

# MF

MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

— 金融理论系列 —

# IMF 与全球金融危机

The IMF And Global Financial Crises

约瑟福·P. 乔伊斯 (Joseph P. Joyce) / 著

崔梦婷 刘戈 刘菁菁 田园 / 译

CAMBRIDGE

 中国金融出版社

# MF

MODERN FINANCE SERIES

现代金融译丛

——金融理论系列——

# IMF 与全球金融危机

The IMF And Global Financial Crises

约瑟福·P. 乔伊斯 (Joseph P. Joyce) / 著

崔梦婷 刘戈 刘菁菁 田园 / 译

 中国金融出版社

责任编辑：王雪珂  
责任校对：孙蕊  
责任印制：丁淮宾

This is a (n) simplified Chinese edition of the following title (s) published by Cambridge University Press:

The IMF And Global Financial Crises by Joseph P. Joyce, ISBN 978-0-521-87417-5  
Copyright© Joyce, Joseph. P 2013

This simplified Chinese edition for the People's Republic of China (excluding Hong Kong, Macau and Taiwan) is published by arrangement with the Press Syndicate of the University of Cambridge, Cambridge, United Kingdom.

© Cambridge University Press and China Financial Publishing House 2015

This simplified Chinese edition is authorized for sale in the People's Republic of China (excluding Hong Kong, Macau and Taiwan) only. Unauthorized export of this simplified Chinese edition is a violation of the Copyright Act. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Cambridge University Press and China Financial Publishing House.

北京版权合同登记图字 01-2013-9074

《IMF 与全球金融危机》中文简体字版专有版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

### 图书在版编目 (CIP) 数据

IMF 与全球金融危机 (IMF yu Quanqiu Jinrong Weiji)/(英)乔伊斯 (Joseph P. Joyce) 著; 崔梦婷等译. —4 版. —北京: 中国金融出版社, 2015. 9

书名原文: The IMF And Global Financial Crises

ISBN 978-7-5049-8091-5

I. ①I… II. ①乔…②崔… III. ①国际货币基金组织—研究②金融危机—研究—世界 IV. ①D813.7②F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 191403 号

出版  
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 15

字数 189 千

版次 2015 年 9 月第 1 版

印次 2015 年 9 月第 1 次印刷

定价 46.00 元

ISBN 978-7-5049-8091-5/F. 7651

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

# IMF 与全球金融危机

国际货币基金组织（IMF）对 2008—2009 年全球金融危机的回应标志着它相对于过去政策的一个重要转变：IMF 开始以相对宽松的限制条件快速供给大数额信贷并认可资本管制的使用。从布雷顿森林体系时代到最近的这场危机，IMF 一直致力于提升国际金融稳定，本书追溯了这期间 IMF 活动的演变。本书的分析涵盖了对 IMF 危机管理活动的考察，包括 20 世纪 80 年代债务危机、20 世纪 90 年代和 21 世纪初期新兴市场的剧变和正在持续的欧洲危机。此外，本书还会介绍美国和其他发达国家在 IMF 治理中的主导影响，七国集团被更具包容性的二十国集团取代，二十国集团承诺在政策的共同评估方面给予 IMF 应有的地位并对 IMF 的治理进行改革等事件。

约瑟福·P. 乔伊斯是卫斯理学院的经济学教授，并且是马德琳·科贝尔国际事务学院院长。乔伊斯教授研究金融全球化课题，他在许多期刊上发表了论文，包括《国际货币金融期刊》、《开放经济体评论》、《国际经济评论》、《发展经济学期刊》和《经济与政策》，他还是《国际组织评论》的编委会成员，他在波士顿大学取得了博士学位。

# 前 言

1973 年对于全球经济来说是个过渡年。这一年，恢复布雷顿森林体系固定汇率制的尝试终止，石油价格上升导致物价上升以及产出降低，这种现象被命名为“滞胀”，这也是美国政府限制资本流动的最后一个年头。相比之下，1973 年还有一件事情显得有些微不足道：我从乔治城大学国际事务学院毕业，正是在那里我对国际经济学产生了兴趣。在纽约工作两年之后，我参加了波士顿大学经济学硕士的项目，随后我幸运地收到卫斯理学院任教的邀请，从那以后我一直在此工作。

在货币体制进入后布雷顿森林时代、金融自由化期间，我开始了自己的专业学术生涯。美国取消了资本管制，其他发达国家紧随其后，在 20 世纪 70 年代也开始金融放松管制，而许多亚洲国家和拉美国家在接下来的几十年中纷纷效仿。资本流动迅速扩大，到 20 世纪末，跨境金融市场的一体化或许已经可以被称作全球化的最近迹象（米什金，2006）。但这也是经济波动剧变的时期，这些剧变包括 20 世纪 80 年代的债务危机，20 世纪 90 年代新兴市场的金融危机，以及 2008—2009 年的全球性金融危机。

IMF 正居于所有这些事件的中心。我把目光转向对 IMF 的研究，因为它始终关注着世界经济的迂回曲折。IMF 经常成为被批判的主体：有时被误导因而有失公正，有时自作自受罪有应得。我在研究中尝试着对关于 IMF 的活动和这些活动的影响的记录加以证实。在我的第一个硕

士论文的学术报告里，我研究了那些寻求 IMF 援助的国家的经济特征。随后的研究成果则探讨了 IMF 计划的重复制订，与这些计划相关的政策的执行，针对贫困的基金计划的影响，IMF 作为公共物品提供者的地位和 IMF 对资本账户放松管制的立场。通过这些研究，我最终对 IMF 和它的成员国的经济环境有所了解。

与其他人一样，我的注意力被 2008 年全球金融危机的爆发所吸引，不过 IMF 对危机的回应更是引起了我的浓厚兴趣。国际货币基金组织曾经因为放贷计划的缺乏而在过去的十年中剔除其成员国，现在却答应了成员国的援助请求，向它们提供大量的信贷，并且这些信贷所受的制约相对有限和集中。IMF 被视为“涅槃重生的凤凰”、“重返赛场”，它迅捷且具有活力的反应恢复了它的名誉，洗脱了它在之前的危机管理活动中遭受的批评，尤其是那些在 1997—1998 年东亚金融危机期间的活动。然而，IMF 很快被牵涉欧债危机里去，与此同时，新兴市场国家向 IMF 施压，要求后者对资本管制的角色（将资金流的影响考虑在内）加以调查研究。

从 1973 年布雷顿森林体系终止到 2008—2009 年的全球性金融危机以及随后欧洲爆发的事件（指欧债危机），IMF 做了很多努力，向世界各国提供公共物品，并提升金融的稳定性，本书对 IMF 的这些尝试进行了考察。这些解释表明了 IMF 是如何应对当今的金融动荡，如何调整它的政策处方的。IMF 学会了在必要的时候更迅速地给予回应，学会了区分什么样的危机情况需要国内政策的重大调整，什么样的情况是由外部冲击引起的，需要资金援助。随着对金融部门不稳定性的关注日益密切，IMF 对不受监管的资本账户的优缺点的认识不断加深，IMF 的这些转变应运而生。

本书在讲述这个故事时，也调查了 IMF 作为一个代理人，与它的委托人——各成员国政府——之间的关系。多年来，IMF 按照发达（或高收入）国家、新兴市场（或中等收入）国家和发展中（或低收入）

国家来划分其成员。这种分层并不严格，有些国家在这种分类方式下升级或者降级。但是，在后布雷顿森林体系时代，那些在 IMF 中居于主导地位的发达经济体和其他国际机构并不需要向 IMF 借钱，而新兴市场的势力相对薄弱，当它们频频陷入金融危机时，便不得不向 IMF 寻求信贷援助。IMF 中那些较贫困的成员国的私有资金流中断，因此他们只能依靠 IMF 和其他多边机构的援助。

2008 年的全球金融危机冲击全球经济。然而，这场风暴源于美国，发达国家在接踵而至的危机中遭受的打击尤其惨重。此外，这些国家影子银行系统的活动一旦曝光，他们便再也无法标榜自身监管系统的优越性。另一方面，新兴市场的经济在还没有恢复到令人惊叹的增长之前，仅出现了小幅下滑。七国集团曾经是制定国际经济政策的主要论坛，如今它把这个角色让位于涵盖了许多新兴市场国家的二十国集团，IMF 成员国之间的相对位置变化显而易见，这种转换是伴随着对更变 IMF 管理的承诺进行的。

IMF 花了 35 年时间寻找自己在金融全球化时代中的位置，如今它必须重新自我组建。布雷顿森林体系以通用的固定汇率和资本账户体制为主要特征，没有人期待它的回归。发达国家试图应对逐渐增长的负债，新兴市场和发展中国家则希望能保持经济高速增长，免受剧烈的金融波动，这些愿望和转变的实现需要 IMF 和它的成员们重新深度评价国际货币体系，像 1944 年布雷顿森林会议上一样。我希望这本书可以对这样的讨论有所促进。

# 致 谢

这本书得益于与很多同事的交谈，曾经和我讨论这些话题的人们包括：Rawi Abdelal, Jeffrey Chwieroth, Onno de Beaufort Wijnholds, Domenico Lombardi, Kenneth A. Reinert, Lorenzo Bini Smaghi, Thomas Willett 和 Ngairé Woods。特别的感谢还要送给我从前的合著者 Graham Bird, Ilan Noy, Raul Razo - Garcia 和 Todd Sandler。剑桥大学出版社的 Scott Parris 对于本书出版过程中经历的多份书稿展现了极大的耐心。韦尔斯利学院的一些学生，包括 Virginia Ritter, Leslie Shen 和 Suilin Yap, 同样提供了有价值的研究帮助。

本书的完成很大程度上得益于我妻子 Catherine Clark 的善解人意，她并没有对我在写作期间缺席家庭活动而加以指责，我的孩子 Caroline 和 Alison 同样接受了在他们正常的童年中父亲总是因写作而缺席。我为拥有这样美好并支持我的家庭而深感荣幸。



# 目 录

第1章 简介	1
第2章 布雷顿森林体系	21
第3章 转变	39
第4章 债务危机	57
第5章 全球金融复苏	79
第6章 货币危机	99
第7章 不断变大的旋涡	119
第8章 愚蠢的财政	137
第9章 经验所得	155
第10章 大衰退	175
第11章 世界颠倒了	203
附录：IMF 数据	221

# 第1章

## 简介

- 国际公共产品和金融稳定性
- 国际政府组织（IGOs）和IMF
- 委托人和代理人
- 综述



国际货币基金组织（IMF）在“大萧条”中充分扮演了领导的角色，这一行为是2008—2009年全球金融危机中众多令人吃惊的特点之一。鉴于IMF在20世纪90年代末期的金融危机中恶化的名声，以及在随后的十年内吝惜放贷，关于国际货币基金组织恢复其正常工作的消息是十分值得关注的。IMF支持过早取消对资本流动的管制，并且对被迫向其借款的国家采取严厉和不恰当策略的这一行为广受指责，其批准的新的贷款协议的数量从2011年的26项减为2007年的20项（图A4.2），除其中两项，剩下的贷款协议都是面向IMF最贫穷的成员国，而这些成员国几乎不能通过私有渠道获得融资。

此外，作为促进国际经济和金融稳定的政府间组织，IMF起初在危机处理中并未起到直接的作用。受经济危机影响最严重的美国和西欧国家，其财政部长和中央银行行长们力图通过放宽贷款条件和修复受损的金融机构来控制IMF的影响力，当发达经济体的政府官员调整本国应对金融危机的措施时，IMF便成了局外人。

然而，这一切在2008年秋天美国发生财务失败时发生了改变。面对未来经济的不确定性，即便借款人仍可信赖，贷款人仍选择撤资，全球金融市场冻结。金融系统的瓦解导致经济萎缩，随后传播至初期发生金融危机的国家之外。随着紧张的银行、公司和投资者力图将其资金重新配置到更安全的区域，全球贸易下滑、资本流动减速，甚至在某些情况下发生了逆转。

此次全球金融危机也导致国际经济治理的混乱。二十国集团（G20）取代了七国集团、八国集团（G7/G8），作为国际经济调整更合适的论坛，其领导者在华盛顿举行会面来讨论共同应对金融危机的策略。<sup>①</sup> 他

---

<sup>①</sup> 七国集团包括加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国，当俄罗斯于1997年加入后变成八国集团。然而，七国集团的财务部长们仍旧继续同八国集团的国家领导人单独会面。二十国集团包括八国集团中的八个国家以及阿根廷、澳大利亚、巴西、中国、印度、印度尼西亚、韩国、墨西哥、沙特阿拉伯、南非、土耳其和欧盟。见第3章七国集团的组成和第10章二十国集团的组成。

们宣布支持 IMF，并同意大幅度增加本国对 IMF 财政资源的供给以便其能满足求援国家的需求。作为回应，IMF 为一些国家提供贷款援助，这些国家包括乌克兰、匈牙利、冰岛和巴基斯坦（见第 10 章），并且 IMF 重新调整其贷款计划，减少很多贷款所附的保单条件以及增加国家可获的贷款数额。IMF 也采用了一项新的贷款方式，即有稳定政策记录和强劲宏观经济表现的国家可以申请无信用额度要求的贷款。此外，当经济危机的影响逐渐消退时，IMF 保证将同国家政府和其他国际组织合作来复苏经济，完善全球金融市场规则，因此，许多评论者将恢复活力的 IMF 誉为“凤凰”（贝蒂，2010）。

本书认为鉴于 IMF 对之前全球金融危机的政策态度，此次其对于大萧条的回应可以看成一次具有重要意义的突破，这一突破发生在成员国根据收入和是否向 IMF 借款分层后的时期<sup>①</sup>。此外，IMF 积极鼓励深化和扩大全球金融财富，其之前对于金融危机的回应反映了高收入成员国的支配地位和支持金融全球化的思想共识，IMF 的贷款计划力图重振全球资本市场中遭受金融危机国家的经济。

但是，此次危机很多认知发生了颠覆。令人惊讶的是依赖高等收入国家经济情形的全球经济情况和这些国家的经济复苏一样表现得十分萧条，而新兴经济体从全球经济萎缩中的反弹速度要远高于高等收入国家，从而带动了发展中国家经济的复苏。此外，此次危机表明金融不稳定是经济体系中存在的问题，证实了审慎监管和金融市场以及资本流动管制的必要性。

此次大萧条为 IMF 提供了一次从过去错误中学习经验的机会，但

---

<sup>①</sup> 世界银行规定国家根据人均国民总收入（GNI）进行分级。2011 年，人均国民总收入低于 1 005 美元的国家为低收入国家；人均国民总收入在 1 006 ~ 12 275 美元的国家为中等收入国家；人均国民总收入高于 12 276 美元的国家为高收入国家。其中中等收入国家又被分为低中等收入国家和高中等收入国家，低中等收入国家人均国民总收入为 1 006 ~ 3 975 美元，高中等收入国家的人均国民总收入为 3 976 ~ 12 275 美元。这些收入门槛也会随时间发生变化，国家在不同收入等级中移动。这三类收入群体相当于发达经济体、新兴经济体和发展中经济体。

是正在发生的经济和制度变革将会影响 IMF 应对未来金融不稳定性问题的能力，尽管惰性放缓了改革的步伐，二十国集团取代七国集团、八国集团，它应该同 IMF 一起为全球经济带来更加公平的治理结构。此外，欧债危机为 IMF 带来了新的挑战，在如何应对处于财务困境中的成员国问题上，欧元区政府和市民之间产生了分歧，而 IMF 正禁锢在分歧之间无法抉择。财务负担将会给发达经济体带来人口老龄化问题，从而增加其医疗卫生和公共养老金的开支。新兴国家政府试图维持其高经济增长率的同时也面临了一系列挑战，如果其需求低于之前危机时期，它们将对 IMF 的能力产生怀疑。

本书检验了制度改革和 IMF 对于全球金融市场和市场中危机的应对机制<sup>①</sup>。本书也将一一解释于 1973—2008 年 IMF 的活动如何反映其主要成员国的影响力，以及其对于资本市场一体化承担的义务和评估其作为危机预防者和危机管理者的有效性。同时，本书也分析 IMF 在未来时间里将面临的挑战，以及 IMF 为巩固其声望而必须做出的努力。

IMF 治理能力变化所带来的影响超过其自身的影响力。IMF 和其成员国之间的关系也类似存在于其他国际机构中，这些国际机构必须满足新兴经济体国家的愿望，我们引入代理理论来解释发达经济体如何使用领导集体来影响 IMF 和其他多边集团，以及这种控制力如何被如二十国集团这样更广但可能有效率更低的集团所取代。

这项解释也说明将经济和金融稳定视为国际公共产品（IPG）的重要意义。金融稳定曾被看成经济稳定的产物或伴随状态，但是 20 世纪 90 年代科技泡沫和前十年日本房地产泡沫后，十年前的资产泡沫却表明资产价格可能使基本因素决定的价格发生偏离，随后这种偏离对经济活动产生了严重影响，其影响力持续时间长并蔓延至国外。

---

<sup>①</sup> 其他的调查研究了 IMF 的相关工作，鲍顿（2001b）和詹姆斯（1996）的书中介绍了其历史，伯德（2007）的书中提供了专业文献的概述，科普罗维奇（2010）、斯通（2011）弗里兰（2007）和伍兹（2006）的书中对其活动进行了政治层面的分析，鲍顿和隆巴尔迪（2009）的书中提供了评估 IMF 对待低收入成员国态度的机制。

本章剩下的部分阐述了一些基本概念，这些概念将有利于理解我们的分析。随后的章节综述了将国际经济和金融稳定看成国际公共产品的必要性，然后描述了像 IMF 这样的政府间组织（IGOs）的活动，再从理论层面分析了代理理论，该理论为 IMF 和其成员国政府间关系提供了非常有价值的阐述，最后的章节对整本书主要争论点做出了一份概要。

## 1.1 国际公共产品和金融稳定性

危机常见于市场资本主义之中——从英国南海泡沫破裂到 1720 年法国密西西比股市泡沫，到 19 世纪 70 年代和 20 世纪 30 年代工业国家的萧条，再到 20 世纪 80 年代拉美中等收入国家和非洲中低收入国家的债务危机，20 世纪 90 年代前社会主义国家产量衰减，以及 1997—1998 年的东亚（亚洲东部国家、伊斯兰和斯蒂格利茨，2001：191）金融危机。

此次经济危机破坏力之大，影响力之强，覆盖面之广为国际公共产品可作为影响金融稳定性的主要因素提供了有力证据。公共物品其非排他性（一旦物品被提供，它将对所有人都可用）和消费的非竞争性（一种商品可同时被多个人使用）的特点会造成市场失灵（奥尔森，1965；科尔内斯和桑德勒，1996）。如果消费者认为其他人可以为一种商品埋单而自己可以无偿使用，那么他们将没有购买该种商品的动机，也就是我们所知的“搭便车”现象。然而，政府可以强迫其市民对这种可以使所有人受益的商品付出一些成本。

混合的公共物品是指那些部分具有非竞争性或部分非排他性的商品，例如俱乐部商品，这种商品具有排他性又有部分非竞争性，像征收过路费这样让消费者埋单可以保证该种商品有充足的供给。联合产品是

指该产品的产出根据其非排他性和非竞争性的程度变化，如带有俱乐部商品属性的公共物品。

国际间和国家内部都会发生市场失灵。如果公共物品的受益者超出国家层面，它将变成国家之间的公共物品（考尔、格伦伯格和斯通，1996b；考尔等，2003；桑德勒，1997；桑德勒，2004）。例如，气候变化不能只限制在国家或者区域层面，它是一个国际问题。相似来看，传染病的快速蔓延需要国家间的合作来保证其不会对国家公民的身体健康造成威胁。但是同样的问题既存在于国际公共产品中，也存在于国内公共物品中，市场提供商品的动机不会存在个体生产者也将不会提供这种产品。一个国家提供这种国际公共产品时，其他国家也会从中受益，于是一个国家将失去提供这种产品的动机，这种问题也变成了国际问题。

然而，阿克雪里罗德和基奥恩（1986）认为，从长远角度看——“未来影响（shadow of the future）”——经济关系可能使得国家愿意参与这种集体活动。霸权国家的存在是让国家愿意提供这种国际公共产品的另外一种方法，并且霸权国家可以从这种产品中获得最大的利益。这个霸权国家可以单独提供这种商品然后允许其他小国家从中获益。英国在19世纪扮演了霸权主义国家的角色，美国在第二次世界大战后扮演了同样的角色。

公共物品的另一个特点是其供给量的决定因素，或者称为集成技术（科尔内斯和桑德勒，1984）。大多数公共物品的供给量由每一个供应者供给数量的总和决定，然而，在“最弱关联”理论里，供给量的最小值决定了公共物品的可使用值，如疾病的预防，它是由医疗水平最低的国家所付出努力的决定，在这种情况下，如果其他国家不想遭受传染病的威胁，它们将不得不对该国提供医疗服务（桑德勒，2004）。与其相关的一项理论称为“弱联系”，它是指某种公共物品最小的供给量将最大限度地决定该种物品供给的整体水平，然后供给量第二小的一方其影响力将紧随其后，依此类推。其他相关的理论还包括“最优状态”，



它是指公共物品的供给量由质量最优或贡献量最大的一方决定，疾病的治愈很典型地说明了这项理论，即有医疗资源的国家会有动力来进行药物研发和临床检测。具有“最优状态”的公共物品，最大贡献量的一方决定了该种物品的供给量，贡献量第二大其影响力紧随其后，依此类推。

金融稳定性（或缺乏不稳定性）一直被看做公共物品。虽然对于公共物品的组成众说纷纭（霍本，凯克斯，希纳西，2004），许多分析者都同意克罗克特（1997）的观点，即稳定性包括主要金融机构履行责任的能力，金融资产价格的变化反映了基础因素的变化。克罗克特还指出，金融稳定可以给储蓄者和投资者提供更好的金融环境来做出跨期决策，同时它将提高金融中介的效率，以及改善资源配置的效率。艾伦和伍德（2006：159）认为缺乏金融稳定性将导致不稳定，在此金融环境下，无论个人、公司还是政府，都会面临金融危机，该种危机也不会由其投资者的行为得到保障，同时，这种金融危机将会同时作用，以此对宏观经济产生严重的危害。

近年来，因为不断增加的跨境资本流动和带有全球效应的金融危机的出现，金融稳定性的国际影响得到了更多的关注（格里菲斯·琼斯，维普洛兹，1999）。全球金融市场一体化提高了危机跨境的蔓延速度，从而使得危机应对变成了一项全球性工程。由于国家间共同外部打击，以及贸易和金融关联的存在，在几个国家发生的金融危机将以极快的速度蔓延至其他国家（克莱森斯和福布斯，2001）。

金融危机有不同的形式（莱因哈特和罗戈夫，2009）。一个国家的中央银行大量抛售具有固定价值的货币，如果中央银行保护国家固定汇率制的努力没有成功，这种行为将导致该国货币的贬值，同时造成货币危机。货币的贬值使得进口商品成本和外国债务量提高，从而引发短期内出口紧缩，通货膨胀率提高。中央银行如果需要通过提高利率或增加外国货币储备来保护其盯住汇率制，那这种保护的成本就太高了。