



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



CAMF
中国资产管理人论坛
CHINA ASSET MANAGER FORUM

半月度
报告

金融与发展

海外观点

2023年/总第250期

目 录

聚焦中国

工业用地的折扣：中国财政视角 3

导读：过去 40 年来，中国的土地市场一直是中国经济增长的关键驱动力。本文聚焦于地方公共财政，提出了工业用地折扣的另一种解释。本文发现，在使用地方政府的资本成本对税收进行折现时，工业用地销售实际上与 2010 年之前的住宅用地销售支付的现值相当。然而，2010 年后，工业用地销售已成为回报较低的投资。本文研究结果表明，中国政府的土地出售决策、税收分享计划和地方政府的财政状况之间存在着新的联系，这有助于理解政治经济和公共财政如何与中国土地市场的配置效率相互作用。

世界热点

强制接种新冠肺炎疫苗的收益和成本 6

导读：强制接种新冠肺炎疫苗作为就业条件是一项有争议的政策。本专栏主要关注美国四项全国性指令的影响，从避免疾病和死亡的方面而言，带来的收益是否超过了直接成本。作者发现，净效益取决于疫情随后的演变。如果大流行迅速蔓延，强制接种的收益可能远远超过其成本；如果大流行正在减弱，情况可能恰恰相反。在任何情况下，都需要与其他政策的效果进行比较，以确定最佳方法。

欧盟、匈牙利与对乌克兰援助 9

导读：匈牙利总理维克多·欧尔班（Viktor Orbán）是他所谓的中国和俄罗斯式“非自由民主”的威权主义拥护者，他曾经因反对欧盟援助乌克兰以及欧盟加入广泛支持的全球最低公司税协定而激怒了欧盟领导人。但是，为了在未来几年获得尽可能多的欧盟现金支持，欧尔班突然放弃了他的反对意见，以换取欧盟在 12 月 12 日晚些时候达成的协议中的重要转移支付。

美国利率上升如何影响新兴市场和发展中经济体？视情况而定 11

导读：本文研究了美国不同类型的利率冲击对新兴市场和发展中经济体（EMDEs）的影响。它首先将美国利率变化分类为由通胀预期变化（“通胀”冲击）、对美联储反应函数的认知变化（“反应”冲击）和实际活动变化（“实际”冲击）引起的利率变化。该分析将今年美国利率的大幅上升几乎完全归因于通货膨胀和反应冲击。这些冲击极有可能带来不利影响：财政状况紧缩，消费和投资下降，政府削减开支以改善预算平衡。相比之下，实际冲击导致的美国利率上升不仅与 EMDEs 财务状况的良性结果有关，还能带来预算平衡的改善，反映出收入的增加和支出的减少。最后，本文证明，由反应冲击驱动的美国利率上升尤其可能将 EMDEs 推向金融危机。

全球治理

长期失业与强制工作搜寻 26

导读：本文研究发现求职者的盲目乐观以及倾向寻找与过去工作相关的工作导致了长期失业。本文利用荷兰一项计划的数据，该计划要求失业者寻找并从事与以前职业无关的工作。这种强制要求恶化了劳动力市场的结果。本文研究表明，调查员会议有助于失业者找到工作，强迫求职者进行更广泛的职业选择降低了找到工作的可能。

极端天气事件的财政影响：欧盟国家的第一个证据 28

导读：应对气候变化的物理影响和支持向净零排放过渡需要各国政府做出大量努力。本专栏介绍了针对选定的欧盟国家进行的第一次量化分析的结果——即气候变化的急性物理风险有哪些潜在财政影响。结果表明，极端天气事件（其频率和规模在未来十年内会加剧）可能会导致一些国家的公共债务负担大幅增加，从而加剧现有的财政脆弱性。

IMF 应增强 SDR 的作用以强化国际货币体系 33

导读：由国际货币基金组织（IMF）发行的特别提款权（SDR）具有显著加强国际货币体系的潜力。特别提款权成立于 1969 年，于前十年分配了两次 1980 年到 2009 年，特别提款权一直在机构成员国之间分配，当时有 2500 亿美元的特别提款权分配给国际货币基金组织成员国，以助其应对全球金融危机。2021 年，又分配给这些成员国 6500 亿美元的特别提款权，以帮助其应对新冠疫情。显而易见，特别提款权是用于应对危机的工具。本文批判地讨论了反对特别提款权分配的论点，提议每年定期分配特别提款权，并采取措施提高特别提款权对批评者的吸引力、构建特别提款权体系以支持国际货币体系。本文包含一份关于特别提款权历史的附录。第二份附录分析了 2009 年和 2021 年分配后的特别提款权使用情况，发现实际情况与流行的说法相反，基金组织低收入成员国以外的许多国家以多种方式直接受益于这些分配。

工业用地的折扣：中国财政视角

Fudong Zhang, Anthony Lee Zhang, Scott Nelson, Yang Su 和 Zhiguo He /文 杨茜/编译

导读：过去 40 年来，中国的土地市场一直是中国经济增长的关键驱动力。本文聚焦于地方公共财政，提出了工业用地折扣的另一种解释。本文发现，在使用地方政府的资本成本对税收进行折现时，工业用地销售实际上与 2010 年之前的住宅用地销售支付的现值相当。然而，2010 年后，工业用地销售已成为回报较低的投资。本文研究结果表明，中国政府的土地出售决策、税收分享计划和地方政府的财政状况之间存在着新的联系，这有助于理解政治经济和公共财政如何与中国土地市场的配置效率相互作用。编译如下：

过去 40 年来，中国的土地市场一直是中国经济增长的关键驱动力。最近的一系列研究分析了中国住宅房地产建设的繁荣（Zhou 等, 2015）以及中国住宅房地产是否存在过度建设（Rogoff, 2022）。与大多数发达经济体的土地市场不同，中国土地市场的一个独特之处在于，它不通过房产税向地方政府提供收入。相反，地方政府充当垄断卖家，控制土地供应，并严重依赖土地销售获得财政收入（Liu 等, 2014）。从 2010 年到 2012 年，地方政府收入的约三分之一来自土地销售收入。

鉴于土地销售收入对地方政府的重要性，中国土地市场的一个令人费解的事实是，划为住宅用地的价格大约是工业用地的十倍。我们将这种价格差距称为“工业用地折扣”。这一事实引出了一个问题，即为什么地方政府不出售更多的住宅用地和更少的工业用地直到两种土地的边际价格相等。

对工业用地折扣的流行解释是供应工业用地的非金钱利益（例如经济增长和就业）（刘和熊，2020）。在我们的新论文（He 等人，2022 年）中，我们聚焦于地方公共财政，提出了工业用地折扣的另一种解释。我们认为，地方政府在工业用地和住宅用地销售之间的选择反映了跨期收入的权衡。住宅用地销售为地方政府带来了更高的前期收入。然而，除了出售住宅用地上建造房屋产生的房屋开发商支付的一次性税费外，住宅用地不会产生长期的未来收入流。相比之下，工业用地销售产生的前期收入大幅降低。但是，工业企业在以后的几年中每年都要缴纳增值税和所得税，因此工业用地销售在未来会产生收入。

住宅和工业用地销售的不同税收是否足以弥补前期销售收入的差额？为了回答这个问题，我们将地方政府的土地出售决策与公司金融中的企业融资的经典理论进行了类比。政府决定出售一块划为工业而非住宅的土地，可以被视为一项投资项目。投资的前期成本是工业折扣，投资的未来现金流是工业土地销售与住宅土地销售相比产生的未来税收差异。考虑到对工业折扣和增量税收收入的估计，我们可以将政府对工业土地销售的内部收益率（IRR）定义为政府对现金流进行折现以使税收现金流的现值与前期成本完全相等的比率。

然后，我们使用 2007 年至 2019 年中国土地销售的综合数据对这些地方政府内部收益率进行量化。我们通过比较住宅地块和具有类似特征的工业地块的价格来估计工业折扣，反之亦然。我们使用差额法估算土地销售产生的增量税收，将购买土地的公司与未购买土地的一组公司进行比较。为了解决公司购买土地的潜在选择，我们使用同一行业和省份的控制公司，并根据以前的销售增长和利润率进行倾向评分匹配。为了估计住宅开发商为每宗住宅土地交易支付的一次性税费，我们使用公共开发商的数据，乘以每个城市的容积率和住宅土地销售一年后的房价，来估计住宅销售增加 1 元人民币所带来的税收边际增加。

我们发现，从 2007 年到 2010 年，平均工业用地折扣为每平方米 1000.6 元。同时，在出售后前的两年，工业用地销售每平方米产生约 113.6 元人民币的额外税收收入，这一数字在以后的几年中为 214.2 元人民币，而住宅用地销售在第二年产生 1215.5 元人民币。这意味着工业用地销售的内部收益率约为 8.14%。这一数字与大多数地方政府资本成本的估计值相当，后者在 3.5% 至 7.5% 之间。因此，我们的研究结果表明，在 2010 年之前，仅考虑收入就可以解释工业用地相对于住宅用地的大幅折扣。2010 年后，内部收益率从 2010 年的 6.84% 大幅下降至 2019 年的 3.79%。因此，从政府的角度来看，从纯粹的金钱角度来看，工业用地销售似乎已逐渐成为一种回报率较低的投资。这些模式引发了一些后续问题：政府在做出土地分配决策时是否考虑到这些税收差异？此外，还有哪些因素影响这些决定？

中国的土地分配是中央和地方政府联合决策过程的结果，包括住房和城乡建设部制定的配额；我们讨论了这个过程是如何在不同级别的政府之间自上而下和自下而上的。为了帮助理解影响土地分配决策的因素，我们建立了一个简单的优化问题模型，该问题中，面临着利润最大化的地方政府在工业和住宅土地销售之间的决策。我们在中国土地市场中引入了两种现实力量。首先，地方政府可能在土地市场中拥有市场力量，因此其土地销售的边际收入可能与价格不同，因为它们的销售会改变整体价格。其次，地方政府可能不会将土地销售的税收收入完全内部化，因为大约 75% 的工业税收收入直接来自中央政府，而不是地方政府（Wu 和 Zhou, 2015）。我们发现，税收分享可以导致均衡内部收益率高于政府贴现率，而市场力量往往会降低内部收益率。

我们研究结果的一个重要含义是，地方政府在土地市场上的分配决策可能与这些政府的财政约束以及地方政府和中央政府之间的税收分享制度相关。我们表明，这些预测在实证上是成立的。在 2016 年地方和中央政府之间的税收分享制度改革之后，税收份额增加较大的城市随后经历了更大的工业折扣增长，

这表明他们通过改变工业和住宅用地的相对销售量来应对。地方政府债券收益率的冲击也与我们的模型预测方向的工业折扣有关。

总之，我们的结果为中国土地市场相对价格的经典谜题提供了新的见解。我们发现，在使用地方政府的资本成本对税收进行折现时，工业用地销售实际上与 2010 年之前的住宅用地销售支付的现值相当。然而，2010 年后，工业用地销售已成为回报较低的投资。我们的研究表明，中国政府的土地出售决策、税收分享计划和地方政府的财政状况之间存在着新的联系，这有助于理解政治经济和公共财政如何与中国土地市场的配置效率相互作用。

本文原题为“Industrial Land Discount in China: a Public Finance Perspective”。本文作者 Fudong Zhang 是清华大学中国人民银行金融学院助理教授，Anthony Lee Zhang 是芝加哥大学布斯商学院的金融学助理教授，Scott Nelson 是芝加哥大学布斯商学院的金融学助理教授，Yang Su 是芝加哥大学布斯商学院金融学博士候选人，Zhiguo He 是芝加哥大学布斯商学院的金融学教授。本文于 2022 年 12 月刊于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

强制接种新冠肺炎疫苗的收益和成本

Lisa Robinson, Maddalena Ferranna, Daniel Cadarette, Michael Eber, David Bloom / 文 廖世伟 / 编译

导读：强制接种新冠肺炎疫苗作为就业条件是一项有争议的政策。本专栏主要关注美国四项全国性指令的影响，从避免疾病和死亡的方面而言，带来的收益是否超过了直接成本。作者发现，净效益取决于疫情随后的演变。如果大流行迅速蔓延，强制接种的收益可能远远超过其成本；如果大流行正在减弱，情况可能恰恰相反。在任何情况下，都需要与其他政策的效果进行比较，以确定最佳方法。编译如下：

2021 年，拜登政府发布了几项强制接种新冠肺炎疫苗的指令，包括覆盖美国联邦雇员、美国联邦承包商、联邦资助的医疗保健提供者和某些私营部门工人们（Biden 2021a, 2021b, OSHA 2021, CMS 2021）。这些指令在法庭上受到了质疑，有些已经停止或推迟。于是，开始有学者对疫情封锁或者其他政策的净效益给予了大量关注（e.g. Greenstone and Nigam 2020, Thunström et al. 2020）。然而，无论是实施这些疫苗接种指令的决定，还是推翻这些指令的决定，都没有伴随着对成本和效益的严格评估。今后需要进行这种评估，以便在全球范围内为执行州、地方和国家各级指令的决定提供信息，并支持将强制指令与其他保护措施进行比较。

为了帮助填补这一空白，我们估计了如果美国疫苗接种指令按预期实施将产生的直接成本和健康相关效益（Ferranna et al 2022）。与 2022 年 1 月的接种率相比，我们发现，这些指令可能会产生 1580 万额外的疫苗接种人数，将完全接种疫苗的美国人口的总体比例从 64% 提高到 68%。如果疫情当时有所扩散，每增加一个接种疫苗的人就能获得近 2 万美元的收益，在六个月的时间里总共避免了超过 2 万多人的死亡。但如果疫情是逐渐消退，现有的疫苗接种或感染获得的免疫将提供足够的保护，而这些接种指令的收益不太可能超过其成本。因此，当不作为的后果是灾难性的时候，强制接种指令可能是最有用的。

我们的方法遵循传统的效益—成本分析框架（HHS 2016）。它包括四个部分。首先，我们将“无指令接种”作为基准与“有指令接种”条件进行比较，估计了可归因于接受指令接种的疫苗接种人数的变化。我们依靠来自多个来源的关于疫苗接种和疫苗犹豫接种的数据来进行这些估计。其次，我们估计了实施指令的直接成本，重点是与疫苗管理相关的成本和与不良反应相关的时间损失。我们发现，每增加一个完全接种疫苗的人，这些成本可能总计约 340 美元。

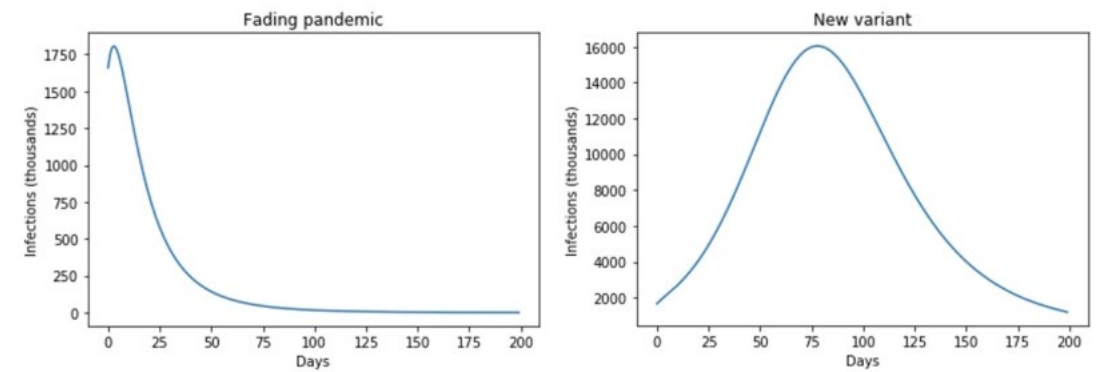
第三，我们估计了由于疫苗接种率的变化而导致的新冠肺炎非致命病例和死亡数量的变化，同时考虑了对疫苗接种状态发生变化的人以及对其他人口成员的影响。在这一步中，我们使用标准的分区流行病学模型。模型的校准需要

估计几个参数。最重要的因素涉及疫苗本身的特征（其有效性和持续时间）、人群的初始条件（例如易感、传染性或恢复期的比例）和繁殖数量（病毒的传染性、感染和接种获得的免疫力以及控制其传播的其他措施）。第四，我们估计了避免的疾病和死亡的货币价值，考虑了个人为避免这些风险而支付的意愿和避免的医疗费用（Robinson et al 2021, 2022）。

我们的观点是事前角度的。考虑到大流行未来走向的不确定性，我们预测如果按照计划执行任务可能会发生什么情况，我们考虑 6 个月期间的影响，因为有证据表明疫苗保护在 6 个月之后开始减弱。

净效益在很大程度上取决于疫情流行发展路径。我们考虑两个示例性场景。在第一种情况下，很大一部分人口具有感染或接种疫苗获得的免疫力，在新病例迅速减少之前，感染人数只会出现小幅激增，因此，这些规定接种的健康效益有限。在第二种情况下，我们假设出现了一种新的、更具传染性的变种病毒，现有的疫苗和过去的感染对这种变体的保护作用较弱。

图 1 显示了在没有强制命令的情况下，每个场景下的活跃感染数量。



注：疫情消退度： $R_0=35\%$ ， $\pi=80\%$ ， $R_0=2$ 。新变体： $R_0=15\%$ ， $\pi=40\%$ ， $R_0=3$ ，其中 R_0 =基本繁殖数， π =疫苗有效性。 R_0 =感染获得的免疫力。

在这两种情况下，将完全接种疫苗的人数增加 1580 万具有截然不同的效果。在每一种情况下，成本都是相同的（54 亿美元）。然而，如果有了一种新的、更具传染性的变体，以前的感染和疫苗接种对其效果较差，那么收益的总价值几乎增加了 40 倍。如表 1 所示，收益的差异改变了净收益为正的可能性。

表 1 2022 年 2 月 1 日至 2022 年 7 月 31 日的预计收益和成本（2020 dollars）

Pandemic path	Cases averted	Deaths averted	Total benefits	Total costs	Net benefits
Fading	0.08 million	300	\$4.1 billion	\$5.4 billion	(\$1.3 billion)
New variant	3.43 million	19,420	\$247 billion	\$5.4 billion	\$242 billion

鉴于我们将分析限制在 6 个月的时间框架内，并考虑有限的一组影响，我们的估计可能低估了疫苗接种指令的净收益（Bloom et al 2021）。增加疫苗接

种的其他好处可能包括减少公共和私人在疫情控制和应对方面的支出，降低出现其他变体的可能性，增加治疗其他健康状况的可用资源，以及改善精神健康。提高疫苗接种率还可以通过允许学校继续开放来改善教育成果（Asakawa and Ohtake 2022），通过减少企业倒闭和增加消费者信心和需求来刺激经济活动和增长（Hansen and Mano 2022），并通过减少隔离来改善社会福祉。实施疫苗接种指令还可以通过解决低收入和其他弱势群体提高疫苗接种率的障碍，提供更公平的保护。

然而，这些指令引起了人们对要求个人采取他们自己不愿意采取的措施的担忧。提高疫苗接种率（e.g. Bennett et al 2022）和防止传播（例如口罩、社交距离、通风和过滤）的其他方法可能会得到更多的公众支持。所以，需要与其他政策进行比较，以确定哪些政策可能最具保护性、有效性、公平性和成本效益。

本文原题为“Mandating COVID-19 Vaccination: The Benefits and The Costs”。本文作者 Lisa Robinson 是哈佛大学健康决策科学中心副主任、健康决策科学中心、风险分析中心高级研究科学家。作者 Maddalena Ferranna 是哈佛大学陈曾熙公共卫生学院的研究助理。作者 Daniel Cadarette 是马萨诸塞州剑桥市的独立研究员。作者 Michael Eber 是哈佛大学卫生政策博士研究生。作者 David Bloom 是哈佛大学克拉伦斯·詹姆斯·甘布尔经济学和人口学教授，也是哈佛大学全球老龄化人口学项目主任。本文于 2022 年 12 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧盟、匈牙利与对乌克兰援助

Jacob Funk Kirkegaard / 文 宋海锐 / 编译

导读：匈牙利总理维克多·欧尔班（Viktor Orbán）是他所谓的中国和俄罗斯式“非自由民主”的威权主义拥护者，他曾经因反对欧盟援助乌克兰以及欧盟加入广泛支持的全球最低公司税协定而激怒了欧盟领导人。但是，为了在未来几年获得尽可能多的欧盟现金支持，欧尔班突然放弃了他的反对意见，以换取欧盟在 12 月 12 日晚些时候达成的协议中的重要转移支付。编译如下：

欧盟并没有给匈牙利太多资金作为回报，而是继续向匈牙利转移超过 120 亿欧元，因为担心欧尔班破坏了匈牙利在民主和反腐败上的努力。但至少匈牙利没有完全失去所有欧盟资金，而是有机会实施必要的改革以解除剩余资金的封锁。而且欧盟可以在 2023 年及时为乌克兰提供资金，并开始实施由经济合作与发展组织（OECD）推动的具有里程碑意义的公司税改革，这就使美国国会成为这一改革全球实施的主要障碍。

匈牙利至少在过去十年中逐渐远离民主，而欧盟不愿面对这一现状，并在欧盟内部点燃了一把缓慢燃烧的火焰。德国前总理安格拉·默克尔（Angela Merkel）直到去年还在中右翼欧洲人民党（EPP）内庇护欧尔班的政党，这玷污了她遗留的名声。这一现状削弱了欧盟对俄罗斯采取更果断行动的能力。现在，欧盟政治机构的优先考虑事项和匈牙利不断加深的经济问题相结合，可能会打开欧盟向欧尔班政府的资金流动。但这笔交易也可能适得其反。

欧洲议会的绝大多数人越来越强烈地反对向匈牙利发放任何欧盟预算资金，因为它在民主价值观上倒退、破坏自由选举且遏制欧盟在匈牙利资金的有效监督。欧洲议会不能阻止匈牙利获取资金，但确实控制着资金监督权，并可以向欧盟委员会施压。

欧盟委员会主席乌尔苏拉·冯德莱恩（Ursula von der Leyen）的政治地位是欧盟决策的一个因素。她在 2019 年以不到 10 票的微弱多数获得任职，如果她监督下的委员会释放所有应付给欧尔班的资金，她可能会失去 2024 年开始的第二个任期的投票权；欧洲议会正因为其一些成员从卡塔尔获得大量现金的腐败丑闻而受到指控，因此可想而知，议会可以以此为借口弹劾她，从而试图将注意力从他们自己的政治问题上转移开。

12 月，欧盟委员会维持其评估，认为匈牙利没有履行其法治承诺，建议欧盟成员国从匈牙利扣留 75 亿欧元的欧盟经常预算转移支付和 58 亿欧元的疫情恢复基金。

一些欧盟成员国试图挽救欧盟成员国对乌克兰和全球最低税收的一致支持，

迫使委员会减轻其对匈牙利的建议惩罚。12月12日，在捷克轮值欧盟主席国期间达成的妥协方案，对欧尔班来说是一场戏剧性的政治和经济失败。根据该协议，欧盟委员会和其他26个欧盟成员国同意将欧盟对匈牙利的常规预算资金水平从75亿欧元降至63亿欧元，实际上使欧尔班在2021-27年度额外增加了12亿欧元。作为妥协协议的一部分，委员会正式批准从COVID-19恢复计划中向匈牙利支付58亿欧元，前提是欧尔班首先对匈牙利的法治框架、司法独立和其他步骤实施27项“超级里程碑”改革，以扭转该国的反民主滑坡。

这笔款项将结转到未来几年，以增加匈牙利实施改革的动力，并说服投资者在今年购买匈牙利政府债券。如果金融市场的假设是欧盟委员会不在改革条件上让步（这似乎很有可能），并且欧尔班最终无法扭转他的专制滑坡，那么未来几年的支付的真正价值将为零。

该协议反映了欧盟的果断和灵活性，同时使匈牙利面临经济压力。如果欧尔班在波兰政府中的政治盟友在2023年失去权力，匈牙利将失去欧盟理事会保护其免受欧盟条约第7条规定的政治制裁的选票。如果发生这种情况，匈牙利可能会失去自己在欧盟理事会的投票权，并面临在政治上变得无关紧要的问题。

本文原题为“The EU’s Latest Bargain with Hungary's Orban Unlocks Aid to Ukraine?”

本文作者 Jacob Funk Kirkegaard 是彼得森国际经济研究所（PIIE）的高级研究员和美国德国马歇尔基金会（GMF）驻 GMF 布鲁塞尔办事处的高级研究员。本文于2022年12月22日刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国利率上升如何影响新兴市场和发展中经济体？视情况而定

Carlos Arteta, Steven Kamin, and Franz Ulrich Ruch/文 郭子怡/编译

导读：本文研究了美国不同类型的利率冲击对新兴市场和发展中经济体（EMDEs）的影响。它首先将美国利率变化分类为由通胀预期变化（“通胀”冲击）、对美联储反应函数的认知变化（“反应”冲击）和实际活动变化（“实际”冲击）引起的利率变化。该分析将今年美国利率的大幅上升几乎完全归因于通货膨胀和反应冲击。这些冲击极有可能带来不利影响：财政状况紧缩，消费和投资下降，政府削减开支以改善预算平衡。相比之下，实际冲击导致的美国利率上升不仅与EMDEs财务状况的良性结果有关，还能带来预算平衡的改善，反映出收入的增加和支出的减少。最后，本文证明，由反应冲击驱动的美国利率上升尤其可能将EMDEs推向金融危机。编译如下：

一、介绍

由于全球通货膨胀激增，美国和世界各地的利率迅速上升，对新兴市场和发展中经济体（EMDEs）的经济福利构成重大威胁。美国利率的大幅上升，以及美元外汇价值的相应上升，对EMDEs借贷成本产生了显著的溢出效应。这些溢出效应大大加重了债务负担，使其更难以为偿还债务筹集资金，并增加了一些EMDEs陷入债务困境和金融危机的可能性。对这些事态发展的预期反过来又扰乱了新兴市场金融市场，阻碍了资本流入，并导致金融市场形势紧张。

随着新冠肺炎的蔓延进一步推动EMDEs的债务水平普遍飙升，政府债务达到创纪录的高点，这些问题变得更加突出。（Kose et al. 2021, World Bank 2022）这些事态发展已经导致一些国家陷入金融困境，甚至产生违约。此外，疫情造成的经济损失拖累了经济增长，而与俄乌冲突有关的能源和食品价格飙升深化了许多新兴市场国家面临的恶劣处境。

追根溯源，当前美国利率上升对EMDEs金融状况的影响可能极其不利。本文区分了三种不同的对美国利率形成冲击的类型：（1）通胀冲击，这是由美国通胀预期上升所引发的；（2）反应冲击，这是由投资者对美联储转向更强硬立场的预期所引发的；（3）实际冲击，这是由对经济活动增强的预期所引起的。与通胀或反应冲击相关的美国利率上升应该会导致更多不利的溢出效应，这是由于这样的利率上升将伴随着后续疲软的美国经济活动和压抑的投资者情绪。由于美国进口需求强劲和投资者信心高涨的有利影响将在一定程度上抵消借贷成本上升的不利冲击，实际冲击应该会对新兴市场债务产生相对良性的影响。

过去一年美国通胀率的大幅上升，以及美联储转向更激进的紧缩立场，表明美国利率的上升将继续主要受到通胀和反应冲击的推动。可以肯定的是，如果通胀消退的速度比许多学者目前预期的更快，美联储可能会暂停甚至逆转其货币政策的收紧，这将对EMDEs有利。尽管如此，仍存在相当大的不确定性，

大多数学者预计政策利率将在一段时间内保持高位。即使快速的反通胀成为现实，也可能是因为美国经济衰退，这也会影响 EMDEs 的前景。¹

在美联储正在积极实行收紧政策的背景下，本文探讨了美国利率上升对 EMDE 金融和经济状况以及财政结果的影响。特别是，我们旨在回答以下问题：

- 近年来，通胀、反应和实际冲击如何组合推动了美国利率的变化？
- 美国利率变化背后的不同类型冲击如何影响金融市场、资本流动、借贷成本和财政结果？
- 美国利率变化背后的实际、通胀和反应冲击如何影响 EMDE 金融危机的可能性？

因为这些问题中的每一个都需要分析不同情况下可用的不同数据集，并且为了使运用这些数据集的模型尽可能简约，本文采用了三种不同的经验方法。为了确定推动美国利率的实际、通胀和反应冲击的组合，该分析将符号限制贝叶斯 VAR 模型应用于美国债券收益率、股票价格和通胀预期的月度数据。然后，运用面板局部预测模型，以季度频率评估 VAR 模型确定的不同类型美国利率冲击对 EMDEs 金融、宏观经济和财政变量的影响。最后，将 Logit 模型应用于年度数据，以确定这些不同类型的利率冲击如何影响 EMDE 将经历金融危机的概率。

该文件报告了以下主要发现。首先，自 2022 年初以来，利率上升几乎完全是由通胀预期的持续上升和美联储反应功能的明显鹰派转变所推动的，即美联储转向专注于扭转通胀飙升的现状。多数学者和市场参与者预计美联储将进一步收紧政策，因为通胀仍远高于目标，且美联储继续重申价格稳定是其最高优先事项。

其次，这篇论文证实了上述直觉，即由通胀预期和对美联储反应功能的预期变化所驱动的美国利率上升，对 EMDEs 尤其不利。通胀和反应冲击推高了本币债券收益率，扩大了主权风险利差，压低股票价格，造成货币贬值，抑制了资本流动。这些紧缩的融资条件导致 EMDE 政府削减开支，以改善基本预算平衡和减少政府债务。总体而言，这些溢出效应似乎在反应冲击（即市场认为美联储变得更加强硬而导致的美国利率上升）中比在通胀预期冲击中更为明显。反应冲击也减少了私人消费和固定资产投资。

相比之下，对美国利率的实际冲击要温和得多：它们降低了以美元计价的主权利差，提高了股票价格，使实际汇率升值，刺激了实际出口，并促进了资

¹ 详见 Guenette, Kose, and Sugawara (2022) 关于经济前景的讨论，包括全球衰退。

本流动。虽然实际冲击也与基本预算余额的增加有关，但这反映了税收的改善以及支出的减少。

最后，美国利率的上升增加了 EMDEs 面临金融危机的可能性——包括货币、银行和主权债务危机。反应冲击尤其增加了 EMDE 经历危机（特别是货币危机）的可能性；相比之下，由实际和通胀冲击驱动的美国利率上升只会导致危机可能性的微小变化。估计表明，在反应冲击的推动下，美国 2 年期国债收益率上升 25 个基点，几乎使已知的 EMDE 发生金融危机的可能性增加一倍（从 3.5% 增加到 6.6%）。考虑到自今年年初（至 9 月）以来，反应冲击已将 2 年期债券收益率推高了 114 个基点，这意味着新兴市场国家发生金融危机的可能性增加了 36 个百分点，达到近 40%。这种显著上升反映了 Logit 模型中危机发生概率的非线性特征。也就是说，利率冲击的规模增加一倍，导致危机概率增加的规模增加一倍以上。

可以肯定的是，危机概率上升的确切幅度显然是不确定的，因为在估计样本期间没有发生可比较的收益率上升。然而，结果表明，EMDEs 财务困境的可能性大幅增加。这并不令人惊讶，因为财政紧张的大量证据已经出现。许多新兴市场国家今年经历了非常剧烈的货币贬值，而且远远不能用推高美元的标准宏观经济因素（利率差异和避险动机）来解释。在过去一年中，7 个新兴市场国家经历了对美元至少 30% 的贬值，21 个新兴市场国家与国际货币基金组织（IMF）达成了额外融资协议。

本文对美国利率的决定因素及其对 EMDEs 的溢出效应的文献的几个领域做出了贡献（见附录 A1 的全面文献综述）。一个分支表明，利率因美联储公告而发生的变化可能反映了市场对此类公告动机的解读——例如，经济活动前景的变化、通胀前景的变化或美联储反应函数的转变。本文进行了扩展分析，并首次将 Covid-19 疫情爆发以来美国利率的演变分解为实际、通胀和反应冲击的单独贡献。

研究的第二个分支关注货币政策冲击（主要但不完全是美国的政策冲击）对外国金融市场和经济的溢出效应。²然而，只有少数研究——Arteta et al.

² 这些研究包括：Rogers et al. (2014); Bauer and Neely (2014); Chen, Mancini-Griffoli, and Sahay (2014); Mishra et al. (2014); Takáts and Vela (2014); Eichengreen and Gupta (2015); Bowman et al. (2015); Glick and Leduc (2015); Neely (2015); Bruno and Shin (2015a,b); Aizenman et al. (2016); Ahmed et al. (2017); Chari, Stedman, and Lundblad (2017); Curcuru et al. (2018); Albagli et al. (2019); Kalemli-Özcan (2019); Gilchrist, Yue, and Zakrajšek (2016, 2019); Kearns et al. (2019); Brauning and Ivashina (2020); Hoek, Kamin, and Yoldas (2021, 2022); Ferrari, Kearns, and Schrimpf (2021); and Ha (2021).

(2015) ; Hoek, Yoldas, and Kamin (2021, 2022) ; IMF (2021) ; Iacoviello and Navarro (2019) ——研究了美国利率变化对 EMDE 金融市场的影响如何不同, 表明这取决于它们是否对经济增长、通货膨胀或对美联储反应函数的预期的变化作出反应。这些论文大多关注新兴市场债务对政府债券收益率、资本流动和其他金融资产的溢出效应, 而本文首次超越了这些变量, 展示了不同类型的美国冲击如何影响政府平衡、支出、收入和债务, 并扩展了所研究的 EMDEs 样本。

最后, 大量文献研究了金融危机的决定因素, 包括 Kraay and Nehru (2006) , Manasse and Roubini (2009) , and Kose et al (2021) 。³后两篇文章发现, 美国利率的上升增加了下一年 EMDEs 发生金融危机的可能性。本次研究首次考察了不同类型的美国利率冲击——实际、通胀和反应——如何影响 EMDE 金融危机的可能性。

二. 方法论

1. 区分通货膨胀、反应和实际冲击

美国利率上升的影响背后的一个关键因素是实际、通胀和反应冲击之间的差异。实际冲击被定义为由美国经济活动前景变化引起的利率变化, 他们被认为是能够提高美国收益率和美国股票价格的。通货膨胀冲击被定义为反映通货膨胀前景变化的利率变化; 是那些提高美国收益率但降低股票价格, 同时提高通胀预期的因素。最后, 反应冲击被定义为由于市场对美联储反应功能的看法发生变化而导致的利率变化。它们被认为是那些像通胀冲击一样提高美国收益率但降低股票价格的因素。然而, 与通胀冲击不同的是, 反应冲击被认为会降低通胀预期。

为了将美国利率变动分解为不同类型的冲击, 该分析建立在 Matheson and Stavrev (2014) 开发的方法基础上, 并采用具有随机波动率的符号限制贝叶斯 VAR 模型 (详见附录 A2) 。数据为月度数据, 从 1982 年 1 月到 2022 年 6 月。模型包括四个变量: 2 年期和 10 年期债券收益率、标准普尔 500 指数和通胀预期 (详见表 A1) 。除了 2 年期收益率外, 还包括 10 年期收益率, 用于捕捉通胀预期和未来货币政策决定的不变部分。

模型表示为:

$$Y_t = BX_t + M_t$$

³ 关于更广泛的评论, 参见 Kaminsky, Lizondo, and Reinhart (1998); Frankel and Saravelos (2012); and Chamon and Crowe (2012).

其中 Y_t 是内生变量的 $n \times 1$ 向量， X_t 是滞后因变量和截距项的 $n \times p+1$ 向量，并且其中 p 是滞后时长， B 是系数矩阵，并且 M_t 是残差的 $n \times 1$ 向量。

作为识别策略的一部分，对四变量 VaR 模型施加以下符号限制：

$$\begin{bmatrix} \mu_t^{TB2} \\ \mu_t^{TB10} \\ \mu_t^{SPX} \\ \mu_t^{E\pi} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} + & + & + & * \\ + & + & + & * \\ - & + & - & * \\ - & + & + & * \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_t^{reaction} \\ \varepsilon_t^{real} \\ \varepsilon_t^{inflation} \\ \varepsilon_t^* \end{bmatrix}$$

其中 μ_t^{TB2} 和 μ_t^{TB10} 代表对 2 年期和 10 年期美国国债收益率简化形式的冲击， μ_t^{SPX} 代表对标准普尔 500 指数的冲击， $\mu_t^{E\pi}$ 代表对预期通货膨胀的冲击。实际冲击 ε_t^{real} 被确定为提高 2 年期和 10 年期利率（TB）、通胀预期（ $E\pi$ ）和股票价格（SPX）的冲击。通胀冲击 $\varepsilon_t^{inflation}$ 提高了利率和通胀预期，但降低了股票价格。反应冲击 $\varepsilon_t^{reaction}$ 提高利率，但降低通胀预期和股票价格。对 2 年期和 10 年期国债收益率的限制确保了已定义的冲击反映了美联储常规和非常规政策举措的变化。

2. 估计对 EMDEs 的影响

在识别美国利率冲击的基础上，分析使用面板局部预测模型来评估不同冲击对 EMDE 借贷成本和债务负担的影响。该方法评估了这些冲击如何影响与借贷成本相关的 EMDE 资产价格指标，以及实际和财政变量。

面板局部预测模型用于将上一节中确定的美国利率冲击与 EMDE 变量联系起来。该模型遵循 Jorda（2005）的方法，通过连续的回归模型确定不同层位（ h ）的脉冲响应函数：

$$y_{i,t+h} = \alpha_{i,h} + x_{i,t}\delta_h + shock_{i,t}\beta_h + \mu_{i,t+h}$$

其中 $\alpha_{i,h}$ 是横截面固定效应， $x_{i,t}$ 是控制变量的向量， $shock_{i,t}$ 是美国利率的冲击。根据数据可用性，17 至 38 个 EMDEs 的模型将前置八个季度。因变量包括 3 个月和 10 年本币政府债券收益率、主权利差、资本流动、公共本币和外币债务总额与 GDP 之比、短期债务、实际 GDP、消费者价格通胀和实际有效汇率（详见表 A2）。⁴控制变量根据因变量的不同而略有不同，如表 A3 所示，但

⁴ 实际有效汇率用于更好地捕捉 EMDEs 中的金融状况，并说明高通胀情况。在本文中，“资本流动”被定义为新兴市场和发展中国家的净投资组合和其他投资负债的增加，不包括外国直接投资负债。

通常包括 GDP、CPI、资本流动、政府债务、实际汇率和政策利率（表 A2 显示了控制变量的转换）。

该模型还被扩展以说明基于对 EMDEs 的主权信誉的响应而产生的或有差异，将其区分为投资级和非投资级。投资和非投资 EMDEs 的评级基于 Kose et al. (2017) 并使用惠誉国际评级 (Fitch Ratings)、穆迪 (Moody's) 和标准普尔 (Standard and Poor's) 的平均外币长期主权债务评级。使用虚拟变量方法，其中，如果在时间 t 的平均评级低于投资等级，则将 I_t 设置为等于 1，否则设置为 0。因此，依赖于状态的脉冲响应函数成为虚拟变量和内生变量的函数：

$$y_{i,t+h} = I_t [\alpha_{A,i,h} + x_{i,t} \delta_{A,h} + \text{shock}_{i,t} \beta_{A,h}] + (1 - I_t) [\alpha_{B,i,h} + x_{B,i,t} \delta_{B,h} + \text{shock}_{i,t} \beta_{B,h}] + \mu_{i,t+h}$$

3. 金融危机概率建模

最后，我们分析了不同的美国利率冲击如何影响 EMDEs 中金融危机的概率。为此，我们使用了 Kose et al. (2021) 中的 logit 模型评估过去 50 年来不同潜在冲击对 EMDEs 危机概率的影响。这是使用 1985 年至 2018 年的年度数据估计的。危机事件的定义是基于在 2017 年基础上修订的 Laeven and Valencia (2020)，并在 Kose et al. (2021) 的研究中进行了扩展。包括主权债务、银行和货币危机。

模型估计为：

$$Y_{i,t} = \beta' X_{i,t-1} + \mu_i + \epsilon_{i,t}$$

其中， $y_{i,t}$ 是国家 i 在第 t 年的银行、货币或主权债务危机的二元变量，如果发生危机，则取值 1； $X_{i,t-1}$ 是危机决定因素的向量，包括实际、通货膨胀和反应冲击以及其他控制变量； μ_i 捕捉未观察到的国家异质性； $\epsilon_{i,t}$ 是残差。基本规范是具有随机效应的面板 Logit 模型，因为 Hausmann 检验表明随机效应模型适用于债务和银行危机。就稳健性而言，附录给出了具有随机效应的 Probit 模型（表 A6）和具有固定效应的 Logit 模型（表 A7）的结果。

三. 数据

1. 美国利率冲击的识别

表 A1 提供了用于分解美国利率冲击的 VAR 模型中包含的数据。该表呈现了数据源中的数据如何转换到模型中。由于美国利率在过去四十年中的长期下降，使用一阶差分将数据转换为平稳数据，将重点放在商业周期中的冲击。股

票价格由标准普尔 500 综合指数衡量，并使用对数第一差值转换为百分比变化。从 2003 年起使用 5 年盈亏平衡通货膨胀率。⁵

2. 对 EMDEs 的影响

面板局部预测模型中包含的数据在表 A2 中提供，包括金融、实际和财政变量（详情见附录图 A1-A3）。季节性调整数据在可用时使用，或使用 X13-ARIMA-SEATS 进行调整（U.S. Census Bureau 2017）。数据主要来自 Haver Analytics，以季度频率收集尽可能长时间的所有可用数据。使用季度数据是因为它是大多数财政相关变量的最高可用频率——这是本文的重点。用于衡量不同美国利率冲击影响的数据集因因变量而异。在短期收益率方面，最受限制的国家样本量包括 1997 年第四季度至 2019 年第四季度的 19 个经济体，这是一个由 768 个观察数据组成的不平衡面板（表 A3）。⁶使用的最大国家样本，例如资本流动，包括 1997 年第二季度至 2019 年第四季度的 36 个 EMDEs——一个由 1547 个观察结果组成的不平衡面板。表 A4 中提供了所有回归中包含的 EMDEs。

为了将之前确定的月度货币政策冲击转化为季度频率，并反映 2 年期美国国债收益率的一个百分点的变化，这些冲击以两种方式进行调整。首先，考虑到月度冲击是第一个差异，通过在每个季度内添加月度变化来转换为季度变化。其次，为了使跨冲击的解释具有可比性，使用了 2 年收益率的历史分解中所有冲击的贡献。⁷

3. 危机的相关因素

基于 1985-2018 年年度数据的 139 个 EMDEs 面板数据集，使用 Logit 和 Probit 模型估计危机概率。所选择的变量是基于关于危机的预警指标文献中的实证研究结果（见 Kaminsky, Lizondo, and Reinhart 1998; Frankel and Saravelos 2012; 以及 Chamon and Crowe 2012 中的广泛复查）和文献 Kose et al. (2021)。该面板包括关于债务（公共和私人）、国际收支以及不动产、银行和金融部门的数据（表 A5）。

四. 结果

1. 美国利率变动的分解

⁵ 5 年期债券的使用基于数据可用性，并作为在获取 2 年期和 10 年期收益率信息之间的折中。在 2003 年之前，通胀预期序列基于 Haubrich, Pennacchi, and Ritchken (2012) 的模型估计。

⁶ 模型排除了 2008 年第四季度至 2009 年第四季度的观测数据，以说明全球金融危机期间的情况。

⁷ 历史分解将 2 年收益率划分为每个冲击对其随时间演变的贡献。

上述符号限制贝叶斯 VAR 模型用于将美国债券收益率的变动分解为各自冲击的贡献。对增长、通胀和美联储反应函数的预期不断变化，解释了两年期债券收益率变化的三分之二（图 1B）；使用 10 年期收益率会产生非常相似的结果。实际冲击是美国 2 年期利率变化的最大因素，解释了 10 个月后 39% 的变化。对通胀预期的冲击是第二大因素，占利率变化的 14%，而对美联储反应功能的认知的冲击则占 13%。

在不同程度上，这些冲击很好地跟踪了 2 年期收益率的变化。实际冲击是显著的决定因素（图 2a）。确定的实际冲击也与经济活动的实际变动密切相关，这反映在美国工业生产的演变中（图 2b）。工业生产放缓和负增长的时期伴随着对利率的负面实际冲击，而增长加速的时期则很好地解释了正面实际冲击。

对通胀预期的冲击也是债券收益率的重要决定因素，特别是在样本期的第一部分，通胀担忧更为突出（图 2C）。通胀冲击与 5 年通胀预期的变动密切相关，通胀预期下降的时期与负通胀冲击一致，反之亦然（图 2D）。

市场对美联储的反应函数显示了对经济和金融发展的鸽派（消极反应冲击）和鹰派（积极反应冲击）反应的不同阶段（图 2e）。⁸这些冲击与美联储立场的其他可能描述没有直接比较。反应冲击大致遵循美联储政策偏好的其他描述，包括 Istrefi（2019） and Bordo and Istrefi（2021）。反应冲击显示出与联邦基金期货曲线 2 年预期斜率的弱相关性（图 2F）。

2. 美国利率大幅波动期间的冲击分解

本节进一步探讨了不同的冲击如何驱动美国国债收益率的变化，以及对 EMDEs 的影响。它聚焦于最近的两个事件：I）2013 年的“缩减恐慌”（Taper Tantrum）和 II）包括 COVID-19 疫情和俄乌冲突的时期。（附录 A3 探讨了其他事件，包括 1994 年的债券市场动荡、2000 年代全球金融危机的形成以及 2010 年代后半期的上涨周期。）通过将国债收益率的变动分解为实际、通胀和反应冲击（图 3），为讨论提供了信息。对这些事件的探索突出了通货膨胀和反应冲击对 EMDEs 金融状况的不利影响。例如，2013 年的“缩减恐慌”（taper tantrum）——反应冲击占主导地位——导致 EMDEs 金融市场发展混乱。最近，通货膨胀，尤其是加上反应冲击，预示着 EMDEs 金融紧张的可能性上升。

⁸ Romer and Romer (2004) 通过捕捉美联储“试图对经济施加紧缩影响以降低通货膨胀”的日期来衡量货币政策冲击。因此，这种方法最接近本文的通货膨胀和反应冲击；尽管如此，他们的冲击与本文的通货膨胀或反应冲击之间实际上没有相关性。Aruoba and Drechsel (2022) 通过使用自然语言处理技术改进了叙事方法。同样，该方法与本文中确定的反应和真实冲击的相关性较低，在 0.2 或以下。

（1）缩减恐慌。2013 年 5 月，美联储主席出人意料地表示，美联储将开始缩减资产购买规模，结束量化宽松的第三轮量化宽松计划。作为回应，10 年期政府债券遭遇大幅抛售，这些债券的收益率大幅上升约 100 个基点——这一事件被称为“缩减恐慌”（taper tantrum）。2 年期债券收益率几乎没有上升，可能反映出美联储预计在一段时间内不会提高短期利率。几乎所有 10 年期国债收益率的增长都是由反应冲击造成的（图 3A）。

这些事态对 EMDEs 金融市场具有相当大的破坏性。它们的货币贬值，主权利差在 5 月至 6 月间上升了 60 个基点，长期收益率飙升，股票价格下跌。由于投资者风险厌恶情绪高涨，流向新兴市场债务的投资组合和银行资金大幅下降，外币债务占 GDP 的比重上升趋势在几个季度内受到抑制。尽管有这些影响，但很难确定对 EMDEs 国内经济状况的影响——其国内生产总值增长似乎几乎没有受到影响。也许是因为结构脆弱性不像前几十年那么明显，新兴市场和发展中经济体很少发生金融危机。

（2）新冠肺炎、俄乌冲突、通胀上升以及美联储的反应。在新冠肺炎开始时，经济活动崩溃，通胀下降，美联储将联邦基金利率推回至零，国债收益率暴跌。随后，在经济活动和通胀复苏的推动下，短期国债收益率保持在接近零的水平，而 10 年期国债收益率则有所上升。到 2021 年 9 月，2 年期国债收益率开始上升，这是对通胀上升和早于预期的美联储紧缩的相关回应，联邦公开市场委员会（FOMC）在 12 月和 1 月的会议上宣布批准了这一预期。2022 年 2 月底，俄乌冲突爆发，引发食品和能源价格进一步上涨，加剧了通胀压力。五年盈亏平衡通胀预期在该系列 20 年历史上首次突破 3%。美联储在 2022 年 3 月将政策利率提高了 25 个基点，5 月提高了 50 个基点，6 月、7 月、9 月和 11 月提高了 75 个基点——这是自 20 世纪 90 年代以来最快的加息速度。收益率也急剧上升，既反映了通胀预期的上升，也反映了对美联储反应功能的重新评估，认为其比之前预计的更加强硬（图 3B）。2022 年至今，反应和通胀冲击占收益率累计增长的四分之三。

在 2020 年 3 月最初的流行病相关动荡中，EMDEs 金融市场的所有指标——货币、债券估值和股票——都崩溃了，然后，在美联储和其他主要央行采取宽松措施后，在 2021 年初稳步改善。在这一点上，EMDEs 金融市场总体上停滞不前，然后在 2021 年 9 月后出现不同程度的恶化，当时对美联储紧缩的预期增加，短期国债收益率开始大幅上升。与此同时，EMDEs 的投资组合和银行资金流在 2020 年末和 2021 年初从疫情“突然停止”中强劲反弹，到年底急剧下降。EMDEs 在 2022 年第一季度的债券发行比 2016 年以来的任何一个第一季度都要弱。2022 年 3 月的俄乌冲突使流向 EMDEs 的股权和债务急剧转为负值，而

EMDEs 的财务状况已达疫情开始以来的最严峻水平。投资者的风险偏好受到俄乌冲突、中国与新冠疫情相关的流动限制、增长前景疲软以及发达经济体利率上升的影响。

3. 美国利率冲击对 EMDEs 的影响

本节比较了通过 VAR 分析确定的美国利率冲击对 EMDEs 中的金融、实际和财政变量的影响。如上所述，这些效应的估计基于面板局部预测模型。图 4-6 显示了当美国 2 年期国债收益率受到 25 个基点的冲击——分别来自通胀、实际和反应冲击——对 EMDEs 各个变量的影响（更多详细信息，另请参见附录图 A4-A6 对八个季度的影响）。⁹冲击的规模大致相当于 20 世纪 80 年代以来两年期收益率变动一个标准差。

（1）金融市场反应。如图 4 所示，由反应冲击驱动的美国利率上升与 EMDEs 金融市场的不利变动有关，包括 10 年期收益率和主权利差（EMBI+）的显著上升、资本流动的下降以及实际汇率的贬值。此外，短期利率上升，股票下跌，尽管这些变动在统计上并不显著。通胀冲击之后还会出现 10 年期国债收益率上升、资本流动减少、实际汇率贬值和股价下跌。然而，除最后一项外，这些变动在统计上也并不显著。

相反，对美国利率的实际冲击往往伴随着 EMDEs 金融市场的良性短期波动，包括主权利差的显著下降、资本流动的增加、股票价格的上涨和实际汇率的升值（图 4）。10 年期政府债券收益率上升，但这是意料之中的事，因为债券市场是全球一体化的，即使是发达经济体的债券收益率也往往与之密切相关。

（2）经济活动反应。如图 5 所示，美国利率冲击的影响并不局限于金融变量，因为它们在一个季度后对经济活动和 EMDEs 中的消费者价格通胀也有统计上的显著影响。（附录图 A5 将分析扩展到 8 个季度）。反应冲击与实际国内生产总值各组成部分，特别是固定投资和私人消费支出的大幅下降有关（图 5A）。¹⁰相反，实际冲击导致实际出口增加，而其他支出组成部分保持不变。这与美国更强的实际活动对 EMDEs 贸易的积极溢出效应一致。此外，通胀冲击导致 EMDEs 国内消费者价格通胀大幅上升，而实际冲击则降低了 EMDEs 国内消费者价格通胀（图 5B）。

⁹ “通货膨胀冲击导致利率上升 25 个基点”、“25 个基点的通货膨胀冲击”和“通货膨胀冲击”在本节中可互换使用。真实冲击和反应冲击也是如此。美国利率反映了 2 年期债券收益率的变化。

¹⁰ 参见 Arbatli et al (2022)关于美国货币政策影响 EMDEs 投资结果的渠道的公司层面证据。

(3) 财政反应。如图 6 所示，EMDEs 中的财政响应在美国实际、通胀和反应冲击之间存在差异。¹¹通货膨胀，以及对美国利率的反应冲击之后，基本余额有所改善（赤字较小或盈余较大；图 6A）。尽管在反应冲击的情况下，实际国内生产总值有所下降，但这几乎完全是政府支出下降的结果。最有可能的是，通胀和反应冲击引发的信贷成本和可获得性收紧，导致政府削减支出。实际冲击也与基础收支的大幅增加有关，但这反映了政府收入的增加和政府支出的减少。最后，为应对所有三种冲击而收紧财政政策导致政府债务与 GDP 之比下降，尽管这仅在实际冲击的情况下具有统计意义（图 6B）。

(4) 政府债务的构成。与本文研究的其他变量一样，EMDEs 政府债务的构成对不同的美国利率冲击有不同的反应（图 6C-6e）。面对通胀和反应冲击，政府债务的构成发生了变化，表明信贷市场正在收紧。通货膨胀和反应冲击与外部债权人持有的债务在统计上的显著减少以及短期债务的最终增加有关。通胀冲击导致外币债务变化不大，但这类债务在反应冲击后大幅上升。后一种情况可能反映了汇率的贬值，从而推高了外币债务的本币价值。

相反，在应对实际冲击时，外部债权人持有的政府债务占政府债务总额的比例大幅上升，与全球信贷市场的放松相一致。在估算期的大部分时间里，外币债务的份额没有发生重大变化，但短期政府债务（期限为一年或更短）的份额显著下降。这可能反映了财政当局为尽量减少展期风险而主动延长期限，并再次表明信贷市场的准入情况有所改善。它也可能表明这种债务的到期和不可替代。

4. 对投资级和非投资级 EMDEs 的影响。

原则上，人们可能会认为，与基本面较强的经济体相比，较脆弱的经济体对美国加息的反应更为不利。在那些收紧全球融资条件的冲击——即反应冲击——的情况下尤其如此。为了评估这一假设，分析比较了投资级和非投资级 EMDEs 对美国反应冲击的反应。根据惠誉国际评级（Fitch Ratings）、穆迪（Moody's）和标准普尔（Standard and Poor's）的平均外币长期主权债务评级对经济体进行分类。

总的来说，几乎没有证据表明美国利率冲击对金融、经济和财政变量的估计影响在投资级和非投资级 EMDEs 之间存在重大差异（图 7）。可以肯定的是，正如人们所预料的那样，非投资级 EMDEs 在 EMBI+利差、3 个月收益率和 10 年期收益率方面的增幅比投资级 EMDEs 更大，在后一种情况下，这种差异甚至在统计上是显著的。

¹¹ 与之前的数字不同，我们显示了 8 个季度的反应，因为财政政策的调整可能需要时间。

但在其他方面，对这两组国家的溢出效应非常相似，在统计上无法相互区分。这与 Chen et al. (2014) 的观点不一致，Ahmed et al. (2017) 和 Bowman et al. (2015) 研究发现，对于基本面较强的国家，美国货币政策的溢出效应较小。然而，其他研究发现基本面的作用有限，包括 Eichengreen and Gupta (2015) 以及 Aizenman et al. (2016)。因此，这一问题仍未解决，需要进一步研究。

5. 危机的相关因素

如上所述，对美国利率的冲击对 EMDEs 金融市场、实际活动和财政选择具有明显的影响。本节着眼于这些影响是否会增加 EMDEs 发生银行、货币和主权债务危机的可能性。Kose et al. (2020) 的方法如下：他们的论文显示，美国实际利率每上升 2 个百分点（约为典型加息周期累计升幅的一半），货币危机的可能性就会增加一半：从 4.1% 增加到 6%。本文扩展了他们的分析，以评估美国利率的实际、通胀和金融冲击是否对危机的可能性有不同的影响。

自 20 世纪 80 年代和 90 年代以来，新兴市场和发展中经济体发生金融危机的频率有所下降，但银行、货币和主权债务危机事件仍在继续发生（图 8A）。尽管危机的可能性与几个因素有关，但它们通常发生在政府债务积累较多、经济成果较弱以及宏观经济和金融脆弱性较大的时期（Kose et al. 2021）。

为了评估美国不同类型的利率冲击对金融危机发生可能性的影响，对一个标准的 Logit 模型进行估计。估计结果如表 1 所示。该模型针对 Laeven and Valencia (2020) 确定的三种不同类型的金融危机进行估计：主权债务危机、银行危机和货币危机。¹²当存在危机时，因变量是等于 1 的虚拟变量，否则为 0。控制变量包括表 A5 中的变量。该分析估计了三种类型的冲击对三种类型的危机的影响，然后将它们组合成一个单一的危机指标，该指标可以解释三种类型危机中任何一种危机的发生。

（1）边际影响。表 1 顶部的三个冲击的系数表示由这些冲击驱动的美国利率上升 100 个基点对 EMDEs 经历金融危机的概率的边际影响。结果表明，到目前为止，反应冲击是金融危机最重要的驱动因素，对“货币危机”和“所有危机”类别产生了巨大而显著的影响。相比之下，通胀冲击的影响较小且不显著。实际冲击降低了 EMDEs 债务危机的可能性（与上述实际冲击对金融市场和其他

¹² 主权债务危机被定义为政府对私人债权人的违约和/或债务重组。银行危机是指银行系统出现重大困境，同时为应对重大损失而采取重大银行政策干预措施的事件。货币危机被定义为对美元的“急剧”名义贬值（至少 30%）。欲知更多详情，请参阅 Laeven and Valencia (2020)。

变量的良性影响一致)；虽然它们增加了货币危机的可能性，但它们的作用远小于反应冲击。

(2) 危机发生的概率。在本节中，分析从描述美国利率冲击对危机概率的边际影响转向其对整体危机概率的影响。

在一个平均水平的 EMDE 中，从 1985 年到 2018 年，面临任何类型的危机（当解释变量处于样本均值时）的概率为 3.5%——货币和银行危机的可能性最大，主权债务危机的可能性最小（图 8B）。如果美国 2 年期国债收益率在反应冲击的推动下上升 25 个基点，那么危机的估计概率将增加一倍，达到 6.6%。

2022 年，反应冲击导致 2 年期国债收益率上升 114 个基点，这表明 EMDEs 发生金融危机的可能性大幅增加。根据模型估计，假设所有其他变量保持其样本平均值，平均 EMDE 发生金融危机的概率增加了 36 个百分点，达到近 40%。这似乎是一个非常大的增长，如上所述，由反应冲击驱动的 25 个基点的增长只会将危机的可能性提高 3 个百分点。这可以用 Logit 模型估计的利率冲击与危机发生概率之间的非线性关系来解释：利率冲击增加一倍，危机发生概率增加一倍以上。¹³

可以肯定的是，必须在估计值周围设置一个非常大的置信区间。在 1985-2018 年估算期内，没有出现像 2022 年那样大幅快速的收益率上升，因此不确定该模型在当前时刻的表现如何。然而，考虑到新兴市场债务的增加、全球增长的放缓以及最近外汇储备的枯竭，几乎没有乐观的理由。事实上，根据 Laeven and Valencia (2020) 的定义，2022 年有 7 个 EMDEs 经历了货币危机，21 个 EMDEs 与 IMF 达成了额外融资协议。

五. 稳健性

我们进行了几次稳健性测试，以检查结果的敏感性。基于 VAR 的美国利率分解是使用每周数据（如有）而不是每月数据计算的。此外，分析不是确定三个冲击，而是简化为确定两个——实际冲击和货币冲击，其中货币冲击结合了通货膨胀和反应冲击。该模型还扩展到包括实际 GDP 和个人消费支出（PCE）通胀，并在假设对这两个变量没有同期影响的情况下确定冲击，以确保实际、通胀和反应冲击独立于当前经济状况。最后，稳健性检验不是使用 2003 年以来基于 TIPS 的通胀预期，而是使用 Haubrich, Pennacchi, and Ritchken (2012) 计算的通胀预期。在所有情况下，结果没有实质性差异，关于美国利率围绕显著紧

¹³ 这种非线性源于模型中嵌入的 logistics 函数的使用，但它也是对现实的很好描述。当借贷成本较低时，小幅上涨不太可能导致太大的困境，但当借贷成本较高时，即使小幅进一步上涨也可能引发大范围的违约。

缩事件的变化叙述大体上保持不变。此外，结果继续表明，通货膨胀和反应冲击对 EMDEs 金融和财政变量的影响比实际冲击更不利，尽管现在通货膨胀冲击的重要性似乎比反应冲击更大。

就面板局部预测模型而言，无论国家样本中是否包含中国，结果基本不变。在危机概率方面，除了上述面板 Logit 模型外，还估计了具有随机效应的面板 Probit 模型和具有固定效应的 Logit 模型；虽然边际影响有所不同，但总体结果是相同的：实际冲击降低了债务危机的概率，而反应冲击和实际冲击提高了货币危机的概率。并且只有反应冲击导致任何类型的 EMDEs 危机事件的概率在统计上显著增加。

六. 结论

EMDEs 正在经历一个充满挑战的时期。全球通胀处于数十年未见的水平，美国联邦储备委员会可能需要继续收紧政策，导致全球融资环境更加不利。所有这一切都发生在许多 EMDEs 的公共和私营部门处于前所未有的高债务水平的环境中，以及与疫情相关的经济创伤以及一定程度上由俄乌冲突导致的食物和能源成本上升，本文提供了一个关于美国利率上升对 EMDEs 的影响的观点。

美国利率上升的最终影响取决于推动利率上升的冲击类型。本文将美国利率变动分解为由通胀预期（通胀冲击）、央行政策立场变化（反应冲击）和更好的经济活动（实际冲击）驱动的利率变动。分析发现，过去一年美国利率的快速上升既反映了通胀预期的上升，也特别反映了美联储反应功能向更强硬立场的转变。这是第一篇将美国利率在疫情期间大范围衰退、随后的经济复苏和全球通胀反弹过程中的演变分解为实际、通胀和反应冲击的独立贡献的论文。

由于美国利率的持续上升主要是由通货膨胀和反应冲击推动的，EMDEs 的前景非常令人担忧。本文的研究结果表明，通货膨胀和反应冲击将带来金融条件收紧和对 EMDEs 更不利的经济后果：主权利差扩大、资本流动下降、股票价格下降、实际汇率贬值以及消费和投资下降。此外，紧缩的融资条件导致 EMDEs 政府削减开支，以改善基本预算平衡和减少政府债务。这些不利影响与更好的经济活动对美国利率的实际冲击形成了鲜明对比，后者往往对 EMDEs 的金融状况产生更为良性的影响。美国利率的实际冲击也与基本预算平衡的增加有关，并反映了税收的改善以及支出的下降。

最后，本文表明美国利率变化也会影响 EMDEs 面临金融危机的可能性。特别是，反应冲击大大增加了危机的可能性——尤其是货币危机。鉴于美国 2 年期国债收益率在反应冲击的推动下上升 25 个基点，在给定的 EMDEs 中，下一年发生金融危机的可能性增加了一倍，达到 6.6%。考虑到自 2022 年初以来，反应冲击估计已将 2 年期国债收益率推高了 114 个基点，这意味着金融危机的可

能性增加了 36 个百分点。相比之下，由实际和通胀冲击驱动的美国利率上升只会导致金融危机的可能性发生很小的变化。

这些结果凸显了许多 EMDEs 所面临的不稳定局面。与 20 世纪 90 年代中期和 2013 年一样，不利的货币政策冲击——最关键的是反应冲击——目前占主导地位，它们将继续成为美国利率上升的主要驱动力。这种变动可能导致金融市场的动荡。它们还可能加剧 EMDEs 财政支出的周期性削减。最终，这些冲击可能会导致某些新兴市场国家发生金融危机。

本文原题名为 “How Do Rising U.S. Interest Rates Affect Emerging and Developing Economies? It Depends”。本文作者 Carlos Arteta 和 Franz U Ruch 就职于世界银行 Prospects Group，Steven Kamin 就职于美国企业研究所。本文于 2022 年 12 月发布于世界银行的政策研究工作文件。[单击此处可以访问原文链接。](#)

长期失业与强制工作搜寻

Heike Vethaak, Bas van der Klaauw /文 孔祥奕/编译

导读：本文研究发现求职者的盲目乐观以及倾向寻找与过去工作相关的工作导致了长期失业。本文利用荷兰一项计划的数据，该计划要求失业者寻找并从事与以前职业无关的工作。这种强制要求恶化了劳动力市场的结果。本文研究表明，调查员会议有助于失业者找到工作，强迫求职者进行更广泛的职业选择降低了找到工作的可能。编译如下：

在最近的研究中，Spinnewijn et al. (2021) 认为，失业者的求职偏见是导致长期失业的原因。Krueger & Mueller (2016) 和 Mueller et al. (2021) 认为，失业者过于乐观并且经常寻找与他们以前工作相似的工作。因此，越来越多的OECD 国家要求面临长期失业风险的求职者寻找和接受超出其先前工作范围的工作。如果这种方法能够减少失业者的求职偏见，那么这种低成本的干预就是很有效的。

最近的一篇文章认为，扩大求职范围会使得失业者受益。这一观点通过鼓励申请更广泛的职位空缺 (Altmann et al., 2018; Belot et al., 2019) 得到了证实。然而，利用鼓励的结果来制定强制性的政策并不合理。强制性政策是对大众均施行的，而鼓励的结果只反映了对鼓励有反应的人。人们对强制性政策的反应可能与对鼓励的反应是不同的。

荷兰失业保险管理局 (UI) 制定了一项计划，鼓励领取失业保险 6 个月以上的失业者更广泛地寻找工作。该计划从调查员会议 (Caseworker Meeting) 开始，来评估失业者过去的求职行为。调查员如果认为失业者过去的求职范围太窄，会要求失业者扩大求职范围。调查员会为失业者提供两个更广泛的职位，失业者先申请这些职位，然后也要广泛寻找其他职位。在下次会议上，调查员将会评估失业者的任务完成情况。

Van der Klaauw & Vethaak (2022) 研究了这项求职计划。该计划是包括了 130,000 多名失业者的随机对照试验。结果表明，参加该计划的失业者平均使领取失业保险的周数减少了 1.8 周，保险支付金额减少了 1,200 欧元。两种影响均显著。该方案能够帮助失业保险管理部门降低成本。工人收入的平均增长小于保险金的减少。

该计划包括调查员的会议和更广泛的求职搜寻。已有文献证实了调查员会议对求职的积极影响 (Maibom et al., 2017; Schiprowski, 2020)。为了评估更广泛的搜寻任务，在当地办事处内，失业者被随机分配给调查员，不同调查员按照不同比例给失业者分配搜寻任务。这种方法能够估计对参加调查员会议的失业者实施更广泛的搜寻任务的额外影响。

实证结果表明，更广泛的工作搜寻不能改善劳动力市场的结果。相反，这会减少找到工作的可能，延长了领取失业保险金的时间。广泛的工作搜寻下，失业者找到的工作质量并不高，签订长期合同的较少，每周的工作时间也更短了。这意味着是调查员会议导致了工作搜寻计划的积极影响。

本文发现广泛求职的影响与过去的研究矛盾，之前的研究表明广泛的求职带来积极的影响。本文中广泛求职是强制性计划的一部分，而之前的研究考虑的角度是信息处理。Belot et al. (2019) 为在线求职平台上的求职者提供职位，这些职位是更广泛的求职机会，个人很容易忽略这些职位。Altmann et al. (2018) 研究了一本关于实习更广泛求职的小册子，这个小册子在福利管理局发放。“信息治疗”在长期失业风险高的失业者中最为明显。Skandalis (2019) 指出，当媒体宣布一家工厂招聘后，这家工厂的求职者里居住在更远的地方的人会增多。

信息处理可能主要影响乐观的失业者重新求职的信念。调查员安排强制性任务的可能是另外的失业者。本文研究发现强制搜寻对最可能接受任务的失业者造成的不利影响最大。调查员主要是让求职面较窄的失业者开始更广泛的求职。这些人可能具有专业能力，从细分领域的求职中受益最多，在接受强制性求职前正在优化求职方向。

在之前的研究中，Zimmermann et al. (2015) 认为，针对性信息提供可以降低长期失业风险。然而，前文的讨论表明，来自接受鼓励或信息处理的求职者的结果不容易转化为解决劳动力市场问题的有效方案。制定的方案往往是强制性的，面向的求职者比接受鼓励或信息处理的求职者要多。调查员在这项计划中面对着不同的群体，而不是只有对更广泛搜寻小册子有反应的求职者 (Altmann et al., 2018)。没有强制性任务的调查员会议更像信息处理。如果没有给失业者分配任何任务，调查员会议侧重于更广泛求助的咨询和信息能力。有大量研究表明，调查员会议有助于失业者找到工作 (Card et al., 2010)。

本文原题为“Mandatory Broader Job Searches for Unemployed Workers”。本文作者 Heike Vethaak 是莱顿大学博士生，Bas van der Klaauw 是阿姆斯特丹自由大学经济系教授。本文于 2022 年 12 月刊于经济政策研究中心 CEPR。 [单击此处可以访问原文链接。](#)

极端天气事件的财政影响：欧盟国家的第一个证据

Nicola Gagliardi, Stéphanie Pamies 和 Pedro Arévalo Sá nchez /文 刘铮/编译

导读：应对气候变化的物理影响和支持向净零排放过渡需要各国政府做出大量努力。本专栏介绍了针对选定的欧盟国家进行的第一次量化分析的结果——即气候变化的急性物理风险有哪些潜在财政影响。结果表明，极端天气事件（其频率和规模在未来十年内会加剧）可能会导致一些国家的公共债务负担大幅增加，从而加剧现有的财政脆弱性。编译如下：

气候变化是我们这个时代的挑战。广泛的科学共识是，人类活动对大气中温室气体（GHGs）浓度的增加负有明确责任。因此，在过去的一个世纪里，全球气温显著上升（IPCC，2021）。

为了应对这一生存挑战，欧洲制定了雄心勃勃的目标，力求成为第一个气候中性的大陆——《欧洲绿色协议》目标是到 2050 年实现气候中性，而最近的“Fit for 55”计划则是到 2030 年将净排放量减少至少 55%。欧盟委员会还于 2021 年 2 月通过了新的欧盟适应气候变化战略。

人类活动引起的气候变化增加了物理危害的风险——一种是通过逐渐的（通常是不可逆转的）全球变暖驱动的环境变化（称为慢性物理风险），另一种是通过更强烈和频繁的极端天气事件（称为急性物理风险）（IPCC，2022）。全球变暖每增加 0.5° C，都可能导致极端天气事件（如严重热浪、强降水和干旱）的强度和频率显著增加（IPCC，2021）。非线性和临界点风险可能会进一步增加发生灾难性和不可逆转后果的可能性（Lenton 等，2019）。

最近的证据表明，气候变化导致的物理风险会带来经济和财政后果。不利的经济影响可能通过经济供需方面的冲击发生，其中包括对关键基础设施和财产的破坏、劳动力供给和生产力的降低、消费和投资的降低以及全球贸易流动的中断（Batten 等，2020 年；Batten 2018 年）。

公共财政可能通过多种复杂渠道受到影响。物理危害可能对公共支出造成直接压力（例如，更新受损的资产需要社会转移支出和补贴）。或有负债的显性化（假设发生金融机构陷入困境的问题）也可能直接影响公共财政。此外，由于气候敏感部门和地区的经济活动受到干扰，税收可能减少。气候变化的脆弱性甚至可能影响相关国家的信誉，从而影响其国际融资条件和市场准入（Radu 2021、Zenios 2021、欧盟委员会 2020）。预计向低碳经济的转型也将对宏观经济、结构和预算产生重要影响（Beetsma 等，2022）。

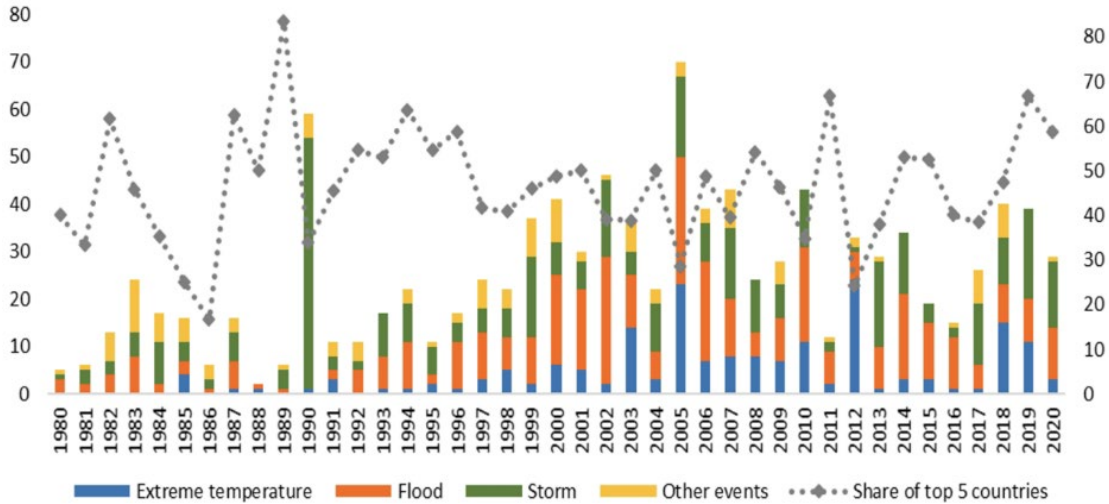
尽管有这些预期的重大影响，但人们对气候变化对公共财政的影响仍知之甚少，并且存在较大的不确定性。在最近的工作中（Gagliardi 等，2022），我们评估了气候变化带来的急性物理风险对公共财政的潜在影响。这是在标准的

欧盟委员会债务可持续性分析（DSA）风险框架下，通过对选定的欧盟成员国进行风格化压力测试来实现的。特别是，我们的目标是捕捉极端天气事件对公共债务动态的影响。

1、欧盟极端天气事件的过去和未来趋势

根据全球自然灾害数据库（EM-DAT；CRED 2020），在 1980-2020 年间，欧盟共经历了 1040 次与天气和气候相关的灾害（图 1）。风暴和洪水占有报告灾害的约 70%（各占 35%），此外还有极端温度事件（18%），野火（8%）、干旱（3%）和山体滑坡（2%）。国家层面的分析表明，就报告的事件而言，一些国家受到的打击比其他国家更严重（例如法国、意大利、西班牙、罗马尼亚和德国）。此外，在过去 20 年中，中东欧国家经历了最大的灾害数量增长（Gagliardi 等，2022）。

图 1 1980-2020 年欧盟气象事件数量（按灾害分组）

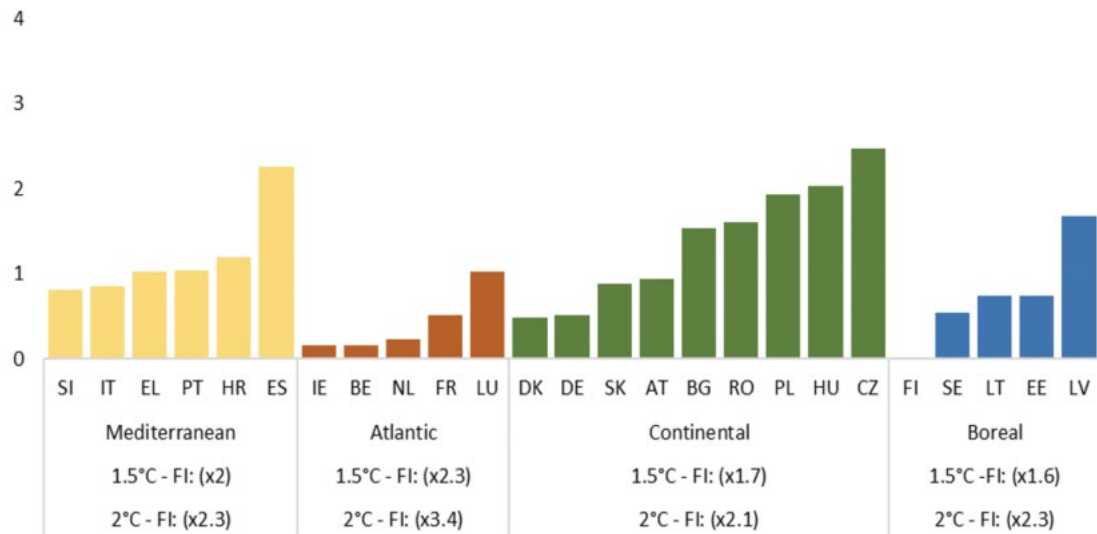


注：左轴代表 1980-2020 年间天气事件数量（按灾害分组）。右轴显示了 1980-2020 年间，受影响最大的 5 个国家（即法国、意大利、西班牙、罗马尼亚和德国）发生的天气事件数量占欧盟总天气事件的比例。

资料来源：Gagliardi 等（2022）基于紧急事件数据库（EMDAT；CRED，UCLouvain）整理。

在这一时期，欧盟国家经济损失平均占 GDP 的 3%。因此，年平均经济损失不到 GDP 的 0.1%。虽然这一总体数字看起来很小，但它掩盖了分布差异——不同时期和不同国家之间的差异很大。例如，在一些成员国，单个事件的成本高达 GDP 的 3%。经济损失数据也极有可能受到漏报的影响。此外，根据前瞻性估计（欧盟委员会，2022 年），由于气候变化，预计未来几十年经济损失将大幅增加（图 2）。

图 2 与极端天气事件相关的经济损失（历史和前瞻性估计），按国家和地区总量（占 GDP 的百分比）



注：根据 EM-DAT 数据集的报告，对于每个国家，条形图代表与 1980-2020 年观察到的单一“极端天气事件”相关的最高未保险经济损失（占 GDP 的份额）。1.5°C 和 2°C 升温情景的前瞻性估计值代表 PEETA IV 项目估计的极端天气事件导致的经济损失的因子增加（Factor Increase, FI）（Feyen 等，2020）。区域总量与 PESETA IV 项目相同。预期经济影响假设没有采取适应措施。

资料来源：Gagliardi 等（2022）基于紧急事件数据库（EMDAT；CRED，UCLouvain）整理，PESETA IV 项目（Feyen 等，2020）。

2、急性物理风险和对公共债务的潜在影响

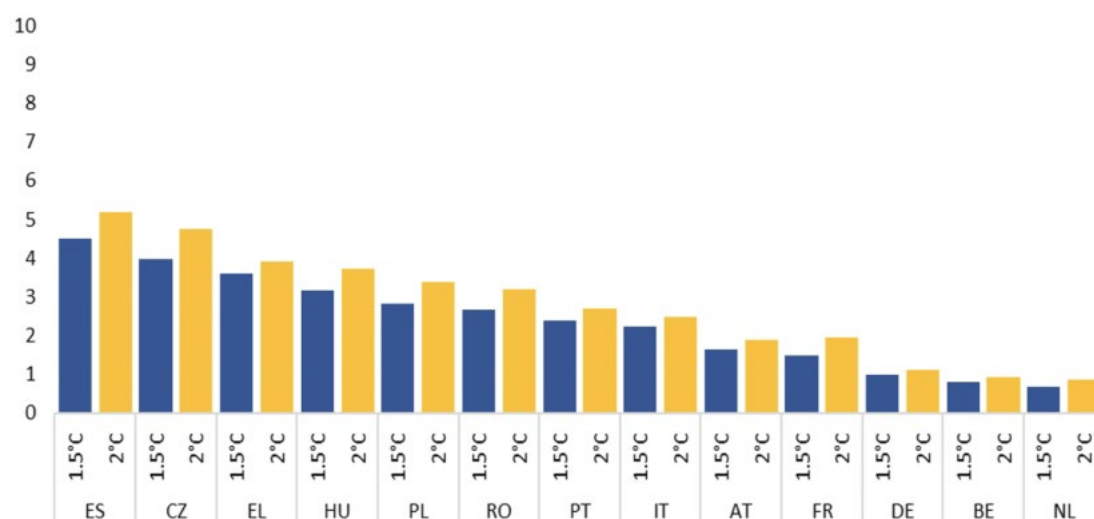
我们的情景分析创新性地利用了过去关于极端天气事件经济损失的历史数据（EM-DAT）和基于 PEETA 研究的前瞻性估计（Feyen 等，2020）。特别是，为了说明气候变化与极端天气事件的预期强度/频率之间的可能相互作用，根据不同的全球变暖情景（1.5°C 和 2°C）对情景进行了校准。我们的分析还建立在最近的灾害宏观经济学实证文献的基础上（法赫·鲁索娃等，2021）。

在一个给定的国家，我们观察当过去的极端天气事件在中期内再次发生时，债务 / GDP 与欧盟委员会十年基准预测的偏差。在每种情景下，假设特定的极端事件通过两个主要渠道影响债务动态：（1）对主要余额的直接影响；以及（2）通过 GDP（增长和实际水平）效应产生的间接影响。

根据特定的选择标准，对一组被确定为风险最大和最脆弱的欧盟成员国进行压力测试。这些国家包括西班牙、罗马尼亚、葡萄牙、捷克、匈牙利、波兰、希腊、意大利、奥地利、法国、比利时、德国和荷兰。

我们的结果显示，一些国家的财政影响不可忽视，债务增加高达 GDP 的 5%（与基线结果相比）。此外，随着时间的推移，这些影响持续存在，增加了现有的债务脆弱性。在更严重的预测变暖情景下，不利的财政影响更大（图 3）。

图 3 与基线相比，2032 年气温升高 1.5° C 和 2° C 情景下的债务与 GDP 之比（%）



注：我们依赖于欧盟委员会债务可持续性分析框架的标准预测范围（截至 2032 年，基于委员会 2021 年秋季预测——见欧盟委员会，2022 年）。

资料来源：Gagliardi 等（2022）基于紧急事件数据库（EMDAT；CRED，UCLouvain）整理，PESETA IV 项目（Feyen 等，2020）。

我们的分析是量化气候变化的急性物理风险的潜在财政影响的第一步。它确认了气候相关灾害可能是债务可持续性风险的一个来源。该分析中发现的影响表明，在标准的全球变暖情景下，这些风险是可以控制的。同时，我们的结果可能代表一个较低边界的估计值，特别是由于全球灾害数据库中对经济损失的报告不足，以及未来发展的不确定性。分析中特别没有反映非线性和临界点的风险、跨部门的潜在负面反馈效应以及跨国家的不利溢出效应。因此，需要更多的工作来评估气候变化和气候相关政策的财政影响。

我们的研究结果支持呼吁加强政策关注，以解决“气候保护差距”，并需要在国家和欧盟层面均加强气候相关风险管理和融资框架。此外，要采取果断的缓解和适应政策——包括保险和应对气候变化的债务工具，以提高各国财政对气候变化的抵御能力，并从长远来看抑制气候相关事件的潜在财政影响。为实现雄心勃勃的全球和欧盟气候目标采取一致行动，对于减少各国对气候变化的暴露和脆弱性仍然至关重要。

本文原题名为 “The Fiscal Impact of Extreme Weather Events: First Evidence for EU Countries”。本文作者 Nicola Gagliardi 是欧盟委员会经济和金融事务总局的经济分析师，Stéphanie Pamies 是欧盟委员会经济和金融事务总局负责公共财政可持续性和公共支出趋势分析的部门主管，Pedro Arévalo Sánchez 在欧盟委员会经济和金融事务总局公共财政可持续性部门工作。本文 2022 年 12 月刊于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

IMF 应增强 SDR 的作用以强化国际货币体系

Edwin M. Truman / 文 张丝雨 / 编译

导读：由国际货币基金组织（IMF）发行的特别提款权（SDR）具有显著加强国际货币体系的潜力。特别提款权成立于 1969 年，于前十年分配了两次。1980 年到 2009 年，特别提款权一直在机构成员国之间分配，当时有 2500 亿美元的特别提款权分配给国际货币基金组织成员国，以助其应对全球金融危机。2021 年，又分配给这些成员国 6500 亿美元的特别提款权，以帮助其应对新冠疫情。显而易见，特别提款权是用于应对危机的工具。本文批判地讨论了反对特别提款权分配的论点，提议每年定期分配特别提款权，并采取措施提高特别提款权对批评者的吸引力、构建特别提款权体系以支持国际货币体系。本文包含一份关于特别提款权历史的附录。第二份附录分析了 2009 年和 2021 年分配后的特别提款权使用情况，发现实际情况与流行的说法相反，基金组织低收入成员国以外的许多国家以多种方式直接受益于这些分配。编译如下：

引言

国际货币基金组织（IMF）是国际货币合作的主要机构。其管理人员和员工的奉献精神 and 专业知识对其成功至关重要。国际货币基金组织在第二次世界大战后作为国际经济和金融体系中的中心，这取决于两个关键支柱。

首先，国际货币基金组织的资金是预先配置好的。这使得它能够快速支持到机构内的每一成员国，且这一职责不会在每次出现经济援助需求时被传来传去。

其次，IMF 可以向成员国分配特别提款权，使每位持有者能够直接从其他成员国借入外汇。除非成员国同意取消未偿还的特别提款权，否则它们将作为各国国际储备的永久性补充，而不像外汇储备那样，一旦花掉就会从体系中消失。特别提款权这一核心作用已在《国际货币基金组织协定》中得到确立，其中规定了一项义务，即把特别提款权作为国际货币体系的主要储备资产，但目前尚未实现。

无论是国际货币基金组织的配额资源还是特别提款权，都不能在未经多数成员同意的情况下进行部署，如果是特别提款权，则需成员国绝对多数同意。在重要问题上，控制该机构的是 IMF 成员国，而不是管理层。管理层可以提出建议，但执行董事会（代表成员国）做出决定。国际货币基金组织的协议条款确实要求成员国进行合作。在某些时候，成员国发现履行这一承诺尤其容易。

如今，IMF 正处于生死存亡的十字路口。

IMF 资源支柱的结构正在衰退。自 2010 年以来，各成员国未同意增加基金组织的常备财政资源（配额认购）。其结果是，由成员国在总配额中所占份额决定的投票权分配被冻结，而且越来越不符合全球经济现实。增加 IMF 份额和调

整其分配的僵局可能会削弱 IMF 的合法性。除非对其进行纠正，不然 IMF 的政治和金融基础将被削弱，通过 IMF 进行合作的集体承诺将会动摇，而这一承诺已支持了 75 年多的显著全球增长和繁荣。

在第二个支柱——特别提款权分配方面，IMF 成员国未能充分利用这一工具的潜力。特别提款权的创建是为了补充现有的储备资产，并支持布雷顿森林体系的固定汇率。各国确立了与美元的汇率，而美元又与黄金挂钩，固定价格为每盎司 35 美元。这种结构得到了美国的肯定，美国随时准备以这个价格将黄金出售给那些拥有美元的政府，以防止其汇率升值。在他们需要美元的时候，美国也随时准备着向他们购买黄金。特别提款权的建立对于维护布雷顿森林汇率制度来说太晚了。首次特别提款权分配于 1970-72 年进行，即 1971 年 8 月美国关闭其官方黄金窗口之前，第二轮分配是在 1979-81 年（表 1）。直到 2009 年才进行了另一次特别提款权分配。这笔资金是在 2008-10 年全球金融危机期间商定的，之后又在 2021 年为应对新冠疫情而商定了第四笔拨款。

在本文中，我主要关注国际货币基金组织的第二个支柱特别提款权，并提出建议以加强其作用，从而加强国际货币体系。IMF 及其成员国应再次重新考虑 SDR 作为该机构工具的作用。它们应审查目前关于特别提款权如何使用和交换的一些规定是促进还是阻碍特别提款权在国际货币体系中的潜在作用。在这方面，我建议 IMF 应决定每年分配特别提款权。为了使这一建议被普遍反对特别提款权分配的成员国接受，我建议提高特别提款权的利率。除此之外，我还建议改变国际货币基金组织的运作和管理特别提款权使用的安排，以强化和更新它们在当今国际货币体系中的职能。最后，我建议在 2023 年份额谈判中，将基金组织低收入成员国受保护的集体份额增加一倍，上一次增加的份额为 3.3%。

国际货币基金组织向其成员国分配特别提款权，其比例与成员国缴纳的配额比例一致；它们作为持有者（央行或财政部）的资产和负债，被记录在成员国的资产负债表上。各国对其特别提款权资产收取利息，并对其特别提款权负债支付相同的利率。只要一国的特别提款权持有量超过其累积分配量，它将获得净利息，反之亦然。获得特别提款权的成员可以将其转移给其他成员，以换取可兑换货币或硬通货，以满足其外部金融需求。它们也可以用来履行对国际货币基金组织、其他成员或其他指定的特别提款权持有人的义务。

特别提款权成立于 1969 年，旨在补充现有的储备资产，从而服务于国际货币基金组织的宗旨。宗旨包括促进国际合作，减少国际收支失衡，以及向成员国提供贷款以调整政策，最大限度地减少对国家和国际繁荣的破坏。换句话说，SDR 的目的是支持国际货币体系，促进国际调整进程的顺利进行。

从 20 世纪 60 年代初开始，人们讨论过特别提款权的概念，认为它是一种

除了补充储备供应这一主要目的之外，还可以用来实现其他目标的机制；例如，有人提议利用这一机制向低收入国家提供财政援助和消费能力。如今，一些善意的倡导者提出，要将 2021 年 8 月发行的特别提款权重新用于各种有价值的事，这引发了一些争论。在我看来，这样的建议是不可采取的，因为它们分散了特别提款权作为国际储备的基本货币目的。在非货币目的下使用 SDR 是不明智，因为这样做不符合规定：首先，各国将其特别提款权转让给国际货币基金组织或国际货币基金组织规定的其他机构持有人；其次，该机构必须采取额外措施，动员各国货币用于其业务，或在保持特别提款权流动性的同时，在其资本基础上建立一个复杂的结构。如果各国希望支持气候适应或卫生基础设施等令人叫绝的活动，它们应该直接、公开地做，而不是利用其特别提款权储备掩饰自己的本意。

未偿还的特别提款权总额为 6607 亿特别提款权，即以 SDR 的美元价值计算，截至 2021 年 12 月底为 9211 亿美元。2021 年 12 月分配后，特别提款权在外汇储备和特别提款权持有中的份额为 7.1%，明显低于美元和欧元的份额（分别为 55% 和 20%），但比第二大份额——日元——高出三分之一（IMF 2022f）。

2009 年和 2021 年的特别提款权分配发挥了有益的危机管理作用。许多大小国家和中低收入国家通过各种机制使用其特别提款权，以放松对其国内经济政策的外部金融约束，从而为全球经济和金融调整做出了贡献（见附录 B）。向现有储备资产增加特别提款权，使成员国能够解决其国际收支实际和潜在的失调问题，同时避免采取破坏本国或国际繁荣的政策。

如果特别提款权要继续在应对经济动荡方面发挥作用，至少应保持其在国际储备中的份额，从而避免在危机发生后采取紧急行动。最直接的方式是年度拨款。特别提款权分配是一种零成本的方式，既可以增加各国的国际储备，又不会扭曲国际支付格局，因为它会使发行国际货币的国家（尤其是美国）来负担。IMF 总裁需要每五年基本期开始前向 IMF 行长报告成员国在即将到来的基本期，对特别提款权分配的支持或不支持情况。定期年度分配应与《国际货币基金组织协定》中对特别提款权的角色设想一致，“特别提款权（应）成为国际货币体系中的主要储备资产”（基金组织第八条第 7 节）。

在讨论我关于特别提款权年度分配的建议以及关于特别提款权和国际货币体系的相关建议之前，我将回顾反对特别提款权分配的论点，并提出我的反驳意见。

对 SDR 分配的反驳

反对特别提款权及其分配的论点，自 1969 年《国际货币基金组织协定》（Articles of Agreement）修订、确立特别提款权之前的 20 世纪 60 年代的辩论以

来，一直没有发生实质性变化。

- 目前不需要特别提款权来满足全球补充储备资产的长期需求，因为储备资产充足，可以在市场上借入。

- 特别提款权的使用是无条件的，这导致了各国经济政策选择中的道德风险。

- 按照 IMF 份额的比例分配特别提款权会导致其分配不均。

- 特别提款权分配加剧了全球通胀。

- 一些成员国的地缘政治观点导致他们反对任何特别提款权分配。

长期全球需求

反对特别提款权分配的人士援引了《国际货币基金组织协定》中规定的标准，即特别提款权分配必须满足明确的全球长期需求，以补充现有储备。国际货币基金组织的“原始主义者”认为，特别提款权是在布雷顿森林固定汇率体系的背景下建立的；如今，各国可以借入国际储备和/或允许汇率调整——换句话说，它们可以从市场获得无条件的信贷。如果它们不能从市场上借款，它们就没有信用，因此它们不应该获得其他国家通过特别提款权提供的无条件流动性。相反，他们需要国际货币基金组织支持经济调整计划。

布雷顿森林体系固定汇率制度的终结削弱了全球长期需求的理由，这种观点在 1979 年第二次决定分配特别提款权之前就已经站不住脚了。就在一年前，国际货币基金组织修改了《国际货币基金组织协定》，允许浮动汇率。换句话说，人们认为特别提款权分配在改革后的国际货币体系（即今天的体系）中带来了好处。此外，经验表明当前的借款能力对于判断一个国家的中期信誉既不是必要的，也不是充分的。

缺乏条件

反对特别提款权的第二个理由是，成员国使用其特别提款权分配基本上是没有条件的。从 IMF 借款的国家必须满足或承诺满足其经济政策的条件。这些条件的强度取决于该国问题的严重程度、当前政策、经济环境以及借款的工具或窗口。

这一论点的缺陷在于，使用特别提款权并不是向 IMF 借款。它直接从其他成员国借款，使用其特别提款权的国家必须向这些国家支付利息。这一争论不是关于政策条件，而是关于 IMF 是否应该参与分配特别提款权的业务。这项决定是 1969 年做出的，至今未被推翻。此外，IMF 无法对成员国使用其通过借款或产生经常账户或资本账户盈余获得的自有外汇储备设定条件。为什么 IMF 有权对成员国使用其特别提款权资产设定条件？当然，所有外汇储备的使用都要接受事后审查，这是 IMF 监督成员国政策和发展前景的一部分。

特别提款权分配存在缺陷

关于特别提款权分配存在缺陷的论点，经常能从特别提款权辩论的另一方听到。20 世纪 60 年代，一些国家的代表认为，特别提款权应该不成比例地分配给那些最需要额外国际储备的国家——新兴市场国家、发展中国家和低收入国家。然后，发达国家将不得不通过向这些国家转移实际资源来获得这些储备。20 世纪 70 年代，在国际货币体系及相关问题改革委员会（二十国委员会，简称 C-20）的审议中，这一主题被重新讨论，讨论的形式是在每次特别提款权的分配与对低收入国家的援助之间建立联系，即特别提款权/援助联系。

如今，这一论点已被颠覆。2021 年 SDR 分配的反对者认为，特别提款权被分配给不需要额外国际储备的国家，而且只有一小部分分配将分配给低收入国家，并由低收入国家使用。

低收入国家的总配额份额目前被协议限制在至少占总配额的 3.3%，这是正确的。然而这一论点的第二部分是不正确的，这可以从附录 B 中对 2009 年和 2021 年分配后特别提款权使用情况的分析中得到证明。虽然低收入国家使用了较大比例的新拨款，但中等收入、新兴市场和发展中国家在这些拨款的使用总额中所占的份额要大得多。在这些分配后的头 8 个月里，85%至 90%的特别提款权使用是由中等收入国家使用的。

反对特别提款权分配的人士还辩称，高收入国家并不需要特别提款权。然而，反对者没有解释增加这些国家的特别提款权持有会对国际经济和金融体系造成什么损害。这些国家不必使用它们的特别提款权，它们可以自由地将其借给其他国家，或者通过向 IMF 贷款来“循环”它们的特别提款权；例如，基金组织（2022b, 2022c）新成立的韧性与可持续性信托基金（RST）。

SDR 导致通货膨胀

在 20 世纪 60 年代和 70 年代，通货膨胀是许多国家政策制定者和国际货币基金组织关注的主要问题。直到最近，人们对通货膨胀的担忧较为平息，但我们不知道目前的担忧是否会持续两三年以上。

但反对特别提款权分配的通胀理由一直是似是而非的。该论点认为，通过增加央行负债和货币总量，或通过刺激全球总需求，SDR 分配将直接引发通胀。这一论点没有得到历史证据以及 Richard N. Cooper（IMF 2011a）等人的分析的支持。总之，资产配置增加了央行的资产和负债；它们不会增加银行存在央行的准备金。如果央行提供一种非本国货币以换取特别提款权，交易就发生在其资产负债表的资产方。如果央行提供本国货币以换取其 SDR 的增加，那么任何交易都将相对于银行在接受 SDR 的央行的储备存量而言规模较小。此外，并非所有的特别提款权交易都流经央行的账户。而且，如果央行成功地实现了限制通胀的基本政策目标，它们也不会加剧通胀。

即使许多国家在为支持扩张性经济政策而分配了特别提款权之后，同时将其用于购买商品和服务，任何影响的总规模也将微不足道。目前一半的特别提款权存量不足 5000 亿美元，还不到全球 GDP（100 多万亿美元）1% 的一半。

反对 SDR 的论点关于国际外汇储备存量，而不是在全球总需求不足背景下储备流量的增加。它适用于各国任何形式的外汇储备，其中 90% 以上是本国货币。由此可见，即使当前通胀已成为全球挑战的情况下，那些可能利用其特别提款权（SDR）资产支持本国经济的国家，也不太可能大幅提振全球需求。此外，其中许多国家尚未从新冠疫情对其经济活动的不良影响中恢复过来。

特别提款权违背了我们的理念

对特别提款权最广泛的批评基于各国对国际合作和国际合作机构的态度。这种批评有几种形式。

首先是反对任何形式的外国援助。这种批评并不仅限于参与特别提款权机制或加入国际货币基金组织。

其次，在技术层面上，反对意见的依据是，美国或其他国家持有的特别提款权超过了它们的配额，因为它们为其他成员国使用特别提款权提供了便利。然而，对美国来说，这些成本微不足道。20 多年来，美国国会一直要求美国财政部报告美国参与特别提款权制度的成本。在其最新报告（美国财政部 2021 年报告）中，美国的总净利息成本（美国持有的特别提款权多于其分配的特别提款权所获得的利息，与美国财政部借入美元以换取这些特别提款权的成本之间的差额）在过去 20 年里为 5200 万美元（不是 10 亿美元），到 2020 财年末平均每年 260 万美元。另一方面，在同一时期，美国的资产累计资本收益为 7.24 亿美元，即每年 3 610 万美元。

当今世界，许多问题并不局限于国家内部，但存在将一国的短期利益放在首位、低估合作的长期利益的政治压力，因此对特别提款权分配的下意识反对并不令人意外。这种反对包括这样一种观点，即一些将获得特别提款权的国家——如白俄罗斯、中国、伊朗、俄罗斯、叙利亚和委内瑞拉——与其他成员国的政治价值观不同。正如附录 B 所述，几乎所有这些国家都没有使用其特别提款权分配——它们的持有量大约等于其累积分配。然而，这些国家在国际货币基金组织的份额加起来只有 10.8%，如果剔除特别提款权净持有国中国，则为 4.4%。问题是：是否应该拒绝向其他 184 个国家分配特别提款权的好处，因为在一些人看来，一些可能受益的国家不值得受益？那些看重合作的长期利益的人会回答“不”。

每年定期分配特别提款权的理由

每年适度、定期分配特别提款权的理由有五个主要因素。首先，特别提款

权分配对受惠国来说是零成本的，除非使用分配。特别提款权是一种保险，其以潜在信贷额度的形式存在，保费较低，只有当通过将特别提款权转让给另一个持有人而激活该保单时才会生效。

其次，与通过从全球金融市场借款或将实际资源用于产生经常账户盈余（而非国内投资）而积累预先储备的积极资源成本相比，它们的成本较低。

第三，从全球角度来看，以特别提款权分配形式积累外汇储备对全球经济调整过程的扭曲程度，要小于通过低估汇率和其他政策来提高各国经常账户状况的扭曲程度。

第四，当使用特别提款权时，它们不会从系统中消失。特别提款权是一种外部资产，因为这些资产不可能消失，除非由国际货币基金组织注销。他们在系统内四处移动。相比之下，一旦用于购买商品和服务或偿还债务，外汇储备就会从体系中消失。

最后，每年定期分配特别提款权的理由基于另一个假设，即平均而言，每年都有增加国际储备的集体需求。国际储备包括外币、特别提款权、在国际货币基金组织的储备头寸和黄金。一般来说，黄金处于最底部，在大多数关于总储备的报告中都被排除在外。国际货币基金组织的储备地位因其他国家向该组织借款的需求而异。这些头寸的增加通常会被外汇持有量的减少所抵消，但美国或欧元区成员国等国家在 IMF 贷款配额被利用时，可能会提供本国货币，而不是减少自己的外汇持有量。

因此，在没有特别提款权分配的情况下，外汇总持有量的年度变化是国际储备年度增加需求的代表。这些持有量的年度变化和每年的规模都不同。例如，从 2013 年底到 2021 年底，总增量约为 1.2 万亿美元，年均仅为 1550 亿美元；在这 8 年中，4 年的持有量有所下降。然而，从 2016 年底到 2021 年底，总增量为 2.2 万亿美元，年均 4420 亿美元；在这些年份中，除了一年（IMF 2022f）外，其他年份的持有量都有所上升。

国际货币基金组织（2021c）预测，从 2020 年到 2025 年，全球对国际储备的需求将增加 13%，即 1.1 到 1.9 万亿美元的中间值，或每年 3000 亿美元。其中，2021 年 6,500 亿美元的特别提款权分配满足了这一增长的 40%。在第 12 个基本期的剩余 4 年（2023-25 年），美国财政部部长原则上可以投票决定再分配 6500 亿美元 SDR，即每年 1520 亿美元，而无需美国国会事先同意。我的图解并不极端。Richard N. Cooper（2010）提出每年定期分配 2000 亿美元特别提款权的可能性。

还有一种可能性（但不能保证）是，俄罗斯与乌克兰发生冲突受到制裁之后，各国对以本国货币计价的资产形式的储备需求将下降，而特别提款权

（SDR）等中性资产的吸引力将增加。时间会证明一切。

在分析国际储备增加需求时，核心问题是：这种需求是否（1）出于对不确定未来的额外保障的需要；（2）旨在增加出口、减少进口、保持贸易和经常账户盈余的重商主义政策的副产品；或（3）对国内和国际经济和金融发展的消极反应。文献无法确定这一问题的答案。例如，Ghosh、Ostry 和 Tsangarides（2016）发现三个假设得到了支持：针对经常项目危机的预防性需求、针对资本项目危机的预防性需求和重商主义。然而，没有一种解释在他们的结果中占主导地位，而且在某些国家的某些时期，每种解释都比其他两种解释得到了更强烈的支撑。

对于 2009 年和 2021 年特别提款权分配比，附录 B 中总结了更长时期的分析，可以为这些长期存在的问题提供一些新的答案。它们还应阐明特别提款权在平滑全球调整过程中的作用。对这些拨款的研究必须考虑到它们是在危机情况下作出的这一事实。在更稳定的条件下进行年度特别提款权分配试点，可能会更连贯地阐明这些重要问题。

增加特别提款权分配的吸引力

为增加特别提款权分配的吸引力，IMF 管理层、工作人员和成员国应重新考虑特别提款权在国际货币体系中的作用，以及如何使特别提款权作为一种储备资产更有用。例如，传统观点认为，特别提款权是一种储备资产，储备资产必须具有流动性——要求它们可以立即按面值兑换成外币——而且特别提款权的储备资产地位必须得到维护。

人们可以理解为什么在早期，特别提款权的支持者决定将特别提款权与其他储备资产一样视为“类似储备”的资产。储备资产的定义是：

储备资产是货币当局为满足国际收支融资需求、干预外汇市场以影响货币汇率以及其他相关目的（如维持对货币和经济的信心，并作为对外借款的基础）而随时可以获得并由货币当局控制的外部资产。（IMF 2013, 111；重点补充）

1969 年，人们坚持认为特别提款权符合储备资产的定义，对于当时其在国际货币体系中设想的角色至关重要。为了让特别提款权能够以公允价值轻松兑换为可兑换货币，各国付出了巨大的努力。从技术上讲，外汇储备是稀缺的，这是特别提款权存在的一个主要理由。相比之下，如今许多国家的外汇储备总量很大，但外部外汇储备却很少。此外，各国所谓的外汇储备并不总是与官方定义相符。它们可以投资于公司债券或发展金融机构的债券，这些债券并非“随时可得”，因为它们不能在短时间内按其资产负债表价值转换为现金。事实上，许多国家将其外汇储备组合分为流动资产和投资。

为了促进成员国更灵活地使用其特别提款权资产，IMF 或许可以重新考虑，

使用特别提款权是否必须保持其“储备资产”特性。如今来看,成员国应该免费借给其特别提款权到另一个国家、国际货币基金组织、开发银行或其他批准的持有人,而不附带任何条件以保持特别提款权的“储备资产”性质。换句话说,成员国可以自由地对待他们所持有的特别提款权,就像对待他们所持有的其他储备一样,其中一些储备的流动性比其他储备差,并自行决定特别提款权应在其储备的顶部、底部或中间。

一些批评人士会指出,持有特别提款权的央行将会反对。然而,一个国家的央行并不总是持有其特别提款权的分配;财政部有时会持有,比如日本、美国和英国。即使央行持有特别提款权和其他储备资产,其对这些资产的管理也往往受到该国财政部的正式或非正式指导。财政部可能会强调其对一国储备收益最大化的影响,这就是为什么一部分外汇储备可能以不符合外汇储备定义的非流动性资产形式持有的原因。

特别提款权的一项具体改革将是提高特别提款权资产和负债的利率。如果这项改革得以通过,一些特别提款权的反对者可能会修改他们对特别提款权分配的反对意见。从概念上讲,特别提款权是各国用来获取国际流动性的资产。但特别提款权也是一种长期或永久负债。激活其全部或部分特别提款权储备的国家必须支付其特别提款权净使用量的利息,即其持有的特别提款权少于其累积配置的程度。由于特别提款权净使用利率较低,这种使用涉及对大多数特别提款权净用户的长期补贴。实际上,这些国家以较低的短期利率从 IMF 其他成员国长期借入货币。

提供外汇以换取特别提款权还会使一国在促进调动另一国的特别提款权时付出财政或机会成本。为了向 SDR 使用者提供外汇以换取增加其 SDR 持有,该国必须放弃其储备资产的收益,这些资产的收益通常高于 SDR 利率。从另一个角度来看,将特别提款权的利率提高到更接近市场利率的水平,将减少该体系的扭曲。

表 2 列出了两种可供选择的特别提款权利率:(1)特别提款权篮子中货币发行者长期利率的加权平均值;(2)根据短期利率,将该平均值与特别提款权利率对半混合。在 2000 年至 2008 年期间,特别提款权货币篮子中 5 个货币发行国中 4 个国家的加权平均长期利率比特别提款权利率平均高出约 130 个基点。2009 年至 2019 年期间,这一差距约为 187 个基点。如果两种税率各以 50%的比例混合,就能把这些差异缩小一半。

考虑到它们自身的借贷成本或外汇储备收益,这些数字说明了接受特别提款权国家的成本。它们还说明了与特别提款权使用相关的补贴程度。新兴市场和发展中国家的对外借款利率远高于这两个数字。新兴市场债券指数 2000-2008

年的平均收益率为 8.921%，2009-19 年为 5.864%。这些利率分别比 50-50 混合利率高出 532 和 457 个基点。2020 年 12 月 31 日，更广泛的新兴市场债券指数全球（EMBIG）指数的平均收益率为 4.55%。在 2016- 2019 年期间，在更广泛的 EMBIG 指数 55 个组成国家中，只有 3 个国家的平均收益率低于 3%——波兰、拉脱维亚和斯洛伐克共和国——相比之下，SDR 的平均利率为 63.5 个基点，而篮子中五种货币中有四种主权债务的 SDR 加权平均长期利率为 1.53%。

因此，根据这一提议，使用特别提款权的补贴要素以及接受特别提款权的国家的机会成本将保持不变，尽管略有降低。根据 2009- 2019 年的混合方案，新兴市场指数国家的补贴平均只会减少 17%。他们在这些永久贷款上支付的利息增长非常小。截至 2022 年 9 月，26 个低收入国家中有 19 个国家的特别提款权持有量低于其分配额；他们是特别提款权的净使用者（附录 B 表 B.7）。如果使用对半混合的特别提款权利率（2.40%）而不是特别提款权利率（1.84%），那么他们每年支付的利息总额将从 8800 万美元增加到 1.14 亿美元。

值得注意的是，作为其特别提款权分配的净使用者的国家和持有的特别提款权超过其分配的国家，并不符合其收入群体的简单分类。截至 2022 年 9 月底，国际货币基金组织 190 个成员国中约有三分之一是特别提款权的净持有者——他们的持有量超过了他们的累积配置。这些国家包括 26 个低收入国家中的 7 个，54 个中低收入国家中的 12 个，54 个中上收入国家中的 11 个，56 个高收入国家中的 33 个。三分之二的成员国是特别提款权的净使用者——他们的持有量少于他们的分配额。因此，如果利率提高，将不仅是低收入国家在使用特别提款权时支付的利息增加。因此，更广泛的国家可能会抵制提高特别提款权利率。

对于那些已经增持了特别提款权（如果有定期的年度分配，这些国家预计还会进一步增持）的国家来说，这项改革将提高成本，从而有助于缓和对特别提款权信贷无条件性质的批评。它还将有助于消除对各国增加特别提款权持有量并提供货币作为交换而承担利息成本的批评。

特别提款权利率与国际货币基金组织在其一般账户的正常贷款业务中使用成员国货币时的报酬率相同。我建议切断这种联系必需。然而，与使用特别提款权不同，这些贷款操作是有条件的，预付信贷必须偿还。由此可见，差别利率待遇是合理的。特别提款权利率比从 IMF 借款的基本利率低 100 个基点。这意味着，一个国家调动其特别提款权比从 IMF 借款成本更低，而从 IMF 借款通常与借款国的经济政策条件有关。尽管一国持有的特别提款权的规模可能小于其向基金组织借款的需求，从而限制了此类套利的范围，但有条件地向基金组织借款的成本超过无条件地使用其储备的成本是不正常的。

一个可能减少一些 IMF 成员国对定期年度特别提款权分配的反对意见的反

对建议是重新引入詹姆斯·M·鲍顿（James M. Boughton, 2015）提出的重组要求。这要求成员国在基本期限内平均持有特定比例的特别提款权分配，最初为 30%。除了追踪成员国履行义务的情况（这一令人难以置信的苦差事）外，这与特别提款权的货币性质不相符，也与特别提款权在国际货币体系中发挥更大作用不相符。

支持的建议

为了支持特别提款权在国际货币体系及其演变中的作用，我建议对特别提款权持有的激活程序和基金组织的一般运作进行两项技术性改革。首先，扩大可自由使用货币的名单；其次，鼓励发行这些货币的成员国在自愿贸易安排（VTAs）体系下用本币而非美元换取特别提款权。这些改革将促进 Boughton（2015）所呼吁的特别提款权的适应。它们还将降低对美元的需求，从而有助于提升特别提款权在国际调整进程中的作用。美元需求往往会使美元升值，并扩大美国经常账户赤字。

扩大自由使用货币清单

国际货币基金组织可自由使用的货币数量应从目前纳入特别提款权篮子的 5 种货币扩大。这一变化将在一定程度上促进特别提款权的调动，通过承认国际货币体系的多币种演变，支持国际货币体系的演变，并减轻美元的负担。正如 Arslanalp、Eichengreen 和 Simpson-Bell（2022）所描述的那样，这一变化也承认国际货币体系的演变和非传统储备货币的作用日益增强。

IMF 成员国在特别提款权篮子中发行可自由使用货币的份额合计为 56%。如果澳元、加元和瑞士法郎被列为可自由使用的货币，这些货币的配额份额将增加到 61%。这三种货币早就被纳入 IMF 对外汇储备货币构成的调查。它们占分配总额的 4% 以上（IMF 2022f）。新加坡元和瑞典克朗也应被列为可自由使用的货币。在国际清算银行（2022）最近的调查中，这些货币以及其他八种货币占场外外汇交易量的 2% 以上。将这些货币纳入可自由兑换货币名单将进一步提高货币发行国的配额份额至 63%。

扩大可自由使用货币的数量并不意味着特别提款权货币篮子中的货币数量会增加。发行一种可自由使用的货币是将其纳入货币篮子的必要条件，但不是充分条件。

鼓励可自由使用货币的发行国在国际货币基金组织的业务中使用本国货币

发行可自由使用货币的 IMF 成员国还应同意用本国货币换取特别提款权，或者在被要求向 IMF 借款时提供融资。这一假设既能提高特别提款权的流动性，也有助于形成一个更稳健的多元货币体系。

目前，IMF 在将特别提款权转换为各国货币的交易中管理估值的程序已经

过时。这些程序将可用于换取特别提款权的货币限制为可自由使用的货币。该清单仅限于特别提款权估值篮子中的五种货币；在交易中，特别提款权的供应国通常会获得其货币优先权，通常是美元。现实情况是，外汇市场的深度和广度确保基金组织成员国在将一种货币从扩大的可自由使用货币清单，转换为另一种可自由使用货币以换取其特别提款权时，能够获得公允价值。要求国际货币基金组织或成员国将外汇交易中的小额交易成本内部化是不合时宜的。

2023 年份额谈判和低收入成员份额

IMF 的资源结构正在衰败。IMF 成员国经常郑重承诺遵守 IMF 是一个基于份额的机构的原则。

但 IMF 上一次达成增加配额的协议是在 2010 年，直到 2015 年才实施。国际货币基金组织第 15 次份额审查未能提高配额。相反，国际货币基金组织获得借款资源的途径从临时双边协议转向了更为永久性的新借款安排。因此，配额资源仍不到基金组织非减让性贷款业务可用资源的 50%。半永久性的新贷款安排占 39%。双边借款安排是临时的最后来源，占 15%（IMF 2022e）。

成员国同意在 2023 年 12 月 15 日前完成 IMF 份额第 16 次评估。IMF 在国际货币体系中占据了逾 75 年的核心地位，提高总份额，并将份额重新分配给增长较快的成员国，对于维持这一地位至关重要。然而，这种魔方式的练习结果是不确定的。地缘政治冲突很可能阻碍协议的达成。美国和日本可能会反对中国在 IMF 的份额以任何形式增加，而 IMF 的欧洲成员国，作为一个拥有超大份额和投票权的集团，乐于躲在身后看戏。

第 16 次审议可能会陷入僵局。这种结果将对货币基金组织和国际经济合作的未来产生不利影响。如果此次审议成功提高了总配额，新兴市场国家和发展中国家作为一个整体的份额也将得到提高，因为自 2010 年上次增加配额协议以来，新兴市场国家和发展中国家的经济增长速度更快，计算份额也会增加。因此，它们在未来任何特别提款权分配中的份额也将增加。

在 2010 年国际货币基金组织第 14 次份额审查中，54 个低收入成员国的份额免于下降。它们的总配额为 3.3%。我的建议是，作为第十六次审议所希望达成的协议的一部分，将低收入国家的份额总和提高到 6.6%。

这一倡议将产生两大影响。首先，由于经济和金融的脆弱性，这些国家作为一个整体经常向 IMF 借款。增加它们的份额将扩大它们在与政策改革相关的项目中从 IMF 获得的支持规模。其次，作为附加产品，当特别提款权分配发生时，这些国家将获得更大的份额。这将在一定程度上有助于一些观察人士所认为的更公平的特别提款权分配，并避免一些需要通过特别提款权回收的扭曲，这与 2021 年的特别提款权分配有关。

国际货币基金组织（IMF）第 16 次份额评估取得成功的希望不大。将我的提议纳入，该结果的可能性更大。然而，我的目标是在读者思考 IMF 的未来以及特别提款权在未来的作用时，拓展他们的思路。

结论

我支持定期 SDR 年度分配的核心论点是，它们优于内生储备，因为它们是无成本、持续可用、流动性合理的外部资产，而且它们减轻了各国通过扩大经常账户盈余（或缩小赤字）来增加外汇储备的压力，这些经常账户盈余将国内储蓄从必要的国内投资中转移出来，扭曲了国际调整进程。

我分析了反对特别提款权分配的观点，并证明这些观点是站不住脚的。我建议深入审视特别提款权及其在国际货币体系中的传统作用。我还提出了一项具体建议，顺便解决对特别提款权分配的一个批评。提高特别提款权利率将增加特别提款权使用的金融条件，并降低那些提供硬通货换取特别提款权的国家的成本。除此之外，我建议扩大可自由使用货币的清单，以及这些货币在基金组织运作中的作用，包括在自贸协定体系中的作用。这些变化将加强国际货币体系的多元货币方面。最后，我提议在即将进行的配额审查中，将低收入成员的份额增加一倍。这将为这些有政策条件的国家提供更大的贷款空间，并将使特别提款权的分配向这些国家倾斜，而不会产生巨大的宏观经济负面后果。每一项改革都将直接或间接地促进加强国际货币体系，使基金组织所有成员受益。

在本文中，我重点讨论了特别提款权作为一种官方资产的作用，而不是作为一种市场工具或一种越来越像货币的记账单位。在我看来，扩大特别提款权在这些其他领域的作用的一个必要条件是，特别提款权首先不只是一种危机管理工具。

我的以上建议都不需要 IMF 修改条款，其重点是加强特别提款权最初的预期作用。

不过，如果 IMF 成员国希望对特别提款权进行更实质性的改革，比如制定不同的特别提款权分配标准，那就需要修改《国际货币基金组织协定》，而这始终是一个漫长而曲折的过程。

另一项改革需要修改条款，即在 IMF 执行董事会根据总裁的建议获得超过 50%但低于 85%的多数投票后，才会触发特别提款权分配（Cooper 2011）。这项改革也可以不经修订而引入。国际货币基金组织的理事们可以按照规定的 85%多数票批准分配特定数额的特别提款权，该建议由执行董事会事先商定但低于 85%的多数票通过。

我拒绝重新制定重组条款的提议，认为这与特别提款权的货币角色不一致。我也没有考虑建立一个特别提款权替代账户的建议，以取代成员国持有的美元

和其他国家货币。1974 年和 1980 年可能有理由提出这项建议，当时审议了这项建议，但未能获得必要的支持。如今，传统和非传统储备货币数量的增加进一步削弱了这种情况，这些货币的发展没有对体系的运行产生不利影响。

我也没有提及 Jacques J. Polak 在 1996 年提出的建议，即将国际货币基金组织转变为一个完全基于特别提款权的机构，其运作方式更像一个国家央行。无论是好是坏，当前的现实是各国还没有准备好接受全球央行这种形式。

我的建议是渐进的，而不是革命性的或反革命的。

本文原题名为“IMF Should Enhance the Role Of Sdrs to Strengthen the International Monetary System”。作者为 Edwin M. Truman。Edwin M. Truman 2001 年至 2020 年在杜鲁门与彼得森国际经济研究所担任高级研究员。2021 年，他被任命为哈佛大学肯尼迪学院莫萨瓦尔-拉赫马尼商业和政府中心的高级研究员。此前，他于 1998 年 12 月至 2001 年 1 月担任美国财政部国际事务助理部长，并于 2009 年 3 月至 5 月担任部长顾问。本文于 2022 年 12 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

