨论，就必须把它放在国际货币体系（IMS）中去探讨。国际货币体系的目标是在促进价格和金融稳定的同时，为全球稳定和高增长做出贡献。《国际货币基金组织协议条款》规定，基金组织必须对国际货币体系进行监督。成员国的义务是为此目的指导经济和金融政策、促进实现有序的经济增长和合理的价格稳定所需要的基本经济和金融条件、在遵循兼容的汇率政策的同时避免操纵汇率。因此，作为多边机构的基金组织具有非常具体的任务，以确保国际货币体系的稳定和有效运作。为了有效地完成这些任务，维持基金组织的整体信誉是最为重要的，因此其治理安排也应具备信誉。

国际货币体系表现如何？正如我此前的合作论文（Mohan, Patra和Kapur, 2013年；以下简称“MPK”）详述的那样，国际货币体系在后布雷顿森林体系时期的表现参差不齐。尽管在“大稳健”时期，即20世纪80年代初期到2008-09年北大西洋金融危机（NAFC）期间，人们普遍认为国际货币体系在保持稳定的低通胀和高增长方面取得了成功，但同时不稳定和金融危机出现的次数也较高：按历史标准，此期间银行和货币危机发生的频率更高。¹⁵ 实际上，在整个后布雷顿森林时期（1973-2010年）期间，银行和货币危机的发生率均高于20世纪的任何其他时期。“可以说，后布雷顿森林体系的国际货币体系虽然实行了弹性/浮动汇率，采取了更自由的资本流动以及独立的货币政策，但并未给全球经济带来金融稳定。”因此，国际货币基金组织对国际货币体系¹⁶的监管进展并不顺利。

¹⁴ 区域全面经济伙伴关系（RCEP）是印度-太平洋地区的拟议自由贸易协议，涉及东南亚国家联盟（ASEAN）的十个成员国（文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国和越南），以及东盟的五个FTA合作伙伴（澳大利亚、中国、日本、新西兰和韩国）。

¹⁵ 参见第6-7页和表2，Mohan, Patra and Kapur, 2013。

¹⁶ Jose Antonio Ocampo（2017）因此将其描述为“非体系（non-system）”。

正如MPK指出的¹⁷，国际货币体系的每个方面几乎都表现出压力。首先，自布雷顿森林体系崩溃以来，浮动汇率制度的出现了更大的汇率波动性，汇率已经很少被认为是基本面的实际反映。而且目前存在许多不同的汇率安排，有越来越多的国家实行有管理的浮动汇率，而非自由浮动汇率。第二，跨境资本的自由流动并未给全球经济带来预期的收益。经常发生的过度资金流动和突然中断导致了金融不稳定和汇率不稳定（CGFS，2009）。第三，金融市场的相互联系以及自由资本的流动使得跨国蔓延的可能性增加，从而导致全球金融不稳定。第四，许多国家都因此选择了积累更高的外汇储备，既是出于预防目的，也是将其作为支持各自货币的安全资产。这进一步提高了对作为终极安全资产的美美国债的需求，尽管近年来外汇储备的增长有所放缓。迄今为止，人们对欧元成为替代性储备货币的预期并未实现。人民币的权重尽管仍然很低，并且在短期内也不能被视为活跃的储备货币，但如果中国的资本账户随着资本市场的开放而变得更加开放，人民币有可能开始扮演这样的角色。不过，世界将难以应对主要储备货币外的更多挑战。

根据当前大多数的预测¹⁸，在未来几十年中，大部分的全球经济增长将来自新兴和发展中经济体，尤其是亚洲。随着美国经济的相对权重下降，亚洲特别是中国的相对权重上升，美元是否能够继续发挥其作为全球储备货币的作用，还有待观察。在可预见的将来，全球对安全资产的需求是否有可能超过美国国债的供给？美国（和其他发达经济体）在2008年北大西洋金融危机之后的财政赤字和公共债务急剧增加，现在疫情爆发之后更是如此，美国国债的大规模供应状态可能至少要保持几年。世界贸易的计价货币可能会从美元转变为其他货币吗？随着亚洲投资水平的不断提高以及对金融资源和中介的需求，新加坡、香港、上海、深圳和孟买的亚洲资本市场会开始与纽约和伦敦的资本市场相抗衡吗？美联储能否如其在北大西洋金融危机期间以及目前在持续的新冠疫情危机中所表现出来的那样，继续发挥其作为全球最后贷款人的重要作用？我们是否会再次面对特里芬困境，虽然形式可能与之前不同（Gourinchas等人，2019；Bordo和Macauley，2018）？

国际货币体系面临的所有这些问题都需要在未来几年内得到解决，这要求我们思考国际货币基金组织在未来可以以及应该扮演什么样的角色。

随着新兴经济体各自和整体的发展、国际金融市场之间相互联系的日益紧密，要解决金融和国际收支危机，就需要越来越多的国际资源来为全球金融安全网提供资金。我们可以回顾一下在北大西洋金融危机及其影响期间，为了救济爱尔兰、葡萄牙、塞浦路斯和希腊（以及西班牙）等相对较小的欧洲国家所需要采取的纾困规模。国际货币基金组织的可用资源必须由欧洲资源进行补充：实际上，就资源而言，国际货币基金组织可以看作这些纾困计划的初级伙伴。现在，可以解决将来欧洲可能出现的此类问题且资源充足的欧洲稳定机制（ESM）¹⁹已经出现。因此，

在危机时期，欧洲国家可能几乎不需要将国际货币基金组织作为重要的资源来源。例如，在当前的新冠危机中，欧洲稳定机制以及欧洲投资银行（EIB）、欧洲中央银行（ECB）和欧洲委员会一直在积极向其成员国提供救济，这些国家对国际货币基金组织资源的需求不大²⁰。

¹⁷ 参见MPK中的第40-41页。

¹⁸ 例如麦肯锡全球研究所（2018）；经合组织（2018）。

¹⁹ 欧洲稳定机制的资本为7,000亿欧元，其中实收资本超过800亿欧元；其贷款能力为5,000亿欧元，其中4100亿欧元

²⁰ <https://www.esm.europa.eu/content/europe-response-corona-crisis>

同样，清迈倡议也有大量潜在资源（约2400亿美元）可用于应对亚洲危机，但迄今为止尚无国家提取²¹。实际上，亚洲国家在北大西洋金融危机期间的行为在一定程度上反映了他们对国际货币基金组织的治理信心不足。它们观察到国际货币基金组织在北大西洋金融危机期间对欧洲国家的政策条件与20世纪90年代后期亚洲金融危机（AFC）期间对亚洲国家的政策条件截然不同。在亚洲金融危机期间施加的许多政策条件都涉及财政和货币紧缩，但在北大西洋金融危机期间却并不是这样。此外，相对于北大西洋金融危机而言，国际货币基金组织针对亚洲国家的一揽子计划规模有限。因此，北大西洋金融危机期间，韩国和印度尼西亚等国家更愿意利用各种双边安排和美联储²²的互换工具，而不是使用国际货币基金组织或清迈倡议的资源。他们也避免了使用清迈倡议工具，因为超过一定限额后，就需要接受国际货币基金组织的调整计划 and 政策条件。亚洲金融危机期间提出的“亚洲货币基金组织”设想遭到了发达经济体和国际货币基金组织的强烈反对。但北大西洋金融危机期间建立的欧洲稳定机制并没有受到这样的反对。

所有这些问题使新兴经济体感到，国际货币基金组织及其主要的发达经济体成员没有做到公平均等。这又涉及到基金组织的治理适当性、份额资源的规模及其构成。

到目前为止，这些地区性融资安排（RFA）确实希望依靠国际货币基金组织的人员来设计计划，并且在必要时，可能仍需要国际货币基金组织来补充资源。如果危机在世界其他地区爆发，国际货币基金组织则将更加需要有效地发挥其作用，以维护金融稳定并承担最后贷款人的角色。为了实现有效运作，基金组织必须拥有足够的永久份额资源，以保持并增强其信誉和合法性。因此，基金组织有必要定期扩大份额资源，以适应全球经济和金融市场规模的扩大。此外，此类定期份额总检查还应确保新兴大国在基金组织的治理中获得应有的份额，不断扩大自1950年以来的发展。

理想的国际货币基金组织份额改革概要

就整个基金组织而言，份额可以随需求以及在需要时为会员提供持久而充足的资金。每个成员的份额决定其投票权和借贷能力，因此，与份额有关的决策也势必具有争议性。

仍然可用（在北大西洋金融危机期间，它向计划内国家/地区提供了1100亿欧元贷款，以及EFSF承诺的1800亿欧元）。在当前的新冠危机中，欧洲已宣布提供高达2400亿欧元的资金，作为欧洲“救助基金”计划的一部分，但到目前为止尚无此类资金需求。

我之前的合著论文全面描述了国际货币基金组织份额和治理的演变历史（Mohan和Kapur，2015）。因此，这里仅简单进行回顾。在其成立之初，基金组织的设计便是通过具有包容性的成员体系有效地管理全球经济监测系统。基金组织最初有40个成员，二战的轴心国起初并不是其成员²³；此外，由于冷战，几乎所有以苏联为首的社会主义国家都不是其成员。因此，在大部分历史中，基金组织并不具备包容性。一直到铁幕倒下后的20世纪90年代，基金组织才真正成为具有全体会员制的全球性组织，现在基金组织共有189个成员国。

²¹ 清迈倡议现在仍然没有合适的体制框架，因此提出了将其转变为亚洲货币基金组织的建议。例如，2015年在 河井。

²² 只有韩国可以使用美联储的互换工具，印度尼西亚不能。

²³ 德国、意大利、西班牙和日本。

尽管从一开始，基金组织的设计就是根据公式来分配份额，但实际份额其实是在每次总检查期间通过成员国之间复杂的讨价还价形成的。在20世纪90年代以前，尽管在每次总检查中，有关增加和分配份额的正式决策都由国际货币基金组织执行董事会和理事会批准，但实际上的讨价还价和解决方案基本上都是在七国集团中进行的。

90年代后，有关国际货币基金组织治理和资源使用的决定不再能够像过去那样，仅由七国集团和十国集团（G10）²⁴做出，一些行动已经转移到二十国集团（G20），第14次总检查协议就是二十国集团在美国的领导下推动达成的。但是，从第15次和第16次总检查来看，现在甚至连二十国集团的作用也不尽人意。

份额公式自国际货币基金组织成立以来已改变了三次²⁵，直到第十四次总检查前，公式都是愈加复杂。国际货币基金组织理事会在2008年批准了现行公式，虽然其可能仍存在严重缺陷，但可能是国际货币基金组织历史上最简单的公式。^{26,27}

自基金组织成立以来，其《协议条款》就规定，份额总检查应至少每五年开展一次。这些工作确实一直都有定期开展，但过程却往往并不顺利。每次总审查都需要就两个问题做出决定：扩大份额总资源及其分配。原则上，资源的扩张应在一定程度上反映出全球经济和全球贸易的整体扩张；份额的重新分配也应反映出不同时期各国经济实力的变化。关于这两个问题的讨论通常是带有争议性的，而且经常会导致拖延。

为了避免再次出现第十四次总检查批准过程中遇到的极端拖延，基金组织需要考虑在每五年一次的份额总审查中加入一些自动性。第十五次总检查在书面和精神上都违反了规定——检查结束时，份额和公式的更新都没有取得任何进展。第十六次总检查的截止日期已经从2020年延后至2023年，尽管《协议条款》非常明确不允许日期的延后。

发达经济体通常倾向于阻止基金组织份额资源的大幅扩张，而新兴和发展中经济体则倾向于在每次总检查后，份额资源能有相对大幅的增长。美国政府在获得国会批准方面经常遇到困难，譬如最近的第十四次总审查即是如此。因此，国际货币基金组织批准大量增加份额资源，一般都是出现国际经济和金融危机，或者是由于国际货币基金组织的管理层和其他成员施加了异常压力的时候。总的来说，潜在的债务国比债权国更希望增加国际货币基金组织的份额资源。在最终于2016年实施的第14次总检查中，由于一些发达经济体在北大西洋金融危机期间成为了债务国，基金组织的份额资源增加了一倍。而上一次份额资源扩张还是在超过15年前的1999年（表1）。

²⁴ 现已失效。

²⁵ 1962/63, 1983, 2008. 有关详细信息，请参见Mohan和Kapur（2015）中的表2。

²⁶ 有关历届公式变化的详细信息，请参见Mohan和Kapur（2015）中的第18/19页，表2。

²⁷ 当前的份额公式是GDP（权重为50%）、开放度（30%）、经济波动性（15%）和国际储备（5%）的加权平均值。为此，GDP是通过混合GDP来衡量的，即基于市场汇率（权重为60%）和PPP汇率（40%）。该公式还包括一个“压缩因子”，可减少计算出来的成员份额之间的差异。<https://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/quotas.pdf>

表1：份额总检查

份额总检查	理事会决议通过时间	增资比例（百分比）				生效时间
		等比例增资	选择性增资	特别增资	总体 ¹	
第一个五年期	1951, 03.08	0	0	0	0	n.a.
第二个五年期	1956,01.19	0	0	0	0	n.a.
1958/59	1959,02.02 1959,04.06 ²	50.0	0.0	10.7	60.7	1959,04.06
第三个五年期	1960,12.16	0	0	0	0	n.a.
第四个五年期	1965,03.31	25.0	0.0	5.7	30.7	1966,02.23
第五次总检查	1970,02.09	25.0	0.0	10.4	35.4	1970,10.30
第六次总检查 ³	1976,03.22	变动性	变动性	变动性	33.6	1978,04.01
第七次总检查	1978,11.11	50.0	0.0	0.9	50.9	1980,11.29
第八次总检查	1983,03.31	19.0	28.5	0.0	47.5	1983,11.30
第九次总检查	1990,06.28	30.0	20.0	0.0	50.0	1992,11.11
第十次总检查	1995,01.17	0	0	0	0	n.a.
第十一次总检查	1998,01.30	33.75	6.75	4.5	45.0	1999,01.22
第十二次总检查	2003,01.30	0	0	0	0	n.a.
第十三次总检查	2008,01.28	0	0	0	0	n.a.
2008改革 ⁴	2008,04.28	0.0	0.0	11.5	11.5	2011,03.03
第十四次总检查	2010,12.15	0.0	60.0	40.0	100.0	2016,01.26
第十五次总检查	2020,02.13	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.

注：n.a.=不适用；份额没有增长。

1. 等比例增资：按现有份额比例分配给所有成员。
选择性增资：按计算份额比例分配给所有成员。
特别增资：根据商定的标准分配给部分国家。
2. 1959年2月的决议规定，将所有成员的份额增加50%，并对三个成员进行特别增资。1959年4月通过的决议为14个成员提供了特别增资。
3. 主要石油出口国的份额增加了一倍，并规定发展中国家的集体份额不会下降。各组国家的份额增加率有所不同，每组国家内，各个国家/地区的份额增加率差异也很大。
4. 基金组织执行董事会于2008年4月28日批准了2008年改革方案，该方案为54个国家/地区提供了特别增资。该11.5%包括2006年为四个国家提供的特别增资：中国、韩国、墨西哥和土耳其。

资料来源：《国际货币基金组织金融业务》，国际货币基金组织（2014年）；基金组织网站，2020年

结果，国际货币基金组织的资源未能成比例地反映出全球GDP或全球贸易量的变化（图3和4）。随着全球化以及金融和资本市场之间联系的日益紧密，在危机时期，救援方案的规模一直在增长。因此，国际货币基金组织份额资源的下降会导致国际货币基金组织的信誉和有效性受损。份额检查及其实施也一直存在拖延：检查生效日与国际货币基金组织理事会批准检查之间存在严重滞后（表2）。这种拖延意味着国际货币基金组织获得资源的时间要晚于需求时间。这导致了基金组织对借入资源的依赖：早些时候是借款总安排（GAB），现在是借款新安排（NAB），在北大西洋金融危机之后的最近几年中，又出现了双边借款安排（BBA）作为补充。²⁸ 如果国际货币基金组织的份额资源以类似于各种借贷安排的幅度增加，那么份额将大为重新分配，这将不可避免地增加活跃新兴和发展中国家的份额，降低发达国家尤其是欧洲国家的份额。

图3：国际基金组织的份额资源（占GDP比重，按市场汇率计算）

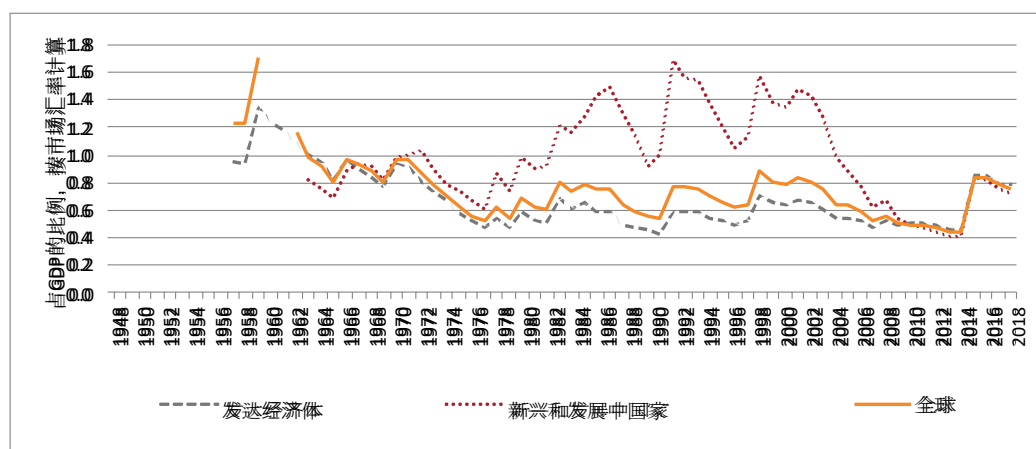
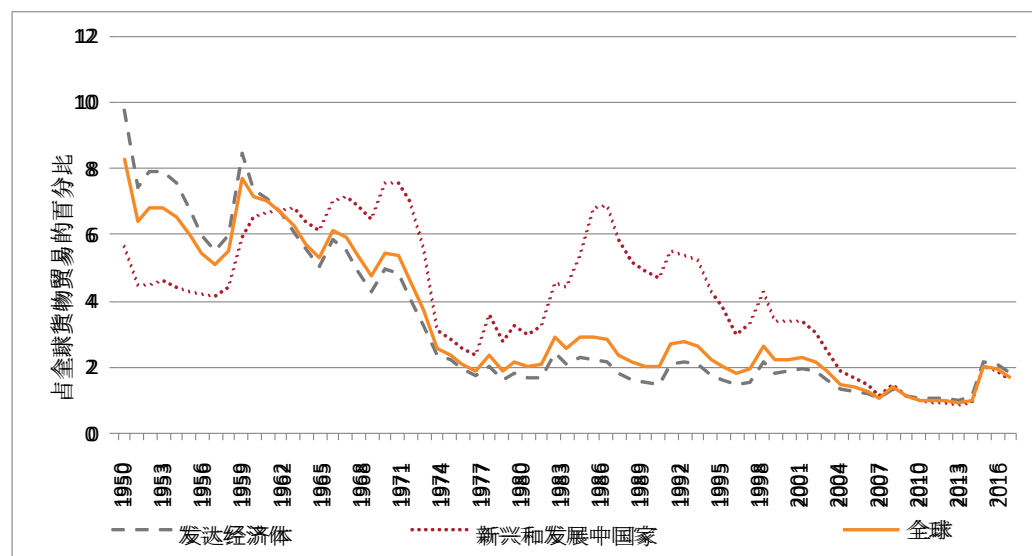


图4a：份额占全球货物贸易的比重



²⁸ <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Where-the-IMF-Gets-Its-Money#:~:text=2016%20Bilateral%20agreements&text=Bilateral%20Borrowing%20Agreements%20serve%20as,financing%20needs%20of%20its%20members>. 2020年8月20日访问。

图4b：份额占全球货物和服务贸易的比重

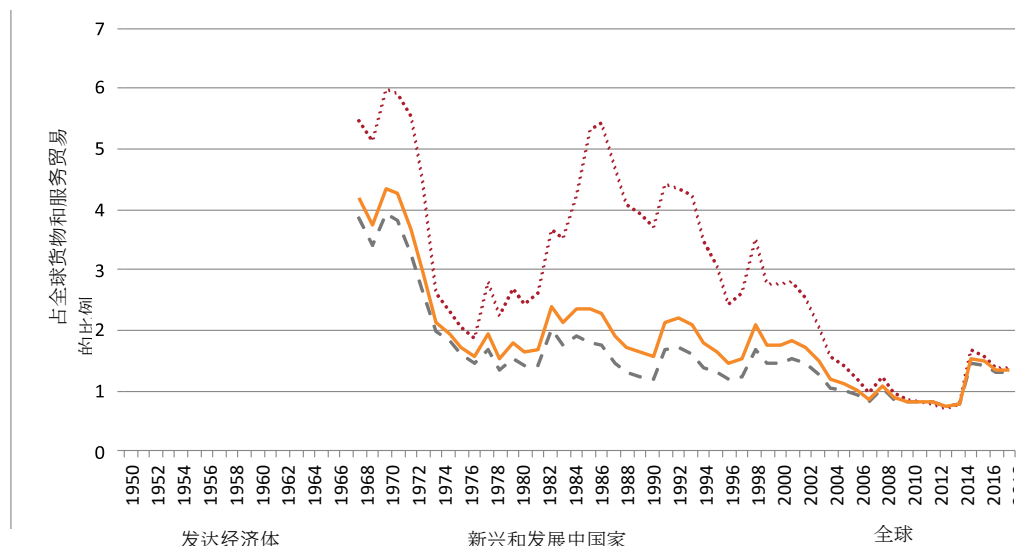


表2：份额总检查：实施滞后、参与门槛与美国的份额比例

份额总检查	理事会决议通过时间	生效日和理事会决议通过日之间的滞后（天数）	参与门槛（百分比）	是否需要《协议条款》修订的效力（b）	美国的份额占比（12月底）（c）
第一个五年期	1951, 03.08	n.a.	n.a.		31.7
第二个五年期	1956, 01.19	n.a.	n.a.		29.0
1958/59	1959,02.02 1959,04.06	63	75		28.4
第三个五年期	1960,12.16	n.a.	n.a.		27.0
第四个五年期	1965,03.31	329	66.6		25.0
第五次总检查	1970,02.09	263	0		23.1
第六次总检查	1976,03.22	740	75	Yes	22.5
第七次总检查	1978,11.11	719	75		21.2
第八次总检查	1983,03.31	244	70		20.2
第九次总检查	1990,06.28	867	70-85 (a)	Yes	19.7
第十次总检查	1995,01.17	n.a.	n.a.		18.3
第十一次总检查	1998,01.30	357	85		18.3
第十二次总检查	2003,01.30	n.a.	n.a.		17.5
第十三次总检查	2008,01.28	n.a.	n.a.		17.1
第十次总检查	1995,01.17	n.a.	n.a.		18.3
第十一次总检查	1998,01.30	357	85		18.3
第十二次总检查	2003,01.30	n.a.	n.a.		17.5
第十三次总检查	2008,01.28	n.a.	n.a.		17.1

表2：份额总检查：实施滞后、参与门槛与美国的份额比例

份额总检查	理事会决议通过时间	生效日和理事会决议通过日之间的滞后（天数）	参与门槛（百分比）	是否需要《协议条款》修订的效力（b）	美国的份额占比（12月底）（c）
2008改革	2008,04.28	1039		Yes	17.1
第十四次总检查	2010,12.15	1868	70	Yes	17.1

注：

(a)：到1991年底占85%，此后占70%。

(b)：效力依赖于《协议条款》的修正案，修正案需要获得总投票权的85%。

(c)：指在理事会决议日之前的一年的美国份额。

n.a. = 不适用。

资料来源：国际货币基金组织（2014e）；国际货币基金组织国际金融统计；de Vries（1976，1985）；Boughton（2001，2012）。

其他：

第六次总检查与《协议条款》的第二次修正相关

第九次总检查与《协议条款》的第三次修正相关

2008年的改革与《协议条款》的“发言权与参与度”（Voice and Participation）修正案的生效有关

目前，国际货币基金组织的份额资金总额为4,770亿特别提款权（约合6,510亿美元），此外还有来自借款新安排（NAB）的1,820亿特别提款权（2490亿美元）和双边借款安排（BBA）的3,180亿特别提款权（4340亿美元）²⁹作为补充。到2021年初，借款新安排的资源预计将扩大一倍，达到3,650亿特别提款权（5,000亿美元）。新一轮双边借贷的框架协议已经达成，将于2021年年初生效，并将延长至2023年年底，届时还有可能再延长一年。³⁰ 于此，份额资源已经并将持续少于国际货币基金组织总资源的一半。成员国的慷慨捐助带来了如此丰富的借入资源，这表明体量较大的成员国已经认识到国际货币基金组织需要具备充足的资源。因此，这些借入资源在有需要的时候可以为国际货币体系提供一定程度的稳定性，并在可用流动性资金方面带来一定程度的满足。但是，另一方面，这些资源减少了扩大永久份额资源的压力，因而也减少了重新分配份额以及改变相关话语权和代表性的压力，而这些新增的份额和话语权原本应分配给快速增长的新兴市场国家，特别是中国。这些借贷安排有助于增加基金组织可利用的资源，从而促进世界金融稳定。但是，借贷安排的参与国并未因为这些贡献而获得任何额外的投票权或份额。包括中国在内的许多较大的新兴和发展中国家，都为这些安排做出了贡献。

在20世纪80年代前，全球GDP在发达经济体和新兴和发展中经济体之间的分布变化速度相对缓慢，各国在国际货币基金组织中所占的份额比例与它们在GDP中的所占比例大体保持一致。尽管亚洲经济奇迹于20世纪70年代出现，并在20世纪80年代及以后加速发展，但新兴和发展中经济体占世界经济的总体比重并未出现非常明显的变化，这些国家占全球GDP（按购买力平价计算）的比重在60年代中期为约30%，到了2000年也只是略高于40%，这是因为他们一开始所占的经济比重较小。20世纪90年代出现增长的部分原因是此前的社会主义国家加入了国际货币基金组织。³¹到了90年代，他们占全球GDP的比重开始增长，并在2000年后加速增长，但他们在基金组织中的份额比例却没有相应地同步增长。自2000年以来，按购买力平价计算，它们占全球

²⁹ 借款新安排和双边借款安排各有约40个成员国。

³⁰ <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/03/31/pr20123-imf-executive-board-approves-framework-for-new-bi-lateral-borrowing-agreements>. 2020年8月24日访问。

³¹ 以市场汇率（MER）计算，它们的权重实际上从60年代中期的25%以上下降到2000年左右的约20%。

GDP的比例从40%激增到现在的60%；按照市场汇率计算，则比2000年的约20%翻了一番。在同一时期，虽然2016年最终实施了第14次总检查，但新兴和发展中经济体在基金组织中的份额比例仍然停滞不前，仅从2000年的35%增长到现在的39%（表3）。因此，新兴和发展中经济体在基金组织份额分配中以及在治理中代表性不足的问题正变得越来越明显。

在过去的几十年中，新兴和发展中国在全球GDP中的占比开始迅速上升，发达经济体却一直在拖延治理变革（表4）。从1998年开始，一直到2016年实施第14次总检查（2010年）之前，国际货币基金组织的总份额没有显著增加。只有在基金组织份额总资源扩大的情况下，才可以重新分配份额。在每次总检查中各国现有的份额都会保留，只有增加的份额才需要遵循检查商定的分配公式。因此，份额存在固有的滞后现象，国际货币基金组织治理中的发言权和代表性自然也存在滞后。新兴和发展中经济体所占比重的增加显然是由中国主导的（表5）。按购买力平价计算，中国在全球国内生产总值中所占的份额已经超过美国。如果目前的趋势继续下去的话（目前看也很可能是这样），那么在未来的十年中，按市场汇率计算，中国的GDP也有可能超过美国。

表3：新兴和发展中经济体：占GDP和份额总资源的比例

内容	1948	1959	1966	1970	1978	1980	1983	1992	1999	2011	2016	2020
占全球GDP比重（按购买力平价计算）												
EDE	n.a.	n.a.	30.8	32.3	36.1	36.9	36.4	42.2	42.8	54.7	58.1	60.3
EDE+ 8国	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	45.3	57.5	60.8	62.9	63.3
占全球GDP比重（按市场汇率计算）												
EDE+8国	n.a.	n.a.	26.5	25.6	22.9	24.2	22.9	16.4	19.7	36.6	38.7	40.9
EDE+ 8国	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21.8	39.3	41.6	43.7
在国际货币基金组织份额中的比例												
EDE	22.4	21.9	26.6	28.0	33.5	35.1	34.5	36.0	35.5	36.6	38.8	38.8
EDE+ 8国	22.4	21.9	26.9	28.3	34.1	35.7	35.2	37.0	37.5	39.5	42.4	42.4
成员国数量：												
成员国	43	67	103	113	134	138	143	171	182	187	188	189

注：

“EDE+8国”是指国际货币基金组织《世界经济展望》中对新兴和发展中经济体的分类再加上以下八个国家：捷克共和国、爱沙尼亚、韩国、拉脱维亚、马耳他、新加坡、斯洛伐克共和国和斯洛文尼亚。这八个国家在份额文件中被归类为新兴和发展中经济体，但在《世界经济展望》/国际金融统计中划被划分为先进经济体。

表中的年份是指在总检查/特别检查中的份额扩大的生效年份。

2020年的数据为国际货币基金组织的预测。

资料来源：世界经济展望数据库（2019年10月），国际货币基金组织；国际货币基金组织国际金融统计；Mohan和Kapur（2015）。

表4：国际货币基金组织商定的份额变化

年份	IMF成员数量	拟议份额	拟议份额变化				
			新成员 ¹		总检查	特别检查及其他	共计 ²
			数量	份额			
1944 ³	40	7,514	40	7,514	0	0	0
1950	49	8,037	10	650	0	(2) ⁴	523
	(1)	(125)	0	0	0		
1955	58	8,751	10	837	0	2 ⁴	714
	(1)	(125)	0				
1959	69	14,640	11	405	5,329	157 ⁵	5,890
1965	102	20,932	34	757	4,792	793	6,292
	(1)	(50)	0	—	—		
1970	116	28,776	14	204	7,394	246	7,844
1976	133	38,976	17	445	9,755	—	10,200
1978	141	59,606	8	140	19,839	650	20,629
1983	146	89,236	5	394	28,177	1,060	29,631
1990	154	135,215	10	1,017	45,082	—	45,978
	(2)	(121)					
1998	183 ⁶	212,029	31	12,737	65,803	40	76,814
	(2)	(1765)					
2001	183	213,711	0	0	0	1,682 ⁷	1,682
2006 ⁸	184	217,528	1	8	0	3,809	3,817
2008 ⁸	185	238,328	1	28	0	20,772	20,800
2010	188	477,024	3	184	238,512	0	238,696

注：

1. 括号中显示的是退出成员资格或其成员资格被授予给继承国的国家。
 2. 截止到调整成员份额的理事会决议通过之日。拟议份额的总变化等于新成员的份额增加，再加上“份额总检查”的增加，以及特别增资和其他增资。
 3. 不包括在布雷顿森林协定签署之时尚未加入国际货币基金组织的澳大利亚、海地、利比里亚、新西兰和苏联，但包括在国际货币基金组织开始运作不久后，同意为埃及、法国、伊朗伊斯兰共和国和巴拉圭增加的份额。
 4. 应洪都拉斯自己的要求，其份额于1948年减少，但在1951年恢复到原来的份额。
 5. 包括给份额较少的国家特别分配的1.21亿特别提款权。
 6. 包括当时尚未成为基金组织成员的南斯拉夫联盟共和国。2000年12月20日，国际货币基金组织执行董事会认定南斯拉夫联盟共和国已满足其成为成员国的必要条件。
 7. 给中国特别增加的份额。
 8. “份额与发言权改革”分两轮实施。2006年，基金组织同意增加错位最严重的成员中的四个国家（中国、韩国、墨西哥和土耳其）的初始份额。接下来是第二轮特别份额增加，于2008年达成一致，涉及54个成员。
- 资料来源：《国际货币基金组织金融业务》，国际货币基金组织（2014年）

表5：GDP与份额比例：按国别

	占GDP-PPP比重 2019 (%)	占GDP-MER比重 2019 (%)	占实际份额的比重 2019 (%)	占计算份额的比重 2016 (%)
中国	19.3	16.3	6.4	12.9
美国	15.1	24.8	17.5	14.7
印度	8.0	3.4	2.8	3.2
日本	4.1	6.0	6.5	5.1
德国	3.1	4.5	5.6	4.9
俄罗斯	3.1	1.9	2.7	2.4
印度尼西亚	2.6	1.3	1.0	1.3
巴西	2.4	2.1	2.3	2.2
英国	2.2	3.2	4.2	3.6
法国	2.2	3.1	4.2	3.1
墨西哥	1.9	1.5	1.9	1.7
意大利	1.7	2.3	3.2	2.3
土耳其	1.7	0.9	1.0	1.2
韩国	1.6	1.9	1.8	2.0
西班牙	1.4	1.6	2.0	1.7
加拿大	1.3	2.0	2.3	2.0
沙特阿拉伯	1.3	0.9	2.1	1.6
伊朗	1.0	0.5	0.8	0.7
埃及	1.0	0.3	0.4	0.5
泰国	1.0	0.6	0.7	1.0
澳大利亚	1.0	1.6	1.4	1.4

注：

1. 根据2019年各国占GDP比重（按购买力平价计算）对各国进行排名（根据世界经济展望数据库，2019年10月）。
2. 2016年（最新数据）的计算份额以2008（现行）份额公式为基础。
3. GDP-PPP：按购买力平价计算的GDP；GDP-MER：按市场汇率计算的GDP。

资料来源：世界经济展望数据库（2019年10月），国际货币基金组织；国际金融统计，国际货币基金组织。

2019年完成的第15次总检查决议停滞不前，使国际货币基金组织的治理改革问题变得更加复杂。³²首先，由于第14次总检查的实施前所未有地推迟到2016年，第15次总检查本应按照五年检查时间表在2015年进行，但最后在2020年才结束。其次，第十六次总检查本应在2020年完成，但现在计划在2023年进行。这样一来，第十六次总检查就不太可能在2025年之前达成协议，而且按照过去的做法，协议不太可能在2027年之前得到实施。第14次总检查的份额分配使用的是2005年的经济数据，而该份额将一直持续到2027年左右³³，到那时，份额分配反映的经济情况将已经过时20年或更长，因此将极大地加剧治理的失衡。

如表5所示，如果将2016年的数据应用于第14次总检查的份额公式，则中国的计算份额比例（CQS）应为12.9%，约为其当前实际份额6.4%的两倍（国际货币基金组织，2018）。³⁴在此基础上，美国的份额比例将下降到14.7%，低于其国际货币基金组织中保留对重大决定一票否决权所需的15%，譬如份额检查就需要85%的超级多数同意。如果第15次总检查没有停滞，并且保留第14次总检查的份额公式，那么很有可能现在的结果是，就整个发达经济体而言，七国集团的份额将会下降。相应地，金砖国家与整个新兴和发展中经济体的份额将增加。在这种情况下，由于无法达成共识，第15次总检查被搁置。取而代之的是，借款新安排翻番，以使国际货币基金组织保持足够的资源。由于这些明显的原因，发达经济体目前很有可能还没有准备好接受适当检查的结果。

第15次总检查失败后，基金组织的治理理事会（BOG）已对执行董事会作出了以下指示：

“根据第三条第2（a）款进行的第十六次份额总检查将持续到2020年12月15日之后，并应在2023年12月15日前结束。在此背景下，请执行董事会重新审视份额的充足性，并继续进行基金组织的治理改革，包括以一个新的份额公式作为指引，同时确保份额在基金组织资源中的首要作用。任何份额调整都应使有活力的经济体的份额比重能够提高到与其在世界经济中相对地位一致的水平。为实现这一目标，新兴经济体和发展中国家的整体份额很可能有所提高。同时，还应保护最贫穷国家的发言权和代表性。”（IMF，2020年）

可见，治理理事会的指示确实要求执行董事会：

1. 审视份额的充足性。
2. 确保份额在基金组织资源中的首要作用。
3. 使用新份额公式。
4. 提高有活力的经济体的份额比重。
5. 保护最贫穷国家的发言权和代表性。

³² <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/02/13/pr2050-imf-board-of-governors-approves-a-resolution-on-quota-reviews>

³³ 因此很有可能确实会达成实现份额增长和新份额公式的协议。目前尚不能排除这次检查可能类似第15次总检查的结果的可能性。

³⁴ 基金组织似乎在放慢向公众发布年度份额更新/检查数据的速度。例如，截至2020年9月，我们仅拥有基于2016年数据的计算份额比例（CQS），但实际上基于2018年数据的CQS本应已经公开了。其次，与此前相比，基金组织现在发布的数据更加有限。包含了大量分析的理事会综合性文章并未与2016年的数据一同发布。表格文件仅提供了各国/地区的数据，而未提供有关不同群体总份额的信息。对于个体研究人员而言，编制这些资料汇总是一项乏味的工作，但它们能够提供更好的洞察。缺乏数据和分析性注释限制了外部公众/专家的分析，这样可能会使人们愈发忽略这个问题，进一步减少国际货币基金组织治理改革的外部压力。

但是，基金组织的执行董事会在未来三年内是否会在书面和精神上都遵守这些指示仍尚待观察。那么可能出现的关键问题又有哪些呢？

首先，要实现以上第二个目标，份额总资源的增加将非常重要。如果要取消借款新安排和双边借款安排，以恢复份额在基金组织资源中的首要作用，那么份额将需要像第十四次总审核那样增加一倍以上³⁵。而份额的增加一直受到发达经济体，尤其是美国国会的抵制。

但目前没有理由期望在未来的几年中份额会有所增长。由于新冠疫情造成的经济破坏，所有国家（包括发达经济体和新兴和发展中经济体）的预算都已大大增长，债务/GDP比率已超过先前水平。经济能否从目前的严重危机中恢复过来尚无法预测；国家预算能否在2023年前恢复到一定程度的正常水平也难以预测。因此，到第16次总审核之时，各国立法机关对大幅增加基金组织份额及贡献的意愿很有可能会很低。值得注意的是，在北大西洋金融危机期间，当新增债务国主要是发达经济体时，第14次总审核很快就达成了将份额资源增加一倍的协议，尽管其实施被严重推迟了。而这次，尽管这场危机确实是全球性的，却尚没有任何增加基金组织份额资源的打算。取而代之的是，目前已经达成了将借款新安排扩大一倍并继续实施双边借款安排的协议，从而在基金组织的治理方面维持现状。通过建立欧洲稳定机制，欧洲在金融安全网方面几乎已经能够自给自足，并且最近还达成了一项协议，要求欧洲委员会为其成员国提供救济，因此对基金组织资源的需求几乎全部来自新兴和发展中经济体。所以绝大多数债务国此次又将是新兴和发展中经济体。

其次，美国不太可能接受份额比重跌至15%以下。如果坚持使用第14次总审核的份额公式，这种情况将很难避免。实际上，若将2016年的数据应用于计算份额比例，美国的份额比重将下降到14.7%（表5）。因此，如果在第16次总审核中使用2022年的数据，则美国的份额可能会进一步下降。这意味着，正如理事会所指示的那样，第16次总审核将再次需要重新考虑计算份额比例公式。从过去的经验来看，这样的审查将引起极大争议，并且很难达成共识。下文更详细地阐述了这一点。

第三，增加新兴和发展中经济体的份额将主要导致中国份额的大幅增加。若将2016年的数据应用到计算份额比例上，中国的份额将增加到12.9%。如果应用2022年的数据，该比例无疑会进一步增加。截至目前，中国已经比世界其他地区更快地开始从新冠疫情危机中复苏过来。因此，有可能到2022年，中国占世界经济的比重甚至会加速增长，这意味着，如果采用第14次总审核的公式，其份额比重甚至会更高。如前所述，除了发达经济体，特别是美国的阻力之外，由于其他许多新兴和发展中经济体的发展已经放缓，现在可能会出现来自其他新兴和发展中经济体的类似阻力；但是，当前危机对新兴和发展中经济体的不同影响目前仍难以评估。

其他新兴和发展中经济体也可能会有些警惕中国在全球经济治理中的主导地位。中国在担任全球治理论坛的领导者方面，还没有太多经验。因此，即使许多新兴和发展中经济体可能对基金组织当前的治理结构不太满意，他们也有可能更倾向于当前安排带来的可预测性，而非因中国扮演更大角色所带来的不确定性。印度和中国之间最近的边界冲突以及印度在对中国的经济和贸易限制方面采取的后续行动，也令人怀疑这两个最大的新兴和发展中经济体之间未来能否开展合作，以及金砖国家内部能否开展建设性的合作。甚至有人认为，随着中国在经济上加速发展超越其他国家，金砖四国集团即将成为过去时。在接受中国的领导方面，类似问题也可能会削弱其他亚洲国家的意愿。因此，新兴和发展中经济体之间要在第16次总检查中达成共识也将存在问题。

³⁵ 若将借款新安排翻倍至3,650亿特别提款权，且双边借款安排至少维持在目前的3,180亿特别提款权水平，那么到2021年，份额在基金组织总资源中的比重将降至40%左右。

第四，这种改革的主要赢家将是欧盟国家（包括英国）和日本，它们对基金组织的董事会都施加着外部影响力。具体来说，日本目前在份额和投票权上的第二位排名将不得不让位给中国。

第五，持续的新冠疫情危机现在已使全球经济陷入严重衰退，并且增加了未来发展的不确定性。由于新冠疫情危机，撒哈拉以南非洲和其他地区最低收入国家的经济遭受重大打击，通过增加份额来提高其发言权和代表性的做法将变得更加困难，这意味着份额公式需要进行重大调整。甚至在这次危机出现之前，新兴经济体就已经经历了显著的发展放缓，一些是由于石油和大宗商品价格的下跌，而另一些则是由于未解决的结构性问题浮出水面。现在判定全球经济何时会在一定程度上恢复常态还为时过早。全球经济的哪些部分将遭受更大的损失，哪些部分将更快恢复仍有待观察。到目前为止，亚洲国家受新冠疫情危机的影响较小，这表明它们的复苏速度可能更快，特别是中国。

第六，在采取适当的政策对策和病毒消退的情况下，全球经济确实可以恢复持续增长，届时，新兴市场将有可能实现比发达经济体增速更快的发展。在可预见的未来，金砖国家，特别是中国和印度的经济增长会继续高于发达经济体。尽管这些国家的人均收入相对较低，但鉴于其人口规模和较高的增长，它们将继续获得更大的经济影响力。因此，在可预见的将来，它们将更强烈地要求增加其在国际货币基金组织和其他全球经济治理论坛中的发言权和代表性。

因此，在临近第十六次总检查之际，基金组织及其成员国的工作已经为达成一定程度的共识奠定了基础。鉴于目前通过份额比重所实现的发言权和代表性现状是以2005年成员国的经济权重为基础的，第16次总检查无疑将使当前的治理框架发生非常重大的变化，因为它至少会更新使用2022年的全球经济数据。这可能会是自基金组织成立以来最大的变化。因此，此次总检查做出的决定将在相当长的一段时间内决定基金组织的未来。

未来运作模式的不同可能

从2008至2009年的金融危机到当前的新冠疫情，包括美国、英国、欧元区和日本的所有发达经济体，都长期实行了所谓的非常规的、过度宽松的货币政策，这些地区近十年来利率一直接近于零。尽管这些政策确实使其成功摆脱萧条，经济复苏依然十分缓慢。正当全球经济在一定程度上接近正常化之际，2020年初，新冠疫情危机爆发。为应对危机，世界上所有主要经济体都开始实施另一轮宽松的货币政策以及更具扩张性的财政政策，此后其他地区也纷纷效仿。

北大西洋金融危机爆发以来，过度宽松的货币政策和随之而来的低利率使全球公共和私营部门的借贷大幅增加，因此发达经济体和新兴市场都债台高筑。自北大西洋金融危机以来，全球债务的增加已经比此前的三波债务浪潮更多、更快、范围更广（Kose等，2020年）。随着发达经济体和新兴和发展中经济体中债务占国内生产总值比率爆炸性增长，为应对新冠疫情采取的措施只会进一步加剧这一趋势。加上当今全球的贸易问题，各指标表现可以认为近期和中期发生金融危机的可能性有所增加。此外，金融全球化趋势不太可能逆转，危机跨境蔓延可能性仍在增加。

2020年3月以来，已有70个成员国（包括许多低收入国家）获得了两项政策工具³⁶提供的财政支持，这两项工具设立的初衷即为满足自然灾害可能导致的紧急融资需求。到目前为止，支持数额需求仍不算很大，约为290亿美元。“这种财政援助并不附加传统的国际货币基金组织的贷款条件，也不采取分阶段拨款的方式，但各国仍然承担了解决自身困难的政策承诺，以及借

³⁶ 快速信贷机制和快速融资工具。

贷资源运用方式的治理承诺。”³⁷ 还有更多国家通过其他渠道（包括现有计划下的扩大援助项目）得到了国际货币基金组织的支持，总额高达700亿美元左右。

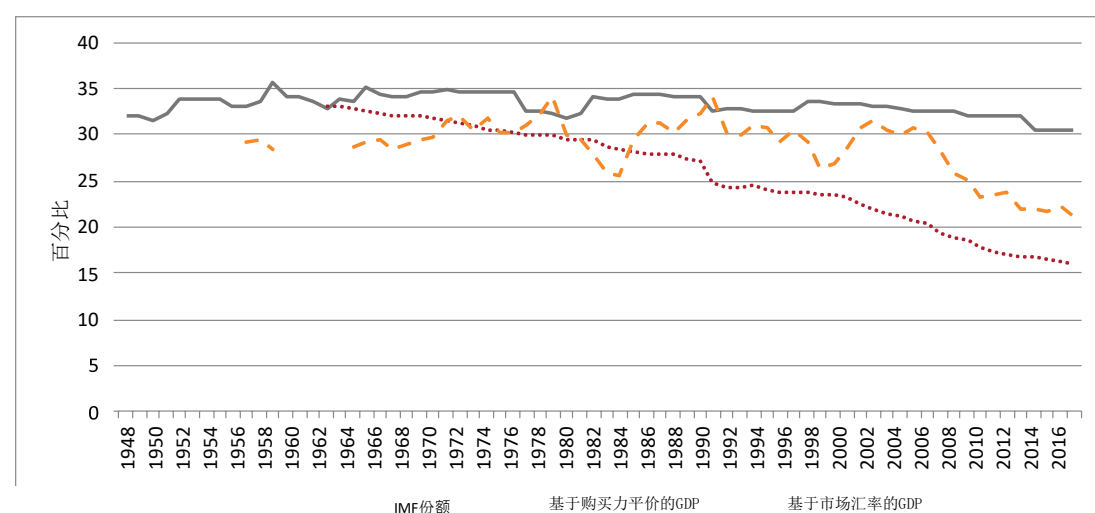
因此，尽管在危机期间许多国家已经获得国际货币基金组织提供的资源，但由于这些国家大多数较小，至今为止对国际货币基金组织资金的需求并未过剩。鉴于大流行仍在许多国家继续蔓延，未来几个月甚至几年中这些国家可能会面临更大的财政压力。财政压力可能来源于非金融公司违约率上升给一些国家的金融部门带来的压力，并可能跨境蔓延。此外，尽管进行债务重组或减少穷国债务的多边尝试正在进行，但仍有待达成共识（沃特金斯，2020年）。此外，虽然近年来贫穷国家主权债务的私人债权人数量有所增加，却几乎没有私人债权人参与这些国家债务减免的努力的迹象。因此，受新冠疫情影响，各国对国际货币基金组织资源的需求仍有可能进一步上升。

因此，在当前关头，对国际货币体系的需求，以及对其中国际货币基金组织提升有效性和可信度的需求都变得更高了。该组织需要足够的资源，改善管理、提升公信力。

显而易见的是，国际货币基金组织应提升管理结构的包容度，以重获公信力和效力。美国需要维持自身领导地位，以维护自身以及更广泛的国际利益。欧洲国家数量占比仍然过高，“欧洲发达群体”（欧盟、挪威和瑞士）在董事会中占三分之一的席位，拥有超过三分之一的投票权，相对份额相当稳定，但它们在全球国内生产总值中的占比一直在不断下降（图5）。欧盟（包括英国）目前在全球国内生产总值中的份额刚刚超过16%（基于购买力平价计算）或21%（基于市场汇率计算）。

因此，国际货币基金组织治理改革的焦点之一将涉及欧洲国家和日本份额及其在董事会中席位的大幅削减，以及新兴和发展中经济体以及美国份额的相应上调。

图5：欧盟：全球国内生产总值占比及国际货币基金组织份额



³⁷ <https://blogs.imf.org/2020/11/16/imf-lending-lifeline-addressing-urgent-financing-needs-brought-on-by-the-pandemic/> 2020年11月21日访问。

此外，自创立以来，两家布雷顿森林机构——国际货币基金组织一直由欧洲人担任最高领导，而世界银行则一直由美国人担任最高领导。这种模式迄今已持续了七十多年，实际上欧美国籍成为了布雷顿森林机构最高领导任命的指导标准，而其他国家的国民无论功绩如何，均被排除在外。这一模式必须得到修正。世界贸易组织等机构业已指明了道路，在未来几年中，国际货币基金组织没有理由不做出同样的改变。

未来的道路或需对国际货币体系进行更广泛的重新安排，同时相应地改变该组织扮演的角色。

如前所述，各种地区性融资安排目前拥有的潜在资源加起来可能已经超过了国际货币基金组织，尤其是欧洲稳定机制和清迈倡议多边化协议。如若清迈倡议多边化协议能够建立合理的组织结构，演变成亚洲货币基金组织（AMF），则其在亚洲的作用或可与欧洲稳定机制在欧洲同日而语。如果南亚国家，特别是印度，也加入清迈倡议多边化协议或亚洲货币基金组织，该协议发挥的作用将进一步加强。此外，美联储在北大西洋金融危机和目前的新冠疫情中，通过其互换机制，成为了某些中央银行最后的有效借贷方。新冠危机当前，它们为未达到互换条件的中央银行建立了新的回购机制。此外，由中央银行向一些国家的央行提供的双边互换机制越来越多，速度通常也比国际货币基金组织快得多，而且条件要求通常较低，也不涉及IMF有关的担心。在紧张时期，许多国家不再将国际货币基金组织当成唯一资金来源。所有这些变化表明，国际货币基金组织在国际货币体系中的作用可能会减弱。

国际货币基金组织显然察觉了这些变化，并一直在寻求发挥更大的协调作用，尽管到尚未取得显著成效（国际货币基金组织，2017，2018a）。类似地，Ted Truman提出了一种多边互换机制，主要央行可以通过该机制利用外汇储备扩展国际货币基金组织的资源，从而强化全球金融安全网。无论如何，新兴和发展中经济体也一直遵循外部管理政策，积累外汇储备作为预防措施，从而增强其金融稳定性，并维持自身政策独立，减少了对外部融资的诉求。

总体而言，全球金融安全网在过去10到15年中经历了巨变，除国际货币基金组织的机制外，还提供了其他各种金融危机的应对机制。

未来有两种可能性：其一，可能涌现出一些基于地区或类似想法国家的新的机构，与国际货币基金组织竞争其国际货币体系中发挥的作用；其二，国际货币基金组织将与这些实体共存，并在其中发挥协调作用。若国际货币基金组织运行自身机制的同时希望某种程度上演进成为一个协调不同机制的角色，要使这些机构都接受这一角色，改进其治理就显得尤为重要。基金组织的治理需要更好地反映不断变化的全球经济结构，认可新兴和发展中经济体的地位，使它们在治理中发挥作用并上调其份额。做出上述调整后，国际货币基金组织才能在全球经济治理中发挥更重要的作用。如何促成这一改变？很显然，对国际货币基金组织份额和管理的检查应更加彻底，以大幅调整份额比重和投票权。

首先，中国基于市场汇率计算的国内生产总值占全球总份额已接近甚至超过美国，其份额须达到与美国相似的水平。其次，包括英国在内的欧盟国家所占份额应大大减少。目前，尽管无论基于购买力平价³⁸还是市场汇率³⁹计算，美国和欧盟的国内生产总值占比都大致相似，它们在国际货币基金组织中的份额却相差十悬殊。第十四次审查结果显示，美国的份额为17.4%，而欧盟（包括英国）的份额则高达30.4%。第三，金砖五国的份额须大大上调。金砖国家与欧盟的经济权重之间也存在类似的失衡。尽管基于市场汇率计算，金砖五国在全球国内生产总值中的份额与美国和欧盟相近，但若以购买力平价计算，其水平已远远高于二者，且几乎是美国的两倍（表6）。第四，还需加强其他新兴和发展中经济体（尤其是低收入国家）在国际货币基金组织治理中的作用，比如增加其基本票数，即每个国家无论大小所获得的票数。此外，随着

³⁸ 均在16%-17%左右。

³⁹ 均在22%-24%左右。

欧洲国家占董事会席位数量应随份额相应减少，可为新兴和发展中经济体提供的席位也将增加。目前，整个撒哈拉以南非洲在国际货币基金组织董事会中仅占两席：这一数字必须至少增加到三席，它们在世界银行已拥有三个席位。

表 6:全球国内生产总值占比及国际货币基金组织份额：不平衡现象日益加剧

国家/地区	2008年 改革后的 份额	2010年第十 四次检查后 的份额	2016年更新数据		
			计算所得份额	GDP占比 (基于 购买力平价计算)	GDP占比 (基于 市场汇率计算)
美国	17.7	17.4	14.7	15.8	23.9
欧盟	32.0	30.4	26.9	17.0	22.6
金砖五国	11.5	14.8	21.2	31.6	22.9

来源：国际货币基金组织更新后的份额公式变量-2018年7月，国际货币基金组织。

美中应共同牵头改革

上文提出的变化本质上涉及改变国际货币体系、国际货币基金组织在其中发挥的作用以及相对份额比例的改变，会涉及很大的争议性，从而面临实施上的困难。一方面，这将需要相当的开明领导，另一方面则需要各方发扬妥协精神。正如Hector Torres⁴⁰面对世界贸易组织改革时所说，“只有信任才能为世贸组织改革铺平道路”，这句话同样适用于国际货币基金组织。

美国政府换届是否会帮助其恢复在 多边组织和国际货币体系整体安排中的建设性作用，尚有待观察。新总统已明确表示重新加入气候变化《巴黎协定》。至于美国与中国的交往方式是否会发生重大转变，这点尚不明朗。若美国能够承认中国在全球经济中的重要作用，以及其在国际货币基金组织等全球经济治理机构中的合理地位、理解双方关系的竞争性质，则美中交往方式将较为理想。这种关系须以某种程度的互信为基础，并以可持续地促进全球经济和金融稳定为共同目标。

尽管有必要对全球经济治理进行全面改革，使新兴经济大国发挥更重要的作用，美国仍需在 国际货币基金组织和全球经济治理中重归领导地位，但如今美国需要表明其与崛起的中国分享这一地位的意愿。同时，中国也须向美国和新兴和发展中经济体证明其维护基于规则的多边国际货币体系的意愿，毕竟一些新兴和发展中经济体可能对中国采取的某些强硬举措感到不安。

美国金融市场在深度和效率上继续占据主导地位——美元仍然是全球的主导储备货币，并且在可预见的未来，该地位不太可能被撼动。美国在国际货币体系以及国际机构中的领导地位仍具有极大价值。美国保持其在发达经济体中的主导地位仍然十分重要。由于美国在第二次世界大战后的远见卓识，布雷顿森林机构才得以建立。尽管新兴经济大国的经济实力和作用在全球的地位正不断提高，但它们在制度发展方面仍需改善还有很长的路要走，才能在国际货币体系中担当领导角色，这也凸显了维持美国领导地位的重要性。

如前所述，值得注意的是，除金砖五国（尤其是中国）外，国际货币基金组织中相对份额与国内生产总值相比最为不足的国家实为美国⁴¹。因此，纠正这种不平衡现象对于维护美国在国

⁴⁰ Torres (2020)，第2页。Hector Torres曾担任国际货币基金组织董事会执行董事。

⁴¹ 从表6可以看出，美国、欧盟和金砖五国的国内生产总值占比（按购买力平价计算）大致相近，但美国在国际货币基金组织中的份额最低。若以市场汇率计算国内生产总值，这一现象将更加显著。

际货币基金组织和全球经济治理中的领导地位也至关重要。如果进行了这样的修正，美国的份额将不太可能在近期跌至15%以下，这样一来，国会批准未来的彻底份额检查的可能性也将增加。实现这一目标需要修改现有的份额公式：国内生产总值的权重要增加，而开放度所占权重则需降低。这样美中份额都将增加，中国份额将接近美国，并在未来十年左右超越美国。如果以这种方式进行适当的修正，美国份额降至15%门槛以下的时间将可以推迟数年，中国达到这一门槛也将需要一段时间。第十六次检查还应确立相应原则和制度，使随后的五年度审查自动实施。

此举还有利于更好地反映全球经济构成变化的动态，使新兴经济大国以及美国都获得更高的份额。在此问题上，新兴经济大国与美国之间具有共同利益。新兴和发展中经济体面临的挑战是如何获得美国的支持，因为只有美国同意，欧盟和日本才有可能接受这里提出的份额改革。这或许需要采取“软硬兼施”的方法：一方面，新兴和发展中经济体支持修改份额公式，使美国的份额保持在15%的门槛以上；另一方面，通过清迈倡议多边化协议或亚洲货币基金组织和金砖国家应急储备安排强化威胁。鉴于亚洲和金砖国家拥有潜在的资源，增强竞争性安排的作用或可以成为可靠的行动方针。欧洲稳定机制已经可以为欧盟国家提供足够的资源，因此欧盟国家现在几乎不再需要来自国际货币基金组织的资源。如果亚洲货币基金可以建立，而且金砖国家货币储备安排得到强化，那么国际货币基金组将只剩美国。因此，采取这一行动方针或可以奏效。

这样的协议将需要各方的大智慧、政治风范和明智外交。然而，鉴于经济和政治领域中地缘政治局势日益紧张，尽管美国政府换届给我们带来了一些乐观的理由，目前这种协议通过的可能性仍然不高。

若无法取得这种进展，国际货币基金组织将丧失其国际货币体系中的重要地位。此后将越来越多地涌现维护金融稳定的区域和其他安排，正如过去十年中随着世界贸易组织的衰落出现了很多贸易协定一样。

这将造成极大的遗憾，使国际货币基金组织在全球范围内提供的保障变得破碎化，并对被排除在区域安排之外的国家造成严重影响。

国际货币体系和全球金融安全网也将面临割裂，国际货币基金组织在全球经济治理中的作用将受到削减，其性质也将发生改变。

参考文献

- Bordo, Michael D. and Robert N. McCauley (2018) *Triffin: Dilemma or Myth?* NBER Working Paper No 24195. Cambridge, Mass. National Bureau of Economic Research. Available at: <https://www.nber.org/papers/w24195.pdf>
- Committee on the Global Financial System (2009) *Capital Flows and Emerging Market Economies*. CGFS Papers No 33. Basel: Bank for International Settlements (BIS). Available at: <https://www.bis.org/publ/cgfs33.pdf>
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Helene Rey and Maxime Sauzet (2019) *The International Monetary and Financial System*. Cambridge, Mass. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper 25782. Available at: <http://papers.nber.org/tmp/30985-w25782.pdf>
- International Monetary Fund (2017) *Collaboration Between Regional Financing Arrangements and the IMF*. Washington D.C. International Monetary Fund: IMF Policy Paper. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/31/pp073117-collaboration-between-regional-financing-arrangements-and-the-imf>
- International Monetary Fund (2018a) *The Exchange of Documents Between the Fund and Regional Financing Arrangements*. Washington D.C. International Monetary Fund: IMF Policy Paper. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2018/01/16/pp120617exchange-of-documents-between-imf-and-rfas>
- International Monetary Fund (2018b) *Updated IMF Quota Data—July 2018*. Washington D.C. International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/external/np/fin/quotas/2018/0818.htm>
- International Monetary Fund (2020) *Fifteenth and Sixteenth General Reviews of Quotas—Report of the Executive Board to the Board of Governors*. Washington D.C. International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2020/02/13/Fifteenth-and-Sixteenth-General-Reviews-of-Quotas-Report-of-the-Executive-Board-to-the-Board-49049>
- Kawai, Masahiro (2015) *From the Chiang Mai Initiative to an Asian Monetary Fund*. ADBI Working Paper No 527. Tokyo: Asian Development Bank Institute. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/160056/adbi-wp527.pdf>
- Kindleberger, Charles P. and Robert Z. Aliber (2005) *Manias Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Kose, M. A., Nagle, P., Ohnsorge, F., Sugawara N. (2020) *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington D.C.: World Bank. Available at: <http://pubdocs.worldbank.org/en/377151575650737178/Debt-Chapter-1.pdf>
- McKinsey Global Institute (2018) *Outperformers: High-Growth Emerging Economies and The Companies That Propel Them*. Available at: <https://www.mckinsey.com/-/media/mckinsey/industries/public%20and%20social%20sector/our%20insights/outperformers%20high%20growth%20emerging%20economies%20and%20the%20companies%20that%20propel%20them/mgi-outperformers-executive-summary-sep-2018.pdf>

Mohan, R., Patra M.D., and Kapur M. (2012) *The International Monetary System: Where Are We and Where Do We Need to Go?* IMF Working Paper No 13/224. Washington DC: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13224.pdf>

Mohan, R., Kapur M. (2015) *Emerging Powers and Global Governance: Whither the IMF?* IMF Working Paper No 15/219. Washington DC: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15219.pdf>

Ocampo, J.A. (2017) *Resetting the International Economic (Non) System*. Oxford: Oxford University Press.

OECD (2020) *Economic Outlook: Statistics and Projections* (database) «Long-term baseline projections, No. 103». Available at: https://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=EO103_LTB&lang=en

Torres, H.R. (2020) *International Institutional Architecture: Could it be Saved?* Berlin: Friedrich Ebert Stiftung. Available at: <http://library.fes.de/pdf-files/iez/16385.pdf>

Truman, E. (2020) “Design of an IMF Based Swap Network”. Boston University: Paper presented at the Workshop on the Global Financial Safety Net., Boston University, Global Development Policy Center

Watkins, Kevin (2020) “Delivering Debt Relief to the Poorest”. *Finance and Development*. Fall 2020. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/08/debt-relief-for-the-poorest-kevin-watkins.htm>

放弃紧缩：采取有助于包容性发展的财政政策

Isabel Ortiz和Matthew Cummins^{1,2}

过去的十年中，国际货币基金组织向其项目中的国家政府提供了包括削减社会支出等改革、征收累退的消费税、通过推行私有化提高短期收入等财政建议。本章旨在论证如今政府应放弃带有负面社会影响的紧缩措施，而通过革新的政策，开辟财政收入来源，推动包容、可持续的发展。

紧缩的十年：2010至2022年

2010年以来，世界很多国家推行了旨在削减支出的财政政策，而鲜少关注如何增加收入。这种通常被称为财政紧缩的政策降低了公共政策和政府在社会中发挥的作用。到2021年，财政紧缩已成为“新常态”，影响着占世界人口72%的56亿人口。然而如本文所讨论的，财政紧缩不应是各国政府唯一的选项，而也应有其他的政策选择。

2020年10月，国际货币基金组织在其发布的世界经济展望数据库中对189个国家的财政情况进行了预测。在此基础上对政府公共支出发展趋势的分析显示，自2007年全球金融危机爆发以来，财政支出的趋势可分为两个不同阶段。在第一阶段（2008-2009年），大多数政府推出了财政刺激计划，增加了总支出，以促进就业、保护国民免受危机的不利影响。总体而言，136个国家在2008年和2009年期间增加了支出，年均增长约占国内生产总值的3.2%；只有50个国家削减了公共支出（图1）。2020年也出现了同样的情况，新冠疫情大流行导致164个政府的扩大了公共支出，平均增幅占国内生产总值的3%，总体上对人民产生了积极影响。

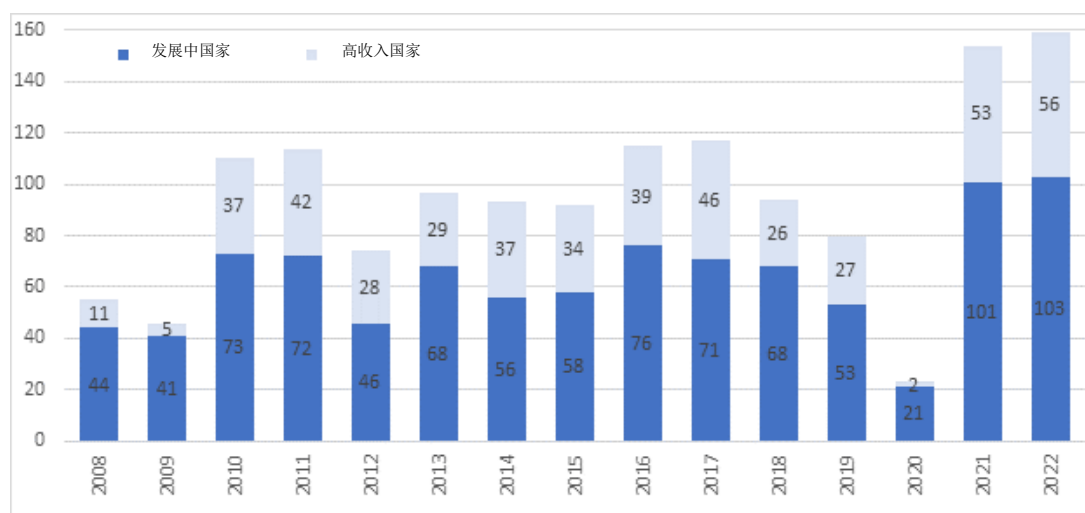
然而，2010年危机的第二阶段以来，各国政府普遍开始扭转方针，紧缩政策成为了新常态——仅2020年除外。如图1所示，在财政紧缩阶段（2010-2022年），大多数国家支出占国内生产总值的百分比有所减少。该阶段共经历了三次紧缩的深化浪潮，第一次发生在2010至2011年，第二次在2016至2017年，而第三次冲击预计将于2021年开始（Ortiz和Cummins, 2019）。

¹ Isabel Ortiz是哥伦比亚大学政策对话计划全球社会正义项目主任，在国际劳工组织（ILO）和联合国儿童基金会担任主任，并曾任联合国和亚洲开发银行的高级官员。她拥有伦敦经济学院的理学硕士学位和博士学位，撰有60多部出版物，被翻译为多种语言。

² Matthew Cummins，资深经济学家，曾就职于联合国开发计划署、联合国儿童基金会、世界银行以及和平队。他撰写了50多部涉猎不同社会经济学主题的出版物，拥有约翰·霍普金斯国际关系学院的国际经济学硕士学位。

近年来，有非常多的国家选择大幅度削减支出。总体而言，有24个国家的支出降到了危机前的水平以下（即2005至2007年的平均值），其中包括多个有着重大人民发展需求的国家，包括安哥拉、不丹、布隆迪、刚果（共和国）、吉布提、埃及、厄立特里亚、圭亚那、洪都拉斯、伊朗、伊拉克、牙买加、约旦、黎巴嫩、利比里亚、马拉维、毛里塔尼亚、摩尔多瓦、尼日利亚、苏丹、斯威士兰、突尼斯、图瓦卢和也门（Ortiz and Cummins, 2019年）。发展中国家对所有部门的公共投资都需求巨大，应该扩大国家预算，而非收紧。

图1：公共支出占国内生产总值比例下降的发展中和高收入国家数量，2008-2022年



来源：作者基于国际货币基金组织（2020）预测的分析。

总体上看，不少国家政府2010至2019年度间的宏观经济和财政政策是令人担忧的。有近10万亿美元分配给了金融部门；约2.4万亿美元投入了财政刺激计划，而只有2400亿美元被用于为发展中国家提供帮助的官方发展援助。此外，国际货币基金组织向发展中国家提供了7500亿美元的援助，金额超过官方发展援助的三倍（国际货币基金组织，2010c；Ortiz和Cummins, 2019）。尽管数万亿美元被用于纾解金融部门的困难，在大多数国家，经济调整的代价却往往是由人民承担。

在经合组织和二十国集团的支持下，国际货币基金组织提供的建议较此前发生了重大变化，开始鼓励实行“财政整顿”或紧缩政策。国际货币基金组织董事会于2010年2月批准了两份文件：《退出危机干预政策》和《后危机世界的财政整顿战略》，呼吁“在确保经济稳步复苏后”进行大规模财政调整，“在经济复苏尚未稳固的国家”也应立即开展公共财政的结构性改革（国际货币基金组织，2010a；国际货币基金组织，2010b）。国际货币基金组织还号召各国政府进行普及养老金和医疗福利，同时为最贫困人口“强化安全网”的改革（国际货币基金组织，2010a，第15-32页）。落实财政紧缩政策的建议包括：（a）解除先前采取的财政刺激方案；（b）改革养老金和医疗福利，以减少国家的长期财政义务，避免“支出占国内生产总值的比例增加”（国际货币基金组织，2010a，第16页）；（c）通过淘汰补贴等方式控制其他支出；（d）增加税收，尤其常见于累退的消费税或增值税。2010年以来，货币基金组织提出的财政整顿或紧缩建议很快在一些国际组织和多数国家中成为了主流。

对2010年2月至2019年8月期间发布的779个国际货币基金组织国家报告的整理表明，全球各国政府主要采取了六种整顿预算的政策，以及两种增加预算收入的措施（Ortiz等，2015年；Ortiz和Cummins，2019年）。其中包括：

- i. 103个国家采取了**工资削减或限制**，下调或冻结了公共部门工作人员的工资和人数，包括为人民提供重要服务的教育、卫生和社会工作者，可能对公共服务的提供产生不利影响（联合国儿童基金会，2010；Ambrose和Archer，2020）。
- ii. 102个国家**减少**了对燃料、粮食和农业的**补贴**，即使粮食和能源价格走高。基础补贴的取消提高了粮食和交通成本，可能令许多家庭难以负担；更高的能源价格也往往会限制创造就业的经济活动（国际劳工组织，2017；Ortiz和Cummins，2019）。
- iii. 86个国家进行了**养老金和社保改革**，削减福利、缩减公共系统。典型的改革措施包括提高缴费率，延长资格期限，推后退休年龄和/或降低福利，推行结构性改革、将社会福利私有化等（尽管在过去几十年中养老金私有化已经失败）。因此，未来退休人员福利待遇预计将会降低（国际劳工组织，2014年和2017年；国际工会联合会，2019年）。
- iv. 84个国家**削减了社会福利，或缩小了福利政策的范围（“安全网”）**，通常通过修改资格限制，或仅限最贫困群体，实际上缩小了社保的覆盖面。大多数发展中国家所谓的中产阶级收入仍然很低，若社保仅针对穷人，中产阶级会变得更加脆弱。相比在短期内减少社会救助节省成本，实际上建立和扩大涵盖所有公民的社会保障体系是远远更好的选择（Allston，2018；Kidd等，2017；Mkandawire，2005）。
- v. 81个国家推行了**劳动灵活性改革**，例如下调最低工资，将工资调至仅够负担基本生活的水平，集体谈判权分散化，提高企业解雇员工的能力等。劳动力市场改革往往旨在提高竞争力，并为企业提供支持；然而，在经济发展放缓的背景下，这些举措使得劳动力市场缺乏必要的保障，并且压低了劳工的收入（van der Hoeven，2010；国际劳工组织，2019）。
- vi. 44个国家推行了**卫生保健系统改革**，包括提高病人需要承担的费用和共付额、引入帮助公共医疗中心节省费用的措施等。这样一来，人们在最需要的时候却无法获得关键的帮助，因而会带来巨大的风险（Karanikolos等，2013；Mladovsky等，2012；Kentikelenis，2017）。
- vii. 100个国家**提高了基本商品和服务的消费税或增值税**，以增加财政收入。此举限制了经济活动，且最终往往是累退式的（即最贫穷的家庭所支付的税款占收入的比重大幅上升）。
- viii. 59个国家实行了**私有化**，60个国家强化了公私伙伴关系（PPPs）。这些举措虽能在短期内提高收入，但会降低国家未来的财政收入，因此也会带来长期损失。私有化的其他风险还包括裁员、价格抬高、基本商品和服务价格的提高并/或质量降低等。公私伙伴关系通常被用于纾解国家财政困难，但常会导致使用费用的增加和服务质量的下降（Hall，2010及2012；Eurodad，2018；PSI，2015和2018）。

紧缩政策对人民大众造成了严重影响，女性群体尤甚。收入不平等的加剧使得穷人和富人都有所增加。数百万人因就业危机和紧缩政策陷入贫困（Forster等，2019；Oberdabernig，2013；Thomsom等，2017；联合国妇女署，2015）。公民们也在质疑这些举措，例如拉脱维亚（2010）、罗马尼亚（2010）和葡萄牙（2013）的法院已宣布紧缩的财政削减措施违宪，并要求恢复社会福利（国际劳工组织 2014，人权高专办 2013）。但令人遗憾的是，如图1所示，紧缩政策在发展中国家最为严重，而这些国家并未采取相关的法律手段。联合国（2016及2019年）和经济和社会权利中心（2018年）认为，根据国际法标准，国家政府和国际金融机构都可能对实施侵害人权的经济改革负有同谋责任。

2020年，新冠疫情对世界各国带来了巨大的打击。由于长达几十年的紧缩政策，一些国家的公共卫生系统状况较差，负担过重，资金和人员不足，很容易出现医疗保健系统失灵的情况，对最贫困的人口造成灾难性后果（Stubbs等，2021）。例如，撒哈拉以南非洲的赤贫人口增加了约5000万，这是40多年来变化幅度最大的一次（Cummins，2020年）。2020年世界银行预测，到2021年将有1.5亿人陷入极端贫困。

各国政府采取了特殊措施来应对冠状病毒大流行，包括进行隔离、扩大紧急公共卫生服务、实施财政刺激计划来保护民众，稳定就业。尽管国际货币基金组织为许多国家提供了紧急资助，各国的应对行动仍导致了债务和财政赤字的增加。几乎可以预见，新一轮的紧缩政策在即。

尽管紧急资金和发展缺口仍然很大，贫穷国家尤甚，但对国际货币基金组织国家报告和财政情况预测的分析表明，多达154个国家预计将于2021年开始财政整顿（如图1所示，这一数字到2022年将上升至159），以释放资源，稳定债务水平并清偿债务（欧洲债务和发展组织，2020；乐施会，2020）。与前十年的调整一样，这些措施将对脆弱群体产生极大影响：公开提供数据的国家中，三分之二将通过消费税增加税收，约一半国家的政府支出将低于大流行前水平。包括巴巴多斯、萨尔瓦多、莱索托和突尼斯在内的十四个国家很可能冻结或削减公共部门的薪资和岗位数量，这可能意味着在已经缺乏医护人员的国家中，医疗服务质量将会降低，护士、医生和社区工作者数量面临进一步减少（乐施会，2020年）。

有助于包容性发展的财政政策

上述政策是1980年代至2000年代期间所谓“华盛顿共识”的核心内容（表1）。John Williamson于1989年创造了这一术语，指代当时国际金融机构和美国政府为发展中国家制定的一套标准政策措施。前9条是Williamson（2004）描述的1980年代基本政策，其余条目是近期“第二代改进”的补充（Rodrick，2006）。请注意，国际金融机构的研究和工作人员（常常探索新的领域）发表的论文与其贷款项目的官方立场和第四条磋商中的和国家建议之间存在很大差异——表1基于后者。

目前普遍认为，华盛顿共识已经失败。支持者和反对者一致认为，旨在最大限度降低政府干预、促进自由市场的政策并没有取得预期的结果。关于1980年代和1990年代这些政策对发展中国家负面影响的研究很多，包括婴儿死亡率上升、疾病率上升、教育质量下降（如Cornia，Jolly和Stewart，1987年）以及经济增长放缓（如Birdsall和Fukuyama，2011；Rodrik，2006；Stiglitz，2008）。

既然如此，为什么世界仍在考虑华盛顿共识？主要原因便是紧缩政策和国际金融机构的影响：身陷债务和赤字的国家被建议采取紧缩政策，而非寻找新的资金来源或财政空间。一旦预算紧张，政府就开始考虑将最大程度地缩减公共部门、支持私营部门发挥作用；通常这些也是基于国际金融机构的建议和贷款支持。然而，各国也可以而且应该采用其他政策，以促进社会和经济进步。

政府现在的当务之急是应进行投资，帮助恢复就业、促进长期增长。联合国发展议程是基于过去几十年多次会议达成的共识。该议程涉及多个领域，包括社会包容性、体面工作、可持续发展和融资等。它以国家自主决定发展战略为原则，整合了社会、经济和环境政策，其框架旨在促进和平、预防冲突、推行善治、保障人权。该议程进一步回答了一些系统性问题，例如全球化和不平等对不同国家和国家内部不同地区造成的不同影响（表1）。这些政策是联合国所有会员国达成的共识，对包容性发展十分关键。

表1：华盛顿共识传统政策 vs. 联合国的全人类发展共识

传统政策 – 华盛顿共识	全人类发展政策 – 联合国共识
1. 加强财政纪律，削减开支	加大经济和社会投入，促进发展；扩大政府财政空间
2. 改变包括补贴在内公共开支（国防和金融除外）的投入领域，有针对性地扶贫，支持经济增长	仅对累退性支出进行重新分配，例如防务，或为大公司提供的补贴
3. 推行税制改革，上调税基广泛的消费税，减少其他税种的税收	以促进发展为目的征税，并注意按需进行重新分配
4. 促进金融部门自由化	使金融服务于实体经济增长，采取适当的监管和税收政策，对资本进行有选择性地控制，避免金融动荡
5. 贸易自由化，以出口带动经济增长	自由贸易不是工作的重点，产业/科技政策在（有选择性地）支持有充分全球共识的贸易自由化前，要首先支持国内产业的增长、创造更多就业
6. 开放外商直接投资	开放促进知识转让、税收合理、提供体面劳动条件的外国直接投资，包括全球供应链
7. 通过进行公私合作（较为高效），促进私有化以及私营部门发展	为所有人提供公共服务；为收入较高者补充私营部门的服务
8. 放松管制	适当监管
9. 保障产权	保障人权和其他国际标准（例如劳工标准）
10. 尽可能减少政府干预（效率低下、易滋生腐败、排挤私营部门）	积极促进发展政策，提升国家促进发展、增长和公平的能力
11. 使劳动力市场更加灵活	“体面工作” 议程
12. 提高央行独立性，应对通货膨胀	将宏观经济框架纳入考量；以促进就业为目标，而不仅专注于抑制通胀
13. 削减社会安全网	建立惠及所有人的社保体系，提供公共社会保险，设定社保最低标准，保障福利水平
14. 有针对性的减贫和小额信贷计划	一视同仁的普适政策
15. 改革养老金，包括使之私有化；降低税楔/社会保障金，增加个人储蓄	建设公平、可持续的公共养老金制度，确保福利（收入保障）符合国际标准
16. 推动社会服务商业化、回收成本、使用者付费（尽量减少社会政策）	扩大服务范围，确保为所有人提供优质服务
17. 关注不平等现象、性别问题和脆弱人群	与国内的工会、雇主、民间社会组织和议会对话；确保政策措施能够保障包括妇女和其他社会群体在内的所有公民的权利。 促进和平、社会凝聚力和政治稳定

来源：节选自Williamson, 2004; Rodrik, 2006; Ortiz 和 Cummins, 2019; Stiglitz, 2008; 联合国, 2008.

放弃紧缩：其他融资渠道

财政整顿或紧缩措施被用作了减少公共政策的“木马计”，认为普惠的公共卫生和其他发展政策是政府负担不起的，或不可避免需要削减开支。但事情完全不是如此；即使在最贫穷的国家，也有其他选择。有各种各样的方法来扩展财政空间，获得更多财政来源。

以下是联合国（Ortiz等，2017年和2019年，国际劳工组织，联合国儿童基金会和妇女署）以及国际金融机构的政策声明均支持的融资方案。数十年来，世界上许多政府都应用这些政策，带来了多方面的收入来源创造力，填补了关键的投资缺口。

- 1. 增加税收：**这是创造资源的主要渠道，可以通过调整下述税率来实现，例如：企业利润、金融活动、财产、进出口、自然资源，或者通过提高征税方法的效率和整体合规性实现。鉴于不平等程度的加剧，应采用累进税，对收入较高者增加税收；应避免征收消费税，因为消费税通常是累退性的，与社会进步背道而驰。许多政府正在增加税收来扩大社会投资。譬如玻利维亚、蒙古和赞比亚上调了采矿和天然气税，以支付全民养老金、儿童福利和其他社会保障计划的费用；加纳、利比亚和马尔代夫对旅游业征税，以支持社会计划。巴西还对金融交易征税，以扩大社保覆盖面。许多国家的人们都认为应征收财富税，以应对新冠疫情大流行带来的损失，这样最为妥当。
- 2. 扩大社会保障的覆盖范围和缴费额，以实现社会保护：**扩大覆盖面，广泛收取社会保险，这是一种可持续的为社保筹资的方法，并为其他社会支出腾出了财政空间。使社保缴纳与就业挂钩还可以鼓励非正规经济的得以正规化；乌拉圭的Monotax、巴西的SIMPLES税收政策，以及在阿根廷、突尼斯等国家都可以找到很好的例子。许多其他国家的例子也已证明，通过使非正规经济中的工人正式化，为他们提供社会保护，可以有效扩大社保覆盖面，增加征收金额。
- 3. 借债或重组现有债务：**在认真评估债务可持续性程度的基础上，积极探索国内外低成本和优惠借贷渠道。例如，南非发行了市政债券为基础服务和城市基础设施融资。然而对于债务负担沉重的国家，若债务合理性存在问题且/或可能使人民日益陷于贫困，则可以选择重组现有债务。近年来，60多个国家成功就债务进行了重新谈判，还有20多个国家出现了违约或停止了公共债务的偿还，例如厄瓜多尔、冰岛和伊拉克，节省下来的偿债资金被用于投资社会项目。
- 4. 消除非法资金流动：**发展中国家每年都面临着大量资金非法外逃，据估计，数额为收到的所有官方发展援助的十倍以上。迄今为止，针对该行为的打击进展甚微。政策制定者应更加重视打击洗钱、贿赂、逃税、贸易错误定价以及其他触犯法律且剥夺了政府推动社会和经济所需收入的金融犯罪。
- 5. 重新分配公共支出：**这是最传统的方法，将高成本、低收效的投资注入能够带来更大经济社会影响的领域，消除支出效率低下，以及/或打击腐败问题。例如，哥斯达黎加和泰国将部分军事开支改为用于为全民医疗服务提供资金。
- 6. 利用国家财政和中央银行的外汇储备：**提取财政储蓄和其他存放在特殊基金（例如主权基金）中的财政收入，并/或将央行多余的外汇储备用于推动国家和区域发展。智利、挪威和委内瑞拉等国采取了这些战略来增加社会经济投资。
- 7. 争取援助和资金：**这需要与不同的捐助国政府或国际组织达成合作，促进南北或南南资金转移。双边和区域资金尽管数目比传统的官方发展援助小得多，但仍可促进社会投资，值得关注。

8. **采用更加宽松的宏观经济框架：**在不损害宏观经济的稳定性的情况下，可以允许更高的预算赤字和/或通货膨胀水平。全球金融和经济危机期间，许多发展中国家就利用赤字支出和更宽松的宏观经济框架应对了低增长时期的紧迫需求，支持了社会经济复苏。

每个国家的情况都是独一无二的，因此应仔细考虑各个选项，留意潜在的风险，权衡取舍，并充分结合自身国情做出选择。政府、雇主、工人、公民社会、学者、议会和发展伙伴之间应展开广泛的三方对话，凝聚政治意愿，利用一切可能的选择增加财政空间，避免紧缩政策。公共投资对保护人权，促进包容性和可持续发展意义重大，因此，各国政府应扩大预算，创造更好的未来。



参考文献

- Alston, P. (2018) *The International Monetary Fund and its impact on social protection*. Report of the Special Rapporteur on extreme poverty and human rights. UN Human Rights Council A/HRC/38/33, Geneva, United Nations.
- Ambrose, S. and Archer, D. (2020) *Who cares for the future: finance gender-responsive public services*, Johannesburg: Action Aid.
- CERS. (2018) *Assessing Austerity: Monitoring the Human Rights Impacts of Fiscal Consolidation*, New York: Center for Social and Economic Rights.
- Cummins, M. (2020) *COVID-19: A Catastrophe for Children*. Dakar and Nairobi: UNICEF West and Central Regional Office and UNICEF Eastern and Southern Africa Office.
- Eurodad. (2017) *Unhealthy conditions: IMF loan conditionality and its impact on health financing*, Brussels: Eurodad.
- Eurodad. (2018) *History RePPeated: How Public-Private Partnerships are Failing*, Brussels: Eurodad.
- Eurodad. (2020) *Arrested Development: International Monetary Fund lending and austerity post Covid-19.*, Brussels: Eurodad.
- Forster, T., Kentikelenis, A., Reinsberg, B., Stubbs, T., & King, L. (2019) How structural adjustment programs affect inequality: A disaggregated analysis of IMF conditionality, 1980–2014, *Social Science Research*, 80, 83–113.
- Hall, D. (2010) *Why we need public spending*, London: University of Greenwich.
- Hall, D. (2012) *Re-municipalising municipal services in Europe*, London: University of Greenwich.
- ILO. (2014) *World Social Protection Report 2014-15*, Geneva: International Labour Organization.
- ILO. (2017) *World Social Protection Report 2017-19*, Geneva: International Labour Organization.
- ILO. (2019) *World Employment and Social Outlook 2019*, Geneva: International Labour Organization.
- IMF. (2010a) *Exiting from crisis intervention policies*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- IMF. (2010b) *Strategies for fiscal consolidation in the Post-Crisis world*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- IMF. (2010c) *Financial sector taxation, IMF's Report to the G-20*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- IMF. (2019) *World Economic Outlook April 2019: Growth Slowdown, Precarious Recovery*, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- ITUC. (2019) *Adequacy and Sustainability of Pensions in the Context of Demographic Ageing*, Brussels: International Trade Union Confederation.

Karanikolos, M., Mladovsky, P., Cylus, J., Thomson, S., Basu, S., Stuckler, D., Mackenbach, J.P., McKee, M. (2013) "Financial crisis, austerity, and health in Europe", in *The Lancet*, Vol. 381, Issue No. 9874, pp. 1323-1331

Kentikelenis, A. (2017) Structural adjustment and health: A conceptual framework and evidence on pathways, *Social Science & Medicine*, 187, 296-305.

Kidd, S., Gelders, B., Bailey-Athias, D. (2017) Exclusion by design: An assessment of the effectiveness of the proxy means test poverty targeting mechanism. Extension of Social Security Working Paper No. 56 (Geneva: ILO).

Mkandawire, T. (2005) Targeting and universalism in poverty reduction, *Social Policy and Development Program Paper No. 23* (Geneva: UNRISD).

Mladovsky, P., Drivastava, D., Cylus, J., Karanikolos, M., Evetovits, T., Thomson, S., McKee, M. (2012) *Health policy responses to the financial crisis in Europe* (Copenhagen: WHO).

Oberdabernig, D. (2013) Revisiting the effects of IMF programs on poverty and inequality, *World Development*, 46, 113-142.

OHCHR. (2013) *Report on austerity measures and economic, social and cultural rights, presented to ECO-SOC*, Substantive Session of 2013, Geneva, 1-26 July, E/2013/82. Geneva: Office of the High Commissioner for Human Rights.

Ortiz, I., Cummins, M., Capaldo, J. & Karunanethy, K. (2015) *The Decade of Adjustment: A Review of Austerity Trends 2010-2020 in 187 Countries*, Geneva and New York: International Labour Organization, the South Centre and Initiative for Policy Dialogue.

Ortiz, I. Cummins, M. & Karunanethy, K. (2017) *Fiscal space for social protection: Options to expand social investments in 187 countries*, Geneva: International Labour Organization.

Ortiz, I. Chowdhury, A., Duran-Valverde, F., Muzaffar, T. & Urban, S. (2019) *Fiscal space for social protection: A Handbook for Assessing Financing Options*, Geneva: International Labour Organization.

Ortiz, I. & Cummins, M. (2019) *Austerity: The New Normal – A Renewed Washington Consensus 2010-24*, New York, Brussels and London: Initiative for Policy Dialogue, International Trade Union Confederation, Eurodad, Public Services International, Bretton Woods Project.

Oxfam. (2020) *IMF paves way for new era of austerity post-COVID-19*, Nairobi: Oxfam.

PSI. (2015) *Why PPPs don't work: The many advantages of the public alternative*, Greenwich: PSI and University of Greenwich.

PSI. (2018) *Privatization Watch*, Ferney Voltaire: Public Services International.

Rickard, S. J., & Caraway, T. L. (2019) International demands for austerity: Examining the impact of the IMF on the public sector. *Review of International Organizations*, 14(1), 35-57.

Rodrik, D. (2006) Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? *Journal of Economic Literature* Vol. XLIV (December 2006), pp. 973-987.

Stiglitz, J. (2008) "Is there a Post Washington Consensus Consensus?", in N. Serra and J. Stiglitz (eds.) *The Washington Consensus reconsidered: Towards a new global governance*. (Oxford: Oxford University Press).

Stubbs, T., Kring, W., Laskaridis, C., Kentikelenis, A., & Gallagher, K. (2021) Whatever it takes? The global financial safety net, COVID-19, and developing countries. *World Development*, 137, 105171.

Thomson, M., Kentikelenis, A., & Stubbs, T. (2017) "Structural adjustment programmes adversely affect vulnerable populations: A systematic-narrative review of their effect on child and maternal health. *Public Health Reviews*, 38(1), 13.

UN (2008) *Policy Notes for National Development Strategies*, New York: United Nations.

UN (2016) *Report E/C.12/GBR/CO/6 of the UN Committee on Economic, Social and Cultural Rights (CESCR), International Covenant on Economic, Social and Cultural Rights, 58 Session*. Geneva: United Nations.

UN (2019) *UN Human Rights Council Report A/74/178. Responsibility for complicity of international financial institutions in human rights violations in the context of retrogressive economic reforms*. Report of the Independent Expert on the effects of foreign debt and other related international financial obligations of States on the full enjoyment of all human rights, particularly economic, social and cultural rights, Geneva: United Nations.

UNICEF (2010) *Protecting salaries of frontline teachers and health workers*, New York: UNICEF.

UNWOMEN (2015) *Progress of the world's women 2015-2016: Transforming economies, realizing rights*, New York: UNWOMEN.

Van der Hoeven, R. (2010) "Labor markets trends, financial globalization and the current crisis in developing countries", UNDESA Working Paper No. 99, New York: United Nations.

Williamson, J. (2004) "A Short History of the Washington Consensus." Paper for the conference From the Washington Consensus towards a new Global Governance, Barcelona: CIDOB.

World Bank. (2020) *Poverty and Shared Prosperity 2020: Reversals of Fortune*, Washington D.C.: The World Bank Group.

从亚洲视角看地区性融资安排与国际货币基金组织的协调

Aizong Xiong 和 Haihong Gao^{1,2}

新冠疫情对全球经济和金融稳定造成了严重影响。进一步强化全球金融安全网，减轻因许多国家（特别是新兴市场和发展中国家）的国际收支压力和金融市场动荡所导致的国际流动性不足，变得十分紧急而必要。大流行爆发后，国际货币基金组织通过现有和新增的贷款机制为成员国提供了大量资金支持，并帮助其减免了债务。各种地区性融资安排也为受大流行影响的成员国提供了大量帮助。本章将对国际货币基金组织和地区性融资安排为应对大流行出台的政策进行评估，并从亚洲的视角出发，为二者之间的进一步合作提出建议。

国际货币基金组织和地区性融资安排对新冠疫情的应对举措

国际货币基金组织对大流行的应对举措

紧急融资：2020年3月上旬，国际货币基金组织总干事Kristalina Georgieva宣布，国际货币基金组织将通过快速融资工具和快速信贷机制向低收入和新兴市场国家提供500亿美元。随着大流行在全球的蔓延，4月初，国际货币基金组织决定将快速信贷机制和快速融资工具对成员国所提供资金的年度限额从份额的50%提高到100%，并将紧急融资工具从500亿美元上调至1000亿美元。

调整现有的贷款安排：自2020年3月下旬以来，国际货币基金组织已经调整了其现有的贷款安排，并新增了一些贷款安排，以帮助成员国应对新冠疫情的冲击。

新融资工具：4月15日，国际货币基金组织执行董事会批准建立短期流动资金额度，以进一步强化全球金融安全网。短期流动资金额度适用于政策健全、经济基础雄厚的国家，可为成员国提供相当于其份额的145%的资金。短期流动资金额度是一种预防性工具，可以最大程度降低新冠冲击引发更深层的危机并蔓延到其他国家的风险。

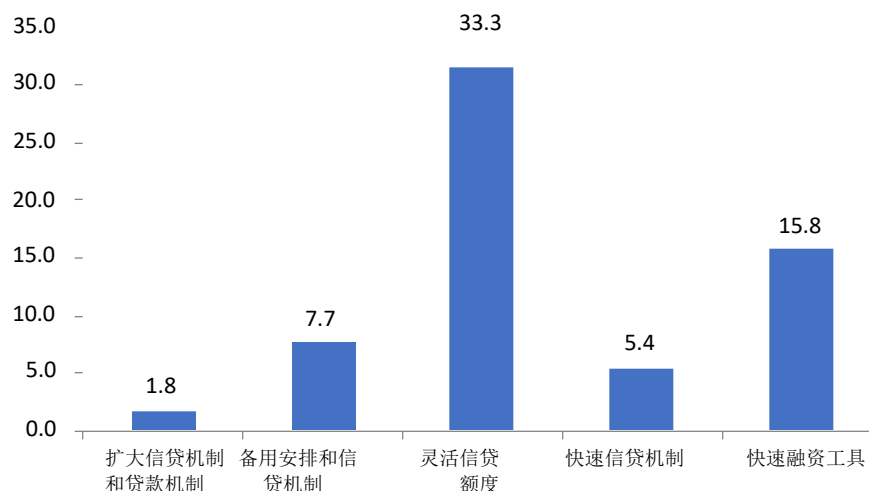
债务减免：国际货币基金组织通过灾难遏制与纾困信托向符合条件的国家提供了前期拨款，以减少其对国际货币基金组织到期债务的偿还，帮助这些国家腾出资源应对新冠疫情。

¹ 中国社会科学院世界经济与政治研究所。

² 笔者愿感谢Randall Henning、William Kring、Kevin Gallagher和其他与会者于2020年10月19至20日举办的“改革全球金融安全网：金融动荡、全球流行病、气候变化和可持续发展”研讨会上分享的宝贵见解。

截至2020年8月底，国际货币基金组织已向80个国家提供101笔贷款，总额为638.9亿特别提款权，其中紧急资金占57.8%，还向28个国家提供了18.3亿特别提款权的债务减免。

图1：国际货币基金组织为成员国应对新冠疫情提供的贷款安排（10亿特别提款权）



来源：国际货币基金组织，2020。

地区性融资安排对大流行的应对举措

欧洲：2020年5月15日，欧洲稳定机制理事会批准建立大流行危机支助计划，以应对新冠冲击。欧洲稳定机制可通过该计划向成员国提供总计2,400亿欧元的贷款支持，以满足其直接和间接的卫生融资需求，预防与解决新冠危机造成的流动资金短缺问题。

亚洲：为进一步加强清迈倡议多边化协议在东亚地区金融安全网中的突出作用，东亚国家已修订了该协议及其执行准则。该修订案提高了清迈倡议多边化与国际货币基金组织贷款挂钩部分融资期限的灵活性，并加强了与国际货币基金组织的协调机制。

中东：阿拉伯货币基金组织利用现有或新的贷款机制向苏丹、约旦、摩洛哥、突尼斯和其他成员提供了贷款支持。

拉丁美洲：5月25日，拉丁美洲储备基金董事会批准了一项债务计划，将可用的信贷总额提高至68亿美元，较之前增加了60%。同时，其董事会还批准建立了额外信用额度，以帮助成员国灵活及时地付款，更好地应对新冠导致的国际收支问题。

国际货币基金组织及地区性融资安排新冠应对措施的对比

首先，大流行爆发后，尽管地区性融资安排采取了一系列措施，但只有阿拉伯货币基金组织向其成员国提供了援助。相比之下，各国仍更倾向于向国际货币基金组织寻求贷款，寻求地区性融资安排援助的可能性较小。

表1：部分发展中国家从国际货币基金组织的实际提款额以及地区性融资安排可提供的最高额度对比（百万，特别提款权）（截至2020年8月）

国家	从国际货币基金组织的实际提款额	地区性融资安排可提供的最高额度
亚洲		清迈倡议多边化协议
缅甸	258.4	424.4
中东		阿拉伯货币基金组织
吉布提	31.8	1.8
埃及	5,800.7	346.5
约旦	1,217.9	58.5
毛里塔尼亚	115.9	54.2
索马里	292.4	29.4
突尼斯	545.2	75.8
中亚		欧亚稳定与发展基金
亚美尼亚	128.8	856.5
吉尔吉斯	177.6	197.7
塔吉克斯坦	139.2	131.8
撒哈拉以南非洲		金砖国家应急储备安排
南非	3,051.2	7,072.65
拉美		FLAR
玻利维亚	240.1	470.8
哥伦比亚	7,849	907.1
哥斯达黎加	369.4	907.1
厄瓜多尔	469.7	470.8
巴拉圭	201.4	452.6
秘鲁	8,007	907.1

注：1美元 = 0.707265 特别提款权；1第纳尔=3 特别提款权。

来源：国际货币基金组织、阿拉伯货币基金组织、亚洲货币基金组织、欧亚稳定与发展基金、拉丁美洲储备基金，2020。

其次，总体而言，各国从国际货币基金组织获得的贷款远远多于地区性融资安排可能提供的贷款（表1）。例如，约旦从国际货币基金组织获得的贷款比从阿拉伯货币基金组织获得的贷款多21.8倍。对于埃及而言，这一比率为12.8倍。一些国家从货币基金组织获得的贷款远远超过其从地区性融资安排中可得的最大金额。例如，哥伦比亚和秘鲁从国际货币基金组织灵活信贷额度获得的贷款分别比其从拉丁美洲储备基金可获得的最大额度多8.7倍和8.8倍。吉尔吉斯斯坦和塔吉克斯坦从国际货币基金组织获得的快速信贷金额也几乎等同或超过了欧亚稳定与发展基金可为其提供的最大信贷额度。

第三，除少数贷款安排外，各国从国际货币基金组织获得的大部分贷款都是通过紧急筹资机制，可以更快地满足成员国的需求。相比之下，各国向地区性融资安排申请贷款可能需要更长时间，这可能是多数国家不愿申请的原因之一。

主要的地区性融资安排包括阿拉伯货币基金组织、金砖国家应急储备安排、清迈倡议多边化协议、欧亚稳定与发展基金、拉丁美洲储备基金，以及欧盟的一些地区性融资安排，例如国际收支援助基金、欧洲金融稳定机制、欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制。本文选取了一些曾向国际货币基金组织借款，同时也加入了不同地区性融资安排的发展中国家进行了分析。

地区性融资安排面临的挑战——以清迈倡议多边化协议为例

推动国家在全球金融安全网不同层面之间进行选择的因素

面对大流行的冲击，地区性融资安排未能发挥其应有的作用。缅甸成为了清迈倡议多边化协议中第一个向国际货币基金组织申请援助的成员国，于2020年6月26日获得了3.65亿美元的紧急融资支持。印度尼西亚尽管未向国际货币基金组织申请贷款，但仍需要与美联储600亿美元的回购额度，来应对新冠疫情造成的美元短缺。然而印尼却也并没有向清迈倡议多边化协议寻求帮助。两个国家为何做出了这样的选择？可能的原因如下：

首先，清迈倡议多边化协议的可用财政资源规模相对较小。缅甸从中可获得的最高贷款额为6亿美元，其中与国际货币基金组织脱钩的部分仅为2.4亿美元。缅甸政府最初希望向国际货币基金组织申请7亿美元，这就超出了清迈倡议多边化协议可提供的最高数额。印度尼西亚可从清迈倡议多边化协议获得的最高贷款额为227.6亿美元，虽然高于其从国际货币基金组织申请的贷款（份额的100%），但远低于美联储为之提供的回购额度。

表 2：从全球金融安全网不同层面机构获得的财政资源比较（百万，美元）

国家	清迈倡议多边化协议		国际货币基金组织 (份额的100%)	美联储 回购额度
	最高额度	与国际货币基金组织 脱钩的部分 (40%)		
Indonesia ¹	22,760	9,104	6,572.4	60,000
Myanmar	600	240	730.7	-

注：1美元 = 0.707265 特别提款权。

来源：东盟与中日韩宏观经济研究办公室，国际货币基金组织，印度尼西亚银行，2020。

其次，清迈倡议多边化协议反应相对缓慢。2020年4月上旬，缅甸政府开始计划从国际货币基金组织等多边机制寻求紧急融资。在4月24日举行的国际货币基金组织和东盟中央银行行长及财长春季会议上，缅甸央行行长表示正准备向国际货币基金组织寻求快速信贷机制和快速融资工具贷款支持。缅甸议会于5月26日批准了向国际货币基金组织申请贷款的提案。随后，国际货币基金组织团队与缅甸当局进行了讨论。6月16日，缅甸计划、财政和工业部部长以及缅甸央行行长向国际货币基金组织总干事递交了意向书。6月26日，国际货币基金组织执董会批准了对缅甸的贷款。如果从缅甸议会批准申请贷款的时间算起，国际货币基金组织仅花了一个月的时间便为其提供了贷款。

¹ 印度尼西亚还与中国、日本、韩国和新加坡签署了双边货币互换协议。

表 3: 国际货币基金组织向缅甸提供贷款的时间表

缅甸时间表	2020年4月24日	缅甸中央银行行长Kyaw Kyaw Maung表示正准备向国际货币基金组织寻求快速信贷机制和快速融资工具贷款支持。
	2020年5月26日	缅甸议会批准向国际货币基金组织申请7亿美元贷款的提案。
国际货币基金组织时间表	2020年5月27日至6月1日	国际货币基金组织团队与缅甸当局召开电话会议，进行了讨论。
	2020年6月12日	缅甸政府向国际货币基金组织递交了意向书。
	2020年6月16日	工作人员报告完成，供执董会审议。
	2020年6月26日	国际货币基金组织执董会批准了对缅甸提供3.565亿美元贷款。

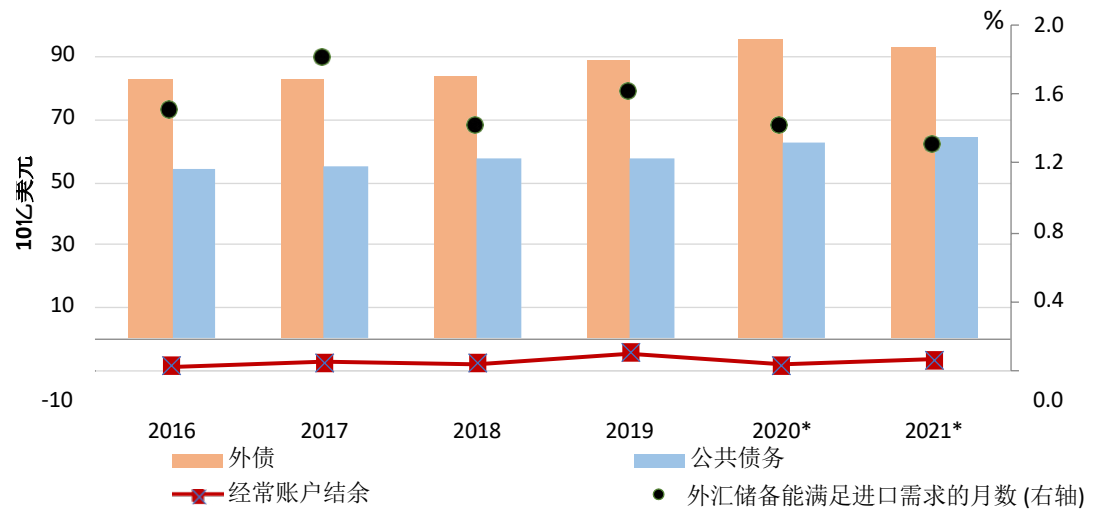
来源: 国际货币基金组织, 2020.

后新冠时代东盟对流动资金的巨大需求

东盟经济体仍面临国际收支压力，仍有可能向清迈倡议多边化协议寻求帮助。从国际储备变化来看，大多数东盟国家从2020年2月至2020年4月面临了巨大的压力。此后，大多数国家的压力开始缓解，但老挝和文莱未能扭转这一局面。由于文莱对石油和天然气的高度依赖，其经济状况受国际能源市场的影响极大，较为脆弱。低迷的油价将对文莱的国际收支平衡及其国内银行业的稳健性产生溢出效应（东盟与中日韩宏观经济研究办公室，2020d）。老挝的情况更加艰难。根据东盟与中日韩宏观经济研究办公室的估算，老挝的财政收入已经发生急剧下降，公共债务预计将从2019年占国内生产总值的57.5%上升到2020年的62.4%，并在2021年进一步增至64.4%。由于出口、旅游业收入以及汇款缩水，老挝的经常账户赤字从2019年GDP的4.5%上升到2020年的8.3%，预计到2021年将达6.9%。老挝的官方储备总额也显著下跌，预计将在2020年降至9.17亿美元，仅能满足1.4个月的商品与服务进口需求。老挝的外债总额已从2019年占GDP的88.9%上升到2020年的95.6%（图2）。据世界银行预测，到2020年，老挝的外债负担（还本付息）预计将超12亿美元（世界银行，2020年）。

面临流动资金压力，老挝和文莱会寻求清迈倡议多边化协议的帮助吗？如果两国向国际货币基金组织紧急融资机制寻求帮助，它们分别可以获得1.058亿和3.013亿特别提款权（份额的100%）。但若寻求清迈倡议多边化协议帮助，则最高可获得3亿美元贷款，而与国际货币基金组织脱钩的部分仅为1.2亿美元（表4）。考虑到清迈倡议多边化协议决策过程缓慢，老挝和文莱可能仍将国际货币基金组织作为首选。

图 2：老挝的国际收支和公共债务情况



来源：东盟与中日韩宏观经济研究办公室，2020c。

表 4：从清迈倡议多边化协议和国际货币基金组织获得的财源对比（百万，美元）

国家	清迈倡议多边化协议		国际货币基金组织
	最高贷款额度	与国际货币基金组织脱钩的部分(40%)	份额 (100%)
文莱	300	120	426.0
老挝人民民主共和国	300	120	149.6

重建一个更好的全球金融安全网 | bu.edu/gdp | April 2021

75

来源：东盟与中日韩宏观经济研究办公室、国际货币基金组织，2020。

关于地区性融资安排改革和与国际货币基金组织合作的建议——从清迈倡议多边化协议角度出发

改进清迈倡议多边化协议的借贷工具组合

目前，国际货币基金组织通过快速信贷机制和快速融资工具向东盟与中日韩提供的贷款总额为 369.7 亿美元。紧急情况下，国际货币基金组织的帮助很可能会成为他们的首选。相比之下，清迈倡议多边化协议却仍然缺少紧急贷款机制。为了增强清迈倡议多边化协议的贷款适应性和效率，我们建议其利用与国际货币基金组织脱钩的部分建立应急融资机制，主要为遭受外部冲击的成员经济体提供帮助，解决短期或临时流动资金短缺的问题。可以参考国际货币基金组织的快速信贷机制和快速融资工具，以及亚洲货币基金组织的短期流动资金贷款机制。

东盟与中日韩宏观经济研究办公室和清迈倡议多边化协议机构整合

目前，东盟与中日韩宏观经济研究办公室和清迈倡议多边化协议是两个完全分开的机构。若缺乏与清迈倡议多边化协议的联系，东盟与中日韩宏观经济研究办公室很难将其监督提高到政策建议的水平。监督工作有多个层面，比如基本数据交换、同侪压力、尽职调查、政策建议等。若无清迈倡议多边化协议提供贷款政策，东盟与中日韩宏观经济研究办公室的政策建议只能停留在研究成果层面。因此，笔者建议将二者的决策机构进行整合。这需要二者同时更改协议，可参考亚洲基础设施投资银行的经验，将清迈倡议多边化协议政策制定机构转型为东盟与中日韩宏观经济研究办公室的非常驻董事会，负责解决清迈倡议多边化协议政策执行层面的问题。同时，清迈倡议多边化协议部长级政策制定机构应转型为东盟与中日韩宏观经济研究办公室董事会（东盟与中日韩宏观经济研究办公室执行委员会已解散），负责解决清迈倡议多边化协议面临的基本问题。这些举措都有助于提高清迈倡议多边化协议和东盟与中日韩宏观经济研究办公室的决策效率。

清迈倡议多边化协议和国际货币基金组织的借贷合作

缅甸的例子表明，国际货币基金组织尚未完全满足缅甸的融资需求。在缺乏其他外部资源的情况下，清迈倡议多边化协议有能力且应该成为缅甸的金融安全防线。修订后的清迈倡议多边化协议和执行准则强调，应进一步更新清迈倡议多边化协议的融资条件，以呼应国际货币基金组织的支助计划。在清迈倡议多边化协议和国际货币基金组织共同出资的情况

下，审查和借贷应协同一致。可以首先利用清迈倡议多边化协议与国际货币基金组织脱钩部分进行共同融资。当前，清迈倡议多边化协议应该开发一种与国际货币基金组织的紧急融资机制相匹配的融资工具，以与国际货币基金组织保持一致。此外，印尼的案例说明，一些东亚经济体仍对国际货币基金组织的纾困措施持怀疑态度。因此，笔者建议清迈倡议多边化协议在国际货币基金组织的协助下引进类似亚洲金融危机期间为泰国、韩国、印度尼西亚和其他国家提供的救助计划的其他金融机制（例如双边货币互换和多边开发银行）。Henning（2020）建议印度尼西亚及其东盟与中日韩合作伙伴灵活运用清迈倡议多边化协议的脱钩部分，并考虑与多边开发银行开展合作以及双边货币互换项目。这将有助于避免因向国际货币基金组织借贷可能带来的问题，但清迈倡议多边化协议 / 东盟与中日韩宏观经济研究办公室的监督功能仍有待改善。

东盟与中日韩宏观经济研究办公室与国际货币基金组织的监督合作

加强合作有利于提高东盟与中日韩宏观经济研究办公室的监督能力，也有利于加强使用清迈倡议多边化协议资金的主动权。笔者建议鼓励清迈倡议多边化协议成员国申请国际货币基金组织的政策协调工具，遭遇危机时可以从清迈倡议多边化协议中提取资金。随着经验的逐步积累，东盟与中日韩宏观经济研究办公室 / 清迈倡议多边化协议应提出自身的贷款条件，并与国际货币基金组织共同开展援助工作。



参考文献

AMRO (2020a) *AMRO Annual Consultation Report Brunei Darussalam – 2019*.

AMRO (2020b) *AMRO's 2020 Annual Consultation Report on Lao PDR*.

AMRO (2020c) "ASEAN +3 Global Value Networks", *ASEAN+3 Regional Economic Outlook (AREO) 2020*.

AMRO (2020d) *The Amended Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM) Comes into Effect on 23 June 2020*.

Henning, C. R. (2020) Regional Financial Arrangements and the International Monetary Fund: Sustaining Coherence in Global Financial Governance. *CIGI Special Report*. Waterloo, Ontario: Centre for International Governance Innovation.

IMF (2020) Myanmar: Requests for Disbursement Under the Rapid Credit Facility and Purchase Under the Rapid Financing Instrument. *IMF Country Report 20/215*.

World Bank (2020) *Lao PDR Economic Monitor*.



全球金融周期和跨境资本流动

Mengwei Yu, Xiaofen Tan^{1,2}

什么是全球金融周期？

过去的几十年中，金融市场向国际一体化大大迈进，各国财务状况的动态愈发浮现出跨境关联性的特点。Rey（2013）最先总结了这种现象，并正式提出了“全球金融周期”的概念。根据现有文献，全球金融周期的概念尚未被明确定义，在一些文献中也被称为全球金融状况、全球金融风险、全球风险规避或全球金融冲击（Avdjiev等，2017；Obstfeld等，2017；Bonciani和Ricci，2018）。

如果一国的资本流动主要由全球金融周期驱动，则更有可能出现与国内基本经济情况无关的突然激增或停止。除了使资本流动和金融周期波动更剧烈外，如果全球金融周期与某国的宏观经济状况之间存在冲突，全球金融周期也可能会增加其经济周期的波动性。例如，如果全球金融状况不佳，而某国经济繁荣，这种不同步现象则可能导致流入该国的资本过剩，使资产价格出现泡沫，信贷创造过多。文献指出，资产价格泡沫和信贷过度增长是危机的最佳预测因子（Gourinchas和Obstfeld，2012；Schularick和Taylor，2012）。在当前复杂的国际形势下，研究全球金融周期对跨境资本流动的影响尤为重要。还有文献发现，在紧张时期，资本流动主要由全球因素驱动（Fratzscher，2012；Forbes和Warnock，2012；国际货币基金组织，2020）。国际货币基金组织（2020）发现，新冠疫情使新兴市场面临着前所未有的资本外流，这主要是由于全球风险规避和不确定性激增所致。

全球金融周期由何驱动？

关于全球金融周期的驱动力，大多数文献都强调了美国货币政策的溢出效应（Rey，2013；Miranda-Agrippino和Rey，2015；Passari和Rey，2015；Jordà等，2019）。鉴于美元在国际贸易、国际证券发行、外汇交易和国际储备中的广泛运用以及在国际货币体系中的主导地位，美国的货币政策可通过多种渠道形成国际影响（Goldberg和Tille，2008；Miranda-Agrippino和Rey，2015）。此外，美国的货币政策直接影响全球风险承受能力（Bekaert等，2013；Bruno和Shin，2015；Lee等，2019；Jordà等，2019）。Jordà等（2019）表明，1990年后的股价同步主要是由风险溢价同步导致，美国货币政策已成为风险溢价同步的重要原因。尽管大多数文献认为美国货币政策对全球金融周期影响最为显著，Lodge和Manu（2019）认为，

¹ 中国中央财经大学金融学院博士研究生。

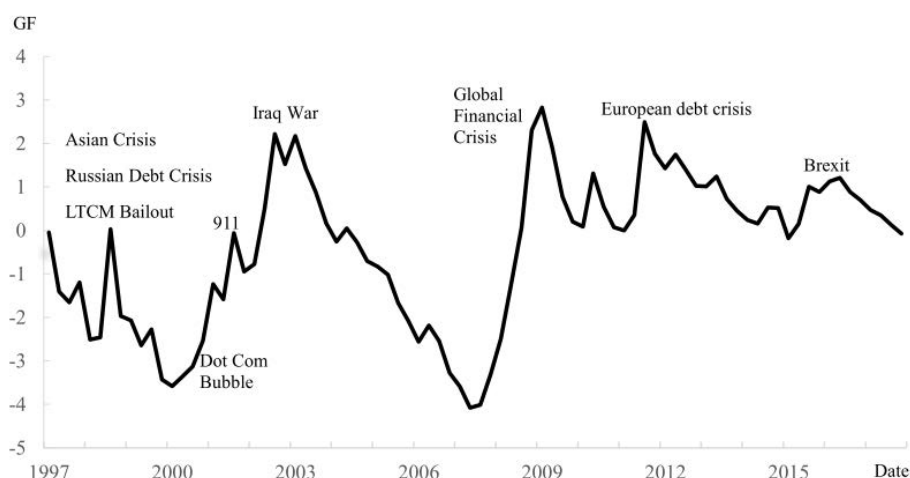
² 中国中央财经大学金融学院教授。

更广泛的全球环境在推动全球金融周期方面比美国货币政策更为重要。此外，Habib和Venditti（2019）发现金融冲击比美国货币政策冲击影响更大，金融冲击可以解释为金融部门冒险行为的外生变化。

如何衡量全球金融周期？

由于全球金融周期不是一个可观察的变量，文献中通常有两种选择替代变量的方法：直接和间接方法（Cerutti等，2019）。直接方法指选择与全球金融周期相关的直接可观测变量，例如芝加哥期权交易所波动率指数（Rey，2013；Avdjiev等，2017）。然而，一些研究人员认为这个选择并不合适，因为它衡量的是S&P 500指数期权的引伸波幅，因而更多反映了美国的财务状况，而非全球金融周期（Bonciani和Ricci，2018；Scheubel等，2019）。间接方法是指采用动态因素模型或主成分分析从全球金融变量中提取全球因素（Miranda-Agrippino和Rey，2015；Bonciani和Ricci，2018）。遵循间接方法，笔者使用主成分分析法从42个主要股票市场指数中提取了一个全球因素作为全球金融周期的替代变量。该全球因素与芝加哥期权交易所波动率指数类似于，主要反映了全球风险规避和不确定性，以及全球金融市场的整体状况。图1显示了笔者提取的全球因素与几个关键风险事件之间的关系。可以看出，该全球因素反映了全球风险和不确定性的变化。

图1：全球因素与关键风险事件



将全球因素用作全球金融周期的替代变量，笔者发现全球金融状况的收紧显著降低了总资本流入，并且对资本流入的“子项目”（即外国直接投资、投资组合权益、投资组合债务以及银行贷款）存在影响。在2008年全球金融危机中，银行贷款对全球金融周期极为敏感。2008年全球金融危机中后，投资组合债务流动变得比危机前对全球金融周期更加敏感。

为什么全球金融周期对各国资本流入的影响不同？

各国对同一全球性冲击的敏感度存在巨大差异。例如，新冠疫情使全球金融状况突然恶化，尽管许多新兴经济体都因此经历了资金外流，其中一些受到的影响却大得多（国际货币基金组织，2020）。这种差异应如何解释？或者说，为什么一些国家的总资本流入受全球金融周期影响比其他国家大？笔者从宏观和微观层面分别评估了这种异质性。

资本流入国宏观层面的解释

笔者发现，资本流入国的宏观经济政策和制度基础可以解释这种异质性。经济的繁荣（经济增长和利率相对较高）会降低一国对全球金融周期的敏感度，而资本账户的高度自由化和金融的高水平发展则会增强其敏感度。比起更灵活的汇率制度（尽管不一定完全灵活），固定汇率会放大全球金融周期的影响。当前，中国的资本账户自由化和金融发展处于较低水平。因此可以预见，随着金融发展的进步，全球金融周期对中国跨境资本流入的影响将进一步增强。

资本流入国微观层面的解释

当一个国家面临巨大的外部冲击时，决策者也许无法迅速调整宏观经济和制度基础，但却可以动态、审慎地监控国际投资者的构成。此外，对顺周期性的国际投资者采取差异化的监管政策可以减轻外部冲击带来的负面影响。基于以上原因，笔者亦从国际投资基金中投资者构成的微观层面解答了这个问题。

为何要关注国际投资基金形式的资本流入？2008年全球金融危机后，资产管理公司的总规模已超越银行业（Zhu，2019）。因此，全球流动资金已从全球银行逐渐转移至资产管理公司（Shin，2013）。跨境银行贷款对新兴市场的相对重要性也在下降，国际投资基金等资产管理公司已日益成为资本跨境流入新兴市场的重要渠道。

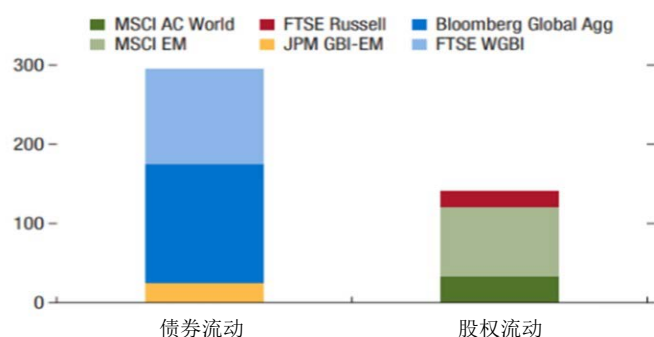
根据新兴投资组合基金公司有关基金水平的数据，笔者发现，新兴市场的资金流动具有顺周期性，且不同类型的基金之间存在异质性。交易所交易基金和指数驱动型基金对全球金融周期高度敏感。将基金数据按国家计算，我们可以发现，对交易所交易基金和指数驱动型基金投资者依赖度较高的国家对全球金融周期可能更加敏感。如果对不同国家的投资组合分配是按某基准指数中的国家权重决定的，则该投资基金即称为“指数驱动型”。流入新兴市场的指数驱动型资金可能对全球因素高度敏感，因为指数驱动型投资者倾向于将新兴市场视为一个资产类别，主要关注会影响整个新兴市场的因素，而非各国的基本经济情况（Arslanalp和Tsuda，2015；国际货币基金组织，2019a）。交易所交易基金对全球金融周期更敏感的原因是，交易所交易基金聚集了大量指数驱动型投资者。此外，交易所交易基金的流动性强，对短期投资者特别有吸引力（Sushko和Turner，2018）。短期投资者较少关注资本流入国的宏观经济和制度基础，因此受全球因素的影响更大（Nier等，2014；Da和Shive，2018）。

这对于中国意味着什么？

随着多个全球基准指数纳入中国股票和债券，中国正开始进入下一阶段的全球金融市场整合，指数驱动型投资者将成为中国投资组合资本流入的重要动力之一。根据国际货币基金组织（2019a）的数据，摩根士丹利资本国际（MSCI）和富时（FTSE）股票指数逐步纳入中国A股可能会促使超过1500亿美元的跨境资本流入中国。此外，人民币计价的政府债券和政策性银行债券从2019年起加入彭博巴克莱全球综合债券指数，这可能再为中国带来1500亿美元的资本流入。总体而言，中国未来两到三年内，指数驱动的投资组合流入预计将高达4500亿美元，相当于国内生产总值的3-4%（国际货币基金组织，2019b）。

就投资组合流动，尤其是投资组合债务流动而言，中国目前对全球金融周期的敏感度低于其他新兴市场经济体。这也与中国债券市场相对其他国家较低的外国参与度相一致（Cerutti和Obstfeld，2018）。因此，可以预期中国资本市场的进一步开放可能会提升其对全球金融周期的敏感度。

图 2：基准指数纳入中国股票和债券可能对中国带来的资本流入（十亿美元）



来源：摩根大通集团；国际货币基金组织工作人员估算

注：Bloomberg Global Agg 为彭博巴克莱全球综合指数；EM 为新兴市场；

EMBIG Div 为摩根大通全球新兴市场债券多元化指数；FTSE 为富时全球股票指数；

JPM GBI-EM 为摩根大通新兴市场多元化政府债券指数；MSCI AC World 为摩根士丹利资本国际所有国家/地区世界指数；WGBI 为全球政府债券指数。

面对全球金融周期：应对政策和建议

国际金融一体化的背景下，财政结算不可能脱离全球金融周期。随着金融开放程度的提高，国家与世界的联系将更加紧密，因此也将更易受到外部冲击的影响。即便没有直接的贸易和金融联系，全球金融周期仍可能通过风险溢价传导至各国。因此，中国应坚持改革开放，着力促进资本账户和金融市场的高层次双向开放。同时为了防止自身受到外部冲击，政策制定者可以从以下几个方面加以应对。

一是加强对跨境资金流动的监测和分析。决策者不仅须关注跨境资本流动的规模，还必须关注其结构。投资组合债务流动和银行贷款对于金融稳定至关重要，必须仔细进行监控。



第二，要更加重视资产管理公司。2008年金融危机之后，全球流动性已进入第二阶段，资产管理公司越来越多地取代了全球银行的位置。因此，决策者需要注意投资组合流入的规模和投资者构成，并在必要时为对全球金融周期高度敏感的投资者（如交易所交易基金和指数驱动型投资者）建立控制机制。

第三，促进经济增长，提高经济韧性。健全宏观经济基础并建立合理的制度可以帮助国家抵御外部冲击。具体如下：（1）采取可持续、稳定的宏观经济政策，加强经济和市场韧性；（二）逐步开放资本账户，必要时实行资本管制；（3）提高汇率的灵活性（尽管不一定要完全灵活）。

第四，监控国内信贷增长和杠杆。全球金融状况不佳可能导致信贷过速增长、资产价格出现泡沫，给国家带来危险。因此，一个较为明智的选择是采取直接监控国内信贷增长和杠杆的政策，以及反周期的宏观审慎措施。例如，在经济繁荣时期，可以利用贷款价值比和债务收入比限制借贷，控制资产价格。

第五，减轻中心国的政策外溢效应。由于中心国的货币政策对全球金融周期具有重要影响，因此中心国的中央银行应加强与市场的沟通，并提高其政策的透明度，以减少全球范围内的负面溢出效应。

最后，各国应加强政策的国际合作与协调，积极参与全球金融治理，建立更强大的全球金融安全网，以吸收外部冲击。

参考文献

- Arslanalp, S. and Tsuda, T. (2015) "Emerging Market Portfolio Flows: The Role of Benchmark-Driven Investors", *IMF working paper*, 15.
- Avdjiev, S., Kalemli-Ozcan, S. and Servén, L. (2017) "Gross Capital Inflows to Banks, Corporates and Sovereigns", *NBER Working Paper*.
- Bekaert, G., Hoerova, M. and Duca, M. L. (2013) Risk, Uncertainty, and Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, 7(60), p. 771-788.
- Bonciani, D. and Ricci, M. (2018) "The Global Effects of Global Risk and Uncertainty", *ECB Working Paper*.
- Bruno, V. and Shin, H. S. (2015) Capital Flows and the Risk-taking Channel of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, 71, p. 119-132.
- Cerutti, E., Claessens, S. and Rose, A. K. (2019) "How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows", *IMF Economic Review*, 67(1), pp. 24-60.
- Cerutti, E. and Obstfeld, M. (2018) "China's Bond Market and Global Financial Markets", *IMF Working Paper*.
- Da, Z. and Shive, S. (2018) Exchange Traded Funds and Asset Return Correlations, *European Financial Management*, 24, pp. 136-168.
- Forbes, K. J. and Warnock, F. E. (2012) Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment, *Journal of International Economics*, 88(2), p. 235-251.
- Fratzscher, M. (2012) Capital Flows, Push Versus Pull Factors and the Global Financial Crisis, *Journal of International Economics*, 88(2), p. 341-356.
- Goldberg, L. and Tille, C. (2008) Vehicle Currency Use in International Trade, *Journal of International Economics*, 76, p. 177-192.
- Gourinchas, P. O. and Obstfeld, M. (2012) Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First, *American Economic Journal: Macroeconomic*, 4(1), p. 226-265.
- Habib, M. M. and Venditti, F. (2019) "The Global Capital Flows Cycle: Structural Drivers and Transmission Channels", *ECB Working Paper*.
- International Monetary Fund (2020) *Markets in the Time of COVID-19*, p. 47-65.
- International Monetary Fund (2019b) *China Deepens Global Finance Links as It Joins Benchmark Indexes*. Available at: <https://blogs.imf.org/2019/06/19/china-deepens-global-finance-links-as-it-joins-benchmark-indexes/>.
- International Monetary Fund (2019a) *Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle*.
- Jordà, O. et al. (2019) "Global Financial Cycles and Risk Premiums", *IMF Economic Review*, 67(1), p. 109-150.

- Lee, S. J., Liu, L. Q. and Stebunovs, V. (2019) *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*.
- Lodge, D. and Manu, A. S. (2019) "EME Financial Conditions: Which Global Shocks Matter?", *ECB Working Paper*.
- Miranda-Agrippino, S. and Rey, H. (2015) "US Monetary Policy and the Global Financial Cycle", *NBER Working Paper*.
- Nier, E. W., Saadi-Sedik, T. and Mondino, T. (2014) "Gross Private Capital Flows to Emerging Markets: Can the Global Financial Cycle Be Tamed?", *IMF Working Paper*.
- Obstfeld, M., M. and Qureshi, M. S. (2017) "A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies", *IMF Working Paper*.
- Passari, E. and Rey, H. (2015) Financial Flows and the International Monetary System, *The Economic Journal*, 125(584), p. 675-698.
- Rey, H. (2013) *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, p. 285-333.
- Scheubel, B., Stracca, L. and Tille, C. (2019) "The Global Financial Cycle and Capital Flow Episodes: a Wobbly Link?", *ECB Working Paper*.
- Schularick, M. and Taylor, A. M. (2012) *Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008*, 102(2), p. 1029-1061.
- Shin, H. S. (2013) *The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies*. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Sushko, V. and Turner, G. (2018) "The Implications of Passive Investing for Securities Markets", *BIS Quarterly Review*.
- Zhu, Z. (2019) *Global Crisis Always Starts with Liquidity*. Available at: http://finance.sina.com.cn/zt_d/endanger10y/.

亡羊补牢，为时未晚：面向绿色、包容性复苏的 债务减免¹

Ulrich Volz

简介

新冠肺炎危机沉重打击了全球发展。2020年10月，世界银行估计，2020年仅是在非洲，新冠疫情“就可能使多达4000万人陷入了赤贫”，“至少五年的脱贫成效将化为乌有”（Zeufack等，2020：1）。公共债务（新冠肺炎疫情之前，许多发展中国家的公共债务就已经难以负担）正在迅速增加，政府对疫情带来的卫生、社会和经济危机的处理也会受到制约。由于严重的经济收缩，许多发展中国家调动资源的能力受到阻碍。许多国家将本就微薄的政府收入的30%到70%用于偿还债务（Bárcena，2020），债务危机迫在眉睫。2020年，新兴市场和发展中国家信用的评级下调要比过去40年来的所有危机都要多。根据国际货币基金组织（IMF）的数据，截至2020年9月底，近一半的低收入发展中国家处于债务困境或面临债务困境的高风险（国际货币基金组织，2020a）。该分析不包括中等收入国家，但其中许多国家也面临着巨大压力。许多新兴市场和发展中经济体正试图开辟财政空间，用以抗击病毒、保护弱势群体、实现绿色和包容性复苏，但面临严重障碍。

虽然发达国家能够通过财政政策、对商业活动的贷款和贷款担保以及量化宽松政策强有力地应对危机，但新兴市场和发展中国家的反应整体来说要小得多。对许多新兴市场和发展中国家来说，如果得不到国际社会的支持，“更好的重建”的呼声是空洞的。如果全球层面不坚决减债，国际社会在《2030年可持续发展议程》和《巴黎气候变化协定》中确立的目标就会失守，迄今取得的进展也会功亏一篑。

二十国集团（G20）在危机爆发的头几个月迅速采取行动，建立了暂停偿债倡议（DSSI）。自2020年5月启动以来，73个符合条件的低收入国家中，已有40多个国家暂停偿债，总额约为50亿美元。暂停偿债倡议下的暂停偿债提供了一些喘息空间；然而却并没有解决核心问题：暂停偿债倡议不会使债务净值减少，也不涉及持有大量发展中国家债务的私人债权人。二十国集团和巴黎俱乐部成员国认识到，暂停偿债难以满足一些国家的需要，因此于2020年11月达成了“暂停偿债倡议共同框架”。该框架建议，对于那些难以承担债务的发展中国家，要具体问题具体分析，降低总体债务水平。这一举措是二十国集团朝着正确方向迈出的又一受欢迎的一步，但仍在三个方面有所欠缺。第一，有几个中等收入国家（包括小岛屿发展中国家）也可能面临债务的不可持续，应该有资格获得减免；第二，共同框架缺乏一个让私人债权人切实参与的机制，也未能解决参与国担心的如果先采取行动，会对其在债权人中的信誉造成长期影响的

¹ 本章内容基于“面向绿色以及包容性复苏的债务减免倡议”的一篇报告（Volz et al., 2020）。

问题；第三，该框架缺乏债权国和债务国使新的财政空间与全球共同的气候和发展目标保持一致的共同承诺。

所有债权国需协调一致，在全球层面作出努力，向众多中低收入国家提供实质性的债务减免，提供抗击病毒、实现绿色和包容性复苏的必要空间，而不仅仅是暂停偿债。债务减免必须成为全球范围内实现绿色和包容性复苏的更广泛议程的一部分。适当规模的债务减免应结合扩大特别提款权（SDRs）的重新分配（Gallagher等，2020）和发展金融机构新的资本动员，为新兴市场和发展中国家提供财政空间，对危机采取持续的反周期应对措施。要实现公正的过渡，大规模、持续地增加公共投资将是必要的。

本章将阐述解决债务危机、为各国提供可持续的危机应对的财政空间的必要性。第2节将简要回顾新兴市场和发展中国家日益恶化的公共债务状况。第3节将讨论气候脆弱性、债务可持续性和主权风险之间的联系。第4节将概述一套促进绿色和包容性复苏的债务重组提案。第5节为总结。

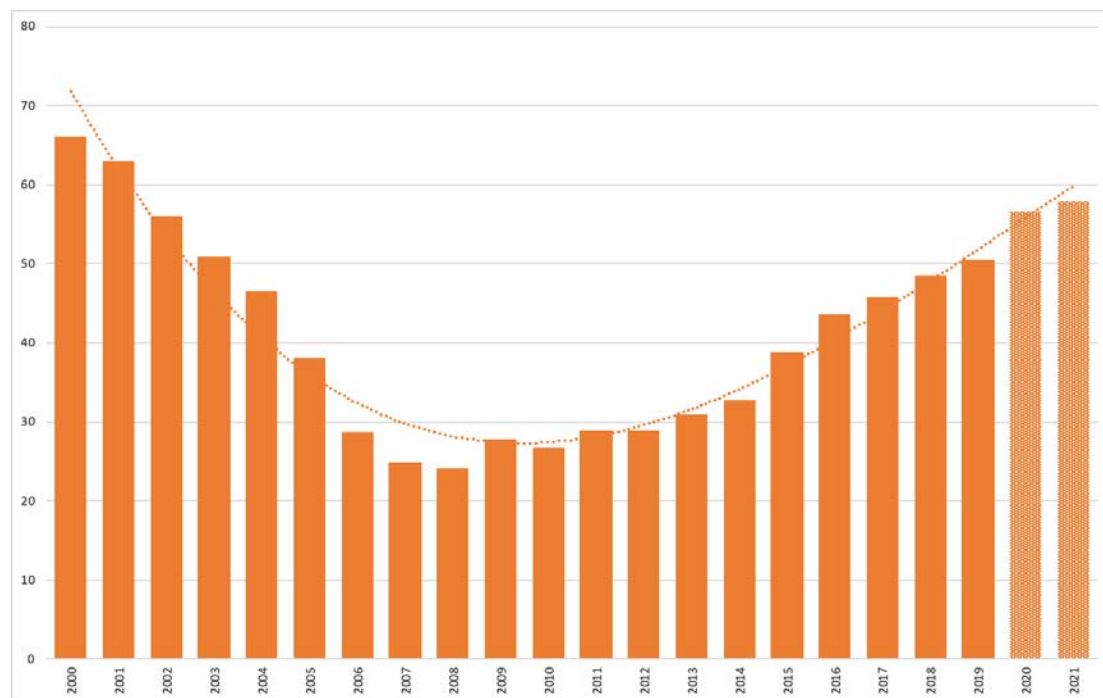
迫在眉睫的债务危机

新冠肺炎疫情正在发展中国家引发一场蛰伏已久的债务危机。疫情爆发时，发展中国家的债务已经问题重重。2019年，它们的私人 and 公共债务——国家债务中最不稳定和最难管理的部分——就超过了8万亿美元（以当前汇率计算），自全球金融危机以来增长了125%。其中，到2021年和2022年，至少有5.8万亿美元会仍未被偿还，需要支付约1.2万亿美元的本金和利息。国际货币基金组织（2020b）预计，发达经济体的主权债务与国内生产总值之比将上升20个百分点，到2021年底约相当于国内生产总值的125%，而新兴市场和发展中经济体预计将上升10个百分点以上，约相当于国内生产总值的65%左右。

国际货币基金组织（2020b）估计，29%的低收入发展中国家的公共债务偿还成本与政府税收的比率将超过30%，到2021年，这一比例将达到33%。在新兴市场国家中，2020年，71%的国家面临的公共债务偿还成本与政府税收的比率超过30%，2021年超过这一比率的国家将增至73%。换句话说，政府将难以帮助人民渡过危机，或者投资于可持续的复苏，而必须向债权人偿还债务。

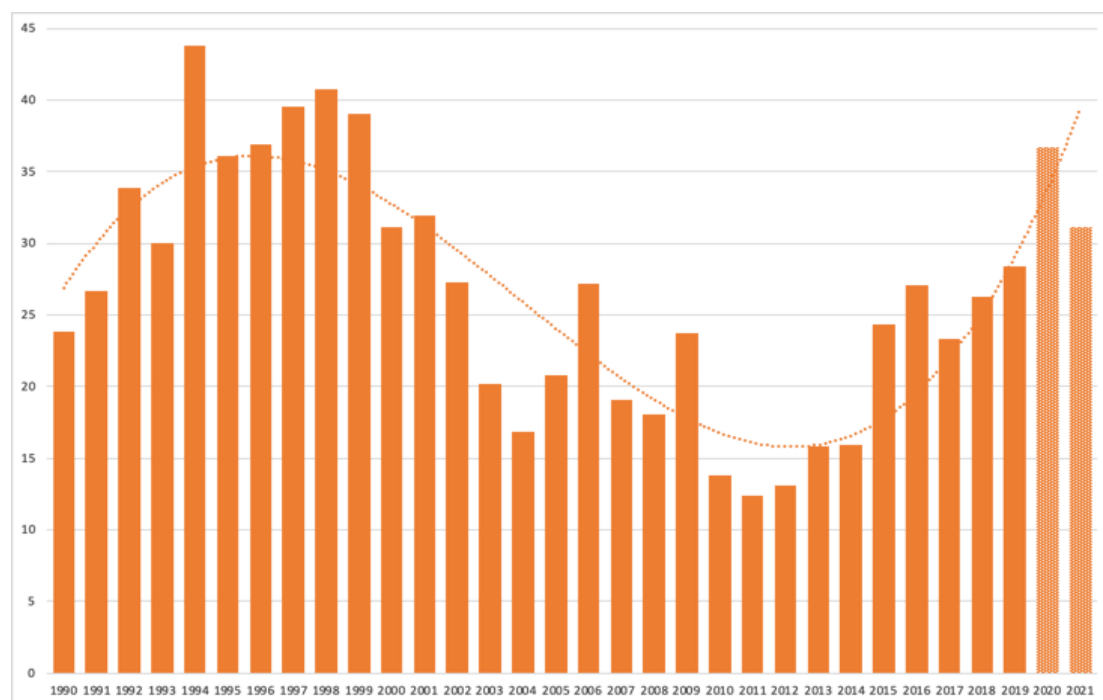
图1显示，过去十年，撒哈拉以南非洲国家政府债务总额在国内生产总值中的占比大幅增加。据国际货币基金组织估计，2020年撒哈拉以南非洲国家的外债还本付息总额占货物和服务出口的百分比将与1990年代中期几乎持平（图2），当时国际社会决定向重债国家提供债务减免。

图1：撒哈拉以南非洲国家政府债务总额与国内生产总值的比例



资料来源：根据国际货币基金组织世界经济展望数据库数据汇编，2020年10月

图2：撒哈拉以南非洲国家外债还本付息总额与货物和服务出口的比例



资料来源：根据国际货币基金组织世界经济展望数据库数据汇编，2020年10月

气候脆弱性破坏债务可持续性, 并加剧了主权风险

气候变化可能通过公共财政的直接和间接地对主权风险产生巨大的影响 (Volz等, 2020b), 但受气候变化的影响最大的往往是那些对人为全球变暖贡献最小的国家。对许多易受气候变化影响的国家来说, 快速增强对气候的抗御能力关乎生死存亡。遗憾的是, 最易受气候影响的发展中国家也是在适应力和韧性融资上面临最大压力国家, 因为气候相关的宏观金融风险对他们影响最大。政府和企业现在都面临着资本成本的气候变化风险溢价 (Buhr等, 2018; berne等人, 2020; Kling等, 2021)。

低收入和中低收入经济体最易受到气候危害的不利影响, 由于目前很多国家的公共债务状况已经堪忧, 所以这些经济体不仅可能面临气候变化的经济和社会成本, 还要应对新冠肺炎疫情的影响。且值得注意的是, 贫穷国家的债务承受能力往往远低于富裕国家。

各国政府必须加强经济和公共财政应对气候变化的能力, 否则将可能面临不断加剧的气候脆弱性和不可持续的债务负担 (Volz等, 2020b)。脆弱的发展中国家面临着进入这样一种恶性循环的风险——气候脆弱性提高, 导致债务成本增加, 从而进一步减少在气候韧性方面投资的财政空间。这些国家风险溢价本就很高, 随着金融市场对气候风险的定价越来越高, 全球变暖加剧, 这些国家的风险溢价可能会进一步增加。新冠肺炎疫情对公共财政的影响可能会加剧这种恶性循环。

上述国家现在迫切需要国际社会对增强气候韧性的投资和金融风险转移机制方面的支持, 帮助这些国家进入良性循环。加大对气候韧性的投资能同时降低气候脆弱性和债务成本, 为这些国家创造更多的投资空间, 应对气候挑战。

促进绿色和包容性复苏的债务重组提案

正如开始讨论的, 二十国集团债务处理共同框架不足以解决这一问题。这是一个系统性问题, 需要全球和系统性的应对。国际社会, 特别是二十国集团, 需要就应对债务危机、为各国提供可持续应对危机的财政空间等宏大议程达成一致。二十国集团需要大胆有为, 立刻行动。过去的经验告诉我们, 拖延对债务危机的应对, 结果会更糟, 成本会更高, 对债务国和债权国来说, 都会付出极高的代价。经过二十多年反复调整个别债务, 并逐步增加债务削减后, 国际社会才达成一项全面的倡议——重债穷国倡议。推迟不可避免主权债务重组导致了卫生、教育和基础设施投资的长期不足, 为债务所困的大多数非洲和拉丁美洲国家失业和贫困增加, 导致了数十年的损失。

减免债务需要一个新的架构, 确保债务的减免符合抗击疫情、保护弱势群体, 以及打造绿色和包容经济等目标。因此, 我们制定了一套面向绿色和包容性复苏的债务减免提案 (Volz等人, 2020a): 应在全球范围内采取的有雄心、协调一致、且全面的债务减免倡议, 以释放资源, 可持续地支持复苏, 增强经济韧性, 促进向低碳经济的公正转型。该提案包括三个支柱, 旨在最大限度地实现债权人和债务人的参与。

图3：促进绿色、包容性复苏的债务减免提案的三大支柱



来源：Volz等（2020a）。

根据第一支柱，公共债权人应向有资格的债务负担不可持续的重债穷国给予全面的债务减免——类似于重债穷国倡议模式，但有所改进。这些国家的双边和多边债务将得到减免，为卫生和社会支出投资提供财政空间，以抗击疫情、适应气候变化。获得债务减免的政府需承诺改革，使政策和预算符合《2030年可持续发展议程》以及《巴黎协定》。

是否具有资格应该取决于国际货币基金组织和世界银行开展的债务可持续性评估（DSA），其他机构也有提供资料。需要强调的是，当前的债务可持续性评估框架并不适合这一目的，需要进行重大改革。重要的是，DSA需要基于现实的假设，并考虑到气候风险。如果债务可持续性评估认定一国主权债务存在重大问题，二十国集团应与所有双边和多边债权人就债务重组进行协调，国际货币基金组织的方案应把包括私人债权人的主权债务重组作为条件。

债务国如果想要寻求双边债务削减，就需要也获得私人债权人的减免，并且设计激励措施确保私人债权人给予这种减免。多边开发银行和人道主义援助的贷款将继续进行，但前提是不得用来支付私人债权人。对多边机构的未偿债务重组将仅针对有IDA资格的国家。为了维护多边机构的优先债权人地位，其损失将需通过双边贡献、黄金销售收益或发行新的特别提款权来弥补。

根据第二支柱，私人债权人也要向同一组有资格的国家提供债务减免。参与债务重组的私人债权人要将过去持有的债务替换成新的“绿色复苏债券”。和根据支柱一重组公共债务一样，债务国政府应承诺使其政策和公共预算符合《2030年可持续发展议程》和《巴黎协定》的目标。债务国政府应尽可能将私人债权人减债减免的偿债负担的绝大部分用于政府的绿色和包容性复苏。



参与“面向绿色、包容性复苏倡议的债务减免倡议”的国家发行的任何新债务都可以获得适用于当前情况的布雷迪式的信用增级，交换条件是承诺将收入用于可持续发展相关的项目。这一信用增强机制将有助于根据绿色包容性复苏债务减免倡议进行债务重组的国家更好地继续参与使用国际资本市场。

根据第三支柱，负债不重但因新冠肺炎疫情财政空间遭遇缩减的国家可以参与债务气候互换。对这些国家而言，这种互换能够促进在气候适应或减缓方面采取更多行动或投资，提高气候雄心。此外，还可以为发行（新的）可持续性相关的主权债务出台激励计划，作为补充。

对于这些交易中的任何一项，都需要有独立的第三方来监督实施、监督政府根据安排履行义务的情况，并衡量它们的影响。

该建议旨在在关键时期为发展中国家提供财政空间，解决它们面临的三大危机：健康和社会危机、债务危机以及气候和环境危机。系统地解决这些问题很重要。如果忽视社会层面，气候变化减缓或适应的努力就不可能成功。复苏必须是绿色的，且在经济层面上做到包容、在社会层面上做到公正。债务减免必须与公正转型的政策相结合。为确保绿色和包容性的复苏，必须对可持续基础设施进行投资，对重点行业提供有针对性的支持，同时对人员和创新进行投资，确保这种转型能够创造充分就业、体面工作和新经济活动的机会。

尽管减免债务对许多国家来说至关重要，但这还不够。债务减免必须成为在全球范围内实现绿色和包容性复苏的更广泛议程的一部分。目前讨论中的债务减免努力，应与有雄心的新一轮特别提款权分配以及开发性金融机构大规模的新一轮资本动员相结合。这将为新兴市场和发展中国家提供财政空间，以对危机采取持续的反周期应对措施。

总结

世界正处于紧要关头。各国在努力从疫情中恢复并为其人民提供重要社会服务的同时，亟需适应和减缓气候变化的投资。大多数发展中国家极易受到气候变化的物理影响，能否对气候适应和韧性进行关键投资，将决定它们未来发展的成功。缺乏气候适应能力将会阻碍发展进程以及可持续发展目标的实现。《2030年可持续发展议程》已经被疫情所阻碍，沉重的债务负担可能阻碍卫生和教育等关键领域的投资，可能进一步破坏《2030年可持续发展议程》的前景。

与过时的经济认识相反，可持续发展与经济进步之间不是权衡取舍的关系。可以对财政政策进行合理设计，在稳定经济和公共财政的同时促进可持续发展（Estevão, 2020）。在2020年10月的最新《世界经济展望》报告中，国际货币基金组织（2020b, 93）强调，“所有国家到2050年净碳排放量达到零的目标可以通过（特别是短期内）有利于增长的全面政策方案来实现”。实际上，最近的证据表明，与传统的财政刺激措施相比，绿色项目可以创造更多的就业机会，每美元支出的短期回报也更高（Hepburn等，2020；Unsworth等，2020；We Mean Business, 2020）。

以往的债务危机为我们提供了明确的教训：拖延解决偿付能力问题只会增加解决债务危机的成本（Guzman等人，2016）。面对迫在眉睫的气候危机，世界无法再次承受一个失去的十年。各国在应对气候危机方面承担着共同但有区别的责任。没有大规模的债务减免，没有促进绿色和包容性复苏的努力，国际社会将无法实现《2030年可持续发展议程》和《巴黎协定》。今世后代的生活和生计都将岌岌可危。

参考文献

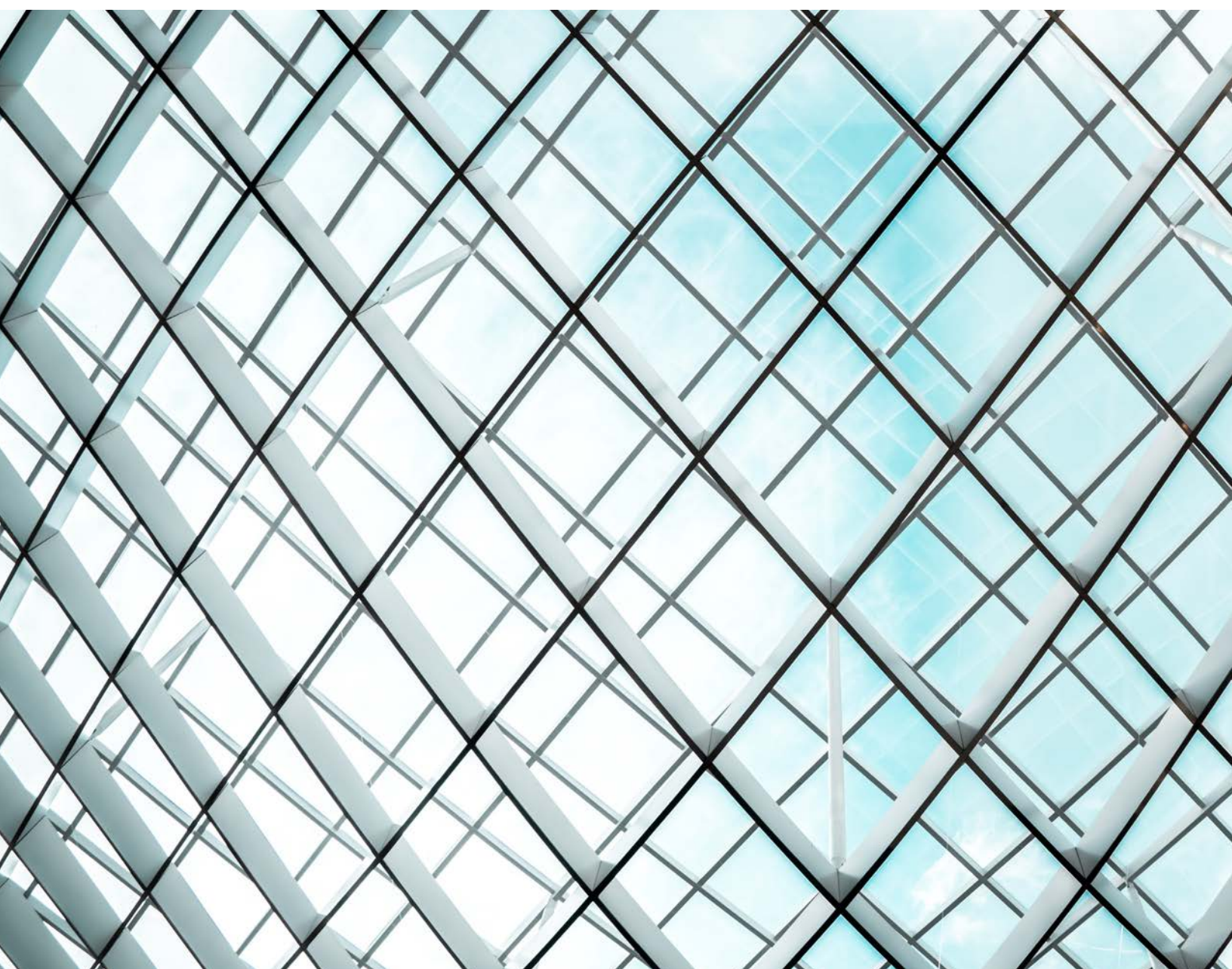
- Bárcena, A. (2020) *Remarks at the meeting of finance ministers convened by the United Nations Deputy Secretary-General and the finance ministers of Canada and Jamaica*, September 8. <https://www.un.org/en/pdfs/Statements%20from%20the%20Meeting%20of%20the%20Ministers/Organisations/ECLAC.pdf>.
- Beirne, J., Renzhi, N., and Volz, U. (2020) *Feeling the heat: Climate risks and the cost of sovereign borrowing*. ADBI Working Paper 1160. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Buhr, B., Volz, U., Donovan, C., Kling, G., Lo, Y., Murinde, V., and Pullin, N. (2018) *Climate change and the cost of capital in developing countries*. Geneva and London: UN Environment, Imperial College London and SOAS University of London.
- Estevão, M. (2020) Climate-smart fiscal policy can foster a lasting economic recovery. *One Earth* 3, 273–76.
- Gallagher, K., Ocampo, J.A., and Volz, U. (2020) Special Drawing Rights: International Monetary Support for Developing Countries in Times of the COVID-19 Crisis. *The Economists' Voice* 17(1), 20200012.
- Guzman, M., Ocampo, J.A., and Stiglitz, J.E. (eds., 2016) *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*. New York, NY: Columbia University Press.
- IMF (2020a) "Update on the Joint IMF-WB Multipronged Approach to Address Debt Vulnerabilities." IMF Policy Paper. Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2020b) *World Economic Outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Hepburn, C., O'Callaghan, B., Stern, N., Stiglitz, J., and Zenghelis, D. (2020) Will COVID-19 fiscal recovery packages accelerate or retard progress on climate change?. *Oxford Review of Economic Policy*, 36(S1), S359–S381.
- Kling, G., Volz, U., Murinde, V., and Ayas, S. (2021) The impact of climate vulnerability on firms' cost of capital and access to finance. *World Development* 137, 105131.
- Unsworth, S., Andres, P., Cecchinato, G., Mealy, P., Taylor, C., and Valero, A. (2020) "Jobs for a strong and sustainable recovery from Covid-19". CEP Covid-19 Analysis Paper No. 10. London: London School of Economics and Political Science.
- Volz, U., Akhtar, S., Gallagher, K.P., Griffith-Jones, S., Haas, J., and Kraemer, M. (2020a) *Debt Relief for a Green and Inclusive Recovery: A Proposal*. Berlin, London, and Boston, MA: Heinrich-Böll-Stiftung; SOAS, University of London; and Boston University.



Volz, U., Beirne, J., Ambrosio Preudhomme, N., Fenton, A., Mazzacurati, E., Renzhi, N., and Stampe, J. (2020) *Climate change and sovereign risk*. London, Tokyo, Singapore, and Berkeley, CA: SOAS University of London, Asian Development Bank Institute, World Wide Fund for Nature Singapore, and Four Twenty Seven.

We Mean Business (2020) *Assessment of green recovery plans after Covid-19*. <https://www.wemeanbusinesscoalition.org/wp-content/uploads/2020/09/Report-Green-Recovery.pdf>.

Zeufack, A. G., Calderon, C., Kambou, G., Kubota, M., Catalina, C. C., Korman, V. (2020) *Charting the Road to Recovery, Africa's Pulse*, No. 22 (October), Washington, DC: World Bank.



全球疫情中的主权债务减免：20世纪80年代的教训¹

Edwin M. Truman²

新冠肺炎疫情和前所未有的全球经济衰退引发了对债务危机的担忧，国际金融机构需要大规模干预，私人和官方债权人需要进行债务重组。2020年3月下旬，国际货币基金组织（IMF）估计，新兴市场和发达国家的外部融资总需求为2.5万亿美元。100多个成员国向国际货币基金组织寻求援助。截至9月初，30多个成员国正在探讨国际货币基金组织支持的金融和经济调整方案。3月，世界银行集团行长David Malpass和国际货币基金组织总裁Kristalina Georgieva呼吁低收入国家在2020年底前暂停对官方债权人的定期债务支付。二十国集团（G20）的部长和官员在4月15日支持了他们的呼吁，并建议私人债权人受到同样的待遇。

许多外部观察人士呼吁采取更紧急的行动，包括加快安排债务减免。Bolton等人（2020年），Gelpern, Hagan和Mazarei（2020）和Gelpern（2020a, 2020b）已经呼吁至少在2021年底前暂停不仅是低收入国家，也包括中等收入国家偿还债务的利息和本金。Eichengreen（2020），Stiglitz和Rashid（2020），IMF第一副总裁Geoffrey Okamoto和世界银行行长Malpass等都将上世纪80年代的债务危机视为警示，认为在安排减少外债存量方面不必要的拖延将使这些困难国家的经济衰退恶化。

关于今天的危机，上世纪80年代的经历告诉了我们什么？答案比一些人认为的要复杂得多。没错，从1982年8月的一个周末，墨西哥危机爆发，到1989年3月美国财政部长Nicholas Brady宣布促进减少对国际银行的债务存量的计划，花费了近7年时间。但推迟的原因仍具有启发意义。了解它们可以帮助决策者理解可能即将到来的债务危机的微妙之处。

根据本人在前一次危机中的业界经历，我总结了两点教训：

- 开始减免债务需要四个集团达成广泛的共识：借款国、借款国的外国债权人、这些债权人所在国家的当局以及国际机构。达成共识需要时间。
- 由于每个国家的政治和经济情况不同，共识框架的实施会因情况而异。对不同国家进行政策的简单的复制，以及对所有借款人同时实施，都是不利的选择。任何框架都不会自动实施。虽然迅速采取行动的呼吁是可以理解的，但采用一刀切的方法是不可能的。

¹ 本政策简报基于9月10日举行的D-DebtCon 2020虚拟会议上提交的一份工作文件（Truman即将发布）。感谢与会者的有益评论，以及Lewis Alexander、Lee Buchheit、James Boughton、William Cline、Barry Eichengreen、Stewart Fleming、Anna Gelpern、Thomas Glaessner、Sean Hagan、Randall Henning、Patrick Honohan、Nancy Jacklin、Stephen Kamin、Maggy King、Clay Lowery、Maurice Obstfeld、Larry Promisel、Catherine Schenk、Jeffrey Shafer、Tracy Truman、Nicolas Véron、Mark Walker、Steve Weisman、Anna Wong和Jeromin Zettelmeyer对此前的草案提出的意见、建议和鼓励；Laurie DeMarco和Eva Zhang做出了技术指导。

² Edwin M. Truman，彼得森国际经济研究所（Peterson Institute for International Economics）非常驻研究员。

国际货币基金组织和世界银行针对低收入国家的暂停偿债倡议（DSSI）之外，对于如何解决各国与疫情有关的债务问题，目前尚未达成共识。该倡议（写作时）目前仅为2020年余下的时间提供暂时流动性减免。根据20世纪80年代的经验，最早也要在2022年之后，各国的外国私营部门债务本金才能减少。

可行的框架条件要同时包括许多借款国的经济状况恶化，同时主要借款国也要敦促提供大幅减免。这种减免的要求的提出需要一定的金融动机——多半要由国际货币基金组织、其他国际金融机构和主要国家支持，以克服阻碍借款国的市场抑制因素。这些抑制因素一般与评级下调有关，导致借款国未来的参与国际金融市场的价格降低或提高。决定削减债务时，这些国家的当局一定是得出了这样的结论：当前削减债务的好处超过其在未来可能带来的潜在成本。一旦决定削减债务，规模一定要足够大，以保障剩余债务的价值有所提高。在这一背景下，许多国家削减债务的框架的执行工作将继续持续若干年。

背景

表1列出了17个主要发展中国家借款国的外债总额和国际银行债权数据，以及各国在20世纪80年代首次实施IMF计划的年份³。图1显示了此间的经济增长趋势，可见这12个拉美国家在1981年经历了经济暴跌，1982年增长率达到负值，在1983年甚至降至更低。在经历了两年低于平均水平的增长之后，1982年的全球增幅度都很小。对于发达国家和欠发达国家而言，今天的增长前景都比1982年要差，而且不确定性很高。

1982年，美国的居民消费价格通胀率为6.1%，但呈下降趋势。1980年和1981年，12个拉丁美洲借款国中有11个平均通货膨胀率超过35%，1982年超过45%，1983年超过75%。⁴

借款国严重依赖昂贵的净资本流入。直到1985年中，美国的优惠利率仍保持两位数。1980年，12个拉丁美洲国家中有10个国家的平均经常账户赤字占GDP的比重为5.0%，1981年达到8.9%，1982年为7.3%。⁵

他们的外债总额在1977年到1982年间增加了150%，从1180亿美元增加到2960亿美元。⁶

在新冠肺炎疫情之前，许多新兴市场和发展中国家的外债状况都已经存在问题。世界银行一项关于全球债务浪潮的研究（Kose等，2020）关注了始于2008年全球金融危机之后的第四波债务浪潮。与上世纪70年代、90年代和21世纪头十年的浪潮相比，国内政府债务和私人国际债务在总债务中所占的比例更大。

然而，发达国家的银行体系状况要好一些。图2显示了20世纪80年代9家最大的银行和所有其他美国银行对17家主要借款方风险敞口的演变。到1982年底，这九家银行的风险敞口是其资本的194%。相比之下，2020年3月，美国最大的七家银行对所有非发达国家（不包括金融中心）的敞口相当于其资本的83%；所有其他美国银行的风险敞口为23%（联邦金融机构检查委员会（FFIEC），2020）。

³ 这17个国家中有12个在拉丁美洲，是贝克计划的重点。最初的国家名单仅有15个国家。在政治压力下，哥斯达黎加和牙买加也加入了其中。

⁴ 来源于国际货币基金组织世界经济展望数据库，2020年4月，没有提供阿根廷的数据。

⁵ 来源于国际货币基金组织世界经济展望数据库，2020年4月，没有提供乌拉圭的数据。委内瑞拉的经常账户处于盈余状态。

⁶ 数据来自世界银行的国际债务统计，<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=international-debt-statistics>。

到2020年，国际货币基金组织的财政状况也比1982年更好，财政资源总额约为1.4万亿美元。1982年，其资源总额约为800亿美元，1983年增加到1300亿美元。

现在的国际贸易额比1982年高10倍，全球GDP（按购买力评价算）比当时约高出8倍（国际货币基金组织，2020）。在1982年8月墨西哥周末之前，国际货币基金组织已经在积极放贷（表1）。到2020年3月，国际货币基金组织已向21个成员国提供了1550亿美元贷款承诺，其中包括20世纪80年代17个主要借款国中的5个（阿根廷、哥伦比亚、厄瓜多尔、墨西哥和摩洛哥）。

表1：1982-1993年17个重债国家的外债总额、国际银行债权、布雷迪债券和国际货币基金组织第一项计划的发行日期

国家	IMF第一 项计划	外债总额 (十亿美元)				国际银行债权 (十亿美元)				布雷迪债 券发布
		1982	1985	1989	1993	1982	1985	1989	1993	
阿根廷	1983	43.6	50.9	65.3	74.5	22.2	29.0	32.4	30.4	1993
玻利维亚	1986	3.3	4.8	4.1	4.2	0.7	0.6	0.3	0.4	^a
巴西	1983	93.0	106.1	111.4	132.7	56.1	76.9	70.8	69.0	1994
智利	1983	17.3	20.4	18.0	20.6	10.4	14.3	9.1	10.0	无
哥伦比亚	1985 ^b	10.3	14.2	16.9	17.2	5.5	6.5	6.6	7.6	无
哥斯达黎加	1982	3.6	4.4	4.6	3.9	0.7	0.8	1.1	1.2	无
科特迪瓦	1981	8.9	9.6	14.1	19.1	2.9	2.9	3.3	2.2	无
厄瓜多尔	1983	7.7	8.7	11.3	14.1	4.1	5.2	4.6	3.2	1995
牙买加	1981	2.8	4.1	4.6	4.3	0.5	0.7	0.7	0.5	无
墨西哥	1983	86.1	96.9	93.8	118.0	59.03	74.5	70.1	69	1990
摩洛哥	1982 ^c	12.5	16.5	21.6	21.4	3.6	4.8	5.2	5	无 ^d
尼日利亚	1987	13.0	19.6	32.0	32.5	7.0	9.1	7.4	4.1	1992
秘鲁	1982 ^c	10.7	12.9	18.6	20.3	5.2	5.6	4.1	3.2	1997
菲律宾	1983	24.4	26.6	28.7	35.3	8.3	13.4	9.6	6.6	1992
乌拉圭	1985	2.6	3.9	5.2	7.3	1.2	2.0	2.0	2.7	1991
委内瑞拉	1989	32.2	35.3	32.4	37.5	22.7	25.8	24.1	17.4	1991
南斯拉夫	1981	19.9	22.5	19.1	11.3 ^e	9.3	10.5	7.5	3.9	无
总计		392.1	457.3	501.7	574.3	219.4	282.6	259.1	236.3	

IMF：国际货币基金组织

a. 1988 年进行了债务回购。

b. 没有国际货币基金组织的项目。与世界银行的项目一部分由国际货币基金组织监督。

c. 1982年8月墨西哥周末之前批准的项目。

d. 就布雷迪债券计划进行了协商，但不符合发行债券的条件。

e. 不包括克罗地亚、马其顿和斯洛文尼亚。

资料来源：国际货币基金组织，与基金组织的交易，国别网页；Boughton（2012年，414 - 415）；Cline（1995年，表2.1和2.8）；Das等（2012）。

20世纪80年代的债务减免

20世纪80年代的拉丁美洲危机分为三个阶段：

- 协调贷款阶段（1982年8月至1985年10月）。
- 贝克计划阶段（从1985年国际货币基金组织/世界银行首尔年会上公布到1989年3月）。
- 布雷迪计划阶段（始于美国财政部长布雷迪1989年3月宣布的债务削减计划，一直持续到上世纪90年代中

广泛的债务减免在每个阶段都占有核心地位。在第一阶段，对国际银行的债务得到了重新安排，从而立即减轻了现金流的压力。然而，由于息差提高，这部分债务的现值增加了。此外，在协调贷款阶段，银行被要求向主要借款国发放与其已有敞口成比例的新贷款，作为国际货币基金组织批准国家项目的条件。在危机的第一阶段和第二阶段的后半段，各方协商了多年期的重组协议。第一则由墨西哥在1984年9月达成，包括延长到期期限、降低利率，以及由此导致的债务现值稍微的下降。⁷

在第二阶段，借款国采用了一系列减少债务存量的方法，如低于票面价值的回购和折价的债务-股权交换。

在第三阶段，银行债权人的选择菜单增加了两个选项：(a) 本金减记债务的证券化，同时保持接近市场利率的利率水平（票面债券）以及 (b) 与选项 (a) 的现值等价物，其证券化本金保持不变，但利率大大低于市场利率（折价债券）。这些“布雷迪债券”通常由30年期美国国债零息票债券支持，部分利息支付由托管基金担保。在这一阶段，银行还有第三个选择，即继续提供新资金。

尽管一些评论者（以Peter Kenen（1983年）最为著名）在危机早期便呼吁采取集体行动减少债务存量，但主要相关方对这种方法没有兴趣。

借款国希望银行融资能够很快恢复，担心这会危及它们获得银行融资的机会。1982年12月，巴西临时经济部长Carlos Viacava告诉美国当局，巴西希望将在一年内重返市场。

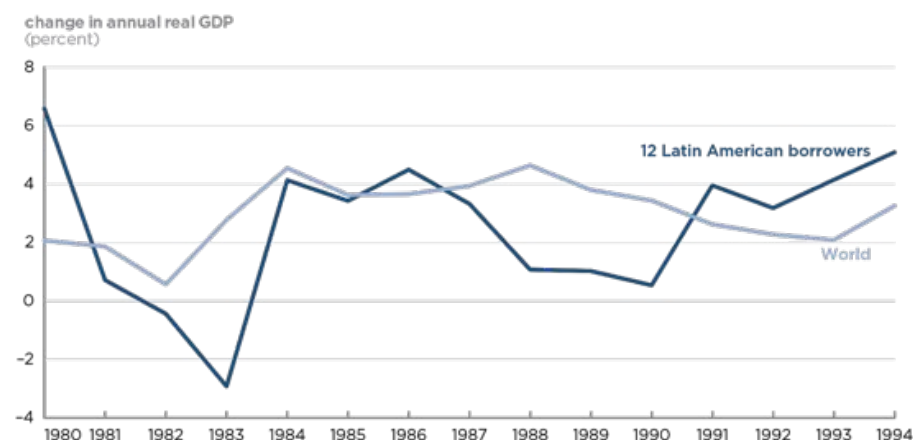
国际商业银行反对减少主要借款国的债权本金，担心这一做法会蔓延到其他借款国，严重侵蚀它们有限的资本（见图2），它们的政府当局和国际货币基金组织也有同样的担忧⁸。它们没有考虑立即减记银行的债权，部分原因也是因为对全球银行体系的稳定性感到担忧，最终所采取的方法中也隐含了规避这种风险的意图。这些对金融稳定的共同担忧对于说服主要央行在其政府的支持下为几个主要借贷国建立短期过渡贷款起到了关键作用。

最初的债务战略基这样于一种观点，即借贷国面临着一场由宏观经济失衡加剧的流动性危机。通过适当的调整政策，借款国将恢复增长，并重新进入国际金融市场。包括一些后来对债务策略持批评态度的分析人士当时都支持这种方法，指望全球增长的复苏（见图1）帮助借款国走出危机（Cline 1983, Cooper和Sachs, 1985, Dooley等, 1983）。

⁷ 该利率通常与伦敦银行同业拆息（Libor）挂钩，该利率比此前使用的美国优惠利率低100个基点，息差降至13/16ths，而此前的息差为150个基点或更高。

⁸ De Larosière（2018）称，在墨西哥周末危机期间，他说服了财政部长Silva Herzog，墨西哥不应该拖欠商业银行的债务。然而，这一选择并没有与美国官员进行讨论。

图1：1980-1994年度实际GDP增长



注：总量使用购买力平价（PPP）的权重。

资料来源：作者根据国际货币基金组织的世界经济展望数据库2020年的数据计算

但是，自发的融资没有回到受影响的国家。1983年向拉丁美洲提供的联合银行贷款为133亿美元，1984年为155亿美元，但自愿融资，即所谓的自发贷款，从1983年的19亿美元下降到了1984年的6亿美元（国际货币基金组织，1990）。

这样的发展走向激发了贝克计划。它强调结构性改革（例如，外国投资体制自由化和私有化）而不是财政调整；为银行设定目标，在未来三年内向倡议确定的17个国家提供200亿美元贷款；并呼吁世界银行和美洲开发银行在同期内向这些国家增加100亿美元的贷款。

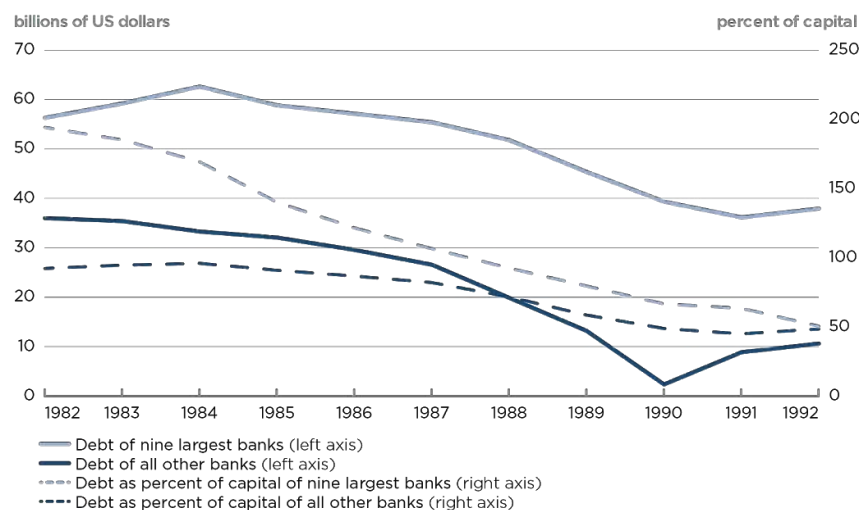
1985年后期，该战略的四个主要方面都没有支持削减债务存量。1986年6月，此前支持协调贷款方式的Jeffrey Sachs（1986）指出，早期的乐观主义是不合理的。他主张采取新的办法，包括大幅削减一些国家的债务存量。

1987年1月，Michel Camdessus接替Jacques de Larosiere担任国际货币基金组织的总裁。离职时，de Larosiere建议改变银行索偿策略。

尽管工作人员的意见仍存在分歧，但国际货币基金组织的思想此时已经开始发生变化（Boughton 2001）。原本也支持最初的债务战略的Michael Dooley（1986）写道，如果外债的面值超过其当前的二级市场价值，就会抑制外国和国内投资，从而抑制增长（另见Dooley 1989）。尽管他的论证实证基础薄弱（Cline 1995），但他的论文却很有影响力。

到1987年，由于贝克计划无法实现其目标，并且主要银行的资本状况有所改善（见图2），官方部门的分析师开始考虑减少债务存量，美联储委员会将此类减免作为计划B进行了分析。美联储还积极考虑了计划C，通过国际货币基金组织章程第VIII（2）b条的机制，允许IMF越过银行债权人对成员国的债务支付进行管控，包括债务减免。

图2:美国银行对17个重债国家的敞口, 1982-1992年



资料来源：作者根据Cline进行的计算（1995，表2.10和2.11）

随着银行储备金增加，并单方面在其账簿和向监管机构的报告中减记其债权价值，二级市场上的债务销售有所增加。一些小规模举措有效地减少了一些国家的债务本金。1987年，墨西哥在没有受到官方部门反对的情况下，提出将其面值不超过200亿美元的债务换成由20年期美元零息票债券担保的有价债券。银行对这一提议的反应令人失望，仅认购了37亿美元的债权，折价率为30%，而预期折价率为50%（Boughton, 2001）。1988年初，玻利维亚以1美元11美分的价格回购了其约三分之一的银行债务。

同时，系统性地削减债务存量的提议在美国浮出水面。参议员Bill Bradley（1986）和国会议员John LaFalce（1987）提出了这一计划，部分动因是借款国的缓慢增长损害了美国的出口。

日本财务大臣Kiichi Miyazawa在1987年6月向七国集团提出，退出债券应该成为可供选择的工具中的一种，债务的本金由借款人认购零息债券进行担保，由官方国际金融机构提供财政援助，下调利率。在1988年9月于柏林举行的国际货币基金组织年会上，接替贝克的美国财政部长布雷迪表达了“对那些看似符合债务战略基本原则，但实际上只产生进步的假象，并且在债权国的纳税人中造成政治上的反对的提议表示怀疑……”（国际货币基金组织，1988，46）。他对任何利用国际机构或政府的资金削减债务和银行纾困融资的做法表达了尤其的不满。由于1988年是美国总统选举年，美国政府正试图与对使用官方资金为国内借款人（如农民和地方政府）提供债务减免融资的潜在呼吁保持距离。

在美国大选之后，采取系统性的方法降低银行对借款国的债权面值，成为了一种可能。Brady部长1989年3月10日宣布的计划包括四项主要内容：

- 国际货币基金组织和世界银行的部分贷款将用作美国财政部发行的零息债券等新工具的本金担保，以及部分利息担保。
- 国际货币基金组织和世界银行的贷款还将用于帮助各国以折价回购债务。
- 商业银行应当放弃协议中的分成和消极担保条款，允许个别减债操作。
- 国际货币基金组织应修改其不向对银行债权人欠款的成员贷款的政策，以减少银行在基金组织与借款人谈判中的影响作用。

布雷迪计划没有立即实施。国家与银行债权人的谈判动辄拖延数月。1989年，与哥斯达黎加、菲律宾、墨西哥和委内瑞拉的原则协议宣布。然而，第一批布雷迪债券直到1990年1月才由墨西哥发行。在贝克计划的17个受益国中，只有9个在此后五年中完成了布雷迪一揽子计划——1990年（哥斯达黎加和墨西哥）、1991年（乌拉圭和委内瑞拉）、1992年（尼日利亚和菲律宾）各两个，1993年（阿根廷）、1994年（巴西）和1995年（厄瓜多尔）各一个（见表1）。

直到四个主要相关方都就其可取性达成共识，减少国际银行对借款国的债权本金价值才成为债务战略的公认组成部分。再次以墨西哥为首，借款国开始施压要求减少债务存量。国际银行债权人的资产负债表此时已经有所加强，许多债权人急于摆脱对借款国的风险敞口。国际货币基金组织这一关键国际机构也已经改变了思路。最后，美国接受减少债务存量。

减少债务存量纳入债务战略在时间上的拖延造成了哪些影响？如果国际货币基金组织的观点和日本（最重要的是美国）的立场转变得更早，这一政策转变可能会更早发生——可能在1986年，也可能是1987年。但是，我对早两年推出布雷迪计划或其等效计划是否会对借款国在1988年和1989年的增长产生重大影响表示存疑，因为实施布雷迪一揽子计划存在滞后，部分原因是没有达到对国际货币基金组织的相关政策承诺。

20世纪80年代的教训

大规模主权债务减免需要四个集团达成共识：借款国、其外国债权人、这些债权人所在的国家以及国际金融机构（主要是国际货币基金组织）。在没有破产机制的情况下，四方必须解决协调问题。他们的共识不一定是完整的，但必须从主要借款国开始，并获得重要债权国和机构的政治支持。

暂停偿债倡议对新冠疫情的反应说明了这一教训的重要性。迄今为止，没有一个借款国主动提出要求中止私人债权人偿还债务，原因之一是该国领导人的声誉会受到影响，但主要的原因是，评级机构可能会降低该国债券的评级，该国会更快、在更长时间内失去在金融市场的融资机会。要寻求暂停向外国私人债权人偿还债务，借款国必须得出结论：这样的重组符合其中期利益。否则，借款国如果决定采取坚持下去，如果金融海啸袭来，那么该国的经济和金融损失将可能超过更早进行重组的代价。这些选择并不容易。

主张削减债务存量者还应认识到，与20世纪80年代相比，如今借款国的危机策略更为多样化。Bolton等人（2020）将墨西哥列入了暂停偿债倡议的应当包括的潜在受益者。然而，对私人债权人债务的重组并不适合墨西哥的战略。在全球金融危机中，墨西哥寻求并获得了国际货币基金组织的灵活信贷额度承诺；这一承诺已得到展期。20世纪90年代末的亚洲金融危机之后，几个主要的新兴市场和发展中国家一直采取了建立国际储备的缓冲的战略。

另一个相关的事实是，今天有更多的国家背负着重大债务。因此，商定了框架之后，一定会需要时间来充分执行。

在1980年代，每个主要借款国都有一个银行咨询委员会，且通常都有重叠的银行代表。随着时间的流逝，许多此类委员会成员的重叠促进了债权人之间达成共识。代表们必须平衡各自机构的财务利益与为各方利益管理危机的需要。七年后，他们能更快达成共识。如今，随着贷方越来越多，领导力也变得更加复杂。国际金融研究所在2012年希腊债务重组中发挥了协调作用。在将私营部门债权人纳入暂停偿债倡议的努力中，国际金融研究所也收到要求扮演类似的角色。在希腊危机中，他们在第二次尝试中达到了成功。而暂停偿债倡议尚无定论。



今天的另一个挑战是，国际银行不再像20世纪80年代那样，是外债领域的主导者，2018年国家银行的债务仅占新兴市场商业债务的4%。然而，银行是低收入国家的重要贷方，而协调银行贷方的机制已经过时（Liu, Savastano和Zettelmeyer, 2020）。主权国家也不再是国家发行对外金融债务唯一的实体。

国际货币基金组织和其他国际金融机构在20世纪80年代起到了重要作用，也将在未来的危机中扮演重要角色，但它们的作用将局限于敦促其成员国采取行动，以及对成员国提出的倡议进行响应。

一旦达成共识，国际货币基金组织和多边开发银行就需要充足的资金来支持各项倡议。1982年和2007年全球金融危机爆发时，货币基金组织的资源最初都是不足的。在这两次危机中，其资源都得到了积累。国际货币基金组织现在的财务状况要好得多，至少到目前为止，它还以为寻求削减债务存量的国家提供财政激励。这将有助于它们帮助克服评级机构下调评级带来的不利因素。或者，主要国家将需要对评级机构施加压力，避免其下调评级。

上世纪80年代的第二个教训与第一个教训息息相关：任何削减债务存量的行动都是循序渐进的，且要具体情况具体分析。小型借款国不会成为开路先锋。每个借款国的经济和金融环境不同，政治环境也不同。对于像阿根廷和巴西在上世纪80年代那样经历政治变革的国家，用于债务重新谈判的时间和政治空间将会更少。

2020年，全球经济和金融环境有两个特点对于用系统的方式减少债务存量更加有利。首先，借款国面临共同的外部冲击。外部财政影响因国家而异，但疫情几乎同时影响到每个国家，尽管有些国家应对的准备更力，而另一些国家更不力。这种同步应该有助于四方就如何最好地应对主权债务重组的潜在需要达成共识。然而，这个过程需要时间。

其次，与1982年相比，对债权国的金融稳定性和东道国债权人的金融体系的担忧不再那么突出。

与3、4月相比，2020年10月，实现债务减免、从而大幅降低广大新兴市场和发展中国家（包括中等收入和低收入国家）的债权现值的优先程度有所降低。在全球低利率和充足的全球流动性的背景下，已经有几个主要借贷国保持住或重新获得了进入国际信贷市场的机会。然而，新冠疫情持续对全球产生影响，全球衰退可能持续到2021年，这都可能再次改变优先事项的次序。

许多观察人士对发达国家的经济增长前景持乐观态度，并预计将对新兴市场和发展中国家产生积极的溢出效应。而我却没有那么乐观。如果事实证明我不是无故悲观，那么债务减免将再次成为全球政策议程的首要议题。届时，政策制定者、他们的顾问和分析人员应该铭记20世纪80年代的教训。即使减少债务存量的协议达成，许多国家也无法同时迅速实现，且必须得到某种补贴支持。

参考文献

- Bolton, P. et al. (2020) Born out of Necessity: A Debt Standstill for Covid-19, *Policy Insight* 103 (April). Washington: Centre for Economic Policy Research.
- Boughton, J. M. (2001) *The Silent Revolution: The International Monetary Fund 1979–89*. Washington: International Monetary Fund.
- Boughton, J. M. (2012) *Tearing Down Walls: The International Monetary Fund 1990–99*. Washington: International Monetary Fund.
- Bradley, B. (1986) *A Proposal for Third World Debt Management*.
- Cline, W. R. (1983) International Debt and the Stability of the World Economy, *Policy Analyses in International Economics* 4 (September). Washington: Institute for International Economics.
- Cline, W. R. (no date) *International Debt Reexamined*. Washington: Institute for International Economics.
- Cooper, R. N. and Sachs, J. D. (1985) “Borrowing Abroad: The Debtor’s Perspective”, in Smith, G. N. and Cuddington, J. T. (eds) *International Debt and the Developing Countries*. Cuddington: World Bank.
- Das, U. S., Papaioannou, M. G. and Trebesch, C. (2012) *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts*. Washington: International Monetary Fund (IMF Working Paper 12-203 (August)).
- De Larosière, J. (2018) *50 Years of Financial Crises*. Paris: Odile Jacob.
- Dooley, M., Helkie, W. and Underwood, J. (no date) An Analysis of External Debt Positions of Eight Developing Countries through 1990, *International Finance Discussion Paper* 227 (August). Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Dooley, M. P. (1986) *An Analysis of the Debt Crisis*. Washington: International Monetary Fund (IMF Working Paper 86-14 (December)).
- Dooley, M. P. (no date) “Market Valuation of External Debt”, in Frenkel, J., Dooley, M., and Wickham, P. (eds) *Analytical Issues in Debt*. Washington: International Monetary Fund.
- Eichengreen, B. (2020) Managing the Coming Global Debt Crisis, *Project Syndicate*. Available at: <https://www.project-syndicate.org/commentary/managing-coming-global-debt-crisis-by-barry-eichengreen-2020-05?barrier=accesspaylog> (Accessed: 2 October 2020).
- FFIEC (Federal Financial Institutions Examination Council). (2020) *Country Exposure Lending Survey and Country Exposure Information Report* (March). Available at <https://www.ffiec.gov/E16.htm> (accessed on September 5, 2020).
- Gelpern, A. (2020) *Now That Everyone Is on the Standstill Bandwagon . . . Where to? Part I*. Credit Slips, April 20. Available at <https://www.creditslips.org/creditslips/2020/04/now-that-everyone-is-on-the-standstill-bandwagon-what-next-part-i.html> (accessed on July 19, 2020).

Gelpern, A. (2020) *Now That Everyone is on the Standstill Bandwagon . . . Where to? Part II*. Credit Slips, April 20. Available at <https://www.creditslips.org/creditslips/2020/04/now-that-everyone-is-on-the-standstill-bandwagon-what-next-part-ii.html> (accessed on July 19, 2020).

Gelpern, A., S. Hagan, Mazarei, A. (2020) Debt standstills can help vulnerable governments manage the COVID-19 crisis. *Realtime Economic Issues Watch* (April 2). Washington: Peterson Institute for International Economics: Available at <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/debt-standstills-can-help-vulnerable-governments-manage-covid> (accessed on July 19, 2020).

IMF (International Monetary Fund) (1988) *Summary Proceedings Annual Meeting 1988*. Washington.

IMF (1990) *International Capital Markets: Developments and Prospects*. Washington.

IMF (2020) *World Economic Outlook Database*, April. Washington.

Kenen, P. B. (1983) Third World Debt: A Bailout Plan for the Banks. *New York Times*, March 6.

Kose, M. A., P. Nagle, Ohnsorge, F., and Sugawara, N. (2020) *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington: World Bank.

LaFalce, J. (1987) *Third World Debt Crisis: The Urgent Need to Confront Reality* (March 5). Washington. Congressional Record 4891-4896. Available at <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-CRECB-1987-pt4/pdf/GPO-CRECB-1987-pt4-4.pdf> (accessed on October 5, 2020).

Liu, Y., Savastano, M., Zettelmeyer, J. (2020) *The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors: Recent Developments, Challenges, and Reform Options* (September 23). Washington: International Monetary Fund.

Sachs, J. (1986) Managing the LDC Debt Crisis. *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 397-431. Washington: Brookings Institution.

Stiglitz, J., Rashid, H. (2020) *A Global Debt Crisis Is Looming: How Can We Prevent It?* Project Syndicate (July 31). Available at <https://www.project-syndicate.org/commentary/how-to-prevent-looming-debt-crisis-developing-countries-by-joseph-e-stiglitz-and-hamid-rashid-2020-07> (accessed on September 5, 2020).

Truman, E. M. Forthcoming. *Lessons from the 1980s: Sovereign Debt Relief in the Global Pandemic*. PIIE Working Paper. Washington: Peterson Institute for International Economics.

WTO (World Trade Organization). (2020) *World Trade Statistical Review*. Geneva. Available at https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2020_e/wts20_toc_e.htm (accessed on September 5, 2020).

国际货币基金组织 (IMF) 与气候变化宏观层面的关键性

Ulrich Volz

简介

“在国际货币基金组织，我们认识到我们在本机构和全球范围内采取的气候行动对我们的未来至关重要。我们将气候纳入所做的一切都与。”

—Kristalina Georgieva, 2020年12月

国际货币基金组织最近开始认识了到气候变化在宏观层面的关键性，即气候变化对于实现宏观经济和金融稳定——IMF任务的核心，至关重要的地位。2015年，国际货币基金组织将气候变化确定为“新兴的结构性问题”。2015年11月，时任总裁Christine Lagarde表示：“IMF可以发挥作用，帮助其成员应对气候变化的挑战，而财政和宏观经济政策是应对措施的重要组成部分”（Lagarde 2015：1）。IMF新任总裁Kristalina Georgieva在2019年10月上任后，也强调了气候变化在IMF工作中的中心地位：“应对气候变化对金融稳定、确保我们能够实现可持续增长至关重要，如今这一点已经毋庸置疑，没有任何机构、个人能逃脱责任不采取行动。对于国际货币基金组织，我们始终关注风险。气候变化是我们工作中绝对必须关注和放在首要位置的风险类别”（国际货币基金组织，2019）。从那以后，她也多次重申了气候变化在IMF任务中的重要性。

尽管国际货币基金组织显然已开始采取行动，但目前气候挑战的重要性和紧迫性还停留在国际货币基金组织领导层的言语层面，未能反映在采取的行动上。在实操层面，国际货币基金组织在将气候变化纳入其框架和政策方面行动还很迟缓。在内部，Georgieva将气候变化问题纳入主流的要求遇到了阻碍。有观点认为，气候变化仅对国际货币基金组织成员国中的一部分国家至关重要（多数是小岛屿发展中国家），而且无论如何，国际货币基金组织在这一领域没有足够的专业知识¹。此外，国际货币基金组织的工作主要关注有形风险。

¹ 该基金在应对气候威胁中的作用也因其最大股东美国的气候立场而受到阻碍。但是，拜登政府在2021年1月上任后，将气候政策作为优先事项，并致力于“制定战略，使美国的声音和投票能够在包括世界银行集团和IMF在内的国际金融机构实现，以促进与《巴黎协定》的目标保持一致并支持《巴黎协定》目标的融资计划、经济刺激计划和债务减免倡议”（白宫2021年：g2）。

本章将基于先前的工作²，阐明为什么气候变化的有形风险和过渡风险都在宏观层面具有毋庸置疑的关键性，并且用Kristalina Georgieva的话来说，为什么需要在国际货币基金组织的工作中占据主导地位 and 中心位置。重要的是，国际货币基金组织不应认为气候相关的宏观金融风险仅对小岛屿发展中国家或更广泛的气候脆弱的发展中国家具有实质性意义。尽管这些国家特别容易受到气候变化的物理影响，并且缺乏扩大气候适应和韧性的投资，但更大的中等收入和发达经济体也不能免受气候变化的物理和过渡影响以及由此带来的宏观金融风险。

本章的结构如下：第2节将概述气候变化为何在宏观层面具有关键性，为什么需要将其纳入国际货币基金组织包括监督、技术援助和培训以及紧急贷款和危机支持等的业务工作中。第3节将重点介绍国际货币基金组织支持其成员更好地管理和缓解与气候相关风险的关键领域。第4节为总结。

气候变化在宏观层面的关键性

气候变化可以以多种方式影响经济和公共财政³，从而影响债务可持续性和主权风险。风暴、洪水和热浪等极端天气事件既可能造成人类痛苦和死亡，也可能在经济影响方面带来可怕的后果。破坏性气候灾害的一个极端例子是飓风玛丽亚，其造成的损失估计相当于2017年多米尼克国内生产总值的260%；2004年飓风伊万造成的破坏相当于格林纳达国内生产总值的150%。从历史上看，与气候相关的灾害对易受灾害影响的小国造成的损害最大（Cantelmo等，2019），但它们也可能影响较大的经济体，例如泰国2011年遭受的洪水损失相当于其GDP的11%。灾害易发国家面临的公共债务大大高于不易遭受灾害的国家（Cabezon等，2015；Munevar 2018）。自然灾害一直以来便是导致主权债务违约的因素之一（Moody，2016，2020）。⁴

重要的是，与气候有关的灾难（其频率和强度将因气候变化而增加）可能会对财政产生严重影响。根据国际货币基金组织对宏观经济风险及其相关或有负债的分类，表1概述了气候相关灾害造成的不同财政风险。与自然灾害和极端天气有关的宏观经济风险包括经济活动中断的风险，这可能对税收和其他公共收入产生不利影响，并增加社会转移支付（例如Schuler等，2019）；商品价格的变化，可能通过化石燃料或食品补贴影响收入或增加支出；供应或需求冲击对通货膨胀和利率的影响；以及汇率影响（例如Farhi和Gabaix，2016）。相关的或有负债包括公共资产的物理损坏以及人道主义危机和公共卫生突发事件的公共支出等。Bova等（2019年）对80个发达和新兴经济体1990-2014年或有负债发生率的分析表明，自然灾害（包括地球物理事件）是或有负债最重要的来源之一，其发生可能是财政困境的一个重要来源。总的来说，气候灾害通过宏观经济风险和或有负债风险对主权债务的可持续性明确构成了重大风险。尽管模拟这些风险涉及很多复杂的因素，但将气候灾害情景分析纳入财政可持续性分析至关重要。灾害损失及其财政影响的风险预测需要包括不同气候路径下暴露程度和脆弱性的变化（Bouwer, 2011）。

² 主要基于Volz（2020），Volz和Ahmed（2020），以及Volz et al.（2020）。

³ 参见Volz等（2020）对气候变化可能困扰公共财政、扩大主权风险的传播渠道的全面分析。

⁴ 飓风伊万促使格林纳达在2004年至2006年期间进行了主权债务重组（Moody，2016；Asonuma等，2018）。多米尼加共和国2005年的主权债务重组也部分是由于前两年飓风造成的损害（Moody，2016）。

表1：与气候相关的财政风险因素和气候变化渠道例证

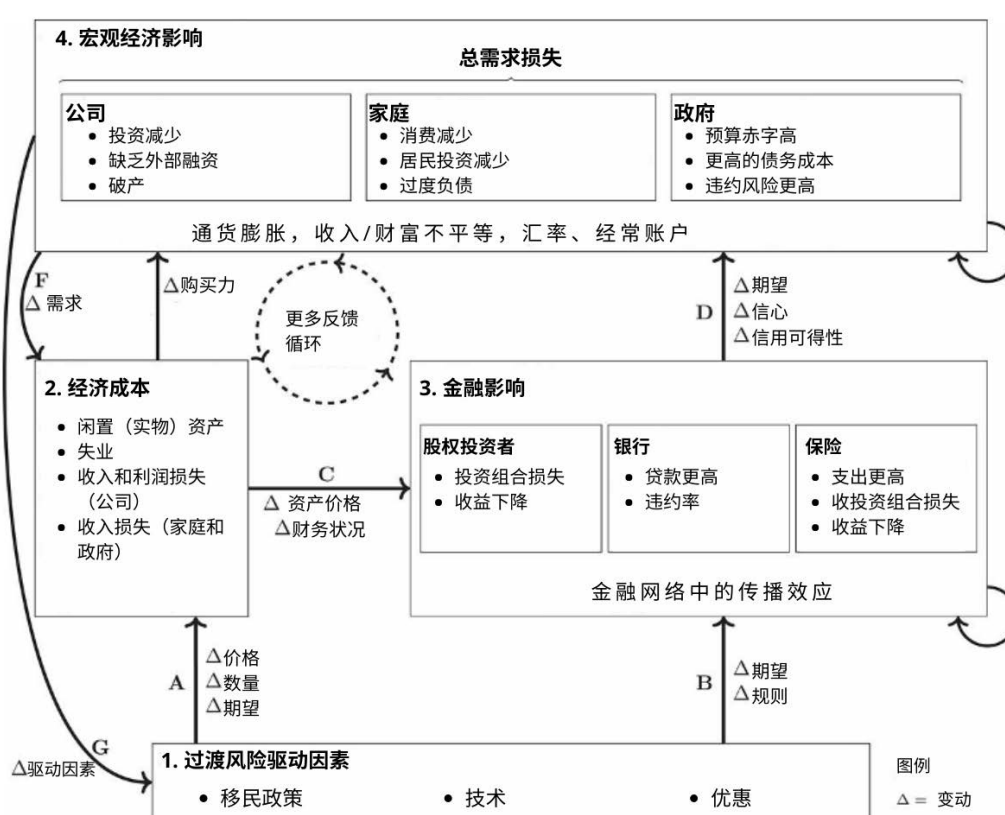
风险因素	气候变化渠道
宏观经济风险	
经济增长（GDP或行业水平增长）	干旱、降雨过多、风暴等会扰乱农业、渔业、矿业、旅游、交通、水电、保险等，对经济增长造成冲击，影响收入和支出
	如果气候灾害影响工人的健康和生产力、就业和产出，所得税收入将减少
	失业保险和其他社会保障计划的支出与计划水平不同
	其他国家的极端天气事件可能会增强出口需求或影响大宗商品价格
贸易	贸易的变化和中断影响关税的征收
大宗商品价格	主要生产国极端天气事件的严重性和可能性增加会加剧世界商品价格的波动
	对于采掘业出口国：政府收入与预期水平不同
	农产品价格的变化可能会影响国内农业和粮食补贴支出
利率	食品或能源供应的短缺等可能会导致通胀率飙升
汇率	灾害可能导致货币贬值并增加外债偿还成本
	政府的进口采购支出与预期不同
或有负债	
公共资产等物理损害	气候相关灾害破坏政府建筑物或破坏公共基础设施
	用于政府建筑物和其他公共资产的维修和重建的额外支出
	预期外的救济和复苏支出；可能用于弥补私营部门损失的支出（包括政府经营的火灾、水灾和农作物保险）
国有企业	国有企业因极端天气事件导致的经营中断而遭受损失或收入损失；碳密集型业务成本增加
	启用主权贷款担保
	对政府将会弥补国有企业损失的预期
公私合作项目	基础设施公私合作会因极端天气事件而遭受破坏或损失
	合同义务（例如，服务的保障）
	如果项目失败，对政府将会弥补损失的预期
人道主义危机和公共卫生紧急情况	气候变化和极端天气事件的严重程度和可能性的增加可能会影响病媒传播疾病的传播、高温事件造成的死亡等。
	卫生支出增加
	紧急救济和援助社会安全网
司法裁决	法院可能裁定政府应对气候适应措施负责

资料来源：Volz等（2020），部分引自Schuler等（2019，表4.1）。

除了急性的危害外，气候变化的慢性物理影响，例如温度升高、降水模式变化、海平面上升和水资源压力恶化，也可能对生产率、产出、就业、金融稳定和公共财政产生重大影响。此外，各经济体还面临国际气候政策、技术变革和不断变化的消费模式所造成的转型风险。这些都会对经济和金融体系产生不稳定的影响，造成负面的反馈循环（图1）。

气候变化的物理影响和转型影响可能造成总供给和需求的冲击。表2显示了物理或转型方面的气候影响可能造成的不同类型的供应和需求面冲击。例如，气候变化可能会干扰生产，导致对供应的冲击；破坏资本存量和基础设施；减少农业、林业和渔业的产出；扰乱运输路线和价值链，造成投入短缺。需要强调的是，向低碳经济转型也可能导致供给侧冲击（McKibbin等，2017）。具体来讲，气候政策可能导致资产和技术搁浅（Bos和Gupta 2019；Semieniuk等，2021）；从高碳转向低碳行业的经济结构变化中，退出的行业有可能导致部分劳动力失业；如果工作技能不能转移到其他行业，可能导致“搁浅工人”或移民问题。

图1：低碳转型风险



资料来源：Semieniuk等，（2021）。

表2：气候变化对宏观经济的影响

		物理影响		转型影响
		因极端天气事件	因逐渐全球变暖	
需求	投资	对家庭和企业资产负债状况的损害导致投资减少	家庭和企业资产负债表的变化会影响投资	对家庭和企业资产负债表产生影响 对负责任投资的需求不断增长 公共投资推动（“绿色新政”） 气候政策的“挤兑”作用
	消费	收入损失和家庭资产负债情况受损会减少消费	对家庭收入产生影响 房地产价格变动带来的财富影响 对公司资产负债表产生影响 对公共财政产生影响	气候政策的“挤兑”作用 由于优惠或税收（例如碳税）的转变而导致的消费模式的变化 移民或政治不稳定引起的需求变化 股票和债券价格导致的财富效应对公共财政产生影响
	贸易	因气候灾害造成的进出口流动中断	贸易结构和贸易量的变化	不对称的气候政策造成的扭曲 贸易结构和贸易量的变化
供应	劳动力供应	气候灾害造成的工时损失	由于高温而导致的工时损失 气候变化对劳动生产率的影响 移民影响	“搁浅劳动力” 移民影响
	自然资本		耕地流失，生物多样性丧失，水资源紧张	气候政策可能会限制土地或生态系统服务的使用
	能源，粮食和其他投入	粮食和其他投入短缺（例如由于供应链中断导致）		通过脱碳政策和新的可再生能源改变能源供应
	资产	极端天气造成的损坏	生产性资产损失 资源从生产性投资转向气候变化缓解类资产	搁浅资产 资源从生产性投资转向气候变化缓解类资产
	技术	资源从创新转向重建和更换	资源从创新转向气候变化适应资产	技术可能遭到搁浅 低碳技术的创新和采用率存在不确定性

资料来源：Volz 等（2020），基于Batten等（2018）的分类法。

和供应侧的冲击一样，物理影响和转型影响也都可能导致需求侧的冲击。极端天气事件会减少家庭收入和财富，从而减少个人消费。此外，对企业资产负债状况的损害也可能导致投资减少。然而，在损失的初始阶段之后，自然灾害通常会经历一段恢复期，在此期间，基础设施和生产场所的重建以及库存的补充将暂时提振投资和消费（国际货币基金组织，2016）。极端天气事件还会影响商品和服务的国际需求。此外，全球变暖的长期作用可能导致经济结构的变化，这可能通过对家庭收入（如农业或渔业收入）的影响、财富效应（如房地产价格的变化）、对企业资产负债表的影响或对公共财政的影响，影响总需求。全球变暖还可能通过影响家庭和企业资产负债状况，对投资产生影响。最后同样重要的是，全球变暖会影响贸易模式和贸易量。

旨在促进向低碳经济过渡、消费者喜好变化以及技术进步的气候政策可能对国内外需求以及投资产生重大影响。向低碳世界经济的全球转型将意味着对碳密集型商品和服务的需求下降，可能因此导致该产业的资产搁浅。经济结构的变化也可能通过影响家庭和公司资产负债状况（例如，不同行业的增长或消亡）或对可持续投资需求的增长影响私人营部门的投资。大宗商品价格变化或能源和技术创新也可能带来供应上的冲击。

目前人们普遍认识到，气候变化的各种宏观金融影响可能对个体金融机构和整个金融体系的稳定带来实质性风险（NGFS 2019）。此外，实证表明，气候脆弱性会影响主权国家和企业的债务成本，并可能对宏观经济发展和公共财政产生重大影响（Buhr等，2018，Beirne等，2020，2021年；Kling等，2018，2021）。作为监督世界经济和全球金融体系稳定性的关键国际组织，国际货币基金组织将需要在分析和监测这些风险方面发挥重要作用，并支持其成员设计和实施政策，缓解和管理宏观气候变化带来的宏观金融风险。

国际货币基金组织支持其成员国更好地管理和缓解气候相关风险的关键领域⁵

近年来，国际货币基金组织加强了对气候变化的分析工作。自2016年以来，涉及气候变化的出版物和活动数量稳步增加（Volz，2020）。然而，在其监测、技术援助和培训以及紧急贷款和危机支持等业务工作中，国际货币基金组织在应对与气候有关的宏观金融风险方面仍然相对落后。在国家层面，国际货币基金组织最近才开始在与成员国进行的第四条磋商中讨论气候变化问题：直到2018年，每年只有极少数第四条磋商报告实质性地提及气候变化。⁶

这在2019年出现了大幅增长，这一年有27篇第四条磋商报告实质性地提及气候变化。⁷然而，在绝大多数第四条磋商报告中，气候变化以及与气候有关的宏观经济和财政风险并未扮演重要的角色。IMF与世界银行共同开展的其他国家层面的监测活动，包括金融部门评估方案（FSAPs）和债务可持续性分析（DSAs），也未能系统地研究与气候相关的风险。⁸类似地，除了旗舰报告中的几个主题章节，在其区域和全球监测和监督业务中，气候变化迄今得到了很少的讨论。在其技术援助工作中，国际货币基金组织也仅对六个国家进行了气候变化政策

⁵ 本节基于Volz（2020）和Volz和Ahmed（2020），对国际货币基金组织在气候问题上可能采取的行动进行了更全面的讨论。

⁶ Volz（2020）对在第四条磋商报告中“实质性地提及气候变化”定义为，至少10次提及“气候变化”、“气候”、“气候风险”和/或“与气候有关”，或者至少提供了一个完整的有关该主题的段落、方框或章节。

⁷ 还在第四条磋商之外进行了一些关于气候相关风险的国别研究，包括对增强圣卢西亚自然灾害抵御能力的分析（Cantelmo等，2019）以及对挪威转型风险的分析（Grippa和Mann，2020）。

⁸ 一个例外是2020年加强重债穷国倡议对索马里进行的最新债务可持续性分析，该倡议包括了对气候冲击情景的模拟（国际货币基金组织，2020）。

评估：塞舌尔（2017年6月）、圣卢西亚（2018年6月）、伯利兹（2018年11月）、格林纳达（2019年7月）、密克罗尼西亚联邦（2019年9月）和汤加（2020年6月）。

展望未来，国际货币基金组织应系统地将气候风险纳入其分析和运行框架。具体来讲，基金组织目前使用的宏观模型由于没有考虑气候风险，对于履行其最终目的，存在不足。国际货币基金组织的宏观模型需要大大加强，以便能够用来确定宏观经济和财政风险的主要来源，并评估私营和公共部门应对气候相关风险的能力。通过使用科学的气候风险度量和方法，如评估气候相关风险的气候压力测试和气候金融定价模型，来丰富分析框架，以在解决可持续发展和不平等方面的潜在矛盾的同时，为设计针对缓解此类风险的措施提供基础。

继种种公共表态之后，国际货币基金组织应在与所有成员国的第四条磋商中引入关于气候风险的固定章节。在第四条磋商中统一、系统地处理气候风险有助于各国政府更好地管理和缓解宏观金融风险，并提高金融部门对此类风险的认识。为此，国际货币基金组织还应该在金融部门评估方案中纳入有关气候相关金融风险的固定章节。所有成员国都需要对宏观经济、金融体系和公共财政的所有脆弱性来源进行基于情景的评估，以应对气候变化的物理风险和转型风险（Bos和Gupta，2019；Volz等，2020）。

国际货币基金组织需要系统整合气候风险分析的一个关键领域是债务可持续性分析。如前所述，目前，世界银行-国际货币基金组织的债务可持续性分析联合框架并未系统地考虑与气候相关的风险，而且大多数DSAs并未对气候风险进行分析。债务可持续性分析也忽略了降低气候脆弱性的气候适应方面的投资需求，这对主权融资成本产生了不利影响，并可能加剧主权风险（Buhr等，2018；Volz等，2020）。因此，债务可持续性分析需要改进、纳入与气候相关的风险和适应方面的关键投资需求。这对于尽早发现债务漏洞至关重要，这样才能及时解决债务问题，避免潜在的债务重组。重要的是，对气候敏感的债务可持续性分析也应推广到中等收入国家。鉴于全球南方国家的债务危机迫在眉睫，改革债务可持续性分析应该是当务之急。

国际货币基金组织还可以发挥重要作用，通过技术援助和能力建设，支持气候脆弱国家对公共财政进行气候方面的把关。通过气候脆弱性评估，国际货币基金组织可以帮助各国财政部门确定支出和收入方面的潜在风险（Volz等，2020）。最后同样重要的是，国际货币基金组织应当考虑扩大其应急融资工具的方案选择，特别是针对气候脆弱国家（Volz和Ahmed，2002）。例如，基金组织应探索扩大其现有灾害融资机制（快速信贷机制和快速融资工具）的覆盖范围，以及特别是对低收入国家，将这些机制转化为赠款的可能性。国际货币基金组织还可以探索建立新的与特别提款权（SDR）的发行挂钩的气候灾害基金的方案，专门救济受气候灾害影响的国家。

结论

气候变化具有宏观层面的关键性，因此需要纳入国际货币基金组织各类业务的主流。国际货币基金组织的宏观模型需要系统地纳入前瞻性的物理风险和转型风险。所有成员国的第四条磋商都应包括对气候风险的分析。同样，债务可持续性分析和金融部门评估方案也需要进行实质性的修改，以包括检测与气候相关的宏观金融风险的能力。

此外，作为全球金融体系的监护机构，国际货币基金组织还应按照《巴黎协定》2.1c条的承诺，在“使资金流符合低温室气体排放和加强气候韧性的发展道路”方面发挥关键作用。在支持各国财政部门、央行和监管机构预算和经济进行气候方面的把关，以及将可持续性实践纳入金融决策的主流方面，国际货币基金组织处于独特的地位。

参考文献

- Asonuma, T., Li, M.X., Papaioannou, M.G., Thomas, S., Togo E. (2018) Sovereign Debt Restructurings in Grenada: Causes, Processes, Outcomes, and Lessons Learned, *Journal of Banking and Financial Economics* 2(10), 67–105.
- Batten, S., Sowerbutts, R., Tanaka, M. (2018) “Climate Change: What Implications for Central Banks and Financial Regulators?”, in: B. Caldecott, ed., *Stranded Assets and the Environment*. London: Routledge.
- Beirne, J., Renzhi N., Volz U. (2020) “Feeling the Heat: Climate Risks and the Cost of Sovereign Borrowing”, *ADB Working Paper* No. 1160. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Beirne, J., Renzhi N., Volz U. (2021) Bracing for the Typhoon. Climate Change and Sovereign Risk in Southeast Asia, *Sustainable Development*. Forthcoming.
- Bos, K., Gupta, J. (2019) Stranded Assets and Stranded Resources: Implications for Climate Change Mitigation and Global Sustainable Development, *Energy Research & Social Science Review* 56, 101215.
- Bouwer, L.M. (2011) Have Disaster Losses Increased Due to Anthropogenic Climate Change?, *Bulletin of the American Meteorological Society* 92, 39–46.
- Bova, E., Ruiz-Arranz, M., Toscani, F.G., Elif Ture H. (2019) The Impact of Contingent Liability Realizations on Public Finances, *International Tax and Public Finance* 26(2), 381–417.
- Buhr, B., Volz, U., Donovan, C., Kling, G., Lo, Y., Murinde, V., Pullin, N. (2018) *Climate Change and the Cost of Capital in Developing Countries*, London and Geneva: Imperial College London; SOAS University of London; UN Environment.
- Cabazon, E., Hunter, L., Tumbarello, P., Washimi, K., Wu, Y. (2015) “Enhancing Macroeconomic Resilience to Natural Disasters and Climate Change in the Small States of the Pacific”. *IMF Working Paper* No. 15/125. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Cantelmo, A., Bonato, L., Melina, G., Salinas, G. (2019) “Policy Trade-Offs in Building Resilience to Natural Disasters: The Case of St. Lucia”, *IMF Working Paper* No. 19/54, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Farhi, E., Gabaix, X. (2016) Rare Disasters and Exchange Rates, *Quarterly Journal of Economics* 131(1), 1–52.
- Grippa, P., Mann, S. (2020) “Climate-Related Stress Testing: The Transmission of Transition Risks in Norway”, *IMF Working Paper* No. 20/232, Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2016) “Small States’ Resilience to Natural Disasters and Climate Change – Role for the IMF”, *IMF Policy Paper*, November 4, Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2019), “Can Central Banks Fight Climate Change?”, *IMF Seminar Event, Annual Meetings 2019*, October 16, Washington DC, URL: <https://meetings.imf.org/en/2019/Annual/Schedule/2019/10/16/imf-seminar-climate-change-and-central-banks>.
- IMF (2020) “Somalia: Enhanced Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative-Decision Point Document”, *IMF Country Report* No. 20/86, Washington, DC: International Monetary Fund.

- Kling, G., Lo, Y.C., Murinde V., Volz, U. (2018) "Climate Vulnerability and the Cost of Debt." *Centre for Global Finance Working Paper No. 12/2018*, London: SOAS University of London.
- Kling, G., Volz, U., Murinde V., Ayas, S. (2021) The Impact of Climate Vulnerability on Firms' Cost of Capital and Access to Finance, *World Development* 137, 105131.
- Lagarde, C. (2015) *The Managing Director's Statement on the Role of the Fund in Addressing Climate Change*, 25 November, Washington, DC: International Monetary Fund.
- McKibbin, W.J., Morris, A.C., Panton, A., Wilcoxon P. (2017) "Climate Change and Monetary Policy: Dealing with Disruption", *Climate and Energy Economics Discussion Paper*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Moody's (2016) "Caribbean Sovereigns. The Silent Debt Crisis", *Sector In-Depth*, February 5. New York, NY: Moody's Investors Service.
- Moody's (2020) Sovereign Defaults Series: The Causes of Sovereign Defaults, *Sector In-depth*, August 13. New York, NY: Moody's Investors Service.
- Munevar, D. (2018) "Climate Change and Debt Sustainability in the Caribbean. Trouble in Paradise", *Background Paper for Intergovernmental Group of Experts on Financing for Development*, 2nd Session. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development.
- NGFS (2019) *A Call for Action. Climate Change as a Source of Financial Risk*. Paris: Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System.
- Schuler, P., Edgard Oliveira, L., Mele, G., Antonio M. (2019) "Managing the Fiscal Risks Associated with Natural Disasters", in: M.A. Pigato, ed., *Fiscal Policies for Development and Climate Action*. Washington, DC: World Bank, pp. 133-154.
- Semieniuk, G., Campiglio, E., Mercure, J.-F., Volz, U., Edwards N. (2021) Low-carbon Transition Risks for Finance, *WIREs Climate Change* 12(1), e678.
- The White House (2021) *Executive Order on Tackling the Climate Crisis at Home and Abroad*, January 27. URL: <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2021/01/27/executive-order-on-tackling-the-climate-crisis-at-home-and-abroad/>
- Volz, U. (2020) *Climate-proofing the Global Financial Safety Net*, mimeo, London: SOAS University of London.
- Volz, U., & Ahmed S.J. (2020) *Macrofinancial Risks in Climate Vulnerable Developing Countries and the Role of the IMF – Towards a Joint V20-IMF Action Agenda*. London, Rotterdam, and Bonn: SOAS Centre for Sustainable Finance, Global Center on Adaptation, and Munich Climate Insurance Initiative.
- Volz, U., Beirne, J., Ambrosio Preudhomme, N., Fenton, A., Mazzacurati, E., Rhenzi N., Stampe J. (2020) *Climate Change and Sovereign Risk*, London, Tokyo, Singapore, and Berkeley, CA: SOAS University of London, Asian Development Bank Institute, World Wide Fund for Nature Singapore, and Four Twenty Seven.

作者介绍



KEVIN P. GALLAGHER

Kevin P. Gallagher是波士顿大学Frederick S. Pardee全球研究学院的全球发展政策教授、全球发展政策研究中心主任。

Kevin P. Gallagher是以下六本书的作者或合著者：The China Triangle: Latin America's China Boom and the Fate of the Washington Consensus, Ruling Capital: Emerging Markets and the Reregulation of Cross-Border Finance; The Clash of Globalizations: Essays on Trade and Development Policy; The Dragon in the Room: China and the Future of Latin American Industrialization（与Roberto Porzecanski合著），The Enclave Economy: Foreign Investment and Sustainable Development in Mexico's Silicon Valley (with Lyuba Zarsky); and Free Trade and the Environment: Mexico, NAFTA, and Beyond.

Gallagher在联合国发展政策委员会任职，并担任二十国集团（G20）的二十国智库（T20）国际金融体系的稳定与发展工作组的联合主席。



高海红

高海红，中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心主任、教授。她是中国社会科学院“中国与国际金融体系”项目的首席研究员、中国世界经济学会和中国金融银行学会常务理事、二十国智库（T20）国际金融体系工作组联合主席。她曾担任过东亚思想库网络中国工作组的首席经济学家，出版的论文和书籍覆盖国际货币体系、货币国际化、区域金融合作和中国经济等领域。



张礼卿

张礼卿是中央财经大学（CUFE）国际经济学教授、国际金融研究中心主任、全球金融治理协同创新中心主任、中央财经大学（CUFE）金融学院前院长。他在国际经济和金融领域有众多作为作者、合著者或编辑的发表，特别是在资本流动、汇率、金融危机、金融发展和经济全球化领域。他持有中国人民大学的经济学博士学位，近几十年来在哈佛大学、哥伦比亚大学、蒂尔堡大学、澳大利亚国立大学、伯明翰大学、彼得森国际经济研究所和世界银行研究所担任访问学者。他是中国世界经济学会副会长，并为中国人民银行和国家外汇管理局等中国多个政府部门担任顾问。



WEN QI

Wen Qi是中央财经大学金融学院的博士研究生。



JOSÉ ANTONIO OCAMPO

José Antonio Ocampo是国际和公共事务学院经济与政治发展中心主任、全球思想委员会委员、哥伦比亚大学政策对话倡议联合主席。他还是联合国经济及社会理事会（经社理事会）的专家委员会发展政策委员会主席。在2012年至2013年间，他主持了由国际货币基金组织（IMF）董事会组建的国际货币基金组织独立评估办公室活动审查小组；在2008-2010年间，他担任联合国开发计划署/美洲国家组织（UNAS）项目“拉美公民主义议程”联合主任。2009年成为联合国大会国际货币和金融体系改革专家委员会成员。



EDWIN M. TRUMAN

Edwin M. Truman是哈佛大学肯尼迪学校Mossavar-Rahmani商业和政府中心的高级研究员。在此之前，他曾是彼得森国际经济研究所的非常驻高级研究员（2013-2020）和高级研究员（2001-2013）。1998年12月至2001年1月担任美国财政部负责国际事务的助理部长，从2009年3月至2009年5月担任部长顾问。从1977年至1998年，他担任美联储系统理事会国际金融部主任。他拥有阿默斯特学院的学士学位和耶鲁大学的博士学位，并且曾在耶鲁大学、阿默斯特大学和威廉姆斯大学任教。



RAKESH MOHAN

Rakesh Mohan是印度最资深的经济政策决策者之一，也是中央银行、货币政策、基础设施和城市事务的专家。他是印度储备银行前副行长，国际货币基金组织（IMF）前执行董事，代表孟加拉国、不丹、印度和斯里兰卡。他代表印度政府参加了各种国际论坛，例如巴塞尔和二十国集团会议（G20），并且是新德里社会经济发展中心（原印度布鲁金斯学会）的主席兼杰出研究员。Mohan在印度经济政策改革、货币政策和中央银行方面著有大量文章。他的著作Growth with Financial Stability: Central Banking in an Emerging Market着重探讨了与银行和金融发展、货币政策的实施、金融部门的管理、中央银行在金融市场中的作用以及全球金融危机有关问题。



ISABEL ORTIZ

Isabel Ortiz是哥伦比亚大学约瑟夫·斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz）政策对话倡议全球社会正义项目的主任。2013-2019年间，她担任联合国国际劳工组织（ILO）社会保护部主任。曾在世界各地的50多个国家或地区工作，为政府提供咨询服务，并在联合国、二十国集团、金砖国家，非洲联盟和南美国家联盟等组织中参与了高层计划。此外，她积极支持民间社会的政策倡导工作。她曾在巴塞罗那和英国（在伦敦经济学院获得硕士和博士学位）学习。她有60多篇出版物（书籍和论文），曾被翻译成多种语言。



MATTHEW CUMMINS

Matthew Cummins是联合国儿童基金会的社会政策和经济专家，领导研究工作，并在实时监测、财政空间和社会预算问题，以及保护儿童和贫困家庭免受宏观经济冲击的政策设计方面担任顾问。他在美洲开发银行、联合国开发计划署、美国和平队和世界银行工作了十多年，致力于社会政策问题。他拥有约翰霍普金斯大学高等国际关系学院的国际经济学硕士学位，并在国际发展书籍和期刊上广泛发表文章。



熊爱宗

熊爱宗是中国社会科学院世界经济与政治研究所（IWEP）的高级研究员。他曾在厦门大学学习经济学，并于2010年获得经济学博士学位。熊博士于2010年至2011年在厦门大学经济学院担任助理教授，并于2011年至2013年在南开大学国际经济研究所进行了为期两年的博士后研究。他的主要研究兴趣为全球金融治理，包括国际货币体系，全球金融安全网以及国际金融机构，尤其是国际货币基金组织（IMF）。



MENGWEI YU

Mengwei Yu，中央财经大学金融学院博士研究生。她的研究兴趣涉及全球金融周期，跨境资本流动和货币政策。



谭小芬

谭小芬，中央财经大学金融学院“龙马学者”特聘教授。他的研究重点是国际金融、货币政策和商品价格。他发表了100多篇学术论文，是多个项目的首席研究员，其中包括中国国家社会科学基金会的重大项目，中国国家自然科学基金的重点项目以及中国教育部的重大资助后期项目。

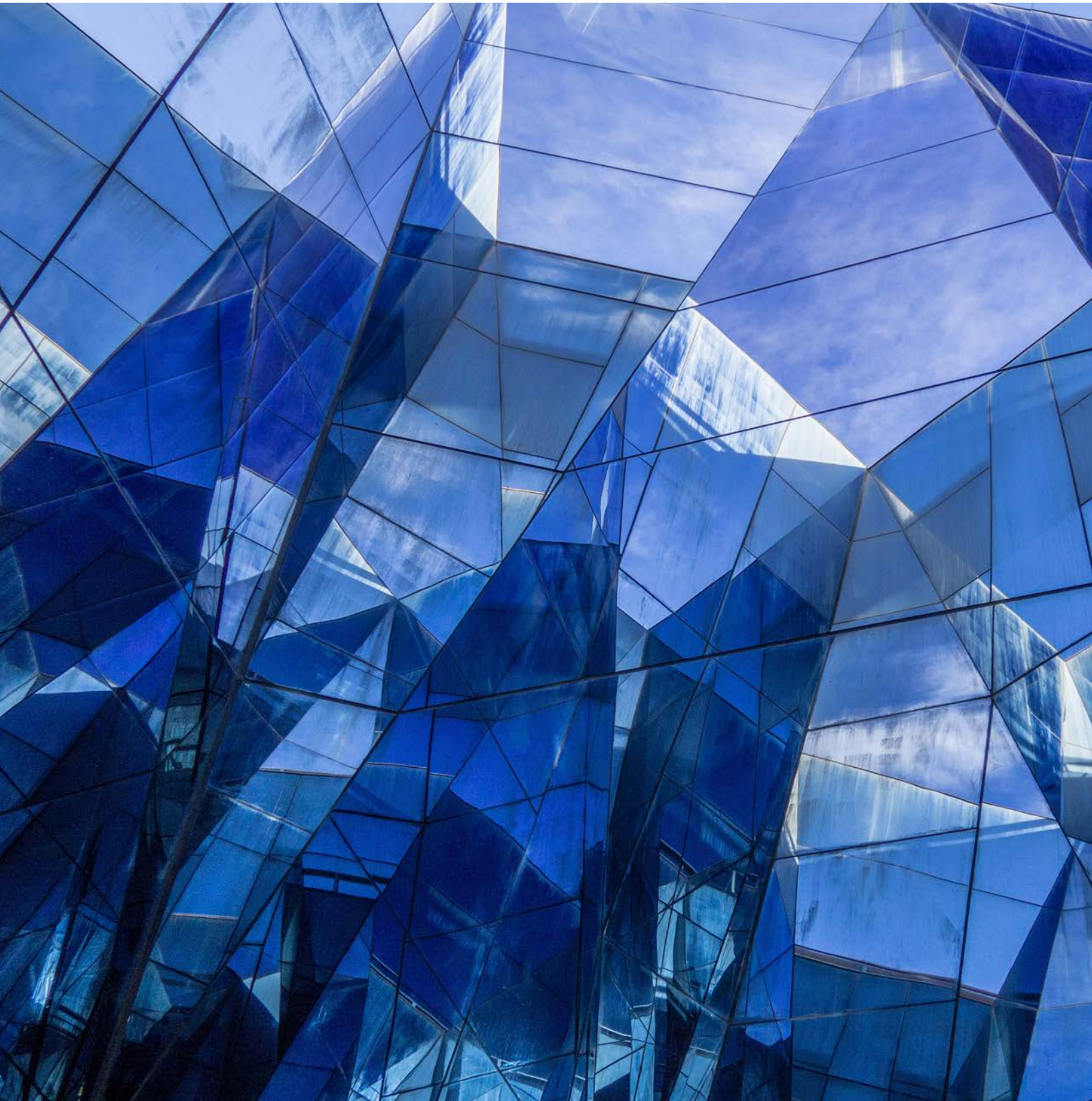


ULRICH VOLZ

Ulrich Volz是伦敦大学亚非学院可持续金融中心主任和经济学读者。他还是德国发展研究所的高级研究员、莱比锡大学的经济学名誉教授。Ulrich已就宏观经济政策、可持续金融和发展问题为众多政府、中央银行、国际组织和发展机构提供了顾问。他是《面向绿色包容性复苏的债务减免》、《气候变化与主权风险》以及《联合国2018年气候变化与发展中国家资本成本报告》的主要作者。



Global Development Policy Center



Boston University
53 Bay State Road
Boston, MA 02215

 gdp@bu.edu
 [@GDP_Center](https://twitter.com/GDP_Center)
 bu.edu/gdp