

卡门·莱因哈特对金融经济学的贡献^{*}

——科睿唯安“引文桂冠”经济学奖得主学术贡献评介

唐文进 颜芷琪 李芳

摘要:卡门·莱因哈特是享誉国际学术界和实务部门的女性金融经济学家,因对国际宏观经济学、债务危机及金融危机的研究贡献而入选2021年科睿唯安引文桂冠经济学奖。莱因哈特发现,国际资本流动的主导因素是资本流出国的外因而非流入国的内因,并进一步讨论了国际资本流动前后各国的经济变化以及预防资本流动“突然中断”的政策建议。关于汇率制度,莱因哈特提出了害怕浮动假说,并构建了全新的汇率制度RR分类标准。在债务危机研究中,莱因哈特提出了“债务不耐”概念,发现债务阈值为90%。针对金融危机,莱因哈特建立了货币危机预警系统,定义了传染效应,并确定了金融联系这一传染渠道,为金融危机的预防及治理提供了解决方案。

关键词:卡门·莱因哈特 国际资本流动 汇率制度选择 债务危机 金融危机

卡门·莱因哈特(Carmen M. Reinhart)是享誉国际学术界和实务部门的女性金融经济学家,美国哈佛大学肯尼迪学院国际金融体系讲席教授,2020年被任命为世界银行高级副总裁兼首席经济学家。因其在国际宏观经济学、债务危机和金融危机研究等领域的贡献,莱因哈特于2021年入选科睿唯安“引文桂冠”经济学奖名录。

莱因哈特1955年出生于古巴哈瓦那;1978年获美国佛罗里达国际大学文科学士学位;1980年和1981年分别获得哥伦比亚大学文科硕士和哲学硕士学位,1988年获哥伦比亚大学哲学博士学位,师从后来的诺贝尔奖得主罗伯特·蒙代尔;1982—1984年担任贝尔斯登投资银行的经济学家,1985—1986年成为其首席经济学家兼副总裁;1988—1996年担任国际货币基金组织(IMF)高级经济学家,2001—2003年又担任IMF研究部高级政策顾问和执行副主任;1996—2000年担任马里兰大学公共政策学院副教授,2000—2010年担任马里兰大学公共政策学院和经济学系教授,其中2009—2010年担任国际经济学中心主任;2011—2012年担任彼得森国际经济研究所丹尼斯·韦斯通讲席研究员;2012年7月至今担任哈佛大学肯尼迪学院国际金融体系教授。

莱因哈特撰写了关于宏观经济学和国际金融各种主题的文章,获得了诸多奖项和荣誉,包括外交政策的“全球百强思想家”以及汤森·路透社的“世界最具影响力的科学思想家”;她在2011年被彭博社评为“金融界最具影响力50人”,2018年被授予“胡安·卡洛斯国王经济学奖”和“全美商业经济学联合会亚当·斯密奖”。2022年当选为美国经济学联合会杰出会士。

与重视理论和模型的经济学家不同,莱因哈特更强调经验与数据。她善于通过挖掘和整理各个国家和事件的经济数据,用详细的制度知识、从全球视角来研究宏观经济和金融因素的相互作用,进而揭示出几个世纪以来金融危机形成与发展的规律。莱因哈特对金融经济学的贡献主要体现在四

^{*} 唐文进、颜芷琪、李芳,长沙理工大学经济与管理学院,邮政编码:410076,电子邮箱:lifang@csust.edu.cn。基金项目:国家社会科学基金重大项目“经济发展新常态下货币政策的结构调整功能及其有效性研究”(16ZDA034)。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

个领域:(1)国际资本流动;(2)汇率制度的选择及划分;(3)债务危机;(4)金融危机。她在这些领域发表了上百篇论著,这些论著既有启发性,又常常具有先见之明,具有重要的实践指导意义。

一、莱因哈特关于国际资本流动的研究

莱因哈特在国际资本流动领域的理论贡献突出表现在四个方面:首先,提出外因(特别是美元利率)是拉丁美洲国家国际资本流动的主导因素;随后,将视角转向新兴市场经济体以及全球市场,采用海量的数据来对比展示所研究地区国际资本流入的最新情况;在此基础上,根据现实经验提出了管理国际资本流动的政策措施;此外,从政治违约风险角度对国际资本流动中著名的“卢卡斯悖论”做出了合理解释。

(一)国际资本流动的主要动因

驱动国际资本流动的因素非常多,其中“拉动—推动”(pulling—pushing)框架是最主流的分析框架。拉动因素是有助于吸引外资的国内条件(内因),而推动因素是影响全球投资者决定投资的外部力量(外因)。20世纪80年代后半期,国际资本大量流入拉丁美洲国家,这些国家随即出现了实际汇率升值、股票和房地产市场繁荣、经济增长加快、国际储备积累以及外国贷款二级市场价格强劲复苏等现象。当时拉丁美洲国家正在进行国内改革,由此一些学者认为,是良好的经济政策和经济基本面等拉动因素(内因)使得资本流向拉丁美洲国家。

莱因哈特与卡尔沃等(Calvo, Leiderman & Reinhart, 1993)对此观点提出了质疑——如果仅使用资本流入国内部改革因素来解释国际资本在拉丁美洲地区的共同流入,就必须依赖于一个重要假设:国家存在强烈的声誉外部性,即“传染”效应;一些国家的改革会引发对该地区其他国家未来将进行改革的预期。但实际情况却表明,并非所有国家都满足这一假设条件。通过研究10个拉丁美洲国家的经验证据,莱因哈特等发现,世界市场利率的持续下降,美国、日本、欧洲的周期性经济衰退和主要金融中心投资的国际多元化趋势等外部因素,可以解释这些国家或地区30%~60%实际汇率和国际储备的变化,由此断定,资本流入可能会因外部环境的突然变化而立即停止,政策选择的效果在此情况下变得非常有限,经济的脆弱性也将大大增加。随后的事实证明莱因哈特等的判断:从1994年的墨西哥比索危机开始,到1997年的亚洲金融危机,再到1998年的俄罗斯金融危机,新兴市场经济体都因为外部环境的突然变化而经历了国际资本流动的“突然中断”(sudden stop),即这些经济体在危机发生之前都曾出现大量资本流入,随后在某一年突然出现资本流入的大幅下降甚至资本净流出的现象。

(二)国际资本流动对流入国的影响

大量国际资本自1988年开始流向泰国,随后流向更多的亚洲经济体,特别是东南亚国家,其带来的金融市场动荡也引起人们的高度关注。莱因哈特与卡尔沃等(Calvo, Leiderman & Reinhart, 1994)对比了拉美经济体和亚洲经济体在资本流入前后各方面的差别,发现两个地区的经济体都存在国际储备显著积累、股票价格急剧上涨以及经济增长加速的现象,并且资本账户差额的波动幅度相似,但二者的实际汇率变化和资本流入构成存在显著差异。在实际汇率的变化方面,大多数拉美经济体的资本流入伴随着实际汇率升值,但亚洲经济体的实际汇率升值并不常见。一个合理的解释是,为消费提供资金的国际资本流入会在很大程度上引起实际汇率升值。在国际资本流入期间,拉美经济体呈现出消费占GDP的比重增加、投资占比下降的趋势,而亚洲经济体投资占GDP的比重却增加了约3个百分点。因此,拉美经济体和亚洲经济体总需求构成的差异可能是实际汇率是否升值的重要影响因素。在资本流入的构成方面,拉美经济体的外商直接投资仅占资本流入的17%,而在亚洲经济体,这一比例为44%。外商直接投资的流入不通过国内银行系统这一中介,因此亚洲经济体的国内信贷扩张程度和实际汇率波动都小于拉美经济体。国际资本流入给拉美经济体带来了通胀压力、实际汇率升值、股票市场泡沫等不利影响,以致其金融脆弱性(financial fragility)上升。拉美经济体为减少大规模国际资本流入而采取的冲销措施,反而使得市场利率上升进而更加吸引资

本流入。

随着金融自由化(financial liberalization)的发展,各国对国际资本跨境流动的限制逐步放松,国际资本流动在变得更加频繁的同时,也带来了逐渐加大的风险。为调查各国在国际资本大规模流入前后会发生什么,莱因哈特等(Reinhart & Reinhart, 2008)将研究视野从新兴市场经济体拓宽到全球,在研究了1980—2007年间181个国家或地区的数据后发现,60%以上的样本国家或地区发生危机的概率显著高于样本平均水平,并伴随着逐年提高的通胀率。在国际资本大规模流动前后,几乎所有国家或地区的财政政策(特别是政府支出)都对国际资本流动的繁荣产生了顺周期和破坏稳定的影响。莱因哈特等据此认为,导致该现象的原因是政策制定者和投资者将大量的国际资本流入视为一种永久性的现象,而不是暂时的冲击。

国际资本流动、商品价格和国际市场利率的周期性波动往往与经济危机相伴随。2012年以来,全球经济经历了国际资本流动急剧下降、大宗商品价格暴跌的“双萧条”。为探究商品价格超级周期与金融资本涨落之间的联系,莱因哈特等(Reinhart, Reinhart & Trebesch, 2016)通过来自英国的债券发行数据计算资本总流量发现,最近一次商品价格和国际资本流动周期的低谷可追溯到1999年,在2011年峰值出现之后便是严重的萧条,这一长达12年的繁荣时期也是自18世纪末以来大宗商品价格第二次时间最长的繁荣。莱因哈特等还发现,国际资本流动繁荣的终结与全球主权违约风险的显著增加有关,繁荣后的5年会进入违约风险高发时期;虽然并非所有的国际资本流入周期都会以新一轮全球债务危机结束,但主权债务违约的概率会随着国际资本流入激增而大幅度增加,并伴随着资本和大宗商品市场的“双崩盘”。

(三)管理国际资本流动的政策建议

1994年12月墨西哥的国际收支危机凸显了发展中国家或地区在资本流入突然逆转中的脆弱性。历史经验表明,外部因素的周期性会导致国际资本流动出现反复的周期性变化。当时主流的管理工具有冲销、加强货币政策和财政政策以及控制资本流入和放开资本流出。莱因哈特与卡尔沃等(Calvo, Leiderman & Reinhart, 1994)对比拉美经济体和亚洲经济体资本流动情况后,提出了包括允许汇率浮动、增加边际存款准备金、寻求非冲销干预以及对进出口征税和补贴等措施在内的政策建议。此外,莱因哈特与卡尔沃(Calvo & Reinhart, 1996)还提出可以借鉴在管理国际资本流动方面比较成功的智利和马来西亚的经验,实施一揽子政策。在资本流入激增之初,就采取外汇干预措施,抵制名义汇率升值;之后再采取紧缩的财政政策,防止经济过热并控制实际升值幅度。为了控制资本流入量并延长流入期限,监管部门还可以实施遏制流入的措施来增加汇率的灵活性。随后,莱因哈特等(Bosworth, Collins & Reinhart, 1999)将国际资本流入分为直接投资、证券投资和以银行贷款为主的其他投资三类,发现直接投资与总投资密切相关,并且不会取代国内储蓄;证券投资和其他投资相比,后者更容易发生突然逆转;其他投资对国内投资的影响较小,但与国内储蓄呈显著的负相关性。因此,莱因哈特等提出了要选择性地开放资本账户的建议。

然而,20世纪90年代新兴市场经济体资本流动的突然中断或突然逆转已经变得非常严重,为降低资本流入突然中断或逆转可能导致的巨额经常账户赤字以及预防其可能引发的金融或经济危机,莱因哈特与卡尔沃(Reinhart & Calvo, 2000)比较了资本管制(capital control)和美元化(dollarization)这两种政策的相对优点。资本管制是指国家权力机构用来掌控国际资本流入和流出的一种货币政策工具。美元化是指一国居民更偏好于持有美元资产,从而使美元资产在一定程度上替代本币资产发挥价值贮藏的作用。从短期来看,资本管制可以影响资本流动的构成,使其流动偏离预期,但从长期来看,资本管制不太可能解决国际资本流动突然逆转这一反复出现的问题。美元化是一种更面向市场的选择,但许多新兴市场经济体出于对浮动汇率的恐惧,可能会更多地依赖资本管制措施。

(四)卢卡斯悖论

根据新古典增长理论,由于存在资本边际收益递减,资本会从富国(人均资本存量较多但资本边际生产力较低)流向穷国(人均资本存量较低但资本边际生产率较高)。1980—1998年间的实际情

况与新古典增长理论的预测方向一致,因为资本输出国的人均收入水平一直高于资本输入国。但1999年以后,国际资本的流动方向发生了转变,流入穷国的资本减少,资本甚至开始持续地从穷国向富国流动,资本逆流现象出现。在现实中,国际资本流动的情况与理论假说出现了截然相反的现象,这就是“卢卡斯悖论”(Lucas's paradox)。

卢卡斯(Lucas, 1990)强调了人力资本、全要素生产率和资本市场不完善等潜在解释因素,还考察了在国际资本市场不完善的背景下,“政治风险”中政府违约对国际资本流动的影响。不过,卢卡斯并不认同制度差异是影响发展中国家或地区国际资本流入的主导因素。莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2004a)沿着卢卡斯提及但未深入的“主权风险”(sovereign risk)对“卢卡斯悖论”做出了合理解释。主权风险指一国政府不履行与外国投资者签订的贷款契约,或没收储存在本国的外国资产等一系列行为。莱因哈特等发现,1946年以来各国政府债务违约次数与人均收入呈显著的负相关关系,且违约次数与主权风险大小之间存在必然联系。对于最贫穷国家而言,即使外债规模非常小,但在大多数样本年份中还是出现了主权债务违约的行为。在国际资本市场中,那些曾经发生过主权债务违约国家的借债难度显著增大。因为主权债务不能像普通债务契约一样,通过法律途径强制一个违约主权实体去履行合约,这在一定程度上成为资本由富国流向穷国的阻碍。

二、莱因哈特关于汇率制度选择及划分的研究

关于一个经济体到底应该选择固定汇率制还是浮动汇率制,学界对此一直争论不休。20世纪60年代,在美国国际收支失衡越来越严重的情况下,学界纷纷赞成浮动汇率制。但随着高通胀在20世纪80年代盛行,学界又转而偏好固定汇率制。莱因哈特不仅根据现实情况对汇率制度的选择提出了著名的害怕浮动假说,还根据平行汇率月度数据创立了RR分类法,将汇率制度精确地分为14个类别,这些工作极大地丰富了汇率制度理论,并为其他研究者提供了详细的数据支持。

(一)害怕浮动假说

亚洲金融危机是在以“软钉住”为特征的汇率制度背景下发生的,在国际资本高度流动时代,维持钉住汇率的难度增大,一旦货币当局不能维持汇率稳定,则可能引发货币危机甚至金融危机,这导致许多学者认为新兴经济体应该拒绝钉住汇率。但莱因哈特与卡尔沃(Calvo & Reinhart, 2000)认为,新兴经济体和发达经济体存在很大不同,浮动并不一定适合新兴经济体。相较于发达经济体,新兴经济体经常账户的调整更加剧烈,汇率波动对贸易的破坏性更大。

尽管学者们在关于新兴经济体金融危机起因的讨论中各执己见,但都认同这些经济体在忽视国际资本流动高度发达条件下实行的钉住汇率制度是有问题的(Calvo & Reinhart, 2002)。因此,从危机预防和可持续性角度出发,学界将国际资本高度流动这一条件纳入发展中国家或地区汇率安排问题的考虑之中,探讨新兴经济体的汇率制度选择问题。为此,莱因哈特与卡尔沃(Calvo & Reinhart, 2002)提出了关于汇率制度选择的“害怕浮动”(fear of floating)假说。

莱因哈特与卡尔沃(Calvo & Reinhart, 2002)所提出的害怕浮动是指,一些名义上实行浮动汇率制的经济体在现实经济运行中所表现出来的汇率制度却并不浮动,即名义浮动但实际固定。这些经济体对大规模汇率波动存在长期恐惧,通常将其汇率维持在对某一货币(通常为美元)的一个较小波动幅度内。害怕浮动假说主要有四点发现:(1)一些名义上允许货币自由浮动的国家,本国货币实际上并未能真正自由浮动;(2)有意识的稳定汇率政策会使得这些国家的汇率变动率相对较低;(3)这些国家不仅利用汇率,还利用利率变动对汇率进行干预,以至于不论是名义利率还是实际利率的变动率都显著高于真正实行浮动汇率制的国家;(4)由于存在着浮动恐惧,这些被划归为管理浮动的国家虽然声称放弃了可调整的钉住汇率制度,但实际执行的是包括可调整的钉住、爬行钉住、汇率目标区等在内的软钉住制度。此外,莱因哈特等还证明,新兴市场经济体存在“转嫁效应”,贬值会通过进口传递到国内引发通货膨胀。因此,与发达国家相比,汇率变动对新兴市场经济体的贸易影响要大得多。这也是新兴市场经济体不愿汇率波动,特别是不愿意货币贬值的重要原因之一。莱因哈特

强调,由于新兴市场经济体存在不适于汇率浮动的结构性原因,实行完全的美元化是一种更好的选择。

(二) 汇率制度分类

20世纪90年代以前,国际货币基金组织(IMF)定期编制《汇率安排和汇兑限制年报》(*Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions*)以汇总各成员国所宣称的汇率制度,这一分类法被称为名义分类法(*de jure classification*)。然而,名义分类法并不能真正反映一国实行的实际汇率政策行为,原因有二:其一,在现实运行的国家或地区中,很大一部分实际的汇率制度与事先宣称的汇率制度并不一致。莱因哈特与卡尔沃(Calvo & Reinhart, 2002)就曾指出官方分类往往不能描述各国的实际做法,许多自称浮动汇率制的国家,其汇率和外汇储备的行为与有限弹性安排国家的汇率和外汇储备的行为几乎没有区别。其二,官方分类在大多数情况下都被贴上了“挂钩”的标签,但这些“挂钩”货币中的很大一部分掩盖了高通胀和双重市场溢价,因此可能具有高度误导性。20世纪90年代末期开始,IMF开始提供依据各经济体实际汇率形成机制编制的事实分类制度,学者们也开始讨论基于各国实际汇率政策表现情况的事实分类法,其中,莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2004b)提出的自然分类法是使用最多的一种方法,被简称为RR分类法。

莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2004b)创立的汇率制度RR分类法,主要采用1946—2001年间153个国家或地区以5年为计算期限的平行汇率月度数据,对战后的汇率制度进行彻底的重新分类。RR分类法主要有两个创新:(1)首次采用平行汇率数据来衡量真正的汇率灵活性。相比于官方汇率,由市场决定的平行汇率是更好的货币政策风向标。因为在溢价较高时期,平行市场汇率往往比官方汇率(通常是钉住汇率)更能衡量潜在的货币政策立场。(2)详细梳理了各国汇率安排、外汇管制和货币改革等相关因素的历史年表。与官方对汇率安排的“人为”分类不同,莱因哈特等将自己的分类方案称为“自然”分类,使用描述性统计的方法将汇率制度划分为14种类型。随后,将这14种类型按照汇率弹性由小到大的顺序归纳为钉住制(*peg*)、有限灵活(*limited flexibility*)、管理浮动(*managed floating*)、独立浮动(*independently floating*)和自由跌落(*freely falling*)五大类,如表1所示。RR分类法区分了法定汇率安排(官方宣称)和实际汇率安排的差别,莱因哈特等发现:(1)双重汇率或平行市场的存在远比人们认为的更加普遍,样本中45%的国家或地区拥有双重汇率。(2)用由市场决定的汇率来代替官方汇率时,汇率政策的历史突然开始变得非常不同。当官方宣称是某种钉住汇率的形式时,真正的汇率制度可能是浮动汇率的变体。相反,当官方宣称是浮动汇率的时候,现实却是某种钉住汇率形式。(3)在1970—2001年的观测结果中,除33%的钉住制之外,现代历史上最流行的汇率制度是爬行钉住或狭窄爬行区间,占观测结果的26%以上。(4)年通胀率超过40%的“自由跌落”(约占观测值的12.5%)是常见的,且占比是“自由浮动”(约占观测值的4.5%)的三倍。因此,莱因哈特认为,在某种程度上来说,布雷顿森林体系解体对汇率制度的影响远没有人们普遍认为的那么显著。

进一步地,莱因哈特与罗戈夫等(Ilzetzki, Reinhart & Rogoff, 2019)对RR分类框架(Reinhart & Rogoff, 2004b)在三个方面进行了拓展:(1)对锚定货币或参考货币明确分类;(2)对通货膨胀目标制的情况分类;(3)欧元区国家的待遇。通过汇编1946—2016年间194个国家或地区兑换安排和

表1 汇率制度的自然分类方案(RR分类)

| | 细分法 | 粗分法 |
|---|--|------------|
| 1 | 无独立法定货币 no separate legal tender | 钉住制 peg |
| 2 | 预先宣布挂钩或货币局制度 pre announced peg or currency board arrangement | |
| 3 | 预先宣布上下浮动2%的水平区间 pre announced horizontal band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$ | |
| 4 | 事实上的钉住制 de facto peg | |

续表 1

| | 细分法 | 粗分法 |
|----|--|--------------------------------|
| 5 | 预先宣布的爬行钉住制 pre announced crawling peg | 有限灵活 limited flexibility |
| 6 | 预先宣布上下浮动 2% 的爬行区间 pre announced crawling band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$ | |
| 7 | 事实上的爬行钉住制 de facto crawling peg | |
| 8 | 事实上上下浮动 2% 的爬行区间 de facto crawling band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$ | |
| 9 | 预先宣布上下浮动大于 2% 的爬行区间 pre announced crawling band that is wider than or equal to $\pm 2\%$ | |
| 10 | 事实上上下浮动 5% 的爬行区间 de facto crawling band that is narrower than or equal to $\pm 5\%$ | 管理浮动 managed floating |
| 11 | 上下浮动 2% 的移动区间 moving band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$ | |
| 12 | 管理浮动 managed floating | |
| 13 | 自由浮动 freely floating | 独立浮动 independently floating |
| 14 | 自由跌落 freely falling | 自由跌落 freely falling |

注:莱因哈特等后来又将一国 12 个月以来通货膨胀率超过 50% 的情况定义为“恶性浮动”(hyperfloat)。若加上“恶性浮动”,则分类数量会由 14 种变为 15 种。

资料来源:Reinhart & Rogoff (2004b)。

资本流动的数据集,基于锚定或参考货币、汇率安排以及汇兑限制新措施的综合历史,来讨论哪个“锚”会站稳脚跟。结果发现:(1)大多数国家或地区的汇率制度仍然是相对僵化的。美元仍以非常大的优势成为世界主要的锚货币,其统治地位似乎和布雷顿森林体系时期一样,且从某些指标来看,美元的使用范围远远超过 70 年前;(2)欧元的全球角色近年来似乎停滞不前,虽然排名第二但距离美元还是有很大距离,且它的全球重要性已经下降;(3)还没有其他主要的国际货币可以与美元和欧元竞争。

三、莱因哈特关于债务危机的研究

莱因哈特在危机研究方面发表了大量论著,她将危机分类为可量化定义的危机和用事件定义的危机。其中,可量化定义的危机包括:(1)通货膨胀危机(inflation crisis),年通胀率达 20% 以上;(2)货币危机(currency crisis),对基准货币年贬值超过 15% 以上;(3)货币法定贬值(currency devaluation),流通中硬币的金属含量减少 5% 及以上,或者发生新币替代流通中已大量贬值旧币的货币改革。用事件定义的危机包括:(1)银行危机(banking crisis),一家或多家金融机构因银行挤兑而倒闭,或虽未有挤兑但一家或多家金融机构开始发生危机并陆续倒闭;(2)外债危机(external debt crisis),即主权债务违约(sovereign debt default),指主权国家未能在到期日偿还本金或支付利息的事件,这类事件也包括最终以比原始约定更不利的条件进行主权债务展期;(3)国内债务危机(domestic debt crisis),定义同于外债危机,还包括银行存款冻结或强制要求将美元存款转为本币等情况。

在债务危机研究中,莱因哈特创造性地提出了“债务不耐”(debt intolerance)的概念以及 90% 的债务阈值,发现了金融抑制政策对降低公共债务的重要作用,论证了主权债务减免对经济增长的积极作用,致力于找到债务危机的影响因素并寻求有效的解决方案。她认为,在债务问题中最重要的

一个启示是:政策制定者必须时刻关注债务周期与信贷激增的情况,一旦陷入大规模的金融危机,就不可能很快摆脱其负面影响。

(一) 债务不耐与违约风险

主权信用评级(sov^{er}ei^gn credit rating)是指考虑主权机构(通常是主权国家)的政治、经济等因素,依照一定的程序和方法对信用进行评定并用符号来表示评定结果。该指标在决定各国进入国际资本市场的机会和条件方面发挥着重要作用。按照逻辑来说,主权信用评级应该具有前瞻性,其下调和变动应该先于货币危机。但现实情况却相反,例如在1997年的亚洲危机中,主权信用评级的下调发生在货币危机之后。莱因哈特(Reinhart, 2002)也证实了货币危机确实先于主权信用评级下调发生,而主权信用评级下调会增加违约风险。此外,她还发现主权信用评级在预测债务违约方面比预测货币危机方面做得更好。

在弄清主权信用评级与货币危机的时间先后关系后,莱因哈特与罗戈夫等(Reinhart, Rogoff & Savastano, 2003)又在主权债务可持续性问题上做了大量研究,建立了世界上大多数发生过债务危机国家几个世纪以来的债务数据库,概括了债务危机国家的典型特征。其中最重要的发现是,在不同国家同一时期或同一国家不同时期,国家的债务承受能力具有很大差异。一般而言,债务承受能力体现为一国的债务上限(debt ceiling),表明一国政府能够承受或者支撑的最高债务水平,不高于上限的债务水平被视为安全的和可持续的,出现债务危机的风险较低。反之债务不可持续,出现危机的风险较高。为了解释这一差异,莱因哈特等开创性地提出了“债务不耐”(debt intolerance)概念,并且根据100多个国家或地区19世纪20年代以来的信贷事件历史,首次用外债(按GNP或出口衡量)与违约风险指数的长期平均值来量化债务不耐。所谓债务不耐是指在相同外债水平上,很多新兴市场经济体会面临巨大的束缚,但该外债水平对于发达国家来说是完全可控的。

债务不耐的国家往往存在财政结构薄弱、金融体系薄弱等问题,随着市场信心丧失、外债利率水平螺旋上升,违约概率大幅度增加。莱因哈特与罗戈夫等(Reinhart, Rogoff & Savastano, 2003)发现,债务比率与债务危机并没有显著的线性关系,对很多国家而言,较高的债务比率不一定会引发债务危机,而较低的债务水平却可能发生违约。数据显示,自1970年以来,有整整一半的违约或重组发生在外债与国民生产总值之比低于60%的国家。对于一些高度债务不耐的新兴市场经济体而言,在许多情况下其债务水平甚至低至国民生产总值的15%~20%。这说明欧盟《稳定与增长公约》(Stability and Growth Pact)中规定的60%的债务警戒线并非普适标准,单纯以债务比率的高低来判定债务的可持续性过于武断。因为一个国家的债务不耐还可以用与该国的还款历史、债务水平和宏观经济稳定相关的极少数变量来解释,即使债务与产出或出口的比率相对较低,高度债务不耐的国家违约风险也较高。

(二) 债务阈值与经济增长

自2008年全球金融风暴之后,各国政府债务飙升。莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2010a)根据44个国家或地区的3700个年度数据,采用直方图的方法研究不同政府债务水平下经济增长和通货膨胀之间的联系。主要结论有:(1)当政府债务与GDP的比率低于90%时,政府债务与实际GDP增长之间的关系并不显著,而当超过90%时,债务比率中位数每增长1%,经济增速的中位数下降将超过1%;(2)新兴经济体的外债阈值更低一些,当政府债务超过GDP的60%时,年经济增长率将下降2%;(3)若将发达国家作为一个整体来考察,其通胀水平与政府债务比率之间没有显著联系,而对于新兴市场经济体情况则完全不同,当政府债务上涨时,其通胀水平显著上升。

莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2010a)首次验证了政府债务水平的阈值效应。“债务阈值”(debt threshold)是指在保证一国能够按期偿还其债务本金和利息的前提下,其主权债务余额与经济总量的最高比率。债务阈值通常被认为是一个安全的临界值,起到“门槛”的作用,一国应当控制债务水平在阈值以内,以此促进经济增长。在已知阈值的条件下,可以判断一国当前的债务水平是否适度。如果负债尚未达到阈值水平,说明该国的主权债务是可持续的,财政政策尚有空间;如

果负债已经达到或者超过阈值水平,则说明该国的主权债务面临不可持续的威胁,财政政策需要调整。莱因哈特与罗戈夫的观点引起了美国关于实行紧缩政策还是刺激政策的激烈辩论,因为当这篇论文发表时美国政府正面临如何解决财政赤字的难题。紧缩政策的支持者称,较高的公共债务会抑制经济增长,要求政府实行财政紧缩,并经常引用他们这篇论文中的观点。莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2010b)进一步发现,当债务与GDP的比率超过90%时,高负债国家经济增长中位数要比低负债国家低1%,同时经济增长平均水平比低负债国家低4%。

(三) 债务积压及债务减免

随着各国公共债务与GDP比值不断攀升,经济增长脆弱性也在逐渐增加。莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2011)将历次金融危机进行对比分析后发现,源自私人部门的危机有很高概率会最终导致主权债务出现问题,发达经济体已经进入了一个公共和私人债务大量积压的时代。债务积压(debt overhang)是指国家所承受的债务已经超越国家未来的偿还能力。莱因哈特与罗戈夫等(Reinhart, Reinhart & Rogoff, 2012)探讨了自1800年以来发达经济体公共债务积压的26个事件,从公共债务积压水平来看,发达经济体总体的公共债务总额与GDP之比平均水平已经远远超过了90%的门槛;从公共债务积压时间来看,一旦积压时间持续5年,就很有可能会持续10年以上,一般而言债务持续的平均时间长达23年。公共债务积压会降低经济增长率,导致产出水平大幅下降,并造成巨大的累积损失。如果债务积压问题不及时解决,包括美国在内的发达经济体将受到影响。一般而言,有五种方法降低公共债务,解决债务积压问题:(1)经济增长;(2)紧缩的财政政策;(3)延期支付或重组、减免私人与公共债务;(4)利用通货膨胀以减少实际债务价值;(5)金融抑制政策。

当时学界对于是否要使用主权债务减免这一手段来处理债务积压问题有不同看法。赞成的一方认为,在债务过剩的情况下,债权人和债务人都可以从主权债务减免中获得潜在福利,因为过多的债务存量在未来巨额债务偿还的前景相当于对国内投资征税,会压低投资者持有债权的现值;反对的一方则认为,债务减免可能会减少实施经济改革的激励措施。莱因哈特等(Reinhart & Trebesch, 2016)研究了48次违约和随后的外债重组后发现,在20世纪30年代的发达经济体危机中,主权债务减免平均占GDP的21%,占政府外债的43%。1978—2010年,对于中高收入新兴市场经济体而言,主权债务减免平均占GDP的16%和政府外债的36%。此外,莱因哈特等通过追踪实际人均GDP、主权信用评级、偿债成本和政府债务水平(包括外债和总债务水平)在减免前后10年窗口期的演变来研究债务减免的后果,发现主权债务减免可以促进经济增长。在决定性债务减免之后的5年里,新兴市场经济体和发达经济体的人均GDP分别增长了11%和20%,债务总额占GDP的比值也下降了27%。但莱因哈特等指出,只有当债务减免协议涉及债务面值的降低时,经济增长和评级才会实现显著改善。在控制了时间和国家固定效应并进行反事实分析后,结果显示其他债务重新安排,如延长到期日和减少利息,并没有带来显著的经济增长。

莱因哈特等(Reinhart & Sbrancia, 2015)还发现金融抑制(financial repression)和通货膨胀在消化“二战”后各国政府的大量债务上功不可没。一方面,通过对金融储蓄征收巨额税收,金融抑制不仅可以使一些发达经济体的公共债务相对迅速地减少,还可以保持较低的市场利率来吸引或留住国内投资者。另一方面,低名义利率有助于降低偿债成本,而负实际利率会侵蚀政府债务的实际价值。通过控制利率、定向信贷和持续的正通货膨胀率来抑制金融压力,仍然是减少国内政府债务的有效途径。

四、莱因哈特关于金融危机的研究

金融危机包括银行危机和货币危机。莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2009)认为,危机事件的发展路径为:金融自由化——银行危机乍起——货币危机——通胀走高——银行危机上升(无债务违约)——内、外债违约——通胀加剧、银行危机达到顶峰(有债务违约)。金融自由化在允许银行向外借款的同时也使得信贷业务出现高风险。当银行危机发生、央行为商业银行提供信贷支

持时,稳定汇率和充当最后贷款人两种目标就产生了矛盾,而央行往往会屈从于充当最后贷款人角色,从而进入货币危机阶段。随着货币贬值、通胀恶化,银行危机不断加剧,并伴随着危机累加和主权债务违约而达到顶点。

莱因哈特在金融危机研究领域的贡献主要表现在三个方面:首先,提出建立货币危机预警系统,预言了2008年严重的全球金融危机并计算了金融危机后经济衰退的深度和持续时间。其次,给出了传染效应的定义,论证了传染效应的存在、区域性、高度非线性并确定了金融联系这一作用渠道。最后,将银行危机和货币危机、债务危机联系起来进行讨论,论证了银行危机对整个经济体系的危害比主权债务危机更大,且贯穿金融危机全过程。

(一)货币危机预警系统

资产价格显著上升、实体经济活动减缓、大额的经常项目赤字、持续的资本流入以及债务积累是危机的重要前兆(Kaminsky, Lizondo & Reinhart, 1998; Kaminsky & Reinhart, 1999),为确保经济稳定发展,对风险预警信号的研究逐渐兴起,为此,莱因哈特与卡明斯基等(Kaminsky, Lizondo & Reinhart, 1998)提出了信号分析法,通常被称之为KLR信号分析法。

莱因哈特与卡明斯基等(Kaminsky, Lizondo & Reinhart, 1998)将货币危机定义为汇率和外汇储备的加权平均大幅变动,而“预警系统”(warning system)可以监测一个国家是否可能出现货币危机。KLR模型预测步骤分为两步:第一步,从货币危机发生的原因出发来选取预测指标。第二步,通过历史数据分析,将与货币危机发生显著相关的变量作为预警指标,并计算该指标的阈值。每当一个指标超过该阈值时,就被解读为一个警告“信号”,表明未来24个月内可能发生货币危机。对预测货币危机特别有用的预警指标主要包括:(1)出口;(2)实际汇率的趋势偏离;(3)广义货币(M2)/国际储备;(4)产出水平和资产价格。此外,还包括国内信贷、公共部门信贷、国内通货膨胀等预警指标。卡明斯基(Kaminsky, 1999)随后对KLR信号分析法进行了完善,分别用简单加总、强弱信号加总(考虑指标分布不均)、时间段信号累加(考虑时间延续性)以及加权平均(考虑指标不同权重)四种方法,设计了四个预测危机的复合指标,克服了原有模型的单变量属性,并发现复合指标的预测精确度高于单一指标,对于货币危机的预测优于对银行危机的预测。KLR信号法选取了先导指标体系,可在货币危机发生前一至两年内根据多个变量发出的信号估计危机发生概率,还可以直接观察信号是否突破阈值以判断危机是否发生,因此KLR信号分析法成为使用最广泛的货币危机预警模型。莱因哈特等也指出,在分析具体问题时,还有必要详尽地考虑未纳入预警系统、但与特定时间和特定国家相关的政治与制度性指标。

莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2008a)将2007年美国次贷危机之前的情况与第二次世界大战以来发达经济体的其他银行危机的先例进行比较发现,资产价格通胀、杠杆率上升、持续的大规模经常账户赤字等迹象都说明美国可能爆发严重的金融危机。当时的主流媒体对此看法不以为然,但随之爆发的2008年全球金融危机证实了他们的推断是正确的。随后,莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2009)考察了以往严重金融危机之后经济衰退的深度和持续时间,总结了危机的三种主要后果:(1)资产市场产生深刻而持久的崩溃,实际房价平均下跌35%,持续时间超6年,股价指数平均下跌56%,持续时间超3.5年。(2)产出和就业大幅下降,失业率在周期的下降阶段可能平均上升7个百分点,这一阶段平均持续4年。(3)政府债务的实际数量会因税收收入的下降而爆炸式增长。

(二)传染效应的作用渠道及应对手段

人们将20世纪90年代发生的几次重大“传染性货币危机”归咎于危机发生国糟糕的国内政策和创纪录的美国实际利率,很少有人注意到金融危机可能会像许多疾病一样具有传染效应(contagion effect)。莱因哈特与卡明斯基等(Kaminsky, Reinhart & Vegh, 2003)在多年研究后给出了传染效应的定义,所谓的传染效应是指,在一个事件发生后,一些国家会产生迅速而剧烈的冲击,并在几个小时或几天内演变,造成重大的直接影响。这种“快速而激烈”的冲击与国际社会对这一消息的

沉默反应形成对比,国际利率或油价变化等一些常见的外部冲击并不包含在传染效应的定义中。

莱因哈特与卡尔沃(Calvo & Reinhart, 1996)首次发现拉美经济体和亚洲经济体存在区域性、而非全球性的传染效应,且进出拉美经济体的国际资本流动在过去25年中存在“大型邻国效应”(large neighboring country effect),即较小国家受到较大邻国资本账户发展的系统性影响,而其资本账户的发展似乎对该地区较大邻国没有系统性影响。随后,莱因哈特与卡明斯基(Kaminsky & Reinhart, 2000)在以往研究的基础上检验了是否存在贸易联系和几乎被忽视的金融部门联系这两种传染渠道,也就是讨论了双边和第三方贸易、国际银行贷款、跨市场对冲在危机传播中的作用,再次证实了有关传染效应确实更具区域性而非全球性的论断(Calvo & Reinhart, 1996)。与此同时,他们也发现传染性是高度非线性的。例如,一个国家成为危机的受害者并不能很好地预测其他地方是否会出现危机。但如果一个核心国家集团已经受到感染,那么该集团国家国内危机的可能性就会急剧上升。除此之外,莱因哈特等还发现,大多数贸易上有联系的国家在金融上也有联系,因此很难区分传染是通过贸易联系造成的还是由金融联系造成的。但将拥有贸易联系的国家与拥有共同银行债权人的国家进行比较后发现,观察到的传染模式可以由共同金融联系来更好地解释。在金融渠道中,从与最初发生危机国家相同的债权人处借款的国家,和从未向危机国家贷款的其他债权人处借款的国家相比,前者更容易受到传染。莱因哈特与卡明斯基(Kaminsky & Reinhart, 2001)强调,日本银行在泰铢贬值后大幅削减对其他亚洲经济体借款的行为加快了1997年下半年亚洲金融危机传染,尤其是对印度尼西亚、马来西亚和韩国的传染。

随着新兴市场经济体的金融部门趋向于更大程度的开放,国际化的外国银行越来越多,金融联系通过跨市场对冲、对冲基金和共同基金等方式,在跨境传染中发挥着越来越重要的作用。莱因哈特等(Broner, Gelos & Reinhart, 2006)通过新兴市场共同基金的交易行为来进一步研究金融联系这一渠道的作用。他们强调,市场过去的表现会影响基金的风险规避行为,风险规避行为的变化会按照模型建议的方向影响基金的投资组合,减少在回报率较低国家的投资。

为找到有效降低传染效应的手段,防止股票价格下跌、借贷成本飙升、国际资本短缺、货币贬值和经济产出下降等不利影响发生,莱因哈特与卡明斯基等(Kaminsky, Reinhart & Vegh, 2003)将资本流入的突然逆转、未预期事件的意外宣布和共同债权人的杠杆化三个关键要素纳入研究之中,并且强调,如果一个国家在一场本要发生但未发生的危机中表现得不受影响,可能有三种解释:其一,国际资本流动泡沫在早期就被戳破了;其二,这些危机往往以慢动作展开,因而已被广泛预测到;其三,“共同债权人”在这些事件中的杠杆作用较小。随后,莱因哈特等讨论了金融自给自足、限制国际金融流入、审慎的政策制定以及新金融中心机制等四种降低金融传染效应的方法:(1)金融自给自足是一种长期的解决方案,但在各国已经开放金融部门和资本账户的情况下,它并不能很好地避免短期内快速而剧烈的传染。(2)限制国际金融流入可能有助于使资本流动的构成向较长期限倾斜,但其总体长期有效性尚不清楚。(3)审慎的政策制定可以确保在国际资本市场都愿意放贷时,政府不会过度支出和过度借贷,但政府行为无法捉摸。(4)遏制周期性的贷款和“非理性繁荣”(irrational exuberance)的新金融中心机制可以减少负面意外事件发生的可能性,但这种机制是否存在还存疑。

(三)共生危机的界定与度量

由于银行业的特殊性,很难准确定义银行危机。有关银行危机的较具操作性的定义认为,满足下列条件之一就可以视为银行危机:(1)银行系统的不良贷款率超过10%;(2)政府救助银行的成本至少占GDP的2%;(3)银行系统出现的问题导致大规模的银行国有化;(4)发生大规模银行挤兑或政府采取紧急措施等(Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1998)。莱因哈特与卡明斯基(Kaminsky & Reinhart, 1999)则将判断银行业是否出现危机的标准简化为:(1)银行挤兑且造成大量金融机构倒闭或被公共部门接管;(2)虽然没有挤兑,但一些比较重要的金融机构被接管、兼并甚至关闭。莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2014)进一步通过历史数据证明,银行危机的出现往往伴随着货币危机和主权债务违约,大多数银行危机,尤其是系统性危机,都与经济衰退有关。当银行危机与货

币危机同时发生时,称之为“共生危机”(twin crises)。

媒体经常强调,在财政和经济基本面完美无瑕背景下发生的1997年亚洲金融危机是一个新品种。莱因哈特与卡明斯基(Kaminsky & Reinhart, 1999)质疑了这种观点,认为亚洲金融危机的许多特征和前因与拉丁美洲、欧洲以及其他地区的大量危机事件一致:银行监管不力导致银行危机出现,并最终削弱了央行维持汇率承诺的能力。20世纪70年代的货币危机和银行危机并没有明显的联系,因为当时的金融市场受到高度监管,但20世纪80年代以来,银行危机和货币危机却因地区金融市场自由化而紧密交织在一起,随即出现了共生危机。

莱因哈特与卡明斯基(Kaminsky & Reinhart, 1999)在实证分析中定义共生危机为在银行危机的前后两年之内也发生了货币危机。随后,他们利用汇率变动和外汇储备变动的加权平均值构造了“货币市场动荡指数”(index of currency market turbulence) $I = \frac{\Delta e}{e} - \frac{\sigma_e}{\sigma_R} \cdot \frac{\Delta R}{R}$,其中 σ_e 为汇率变动率的标准差, σ_R 为外汇储备变动率的标准差。该指数被用于预测是否发生货币危机。莱因哈特等将高出均值三个标准差或以上的情况归类为危机,并发现:(1)一国银行危机通常发生在货币危机之前,货币崩溃反过来又会加深银行危机,引发恶性循环。(2)尽管银行危机出现早于货币危机,但它不一定是货币危机的直接原因,汇率波动和稳定性政策的不恰当使用可能是导致共生危机发生的重要原因。(3)危机发生通常有不断恶化的基本面,若经济基本面良好,即使有投机攻击或市场情绪转变,危机也很少发生。(4)相较于单独发生货币危机或银行危机,双重危机下经济基本面更趋于恶化,经济脆弱性大幅增长,危机更加严重。

除了对银行危机和货币危机“共生关系”的研究,莱因哈特还将目光转向银行危机和债务危机关系的研究。莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2008b)编制了中央政府税收收入和债务的综合历史数据库。同年,莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2008c)利用这个数据库研究发现,银行危机是一个机会平等的威胁,高收入国家和中低收入国家银行危机的发生频率、持续时间和不利影响都非常相似。银行危机导致税收收入急剧下降,政府支出显著增加,在危机发生的三年后,中央政府的债务平均增加约86%。随后,莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2011)又根据逐渐完善的公共债务长期历史数据和现代外债数据对长期债务和银行危机、通货膨胀以及货币崩溃的关系进行研究,主要有三点结论:(1)由国内银行信贷增长和外部借贷推动的私人债务激增是国内银行危机反复发生的先兆,政府往往对这一阶段的借贷繁荣起到重要推动作用。(2)银行危机往往先于或伴随主权债务危机。(3)公共负债的规模在主权债务危机发生之前会显著且系统地加速膨胀,最终政府的“隐性债务”通常远超有记录的外债水平。

在2008年金融危机发生六年后,为理解当时全球经济形势、预测经济复苏进程和危机发展趋势,莱因哈特与罗戈夫(Reinhart & Rogoff, 2014)考察了1857年以来100个系统性银行危机导致的实际人均GDP变化情况,从危机深度和持续期两方面构建了“严重指数”(severity index):

$$\text{严重指数} = \text{一波峰至波谷的变动率}(\%) + \text{从峰值恢复至危机前峰值所需时间}(\text{年})$$

前者是危机深度,后者是危机持续期。如果产出在恢复到危机水平前出现重新下降,则将其称为二次探底。若实际人均GDP波峰至波谷的变动为-14.2%,恢复到危机前峰值需要6年,则这一时期的危机严重指数为20.2。莱因哈特等用构造的严重指数去衡量100次危机的严重程度时发现,在9次主要危机中,实际人均GDP从波峰到波谷平均下跌9个百分点,平均需要6.7年才能恢复到危机前峰值。而从2007年开始的危机,美国的实际人均GDP从波峰到波谷仅下跌5个百分点,产出恢复到危机前水平仅用了6年(2007—2013年)。因此,与美国“二战”前的危机相比,2008年危机并非最严重的。针对一些发达经济体认为只要通过紧缩政策或者部分改革就能促进经济增长,没必要和新兴经济体一样采取债务重组或者资本管制等金融抑制政策,莱因哈特提醒,这些经济体所使用的IMF预测数据可能偏于乐观,该轮危机的实际情况可能比实证分析中显示的更加严重。因此,这些发达经济体在此非常时刻必须采取非常措施,否则可能会演变为一场超越大萧条的严重危机。

(四) 金融危机的历史数据分析

2009年,在将大量金融危机的综合实证研究结果进行总结后,莱因哈特与罗戈夫合著了一本影响广泛的著作——《这次不一样:八百年金融危机史》(Reinhart & Rogoff, 2009)。该书使用了66个国家或地区800多年的金融危机历史数据来研究各种类型的金融灾难,他们将金融危机与宏观经济状况(包括一国的经济和金融发展、增长率、未偿还债务和其他因素等)联系起来,发现大型金融危机总是伴随着周期性的繁荣与萧条。从历史上看,大型金融危机后的衰退往往比其他时期的衰退更长更深,这一预测被2008年危机后全球经济的缓慢复苏所证实。该书被翻译成20多种语言,成为全球畅销书籍,并获得保罗·萨缪尔森奖。

不同于学院派经济学家用短期时间窗口来看待最近的事情,莱因哈特等更注重利用丰富的长期历史数据,使用充实的定量和经验分析来揭示几百年间金融危机的跌宕起伏规律,书末有多达60页的数据附录,绝大多数数据都是他们对众多鲜为人知的来源进行仔细调查后得出的结果。该书首先讨论了危机概念的精确定义与分类,随后转向了对政府债务的研究并将讨论扩大到银行危机、货币危机和通胀危机,最后提出了关于危机成因和应对政策的看法。书中重点关注两种最普遍的危机:主权债务危机和银行危机。他们用数据分析纠正了政策制定者和市场参与者容易踏入的几个认知误区:(1)主权债务违约并非是发生在少数国家身上的个别现象,历史上绝大多数国家都未能避免主权债务违约;(2)偿还意愿而非偿还能力通常是国家违约的主要决定因素,没有偿还意愿的国家即使有能力也不一定会及时还债;(3)银行危机在世界各国的发生频率并无显著不同,并非在新兴市场经济体更容易发生;(4)银行危机的平均持续时间短于主权债务违约,这是因为银行危机往往会外溢到其他领域,对整个经济体系产生更大的危害,比拖欠境外债务的代价更高;(5)金融危机并不是“黑天鹅”,而是有规律、有信号、有征兆的演变事件。换言之,这次危机并没有“不一样”!虽然每次危机的具体情况都不同,但发生在其他时间、其他国家的历史经验是可以用来借鉴与警醒当下的。若经济学家和政策制定者对史实采取忽视、漠视或无知的态度,则会对危机的预兆熟视无睹。

五、简评

作为一名在金融经济学领域活跃了近半个世纪的学者,莱因哈特并非传统意义上遵循主流范式的学院派经济学家,而是一位富有独创精神的经济学家。她最突出的研究特点就是深入研究数据,然后去寻找实证规律和重复出现的模式,在不确定的世界中寻找确定性。在这个由理论与建模主导的金融经济学领域中,她依靠发现、挖掘、整理历史和数据而一举成名。她的每一项研究后面都附有大量数据说明,这一研究特点使得她在国际资本流动、汇率制度的选择与划分、债务危机以及金融危机等研究领域做出了卓越贡献。

在国际资本流动领域,莱因哈特质疑了当时资本流入由国内改革等内部因素主导的观点,认为外因(尤其是美国利率)会对国际资本流动造成重大影响。通过利用大量数据深入研究新兴市场经济体国际资本流动的影响因素、对资本流入国的影响以及管理国际资本流动的政策措施,莱因哈特提出了选择性开放资本账户和美元化等建议,为人们了解新兴市场经济体的资本流动提供了新的线索。在汇率制度领域,她提出了著名的害怕浮动假说以及全新的汇率制度RR分类标准,为汇率制度的选择提供了理论解释,也为汇率制度分类提供了新的思路和完备细致的数据。在债务危机领域,她开创性地提出了“债务不耐”的概念,并发现了90%的债务阈值,探讨了债务积压问题及其解决对策,论证了金融抑制政策对降低公共债务的重要作用以及主权债务减免对经济增长的积极作用,为美国财政政策提供了理论支撑。在金融危机领域,她建立了货币危机预警系统,预言了2008年全球金融危机,给出了传染效应的定义,论证了传染效应的存在性、区域性、高度非线性,并确定了金融联系这一作用渠道,为金融危机的预防及治理提供了解决方案。她认为,银行危机对整个经济体系的危害比主权债务危机更大,金融危机是有规律、有信号、有征兆的演变事件。在2020年新冠肺炎疫情席卷全球、世界经济都面临急剧下滑危险的时候,她被任命为世界银行副行长兼首席经济

学家,部分原因就是希望基于她对危机的长期研究来寻求经济恢复和增长的方案,为各国应对紧急债务和衰退危机提供建议和思路。

正是这种挖掘和整理经济数据的非凡能力,使得莱因哈特的研究始终与众不同,而她与罗戈夫合著的《这次不一样:八百年金融危机史》一书也得以成为全球畅销书籍,尤其是在各种危机事件频发、整个世界动荡不安的今天,其研究对于如何降低债务、化解危机更加具有启示意义。对于中国的科研工作者来说,我们不仅要了解莱因哈特的学术贡献,而且要学习她从数据入手,从历史中寻找事件的本质联系,探寻问题解决方案的研究方法,更要借鉴她立足实际、服务实践的学术精神。

参考文献:

- Bosworth, B. P., S. M. Collins & C. M. Reinhart(1999), "Capital flows to developing economies: Implications for saving and investment", *Brookings Papers on Economic Activity* 1999(1):143—180.
- Broner, F. A., R. G. Gelos & C. M. Reinhart(2006), "When in peril, retrench: Testing the portfolio channel of contagion", *Journal of International Economics* 69(1):203—230.
- Calvo, G. A., L. Leiderman & C. M. Reinhart(1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors", *IMF Staff Papers* 40(1):108—151.
- Calvo, G. A., L. Leiderman & C. M. Reinhart(1994), "The capital inflows problem: Concepts and issues", *Contemporary Economic Policy* 12(3):54—66.
- Calvo, G. A. & C. M. Reinhart(2000), "Fixing for your life", NBER Working Paper, No. 8006.
- Calvo, G. A. & C. M. Reinhart(2002), "Fear of floating", *Quarterly Journal of Economics* 117(2):379—408.
- Calvo, S. G. & C. M. Reinhart(1996), "Capital flows to Latin America: Is there evidence of contagion effects?", Policy Research Working Papers, No. 1619.
- Demirgüç-Kunt, A. & E. Detragiache(1998), "The determinants of banking crises in developing and developed countries", *IMF Staff Papers* 45(1):81—109.
- Ilzetzki, E., C. M. Reinhart & K. S. Rogoff(2019), "Exchange arrangements entering the twenty-first century: Which anchor will hold", *Quarterly Journal of Economics* 134(2):599—646.
- Kaminsky, G. L. (1999), "Currency and banking crises: The early warnings of distress", IMF Working Papers, No. 1999/178.
- Kaminsky, G. L., S. Lizondo & C. M. Reinhart(1998), "Leading indicators of currency crises", *IMF Economic Review* 45(1):1—48.
- Kaminsky, G. L. & C. M. Reinhart(1999), "The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems", *American Economic Review* 89(3):473—500.
- Kaminsky, G. L. & C. M. Reinhart(2000), "On crises, contagion, and confusion", *Journal of International Economics* 51(1):145—168.
- Kaminsky, G. L. & C. M. Reinhart(2001), "Bank lending and contagion: Evidence from the Asian Crisis", MPRA Paper, No. 7580.
- Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart & C. A. Vegh(2003), "The unholy trinity of financial contagion", *Journal of Economic Perspectives* 17(4):51—74.
- Lucas, R. E. (1990), "Why doesn't capital flow from rich to poor countries", *American Economic Review* 80(2):92—96.
- Reinhart, C. M. (2002), "Default, currency crises, and sovereign credit ratings", *World Bank Economic Review* 16(2):151—170.
- Reinhart, C. M. & G. A. Calvo(2000), "When capital inflows come to a sudden stop: Consequences and policy options", MPRA Paper, No. 6982.
- Reinhart, C. M. & V. R. Reinhart(2008), "Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present", NBER Working Paper, No. 14321.
- Reinhart, C. M., V. R. Reinhart & K. S. Rogoff(2012), "Public debt overhangs: Advanced-economy episodes since 1800", *Journal of Economic Perspectives* 26(3):69—86.
- Reinhart, C. M., V. R. Reinhart & C. Trebesch(2016), "Global cycles: Capital flows, commodities, and sovereign defaults, 1815—2015", *American Economic Review* 106(5):574—580.

- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff(2004a), “Serial default and the ‘paradox’ of rich-to-poor capital flows”, *American Economic Review* 94(2):53—58.
- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff(2004b), “The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation”, *Quarterly Journal of Economics* 119(1):1—48.
- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff(2008a), “Is the 2007 US sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison”, *American Economic Review* 98(2):339—344.
- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff(2008b), “The forgotten history of domestic debt”, NBER Working Paper, No. 13946.
- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff(2008c), “Banking crises: An equal opportunity menace”, NBER Working Paper, No. 14587.
- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff(2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff(2010a), “Growth in a time of debt”, *American Economic Review* 100(2):573—78.
- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff(2010b), “Debt and growth revisited”, MPRA Paper, No. 24376.
- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff(2011), “From financial crash to debt crisis”, *American Economic Review* 101(5): 1676—1706.
- Reinhart, C. M. & K. S. Rogoff(2014), “Recovery from financial crises: Evidence from 100 episodes”, *American Economic Review* 104(5):50—55.
- Reinhart, C. M. , K. S. Rogoff & M. A. Savastano(2003), “Debt intolerance”, NBER Working Paper, No. 9908.
- Reinhart, C. M. & M. B. Sbrancia(2015), “The liquidation of government debt”, *Economic Policy* 30(82): 291—333.
- Reinhart, C. M. & C. Trebesch(2016), “Sovereign debt relief and its aftermath”, *Journal of the European Economic Association* 14(1):215—251.

Contributions of Carmen M. Reinhart to Financial Economics

TANG Wenjin YAN Zhiqi LI Fang

(Changsha University of Science & Technology, Changsha, China)

Abstract: Carmen M. Reinhart is a female financial economist well-known in academic circles and practical departments all over the world. She has been named the Citation Laureate for her contributions to research on international macroeconomics, debt crisis, and financial crisis. Reinhart finds it is the external factors, NOT the internal factors that dominate international capital flows, discusses economic changes in various countries before and after capital flows, and draws policy suggestions for preventing the “sudden stop” of capital flow. Regarding the exchange rate regime, Reinhart proposes the hypothesis of “fear of floating” and constructs a brand-new RR classification standard of exchange rate regime. With regard to research on debt crisis, Reinhart coins the concept of “debt intolerance” and finds the debt threshold is 90%. As for the financial crisis, Reinhart establishes the currency crisis early warning system, defines the contagion effect and identifies financial connection as the contagion channel, which provides solutions for the prevention and management of financial crises.

Keywords: Carmen M. Reinhart; International Capital Flows; Choice of Exchange Rate Regime; Debt Crisis; Financial Crisis

(责任编辑:刘新波)

(校对:刘洪愧)