

诺/贝/尔/经/济/学/奖/获/得/者/丛/书
Library of Nobel Laureates in Economic Sciences

金融危机、流动性 与国际货币体制

**Financial Crises, Liquidity,
and the International
Monetary System**



让·梯若尔 (Jean Tirole) 著





诺/贝/尔/经/济/学/奖/获/得/者/文/库

Library of Nobel Laureates in Economic Sciences



金融危机、流动性 与国际货币体制

**Financial Crises, Liquidity,
and the International
Monetary System**



让·梯若尔 (Jean Tirole) 著

陈志俊 校

陈志俊 闻俊 译

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机、流动性与国际货币体制/ (法) 梯若尔著; 陈志俊, 闻俊译. —北京: 中国人民大学出版社, 2015. 1
(诺贝尔经济学奖获得者丛书)
ISBN 978-7-300-20428-4

I. ①金… II. ①梯…②陈…③闻… III. ①金融危机-研究 ②国际货币-研究
IV. ①F830. 99②F821

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 297729 号



诺贝尔经济学奖获得者丛书

金融危机、流动性与国际货币体制

让·梯若尔 著

陈志俊 校

陈志俊 闻 俊 译

Jinrong Weiji、Liudongxing yu Guoji Huobi Tizhi

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511770 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京东君印刷有限公司		
规 格	160 mm×235 mm 16 开本	版 次	2015 年 1 月第 1 版
印 张	9.25 插页 1	印 次	2015 年 1 月第 1 次印刷
字 数	125 000	定 价	28.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

让·梯若尔 (Jean Tirole) 教授简介

天才经济学大师让·梯若尔是欧洲经济学界的杰出代表。这个瘦高身材，目光敏锐，脸上带着孩童般天真笑容的法国经济学家在 20 多年的研究生涯中做出了他人无法企及的贡献。200 多篇高水平论文，11 本专著，他的学术研究几乎遍及经济学的每一个重要领域。

让·梯若尔 1976 年毕业于法国理工学院，1978 年获得巴黎第九大学应用数学博士学位，1981 年获得麻省理工学院经济学博士学位。深邃的哲学修养和深厚的数学功底，使他很快显示出在经济研究领域卓越的才华。1982 年和 1985 年在 *Econometrica* 上发表的两篇经典论文奠定了他在宏观经济学和金融学领域的杰出学术地位。此后他转向微观领域，他用对策论和信息经济学的基本方法和框架构建的全新的《产业组织理论》以及与弗登伯格合著的《博弈论》出版后均成为世界名校经济系的权威高级教程，迄今无人超越。

20 世纪 80 年代中期，梯若尔和拉丰共同开创了新规制经济学，两本经典著作《政府采购和规制中的激励理论》(1993) 和《电信竞争》(2000) 完成了这一理论大厦的构建。从 90 年代中期起，梯若尔开始不断征服经济学的新领域：经济组织中的串谋问题 (1992)，不完全契约理论 (1999)，公司治理结构 (2001)，公司金融理论 (2002)，国际金

融理论（2002），以及经济心理学（2002）。

1988年，梯若尔回国和拉丰一起创办了享誉全球的法国产业经济研究所并担任科研主任。由于对欧洲经济学的振兴做出的卓越贡献，他1993年荣获了欧洲经济学会的Yajo Jahnsson奖，2001年当选为欧洲经济学会主席。同时，梯若尔教授也赢得了国际盛誉：1993年成为美国科学院外籍荣誉院士和美国经济学会外籍荣誉会员，1998年当选为世界经济计量学会主席，2014年获得诺贝尔经济学奖。

陈志俊

内容简介

过去很长一段时间里，经济学家们一直认为资本账户自由化——资本在各个国家间自由地无限制的流入与流出确实是有益的，它对债务国有益，同时也有利于世界经济。然而，过去几十年中所发生的银行投机和金融危机——从拉美国家 20 世纪 80 年代的金融危机，斯堪的纳维亚地区 1990 年的危机，到后来发生的墨西哥、东南亚、俄罗斯以及最近的阿根廷金融危机彻底打破了这一观念。在这本文笔简练、分析透彻的著作中，欧洲经济学家的杰出代表之一让·梯若尔分析了上述危机的特征，防范危机的制度改革，以及为此而进行的全球金融体制的重建等重要问题。

让·梯若尔首先分析了关于金融危机以及国际金融体制改革的普遍观点。他认为，大多数的改革建议只注重表象而没有触及问题的本质，并且无法协调建立有效的融资限制条件与确保借款国自行改革之间的目标冲突。他强调指出，正确识别市场失灵对于重建 IMF 的目标责任是十分必要的。然后，他将公司金融、流动性供给以及公司风险管理的基本原理运用于个体国家的借款问题。建立在“双重代理”和“共同代理”的基本分析框架之上，他重新审视了通常建议的政策，并且考虑了多边组织如何帮助债务国在开放本国资本账户的同时获得

更多的收益。

本书由作者根据意大利银行的 Paolo Baffi 讲座的讲稿修订而成。这是一本清晰易懂并且充满洞见的著作，所有相关的学者、决策者以及各个层次的学生都将从中获益匪浅。

让·梯若尔

中文版序

我非常高兴看到《金融危机、流动性与国际货币体制》在中国出版。2002年12月，应邹恒甫教授之邀，我有幸在武汉大学高级研究中心做访问，期间与EMBA学员和博士研究生讨论了本书的基本观点。对于所面临的国外借贷及其与世界金融体系的相互关系等问题，中国也许与许多新兴市场国家有所不同，因而本书的某些观点必须加以修正以适合中国的现实。但无论如何，我们仍然可以发现其中的共性，并且我希望中国的读者会对本书的基本观点感兴趣。

非常感谢陈志俊教授参与并监督了本书的翻译工作。对于一本著作的成功，好的翻译是必要条件（虽然不是充分条件）。最后，我要感谢意大利银行，是它十分友好地邀请我在2000年的Paolo Baffi讲座上做演讲，才促使我写下了本书。

希望中国的读者有所收益。

让·梯若尔

致 谢

能够在 Paolo Baffi 货币与金融讲座上做演讲于我是莫大的殊荣。当艾伯特·安多 (Albert Ando) 以科学委员会、Fazio 总裁和意大利银行的名义邀请我做这次演讲时，我为这一挑战感到既兴奋不已又忐忑不安。在我之前这些杰出经济学家所做的演讲，以及意大利银行在经济研究上令人瞩目的优良学术传统（这个学术传统由 Paolo Baffi 总裁帮助建立并沿袭至今）给了我高度的激励和热切的期盼。

没有 Bengt Holmström（他是我关于总流动性的一系列文章的合作者）和 Olivier Blanchard 的贡献，我无法完成这个讲义。而讲义的讨论者 Richard Portes, Ricardo Caballero, Paola Caselli, Mathias Dewatripont, Philippe Martin, Larry Summers, Daniele Terlizzese, 尤其是 Curzio Giannini 和 Olivier Jeanne 对于 2000 年秋季的第一稿提出了深入而重要的反馈意见。我同时感谢三位评论员有益的评论。

最后，我要感谢意大利银行给我提供的非常礼遇，以及准备这一讲稿所带来的快乐。

前 言

经济学家对于以下观点已经形成了广泛的共识，即资本账户的自由化——允许资本在各个国家间无限制地自由流入和流出——确实是有益的。它对于债务国是有益的，对于世界经济也是有益的。资本流动的两个优点是显而易见的：第一，资本流动创造了较好的保险机遇，并促进了投资和消费的有效配置。资本流动使得家庭和企业能够在世界范围的市场上对本国的（流动性）冲击进行保险，消费者因而得以平滑他们的消费，而企业则可以更好地管理它们的风险。商业周期受到抑制，完善的流动性管理促进了投资和经济增长。第二，除保险作用外，资本流动允许储蓄从低回报国家流向高回报国家，这种资本转移提高了世界范围的经济增长率，并进一步为低收入国家劳动力提供了改善生活的机会。就这两方面而言，从工业化国家流向发展中国家的私人资本流从 20 世纪 80 年代的 1 740 亿美元增加到 90 年代的 1.3 万亿美元应当被看做是一个好消息。^[1]

但上述观点不久即被打破。大量的资本账户自由化带来了投机性的外汇交易和银行危机。^[2]在过去的 20 年里，我们目睹了许多大规模的金融危机，诸如拉丁美洲（20 世纪 80 年代早期），斯堪的纳维亚地区（20 世纪 90 年代早期），墨西哥（1994 年），泰国、印度尼西亚和韩国

(1997年), 俄罗斯(1998年), 巴西(1998—1999年)以及阿根廷(2001年), 同时还有许多小规模危机。金融危机给上述国家数亿人民造成了实质性的福利损失。

虽然经济学家仍然强烈地支持某些形式的资本流动——这一点会在后面讨论, 但在当前, 由于在关于危机的解释, 尤其是在以下关于资本控制的意义上和国际金融体制的治理方面观点的分歧促使他们分化成不同的学派。这种危机是不是我们所期望的完全资本账户自由化所带来的令人不快而又不可避免的副产品? 世界各国是应当演进到一个共同治理的模式, 其中的解决方案是经常性的非危机事件, 还是应当演进到一个地方自治债券模式, 其中很少发生不履约事件? 一个较好的秩序(即国外直接投资与证券投资的自由化, 以及在短期资本流动自由化发生之前建立一个强有力的机构来谨慎地监督金融中介)能否防止这些危机? 是否应当对短期资本流施加暂时的或永久的限制? 所有这些措施如何与汇率体制的选择相适应? 这些危机是否得到了恰当的处置? 我们的国际金融机构是否应当改革?

对于这些问题的困惑促使我写下此书。近些年来, 我时常被一个表达清晰而又连贯一致的建议所困扰, 这个建议促使我怀着十分天真的想法去发现一个具有说服力的观点——尽管我后来又发现了一个同样具有说服力但与之不一致的观点。这很可能反映了我思想上的惰性, 但仍然令我困惑不已的是, 那些我极其尊敬的经济学家如何能够对某些事实具有广泛的一致意见, 但却对它们的内涵产生激烈的分歧。

我同时认识到我正在错失一幅“广阔的图景”。这一失察的关键与国际金融体制有关。对于国际货币基金组织(IMF)以及其他国际性金融机构(IFIs)所试图要达到的各种目的——除了反贫困以外, 诸如避免金融危机, 有序解决危机, 合理利用纳税人的钱, 保护国外投资者, 尊重国家主权, 限制产出波动, 防止危机蔓延, 帮助一个国家获得基金, 促进长期增长, 推动结构改革等等, 我一直无法形成一个清晰的图景, 尚且不提IMF的传统的关于经常账户、国际储备和通货膨胀的目标。^[3]

在某种程度上，本书试图回归到首要原则并确定市场失灵的具体形式，它将引导我们去思考危机的防范和制度的设计。无须赘言，我将集中考虑使用某种特定方法分析国际金融体制，当然也不排除其他的互补方法。尽管采用的视角较为特殊，但我相信它对于阐明问题是十分有用的。

本书的结构组织如下。第一章是给不太熟悉这一领域的读者准备的对近期金融危机以及国际性变迁的一个简明回顾。第二章总结了经济学家关于这一主题的观点并提出了批判意见。第三章围绕我们的主要论点提供了一个路线图。我假设在本质上国际金融问题与标准的公司金融问题是类似的——除了两个被我称为“双重代理问题”和“共同代理问题”的关键点之外。第四章为读者提供了对有关与国际金融相关的公司金融理论主要洞见的简要述评。第五章描述了市场失灵。第六章得出了关于危机防范和管理的一些启示。第七章研究了从国际金融体制设计的分析中所得到的经验教训。最后，第八章总结并讨论了留待将来研究的一些课题。

【注释】

[1] 见 Summers (2000)。

[2] 自 1980 年至 1995 年，IMF 181 个成员国中有 131 个国家遭遇了银行问题 (IMF, 1996)。

[3] 例如，Meltzer 委员会，或者更精确地，有艾伦·梅尔策 (Alan Meltzer, 2000) 掌管的国际金融机构咨询委员会向美国国会所做的报告中认为 IMF 的作用在于限制危机的影响范围，减少危机的严重性、持续期和溢出效应。

目 录

第一章	新兴市场危机与政策反应	1
一、	危机前阶段	1
二、	危机	5
三、	IMF 改革、规制变化与私人部门创新	11
第二章	经济学家的观点	18
一、	普遍观点	18
二、	相互冲突的建议和颠倒法则	22
三、	“不现实”的主权侵犯	25
四、	理论	26
第三章	分析框架与主要内容	36
一、	标准借方问题	36
二、	为什么外部借款不同	37
三、	对市场失灵的制度和政策反应	39
第四章	封闭经济中的流动性与风险管理	40
一、	公司金融：关键的组织原理	40
二、	国内流动性供给	51
第五章	市场失灵的识别：债务国是普通的借款人吗	57

一、相似性和一些潜在的差别	57
二、双重代理观点	60
三、政府的激励机制	63
四、讨论	64
五、共同代理观点	66
第六章 双重代理和共同代理观点的内涵	71
一、内涵 1：代表假设	71
二、内涵 2：政策分析	74
三、跨国比较	77
四、有成立国际最终贷方的需要吗	79
第七章 制度性内涵：IMF 扮演什么角色	82
一、从市场失灵到任务设计	82
二、治理	84
第八章 结论	93
 参考文献	 94
关键词中英文对照表	112
译后记	129

第一章 新兴市场危机与政策反应

许多优秀的教科书和论文都见证了新生的“21 世纪”金融危机^[1]，因而我乐于就这一领域的主要发展做一个简要的回顾。熟悉新兴市场危机（EM）的读者，可以跳过本章。

一、危机前阶段

没有两次危机是相同的。我们最多只能做到鉴别大多数（如果不是所有）危机的共同特征。我们首先列举导致近期资本账户危机的常见的脆弱性原因。

资本流入的规模和本质。新生危机总是出现在金融自由化和较大规模的资本流入之后，尤其是解除对资本流出的控制（主要的资本控制形式）导致大规模和快速的资本流入。解除资本流出控制实际上是借款国政府发出的愿意保持门户开放的信号，因而增强了吸引外资的能力，而不是导致国内资本流向境外去获取高额回报。^[2]

在总体水平上，1996 年流向发展中国家的净资本流量超过了 2 400 亿美元（如果将韩国包括在内为 2 650 亿美元），是 90 年代初期的 6 倍，也是 1978—1982 年上一阶段高峰期峰值水平的 4 倍。^[3]资本流入在许多国家的国内生产总值（GDP）中占有实质性的比重：巴西（1992—1995

年)为 9.4%，智利(1989—1995 年)为 25.8%，韩国(1991—1995 年)为 9.3%，马来西亚(1989—1995 年)为 45.8%，墨西哥(1989—1994 年)为 27.1%，泰国(1988—1995 年)为 51.5%。^[4]

伴随着国外投资的增长，出现了外资的性质、贷方构成以及借方构成的变化。在 20 世纪 80 年代之前，由商业银行财团发放给主权国家和公共部门实体的中期贷款占据了流向发展中国家的私人资本流的很大比重，官方的资本流与私人资本流大致相当。

而在今天，私人资本流的增加却使官方资本流相形见绌。从借方的角度看^[5]，公共部门的借款已经缩减到不足总私人资本流的五分之一。^[6]对于私人资本的构成，国外直接投资(FDI)所占的比重从 1990 年的 15%上升到了 40%，而国际组合债券与证券所占的比重则从可以忽略不计的水平上升到了 33% (1997 年)。银行的贷款形式逐渐转变为短期的以外币形式为主的债务。这种以美元形式为主，偿还期不到一年的国外银行债务，在亚洲金融危机发生之前占了泰国 GDP 的 45%，印度尼西亚 GDP 的 35% 以及韩国 GDP 的 25%。^[7]

造成过去 20 年中资本流激增的原因如下^[8]：意识形态向自由市场的转变以及发展中国家的私有化；支持性的基础设施，如电信和银行监管与结算的国际标准的出现；规制的变化使得发达国家的养老基金、银行、公共基金以及保险公司能够投资国外；在新兴市场中出现的新的、高回报的投资机会以及与布雷迪债券市场的发展相伴而来的新交易技术。^[9]

银行的脆弱性。直至 20 世纪 70 年代，贸易收支平衡危机基本上与银行的失效无关。银行业受到高度的规制，银行活动远比今天更具限制性，因而其风险也更小。银行主要是在国家范围内活动，国外借款由于外汇控制而受到严格的限制。各种形式的规制，比如许可证限制和利率上限使得银行之间避免相互竞争。并且在当时也只有很少的金融市场和衍生工具可以供银行参与。

20 世纪 70 年代和 80 年代出现了开放和放松规制的趋势，伴随而来的银行业务的扩展与资本市场的开放使得银行更具风险。作为回应，

巴塞尔银行监管委员会在过去的几年中一直致力于建立新的银行规制机构，设立防范信贷风险的最低资本标准（如 1988 年的巴塞尔协议），进行风险管理（如 1996 年为解决银行交易书中的市场风险而提出的协定修正案）以及提出关于进一步改革的建议。

新生金融危机的一个共同特征在于危机前银行系统出现脆弱性。^[10]通常，对于国外借款控制的放松并没有伴随着适当的监管。例如，在 20 世纪 80 年代早期拉丁美洲的危机中，银行问题扮演了一个重要的角色。^[11]1981—1984 年间的智利金融机构的大面积破产导致智利政府担保了智利银行系统的所有外债以及 1985 年 70% 的外债。类似地，遭受 1997 年金融危机的东亚国家（泰国、韩国、印度尼西亚和马来西亚）的银行资本化程度极低。[更为一般地，由于在危机前企业的资产负债表恶化，银行没有限制过高的浮动股息。例如，根据世界银行的报告（1997），在 1991 年和 1995 年间马来西亚和泰国的股息上浮了一倍。]

通货和偿还期的错配。新兴市场经济中的部分国内债务和几乎所有的外债表现为外币的形式，并且很少对汇率风险进行对冲。这种现象被卡尔沃（Calvo, 1998）称为“负债美元化”。例如，在亚洲金融危机前，泰国、韩国和印度尼西亚等国政府通过显性的或隐性的担保和其他政策导向的激励鼓励向国外借款。^[12]为减少风险，银行规制通常要求通货匹配，但这种规制很少被认真执行。进一步地，即使银行的账户在形式上是匹配的，它们仍然可能由于非银行借款方的违约风险而遭遇实质性的外汇风险。例如，印度尼西亚私人部门卷入严重的负债美元化，因此，银行因为这些外币借款者的存在而面临严重的“信用风险”（外汇风险）。

第二类错配来自于偿还期。例如，在 1997 年底，在亚洲的 3 800 亿美元国际银行债务中，约 60% 的偿还期不到一年。^[13]短期债务的倾向通常被看好甚至受到决策者的鼓励。墨西哥在 1995 年的危机之前增发了美元面值的短期政府债券（称为 Tesobonos）。韩国政府偏好短期借款，歧视长期资本流入。泰国将其所有的政府储备抵押在期货市场。诚如德