国际最后贷款人研究进展*

汤凌霄

内容提要：伴随金融全球化而爆发的国际金融危机使国际最后贷款人日益受到重视。纵观150年尤其是近20年的国际最后贷款人研究史，学界获得了丰硕的成果，很有必要进行系统梳理。首先，本文从金融危机、外汇储备、国际公共产品等三大视角对国际最后贷款人的存在性和价值进行理论阐释。其次，本文选取国际最后贷款人运行机制中的四个关键问题，即主体问题、资源问题、道德风险问题、贷款条件性问题展开梳理。再次，本文从国际货币基金组织救助、美联储货币互换两个方面厘清国际最后贷款人有效性实证检验的研究进展。最后，本文在分析这些研究缺陷的基础上对未来研究进行展望。

关键词：国际最后贷款人　国际金融危机　道德风险　货币互换

一、引言

国际最后贷款人(International Lender of Last Resort，简称 ILOLR)作为国际金融危机的处置机制，随着国际金融危机的频发而日益受到重视。与以往危机中通常出现一或两类国际最后贷款人不同，在次贷危机中，全球型、区域型、国家型三种类型的国际最后贷款人悉数登场。全球型的典型代表国际货币基金组织(IMF)曾经一度“正在迅速接近破产”(Graeber，2008)，现在又成功“回归了”(BBC，2009)；2014 年 7 月金砖五国签署条约，建立金砖国家应急储备安排，为区域型国际最后贷款人新添一员。随着危机愈演愈烈，国家型国际最后贷款人——美联储数次启动央行货币互换，包括发达国家和发展中国家在内的对手国数量不断增多，规模一度增至 6000 亿美元，危机过后 G6 缔结永久性货币互换协议。这些现象为何产生以及如何体现国际最后贷款人存在价值，尤其是对国际货币体系改革将产生何种深远意义？它们各自有何优劣和特点？运行机制及其有效性如何？如何改进以充分发挥国际金融稳定功能？对这些问题的回答离不开国际最后贷款人理论的科学指导。对中国而言，拥有金砖国家应急储备安排 39.95%的投票权，如何主导其运行机制设计便成为摆在我们面前的现实问题。根据我国 2009 年以来迅速发展的央行货币互换，有学者明确提出由于避免 IMF 条件性贷款及由此产生的污名效应，中国能够成为受欢迎国际最后贷款人的观点(Gete，2016；Cecchetti，2014；Landau，2014)。那么，中国将如何权衡大国责任与国家利益？当前由贸易保护主义和美国等货币政策流动性收紧效应引起全球经济不确定性增大，我国经济进入“三期叠加”的新常态，未来对国际最后贷款人供求均有可能大幅提升，在此背景下，对国际最后贷款人理论脉络进行系统梳理显得尤为重要。

国际最后贷款人作为国际金融危机的处置机制，与国内最后贷款人的设置具有逻辑一致性，但它并非国内最后贷款人在国际上的简单映射。由于缺乏世界性央行及其发行的“无限”国际货币，必

* 汤凌霄，湖南师范大学商学院，湖南师范大学国际金融研究所，邮政编码：410081，电子邮箱：tanglingxiao008@163.com。基金项目：国家社会科学基金重大专项“建设开放型世界经济与大国经济开放的中国方案研究”(18VSJ047)；国家社科基金重点项目“国际最后贷款人视角的金砖国家应急储备安排研究”(16AJL011)。感谢匿名审稿人提出的建设性意见，文责自负。

然产生由谁来承担国际最后贷款人的主体问题和资源有限问题。而随着国际投资者、受援国政府和银行等博弈参与者的多元化,相比国内最后贷款人,国际最后贷款人引发的道德风险类型更多、形式更多样因而也更复杂。与国内最后贷款人背后有政府权威性监管和良好损失分担机制支持不同,国际最后贷款人背后缺乏一个强有力的世界性政府。因此,复杂化的道德风险难以有效抑制,救助失败后的损失难以合理分担,这些成为制约国际最后贷款人建立和可持续性发展的掣肘。鉴于国际最后贷款人的特点以及产生的新问题,需要对它进行独立于国内最后贷款人的专门研究。

最早的国际最后贷款人实践可追溯至1695年荷兰人以10%的贴现率兑换拒付票据而援助了刚成立一年的英格兰银行(金德尔伯格,2007)。我们将国际最后贷款人研究史划分为三个阶段:第一阶段(1867年至20世纪90年代末),提出了国际最后贷款人概念及其存在价值。1867年舍瓦利耶提出"受危机打击的国家"因"不同国家的大银行之间良好的关系和互相援助"而"产生更满意的结果"观点,这表明国际最后贷款人思想萌芽(金德尔伯格,2007)。该时期杰出代表人物霍特里认为在银行危机与外汇危机交织的双危机下,国际最后贷款人具有存在意义,并概括出其性质是央行协调者而非国际货币发行者以及承担外汇风险等特点(Hawtrey,1932)。第二阶段(20世纪90年代末—2006年),进一步探讨是否需要国际最后贷款人,并从资源和行动力等方面考察IMF等机构能否履行该职能及其运行规则等问题,一般是附着在国内最后贷款人研究之后进行一个国际拓展。反对国际最后贷款人的主要有三大学派:自由竞争银行学派从国际最后贷款人引起道德风险的角度质疑其存在价值;公共选择学派则从国际最后贷款人产生通货膨胀的角度否定其功能意义;货币主义学派因相信现有非集中的国内最后贷款人已足够防范世界货币或储备总量的紧缩而认为不必创设国际最后贷款人。但更多的赞成派则认为国际危机传染所产生的社会成本远高于救助引起的道德风险和通胀风险,且他们认为具有高通胀史、发行外币短期债务的新兴市场国家央行难以成功履行国内最后贷款人功能。因此,国际最后贷款人存在具有必要性。第三阶段始于2006年末爆发的次贷危机,对危机中国际最后贷款人行为的反思形成了密集性成果,并呈现出一些特点,在形式与内容上形成了独立于国内最后贷款人的专门研究;研究的侧重点从挖掘国际最后贷款人存在的理论依据转向运行机制问题研究;除从微观层次、跨国银行资产负债货币错配等角度补充论证发达国家也需要国际最后贷款人(Morelli et al,2015)以外,对构成其运行机制的关键要素如道德风险、条件性等进行了深入探讨;开始出现有关货币互换这一"新型"国际最后贷款人的相关文献。

二、国际最后贷款人存在性的理论解释

(一)金融危机视角的解释

无论哪种类型的国际金融危机,均表现为外汇流动性的短缺和紧急需求,而国际最后贷款人就是通过注入紧急外汇流动性以满足这种需求。否则,为弥补外汇流动性缺口而引起的集体甩卖金融资产将使其价格暴跌,进而恶化银行资产负债表,最终导致通货紧缩、失业增多、GDP下降等效应。因此,避免国际金融危机造成的损失就是国际最后贷款人的收益或价值。但是,国际最后贷款人将产生道德风险等成本,因此,国际最后贷款人提供与否的关键在于系统性金融风险与道德风险之间的权衡。一般而言,为抑制道德风险,最后贷款人应救助处于流动性危机而非清偿力危机的机构,因此,作为国际上的自然延伸,国际最后贷款人存在性依据也源于对流动性或清偿力危机的性质判断。主要有以下三种观点:

1."基本面"或"道德风险"解释。这种观点是Corsetti et al(1999)等在Krugman(1979)国际收支危机模型基础上提出的,认为一国危机归根于该国银行脆弱性以及政府向国内外投资者所做的隐性担保而引起的薄弱经济基本面。"基本面"危机观点并未按照国内最后贷款人"不应救助清偿力危机"的原则推理而轻率否定国际最后贷款人的存在性。准确地说,他们认为国际最后贷款人的存在性不仅取决于危机的性质,更取决于道德风险的严重程度,故"基本面"观点也被称为"道德风险"观点。部分学者强调道德风险的严重性,认为基本面恶化情况下提供流动性救助将转化为危机国的福

利补贴，引起严重的债务人和债权人两类道德风险（Meltzer Commission，2000），因此，应当严格限定国际最后贷款人干预频率和规模，甚至取缔国际最后贷款人，代之以贬值来缓解危机。另一些学者则从救助成本的国际分配角度论证道德风险并不严重，如 Jeanne & Zettelmeyer（2001）分析 IMF 贷款利率和偿付记录、估算最大化的补贴因子后得出结论认为，危机最终由国内纳税人埋单，因而对于全球纳税人而言，道德风险微不足道；Mussa（2004）进一步指出债权人道德风险很小是因为其损失远远超过 IMF 贷款的潜在价值，因此，鉴于抑制国际金融危机所产生的高收益和引起的较少道德风险的低成本，他们主张提供国际最后贷款人。

2.“恐慌论”解释。这种观点认为国际金融危机主要是由流动性挤兑或恐慌所驱动。多重瞬时均衡模型（Models with multiple instantaneous equilibria）表明，如果基本面不太强，挤兑或恐慌在“好”国家或“坏”国家都可能发生，与债务国实施政策无关（Zettelmeyer，1999）。由于基本面失衡不是导致危机的主因，实行全局性的紧缩政策弊大于利，而创建国际最后贷款人将改善国际金融结构，不仅可以通过切断流动性不足和清偿能力丧失之间的联系、消除挤兑事件中的流动性成本和违约行为来提高事后效率，还能防患于未然（Sachs，1995）。这与国内最后贷款人救助流动性危机的内在逻辑具有一致性。

3.“基本面与恐慌的综合论”解释。实际上，基本面观点以坚实的银行脆弱性理论为指导，背后有大量令人信服的数据支撑，但对道德风险严重性的争议使之对是否需要国际最后贷款人这一基本问题并未给出明确观点；而恐慌论尽管明确提出国际最后贷款人的存在价值，但恐慌本身并不能很好地解释危机成因，因而无法为国际最后贷款人的建立提供坚实的理论基础。现实中金融危机成因既有不良基本面因素，也有挤兑或恐慌因素，两种观点的综合或折中更贴近现实因而具有更强的解释力。Mody & Saravia（2006）等认为，只要一场危机更接近于恐慌式流动性不足而非缺乏清偿力的基本面问题，以债务国的政策调整为条件而给予部分救助将产生“催化效应”（catalytic effect），可以恢复投资者信心，阻止破坏性挤兑。如果“催化”方法是成功的，就不应该限制 IMF 救助。Corsetti et al（2003）在全球博弈模型基础上建立金融危机模型，其贡献在于进一步揭示催化金融的作用机理，即流动性支持通过扩大良好经济基本面的范围，从而增加愿意展期的投资者数量来阻止流动性挤兑。而且，国际最后贷款人信息越准确、提供资金越多，则催化作用越强，而当基本面很差时，或者调整政策不完全可信时，催化作用就不再有效。总之，“综合论”肯定国际最后贷款人抑制金融危机的功能价值，并指出其功能作用大小取决于信息和救助资源的多寡，这为国际最后贷款人的存在性奠定了理论基础。

（二）国际公共产品视角的解释

第二种解释是将国际最后贷款人视为一种国际公共产品，以国际政治经济学霸权稳定论为理论基础。霸权稳定论源于金德尔伯格（Kindleberger，1973）分析 20 世纪 30 年代大危机后提出的“要稳定世界经济，就需要稳定者，一个稳定者”观点，后经吉尔平（R. Gilpin）和克拉斯纳（S. D. Krasner）等借用结构现实主义方法加以改造，在国际经济秩序特别是国际金融秩序的稳定性与单极国际权力结构之间建立因果关系。其核心观点是，相对于一国国内公共物品由政府提供，在无世界政府的国际体系中，国际最后贷款人或由各国集体合作或由霸权国单独提供。集体合作方式提供则由于成员国众多、偏好分散、交易成本高昂等原因将产生搭便车行为而面临集体行动困境，而由霸权国单独提供则能够有效避免落入这一困境。因此，霸权国的存在以及出于维护自身利益将主动提供国际最后贷款人，而其衰落将缩减对国际最后贷款人的供给。该理论解释了战后到 20 世纪 70 年代的稳定以及 70 年代至 90 年代美国霸权衰落和国际经济体系动荡。但 20 世纪 90 年代以来美国仍是世界金融霸权国，却出现 IMF 救助私有化倾向、频繁发生的地区金融危机得不到有效救助等“有霸而不稳”现象。

为解释“有霸而不稳”现象，后续研究沿着三条路径展开：一是沿着从国际体系层次、国际最后贷款人供给能力到国家层次、国际最后贷款人供给意愿的路径展开（Mansfield et al，2012）。先前文献仅从国际体系层次、供给能力角度的解释并不充分，后续研究补充国家层次变量、从霸权国对国际威

胁和自身利益认知角度考察其提供国际最后贷款人意愿,发现正是美国战略从冷战前“国际主义”转向冷战后“选择性干预”直接导致了 IMF 救助的私有化。二是沿着国际最后贷款人供给形式变化的路径展开。当国际最后贷款人供给条件恶化时,霸权国从基于委托—代理的国际组织形式转换成缔结双边货币互换协议形式,以更精细化的有限资源集中服务于霸权利益(Art, 2008)。三是沿着从全球性国际最后贷款人到区域性国际最后贷款人路径展开。全球性国际最后贷款人供给不足以及区域性国际最后贷款人由于限定被消费范围、形成选择性激励机制、更易克服搭便车行为而产生的成本优势而导致区域性国际最后贷款人的发展。区域霸权国通过“区域霸权效应”能够有效供给区域性国际最后贷款人,而随着区域进一步扩张而增强的“无政府状态效应”使得区域霸权国供给意愿下降而减少供给。

应用国际政治经济学理论从公共物品供给视角研究国际最后贷款人,划分国际体系和国家两个层次,提出霸权国概念并使之从众多国家中分离出来,着重分析它对国际最后贷款人的供给能力、意愿、形式以及区域性,拓宽了研究视野,对现实具有较强解释力。但由于该视角提供的是将国际最后贷款人、自由开放的贸易体制、稳定的国际货币、国际安全、环境治理体系、卫生监管机制、跨国技术标准与知识产权保护等诸多公共物品融合在一起的统一分析框架,该理论的高度抽象性使其忽略了对金融业本身、对金融脆弱性或危机、国际最后贷款人的需求以及金融危机处置制度本质属性的关注,后续研究应将这些金融因素融入国际公共物品供给框架中,以更全面合理地解释国际最后贷款人。

(三)外汇储备视角的解释

Laudau(2014)、Allen & Moessner(2010)、Aizenman(2014)等少数学者采取外汇储备视角,分别从分散大量增持外汇储备的弊端逻辑引申出构建国际最后贷款人以减少各国外汇储备持有动机、节约或替代外汇储备从而降低储备持有成本的观点。Aizenman et al(2011,2015)从全球资本流动加剧、流动性需求性质和规模的改变、挤兑可能性呈指数增加、流动性冲击成本巨大等方面详细分析各国外汇储备持续增长现状及其原因。Reinhart et al(2016)和 Joyce & Razo-Garcia(2011)等进一步指出外汇储备的积累对整个经济系统而言成本高昂,这高昂的成本体现在以下几方面:使一国长期利率偏离自然利率;突然提取外汇储备造成发达国家资本市场和银行系统混乱;公共部门行为改变全球资本市场的性质且使其偏离理想世界;新兴市场国家出于自保而积累外汇储备造成了最近的金融危机。

众所周知,危机的第一道防线是各国自身的外汇储备。当外汇储备不足时,需要国际最后贷款人介入,两者是替代关系。发展中国家由于金融具有内在脆弱性,普遍患有“浮动恐惧症”,加之东南亚金融危机后对 IMF 救助的不满,使得它们争相持有外汇储备,鼓励这种做法将使国际收支不平衡问题更为突出。因此,Laudau(2014)等提出构建国际最后贷款人以节约或替代一国外汇储备的观点。尽管货币储备的集中将因规模经济效应以及银行系统对外负债的相互抵消而节约储备,然而,即使国际最后贷款人对外汇储备积累的替代或节约影响很小甚至没有影响,还是需要国际最后贷款人(Fernández-Arias & Levy-Yeyati, 2012)。因此,建立国际最后贷款人的主要原因或动机是防止各国对货币危机的脆弱性(Knedlik,2011),而不是为了减少一国持有巨额外汇储备的成本。该观点容易误导发展中国家以为依靠国际最后贷款人便可以减少外汇储备持有从而降低其持有成本。实际上,国际金融市场的动荡加剧以及发展中国家面对冲击的脆弱性,在当前国际最后贷款人建设远未如人意的条件下,发展中国家应当立足于自身积累充裕的外汇储备以应对危机。与其说新兴市场国家出于自保而积累外汇储备造成最近金融危机,莫如说金融危机迫使它们不惜花费巨额代价持有外汇储备。

三、国际最后贷款人运行机制问题研究

由于缺乏一个出于全球利益而垄断国际货币发行的世界中央银行,国际最后贷款人运行中将出

现主体多元化、资源有限性两个基本问题。又由于国际最后贷款人的存在性和运行效率取决于金融危机与道德风险之间的权衡,因此,道德风险以及抑制道德风险的条件性贷款便构成影响国际最后贷款人运行的关键问题。

(一)救助主体选择问题

鉴于某些国家政府和官僚机构不可信,一些经济学家建议将主权国家的关键控制权转移给一个新的超国家组织。例如,凯恩斯在布雷顿森林会议上主张建立一个国际央行来发行国际货币,库珀(R. N. Cooper)也赞同创建世界货币和世界央行,而艾肯格林(B. Eichengreen)则称它们为"天上掉馅饼"计划(梯若尔,2003),因为除欧盟外的多数国家将货币发行与控制视为主权象征而不会轻易让渡(金德尔伯格,2007)。所以,下面着重探讨除国际央行之外的其他观点。

1. *以国际清算银行(BIS)为主体*。Hawtrey(1932)在强调国际最后贷款人不能通过无限发行自身债务来应对危机时指出,"也许有一天,BIS 会满足国际最后贷款人所需要的条件"。经济信息内阁委员会提议由 BIS 发行类似于后来的特别提款权,被称为"国际凭证"的纸黄金来履行该职能(Howson & Winch,1977),金德尔伯格因 BIS 比 IMF 行动快速而称赞该提议"具有一定的预见性"(金德尔伯格,2007)。除行动快速外,后续研究者补充论证 BIS 具有国际危机管理经验、资源优势、政治色彩少且不附加条件等优势(Mishkin,2000)。反对者则认为 BIS 之所以不附加条件,是因为它背后有 IMF 的支持,IMF 承接了许多 BIS 在危机中发放的过桥贷款;还有学者指出 BIS 的成员国不及 IMF 广泛、职员人数较少、获取信息能力偏低,因而不宜充当国际最后贷款人。反对者最有力的证据恐怕在于 BIS 本身乐于充当各国分享信息、协调审慎监管等行动的央行俱乐部,而对自身承担国际最后贷款人职责并不感兴趣(Fratianni & Pattison,2001)。

2. *以国际货币基金组织(IMF)为主体*。尽管 Schwartz(2002)认为 IMF 缺乏资源和立即行动能力而不宜履行国际最后贷款人功能,但 Fischer(1999)发现 IMF 通过将成员国资金转贷给危机国、发行特别提款权等方式能够克服资源有限缺陷。Obstefeld(2009)也指出 IMF 通过改革能够增强决策和立即行动能力,Sachs(1995)等从危机产生的需求与 IMF 现实运行高度契合的角度阐述了 IMF 的主体地位。梅尔泽委员会①提出遵循巴杰特原则②、将 IMF 从"事实型"转向"法律型"国际最后贷款人的颇具影响力的倡议(Meltzer Commission,2000)。Jeanne & Zettelmeyer(2001)进一步从事后施加限制条件、拒绝对拖欠国家再次贷款、大股东施压等方面分析 IMF 比其他机构更能改善受援国的偿付能力,激励它们在 IMF 中良好表现和阻止违约。Goodhart(1999)则从 IMF 比任何一国央行具有资本更多、承担损失能力更强、信贷享有更高等级、贷款受损更少等角度论证其主体地位,同时也指出其缺陷在于世界政府缺位引起的损失分担能力与资源的有限性。尽管 2005 年前后对 IMF 的需求处于历史低点,这导致人们对 IMF 裁员及其前景的普遍担忧,Graeber(2008)等甚至宣称"IMF 正在迅速接近破产",但通过应对次贷危机 IMF 巩固了危机管理者地位而实现"回归"(BBC,2009)。

3. *以国际货币发行国或最大外汇储备持有国央行为主体*。Hawtrey(1932)预见"国际最后贷款人只能由某个外国央行或合作的一组外国央行承担"。金德尔伯格从经济史角度提供自 1695 年以来英国与荷兰、法国之间以发放贷款、贴现票据等方式履行国际最后贷款人功能的案例。同时,他指出 20 世纪 60 年代央行货币互换是"国际最后贷款方法之一",强调货币互换具有无附加条件、限于 G10 与瑞士等国而排除频繁违约的拉美国家、以信任而非契约维系等特点。Goldberg et al(2011)进一步指出霸权国货币互换具有资源无限、行动迅速等优点,指出这些优点与国内最后贷款人的优点很相似,因而往往能够迅速平息危机。Aizenman et al(2011)肯定次贷危机中美联储货币互换缓解

① 国际金融机构咨询委员会,以其主席艾伦·梅尔泽(Allan Meltzer)的名字命名,于 1998 年 11 月由美国国会建立,旨在为美国提供针对 IMF、世界银行集团等多边机构的政策建议。

② 巴杰特认为,为了抑制道德风险,最后贷款人应以优良抵押物、惩罚性利率对有清偿力借款者进行快速自由放贷。后人将这一经典主张称之为"巴杰特原则"。

了美元融资压力,成为央行应对危机的重要工具(Titze,2016)。Morelli et al(2015)的贡献在于分析并检验何种情况下货币霸权国将充当国际最后贷款人及其对危机国行为的影响,他们所构建的两个开放经济体面临流动性冲击的三期模型显示,为了平衡霸权国私利与国际最后贷款人公益性,霸权国往往救助与本国金融系统联系密切而影响本国金融稳定的国家,将使其产生持有低于外汇储备最优量的事前道德风险。

多德—弗兰克法案的通过使学者们怀疑美联储未来提供最后贷款的能力。Gete(2016)通过构建金融摩擦的双层模型创造性提出最大外汇储备持有国能够发挥国际最后贷款人作用。Cecchetti(2014)和 Landau(2014)等也认为中国货币互换使受援国避免 IMF 附带的条件和污名而可能成为受欢迎的国际最后贷款人。

4.以区域应急储备安排为主体。Landau(2014)认为,当且仅当该区域国家面临非对称流动性冲击时,区域安排有效。而随着区域金融一体化发展,区域内大量投资组合转变的可能性增加,非对称流动性冲击概率增大,故区域应急储备安排逐渐成为国际最后贷款人主体之一。Haggard(1997)等从地区公共产品角度进一步分析区域性国际最后贷款人迅速发展的原因在于,由消费范围被限定、搭便车行为更易被克服而引起交易费用的降低。Giannini(1999)等对区域性国际最后贷款人的优劣展开具体分析,认为其最大优势在于成员国地理相邻使得危机时不作为的社会成本高而减少救助筹资阻力。另外,成员国数量少、文化联系更深也使得行动更为协调。但是,若成员国欲保留部分国内经济政策自主权,则偏离国内最优政策行为的结果高度不确定;地理相邻也使得决策者偏重融资而忽视条件性和政策调整,这无疑将增大道德风险。因此,一个明确的区域霸权国对危机国施加附加政策条件的救助,这显然有利于控制道德风险。

尽管学术界对国际最后贷款人主体有诸多争论,现实世界中全球型以 IMF 为代表,国家型以美联储为代表,区域型包括北美框架协定、欧洲稳定机制、清迈协议、金砖国家应急储备安排等,这些主体是并存的。目前缺乏对各主体优劣和适用条件的比较分析、它们之间相互关系以及如何协调与合作的深入研究。

(二)救助资源是否有限的问题

资源问题曾被视为创设国际最后贷款人的首要问题,后来随着“催化金融”的提出其重要性有所下降。一种观点是“资源无限论”,即将国内央行无限发行货币以遏制恐慌的思想延伸至国际领域,认为只有拥有几乎无限的资源才称其为国际最后贷款人。例如,Knedlik (2011)从货币投机功能出发,认为若居民与非居民将短期资产转成外币的投机持续存在,则国际最后贷款人需要相当于该国货币总量的国际储备,危机的国际传染达到“投机可能性极限”时将需要无限资源。资源无限论的理论基础是多重均衡模型,该模型表明因不能提供充分资金以弥补任何规模融资缺口,部分救助不能消除自我实现的挤兑,而当救助规模大到能阻止挤兑并消除挤兑下的所有清算成本时救助有效(Jeanne & Wyplosz 2001)。

另一种针锋相对的观点是“资源有限论”。Roubini & Setser (2004)提出有条件的部分救助能增加私人投资者信心从而产生“催化作用”,因此,国际最后贷款人不必具有无限的资源便能防止危机。Corsetti et al (2003)构建的金融危机模型进一步揭示催化金融的作用机理,即流动性支持通过扩大良好经济基本面的范围、从而增加愿意展期的投资者数量来阻止流动性挤兑。Jeanne & Wyplosz(2001)则认为资源最优规模的确定关键在于国内货币当局使用救助的方式,即通过干预外汇市场的方式需要注入几乎无限量的外币,而通过存款保险或政府担保银行外币负债的方式则仅须覆盖外币流动性缺口。

“资源有限论”具有更强解释力,理论上“无限”的资源在实践中既不可能,也无必要(Knedlik,2011)。针对现实中资源不足问题,既有文献提出以下办法:(1)增加资源。金融危机模型显示国际最后贷款人信息越准确、提供资金越多,则催化作用越强(Corsetti et al,2003)。因此,一些 G7 国家主张 IMF 大量增资;要求成员国承诺提供额外的储备金,提议 IMF 放弃固定的最大数额法而改用份

额百分比计算方法;主张借款、创设 SDRs 等方式补充资源(Fischer,1999)。(2)节约资源。一是相机决策以节约资源。若一国货币贬值压力太大,则不予贷款而放任其贬值,若货币被贬到一个可管理的值时则适当贷款以避免再贬值(Hawtrey,1932);应救助合格的国家以及缺乏流动性却有清偿力的银行,而不应救助基本面弱或执行不稳健银行政策的国家以及无清偿力的银行(Bastidon et al,2008);应限制 IMF 救助频率和规模以抑制道德风险和节约资源(Meltzer Commission,2000)。二是选择干预方式以节约资源。Jeanne & Wyplosz(2001)赞成存款保险或政府担保银行外币负债的方式,因为这仅须覆盖外币流动性缺口的资源,他们反对需要几乎无限量外币的干预外汇市场方式。(3)转化资源。Bolton & Skeel(2005)等主张赋权 IMF 授予新私人贷款以优先地位,从而化私人资金为公共救助资金,无须增资却达到增资效果。

(三)道德风险问题

尽管有学者以救助资源少、规模小(Nunnenkamp,1999)、债权人损失远远超过贷款价值(Mussa,2004)、救助补贴成分低(Jeanne & Zettelmeyer,2001)等理由否定道德风险显著存在,但仍有许多学者将道德风险视为核心成本因素与系统性风险相权衡,以决定国际最后贷款人是否需要创设以及如何有效运行。因此,它成为国际最后贷款人的争论焦点与关键问题(Bastidon et al,2008),究其实质,它是个实证问题(Dreher,2004)。一般将道德风险划分为两类:一类是债权人或间接道德风险,意指外国债券持有人或债权银行因国际最后贷款人的存在而使其投资或贷款行为发生扭曲,如不该投资的投资了,不该贷款的贷款了;另一类是债务国或直接道德风险,意指债务国视救助为应对不利冲击的收入保险而使其疏于预防甚至故意引起危机(Meltzer Commission,2000)。大量文献对债权人道德风险进行实证检验,由于它无法被直接观察,而救助可能导致债权人低估风险从而影响证券价格变动,因此,可以从证券价格变动来检验其存在性。多数检验集中在债券市场的息差变动上(Haldane & Scheibe,2004),少数检验集中在债券息差对基本面的反应(Dell'Ariccia et al,2002)、贷款期限结构(Martinez-Vazquez et al,2003)、资本流动性(Kamin,2004)等方面,检验结果大多支持道德风险假说。当然,也有一些不显著甚至不支持的证据①。另外,还有部分证据来自股票市场,以股票价格或回报的上升、市值增加为观察值,几乎所有证据显示道德风险存在(Hayo & Kutan,2005)。

少量文献主要从宏观经济活动或政策角度对债务国道德风险进行检验。以"跨计划期"的持续时间缩短或者期内预算赤字、通货膨胀率、国际储备等宏观经济指标恶化(Evrensel & Kim,2004)为标准;以 IMF 可用信贷量是否引起债务国更宽松的宏观经济政策(Aklin & Kern,2015)、高风险的固定汇率政策(Bolton & Skeel,2005)或非最优汇率政策(Corsetti et al,2003)等为依据;从 IMF 新借款安排 NAB 和补充储备便利 SRF 工具是否改变债务国求助概率(Gai & Taylor,2004),美联储货币互换是否引起受援国减持外汇储备行为(Morelli et al,2015)等角度予以检验,结果均支持道德风险假说。

综上,尽管债权人和债务人过度冒险行为不能被直接观察而难于进行实证检验,但始于 Zhang(1999)的实证研究表明该领域成果非常丰富。大多数学者实证结论支持道德风险假说,但结果仍然具有不确定性。究其原因,实证检验普遍存在以下问题:第一,识别或区分的解释性问题,很难将 IMF 干预影响与其他宏观经济因素的影响区分开来(Lee & Shin,2008)。如债券息差下降既可以视为道德风险存在的依据,也可能是因为投资者视 IMF 救助计划为改革的承诺;股票回报率增加可能是由于 IMF 干预后基本面改善所造成,也可能是由道德风险引起;跨计划期的宏观经济恶化既可能是外部冲击导致,也可能表示蕴含道德风险(Dreher,2004)。因此,厘清这些影响是未来研究的一个重要任务。第二,内生性问题。在回归中作为外生变量的基本面事实上可能依赖于对 IMF 资金可

① 如 Kamin(2004)以 1992 年 3 月—2001 年 11 月间的摩根新兴市场债券指数(EMBI)息差月变化值为因变量,采用 OLS 误差纠正模型计算 EMBI 的预期值,结果不支持道德风险假说。

获得性的预期,因而可能是内生的。第三,研究的事件窗口期太长而不能将观察到的影响归因于或主要归因于 IMF 相关事件,研究中没有充分控制市场条件、基本面变化、得不到某天数据等因素的影响(Li et al,2015),可能需要进一步考察长期和短期道德风险。第四,现有文献要么研究债权人道德风险,要么研究债务人道德风险,现实中两者可能同时存在,但两者合并研究可能使证据互相抵消(Lee & Shin,2008)。比如,IMF 更高概率的贷款会增加投资者的道德风险,从而降低债券利差,但债务人的道德风险可能同时增加,这将使得宏观政策变得更糟而增大利差。因此,合并债权人与债务人道德风险的实证检验可能是未来研究的一个有趣问题(Dreher,2004)。

(四)贷款的条件性问题

对国际最后贷款人运行的研究集中在 IMF 上,而 IMF 应对道德风险、追求"纠正国际收支失调"目标时主要采取条件性贷款。IMF 在前 40 年中秉持对借款国"经济中立"教条(Finch,1983),条件性主要涉及预算赤字削减、限制性货币政策和汇率贬值 (Williamson,1983)等宏观经济领域;自 20 世纪 80 年代以来,由于政治压力和新发展理念兴起,IMF 逐渐将条件扩展至国有企业私有化、贸易和金融自由化以及经济去管制化等结构性领域(Babb & Buira,2005)以及劳动力市场改革、社会政策和治理(Babb,2013;Stubbs et al,2016)等政策领域,甚至进入与 IMF 主业不直接相关的领域(Stiglitz,2004),批评随之而来。

尽管设置适宜的条件能够抑制道德风险,但条件过分烦琐以及干扰主权就会引起广泛批评。目前,对条件性的批评集中在两点:(1)条件产生的社会影响。一些文献发现,尽管 IMF 条件涉及的领域日益广泛,但对救助效果并无积极影响(Dreher & Walter,2010)。许多实证研究发现,IMF 贷款附加的条件对发展中国家就业率、工资和就业保护(Blanton et al,2015)、卫生与健康(Kentikelenis et al,2014)、贫困与不平等(Oberdabernig,2013)、人类福利和发展(Cornia et al,1987)等方面产生负面影响。Aziz(2012)等研究表明,由于 IMF 设置条件时并未充分考虑各国经济地位、商业环境和文化差异,而一味追求旨在短期内恢复预算盈余的紧缩性政策。这类政策一旦被受援国实施往往引起顺周期性,反而会长期损害其宏观经济的稳健性。(2)条件的政治性及其风险。研究表明,IMF 条件所涉及的内容和领域已对国家主权和制定政策的自治权形成挑战(Griffiths & Todoulos,2014);政治联系尤其是美国利益在资金分配和条件制定中起着关键作用(Li et al,2015),同 G7 的政治相似性与贷款批准概率正相关(Presbitero & Zazzaro,2012),拥有联合国安理会临时会员资格将得到更宽松的条件(Dreher et al,2015),这些都将产生救助获取上的不公平。

应对批评引起的 IMF 改革。通过采取引入"无条件"的灵活信贷安排 FCL、取消政府工资总额限制(Gupta,2015)、设置社会支出下限(Reuters,2014)等措施,IMF 以响应式设计和精简条件为受援国创造政策空间,并宣称"条件性正逐渐适当合理化、公平化、与受援国需求相匹配"(IMF,2012)。然而,IMF 独立评估办公室指出条件仍然"非常复杂详尽,没有明显的决定性条款,通常只有令人生厌的干扰型条件"(IEO,2007)。Kentikelenis et al(2016)对 1985－2014 年间 IMF 向 131 个国家发放的 4590 笔贷款中提取 55465 个条件的研究表明,危机蔓延使 IMF 条件减少的趋势发生逆转,条件尤其是由 IMF 职员自由裁量的结构性条件的总数和适用范围都在扩大,因此,IMF 应对批评的改革过程仅是"一个伪善不断升级的过程"。

四、国际最后贷款人有效性的检验

现有文献仅对两类国际最后贷款人有效性进行了实证检验,对国际型的集中在 IMF 救助、对国家型的集中在美联储货币互换上,以前者为主,对后者的检验发生在次贷危机后。纵观全球,区域型国际最后贷款人有北美框架协定 NAFA、欧洲稳定机制 ESM、清迈协议 CMIM、拉美储备基金 FLAR、阿拉伯货币基金组织 AMF、欧亚稳定和发展基金 EFSD 和金砖国家应急储备安排 CRA,尚未发现一篇实证检验其有效性的文献,究其原因可能在于,有的新近成立,有的虽已成立多年但未实际救助过,还有的可能规模小、救助能力弱而未引起关注。

(一)对 IMF 救助有效性检验

大量文献从债务国宏观经济运行尤其是经济增长角度研究 IMF 计划的有效性,但不能提供一个确定的统一答案(Dreher,2006)。主要有三种结论:

1.显著正效应。Kahn(1990)基于 69 个发展中国家 1973—1988 年间数据的研究显示,IMF 救助方案对受援国的经常账户业绩、国际收支和通货膨胀具有短期和长期的积极影响;当受援国进行必要政策调整时 IMF 救助有效(Morris & Shin,2006);IMF 计划若显著增加受援国货币贬值概率时,它会促使短期债权人展期而使计划有效(Dreher & Walter,2010);Zwart(2007)认为时间是关键变量,当 IMF 和投资者同时行动时,贷款的负面信号作用必然不存在,产生的流动性效应使 IMF 总会成功。

2.显著负效应。Bordo & Schwartz (2000)分析 1973—1998 年间 11 个拉丁美洲和 13 个亚洲国家的年度数据发现,受援国经济获援后更糟糕。Dreher(2006)分析 1970—2000 年间 98 个国家数据也发现总体影响为负,并认为可能是由 IMF 建议不当或者道德风险所致。Barro & Lee(2005)分析 1975—1999 年间 130 个国家数据后得出类似结论,同时发现 IMF 决定对哪些国家发放贷款时主要受政治因素影响。Jorra(2012)基于 1975—2008 年间 57 个发展中国家和新兴经济体数据表明,IMF 救助显著增加了约 1.5%~2%主权违约概率。

3.效应不显著或不确定。Donovan(1982)检验得出 1971—1980 年间 IMF 救助方案显著改善受援国的国际收支状况,但对经济增长率没有明显影响。Atoyan & Conway(2006)研究表明 1993—2002 年间获援的 95 个发展中国家的实际经济增长短期内并未得到显著改善,但几年后有所提升。Easterly(2005)研究发现,1980—1999 年间 IMF 和世界银行对阿根廷、科特迪瓦和加纳的 56 次贷款没有显著的经济增长效应。Corsetti et al(2003)进一步指出,IMF 没有使各国恢复金融安全和稳定的令人信服的记录。

从部门角度看,Kutan et al(2012)运用事件研究法分析了 IMF 相关消息对亚洲金融危机中印度尼西亚的金融部门和实际部门的财富效应,结果显示,IMF 援助对两者均有重要影响,且对前者的影响超过后者;Kutan et al(2016)进一步考察该时期 IMF 的政策公告对债务国和主要债权国股票、债券、外汇、银行以及金融公司的影响时发现,这些政策公告通常被视为利好消息,但长时间谈判对债务国的金融市场产生不利影响,而对债权国则几乎没有影响;Kosmidou et al(2015)同样运用事件研究法研究了希腊主权债务危机中欧盟、欧洲央行与 IMF 三方援助对雅典股票交易所、银行部门、其他金融部门、实体经济部门回报的影响,回归分析显示三方行动对希腊上述部门各公司的系统性风险均有显著影响,但并未能防止金融危机演变为实体经济危机。

综上,IMF 对受援国救助的有效性检验主要采用比较法和回归分析法(Dreher,2006)。比较法主要是对债务国与参照国、债务国受援前后的经济状况进行对比分析,前者的问题在于很难找到与债务国经济基础高度相似的参照国,鉴于此,有学者建议根据受援概率选择参照国,但目前尚无充足的时间和数据来评估该建议的适用性(Li et al,2015);后者的问题在于债务国并非随机选择而是具有内生性的,经常经历危机的债务国通常使研究更易出现无效的结果(Jorra,2012)。而最近研究中广泛运用的回归分析法,其有效性取决于对 IMF 贷款变量的内生性控制。由于检验方法的差异及其缺陷、使用广泛的跨越多个时间段的样本以及针对债务国经济运行的不同问题,实证检验出现不一致的结论(Dreher et al,2015)。因此,确定一个适当的研究方法,克服样本选择、内生性等问题以提高实证检验的可信度仍然是个重大挑战。另外,对 IMF 各类计划或项目进行分类研究,深入探究通过什么渠道和机制影响受援国的部门利益和实体经济,以识别具体计划或项目的有效性及其影响因素也是未来一个研究方向。

(二)对美联储货币互换有效性检验

研究国际最后贷款人有效性仅侧重 IMF 是不全面的,需要关注美国等国际货币发行国绕过 IMF 的救助行为。美国通过外汇稳定基金贷款、双边和多边外国援助、提供过桥贷款或担保等方式

积极救助意大利、英国、葡萄牙、墨西哥、巴西等国(Broz,2012)。最值得关注的新型国际最后贷款人是美联储通过货币互换向西方发达经济体以及某些新兴经济体提供流动性(Broz,2012)。对央行货币互换有效性检验集中在外汇市场和货币市场,Obstfeld et al(2009)指出,美联储的货币互换增加了对手国央行市场干预能力,缓解其外汇储备压力,特别是美韩签署的互换协议起到重要的信号作用,成功地阻止了对韩国外汇储备的挤兑(Aizenman,2010);Rose & Spiegel(2012)的实证研究表明,货币互换协议的签署使得那些与美国经贸联系紧密或持有巨额美元资产的国家获益匪浅;Allen & Moessner(2010)研究显示,美联储提供的货币互换已通过市场检验,在缓解美元流动性和外汇市场压力方面非常有效(Aizenman et al,2011),已超越外汇管理传统角色而成为新型危机管理工具(Titze,2016)。

另一些学者从货币互换影响银行系统的利率与违约概率等角度验证其有效性。如 Acharya et al(2011)认为高展期风险会转变为高违约风险,因而选择从该角度验证其有效性;Aizenman & Pasricha (2010)发现 4 个新兴市场国家央行与美联储货币互换后,不仅这 4 个新兴市场国家、甚至其他新兴市场国家的 CDS 息差也随之下降;Baba & Packer(2009)的研究表明,美元互换机制既降低了伦敦同业拆借利率和隔夜指数掉期息差水平与波动性,也因避免金融机构对美元资产的恐慌性抛售而降低了银行间利率的波动性与美元升值压力;Morelli et al(2015)采用 GARCH 模型估算欧元区 42 家银行 CDS 价格以及采用 CDS 与主权债 CDS 之间的差异等指标进行检验,得出结论认为美联储货币互换有助于降低受益银行系统的信用风险。

五、总结与展望

总体而言,由国际金融危机驱动的国际最后贷款人研究在研究方法上融合博弈论、新制度经济学、信息经济学、契约经济学等经济学的前沿学科方法,该理论本身只是一些散见于各主流刊物的模型和假说,目前主要从金融危机、公共物品供给、外汇储备三个角度解释国际最后贷款人存在性及运行机理,尚未形成统一完整的理论体系。我们认为,根据各视角的理论价值和实践价值分析,未来研究可能沿着两个方向展开:一是危机视角。鉴于基本面观点具有坚实的银行脆弱性理论基础,但对是否需要国际最后贷款人的政策启示不确定;而恐慌论尽管明确提出国际最后贷款人的存在价值,但恐慌本身并不能很好地解释危机成因,因此,国际最后贷款人理论基础的探索更可能沿着“基本面与恐慌的综合”思路展开,这也更契合“危机通常由较弱的基本面、不良政策和投机挤兑相互作用而成”(Corsetti et al,2003)的现实世界。比如,超越“将危机解释为瞬时均衡的转化”观点,在模型中加入宏观经济冲击或基本面因素,使危机在流动性不足到缺乏清偿力范围内任一时点都可能发生,并进一步刻画特定环境下危机发生及其时间和动态特征;将国际最后贷款人作为世界经济的大型参与者进入模型,并从其拥有的经济资源和明确的目标函数等角度刻画不同类型国际最后贷款人特征,使它们以及国际投资者、危机国政府的策略选择取决于模型的内生均衡;进一步研究流动性救助最佳规模、救助的条件和最佳时机选择;继续探索为什么以及到何种程度“催化金融”才能起作用;国际最后贷款人的救助对危机国社会福利和政府行为的影响等问题。二是公共物品供给视角。该视角运用国际政治经济学理论范式,划分国际体系和国家两个层次,提出霸权国概念并使之独立于众多的一般性国家,着重分析它对国际最后贷款人的供给能力、意愿、形式以及区域性特点,比纯粹的经济金融角度对现实似乎更具解释力。但由于它忽略对金融业本身、对金融脆弱性或危机、对国际最后贷款人的需求因素以及金融危机处置制度本质属性的深度关注而导致该理论缺乏精细度和深度,因此,后续研究应将这些金融因素融入国际公共物品供给框架中,以更全面合理地解释国际最后贷款人的价值之所在。

未来研究的一个重要任务或挑战在于确定一个检验救助有效性、道德风险存在性的适当方法以提高实证检验的可信度。首先,对 IMF 救助有效性检验,目前主要采用比较法和回归分析法,比较法的问题在于受援国的内生性以及难以寻找经济基础高度相似的参照国,新流行的回归分析法的有

效性则取决于对 IMF 贷款变量的内生性控制。这些方法的差异及其缺陷、使用广泛的跨越多个时间段的样本以及针对债务国经济运行的不同问题而设,导致检验结论莫衷一是。因此,需要沿着克服样本选择、采用工具变量以控制内生性问题的方向改进研究方法;同时,需要对 IMF 的各种计划或项目进行分类研究,深入探究通过什么渠道和机制影响受援国的部门利益和实体经济,以便识别具体计划或项目的有效性及其影响因素。其次,对道德风险存在性检验普遍存在识别或区分的解释性问题以及内生性问题,未来研究需要在区分 IMF 干预影响与其他宏观经济因素的影响、控制内生性、充分控制一些重要因素的方向展开,可能需要进一步考察长期和短期道德风险,合并债权人与债务人的道德风险,尝试区分道德风险的严重程度并进一步探索它们背后的影响因素。

既有文献的缺陷还在于它集中在以 IMF 为代表的全球型国际最后贷款人的研究上,而忽视对以美联储货币互换为代表的国家型国际最后贷款人,尤其是对以东亚外汇储备库、金砖国家应急储备安排为代表的区域型国际最后贷款人等其他类型的深层次研究。对美联储货币互换,目前已有美联储在何种条件下充当国际最后贷款人以及对受援国的影响分析,但缺乏国家型国际最后贷款人的资源与风险特征、目标函数等刻画,也缺乏永久性货币互换对发展中国家的"原罪"、外汇储备、金融稳定等经济影响的研究。而对东亚外汇储备库,既有文献往往从公共产品视角、区域货币合作或一体化视角予以研究,几乎没有从国际最后贷款人视角研究的文献,而根据其短期资金紧急救助的本质特征,理应将其纳入国际最后贷款人分析框架,也唯有如此,方能反映其本质属性,在此基础上构筑的运行机制才能更具有效性。同时,需要在比较分析各类国际最后贷款人利弊优劣及其特征的基础上进一步研究如何将各主体创造或持有的各层次流动性有效协调并快速配置以满足危机国尤其是发展中国家的流动性需求问题。

参考文献:

Acharya, V. V. et al(2011), "Rollover risk and market freezes", *Journal of Finance* 66(4):1177－1209.

Aizenman, J. & G. K. Pasricha(2010), "Selective swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation", *International Review of Economics & Finance* 19(3):353－365.

Aizenman, J. et al(2011), "International reserves and swap lines: Substitutes or complements?", *International Review of Economics & Finance* 20(1):5－18.

Aizenman, J. et al(2015), "International reserves before and after the global crisis: Is there no end to hoarding?", *Journal of International Money and Finance* 52:102－126.

Aizenman, J. (2010), "International reserves and swap lines in times of financial distress: Overview and interpretations", ADBI Working Paper Series, No. 192.

Aklin, M. & A. Kern(2015), "Moral hazard and financial crises: Evidence from us troop deployments", Paper presented at 2015 Meeting of the American Political Science Association.

Allen, W. A. & R. Moessner(2010), "Central Bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008－09", Bank for International Settlements, No. 68.

Art, R. J. (2008), "Selective engagement after Bush", In: M. A. Flournoy & S. Brimley(eds), *Finding Our Way: Debating American Grand Strategy*, Center for a New American Security.

Atoyan, R. & P. Conway(2006), "Evaluating the impact of IMF programs: A comparison of matching and instrumental-variable estimators", *Review of International Organizations* 1(2):99－124.

Aziz, Z. A. (2012), "Global policy perspectives", *PLoS ONE* 6(5):19578－19578.

Baba, N. & F. Packer(2009), "From turmoil to crisis: Dislocations in the FX swap market before and after the failure of Lehman Brothers", *Journal of International Money and Finance* 28(8):1350－1374.

Babb, S. & A. Buira(2005), "Mission creep, mission push and discretion: The case of IMF conditionality", In: A. Buira(ed), *The IMF and the World Bank at Sixty*, Anthem Press.

Barro, R. J. & J. W. Lee(2005), "IMF programs: Who is chosen and what are the effects?", *Journal of Monetary Economics* 52(7):1245－1269.

Bastidon, C. et al(2008), "The international lender of last resort and selective bail-out", *Emerging Markets Review* 9(2):144－152.

BBC(2009), "The International Monetary Fund Returns", http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/8015979.stm.

Blanton, R.G. et al(2015), "The impact of IMF and World Bank programs on labor rights", *Political Research Quarterly* 68(2):324-336.

Bolton, P. & D.A.J. Skeel(2005), "Redesigning the international lender of last resort", *Chicago Journal of International Law* 6(1):177-201.

Bordo, M.D. & A.J. Schwartz(2000), "Measuring real economic effects of bailouts", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, No. 1.

Broz, J.L(2012), "The Federal Reserve as global lender of last resort, 2007-2011", LSE Systemic Risk Centre Discussion Paper 30.

Cecchetti, S.G.(2014), "Towards an international lender of last resort", BIS Paper, No. 79.

Cornia, G.A. et al(1987), *Adjustment with a Human Face*, vol. I. *Protecting the Vulnerable and Promoting Growth*, Clarendon Press.

Corsetti, G. et al(1999), "What caused the Asian currency and financial crisis?", *Japan and the World Economy* 11(3):305-373.

Corsetti, G. et al(2003), "International lending of last resort and moral hazard: A model of IMF's catalytic finance", *Journal of Monetary Economics* 53(3):441-471.

Dell'Ariccia, G. et al(2002), "Moral hazard and international crisis lending: A test", IMF Working Papers, No. 2.

Donovan, D.J.(1982), "Macroeconomic performance and adjustment under fund-supported programs: The experience of the seventies", *Staff Papers* 29(2):171-203.

Dreher, A.(2004), "Does the IMF cause moral hazard? A critical review of the evidence", http://econwpa.wustl.edu:8089/eps/if/papers/0402/0402003.pdf.

Dreher, A.(2006), "IMF and economic growth: The effects of programs, loans, and compliance with conditionality", *World Development* 34(5):769-788.

Dreher, A. & S. Walter(2010), "Does the IMF help or hurt? The effect of IMF programs on the likelihood and outcome of currency crises", *World Development* 38(1):1-18.

Dreher, A. et al(2015), "Politics and IMF conditionality", *Journal of Conflict Resolution* 59(1):120-148.

Easterly, W. (2005), "What did structural adjustment adjust? The association of policies and growth with repeated IMF and world bank adjustment loans", *Journal of Development Economics* 76(1):1-22.

Evrensel, A.Y. & J.S. Kim (2004), "IMF programs and debtor moral hazard", Dec, mimeo.

Fernández-Arias, E. & E. Levy-Yeyati(2012), "Global financial safety nets: Where do we go from here?", *International Finance* 15(1):37-68.

Finch, C.D.(1983), "Adjustment policies and conditionality", In: J. Williamson(ed), *IMF Conditionality*, Peterson Institute for International Economics Press.

Fischer, S.(1999), "On the need for an international lender of last resort", *Journal of Economic Perspectives* 13(4):85-104.

Fratianni, M. & J. Pattison(2001), "Review essay: The Bank for International Settlements: An assessment of its role in international monetary and financial policy coordination", *Open Economies Review* 12(2):197-222.

Gai, P. & A. Taylor(2004), "International financial rescues and debtor-country moral hazard", *International Finance* 7(3):391-420.

Gete, P.(2016), "A quantitative model of international lending of last resort", Working Paper, Georgetown University.

Giannini, C.(1999), "Enemy of none but a common friend of all? An international perspective on the lender-of-last-resort function", *Social Science Electronic Publishing* 32(4):218-238.

Goldberg, L.S. et al(2011), "Central bank dollar swap lines and overseas dollar funding costs", *SSRN Electronic Journal* 17(15763):3-20.

Goodhart, C.A.E.(1999), "Myths about the lender of last resort", *International Finance* 2(3):339-360.

Graeber, D.(2008), "The shock of victory: An analysis of our unclaimed triumphs", *Rolling Thunder: An Anarchist Journal of Dangerous Living* (5):1320.

Griffiths, J. & K. Todoulos(2014), "Conditionally yours: An analysis of the policy conditions attached to IMF loans", *Eu-*

ropean Network on Debt and Development, accessed at http://eurodad. org/files/pdf/533bd19646b20. pdf.

Gupta, S. (2015), "Response to the International Monetary Fund and the Ebola outbreak", *Lancet Global Health* 3 (2):78.

Haggard, S. (1997), "The political economy of regionalism in Asia and the Americas", *Political Economy of Regionalism Colombia* 48(2):563—593.

Haldane, A. & J. Scheibe(2004), "IMF lending and creditor moral hazard", Bank of England Working Paper, No. 216.

Hawtrey, R. G. (1934), "The art of central banking", *Economic Journal* 44(174):275—279.

Hayo, B. & A. M. Kutan(2005), "IMF-related news and emerging financial markets", *Journal of International Money and Finance* 24(7):126—142.

Howson, S. & D. Winch(1977), *The Economic Advisory Council, 1930—1939*, Cambridge University Press.

IEO(2007), *Structural Conditionality in IMF-Supported Programs*, Washington, DC: IMF Independent Evaluation Office.

IMF(2012), "2011 review of conditionality-Background Paper 1: Content and application of conditionality", Washington, DC: International Monetary Fund.

ITUC(2012), "Submission from ITUC/Global Unions to IMF's 2011 review of conditionality", International Trade Union Confederation, 22 April 2015, http://www. ituc-csi. org.

ITUC(2013), "Involvement of the International Monetary Fund in labour market reforms in European countries", ITUC Background Paper 128, 5 May 2015, http://www. ituc-csi. org.

Jeanne, O. & C. Wyplosz(2001), "The international lender of last resort: How large is large enough?", CEPR Discussion Papers, No. 2842.

Jeanne, O. & J. Zettelmeyer(2001), "International bailouts, moral hazard and conditionality", *Economic Policy* 16 (33):407—432.

Jeanne, O. & J. Zettelmeyer(2005), "The Mussa theorem (and other results on IMF-induced moral hazard)", *IMF Staff Papers* 52(1):64—84.

Jorra, M. (2012), "The effect of IMF lending on the probability of sovereign debt crises", *Journal of International Money & Finance* 31(4):709—725.

Joyce, J. P. & R. Razo-Garcia(2011), "Reserves, quotas and the demand for international liquidity", *Review of International Organizations* 6(3—4):393—413.

Kamin, S. B. (2004), "Identifying the role of moral hazard in international financial markets", *International Finance* 7(1):25—59.

Kentikelenis, A. et al(2014), "Greece's health crisis: From austerity to denialism", *The Lancet* 383(9918):748—753.

Kentikelenis, A. E. et al (2016), "IMF conditionality and development policy space, 1985—2014", *Review of International Political Economy* 23(4):543—582.

Kindleberger, C. P. (1973), *The World in Depression, 1929—1939*, The Penguin Press.

Knedlik, T. (2010), "A cost efficient international lender of last resort", *International Research Journal of Finance and Economics* 41(2):105—120.

Kosmidou, K. V. et al(2015), "The impact of the EU/ECB/IMF bailout programs on the financial and real sectors of the ASE during the Greek sovereign crisis", *Journal of Banking & Finance* 50(1):440—454.

Krugman, P. (1979), "A model of balance-of-payments crises", *Journal of Money, Credit and Banking* 11(3):311—325.

Kutan, A. M. et al(2012), "IMF programs, financial and real sector performance, and the Asian crisis", *Journal of Banking & Finance* 36(1):164—182.

Kutan, A. M. et al(2016), "Worldwide impact of IMF policies during the Asian crisis: Who does the IMF help, creditors or crisis countries?", *Journal of Economic Policy Reform* 19(2):1—32.

Landau, J. P. (2014), "International lender of last resort: Some thoughts for the 21st century", BIS Paper, No. 79.

Li, L. et al(2015), "Insights into the IMF bailout debate: A review and research agenda", *Journal of Policy Modeling* 37(6):891—914.

Mansfield, E. D. & H. V. Milner(2018), "The domestic politics of preferential trade agreements in hard times", *World Trade Review* 17(3):371—403.

Martinez-Vazquez, J. & W. Mina(2003), "Some effects of IMF lending programs in the MENA countries", *Topics in*

Middle Eastern and North African Economies Electronic Journal 5(9):1—17.

Meltzer Commission(2000), "Report of the International Financial Institutions Advisory Commission", Washington, DC.

Mishkin, F. S. (2000),"The international lender of last resort: What are the issues", The Conference Paper of The World's New Financial Landscape: Challenges for Economic Policy.

Mody, A. & D. Saravia(2006), "Catalysing private capital flows: Do IMF programmes work as commitment devices?", *Economic Journal* 116(513):843—867.

Morelli, P. et al(2015), "The role of the Federal Reserve as an international lender of last resort during the 2007—2008 financial crisis", *International Economic & Economic Policy* 12(1):1—14.

Morris, S. & H. S. Shin(2006), "Catalytic finance: When does it work?", *Journal of International Economics* 70(1):161—177.

Mussa, M. (2004), "Reflections on moral hazard and private sector involvement in the resolution of emerging market financial crises", in: A. G. Haldane(ed), *Fixing Financial Crises in the Twenty-first Century*, Routledge.

Nunnenkamp, P. (1999), "Europe and the crisis", *Intereconomics* 34(1):10—18.

Oberdabernig, D. A. (2013), "Revisiting the effects of IMF programs on poverty and inequality", *World Development* 46(2):113—142.

Obstfeld, M. et al(2009), "Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008", *American Economic Review* 99(2):480—486.

Presbitero, A. F. & A. Zazzaro(2012), "IMF lending in times of crisis: Political influences and crisis prevention", *World Development* 40(10):1944—1969.

Reinhart, C. M. et al(2016), "Does reserve accumulation crowd out investment?", *Journal of International Money & Finance* 63(C):89—111.

Reuters(2014), "IMF loan conditions grow despite vows to limit them: Study", accessed at http://www.reuters.com/article/2014/04/02/us—imf—conditionsidUSBREA311SZ20140402.

Rose, A. K. & M. M. Spiegel(2012), "Dollar illiquidity and central bank swap arrangements during the global financial crisis", *Journal of International Economics* 88(2):326—340.

Roubini, N. & B. Setser(2004), "Bailouts or bail-ins? Responding to financial crises in emerging economies", Peterson Institute.

Sachs, J. D. (1995), "Do we need an international lender of last resort?", Princeton University, Frank Graham Memorial Lecture.

Schwartz, A. J. (2002), "Earmarks of a lender of last resort", In: A. J. Schwartz(ed), *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort*, Oxford University Press.

Stiglitz, J. E. & R. M. Pike(2004), "Globalization and its discontents", *Canadian Journal of Sociology* 29(2):321—324.

Stubbs, T. H. et al(2016), "Catalyzing aid? The IMF and donor behavior in aid allocation", *World Development* 78(2):511—528.

Titze, M. (2016), "Federal Reserve swap lines: International lender of the last resort", *Acta Oeconomica Pragensia* 24(4):3—24.

Williamson, J. (1983), *IMF Conditionality*, Peterson Institute for International Economics Press.

Zettelmeyer, J. (1999), "On the short-run effectiveness of official crisis lending", International Monetary Fund Working Paper, No. 5.

Zhang, X. A. (1999), "Testing for moral hazard in emerging markets lending", Institute of International Finance Research Paper, No. 99.

Zwart, S. (2007), "The mixed blessing of IMF intervention: Signalling versus liquidity support", *Journal of Financial Stability* 3(2):149—174.

查尔斯·金德尔伯格,2007:《西欧金融史》,徐子健等译,中国金融出版社。

(责任编辑:刘洪愧)

(校对:刘新波)