



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT

半月度
报告

金融与发展

海外观点

2022年/总第242期

目 录

全球治理

宏观金融稳定框架和外部金融条件 3

导读：全球经济体正面临着在全球金融条件趋紧和宏观金融脆弱性严重背景下遏制通胀的挑战。现在人们的注意力集中在管理短期宏观经济风险的挑战上，同时预防性宏观金融稳定政策在抵御脆弱性方面的好处也逐渐显现出来。本报告回顾了宏观金融稳定框架（MFSF）的主要特征，该框架旨在通过延缓脆弱性积累和累积政策缓冲，从而增强弹性，持久地维护宏观金融稳定。

数字平台和求职：来自莫桑比克的实验数据 18

导读：数字技术可以用于改善求职，但其有效性在实践中被破坏了。本专栏使用实验数据来调查数字就业匹配平台对莫桑比克年轻人劳动结果的影响。尽管邀请人们加入该平台的短信的“处理方式”鼓励人们接受，但该平台本身对样本的整体工作结果没有显著影响。尽管如此，对于特定群体即接受特定职业培训的女性，该平台增加了工作时间和工资。这表明数字技术可能有助于利基市场的发展，尽管不能使用户普遍受益。

线上零工经济的影响并不如想象中那样大 21

导读：美韩线上平台经济（OPE）的兴起引发了人们的关注和讨论。在美国，以优步为代表的叫车服务平台异军突起，但其快速增长的态势并没有拓展到其他行业，其确切利弊的衡量仍面临挑战，且 OPE 劳工人员仍是少数。有学者提出应该创建一种新的劳资关系类别，以平衡 OPE 劳工的风险与收益。韩国创新性地提出了非独立个体承包商类别，其应结合自身特有的经济、人口现状，吸取美国已有的经验教训，不断修订完善，以弥补本国长期存在的不足，提升经济水平。

世界热点

基尔贸易指数：全球贸易在 8 月仍无起色 36

导读：基尔贸易指数估计了全球 75 个国家、欧盟和整个世界贸易的贸易流量（进出口）。世界地图显示了每个国家的预期增长（绿色）或减少（红色）。点击一个国家会打开一个图表，上面有更多关于该国贸易的细节。基尔贸易指标对一个国家与其他国家的单边贸易流动进行估计。本文主要研究了 8 月全球基尔贸易指数的估计情况。

爱德华罗宾逊：全球和国内经济形势的最新进展 40

导读：新加坡金融管理局副总裁（经济政策）兼首席经济学家 Edward S Robinson 先生于 2022 年 9 月 1 日 Citibank Macro Fireside 虚拟活动上的发言摘要（线上）。

美国对外资的安全审查趋严背景下外资规模仍上升 44

导读：CFIUS 的新权力扩大了其管辖范围。尽管 CFIUS 拥有新的权力，但 CFIUS 的案件数量仍在可控范围内，美国公司仍是有吸引力的收购目标。CFIUS 更愿意接受带有缓解条款的交易，而不是阻止交易。各国比较，中国面临的审查最多。

美国通货膨胀冲击的全球分配影响 49

导读：本文研究了“通货再膨胀”的全球分配后果。传统观点认为，因为资本流动的逆转和更高的融资成本，美国高通胀导致的利率上升将对世界其他地区（以及发展中国家）产生负面影响。我们表明，标准观点没有考虑到一个重要的抵消力量：美国通胀上升对各国名义美元资产和负债实际价值变化的影响。数十年的低通胀导致世界各地广泛使用以美元计价的固定利率和长久期的金融工具。美国出现意外通胀降低了以美元计价的主权债务的实际价值，无论是在美国还是在海外。对于美国以外的主权国家而言，收益相当于减免约 1000 亿美元的债务。另一方面，美国政府的债务和现金负债接近 2 万亿美元，其中四分之一（超过 5000 亿美元）由非居民支付。

宏观金融稳定框架和外部金融条件

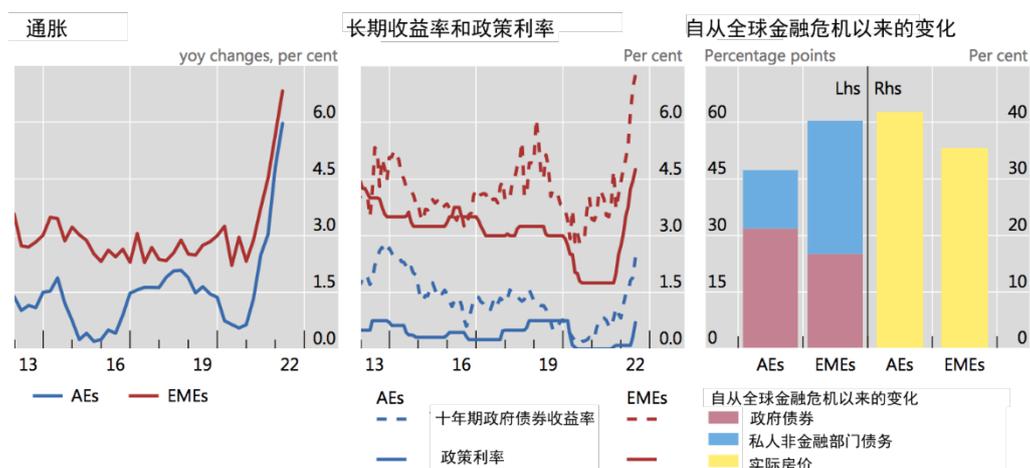
BIS/文 刘铮/编译

导读：全球经济体正面临着在全球金融条件趋紧和宏观金融脆弱性严重背景下遏制通胀的挑战。现在人们的注意力集中在管理短期宏观经济风险的挑战上，同时预防性宏观金融稳定政策在抵御脆弱性方面的好处也逐渐显现出来。本报告回顾了宏观金融稳定框架（MFSF）的主要特征，该框架旨在通过延缓脆弱性积累和累积政策缓冲，从而增强弹性，持久地维护宏观金融稳定。编译如下：

1、引言

全球经济体正面临着在全球金融条件趋紧和宏观金融脆弱性严重背景下遏制通胀的挑战（BIS（2022））。发达经济体（AEs）和新兴市场经济体（EMEs）的通胀均已飙升至几十年来新高（图 1，左图），这增加了高通胀机制固化的风险。各国央行纷纷调整货币政策立场以应对通胀，从而导致短期和长期利率上升，全球金融条件明显收紧（中间图）。这种紧缩是在宏观金融脆弱的背景下发生的——债务水平和房价在过去十年飙升，增加了滞胀风险（右图）。

图 1 一场完美风暴正在酝酿？



尽管现在人们的注意力集中在管理短期宏观经济风险的挑战上，预防性宏观金融稳定政策在抵御脆弱性方面的好处也逐渐显现出来。在过去二十年中，宽松的全球金融条件促进了脆弱性的形成，当条件突然收紧时，压力就会显现出来——就像当前情况一样。

在此背景下，本报告回顾了宏观金融稳定框架（MFSF）的主要特征，该框架旨在通过延缓脆弱性积累和累积政策缓冲，从而增强弹性，持久地维护宏观金融稳定。重点是关注外部金融条件波动带来的挑战，这通常是宏观金融稳定的一个关键风险因素——尤其是对新兴市场经济体，当然有时也适用于发达经济体。发达经济体和新兴经济体通常以宏观审慎政策（MaPP）作为货币政策和

财政政策的补充。此外，新兴经济体将外汇干预作为额外的货币政策工具，一些国家还采取了资本流动管理措施（CFMs）。此外，一些发达经济体最近使用 CFMs 来解决与外部因素相关的房地产市场问题。

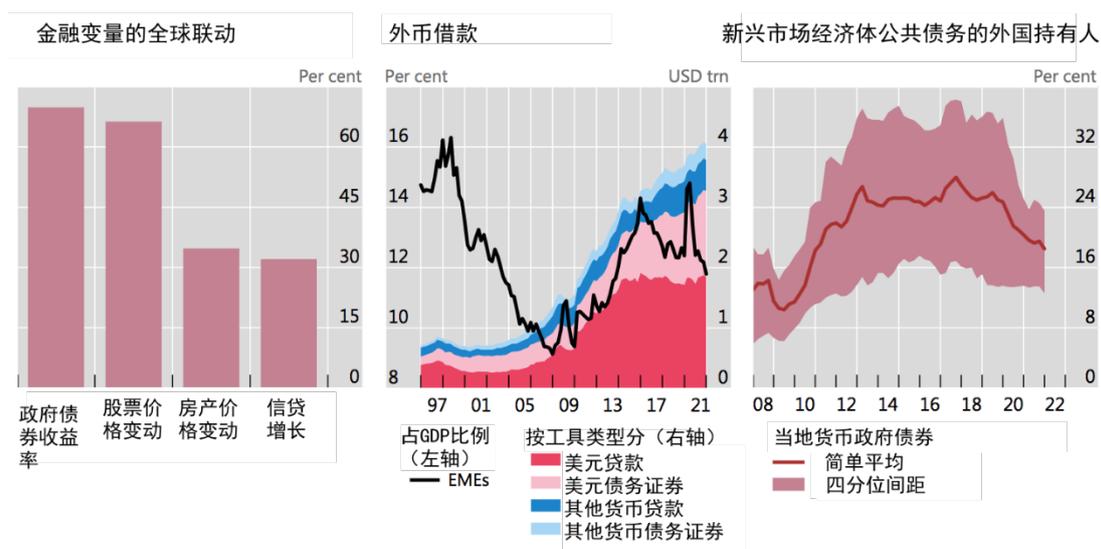
本报告的其余部分讨论了全球金融条件波动对 MFSF 的挑战，强调了新兴市场经济体更脆弱的根本原因以及由此产生的政策挑战和权衡。随后描述了 MFSF 的各种要素及其相互作用。通过典型情景说明了这一框架的运行情况，包括当前高通胀和全球金融状况紧缩的情况。报告进一步讨论了 MFSF 在概念和实施上的挑战。最后是结论。

2、外部金融条件：挑战的本质

近几十年来，外部金融条件对于国内金融条件具有重要影响。这反映在各国金融变量动态的高度一致性上（图 2，左图）。尽管金融自由化和全球化增加了金融的可获得性，扩大了增长机会，但也导致了更强的全球金融溢出效应。过去四十年，国内繁荣-萧条周期通常由全球金融条件的波动所推动（Borio 等（2011 年），Avdjiev 等（2012 年）），并对宏观金融稳定构成了威胁（Borio 等（2022））。对于新兴市场经济体而言，这一挑战比发达经济体更为严峻，因为新兴经济体往往缺乏稳固的制度安排，金融市场也不够发达。这些结构性因素导致其在更大程度上依赖外部资金，从而使金融系统更容易受到外部条件波动的影响。

从过去经验来看，新兴市场经济体更容易受到外部金融条件波动的影响，一般与这些经济体的未对冲外币借款有关。20 世纪 80 年代、90 年代，许多新兴市场经济体经历了因依赖此类借款引起的金融危机。在此后一段时间的下降后，新兴市场经济体的外币借款在全球金融危机（GFC）后再次激增，主要是由公司部门的美元借款推动（图 2，中间图）。外币债务将全球金融条件直接传递给各经济体。此外，外汇借款通常与借款人资产负债表上未对冲货币风险有关，因此汇率波动影响借款人的信用风险，并放大全球金融条件的影响。汇率波动的影响不仅限于借款人资产负债表，还通过国内和全球金融中介资产负债表发挥作用。具体而言，汇率波动通过影响贷方资产负债表而影响全球信贷可用性，从而更广泛地影响金融条件（Bruno 和 Shin（2015a、2015b））。

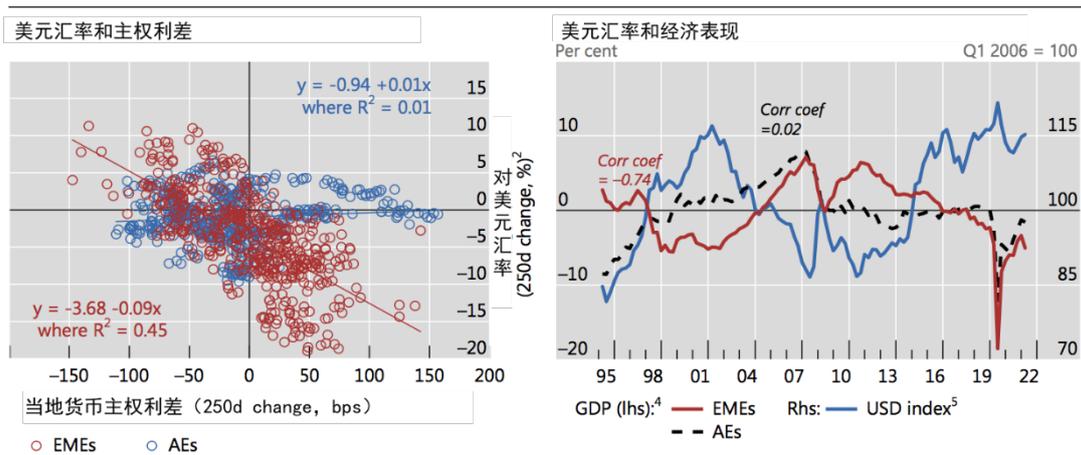
图 2 新兴市场经济体脆弱性来源和外部金融条件



即使外部借款不是以外币计价，新兴市场经济体仍然容易受到全球金融条件波动的影响。当地货币主权债券市场的深化使许多新兴市场国家能够以当地货币从国外借款。这反映在大量外国投资者持有新兴市场经济体主权债券中（图 2，右图），这些债券通常也没有对冲。大量外国持有通过全球投资者的信贷供应将全球金融条件传递给新兴经济体本币债券市场。如果国内投资者基础薄弱（正如新兴市场国家经常出现的那样），全球投资者投资组合的调整可能会产生巨大影响。外国投资者更多参与本币债券市场的一个后果是，货币风险从借款人的资产负债表转移到投资者的资产负债表。这是因为投资者以自身货币或全球货币（主要是美元）评估其收益和损失，而他们持有的资产以新兴经济体借款人的货币计价。因此，汇率变化，特别是美元汇率变化，会影响外国贷款人的资产负债表估值，并可能影响其向新兴市场经济体提供信贷。这产生了更广泛的汇率金融渠道，也影响了新兴经济体的本币债券市场（Hofmann 等（2020 年，2022b））。

这些更广泛的脆弱性反映在汇率变动与宏观金融动态之间的联系上。特别是，考虑到上述因素，美元汇率是衡量全球金融条件的一个有用指标，美元走强意味着金融条件收紧。新兴经济体本国货币对美元的价值变化与本币债券收益率变化之间存在显著的系统性负相关（图 3，左图，红色圆点）。汇率贬值意味着新兴经济体市场债券收益率上升（相对于美国国债收益率基准），升值意味着新兴市场债券利差下降。发达经济体（蓝色圆点）中不存在这种模式。更一般而言，美元与新兴市场经济体金融条件之间的联系延伸到了产出（右图）。美元价值（由广义美元指数反映）与新兴市场经济体的周期性产出之间存在显著的负相关关系，而发达经济没有这种联系。

图3 美元汇率指数和宏观金融条件



对全球金融条件的极度敏感在三个主要方面给货币政策带来了困难，特别是在新兴市场经济体。

首先，它缩小了自主货币政策的空间，因为新兴市场经济体央行需要将其政策措施对资本流动的影响纳入货币政策立场的校准中。由于资本流动受到利率差异的影响，这可能导致国外政策利率溢出到国内政策利率。

其次，全球金融溢出削弱了货币政策的传导，对央行通过调整政策利率来引导经济构成阻碍。汇率的金融渠道大大加剧了这种削弱效应。正如教科书中所述，汇率应该通过贸易渠道强化货币政策立场。例如，货币政策紧缩往往会使一国货币升值，从而通过抑制净出口来降低产出。但金融渠道的作用是相反的。汇率升值往往会放松国内金融条件。因此，金融渠道相对于贸易渠道越强，通过总需求的货币政策传导就越弱。

第三，外部金融条件的波动可能会恶化货币政策的权衡。第一种权衡是一种“单期内”权衡，涉及同时稳定通胀和产出。这是因为全球金融条件，特别是汇率，可能会将二者推向相反的方向。在其他条件相同的情况下，全球金融条件的紧缩以及随之而来的汇率贬值会刺激通胀，但往往会降低产出。抑制通胀所需的紧缩型货币政策将进一步缩减产出。第二个权衡是“跨期”权衡，即在今天稳定通胀和明天提高产出之间的权衡。持续宽松的外部金融条件，加上货币升值，可能会使通货膨胀低于目标，同时可能助长国内信贷扩张、资产价格上涨和国内金融脆弱性的加剧。放松货币政策以抵消升值及其对通胀的影响将进一步加剧国内失衡。

外部金融条件的波动也引起了财政政策的权衡。它们通过刺激国内金融繁荣-萧条周期来实现这一点，从而影响到财政账户，导致更为顺周期的财政政策立场。在金融繁荣时期，由于财政账户被夸大，财政空间通常被高估，这可能使财政政策变得不可持续（BIS（2016年），Borio等（2016年））。在经济萧

条期间，财政空间更加有限，恰好是在最需要的时候。此外，全球金融条件可以通过影响政府债券市场的状况直接阻碍财政政策的逆周期性，特别是在新兴市场国家。当全球环境宽松时，政府融资变得充足，可能会强化顺周期政策立场；当全球金融条件紧张时，融资成本可能飙升，市场准入甚至可能枯竭，从而减少了逆周期财政立场的空间。

这一分析揭示了当前的情况。自全球金融危机以来的大部分时间里，主要挑战是低于目标的通货膨胀和宽松的全球金融条件；结果是许多国家的国内金融脆弱性加剧。如今，世界面临着强大的通胀压力，而紧缩的货币政策导致全球金融条件收紧，促进金融脆弱性暴露。这使政策挑战更加复杂，尤其是在新兴市场国家。

3、框架要素

MFSFs 用于确保宏观经济和金融长期稳定。其目标是解决金融部门和宏观经济之间的相互联系（宏观-金融联系）——包括那些反映在全球金融条件、资本流动和汇率波动之间的联系。在传统的宏观经济政策支柱（货币政策和财政政策）之外，MFSF 的独特特征是在微观审慎基础上有效运用 MaPP。此外，MFSFs 通过外汇干预（货币政策的一个方面）和资本流动管理措施解决外部金融条件的挑战。

3.1 货币政策

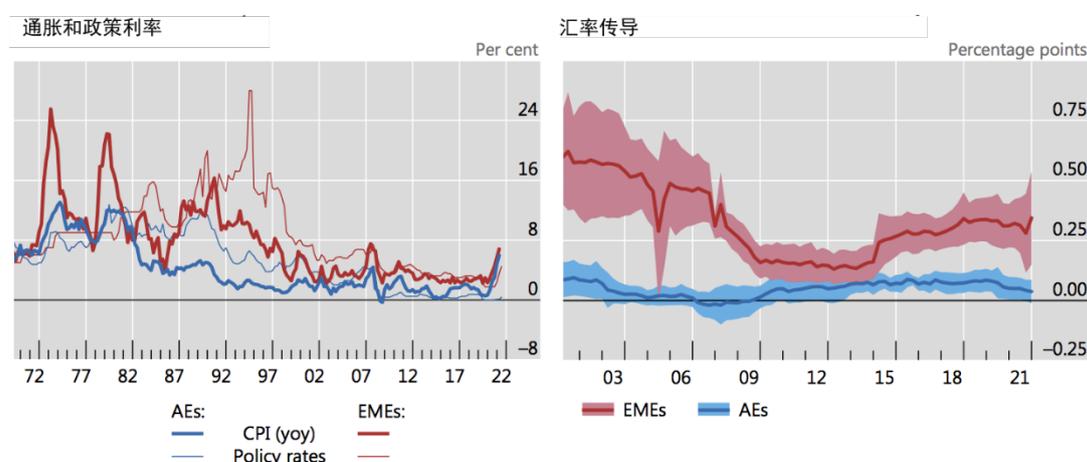
MFSFs 的一个关键支柱是：确保价格稳定、降低宏观经济和金融不稳定的发生率和持续时间的货币政策。

近几十年来，以低水平且稳定的通胀为特征的价格稳定占据主导。在 20 世纪 70 年代的高通胀后，自 20 世纪 80 年代中期起，发达经济体多为这种情况；新兴经济体过渡到这一机制的时间较晚，大概在千年之交（图 4，左图）。在这两种情况下，征服通胀都要求政策利率高于当前通货膨胀率，从而导致实际利率上升。在许多经济体，通过采用明确或隐含的通货膨胀目标框架（该框架将货币政策的重点放在保持通胀稳定目标附近，同时允许汇率浮动），低通胀机制得到了支持。这就是说，在一些国家，固定汇率机制一直与实现低水平和稳定通胀相一致。

通过维护价格稳定，货币政策提供了使经济更具弹性的锚。如果通胀预期在稳定的价格制度中得到很好的锚定，经济就能更好地抵御冲击，包括来自全球金融条件和相关汇率波动的冲击。特别是，由于国内价格对进口价格波动不太敏感，第二轮效应有限，汇率传导往往较低。这一点得到了汇率变化随时间推移对通货膨胀的传递演变的经验证据的支持。自 20 世纪 80 年代中期以来，

发达经济体一直处于较低水平，而在新兴经济体中，这一水平低于 20 年前（图 4，右图）。

图 4 通胀和汇率的传递



这突出了通货膨胀带来的挑战。当前高通胀持续的时间越长，通胀根深蒂固的风险就越大（BIS（2022））。这将再次增加通胀对价格冲击的敏感性，破坏经济稳定，并恶化货币政策面临的权衡。为了避免这样的机制变化，货币政策需要明确地专注于遏制通货膨胀，导致应对全球金融条件收紧所带来的其他宏观金融稳定风险的回旋余地将减少——后者需要主要通过其他 MFSF 工具来解决。

从较长期的角度来看，维持价格持续稳定还意味着考虑国内金融失衡所产生的风险，而这种失衡往往是在宽松的全球金融条件下形成的。这证明了考虑到金融失衡加剧的政策是合理的。从长期来看，这种积累不仅会破坏金融和宏观经济稳定，还会破坏价格稳定本身——直接通过经济活动的大幅收缩，以及间接地，在一定程度上，缩小政策操作空间。

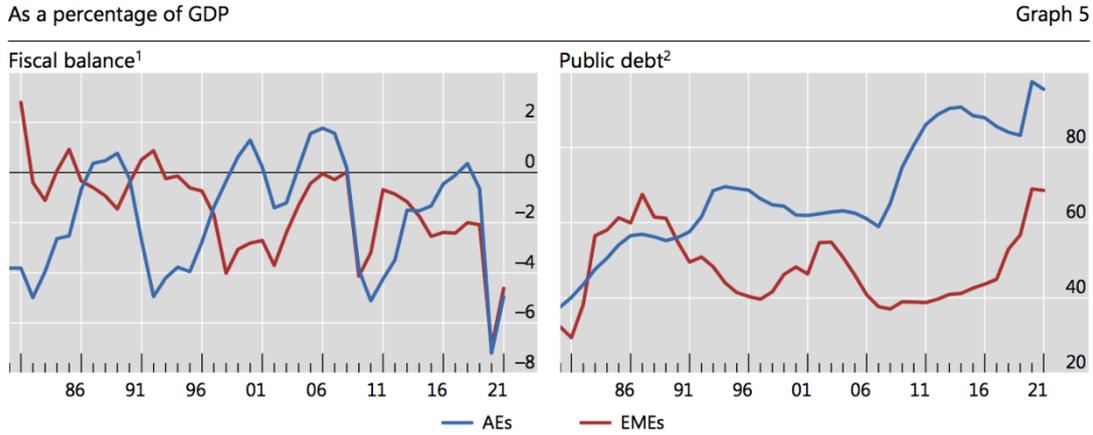
这项政策的实施存在挑战。金融失衡往往会在较长时间内累积，通常是在通胀较低的情况下，这使得货币紧缩变得困难。而在易受全球金融条件波动影响的国家，这一挑战尤其复杂。在全球金融条件宽松的情况下提高政策利率可能会通过提高汇率和吸引更多资本流入，无意中放松已经宽松的国内金融条件。因此，通过 MaPP、外汇干预和 CFM 对 MFSF 政策进行补充可以在这种情况下发挥关键作用。

3.2 财政政策

确保财政可持续性和抑制周期性波动的财政政策是 MFSFs 的另一个核心支柱。通过确保财政可持续性，财政政策还为 MFSFs 提供了一个锚，特别是对面临全球金融条件波动挑战的新兴市场经济体。财政可持续性稳定了预期，降低了经济对全球金融条件波动的敏感性。可持续的公共财政可以抵御对财政政策

主导货币政策的担忧，有助于稳定通胀预期，并获得外国投资者的信任。它还防止了由于银行业疲软和不可持续公共财政之间的双向互动而形成的“末日循环”的风险（BIS（2016））。如果财政政策要发挥逆周期作用，财政可持续性是一个先决条件。

图 5 财政赤字和公共债务



对全球金融条件的敏感性强调了逆周期财政政策的必要性。当金融条件宽松时，需要采取紧缩的财政政策来抑制繁荣并建立缓冲，从而缓解金融和财政脆弱性的出现，并确保在金融条件紧缩时有足够的财政空间。在过去几十年中，发达经济体和发展中经济体都采取了逆周期的财政政策，但是以非对称的方式（图 5，左图）。在全球经济衰退周期之后，赤字经常大幅上升，但随后只是逐渐下降，财政盈余非常罕见。值得注意的是，总体而言，新兴市场经济体出现了持续的财政赤字。

自从全球金融危机以来，这一不对称的财政赤字模式反映在新兴经济体和新兴经济体的公共债务/GDP 比率不断上升中（图 5，右图）。新兴经济体债务比率通常低于发达经济体，反映出债务承受能力水平较低。在两组国家中，目前债务比率均处于或接近几十年来的最高水平，表明通货膨胀激增后利率大幅上升可能会引起对一些国家债务可持续性的担忧。

3.3 宏观审慎工具

MaPP 是货币和财政政策的补充，是 MFSFs 的重要组成部分。宏观审慎工具通常针对国内金融脆弱性的累积。因此，它们可以通过加强金融体系的弹性和限制金融失衡的累积（包括由宽松的全球金融条件所助长的失衡），缓解货币和财政政策的挑战（BIS（2018））。然而，一旦压力成为现实，它们的效果往往会降低，特别是当它们没有提前充分收紧时。

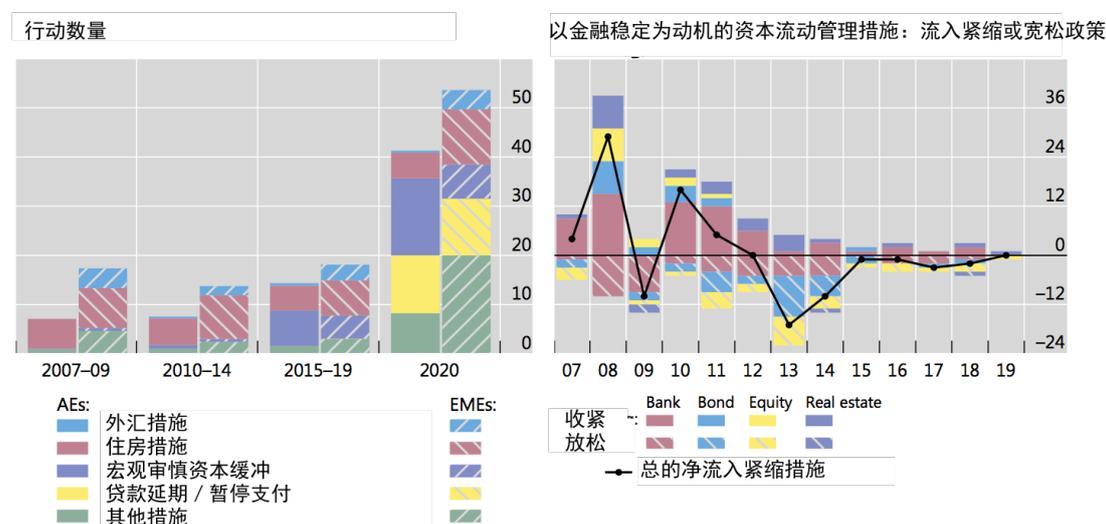
MaPP 依赖于一系列针对不同类型信贷和弹性措施的工具。发达经济体和新兴经济体都实施了一系列专门针对住房/家庭信贷或房价的措施（图 6，左图，

红色条)。典型工具包括最大贷款价值比(LTV)、偿债收入比(DSTI)和债务收入比(DTI)以及最低资本要求中的部门风险权重。最近,为了增强弹性并符合巴塞尔协议 III 要求,许多发达经济体和新兴经济体引入了逆周期资本缓冲(紫色条)。

一些新兴市场经济体采用了与外汇相关的宏观审慎措施(即专门针对外汇风险或银行和非银行金融机构外汇负债的货币、审慎和财政政策工具),主要目的是在资本流入期间以先发制人的方式实施(图 6,左图,蓝条)。具体示例包括外汇计价负债的准备金要求、外汇流动性比率和风险限额,以及对高度波动类型的外汇资产负债表项目征收的税费。

尽管自主调整是 MaPP 措施的一个典型特征,但不应忽视工具可能的内置稳定器性质(Borio 等(2001))。自主调整要求决策者对脆弱性的累积和压力是否出现进行判断;内置稳定器则不会。例如,动态准备金自动与过去的损失相关。较低的 DSTI 或 LTV 限制分别降低了信贷相对于收入和资产价格增长的弹性。此外,资产估值也可以减少顺周期性,就像长期抵押价值的使用一样——这曾经在欧洲大陆很普遍。在实施框架时,自主 MaPP 措施和自动稳定器之间的平衡是一个重要的政策问题。

图 6 宏观审慎和资本流动管理措施的应用



评估 MaPP 对金融和实际活动影响的实证研究指出了一些观察结果。MaPP 对信贷的影响似乎比对资产价格的影响更大,而 MaPP 对 GDP 增长或通胀的影响似乎较弱或不确定。这是将此类工具用于金融稳定风险的进一步理由(Kuttner 和 Shim (2016 年), Richter 等 (2019 年))。

更具体地说,这些工具的效果各不相同。实践表明,它们中的大多数有助于建立缓冲,从而提高金融系统的弹性。尽管如此,它们抑制信贷增长的能力

各不相同。特别是，最大 LTV 和 DSTI 比率比逆周期贷款损失准备金或逆周期资本缓冲有更大和更明显的影响（Kuttner 和 Shim（2016 年）、BIS（2018 年）、Borio 等（2022 年））。

与此同时，宏观审慎措施主要基于银行设置，未考虑到日益增长的非银行金融中介。更一般地说，所有监管规则都可能面临套利和遗漏。由于难以对金融周期建模和预测其转折点，以及政治经济压力等因素，他们也可能受到某些偏见的影响（Claessens（2014），Cerutti 等（2015））。

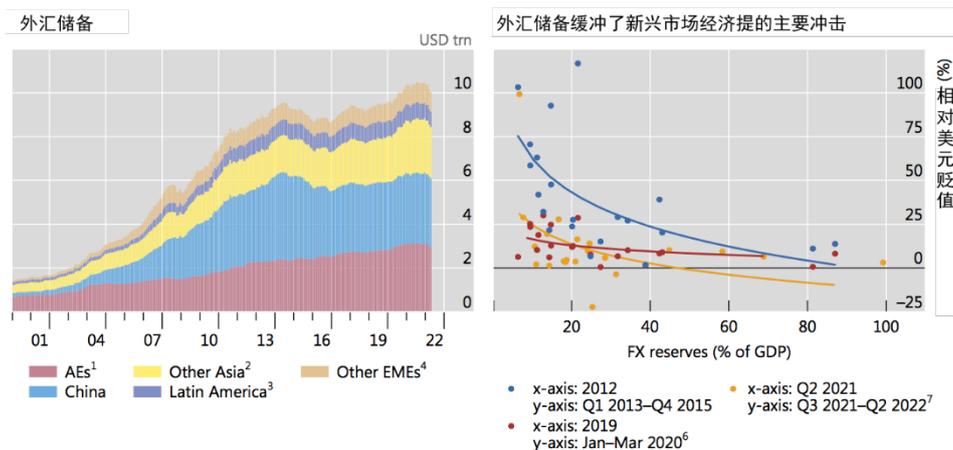
这些限制解释了为什么 MaPP 工具需要与其他政策一起使用。因此，它们最好被视为微观审慎和其他宏观金融稳定政策的补充，而不是替代。此外，它们无法抵消其他可能推动繁荣的（扭曲性）政策（如债务融资税收优惠、住房市场供应限制等）。

3.4 外汇干预

外汇干预作为货币政策的一部分，是 MFSFs 的一个重要补充要素——特别是对于新兴市场经济体而言（它们特别容易受到外部金融条件的挑战）。外汇干预可以发挥准宏观审慎的作用。它有助于为未来的资金外流和贬值建立缓冲，也有助于抵御全球金融条件对国内的影响。过去二十年中，新兴市场经济体的外汇储备大幅增加（图 7，左图）。

外汇干预有助于从三个主要方面应对全球金融条件波动带来的挑战。首先，是对汇率的影响，它可以直接抵消汇率波动对金融条件、通货膨胀和经济活动产生的不利影响。通过这种方式，它确保货币政策更多的自主权，并通过减轻利率政策的一些负担，创造了额外的自由度。

图 7 外汇储备缓冲



第二，它为未来可能出现的大幅贬值提供了自我保险，从而成为一国金融安全网的组成部分。有迹象表明，外汇储备缓冲有助于缓解近期全球金融压力对新兴市场汇率的影响。例如，在 2013 年至 2015 年的减量恐慌、2020 年的新

冠相关动荡以及最近全球金融条件紧缩期间，储备缓冲较大的新兴市场经济体经历了较小的货币贬值（图 7，右图）。

第三，外汇干预可以抵消全球金融条件对国内金融条件的溢出效应。通过汇率的金融渠道，购买外汇可以限制汇率升值和金融条件宽松之间的相互强化（二者推动了国内信贷的创造）。与此同时，外汇干预的冲销可能有助于抑制国内信贷扩张，因为银行资产负债表上的冲销工具“挤出”了贷款。相反，当全球金融条件收紧时，出售外汇可以抑制汇率贬值及其金融影响。

央行在使用外汇干预时面临权衡。持有外汇储备的财政成本可能相当大，特别是当储备货币利率非常低而国内利率较高时。此外，从长期来看，此类干预可能会阻碍对冲市场和其他国内金融市场的发展，导致货币错配，使经济体更加脆弱。在多大程度上积累预防性储备和使用外汇干预将取决于成本效益分析，这将因国家和时间而异。

除了干预外汇市场，MFSFs 还包括本国货币资产负债表操作。虽然在发达经济体中，它们主要被用作通过大规模资产购买提供额外货币便利的工具，但新兴市场经济体已将其用于解决金融系统的短期功能失调，从而全球金融条件紧缩时缓解金融压力。许多新兴市场经济体央行向国内银行系统提供流动性，以应对全球金融危机和缩减恐慌。一些国家还将有针对性和临时性的本币债券市场干预措施添加到其工具包中，以应对 2020 年新冠大流行后全球金融条件收紧时市场功能失调的风险。

3.5 资本流动管理措施

资本流动管理措施（CFMs）也是构成 MFSFs 的一部分，用以补充 MaPP 和外汇干预措施，从而应对全球金融条件的挑战。为了保持金融稳定，一些新兴市场经济体已使用 CFMs 应对银行、债券、股票和房地产资金流入。例如，图 6 的右侧图显示，随着时间的推移，八个新兴市场经济体倾向于收紧而非放松银行和房地产投资流入。此外，这些新兴市场经济体在强资本流入期间部署了更多的紧缩性货币政策措施，在强资本流出期间部署了更为宽松的货币政策措施。一些发达经济体还引入了 CFMs，以降低国内房地产市场中国外投资波动带来的风险。

实证研究通常发现，面向金融稳定的 CFMs 工具和基于外汇的审慎工具有时能有效减缓目标流动（Bruno 等（2017））。然而，他们也发现，这些影响往往是暂时的，遗漏或规避现象比比皆是。因此，当其他政策不能充分解决资本流动造成的风险时，通常使用 CFMs 工具。

4、从要素到框架

MFSF 的设计和运行由结构和周期因素决定。从投资组合的角度来看，某些宏观金融基本面和国家情况可能导致更加强调框架的具体要素。

例如，弱锚定通胀预期将要求货币和财政政策分别更加注重价格稳定和财政可持续性。家庭或公司的高杠杆率将加强部署或启动 MaPP 的理由，以限制金融失衡的累积并缓解货币政策。如果国内金融系统更容易受到全球金融因素的影响，则通常会将更大的作用给予外汇干预、MaPP 和 CFM 等补充工具。高水平的外汇债务将促使使用 MaPP 来限制外汇借款，外汇干预以抑制汇率波动及其相关的资产负债表影响，并可能使用 CFM 来管理外汇信贷流。外国投资者在其中发挥重要作用的浅层本币债券市场将表明，应进行外汇干预，以抵消汇率的金融渠道，更广泛地说，抵消全球金融状况波动对国内金融体系的影响。中央银行购买债券的行为也可能被指明，以在全球金融状况紧缩时维持市场功能。

虽然一个经济体对全球金融条件的敏感性不一定与巨额经常账户赤字有关，但这种赤字可能表明经济发展不可持续。这可能会降低外国投资者的风险门槛，并提高经济体对全球金融条件趋紧的敏感性。在全球金融条件宽松的情况下，由此产生的脆弱性可能会通过货币和财政工具以及补充措施，增加强有力的先发制人的政策的空间。

4.1 解释性案例

上述考虑的实际影响可以通过三个不同国家的案例来说明。在图 8 中，MFSF 元素的相对权重由单元格的颜色深浅表示，每行对应国家案例中使用的工具组合。

A 国的通胀预期稳定，财政和经常账户状况良好，金融市场成熟，但由于家庭债务水平高，经济和金融脆弱。B 国的通胀预期稳定，财政和经常账户状况良好，国内债务水平适中，但其国内债券市场和外汇市场较不成熟。此外，其金融部门对全球因素表现出更大的敏感性，因此更容易受到全球金融条件变化的影响。C 国对通货膨胀预期的锚定较弱，财政和经常账户状况较弱，外汇负债沉重，金融市场不成熟，对全球金融条件高度敏感。

图 8 宏观金融稳定框架解释性案例

	相关国家举例	货币政策	财政政策	MaPP	CFM	外汇干预
Country A	通胀锚定；充足的财政和经常账户；高居民债务；受全球流动性风险影响低；成熟的金融市场	深蓝色	深蓝色	深蓝色	浅蓝色	浅蓝色
Country B	通胀锚定；充足的财政和经常账户；中等国内债务；受全球流动性风险影响高；不成熟的金融市场	深蓝色	深蓝色	深蓝色	浅蓝色	深蓝色
Country C	高通胀；较弱的财政和经常账户；中等国内债务，高外汇债务；不成熟的金融市场	深蓝色	深蓝色	深蓝色	浅蓝色	浅蓝色



 深色表示更高的权重

三个国家的 MFSFs 对框架中的不同工具赋予不同权重。

在 A 国，健全的货币和财政政策为宏观金融稳定提供了基础。然而，由于家庭债务水平较高，全球金融条件的波动可能对金融稳定构成风险。为了应对这一挑战，A 国的政策框架特别强调 MaPP，以减轻国内金融失衡风险。由于 A 国拥有能够有效缓冲全球流动性溢出效应的成熟金融市场，因此几乎不需要外汇干预或 CFMs。

B 国的框架也以健全的货币和财政政策为基础。该国依赖 MaPP，因为其对全球金融条件的高度敏感性和相关的国内溢出效应增加了金融失衡发展的风险，即使国内债务水平适中。鉴于其金融市场不成熟，以及受全球流动性影响较大，该框架还重视外汇干预的作用，以抵消汇率的金融渠道。B 国的框架还可能包括应对全球金融条件波动挑战的 CFMs。

鉴于 C 国的高通胀历史和脆弱的财政状况，C 国最容易受到全球金融条件波动的影响。其政策框架应特别强调稳健的货币和财政政策，因为没有任何补充工具可以替代它们。MaPP 旨在解决货币错配带来的金融稳定风险，外汇干预旨在抑制汇率的金融影响渠道，可以为货币和财政政策提供支持和喘息空间。C 国的框架还可能包括补充其他工具的 CFMs。

鉴于当前全球宏观金融条件具有挑战性，考虑在通胀飙升和全球金融条件紧张的情况下，如何发挥 MFSFs 作用是有启发性的。在这种情况下，货币政策要侧重于维持价格稳定，避免从低通胀转向高通胀。由于货币政策需要收紧以遏制通货膨胀，因此缓冲全球金融条件紧缩影响的货币宽松空间将受到限制。与此同时，收紧货币政策可能有助于阻止资本外流，并支撑汇率。此外，财政政策需要采取更为严格的立场，以在控制通胀压力时支持货币政策。这些考虑意味着，补充政策必须在应对全球金融条件紧缩的不良影响方面发挥更突出的作用。

与此同时，当前形势突出了在宽松时期建立缓冲区的重要性。这意味着在 MFSF 内全面部署政策，以减少不平衡的累积，减轻经济对条件变化的脆弱性和相关政策空间的缩小。总的来说，当全球金融条件宽松，通货膨胀仍处于相对较低水平时，各国当可以建立财政和外汇缓冲，并采取措施防止信贷和资产市场的金融失衡。

5、概念和实施的挑战

虽然 MFSFs 的关键要素和操作特征已明确，但重要的概念和实施挑战仍然存在。从概念角度来看，目前仍在制定一个全面的分析框架，以指导 MFSFs 的实施。这样一个框架可以提供一个整体的分析视角，指导各个工具的校准，同时考虑到互补性、重叠的经济效应和成本效益。学术界和国际组织，特别是国际清算银行（BIS（2019））和国际货币基金组织（Adrian 和 Gopinath（2020），国际货币基金组织（2020）），正在致力于这一问题。各种倡议有许多共同点，这反映在就一般分析方法达成的广泛共识中。

分析框架应涵盖全球宏观金融相互联系和金融风险承担渠道的更广泛性质，而不仅仅是全球金融溢出中的借款人货币错配。风险的概念——特别是与全球和国内金融条件波动相关的风险，将在框架中发挥突出作用。最后，该框架还应涵盖 MFSFs 的所有相关元素及其相互作用。目前，制定一个可用于校准各种政策的全面定量分析框架的工作仍在进行中。

概念上的挑战还涉及如何实时评估和确定风险和脆弱性的累积，以及如何将其与政策分析模型联系起来。这将涉及改进评估私营部门 and 外汇杠杆的可持续性、外汇债务是否与广泛的货币错配有关以及国内金融系统对全球金融条件的敏感性的方法。它将要求分析本币债券市场的微观结构以及外国投资者所扮演的角色。除了量化观察到的脆弱性影响的方法和模型之外，决策者还需要评估 MFSFs 工具的调整如何影响风险前景。换言之，需要一个贯穿政策工具和分析工具的整体视角。

虽然在 MFSF 中整合不同政策和工具的潜在收益可能相当大，但在实践中，这种整合受到许多实施挑战的限制。

首先，各种政策的不同时间维度限制了跨工具协同效应的实现程度（Borio 和 Disyatat（2021））。政策视野的差异限制了制定政策时考虑的权衡，工具调整频率的差异限制了政策协调的程度。特别是，宏观审慎措施通常具有较长的政策范围和较大的执行滞后。鉴于其类似监管的性质，工具调整通常很少。由于这些原因，当其他政策用于应对短期挑战时，宏观审慎政策通常可以被视为既定政策。相反，货币政策最适合其他政策。这主要是因为其所使用工具的灵活性。虽然其政策范围完全是中期的，但它可以考虑金融稳定问题背后的缓

慢发展，或在危机期间支持金融市场。作为“剩余政策”，其不利之处在于，如果货币政策没有获得足够的牵引力或利用不足，货币政策最终可能会面临更大的压力来补偿其他政策。

第二个复杂问题涉及对工具的控制，这些通常分散在不同的机构。为了确保中央银行的独立性，货币和财政当局通常是分开的。虽然中央银行通常负责外汇干预，但它们通常对审慎工具没有直接控制权：它们可能负责也可能不负责微观审慎监管，也可能只负责宏观审慎监管。设计合适的，具有强有力体制保障，尊重不同责任分配的协调机制仍然是一项挑战。

最后，运行一个具有多个工具和多个目标的框架存在较大的沟通挑战。关于政策目标、框架、规则和决定的明确沟通通常被视为提高政策制度公信力和问责制的关键因素。然而，制定具有多种工具和目标的沟通战略尤其具有挑战性，特别是在由不同当局管理时。在这种情况下，当局可以从经常相互参照决策中获益。还应明确解释每项决定的背景、范围和目标，以减少发出混合信号的风险。当使用不同的工具在不同的层面上实现目标时，这一点尤其重要，因为它们可能并不总是朝着同一方向行动。除了提高公信力和问责制外，明确和积极地交流政策的理由和意图对具体措施和战略的有效性也很重要。

6、结论

当前，全球经济体面临着巨大的挑战——在金融脆弱性加剧的情况下（较高的私人 and 公共债务水平，以及上涨的房价），应对急剧上升的通胀和紧缩的全球金融条件。由于货币政策与控制通胀这一压倒一切的优先事项联系在一起，应对金融后果的任务落在了其他政策上。当前的挑战是解决过去几十年积累起来的宏观金融脆弱性。它强调了旨在限制这些脆弱性及其后果的出现的 MFSFs 的重要性。

本报告概述了可持久维护宏观金融稳定的 MFSFs 的关键特征，特别强调了如何应对与全球金融条件的波动相关的风险。这些波动在金融体系薄弱、对外国资金依赖度高的情况下提出了挑战，这在新兴市场经济体中十分典型。这些脆弱性超出了借款人的货币风险敞口，因为更广泛的影响通过全球投资者和贷款人的风险承担能力发挥作用。

MFSF 将货币、财政和宏观审慎政策与外汇干预和 CFMs 结合在一个整体框架内。目的是防止宏观经济和金融力量之间的相互作用造成经济脱轨，破坏宏观经济和财政稳定。这些相互作用带来了期内挑战（同时稳定产出和通胀）和跨期挑战（协调今天的稳定和明天的稳定）。应对这些挑战需要预防性宏观金融稳定政策，以抵御脆弱性，并在上行时期建立政策缓冲，以便下行期间可以动用。依靠一整套政策对于实现平衡的方法和避免个别政策负担过重至关重要。

外汇干预，以及专门设计的 MaPP 和 CFMs，将特别有助于应对不断变化的外部金融条件。

MFSFs 继续面临概念和实施挑战。在制定总体政策决定的过程中，要想使所有可用的工具一致，仍然需要应对一些挑战。特别是，目前一个可用于联合校准各种工具和评估风险的全面定量框架仍在制定。同时，虽然将各种工具集成到一个统一的框架中仍然是理想的，但这种框架的实际实施方面的局限限制了可实现的集成程度。

本文原题为“Macro-Financial Stability Frameworks and External Financial Conditions”。
本文为 2022 年 7 月国际清算银行提交给 G20 财政部长和中央银行行长的报告。[单击此处](#)
可以访问原文链接。

数字平台和求职：来自莫桑比克的实验数据

Sam Jones & Kunal Sen /文 廖世伟/编译

导读：数字技术可以用于改善求职，但其有效性在实践中被破坏了。本专栏使用实验数据来调查数字就业匹配平台对莫桑比克年轻人劳动结果的影响。尽管邀请人们加入该平台的短信的“处理方式”鼓励人们接受，但该平台本身对样本的整体工作结果没有显著影响。尽管如此，对于特定群体即接受特定职业培训的女性，该平台增加了工作时间和工资。这表明数字技术可能有助于利基市场的发展，尽管不能使用户普遍受益。编译如下：

在高收入国家，利用互联网等数字技术寻找工作的尝试几乎无处不在。但这些工具对总体劳动力市场结果（如失业率）的影响并不十分清楚。例如，在美国的一项早期研究中，Kroft 和 Pope（2014）发现，Craigslist 上广告的工作岗位的快速增长对城市层面的失业率没有影响。然而，在低收入国家，高失业率有时与许多未填补的职位空缺同时出现。在这些情况下，数字技术是否可以帮助求职者更好地找到工作？

劳动力市场政策工具

“互联网求职效率低下之谜”的一个解释是，在线求职板等数字平台没有解决就业的基本需求或供应限制。在网上找工作有困难的人可能正是那些无论他们在哪里搜索多少都很难找到工作的人。平台本身很少创造新的就业机会。

出于这些原因，解决失业问题的政策往往超越了改善找工作的过程，也就是经济学家所说的“就业匹配过程”，而转向了提供税收优惠或建立学徒计划等其他工具。

在低收入国家，特别是撒哈拉以南非洲国家，这一辩论仍然切中要害。高水平的失业和就业不足情况是有案可查的，自 COVID-19 大流行以来变得更加令人担忧。这种情况通常被归因于“基本面”的市场约束，尤其是就业创造乏力、激励政策，如青年工资补贴。

即便如此，有证据表明，低收入国家的高失业率往往伴随着大量空缺职位。因此，除了根本性的市场挑战外，这表明在匹配过程中仍存在重大摩擦。

在莫桑比克测试在线就业平台

为了评估降低搜索成本的政策的有效性，我们进行了大量实验，如向求职者提供技能证书或交通补贴。我们在新论文中调查了让莫桑比克年轻人进入数字就业匹配平台对就业结果的影响，为这一新兴领域做出了贡献。

作为对大量技术和职业教育培训学院毕业生进行的学校到工作跟踪调查的一部分，我们发送了短信邀请，鼓励随机选择的个人在两个不同的就业平台之一注册，旨在劳动力市场的部分替代。这些平台包括：（1）Emprego，这是一

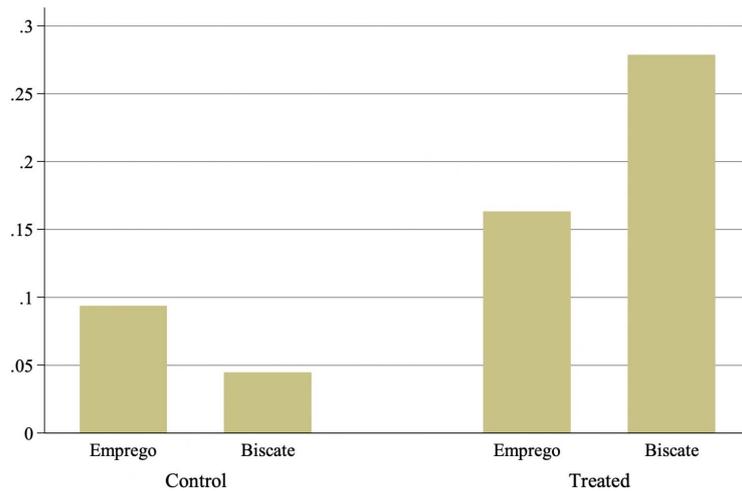
个寻找正式工作的传统网站，雇主发布空缺，并直接接收注册用户的申请；和（2）Biscate，一个为特定任务或服务（如管道、美发）寻找手工自由职业者的平台，潜在客户可以浏览他们选择的地点和职业的相关注册工人。

在发出 SMS 注册邀请后，我们对“治疗组”和“对照组”（未收到任何邀请）的学生进行了大约九个月的跟踪，每季度收集一次有关其劳动力市场状况的数据。比较收到和未收到注册邀请的个体之间的结果提供了不同平台贡献的因果估计，称为“意向治疗效应”。

结果

我们的第一个结果是，短信邀请是有效的——与未收到短信的用户相比，收到短信的用户在平台上的注册率更高。图 1 显示，在对照组中，只有不到 10% 的人在 Emprego 平台注册；但收到短信邀请的人中有超过 15% 的人这样做了。bisiscate 轻推更有效。对照组只有不到 5% 的人在平台注册，而治疗组有近 30% 的人在平台注册，相差约 23 个百分点。

图 1 按待遇状态在不同工作平台上注册的参与者的百分比

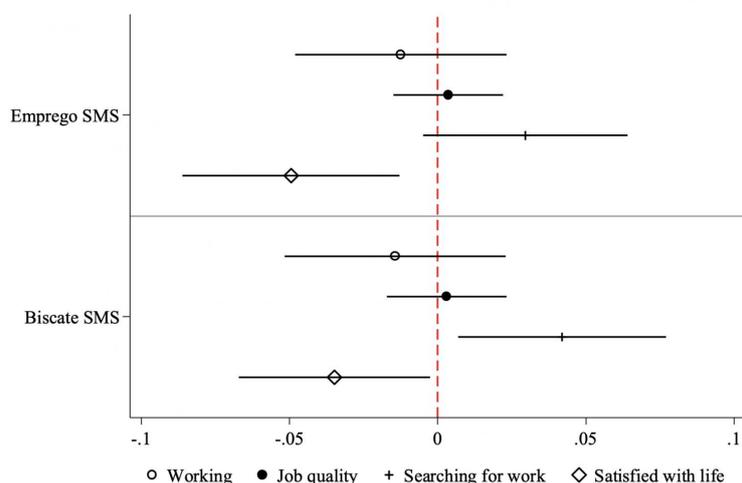


与此同时，当我们把样本作为一个整体来考虑时，我们没有看到任何证据表明使用这些平台会带来更好的工作结果。在广泛的变量范围内——包括就业状况、工作质量、工作时间和工资收入——我们没有发现可以单独归因于这些平台的系统性影响。也就是说，使用这些平台本身似乎并没有改善用户在劳动力市场上的表现。这些发现总结在图 2 中，图中绘制了接收不同短信的个体与对照组结果的估计差异，包括 95% 的置信区间。

然而，两种适度的普遍影响确实出现了。首先，在接受治疗的个体中，有略大比例的人表示正在寻找工作。考虑到实际就业率没有差异，这表明平台的使用会鼓励更多的人找工作。但是，第二，我们发现接受治疗的人生活满意度较低。我们推测，这可能是与干预相关的更高愿望未得到满足的结果。

除了这些无效的结果，还有一些更令人鼓舞的发现。当我们把注意力集中在女性身上时，尤其是那些学习过与特定工业或手工工作相关课程的女性（如电工），使用 Biscate 平台似乎确实能改善结果。在这里，我们发现该平台使工作时间增加了约三分之一，并显著提高了收入。

图 2 接受不同短信治疗对替代结果的影响总结



解释

从我们的研究中可以得出两个主要结论。一方面，工作匹配平台不太可能成为非洲低收入地区非就业的万能药，至少在对新工人需求有限的地区是这样。事实上，值得注意的是，这项实验恰逢新冠肺炎大流行的第一年，这导致全国各地的经济活动显著放缓。换句话说，在劳动力需求疲软和（新）工作岗位很少的地方，加强匹配的整体贡献将是有限的，即基本因素确实很重要。

另一方面，我们的发现表明，数字平台有可能支持甚至发展特定的利基市场，搜索摩擦特别大。从这个意义上讲，定制平台的推广（如针对女性勤工者）是值得探索的。

本文原题为 “Digital Platforms and Job Search: Experimental Evidence from Mozambique”。本文作者 Sam Jones 是莫桑比克联合国大学发展经济学所的研究员，此前他是哥本哈根大学经济系的副教授。作者 Kunal Sen 是联合国大学发展经济学所所长，曼彻斯特大学全球发展研究所发展经济学教授，曾在各国政府以及双边和多边发展机构担任顾问，包括英国国际发展部（DFID）、亚洲开发银行（亚行）和国际发展研究中心（IDRC）。本文于 2022 年 8 月刊于 VOX EU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

线上零工经济的影响并不如想象中那样大

Lee Branstetter/文 郭子怡/编译

导读：美韩线上平台经济（OPE）的兴起引发了人们的关注和讨论。在美国，以优步为代表的叫车服务平台异军突起，但其快速增长的态势并没有拓展到其他行业，其确切利弊的衡量仍面临挑战，且 OPE 劳工人员仍是少数。有学者提出应该创建一种新的劳资关系类别，以平衡 OPE 劳工的风险与收益。韩国创新性地提出了非独立个体承包商类别，其应结合自身特有的经济、人口现状，吸取美国已有的经验教训，不断修订完善，以弥补本国长期存在的不足，提升经济水平。编译如下：

1. 美韩数字经济工作的兴起

21 世纪初智能手机和高速无线宽带互联网接入的普及催生了线上平台经济（OPE）中的劳动力平台，自由职业者可以通过这些平台与客户建立实时联系。¹打车平台的快速、实质性和全球性影响引发了人们的担忧（在某些地区，人们对此持乐观态度），即相关技术在社会上可能会迅速扰乱发达经济体的劳动力安排。为了回应这一问题，并考虑到标准数据在捕捉这一现象时能力的局限性，一种创造性的经济研究潮流通过运用各种数据集及相关途径来探索 OPE 工作。

大多数关于 OPE 的研究都集中在美国的相关发展上，这份政策简报总结了这些文献中的一些经验教训，并考虑如何将其应用于韩国的情况。

主要经验包括：美国劳动力市场的广泛“优步化”并非迫在眉睫；OPE 平台上的劳工人员比例仍然很小。在出租车和豪华轿车服务中，OPE 工作的快速增长似乎是一个例外。到目前为止，几乎没有证据表明其他部门也出现了类似的增长，也没有合理的理由说明为什么在不久的将来不可能出现这种增长。在它已然兴起的领域，OPE 工作似乎为选择加入这一平台的工作者带来了不菲的利益，尽管那些仍在为传统服务商工作的在职人员需要付出一定的代价。这些好处部分源于 OPE 工作的灵活性——这种灵活性在传统的雇佣关系中很难完全实现。如同 Harris 和 Krueger（2015）提出的那样，在美国创建一种新的劳资关系类别，可以使 OPE 工人既保持现状的灵活性，同时获得额外的福利、权利和保护。这一想法值得美国和其他发达经济体认真考虑。

对韩国 OPE 工作的研究才刚刚开始，但 Chang（2021）总结的证据表明，韩国和美国在活动规模、运输服务的集中程度和 OPE 工作的灵活性方面有一些相似之处。鉴于韩国在信息技术（IT）、宽带和 5G 方面的巨大投资，其已成为

¹ See Farrell and Grieg (2016a, 2016b)。研究人员将 OPE 分为劳动力平台和资本平台，在劳动力平台中，参与者出售他们的时间或技能，在资本平台中，参与者交换商品或租赁资产（Grieg and Sullivan 2021）。这份政策简报只关注 OPE 劳工平台。

世界上网络最发达的国家，其人口和 GDP 集中在网络发达的城市中心，劳工受教育水平高，其中很大一部分人在大企业没有稳定工作且面临的机会有限，因此韩国的 OPE 工作显然有超过当前规模的增长空间。国内平台和国外平台之间的良性竞争（目前韩国数字市场明显缺乏国外平台）可能有助于挖掘这一潜力。

韩国当局应考虑对其创新的非独立个体承包商类别进行修订，使其更符合 Harris 和 Krueger 的建议。目前强调将工人纳入失业保险和工人补偿计划可能适合某些有更换工作安排的工人，但可能会限制 OPE 工人的进入。相反，监管机构更应考虑对新的分类作出修订，更多地强调国家养老金缴款的自动预扣、平台提供的私人养老金福利，以及 OPE 工作部门集体谈判的可能性。这些改革可能有助于解决公共和私人养老金融资方面长期存在的不足，提高韩国目前较低的工会化水平，同时为这一重要部分的韩国工人提供实用的就业选择。

在深入衡量 OPE 工作及其对工人的影响上投入也将是未来的重要工作。为了实现这一目标，韩国决策者可以从这份政策简报中回顾的研究中吸取重要教训。

2. 衡量美国 OPE 工作和替代工作安排的挑战

事实证明，在美国准确衡量 OPE 工作非常具有挑战性，即使是专家有时也会失手。2010 年代中期，两位世界领先的劳动经济学家——哈佛大学的 Lawrence Katz 和普林斯顿大学已故的 Alan Krueger——面临着一个难题。数字平台和 OPE 工作基数虽小但增长飞速，供应链的分裂（Weil 2014）、国内外包的兴起（Fort 2017）以及对合同工和独立承包商的依赖明显增加，所有这些都表明传统的雇佣关系正在让位于不太安全的工作安排。

决策者需要知道美国劳动力市场的工作关系结构是否真的发生了变化。然而对其进行评估是困难的，因为美国政府最全面的替代工作安排调查——临时工作调查（CWS）自 2005 年以来就没有进行过，也没有计划进行另一项调查。其他数据集并没有被真正设计来捕捉这些安排或其中的变化，而它们指向了截然不同的方向。行政税收数据表明，替代性工作安排急剧增加，正如附表 C 中的不断增加。²当前人口调查（CPS）数据表明，这些安排逐渐减少，自营职业者的比例下降就证明了这一点。³

在缺乏对整个美国劳动力的替代工作安排的官方政府调查的情况下，Katz 和 Krueger 与兰德公司（RAND Corporation）合作开发了兰德-普林斯顿应急工

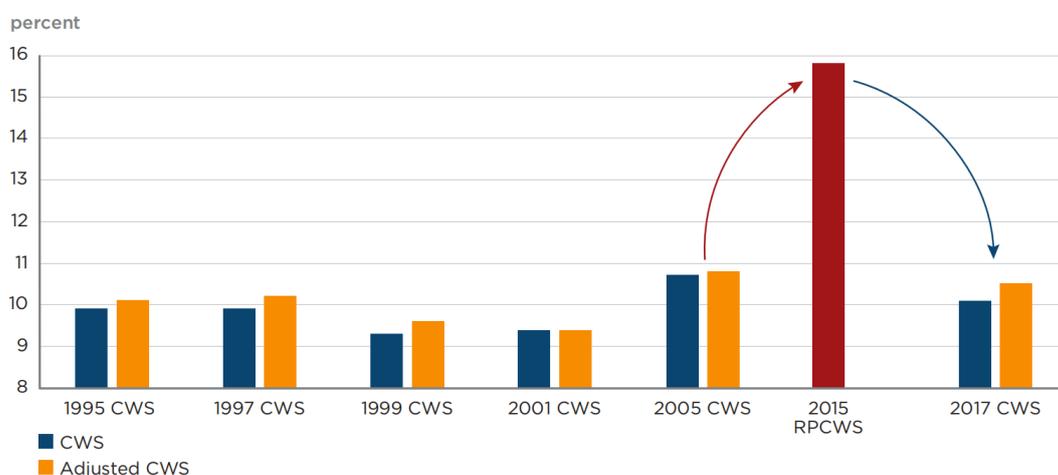
² 附表 C 是美国报税人用于报告独资企业的商业或专业收入（或损失）的表格。

³ 当前人口调查是美国政府进行的主要劳动力调查。它由劳工统计局和人口普查局联合主办。

作调查（RPCWS），作为兰德美国生活面板（RAND American Life Panel）的一部分。他们的结果表明，美国经济正在发生大规模的结构转变。美国工人在替代工作安排中所占的份额——定义为临时帮助机构工人、随叫随到的工人、合同工和独立承包商或自由职业者——在 2005 年至 2015 年期间上升了 5 个百分点以上，从 10.7% 上升到 15.8%（Katz and Krueger 2016, 2019a）。OPE 员工（通过 Uber 或 Task Rabbit 等在线中介提供服务的员工）似乎在这一增长中占了不大的份额（2015 年占有所有员工的 0.5%），但它似乎也代表了一个持续颠覆的引领者。这些结果是戏剧性的——甚至是爆炸性的——并立即吸引了全球政策制定者、劳工拥护者和 OPE 企业家的关注。事实证明，这些结果也是错误的。⁴劳工统计局（BLS）为 2017 年 5 月进行的新 CWS 筹集了资金。2018 年 6 月发布的结果表明，2005 年至 2017 年期间，替代工作安排略有下降，从 10.7% 降至 10.1%。

图 1 提供了 1995-2005 年的 CWS 估计值，并将其与 Katz 和 Krueger 在其 2016 年工作文件中报告的 RPCWS 的调查结果进行了比较。2005 CWS 和 2015 年的 RPCWS 之间的大幅增长是显而易见的。然而，同样明显的是，2017 年 CWS 估计表明，自 2005 年以来的十年中，替代工作安排的发生率没有增加。

图 1 1995-2017 年美国工人在替代工作安排中所占的份额



注：CWS=应急工作调查；RPCWS=RAND-Princeton 应急工作调查；调整后的 CWS 数字反映了 Katz 和 Krueger（2019b）为反映商业周期效应而进行的调整。

资料来源：Katz 和 Krueger（2019a, 2019b）；BLS（2018）。

新的 CWS 包括明确设计用于捕捉 OPE 工作的问题，但调查结果表明，这些问题被广泛误读或曲解。在对数据进行重新编码以调整疑似假阳性后，劳工

⁴ 值得肯定的是，Katz 和 Krueger 充分认识到了这一点，并付出了极大的努力来探索 2015 年 RPCWS 和 2017 年官方 CWS 之间的不一致。见 Katz 和 Krueger（2019b）。

统计局得出结论，2017年只有约1%的劳动力从事OPE工作。⁵Katz和Krueger（2019b）谨慎协调2017年的CWS与他们的2015年RPCWS结果，使笔者能够总结并对调查年份的商业周期状况进行适当调整（如图1中的橙色条所示），表明在20世纪90年代末至2017年期间，替代安排增加了约1个百分点。⁶

从发明这种工作模式的国家的整个劳动力市场来看，开放式工作根本不是什么大事——至少现在还不是——也没有可信的证据表明它在社会范围内破坏或取代了传统的雇佣关系。然而，在标准数据集或经常进行的政府调查中，OPE工作的规模和演变并没有得到准确的衡量。⁷

3. 优步（Uber）是个异类

OPE在美国的工作规模很小，替代工作安排的其他广泛措施变化缓慢，这似乎与优步及其国内外模仿者对城市交通景观的转型影响形成了令人不安的对比。如果OPE工作在这一领域有如此可观的影响，人们自然会认为它在其他地方也会产生类似的影响。优步的迅速崛起也表明，这些变化几乎可以在一夜之间发生。

劳动经济学家Katharine Abraham和她的合著者的一系列论文（Abraham et al. 2021a, 2021b; Abraham and Houseman 2021）证明，就OPE工作的影响而言，优步及其运营的行业似乎是多么反常。这些论文使用了另一个数据来源，即人口普查局的非雇主统计数据（NES）来代表OPE工作的增长。根据税收数据，NES对按年度、州和行业（北美行业分类系统[NAICS]代码）划分的非公司单一雇员独资企业及其年度收入数据进行统计和制表。

图2的面板A显示了所有行业的稳定、缓慢增长，没有明显的拐点与2010年代OPE平台的快速兴起相吻合。面板B中，与出租车和豪华轿车服务相关的NAICS代码（4853）显示，随着优步及其竞争对手在美国各地的扩张，这些单一雇员独资企业的数量出现了爆炸性增长。但Abraham和她的合著者发现，没有其他部门能像优步一样增长。

⁵ 这一发现似乎与Katz和Krueger（2016, 2019a）以及Farrell、Greig和Hamoudi（2018）的其他研究结果大致一致，他们得出的结论是，在2015年至2017年期间，0.5-1.5%的劳动力从事OPE工作。

⁶ Collins et al.（2019）对税收数据的仔细研究提出了类似的结果。

⁷ Abraham和Houseman（2021）对数据来源及其优势和劣势进行了全面回顾。他们指出了CWS中可能存在的缺陷，并提出了改进建议。

NAICS 4853 以外的非雇主机构没有快速增长，并不是因为缺乏创业努力。近年来，其他行业出现了大量新平台，试图效仿优步的成功。⁸由于这些平台中的许多仍然是私有的，它们往往很少披露其运营范围。

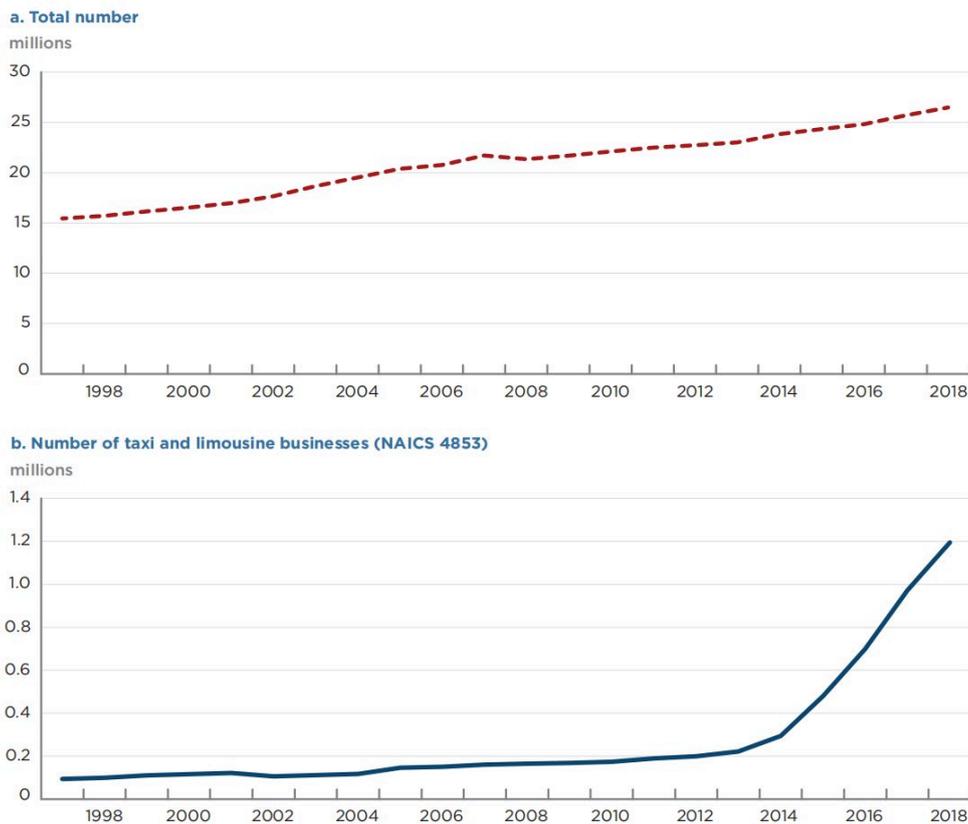
这份简报的作者指导了一组卡内基梅隆大学（Carnegie Mellon）的硕士生，他们受雇于宾夕法尼亚州的劳工和工业部，以评估数字平台对商业货运和建筑行业的影响（Yazdi et al. 2021）。他们的发现肯定了 Abraham et al.（2021a）的一般结论，并指出了优步和他的竞争对手及其行业在经济中脱颖而出的几个原因。

学生们跟随 Abraham et al.（2021a）使用 NES 数据比较 NAICS 4853 中 OPE 工作的增长与与商业卡车运输（484）和建筑（23）最密切相关的部门的增长。他们还检查了卡车运输（4841，4842）和建筑（2361 - 62，2371 - 73，2379，2381 - 83，2389）⁹的相关子行业。他们试图确定这些其他行业的数字平台在宾夕法尼亚州开始运营的日期——在某些情况下，这是一项艰巨的任务。

⁸ 截至 2021 年春季，卡车运输平台包括 Convoy、Uber Freight、Amazon Flex、Roadie、Draiver 和 Dispatch。其服务组合包括施工任务的平台包括 Thumbtack、Handy、Wenele、Task Rabbit 和 Jobble。

⁹ 作者衷心感谢 Katharine Abraham 教授作为顾问委员会成员为该学生团队提供的智力支持和指导。

图 2 1997-2018 年美国非雇主企业数量



NAICS: 北美工业系统分工代码

注: 数据基于美国人口普查局 (Census Bureau) 公布的非雇主统计数据。

资料来源: Abraham et al. (2021a)。

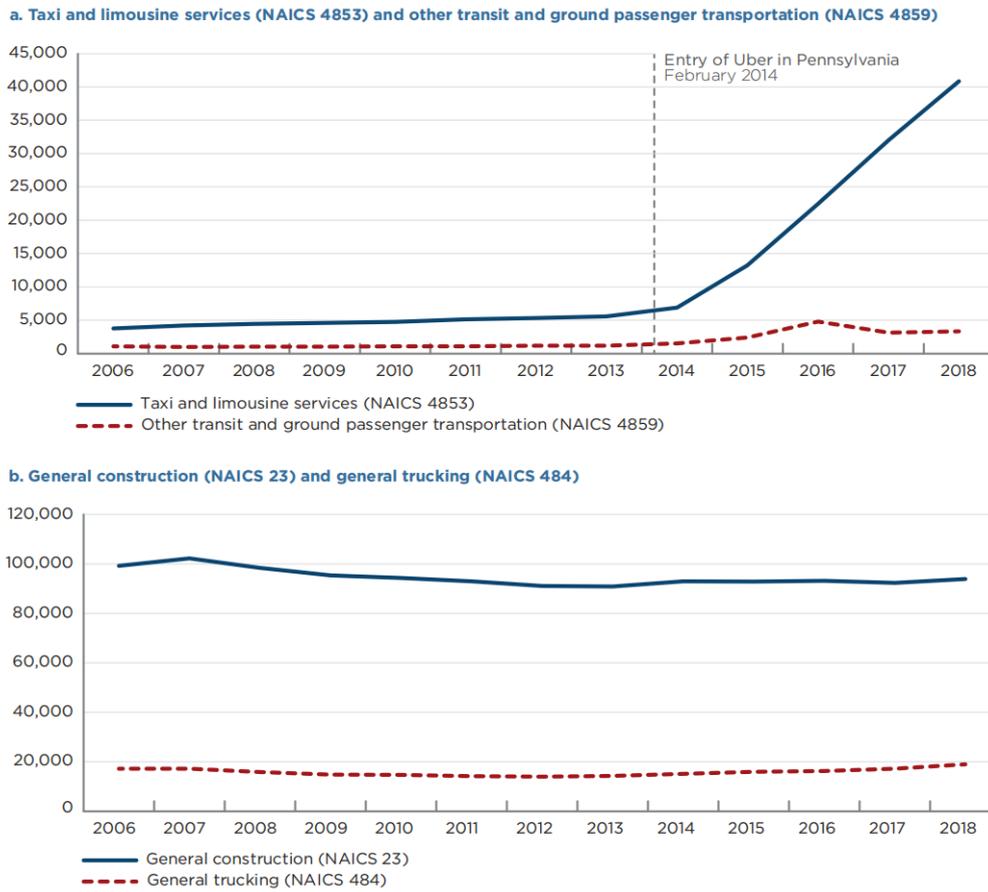
图 3 显示了在优步首次进入后, 宾夕法尼亚州 NAICS 4853 中的 OPE 工作急剧增加。它没有提供其他部门出现任何拐点的证据。这种影响的缺乏也反映在为相关分部门构建的数字中。因此, 这不仅仅是汇总偏差的结果。

为什么 NAICS 4853 中的影响要大得多? Yazdi et al. (2021) 指出, 该部门的新工人进入门槛相对较低其他, 如表 1 所示。¹⁰几乎所有拥有汽车和智能手机的美国成年人都很容易成为一名兼职优步司机, 而成为一名兼职商业卡车司机或建筑工人门槛更高。提供打车服务。叫车服务只需要标准的驾照, 而大多数美国成年人已经拥有驾照。而驾驶商用卡车需要耗时数周全职学习才能取得的特殊执照、一辆卡车, 以及遵守确保公共安全的政府法规。如果一个人想成为一名专业的建筑工人, 而不是商业卡车司机, 可能需要几个月或几年才能掌握必要的技能, 并且所需的工具可能很昂贵又危险。而且, 在许多州, 建筑工人

¹⁰ 本节引用了 Yazdi et al.(2021)的观点

需要持有特殊执照，提交工作接受检查，并遵守其他法规。此外，接受一份大型建筑工地的的工作可能会占用一个人几周或几个月的时间。

图 3 2006-18 年指定部门的机构数量



NAICS: 北美工业系统分工代码

资料来源: figures 1 and 2 of Yazdi et al. (2021), page 9.

表 1 叫车服务、卡车运输和建筑行业的线上平台进入壁垒

Barrier to entry	Sector		
	Ride-hailing	Trucking	Construction
Learning curve	Low	Medium	High
Capital investment	Low	High	Medium
Regulatory requirements	Low	High	Medium
Rigidity of schedule	Low	High	Medium

资料来源: Yazdi et al. (2021)。

优步通过开发一种简单的方式将他们与潜在客户联系起来，吸引了数百万以前不在该行业的美国人成为兼职出租车司机 (Abraham et al.2021a)。卡车运输和建筑行业的在线平台不太可能吸引尚未进入这些行业的工人加入，因为进

入门槛相对较高（Yazdi et al.2021）。专注于其他具有专业技能的工作者（律师、理疗师、占卜师）的平台也可能面临类似的限制。

新冠肺炎大流行的爆发影响了促进平等办公室的工作。Grieg 和 Sullivan（2021）记录了叫车服务的急剧下降，但这并没有被其他领域（如送货驾驶）的 OPE 工作的扩大所完全抵消。封控和健康担忧同时减少了对叫车服务的需求和供应。随着社会隔离措施的放松和疫苗供应的扩大，需求和供应都得到了部分恢复。然而，新闻报道表明，持续的司机短缺和较高的车费限制了该部门的 OPE 工作的增长，而该部门是近十年来增长最快的部门。¹¹NAICS 4853 中过去的 OPE 工作增长可能不是该部门未来增长的可靠指南。

美国仍处于 OPE 工作发展的早期阶段；现在就排除未来发生巨大变化的可能性还为时过早。但迄今为止的证据表明，优步及其竞争对手的快速增长很可能对其他领域的 OPE 工作的发展起到了很差的指导作用。NAICS 4853 的特殊情况在许多其他领域中没有重复。美国劳动力市场似乎没有面临任何即将到来的“优步化”的严重威胁。

4. OPE 工人和与其竞争的工人的利益和成本

最近的经济研究着重于以下主题：OPE 就业作为失业人员补充收入来源的重要价值和潜在价值（Jackson 2020；Kouostas 2019）；OPE 工人正在经历收入的大幅下降（Kouostas 2018；Garin et al.2019）；或者正在寻求自己创业（Denes、Lagaras and Tsoutsoura 2022）。许多研究表明，优步司机在平台上的活跃时间很短（Farrell and Grieg 2016b；Farrell, Grieg, and Hamoudi 2018；Hall and Krueger 2018），并从他们的驾驶工作中赚取相对较少的钱，特别是如果收入的有效定义是经免税费用调整后的净收入（Abraham et al. 2021a；Garin et al. 2019）。使用匿名银行账户数据的研究人员发现，有证据表明，员工使用叫车平台来抵消因失业或主要工作时间减少而导致的收入下降。Farrell 和 Grieg（2016a）的研究结果表明，OPE 工人可以通过增加在线平台的劳动力供应来抵消大部分收入下降。Kouostas（2018）使用来自个人财务管理软件的交易层面数据表明，优步驾驶可以通过缓解薪酬波动来帮助员工平滑消费。Abraham et al.（2021a）的发现加强了这一解释，他们表示，进入叫车服务领域的工人在人口统计学上与在叫车服务平台出现之前主导这些职业的现任出租车和豪华轿车司机有很大不同。所有这些研究主要集中在叫车服务上。

¹¹ P. Rana. “Uber 和 Lyft 的新未来：司机更少、乘客更节俭、投资者更紧张” 《华尔街日报》（Wall Street Journal），2020 年 5 月 30 日。

通过在线平台的中介进入 NAICS 4853 的人所获得的这些收益，对于以前通过出租车和豪华轿车公司以及其他更传统的供应商提供这些服务的现任司机来说，是有一定代价的。许多人退出了这个行业；那些留下来的人的收入大幅下降。Abraham et al. (2021a) 发现，在优步进入核心统计区 (CBSA) 的四年内，这些在职司机的退出率上升了 13.6 个百分点。¹²他们估计，在优步进入的四年内，这些司机的驾驶收入下降了约 23%，尽管他们的总收入只下降了约 15%。

叫车平台在时间上为潜在司机提供了极大的灵活性，这吸引了创造性的研究工作来推断它所带来的社会效益。其中一个例子是 Chen et al. (2019) 发表的一篇引人入胜且颇具影响力的论文。其利用优步的峰时价格功能 (Chen 发明的一种算法) 所产生的司机收入变化，以及 100 多万优步司机的劳动力供应的丰富数据，作者估计了这些司机的保留工资随着时间的推移而发生的巨大变化。然后，他们使用这些估计来量化优步的劳动力安排所提供的灵活性给司机带来的好处。

这样的好处是不菲的。另一种计程车式的安排是，司机可以每天决定是否工作，以及三班倒中的哪一班，但必须工作整整八小时，这种安排产生的预期劳动力剩余仅为优步安排的八分之一。让司机在适应性极强的优步安排和更受限制的安排之间无动于衷所需的估计补偿工资差异也很大，中等司机需要近两倍的工资才能抵消与备选方案相比灵活性降低带来的不利影响。至少对于选择加入这些安排的员工来说，“优步灵活性”的价值似乎很高。

Denes et al. (2021) 使用美国国税局 (IRS) 的详细税收数据和美国各县 OPE 劳动力平台的交错扩张来调查零工工作对新公司组建的潜在影响。平台零工提供的灵活收入可以让未来的企业家在新公司尚未产生可观收入的时期平滑他们的收入，从而诱使一些个人冒险创办公司。Barrios、Hochberg 和 Yi (2021) 的研究发现，OPE 劳动力平台的本地区域进入、新企业注册和与创业相关的谷歌搜索之间存在联系。Denes et al. (2021) 加强了这种联系，表明从 OPE 劳动平台实际获得的收入似乎增加了公司成立的可能性。这种影响似乎对较年轻、受教育程度较低的工人尤其严重，他们可能更难从传统金融来源获得信贷。与其他公司相比，由获得 OPE 劳动收入的企业家创办的新公司似乎至少在某种程度上增长更快，生存时间更长，并创造更多的就业机会。

因此，OPE 工作的灵活性——这一属性在打车服务中尤其明显——是 OPE 员工的重要收益来源。然而，典型的 OPE 工人被视为独立承包商，而不是雇员。根据联邦和州法律，独立承包商没有资格获得法定福利和员工保护，包括最低

¹² 人口普查局 (Census Bureau) 设计 CBSA 以反映当地经济。

工资、加班费、失业保险、工人补偿、成立工会和集体谈判的权利、公民权利保护以及大型雇主有义务根据《平价医疗法案》（Affordable Care Act）提供的健康福利。如果大多数 OPE 工人将他们的 OPE 劳动作为正常就业收入的补充，或作为在正常就业工作或从就业到创业的过渡之间维持收入的一种方式，那么这些缺失的保护或福利可能是次要问题。对于依赖 OPE 作为重要甚至主要收入来源的工人来说，这些问题变得更加严重。此外，当平台与提供类似服务的雇主直接竞争时，将 OPE 的工作人员视为独立承包商可能会引起法律中立的问题。下一节中回顾的一篇精彩文章将详细讨论这些重要问题。

5. 监管和保护 OPE 劳动力

Harris 和 Krueger 在 2015 年的汉密尔顿项目（Hamilton Project）论文中指出，以 OPE 劳动平台为中介的工作既不是传统的雇佣关系，也不是经典的独立契约关系。试图将这些创新的新安排强行归入任何一个先前存在的类别，都会限制其实际和潜在的经济利益。相反，Harris 和 Krueger 主张建立一种新的雇佣关系，他们称之为“独立工人”，并制定新的法律来管理这些关系，这些法律将规范传统雇佣关系的现行法律的一些特征和规范独立承包商的现行法律的一些特征结合起来。尽管新的法律界定的就业类别的确切特征仍有争议，并且可能因发达工业经济体（甚至美国各州）而异，但 Harris 和 Krueger 为新结构提出的基本论点既有说服力，又兼具普适性。值得注意的是，两位作者都曾在民主党政府工作，但都反对许多进步人士和工会领袖支持的观点，即 OPE 工作应被重新归类为就业，这为他们的经济观点增加了政治意义。¹³

在 Harris 和 Krueger 看来，分析任何一种工作关系的一个关键因素是员工对其工作的控制程度。传统雇佣关系中的工人将其工作的大部分控制权交给雇主。作者认为，美国法律中规定的对雇员的法定保护和福利，包括成立工会的权利，是确保在雇主权力存在的情况下为雇员建立平衡的“社会契约”的一种方式。相反，真正独立的承包商决定他们为谁工作和如何工作，有时如果没有足够的利润或在其他方面不合适，则放弃约定。他们赚取利润（或遭受损失），并经常雇用自己的员工。独立承包商通常无权获得法律规定的对雇员的保护，这反映了这种自主权。例如，独立承包商无权成立工会——根据美国反托拉斯法，这种协调属于卡特尔主义行为——也无权获得加班费、工人补偿或自动预扣各种税款。

¹³ 在撰写本文时，哈里斯担任拜登总统劳工事务副助理和拜登政府国家经济委员会副主任。克鲁格曾在奥巴马政府时期担任经济顾问委员会主席。

Harris 和 Krueger 强烈认为，像优步司机这样的 OPE 员工不是雇员，因为他们控制着自己的工作流程。这些工作人员可以从多个平台寻找潜在的乘车服务，随意设定自己的工作时间，甚至决定在任何时间点接受特定平台提供的哪些乘车服务。两位作者设想一位同时打开了 Uber 和 Lyft 应用的叫车服务司机，并询问此刻司机的雇主是哪家公司。根据劳动法中的概念，他们认为，司机显然不是“被任命等待”驾驶任务的雇员，而是“等待任命”，这是一种通常与独立承包商相关的状态。

Harris 和 Krueger 也认识到，这种控制是有限度的。OPE 工人缺乏独立承包商的完全自主权。他们依靠平台将他们与客户联系起来，通常是平台而不是司机个人设定用户费用、服务条款和司机的报酬。个人 OPE 工作人员几乎没有能力就这些条款或他们与平台的业务关系的任何其他方面进行讨价还价。¹⁴由于这些原因，作者笃定地指出，OPE 工人既不是雇员，也不是独立承包商，而是介于两者之间。这些“独立工人”需要一种社会契约，这种契约介于有关就业和独立合同的法律所规定的契约之间。

这“第三种类”的缺失导致了劳动力市场中许多潜在的不公平和低效率。平台急于防止其 OPE 员工被法院或政府归类为员工，故意避免向他们提供通常提供给员工的福利（如医疗保险或退休储蓄计划），即使提供这些福利可以帮助他们招聘、保留和提高工人的福利。创建第三个类别将结束或至少减少与提供这些福利相关的重大法律风险，使平台更愿意提供这些福利，而这样做不会迫使它们放弃现状所提供的所有灵活性。第三个类别的缺失——以及在现状下向 OPE 员工提供的福利不足——也增加了平台成功可能基于监管套利而不是真正效率的风险。

对独立工作者来说，更好的社会契约会是什么样子？Harris 和 Krueger 认为，不应向独立工作者提供最低工资、加班费和失业保险等强制性福利（表 2）。这一判断部分基于这样一个事实，即大多数 OPE 工人没有义务为雇主按固定时间工作，这使得基于时间的福利（如加班）的管理变得繁重。Harris 和 Krueger 确实建议允许 OPE 工人成立工会，并就司机补偿和其他潜在利益与平台进行集体谈判。允许他们这样做可能需要修改美国反垄断法，以免法院将这些努力视为独立承包商的卡特尔。两位作者建议国会设立一个有限的“独立工人例外”

¹⁴ 大多数 OPE 员工为拥有许多实际或潜在劳动力供应商的大型平台工作。任何反对特定工作环境的工人通常都会被愿意接受这些环境的替代工人所取代，这极大地限制了任何工人个人的议价能力。

条例，允许独立工人就其薪酬和雇佣条件进行集体谈判，而不是就向消费者收取的价格或其他市场结果进行谈判。

表 2 “独立工作者”的建议权利

特征	传统员工	独立承包商	独立工作者
对工作的控制	主要由雇主持有	主要由承包商持有	对平台的一些依赖
基于小时的福利	最低工资、加班费、失业保险、工伤补偿	不适用	没有，因为工人的工作时间是无法衡量的
成立工会的权利	授予	未授予（与反垄断法冲突）	建议为OPE工作人员进行例外处理
其他福利	健康保险，退休，预扣税	无	平台可以在没有被定义为雇主的风险下提供

资料来源：Harris and Krueger（2015）。

Harris 和 Krueger 还认为，OPE 工人可以从“集中”购买医疗保险、退休储蓄计划和其他福利中受益。更大的工人群体可以以更低的成本获得更好的福利，而平台可以在组织或调解这些购买方面发挥作用。为了鼓励更有效地获得医疗保险和其他福利，Harris 和 Krueger 建议制定一项安全港条款，明确允许平台发挥这一作用，而不会像法院或政府那样承担风险，然后将他们与独立工作者的关系归类为传统就业。他们还认为，保护传统雇员公民权利的反歧视条款——其中许多在现行法律下不适用于独立承包商——应扩大到独立工人。

尽管在法律框架下为独立工人提供的一套确切的保护措施仍有争议，能反映这种新型关系的独特性质的“第三种类”的重要性，在近期加州发生的对用现行法律规范这类工人的法律斗争中被证实（Price 2021）。2019 年底，加州通过了一项具有里程碑意义的法律（A.B.5），将一些 OPE 工人归类为雇员。该法律于 2020 年生效，并立即在法庭上受到挑战。一个包括知名平台在内的联盟发起了一项倡议，以在加州 2020 年秋季的投票中获得一项提案（第 22 号提案），该提案免除了打车司机和其他一些 OPE 工作人员的法律风险。支持这一资金充足的努力的运动的重要组成是优步司机和类似的工人，他们强烈认为 A.B.5 会损害而不是提升他们的经济利益。

投票措施在全国最“蓝”的州之一以 58% 的选票通过，这似乎解决了问题。然而，一名州法官随后裁定，该倡议代表了对加州立法机构监管劳动力市场的权利的违宪限制。这一法律判决受到了批评和质疑。在撰写本文时，这一问题仍未解决，突出了在现有工人类别内规范 OPE 工作的挑战。

6. 韩国的 OPE 工作

对韩国 OPE 工作的研究才刚刚开始。Chang（2021）总结了韩国政府为调查这一现象而进行的第一次官方调查的结果。它于 2020 年底由韩国劳动院和雇佣劳动部共同管理，使用随机拨号来联系 9 万人。该样本量大于 CWS 结果所依据的 CPS 样本，并且是通过旨在代表全国人口的抽样框架获得的。该调查使用的 OPE 工作的定义与本政策简报中使用的定义类似。

Chang（2021）认为韩国和美国在 OPE 工作的总体规模和性质方面有一些相似之处。OPE 工人占韩国所有就业人口（约 220,000 人）的 0.92%，而在美国占劳动力的 1.0-1.5%。调查结果显示，韩国 52% 的 OPE 工作和 68% 离线完成的 OPE 工作是在运输领域，尽管工作的性质不同，送货司机和代驾司机的权重更大。¹⁵

一半的 OPE 工人将他们的 OPE 工作归类为副业，约 69% 的 OPE 员工声称他们可以决定自己的工作时间，58% 的员工表示能够决定接受哪些任务。然而，一些 OPE 员工报告的灵活性水平要低得多。

美国的经验指出了使用一系列数据集来评估 OPE 劳动力及其随时间演变的价值。在其令人瞩目的初步探索的基础上，韩国政府最好继续定期开展这些调查工作，并尝试使用税收记录、匿名银行账户信息、个人财务管理软件，以及由主要的 OPE 平台提供的信息，以提供更全面的 OPE 劳动力情况；； OPE 劳工依赖其 OPE 工作作为主要收入来源的程度；开放工作与消费平滑的关系；以及 OPE 工作与创业精神之间的联系（如果有的话）。为协调 Abraham 和 Houseman（2021）记录的不同数据来源之间的明显差异所做的雄心勃勃的努力，以及本政策简报中引用的创造性数据工作，都为政府统计人员和韩国学术研究人员提供了关于在韩国环境中可行的资料来源和研究方法的适用指南。

2020 年末，文在寅政府走在了美国劳动力市场政策制定者的前面，创造了第三类工人，即所谓的“独立自雇承包商（DSECs）”，作为对韩国替代工作安排增长的回应，包括那些由在线平台调解的工作安排。Jang 和 Hwang（2021）对这种变化及其影响进行了初步研究。这一新类别仅涵盖部分 OPE 工作者，其侧重点与 Harris 和 Krueger 提出的不同。在韩国，优先考虑的是将这类工人纳入失业保险和工人赔偿制度。

¹⁵ 在 2020 年底进行的调查显示，美国也出现了对送货司机需求的激增，部分抵消了对叫车司机需求的下降（Grieg and Sullivan 2021）。酒精消费是韩国商业和社会生活的一个特点，它产生了对代驾司机的高需求，这些司机可以满足无法驾驶的司机，用他的车把他或她送回家，然后回家或通过公共交通或其他方式找到其他客户。流行的韩国应用程序提供了一种快速获得代驾司机的方法。

Harris 和 Krueger 明确反对将独立工人纳入失业保险体系，因为工人可以选择自己的工作时间。将失业保险覆盖范围扩大到能够（并且经常这样做）选择不工作的工人，可能会提高雇用成本，从而限制为寻求兼职工作以补充其他收入来源的 OPE 劳工开放的岗位数量。Harris 和 Krueger 还认为，将独立工人纳入工人赔偿制度应该是可选的（规定不会导致将该安排重新归类为正规就业），而不是强制性的。

除了坚持采用某些 Harris 和 Krueger 认为不适合许多 OPE 工人的社会计划外，韩国的 DSEC 系统并不强调 Harris 和 Krueger 认为 OPE 工人需要的福利和保护。大量文献记录了韩国国家养老金制度（NPS）的危险财政状况，韩国老年人的高贫困率，以及需要增加非正规工人对该制度的缴款（Jones and Urasawa, 2014a, 2014b）。通过从所覆盖的工人工资中自动扣除 NPS 缴款，DSEC 系统可以帮助支撑 NPS 的财务状况，提高更高替代率的可行性，使其更接近经济合作与发展组织（OECD）的平均水平。通过促进平台为其工人私人提供退休储蓄计划，DSEC 系统可以促进员工退休储蓄的“三脚凳”（例如，健康的国家养老金制度、雇主提供的养老金和工人个人储蓄）的形成，文献中显示这些在韩国仍不发达（Jones and Urasawa 2014a, 2014b）。

Harris 和 Krueger 强烈建议给予 OPE 员工与其平台进行集体谈判的权利。韩国的总体工会化率（约 12%）与经合组织其他国家相比仍然较低，而且加入工会的工人高度集中在大型老牌公司。韩国 OPE 工人为寻求工会代表也做出了一些努力（Young-Seon et al. 2020）。对 DSEC 系统进行修订，明晰这一权利并促进其实现，可以为工人带来更多的益处。

关于韩国劳动力市场的更广泛的文献指出了许多挑战，其中最大的挑战可能是其极端程度的二元性（Jones and Urasawa 2013, 2014a, 2014b）。大公司给予正式工人的保护和特权使雇主不愿雇用更多的这类工人。因此，很大一部分韩国劳动力被迫接受吸引力小得多的就业选择。这些工人中的许多人最终受雇于韩国数量（极端）多且生产率相对较低的中小型企业（OECD 2020）。OPE 工作的增长可以扩大韩国非正规工人关键类别的替代工作机会范围，包括刚生育的女性；被诱导在相对较早的年龄接受“退休”的工人；以及目前没有从事就业、教育或培训工作的年轻韩国人，他们可能愿意考虑灵活的兼职工作。因此，OPE 工作的增长可以帮助提高劳动力参与率，增加收入，并提供更多的财政资源来应对韩国几乎前所未有的人口老龄化和劳动力下降。

鉴于韩国在信息技术（IT）、宽带和 5G 方面的巨大投资；作为世界上网络最先进的国家的发达程度；人口和 GDP 集中在少数交通便利的城市中心；劳动

力的高教育水平；对于大部分在大公司没有稳定工作的工人来说，工作机会有限，韩国的 OPE 工作有超过目前规模的增长空间。如何更充分地发挥这一潜力？

在韩国以外的许多经合组织国家，外国（尤其是美国）的开放经济平台在开放经济工作中占主导地位，而在韩国的数字市场上国外平台明显缺席，该市场由几乎所有业务都在韩国开展的本土平台主导。努力将更多竞争，包括以外国为基础的竞争，引入韩国数字市场可以创造更多的 OPE 工作机会。

韩国的劳工政策制定者也应该考虑对其创新的 DSEC 系统进行修订，使其更加符合 Harris 和 Krueger 的建议。这些改革可以通过提高对当前失业者的吸引力来促进就业，解决公共和私人养老金融资方面长期存在的不足，并促进韩国低水平的工会化。仔细衡量 OPE 工作及其对 OPE 工人的影响将是未来的重要工作，韩国人可以从美国的错误和成功中吸取教训。

本文原题为 “The Online Gig Economy’s Impact is Not as Big as Many Thought”。本文作者 Lee Branstetter 是彼得森（Peterson）国际经济研究所非常驻高级研究员，也是卡内基梅隆大学亨氏学院（Heinz College, Carnegie Mellon University）经济学和公共政策学的教授。本文于 2022 年 7 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

基尔贸易指数：全球贸易在 8 月仍无起色

Vincent Stamer/文 熊春婷/编译

导读：基尔贸易指数估计了全球 75 个国家、欧盟和整个世界贸易的贸易流量（进出口）。世界地图显示了每个国家的预期增长（绿色）或减少（红色）。点击一个国家会打开一个图表，上面有更多关于该国贸易的细节。基尔贸易指标对一个国家与其他国家的单边贸易流动进行估计。本文主要研究了 8 月全球基尔贸易指数的估计情况。编译如下：

一、什么是基尔贸易指数？

基尔贸易指标估计了全球 75 个国家、欧盟和整个世界贸易的贸易流量（进出口）。具体而言，这些估计值涵盖了 50 多个国家以及欧盟、撒哈拉以南的非洲、北非、中东和新兴亚洲等地区。该指数以实时船舶运动数据为评估基础。基尔研究所（Kiel Institute）编写的算法通过人工智能分析船舶移动数据并将其转化为经季节调整的名义增长数据（与上个月相比）。

我们每月更新两次数据：本月和次月的 20 号左右（没有新闻稿），前一个月和本月的 5 号左右（有新闻稿）。

据记录，全世界有 500 个港口供船只进出港。此外，我们还分析了 100 个海区的船舶运行情况，并根据吃水信息得出集装箱船舶的有效利用情况。包括那些没有自己的深海港口的国家在内，我们都可以利用国家-港口相关性进行预测。

二、2022 年 9 月 6 日基尔贸易指数有更新

预计 8 月份全球贸易较上月（价格和季节性调整）将有所增长。其他主要经济体和地区的贸易数据呈现出好坏参半的局面。上述结论源于最近更新的基尔贸易指标数据。集装箱运输瓶颈问题和港口拥堵问题变得越来越严重，正影响着全球的货物交换。与 14 天前相比，在德国海湾等待的集装箱船再次增多。德国出口水平经价格调整后仍低于 2019 年。

由于在官方统计报告中价格上涨提高了的名义贸易价值，所以通货膨胀也提高了许多国家的出口。但事实上，那些工业化国家的经价格调整后的出口仍低于 2019 年新冠疫情前的水平。供应瓶颈可能是造成这种局面的部分原因。基尔贸易指标的主管文森特·斯塔默（Vincent Stamer）表示：“能源价格上涨将在中短期内对欧洲企业的竞争力造成进一步压力。”

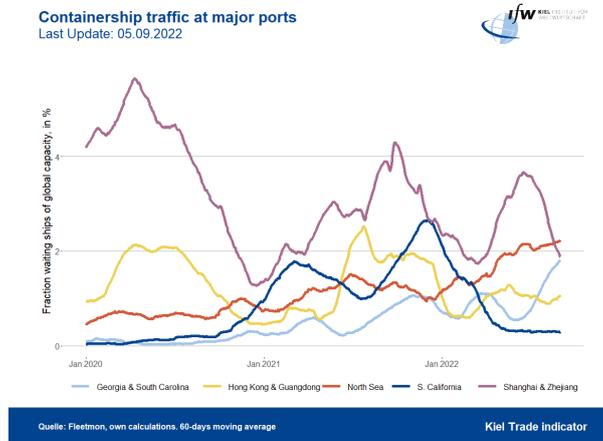
斯塔姆表示：“自今年年初以来，从亚洲到北欧和到北美西海岸的海上贸易运费从每个集装箱超过 14000 美元大幅下降至每个集装箱 4000-8000 美元。然而，拥堵问题依旧存在，同时高昂的运输成本阻碍全球贸易的进一步复苏。”

表 1 经价格和季节调整后全球贸易（进出口）每月变化。

August 2022*		
	Export	Import
Germany	- 0.7 %	- 0.2 %
EU	0.1 %	- 0.1 %
USA	0.3 %	1.8 %
China	- 4.6 %	0.3 %
Russia	2.3 %	0.1 %
Global trade	1.2 %	

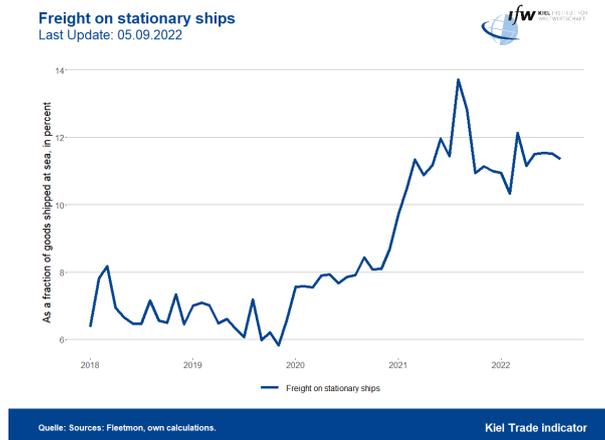
三、全球代表性运力数据

图 1 全球主要港口的集装箱运力（2022 年 9 月 5 日更新了数据）



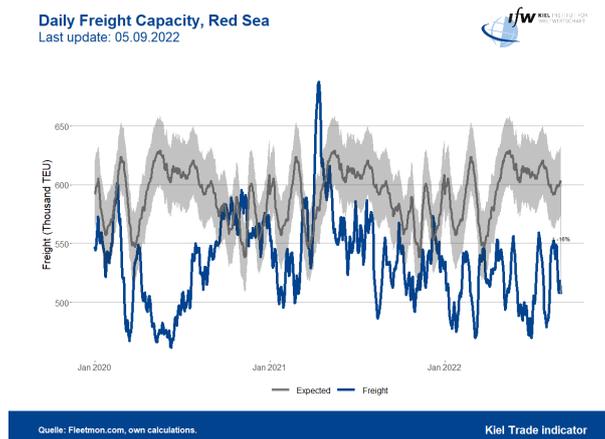
上图 1 显示了全球集装箱船运力中有多少百分比是由于在距离世界主要港口 500 公里的海域拥挤而无法装卸货物的。计算该百分比时采用了实时船舶位置数据，并考虑到集装箱船舶在技术上可能的最大容量。这些港口包括乔治亚州和南卡罗来纳州（萨凡纳港和查尔斯顿港）、南加州（洛杉矶/长滩港和圣地亚哥港）、香港和广东（香港、盐田、深圳和广州港）、上海和浙江（尤其是上海、宁波-舟山）、北海（荷兰、比利时、德国和英国的北海港口）。

图 2 到港船只的运费



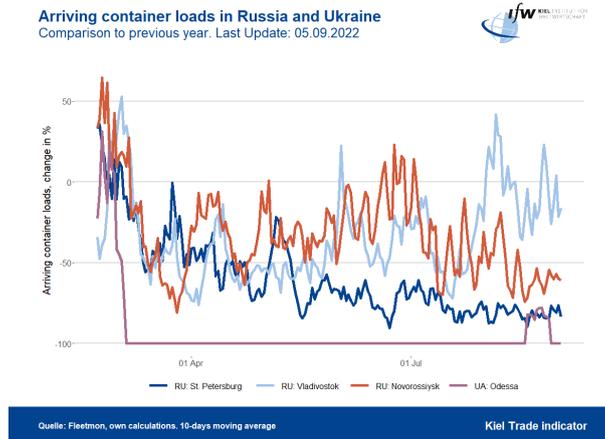
上图 2 显示了等待卸货的集装箱船上的货物的比例。计算比例采用了实时全球船舶位置数据。

图 3 红海港口每日运输能力



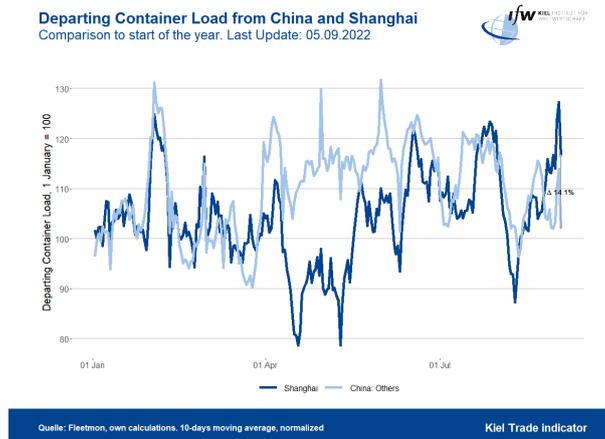
上图 3 衡量的是红海和苏伊士运河集装箱船的每日总运力。由于红海地理位置特殊，该地的航运数据主要反映了欧洲和亚洲之间的贸易活动。根据 2017 年至 2019 年的平均值计算得到图中的估计值，并由过去的增长率推算至 2020 年和 2021 年。

图 4 与去年相比，今年抵达俄罗斯和乌克兰港口的集装箱装卸量



上图 4 显示了俄罗斯最大的三个集装箱港口（波罗的海的圣彼得堡、黑海的新罗西斯克以及太平洋的符拉迪沃斯托克）和乌克兰最大的港口（敖德萨）的到岸集装箱今年与去年数量对比。由于乌克兰战争，贸易额有所下降。该计算采用集装箱船位数据，并考虑了集装箱船的船型和吃水。

图 5 与去年相比，今年离开上海港口及中国其他港口的集装箱装卸量



上图 5 展示了上海港口和中国其他港口的离港集装箱装卸量，与年初相比呈常态化。将中国各港口的总体趋势作为上海港口的基准，可以发现上海的封锁措施导致离港货物减少。该计算采用集装箱船位数据，并考虑了集装箱船的船型和吃水。

本文原题为“Kiel Trade Indicator”。本文作者 Vincent Stamer 是 Gabriel Felbermayr 主席的博士候选人，并在基尔研究所担任研究员，其主要研究领域为国际经济、国际贸易政策和贸易成本。本文于 2022 年 9 月 6 日发表。[单击此处可以访问原文链接。](#)

爱德华罗宾逊：全球和国内经济形势的最新进展

Edward S Robinson / 文 张丝雨 / 编译

导读：新加坡金融管理局副总裁（经济政策）兼首席经济学家 Edward S Robinson 先生于 2022 年 9 月 1 日 Citibank Macro Fireside 虚拟活动上的发言摘要（线上）。编译如下：

关于全球和国内经济形势的评论摘要

全球经济发展：软着陆的窄脊

总供求失衡继续导致许多经济体的通货膨胀率上升。然而，政策利率上升等金融环境收紧，再加上新的不确定性，正对发达经济体的需求产生缓和作用。这应该会抑制未来价格上涨的步伐，但仍会让通胀在一段时间内处于高位。

这些持续的全球通胀增长转变给货币政策立场的校准带来了挑战。最近在 Jackson Hole 举行的讨论的尖锐程度，掩盖了各国央行面临的复杂考量。全球经济的前进道路可以被设定为一条狭窄的山脊，需要跨越这条山脊来实现软着陆，即通胀压力随着进一步加息至高于中性利率的水平而减弱。在这种情况下，增长放缓，但当前的（正）产出缺口和（负）失业缺口不会逆转，并大幅扩大。

用美国经济来说明这些考虑是有用的。美国软着陆的山脊似乎在夏初至仲夏期间出现了一个更具挑战性的转折。

- 持续的价格上涨已经扩大，并渗入长期通胀预期，导致美联储（Federal Reserve）采取了更为激进的应对措施，并上调了联邦基金利率的最终定价。最近的劳动力市场指标继续显示出严重的供应紧张。

- 与此同时，花旗银行编制的经济活动意外指数显示，商品方面的经济活动意外指数低于预期。尽管一些数据的缺失可能反映了随着经济重新开放，耐用品转向服务业的趋势，但市场的解读则更具试探性。

- 在经济增长和通胀担忧的共同作用下，股市出现了一些调整，债券收益率上升，信贷息差扩大，美元走强，金融环境进一步收紧。

要实现“软着陆”，需要几个因素到位。这些可以分为总供给（AS）、菲利普斯曲线（PC）和投资-储蓄（IS）计划的决定因素。

As 计划

供给侧因素在通胀飙升中扮演了重要角色。有迹象显示，供应摩擦出现缓解，如果持续下去，将在一定程度上减轻恢复价格稳定的需求负担，并减少通胀与增长之间的权衡。

生产率增长加快，劳动力参与率（LFPR）有所上升，也会缓解成本压力。

- 然而，上世纪 90 年代中期的生产率提高是例外的，它让美联储得以在最低产出损失的情况下加息 300 个基点，这种情况不太可能重现。

IS 计划

对利率敏感的行业需要对政策收紧做出充分反应，以缓和需求，同时又不让经济陷入急剧或更大范围的衰退。

金融环境收紧可以通过传导渠道抑制需求，传导渠道包括抵押贷款利率上升、更有选择性的信贷承销以及股价下跌带来的财富效应。如果这些渠道在 2022 年企业和家庭资产负债表仍然强劲的时候开始抑制增长，它们将有助于实现软着陆。

菲利普斯曲线

再加上劳动力供应的改善，就业需要足够温和，才能在不引发失业率大幅上升的情况下为工资增长降温。

- LFPR 的上升可能会带来一些缓解。新冠疫情后的正常化可能会看到一些因疫情而退出劳动力市场的“失踪”100 万至 150 万工人的回归。

- 目前劳动力需求的强劲反映在每个失业人员有两个职位空缺的异常高的比率上。空缺职位的减少不会像直接裁员那样产生负收入效应。

- 要实现“软着陆”，非加速通胀失业率（NAIRU）必须以比实际失业率上升更快的速度收敛到新冠疫情前的水平。如果 NAIRU 在 2020 年前恢复到原来的值，将证明劳动力市场不会受到影响。

软着陆

国际清算银行（BIS）最近的一项研究有用地指出了一些关于全球经济硬着陆与软着陆的程式化事实。这是基于 19 个发达经济体（AEs）和 6 个新兴市场经济体（EMEs）的 70 个政策收紧事件的比较得出的。

- 强劲的增长和大量的职位空缺，以及提前加息有助于防止经济硬着陆。

- 相反，迅速上升的通胀、较低的期限息差和较高的债务水平会增加衰退的风险，尤其是在持续出现负面供应冲击的情况下。

- 与目前的情况比较表明，这些因素的预后是混合的。

总的来说，全球经济要想成功地保持在悬崖上，通胀需要很快见顶，而随着多种驱动因素重新平衡，需求与供应平衡的改善将为通胀提供支撑。这将减轻央行应对措施面临的限制——让货币政策收紧的步伐在年底前放松。届时，通胀压力将逐渐消退至 2023 年，随之而来的是一段相对可控的、可持续的低于趋势增长率的时期。

相反，如果全球经济偏离正轨，走向硬着陆，平衡力量受到抑制，结果将是更高的通胀持续更长的时间，更长期的货币紧缩，可能会有更高的失业率，以及越来越多的债务脆弱性。

我注意到，欧元区和其他地区面临着需要密切关注的特殊问题，但在这里我不打算说。

新加坡经济：一些有利于平衡的转变

一些增长适度

新加坡经济正在放缓，2022 年上半年平均增长率为 4.1%（同比）。继去年 7.4% 的强劲反弹之后，预计经济产出缺口将在年中略微扩大。

- 制造业活动在经历了 2021 年全年的强劲表现后正在放缓。
- 由于国内流动性指标已恢复到 covid - 19 之前的水平，旅游相关和国内面向消费者部门表现强劲。
- 据估计，国内经济产出已接近大流行前的轨迹（即 2020 年 1 月设想的目前国内生产总值水平）。

新加坡今年的 GDP 增长可能在 3% 到 4% 之间，这将使 2021-2022 年的平均增长速度达到 5.5% 左右。

- 这一前景是基于新加坡的三个主要最终需求市场——中国、东盟 5 国和美国的前景。
- 内需和旅游相关部门将主导增长，而贸易相关部门的贡献可能比去年有所下降。

持续的成本转嫁于消费者

今年第二季度，核心通胀率同比上升 3.8%，反映出进口成本推动和更广泛的需求拉动压力。

由于之前的全球成本冲击继续通过国内经济传导，预计本季度核心通胀将保持高位。随着国内需求在劳动力市场趋紧的情况下回升，消费服务通胀可能会更加突出。

MAS 经济政策小组所做的计量经济工作的几个结果是值得注意的：

- 首先，全球食品和能源危机在四分之一的时间内就会对整体通胀产生影响，并在未来至少 6 个月内继续传导至最终价格。
- 其次，国内成本增长（以服务业工资为代表）主要在接下来的一个季度内适度传导至物价。
- 第三，过去三个季度的工资增长对当前工资的影响系数小于 0.5，这意味着滞后的推动力在几个季度内就会减弱。
- 第四，从实证来看，价格压力对工资增长的影响较弱；在这一年中，工资对物价的反应低于比例。

综合来看，这些估计结果表明，从成本到国内价格的传递受到相对抑制的势头和反馈效应的影响。但整个传递过程仍然具有一定程度的持久性。

因此，在没有进一步的重大全球价格冲击的情况下，国内通胀在第四季度应该不会进一步加速，而是可能保持相对于历史平均水平的高位。影响持续传递给消费者价格的一个关键上行风险因素是企业的成本加成行为。在早些时候，当全球成本冲击加剧时，利润率可能受到了损害，而企业可能倾向于在未来一段时间至少部分恢复成本。

货币政策立场已逐步收紧

随着全球成本下降和非居民劳动力流入增加，新加坡的短期 AS 曲线正逐渐右移。今年上半年的工资在菲利普斯曲线中所占比例暂时变陡，但预计在未来一段时间内将恢复到历史水平。IS 曲线的外部组成部分可能在未来几个季度有所缓和。这些代表着有利于平衡的动向，但我们对意想不到的发展和新的冲击保持警惕。

货币政策在过去一年中逐渐变得更加严格，以适应当前的高通胀。MAS 较早开始收紧，并通过一系列步骤逐步实施。我们的校准行动与更频繁地审议不断变化的经济状况和前景相一致。

10 月份，我们将根据新年伊始可能出现的基线条件，评估以往政策转变的累积效应。在近期环境不确定的情况下，中期货币政策将继续关注价格稳定。

本文原题为“Edward S Robinson: An Update on the Global and Domestic Economic Conjunction”。本文于 2022 年 9 月刊于 BIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国对外资的安全审查趋严背景下外资规模仍上升

Martin Chorzempa /文 桂平舒/编译

导读：CFIUS 的新权力扩大了其管辖范围。尽管 CFIUS 拥有新的权力，但 CFIUS 的案件数量仍在可控范围内，美国公司仍是有吸引力的收购目标。CFIUS 更愿意接受带有缓解条款的交易，而不是阻止交易。各国比较，中国面临的审查最多。编译如下：

中国对获取先进技术（包括具有军事意义的技术）的雄心，长期以来引发了美国对其利用海外投资获取敏感技术、数据和基础设施的担忧。2018 年，美国国会为解决这一问题，对政府下属的跨部门外国投资委员会（CFIUS）进行了全面改革，扩大了其审查中国对在美有业务的企业投资的范围，并在必要时修改或阻止这些投资。

然而，提高警惕的投资审查只是保护美国国家安全的一小部分。由于美国数据保护法律薄弱，中国公司虽然无法购买拥有敏感数据的美国公司，但其可以在几乎没有监管下直接购买这些数据。

有人担心，授予 CFIUS 的新权力可能会让它过于分散，以至于无法抵御最严重的威胁，或者可能会促使它做出过度反应，扼杀在美国的合法外国投资。美国财政部最近发布了一份不完整但令人喜悦的关于 CFIUS 2021 年活动的报告，表明尽管 CFIUS 拥有新的权力，但 CFIUS 的案件数量仍在可控范围内，美国公司仍是有吸引力的收购目标。实际上，在 2017 年至 2020 年大幅下降之后，2021 年 CFIUS 涉及中国投资者的案件数量激增，因为中国投资者似乎已经调整适应了新规则。CFIUS 现在拥有了探测未报告交易的新方法，出现一笔构成安全威胁的中国交易的可能性已大幅下降。

1. CFIUS 获得新权力的第一年

新的 CFIUS 法律导致了 2020 年颁布的旨在平衡安全与投资开放的法规。美国财政部的最新报告显示，CFIUS 拥有新的审查权力后，美国的安全审查大幅增加，尽管增幅不及外国在美投资的蓬勃增长。大多数流入美国的外国投资仍然没有经过审查或快速批准，这使得 CFIUS 能够将资源集中在最具挑战性的交易上，尤其是涉及中国的交易。

长期以来，CFIUS 一直有权审查、修改或建议总统拒绝那些会让外国投资者获得美国企业控制权的交易。2020 年底实施的新授权将其管辖范围扩大到一些非控制性投资，前提是外国人能够获得非公开技术信息（如蓝图）或对拥有敏感数据、关键技术或关键基础设施的公司施加影响（如董事会席位）。只有来自“五眼”情报联盟——澳大利亚、加拿大、新西兰和英国——的投资者不受部分新规定的限制。

对于大多数交易而言，申报不是强制性的：交易各方必须确定，它们的交易是否可能足以引发国家安全担忧，从而值得付出高昂的费用并推迟通知CFIUS。不提交申请就继续进行交易的风险在于，CFIUS可以强制修改甚至解除此类“未通知”交易。这类案件中最引人注目的是2019年对字节跳动收购Musical.ly来组建对TikTok的调查。这导致CFIUS以国家安全为由，下令剥离TikTok——这是一项仍未解决的复杂操作。2021年，135宗此类交易受到审查，其中8宗被要求向CFIUS提交备案。即便在不存在合理的国家安全担忧的交易中，对与新规则冲突的担忧也可能推动一波申请潮，这可能会让CFIUS疲于应付。一些投资者可能也放弃了有益的投资，而不是承担风险，这使得美国的资本、专业技术和就业遭受损失。

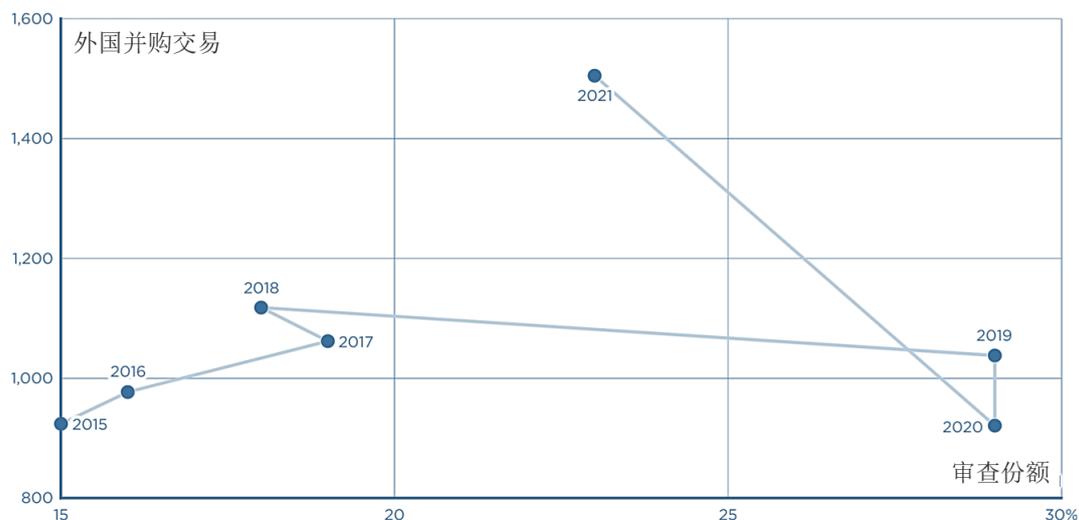
2. 蓬勃发展的投资，有限的审查

最新数据表明，尽管CFIUS获得了新的权力，但CFIUS受理的案件数量仍在可控范围内，美国企业仍是有吸引力的收购目标。我估计，CFIUS在2021年审查了创纪录的348笔新交易，比2020年增加了30%。一些向CFIUS报告的交易是加速审查的“申报”，这一程序主要用于不太复杂或风险较低的交易。大多数都是全面通知。

在这些案件中，只有约三分之一的案件进行了深入调查，除了45天的通知审查期外，深入调查还需要长达45天。这一比例与2021年的比例类似，但远低于特朗普政府时期，这表明CFIUS现在看到了更多低风险交易，这些交易需要的详细审查较少。（有些交易需要提交多次申请，因此案件数量要多于向CFIUS报告的350宗左右的交易总数。）

30%的交易审查增长似乎很高，但外国投资者在美国的并购在2021年的增长远远超过了2020年，价值增长了90%，达到近5000亿美元，与国内并购（102%）和全球并购（81%）的增长一致。风险投资资金也大幅增加，几乎翻了一番，达到3300亿美元，尽管CFIUS对很多风险投资没有管辖权。White & Case的《并购探险者》记录了美国1505宗外国并购交易（图1）。Pitchbook估计，2021年将有17000宗（外国和国内）风险投资交易。

图1: CFIUS变得更加警惕, 审查占投资的比例在2019-2020年激增, 然后在2021年稳定下来
2015-2021年, 美国的外国并购交易与CFIUS审查的并购交易份额



资料来源:作者根据White & Case M&A Explorer (Mergermarket)和美国财政部数据计算。

2021 年的审查增幅小于投资增幅, 这与过去几年的趋势不同。图 1 显示, 2015 年到 2020 年外国公司对美国公司的并购交易数量基本稳定, 而估计的 CFIUS 交易审查数量大幅上升。2019 年和 2020 年, CFIUS 审查的对美投资份额 (29%) 是 2015 年 (15%) 的两倍; 这一数字在 2021 年下降到了 23%。这种比较并不是完全一致的 (因为市场数据并不包括 CFIUS 管辖下的所有案件), 但它们表明 CFIUS 转向了一个更加警惕的制度, 在审查方面更加稳定。

3. 更加专注和开放

在少数 (但在增长) 的案例中, CFIUS 要求达成“缓解协议”, 在交易结清前施加条件。例如, 它可能要求将与政府签订合同的子公司从交易中剥离出来, 或限制外国公民获取敏感技术或数据。2021 年有 26 笔交易通过缓解措施结清, 较本世纪 20 年代大幅增加。CFIUS 报告称, 在 9 起案件中, CFIUS 要么未能提出可接受的缓解措施, 要么要求的缓解措施过于繁重, 超出了交易各方能够接受的程度, 导致交易各方因为 CFIUS 而放弃交易。这个数字与 2020 年的数字 (7 起) 相近, 尽管审查和交易的数量要多得多。因此, CFIUS 似乎更愿意接受带有缓解条款的交易, 而不是阻止它们。

另一个积极的迹象是, 近 75% 的短形式申报在没有额外申报的情况下获得了批准——高于 2020 年的 64%——这表明这一渠道在通过 CFIUS 审查, 快速达成低风险交易方面发挥了更好的作用。总的来说, 87% 的 CFIUS 通知在没有缓解条款的情况下获得了批准。

这些数据最重要的局限性在于, 它们不包括 CFIUS 可能阻止了的交易, 而这一数字可能相当大。CFIUS 鼓励各方在提交声明或通知之前, 与它接触, 讨

论他们的交易和潜在的安全问题。如果当事人在提交申请前收到 CFIUS 强烈的负面反馈，他们可以在没有正式缓解协议或记录放弃的情况下放弃或重组交易。我们无法知道有多少交易被放弃或重组。

4. 中国被瞄准

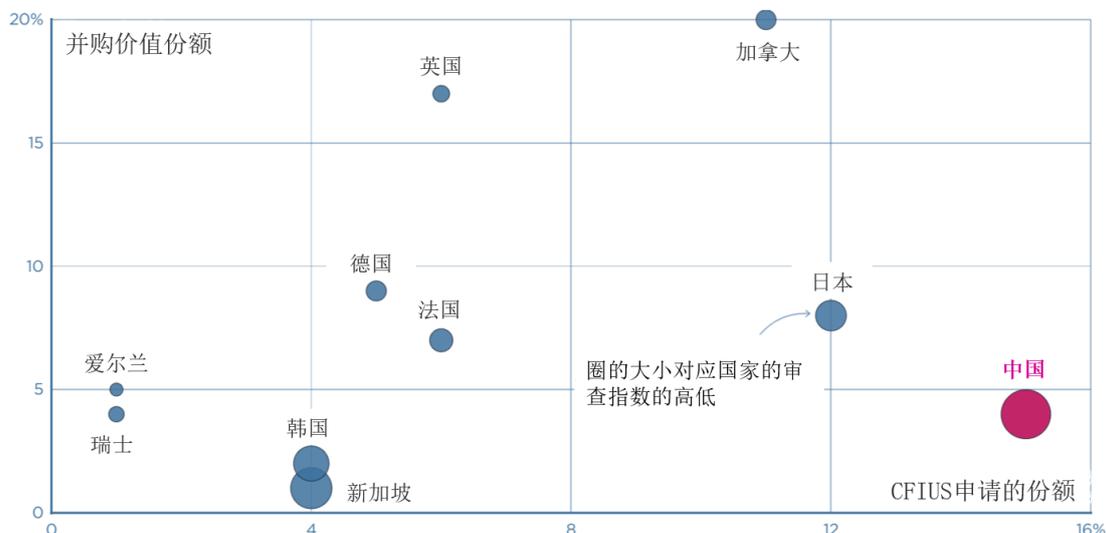
涉及中国投资者的 CFIUS 案件数量在 2017 年达到顶峰（60 起），当时中国对美投资蓬勃发展。到 2020 年，由于中国限制对外投资，以及 CFIUS 被视为中国投资者的障碍，该数量下降了近三分之二（至 22 起）。2021 年，中国的案例数量翻了一番（达到 45 起），中国仅次于加拿大和所有欧盟国家的总和。

中国企业申请数量的反弹可能表明，CFIUS 正在实施缓解协议，而不是阻止交易，但这也可能意味着，中国企业甚至正在向 CFIUS 提交最不敏感的投资，以降低出现问题的风险。White & Case 的数据显示，2021 年，中国在美国的并购交易价值下降了约 30%，而交易数量略有增加，这表明大型交易可能已经变得过于敏感，无法尝试。因此，中国向 CFIUS 提交的申请数量激增，更有可能是避险情绪上升的证据。考虑到紧张的政治环境和双方对威胁的感知增强，这种反应并不令人意外。CFIUS 审查的许多未通知的交易可能是中国的交易，这也增加了一些交易的总数。

在一些律师看来，推动中国企业并购交易的另一个因素，可能是 CFIUS 将在美国没有业务的公司也定义为美国公司，从而扩大了其管辖权。CFIUS 最有可能对涉及中国的交易采取这种做法，就像中国投资者试图收购一家韩国半导体公司时发生的那样。这家韩国公司的业务完全不在美国，但在纽约证券交易所上市似乎已经足以让 CFIUS 声称拥有管辖权并阻止该交易。即使数据显示，此类审查并未大规模进行，CFIUS 也应谨慎对待将美国资本市场武器化的做法，以免削弱这些市场对一些公司的吸引力，这些公司合理地担心自己会因为证券法以外的法律而受到美国司法管辖。

图 2 列出了不同国家的 CFIUS 申请情况，对比了 2016-2021 年各个国家在美国外国并购中所占的份额和在 CFIUS 审查中所占的份额。这两者的比值提供了一个审查指数，该指数越高，意味着一个国家的交易需要向 CFIUS 提交文件的可能性要大得多。不出所料，尽管只有 4% 的并购来自中国，但中国面临的审查最多，审查份额最大（15%）。中国的审查指数为 3.7，表明其审查所占份额几乎是并购所占份额的 4 倍。法国、德国、加拿大和英国等西方安全盟友的指数平均不到 0.5，这意味着它们的并购份额是审查份额的两倍多。同样是安全盟友的日本和韩国，处在西方盟友和中国之间，比例平均为 1.5，这可能表明它们在更敏感的领域进行投资。新加坡投资者的投资关系可能也是出于同样的原因。按投资比例计算，新加坡是仅次于中国的第二受审查的国家，其指数为 2.6。

图2：CFIUS对中国的审查远远超过其他任何国家
 2016年至2021年，CFIUS申请的份额vs.外国并购在美国的份额



注:审查指数指的是该国在美国并购交易中所占份额与在CFIUS备案中所占份额之间的比率。

资料来源:作者根据White & Case M&A Explorer (Mergermarket)和美国财政部数据计算。

5. 总结

在控制安全风险的同时，保持美国对提供就业、经济增长和外国专业技术的投资开放，需要采取微妙的平衡行动。尽管有一些警告，CFIUS 的最新数据显示，美国政府和投资各方已经根据 CFIUS 的新权力进行了有效调整，避免了 CFIUS 案件失控和分散对最值得审查的案件的注意力的情况。

本文原题为“US Security Scrutiny of Foreign Investment Rises, but so does Foreign Investment”。本文作者 Martin Chorzempa 是 PIIE 的资深研究员，研究领域包括技术、金融、银行、财政政策、新兴市场等。本文于 2022 年 9 月 1 日刊于 PIIE。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国通货膨胀冲击的全球分配影响

Gautam Nair & Federico Sturzenegger / 文 申劭婧/编译

导读：本文研究了“通货再膨胀”的全球分配后果。传统观点认为，因为资本流动的逆转和更高的融资成本，美国高通胀导致的利率上升将对世界其他地区（以及发展中国家）产生负面影响。我们表明，标准观点没有考虑到一个重要的抵消力量：美国通胀上升对各国名义美元资产和负债实际价值变化的影响。数十年的低通胀导致世界各地广泛使用以美元计价的固定利率和长久期的金融工具。美国出现意外通胀降低了以美元计价的主权债务的实际价值，无论是在美国还是在海外。对于美国以外的主权国家而言，收益相当于减免约 1000 亿美元的债务。另一方面，美国政府的债务和现金负债接近 2 万亿美元，其中四分之一（超过 5000 亿美元）由非居民支付。编译如下：

快速的通货膨胀突然又出乎意料地回到了美国。2019 年 10 月，国际货币基金组织的《世界经济展望》（IMF-WEO）预测，美国 2021 年和 2022 年的通胀率将分别为 2.4% 和 2.3%，继续保持 80 年代中期以来的下降趋势。然而，2021 年的通货膨胀率为 4.7%，到 2022 年将接近 8%。本文衡量了美国这种意料之外的通胀对全球的影响。我们的核心论点是，由于美元计价主权债务的实际价值不断变化，“大通货再膨胀”正在导致大规模的财富重新分配。

随着美国和其他地方的利率上升，政策制定者对发展中国家宏观经济命运的担忧是正确的，因为过去类似的事件曾导致发展中国家的宏观经济和债务危机。例如，Pazarbasioglu 和 Reinhart（2022）认为：

“发达经济体收紧货币政策势必推高国际利率，这往往会给货币带来压力并增加违约几率。...随着发达经济体中央银行收紧政策以应对意想不到的持续通胀压力，全球金融状况将恶化”。

同样，Acosta-Ormaechea 等人（2022）警告说：

“由于公共债务与 GDP 的比率高于疫情前水平，并且在地方和全球利率上升的情况下借贷成本上升，各国将需要确保公共财政的可持续性，以帮助保持信誉并重建财政空间”。

虽然这些担忧当然是有道理的，但我们认为这种观点还应该考虑到金融状况收紧的原因：美国通胀上升，在某些情况下对其他国家有利。尽管美国对通胀上升的政策反应（例如提高利率）很可能产生不利冲击，但其影响会因美元计价主权债务的实际价值下降而得到缓冲，尽管这种下降发挥影响可能需要一段时间。

在最近全球金融一体化的时代，全球以美元计价的债券发行量显著增长。多年的低通胀促进了以固定利率发行且期限较长的金融资产的增长。国际结算银行（Bank of International Settlement, BIS）称，自 2013 年以来，固定利率和

期限超过一年的主权债务证券的国际发行量占有所有发行量的 95% 以上。长期固定利率美元工具受到的估值影响大于以浮动利率发行或短期发行的总量（这是“大缓和”之前的普遍做法）。此外，新兴国家的储蓄率和外国持有的以美元计价的资产（如美国国债和现金）在最近的全球金融一体化时代也显著增长。

为了说明“大通货再膨胀”的全球影响，我们进行了两个简单的计算。我们首先估计由于美国通货膨胀导致长期固定利率债务工具的价值稀释给主权国家带来的收益。在国际市场上发行的美元计价债务数量巨大，根据国际清算银行（Eren & Malamud, 2022）的数据，截至 2020 年底，全球总计 11.1 万亿美元，其中 1.3 万亿美元对应非美国长期固定利率主权证券。此外，截至 2020 年底，美国政府已发行价值 20.7 万亿美元的长期固定利率证券。

本文的第一部分估计了 2021 年和 2022 年意外通胀导致以美元计价的长期主权债务在美国以外的国家价值稀释超过 1000 亿美元。以绝对美元计算的主要赢家包括土耳其、沙特阿拉伯、阿根廷、墨西哥和印度尼西亚等中等收入国家。相对于其经济规模，大赢家包括中东的阿曼和卡塔尔；拉丁美洲的牙买加、巴拿马和乌拉圭；以及黎巴嫩和蒙古等其他国家，他们都获得了超过 GDP 2% 的一次性“转移”。然而可以预见，美元计价债务的最大发行国是美国。加上美国财政部发行的两个最大的长期固定利率美元计价负债：基础货币和长期固定利率国债，我们显示美国政府从意外通胀中获得的收益攀升至 2 万亿美元。

在本文的第二部分，我们分析了非居民持有美国政府资产所产生的国际再分配效应。换句话说，我们要回答美国财政部从“通货膨胀税”中获得的 2 万亿收益中有多少是由美国非居民支付的。幸运的是，可以找到关于这些资产的外国持有的详细信息。因此，我们可以估计长期美国国债和现金造成损失的国际分布。我们发现，美国的高通胀降低了这些资产的价值，并且非居民向美国政府转移了约 5230 亿美元（作为对比，2020 年联邦政府的国防支出为 7770 亿美元，医疗补助支出为 4470 亿美元）。这些收益中约有三分之一是以日本和中国为代价的，二者是美国国债的最大持有者。总的来说，美国四分之一的通货膨胀税是在国外支付的。

收益和损失的变化来自美元计价的主权资产和负债的相对重要性。拥有大量美元发行并以美元计价的负债的国家往往会获利（以牺牲其他主权和私人债权人作为代价），而其他国家则因持有美国国债和现金而遭受重大损失。

尽管以本币计价的债务可以更好地对冲国内和外部的负面冲击，但政府仍面临着引发通胀和使本币贬值以降低其债务实际价值的诱惑。Calvo（1988）认为，解决这一时间不一致问题的方法是，各国依赖外币计价且不会被通货膨

胀稀释的债务，尽管其他人指出，依赖以美元计价的债务有助于应对货币危机中资产负债表的严重收缩效应（Frankel, 2014）。

然而，大多数先前的研究并未考虑美国高通胀的影响，即旨在解决信誉问题的货币。本报告强调了发达国家发生的意料之外的名义冲击，例如美国目前的这一个（近几十年来变得极为罕见），如何以意想不到的方式塑造发展中国家主权的命运。此外，我们的结果为 Reinhart 等人的论点提供了进一步的证据（2015），即发达经济体更多依赖于非正统措施，例如意外通胀（较少依赖运行基本盈余和其他正统策略）来降低其债务比率。

更广泛地说，通货膨胀在国家之间和国家内部都会产生巨大的分配后果。预计这些对价格水平的冲击反过来会引发关于如何在国家和集团之间分享债务和资产实际价值的收益和损失的政治斗争。我们的论文是系统地测量这些影响并记录它们的定量意义的第一次尝试，我们希望这将成为更精细的理论和实证工作的跳板，超越目前我们对美元计价的主权资产和负债的关注范围。

我们首先从概念上阐述为什么美国通货膨胀会影响全球以美元计价的资产的负担。接下来，在展示主要实证结果之前，我们将描述传递美国通胀分配后果的主要金融工具。

2 为什么美国通胀很重要

为什么美国的通货膨胀对使用其他货币和经历其他通货膨胀率的国家很重要？一个有用的起点是简单购买力平价（PPP）关系：

$$P_t = EP_t^*,$$

其中 P_t 是特定国家的价格水平， P_t^* 是美国的物价水平。E 是汇率，定义为该特定国家每美元的货币单位数。

这个等式假设所有商品都是可交易的，也可以说实际汇率没有变化。我们的相关冲击是美国的通胀冲击，理论上它会改变 P_t^* ，但不影响实际汇率。因此对于这种特殊的冲击，此处的规范不会造成任何普遍性的损失（稍后会详细介绍）。

该方程提供了一个简单的汇率方程：

$$E = P_t/P_t^*.$$

该等式表明汇率将根据通货膨胀差异而变化。如果本国通货膨胀率较高，其汇率就会贬值。但如果美国通胀率较高，那么货币就会升值。如果

$$GDP_t = P_t Q_t,$$

其中 GDP_t 是本币名义 GDP， Q_t 是实际 GDP，那么，

$$\frac{GDP_t}{E_t} = GDP_t^{USD} = \frac{P_t}{E_t} Q_t = P_t^* Q_t,$$

可见，以美元计价的本地 GDP 以美国通胀率增长。

底线是美国通胀将随其进展增加所有国家的 GDP 价值（以美元衡量）。名义资产和负债的付款固定情况下，这些资产的负担或实际价值等量下降。这就是为什么使用美国通货膨胀率来观察以美元计价的资产和负债的实际价值变化是有意义的。

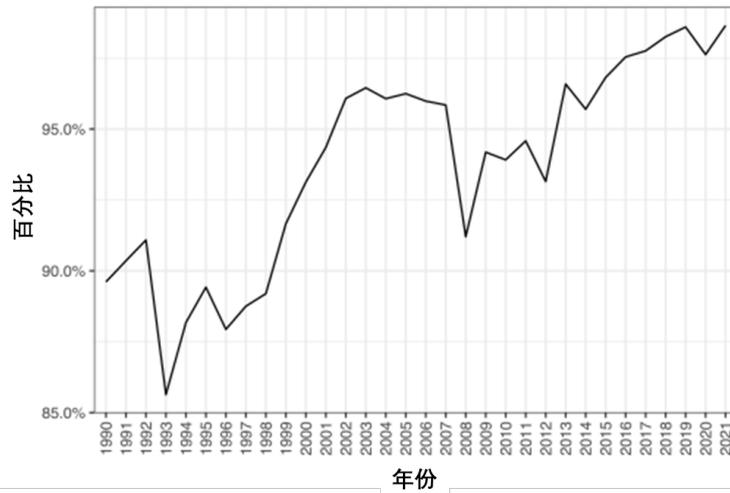
3 美元计价债务的转移

我们关注以美元计价的主权债务。专注于主权国家，既因为数据限制，也因为主权国家是政策关注的焦点。美国的通货膨胀降低了其他国家发行的以美元计价的政府债务的实际价值，使发行主权国家获得收益，而债务持有人则遭受损失。当债券以固定利率发行且期限较长时，这种影响会更强。我们关于以美元计价的主权债务规模、构成和期限的数据来自 BIS 债务证券统计。从图 1 可以看出，几乎所有国际主权债务都以固定利率发行，期限较长。

尽管近几十年来本币债务发行量有所增加，但截至 2020 年底，美国以外国家发行的长期固定利率美元计价债务总额仍达 1.3 万亿美元。

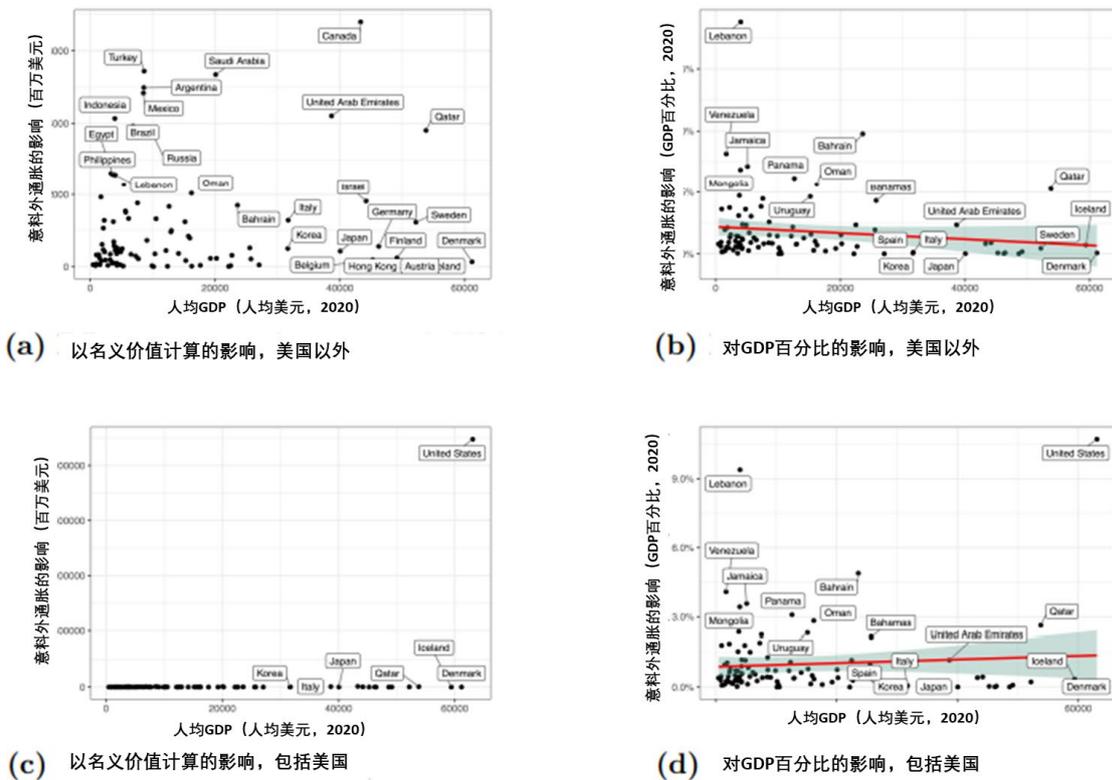
因为债务利息弥补了预期通货膨胀，它成了通货膨胀意想不到的组成部分，并产生了从债权人到债务人的转移。因此，我们的出发点是关于“意外通货膨胀”的假设。2019 年 10 月的 IMF-WEO（国际货币基金组织，2019）预计美国 2021 年和 2022 年的通货膨胀率分别为 2.4% 和 2.3%。然而，根据 2022 年 4 月的 IMF-WEO（国际货币基金组织，2022 年），美国 2021 年的通货膨胀率为 4.7%，今年预计为 7.7%。7.7% 的意外通胀率相当于两年内实际通胀率与预测通胀率的偏差之和（即 $4.7\% - 2.4\% + 7.7\% - 2.3\% = 7.7\%$ ）。

图 1 长期固定利率债券在主权国际债券发行中占比



然后，我们将这一意外通胀百分比（7.7%）应用于 2020 年底以固定利率美元计价的长期主权债务的总量。图 2a 和图 2b 显示了我们对于主权转移的估计。图 2a 显示了以美元计的绝对值，而图 2b 显示了除美国以外的所有国家的值占 GDP 的份额。

图 2 意料之外的通胀效应



注：附中英国国家名对照表

英文	中文	英文	中文
Turkey	土耳其	Lebanon	黎巴嫩
Brazil	巴西	Mexico	墨西哥
Russia	俄罗斯	Canada	加拿大
Germany	德国	Sweden	瑞典
Finland	芬兰	Denmark	丹麦
Japan	日本	Bahamas	巴哈马
Belgium	比利时	Iceland	冰岛
Hong Kong	中国香港	Austria	奥地利
Saudi Arabia	沙特阿拉伯	United Arab Emirates	阿联酋
Qatar	卡塔尔	Israel	以色列
Bahrain	巴林	Indonesia	印度尼西亚
Italy	意大利	Egypt	埃及
Korea	韩国	Philippines	菲律宾
Venezuela	委内瑞拉	Jamaica	牙买加
Mongolia	蒙古	Uruguay	乌拉圭
Spain	西班牙	Panama	巴拿马

尽管发行美元债务最初被认为是一种束缚主权国家手脚的机制，否则这些国家将面临利用通胀来减少债务的诱惑，但美国的通胀现在提供了一种稀释债务的手段，可以说是走了后门。阿根廷、巴西、印度尼西亚、墨西哥、土耳其、沙特阿拉伯、阿联酋、卡塔尔和加拿大是这种按绝对美元价值计算的债务稀释的最大受益者，每个国家都获得了超过 40 亿美元的意外之财。不包括美国，所有国家的收益达 1000 亿美元。

如果我们关注影响占 GDP 的百分比（2020 年），就有了更合适的影响衡量标准，我们会发现这一现象对较贫穷国家的影响更大。占 GDP 份额最大的受益者是黎巴嫩（占 GDP 的 9.4%）。其他主要赢家是委内瑞拉、牙买加、巴拿马、阿曼、巴林和卡塔尔等国家。

美国没有出现在顶部的图表中，因为大多数美国债券是在国内市场发行的，而 BIS 侧重于国际市场上的发行（即在非发行国的司法管辖区）。因此，我们需要加上美国政府美元负债，即以固定利率发行的长期美国国债的全部金额，以及货币基础（在美国显然以美元计价）才能获知全局。截至 2020 年底，美国长期固定利率证券总额为 20.7 万亿美元。这包括公众持有的 14.6 万亿美元的票

据、债券和非流通债务，加上政府机构持有的 6.1 万亿美元的非流通债务。此外，基础货币在 2020 年底还有 5.2 万亿。

为了计算影响，我们使用了上述用于非美国主权债务的相同方法，只是现在还要考虑通胀对美元货币基础的全面影响。随着美元价格上涨，这些现金持有的实际价值减少。与收取利息的债务持有人不同，现金持有人不会因通胀而得到补偿，政府对他们全额征收“通货膨胀税”。因此，我们将 2021 年和 2022 年的实际通胀率（12.4%）应用于货币基础。结果（包括国债和现金持有量）如图 2c 和图 2d 所示。

正如所料，美国的收益是巨大的。美国通胀是对美元资产征税，而美国政府是迄今为止世界上最大的美元计价负债发行者。以美元计算，美国在 2021 年和 2022 年的负债购买力削减了约 2 万亿美元。这相当于美国财政部获得的 GDP 的 10.7%。

美国债务的很大一部分由美联储持有，因此需要讨论是否应将这些持有的资产净除。就美联储的损失转嫁给美国货币基础持有人而言，它们不应被抵消（如果是要计算对财政部的影响）。但是，如果我们将美联储视为综合政府资产负债表的一部分，那么这些持股的损失应该从财政部的收益中扣除。减去 2020 年底美联储持有的 4.3 万亿美元的美国长期国债，美国国债的净收益降至 GDP 的 9.1%。政府机构持有的 6.1 万亿美元的短期和长期国债不需要被扣除，因为这些资产中的大部分都持有在养老金计划、社会保障信托等中，其受益人（如退休人员）不包括政府。这种收益相当于非常规税收收入。考虑这种“通货膨胀税”意味着美国政府在 2021 和 2022 年的赤字实际上比直接查看名义数字要小得多，尽管政府的收益主要来自于向征税居民，而非非居民征收的通胀税，并可能导致未来新债务发行的利率更高。

不用说，我们的计算衡量了 2021 年和 2022 年意外通胀导致的负债实际价值的减少。这只是对这个数字进行推断，最终稀释效果可能远大于我们在此报告的。

总而言之，美国意外通胀的名义冲击为已发行以美元计价的长期固定利率债务的主权国家带来了巨大收益。一些最大的“赢家”（占 GDP 的比重）是较贫穷的国家。尽管美国通胀、加息和世界其他地区的通胀可能导致金融市场动荡，但在中期内，随着货币调整其购买力平价汇率，一些发展中国家将大幅获利。

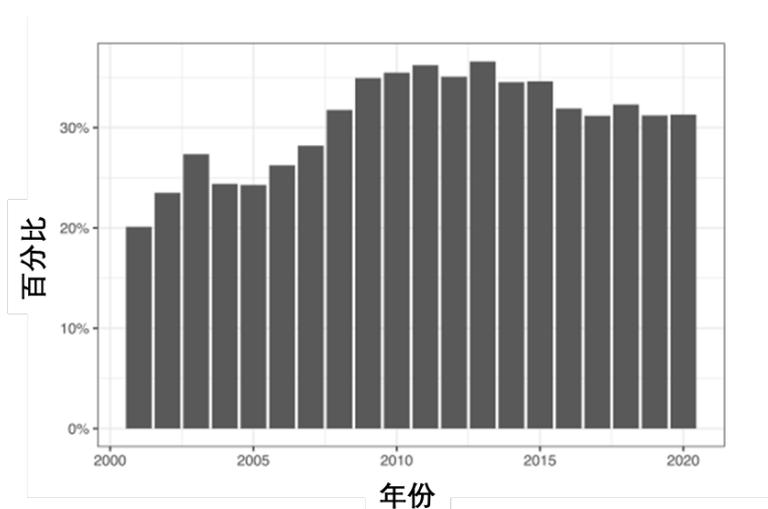
3.1 美国通胀导致的外国向美国转移

在本节中，我们将回答非美国居民实际支付了美国财政部的多少收益。换句话说，通货膨胀在多大程度上将收入从世界其他地区转移到了美国？这种转

移到财政部的情况可以估计，因为与其他国家的情况不同，个别国家持有的最容易受到通胀影响的两类美国负债的数据可以获得：即长期美国国债和现金。我们使用之前讨论美国情况的相同方法（综合考虑了美国国债的意外通胀和现金持有的全面通胀）。

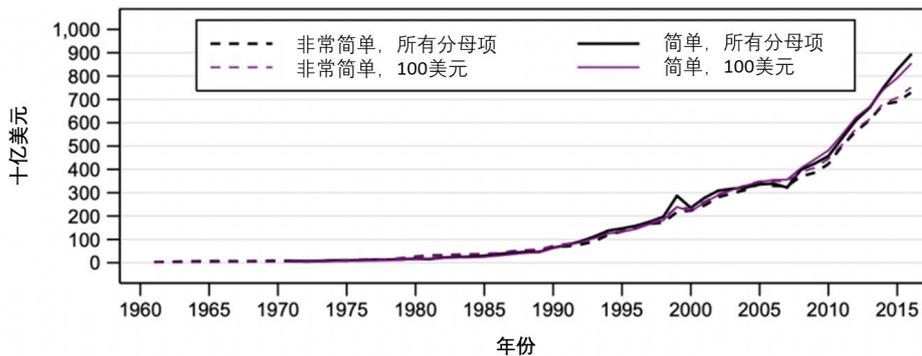
根据美国财政部信息资本（TIC）系统的数据，截至 2020 年底，非美国居民持有价值 7 万亿美元的美美国债，其中 6 万亿美元是长期债券的。图（3）显示了近年来外国人持有的国债份额。

图 3 长期美国国债的国外持有量



根据美国联邦储备委员会的数据（Bertaut 等，2019），截至 2020 年底，价值约 9470 亿美元的钞票是由国外持有的。目前尚无按国家/地区划分的现金持有量估计值。我们遵循了先前的研究（美国财政部，2006），它根据 2006 年的实地调查和向每个目的地的现金运输计算了国家级现金持有量。为了获得 2020 年国家/地区分配的数据，我们根据美联储报告的 2006 年至 2020 年海外现金持有量的增加幅度按比例扩大了 2006 年的数值。这使总数的 55% 被分配给各个独立国家。图 4 显示了 Judson（2017）估计的过去几十年现金持有量的演变。请注意，大多数国外持有的现金都是 100 美元的钞票，这表明个人将其用作价值储存而非流动性服务。

图 4 在国外的美国货币总额



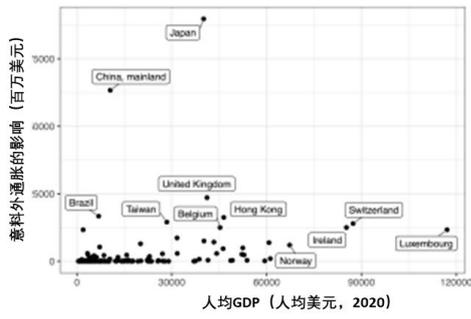
有了这些数据，我们就可以计算出各国因持有美国债务而造成的损失。图 5a 和 5b 展示了以美元价值和 GDP 百分比衡量的持有长期国债的意外通胀效应。总损失加起来 4060 亿美元。在这些损失中，美国国债的大持有者日本和中国占了 29%。GDP 损失最大的是东帝汶（占 GDP 的 33%）和卢森堡（占 GDP 的 16%）；香港、爱尔兰和巴哈马也是主要输家。

当考虑图 5c 和图 5d 中对国债和现金的影响时，美国财政部（以非居民为代价）的收益上升到 5230 亿美元。因此，足有四分之一的“通货膨胀税”是对海外非居民征收的。

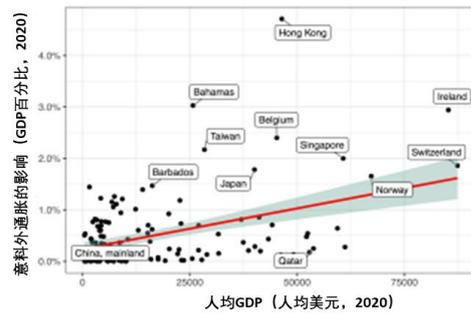
柬埔寨、阿根廷和俄罗斯等已知是美元主要持有国的国家，在美国意外通胀中成为重大输家。阿根廷和柬埔寨遭受的损失超过 GDP 的 3%。

当我们考虑持有美国国债时，更发达的经济体遭受了最大的损失。将持有现金造成的损失包括在内时，同样的模式普遍存在，但现在一些较贫穷的国家变成了主要输家。以占 GDP 份额来衡量，东帝汶、卢森堡、柬埔寨、香港、阿根廷、台湾、比利时、新加坡和爱尔兰遭受的损失最大。可以看出，成本在富国和穷国中都有分摊。

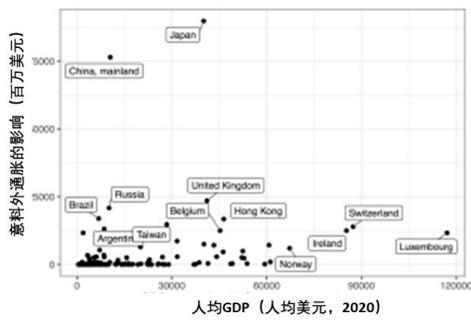
图 5 持有美国资产导致其他国家对美国的再分配



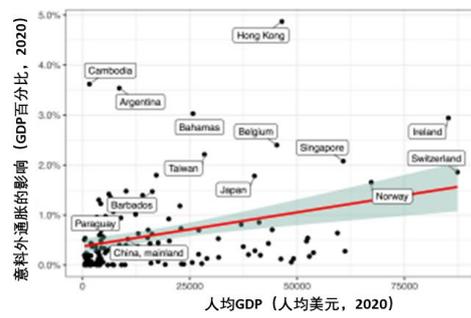
(a) 对长期债券持有的影响



(b) 对债券持有的影响 - GDP百分比



(c) 对债券和现金持有的影响



(d) 对债券和现金持有的影响 - GDP百分比

注：附中英文名称对照表

英文	中文	英文	中文
Japan	日本	Switzerland	瑞士
China, mainland	中国大陆	Luxembourg	卢森堡
United Kingdom	英国	Ireland	爱尔兰
Brazil	巴西	Singapore	新加坡
Taiwan	中国台湾	Barbados	巴巴多斯
Belgium	比利时	Bahamas	巴哈马
Hong Kong	中国香港	Cambodia	柬埔寨
Norway	挪威	Argentina	阿根廷
Paraguay	巴拉圭	Russia	俄罗斯

3.2 注意事项

有几个警告尤其适用于与美国以外国家有关的结果。首先，我们正在估计通胀冲击的影响，就好像它不会在未来持续一样。如果通胀需要时间才能恢复，现有债务存量实际价值的减少可能远大于我们在此相对保守的估计（即使新债发行的边际利率上升）。

以固定票面利率为 2% 的 30 年期长期债券为例，2% 大致相当于美国的通货膨胀率。如果美国的平均通胀率上升到 3%，那么债券的实际价值就会从面值下降到原来的 82%，但如果通胀率上升到 5%，那么债券的实际价值就会下降到目前的一半。因此，如果通胀仍然居高不下，其影响可能会比这里提出的更大。我们的计算是保守的，因为它只考虑到 2022 年底已经发生的通胀，没有考虑额外的意外通胀，但这是很有可能的。因此，未来更高的通胀率，以及至关重要的是现有长期债务的到期日，都与评估美国通胀飙升的总体影响有关。

我们的结果还假设只有美国存在通胀，尽管世界其他地区的通胀已经出现。以本国货币发行债务的主权国家将从其未偿债务的实际价值减少中获益，即使他们或其居民因持有的美国债务而蒙受损失（这些收益可能超过他们的美国国债的损失）。因此，我们的估计应该被认为适用于美国通胀的具体影响，而不是总体全球通胀的分配后果。尽管如此，我们认为我们的估计仍然具有相关性，因为它引起了人们对主权债务股票价值下降的关注，这个问题之前关注甚少，因为美元计价资产的普遍存在，并且因为在某些情况下最大的收益来自于在当前环境下被认为风险最大的低收入国家。

一个更微妙的担忧与这样一个事实有关，即在短期内，实际汇率可能会因利率上升而发生变化。在我们的分析中，通过假设购买力平价，即通胀差异完全反映在汇率中，我们实际上没有考虑这种情况。但短期内，该假设可能不会

成立。例如，近期加息导致美元短期大幅升值，这实际上降低了其他国家以美元计价的 GDP。然而，这种变化是短期的，很可能是暂时的；通胀率相对较高的国家的货币使其名义汇率贬值是一个强有力的经验规律（Taylor & Taylor, 2004）。因此，我们可以将我们的结果解释为意料之外的美国通胀的最终影响，即使短期内不会显现出来。

在其他国家的通胀也高于预期的情况下，这些国家美元债务的实际价值仍然会被稀释。例如，考虑美国通货膨胀率为 8% 而其他国家的通货膨胀率也为 8%。汇率将保持不变，但以美元计算的外国 GDP 名义价值将增长 8%，因此，以美元发行的主权债务的实际价值仍将随着美国通胀率的上升而下降。

我们的计算忽略了中央银行持有的美元计价资产。这些持有量可能意味着主权国家的损失，从而减少了我们第一次计算的收益。忽略这些资产原因是很难找到有关它们期限和货币面额的数据。然而，中央银行经常将其资产作为短期工具持有，因此遗漏这一部分对我们的结果可能并不重要。另一方面，第二个计算包括外国人持有的所有长期国债，因此中央银行的持有量将包括在我们对美国的收益和国外损失的估计中。

我们的计算不考虑世界银行和国际货币基金组织等多边金融机构发行的债务。原因是大多数多边债务都是以浮动利率发行的（只有一小部分优惠贷款是固定利率）。

最后，我们关注的是主权债务引起的转移。然而，在新兴市场发行的 4.2 万亿美元的美债中，政府仅占约四分之一。因此，美国通胀的分配影响比在此估计的更为深远。估计私人债权人和债务人的损益范围就留待未来计算了。

4 结论

我们考虑了美国意外通胀的全球分配后果。对主权债务实际价值的总体影响是巨大的，最大的受益者是美国财政部。美国国债实际价值的稀释约为 2 万亿美元，或接近美国 GDP 的 10%。四分之一的通胀税是在国外征收的，特别是对于包括中国和日本在内的美国国债的大持有者，以及居民持有大量美元现金的国家，如俄罗斯和阿根廷。因此在过去两年中，美国有效地从世界其他地区获得了近 5000 亿美元的转移。但美国以外的主权国家也可以通过稀释其以美元计价的债务获得可观的意外之财。2021 年和 2022 年因意外通胀导致的非美国主权债务实际价值下降达 1000 亿美元，一些贫穷国家的 GDP 相对增长显著。这些收益是以牺牲私人债权人和其他主权国家为代价的。

我们研究结果的一个关键含义是，人们普遍预期的新兴市场主权债务动荡可能会因许多发展中国家的通胀意外收获而得到缓解。此外，迄今为止，美国名义利率没有像通胀那样上升，因此实际利率相对于两年前的水平实际上已经

下降。这将当前政策与 1980 年代区别开来，当时实际利率大幅上升，引发了国际债务危机。从主权债务发行方的角度来看，当前的国际环境因此比过去更加温和。众所周知，意料之外的通胀以牺牲债权人作为代价使债务人受益，但我们的结果突出了令人惊讶的赢家和输家，以及主权国家持续收益的巨大规模。

本文原题为“[The Global Distributive Impact of the US Inflation Shock](#)”。本文作者 Gautam Nair 和 Federico Sturzenegger 都来自哈佛大学肯尼迪学院。本文于 2022 年 8 月发表。[单击此处可以访问原文链接。](#)



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT