



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

2023年 / 总第265期

目 录

世界热点

美元的竞争对手 4

导读:在浮动汇率 50 周年之际,本文讨论了以美元为基础的单极体系的可能替代方案。它考虑(1)国际货币使用的度量;(2)美元的潜在挑战者;(3)网络外部性;以及(4)黄金和数字货币作为常规货币替代品的合理性。一方面,网络外部性有利于维持现状:美元是唯一的国际主导货币。另一方面,滥用过高特权的危险——比如货币贬值或反复使用制裁——对挑战者有利。一个很好的猜测是,美元将继续缓慢地失去市场份额,但仍将处于领先地位。

部分非洲国家出现美元短缺的原因及应对办法 8

导读:许多非洲国家现在面临美元短缺的问题,原因是新冠疫情造成出口中断和贸易条件恶化。此外,俄罗斯入侵乌克兰对非石油生产国不利影响。避免美元短缺的唯一万全之策就是自给自足,但很难实现。通常的建议是削减公共支出。再者,有效的调整也需要依靠外部支持,如国际金融机构和多边开发银行支持。

美元正在失去储备货币地位:金砖国家开发银行如何确保软着陆 10

导读:本文将美元地位下降与二战后英镑的地位下降进行了对比,认为英国在 20 世纪 50-70 年代竞争力的丧失和“走走停停”的政策很可能是美国未来前景的预示。然而当前形势的新特点是,许多发展中国家的储备资产被冻结——这可能使逃离美元成为一个不受控制的过程。为了确保软着陆,金砖国家的新开发银行可以发行债券,出售给资产已经或可能被西方冻结发展中国家,这样他们就可以将外汇储备储存在这些债券中。

全球供应链压力与美国通胀 23

导读:全球供应链在新冠疫情开始后出现了中断,这为过去两年美国通货膨胀的快速上升做出了贡献。有证据表明,供应链压力推高了商品生产的成本和公众对未来物价上涨的预期。这些因素解释了自 2021 年初以来美国通货膨胀激增的约 60%。供应链压力在 2022 年中期开始大幅减轻,这有助于通货膨胀放缓。

PIIE 预测全球经济将实现软着陆 28

导读:在这篇报告中,作者对彼得森国际经济研究所(PIIE)在《2023 年秋季全球经济展望》进行总结和分析,并对美国及世界其他主要经济体在今年下半年及 2024 年的宏观经济发展作出展望。文章预计 2023 年和 2024 年全球经济将分别增长 3% 和 2.8%。同时,作者提出了三种可能导致美国等经济体进入衰退的潜在风险:即需求超预期的强劲和疲弱,以及全球大宗商品市场的发展推高了能源和食品价格。

聚焦中国

中国的国际援助与公众形象 30

导读：外国援助经常被捐助国用作塑造发展中国家公众观念的工具。然而，很少有系统的证据表明国际发展资金是否真的增加了民众对捐助国政府的支持，以及这种支持可以到什么程度。本文从 2006 年至 2017 年期间盖洛普世界民意调查受访者中选取了来自 126 个国家的 150 万人的数据，研究他们对中国赞成或反对的倾向。研究表明，中国的发展项目可以积极影响公众对中国政府的认可，特别是在具有重要战略意义的国家。

中国的新古典增长模式 34

导读：中国在过去几十年的增长令人瞩目，在转型过程中重塑了全球经济。然而，这一奇迹是因为中国的增长速度，还是因为其经济规模之大，还有待商榷。本文提出一个框架，说明中国在经济处于相同阶段时的表现并没有超过其他东亚经济体。作者还预测了未来几十年中国人均收入的预期轨迹。

中国在拉丁美洲日益增长的影响力对西方来说是个问题 37

导读：长期以来，拉美地区发生的一切几乎都与有关。2008 年，为保护中国经济免受全球金融危机的影响，中国大力发展经济，成为世界主要买家，两国关系始于大宗商品贸易。

美元的竞争对手

Jeffrey A. Frankel/文 薛懿/编译

导读：在浮动汇率 50 周年之际，本文讨论了以美元为基础的单极体系的可能替代方案。它考虑（1）国际货币使用的度量；（2）美元的潜在挑战者；（3）网络外部性；以及（4）黄金和数字货币作为常规货币替代品的合理性。一方面，网络外部性有利于维持现状：美元是唯一的国际主导货币。另一方面，滥用过高特权的危险——比如货币贬值或反复使用制裁——对挑战者有利。一个很好的猜测是，美元将继续缓慢地失去市场份额，但仍将处于领先地位。编译如下：

关于美元相对于其潜在竞争对手的国际货币地位的问题并不新鲜，但在过去几年里，学者和非学者对此都给予了不同寻常的关注。有了比以往任何时候都多的可用数据，现在正是进行评估的好时机。

2023 年 3 月举行的 PIIE 上一场会议的主题是以美元为基础的单极体系的可能替代方案。包含四个子主题：（1）国际货币使用的度量；（2）美元的潜在挑战者；（3）多极货币体系是否与网络外部性的存在相一致的问题；（4）黄金和数字货币作为常规货币替代品的可行性。

1. 国际货币使用的度量

美元等国际货币有一系列用途。一些耳熟能详的功能包括：中央银行和主权财富基金持有国际储备的货币；较小国家的货币可以盯住的锚货币；在贸易和金融交易中用于计价或结算的货币；以及外汇交易的媒介货币。一个标准的语言类比可以帮助解释。菲律宾人不太可能说葡萄牙语，巴西人不太可能说他加禄语。如果一个巴西人想与一个菲律宾人交流，他们可能会发现通过英语或西班牙语等第三语言交流更方便。同样，如果一方希望与另一个国家做生意，他们会发现通过美元或欧元（媒介货币）等第三种货币进行交易，比找到一个想要进行比索-雷亚尔交易的人更方便。

一张 2×3 的表格列出了这些国际用途，它们是货币三大经典功能的私人或公共实例：

表 1 国际货币的作用

货币的职能	政府	私人
价值储藏	央行的国际储备金	货币替代品（私人美元化）
交易媒介	外汇干预的媒介货币	私人外汇交易的媒介货币
记账单位	小国可以挂钩的锚货币	贸易和金融交易中用于计价的货币

第一个标准最为突出，这或许是因为央行储备持有量的数据唾手可得。自本世纪初以来，美元在外汇储备中的份额一直在逐渐下降。1999 年，新生的欧元取代了法国法郎和德国马克，美元占到外汇储备的 71%。到 2022 年底，其份额已降至 58%。也就是说，每年下降约 0.5 个百分点。但美元的份额仍远远高于第二大国际货币欧元的份额，后者为 20%，而且没有增加的趋势。如果美元的份额继续以同样的速度下降，还需要 70 年才能降到欧元的份额。欧元则远远领先日元，后者仍排在第三位。紧随其后的是英镑，排在第四位。备受关注的人民币只是在最近才超过了加元和澳元，跃居第五位。

货币在国际上的每种用途在因果关系和统计上都与其他用途高度相关。例如，Gopinath & Stein (2018, 2021) 指出，在国际贸易中使用一种货币来计价（记账单位）和在金融上使用该货币（价值储藏，特别是具有避险属性的货币，如美元和日元）双向相关。统计上，相关性也很明显。从不同的衡量标准来看，排名是相似的：从储备持有量、贸易计价或结算、国际债务和贷款计价、外汇周转以及全球支付各种标准来看，美元都排名第一。根据美联储

对国际货币使用的总体衡量，美元的重要性仍然是欧元的三倍，远远超过日元、英镑或人民币。

只有在全球 SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications, 环球银行金融电信协会)支付的标准下,欧元在2023年的支付份额才接近美元:32.6%对41.7%。SWIFT 的排名再次将人民币排在第五位,仅为2.3%。不过,如果将中国2015年推出的跨境银行间支付系统或其他非 SWIFT 替代支付系统的数据包括在内,人民币近期的增长将会更加强劲。

2. 挑战者

五十年前,当布雷顿森林体系解体时,美元似乎失去了它的特殊地位。最初,一些人预计国际货币基金组织的特别提款权可以填补这一缺口。毕竟,特别提款权最初是作为一种修复布雷顿森林体系的手段而提出和创建的,它提供了一种替代美元储备的手段。但这种合成单位从未作为国际货币流行起来。可以肯定的是,到1979年,有12个国家(其中许多是非洲国家或中东国家)将本国货币与特别提款权挂钩,到1982年,这一数字上升到了16个。按汇率挂钩国家的百分比计算,这一数字从1979年的16.4%上升到了1982年的22.5%。但自那以后,该比例一直在下降。到1995年,下降到只有三个(利比亚、缅甸和塞舌尔)。除了作为央行的国际储备资产外,特别提款权基本上不再被使用。特别提款权缺乏作为本国货币的本土优势。打个通俗的比方,如果美元类似于作为世界通用语言的英语,那么特别提款权就类似于世界语。特别提款权和世界语都是为了最大限度地发挥作用而精心设计的,但在实践中却很少使用,这正是因为它们是为人为创造出来的,而不是从本地有机生长出来的。

对竞争货币的兴奋往往伴随着对美元的悲观情绪。在过去的40年里,一系列货币被认为是挑战美元作为主要国际货币地位的候选货币。1973年至1990年的德国马克,1984年至1991年的日元以及2000年代的欧元都经历过。从2009年前后开始,轮到了人民币。

预测人民币可能在2020年挑战美元的第一位置显然为时过早。尽管中国的货币具备成为领先国际货币的三个必要条件中的两个,即经济规模和保值能力,但它仍然缺乏第三个条件:深入、流动性强、开放的金融市场。尽管中国政府渴望获得主要国际货币的全球地位,但它一直不愿放弃资本管制,也不愿意实现自由兑换。特别是在2014年后,中国政府实际上阻止了中国金融市场国际化的努力,当时十年的资本净流入让位于十年的资本净流出。人们还注意到,中国没有民主形式的政府、自由的媒体和独立的中央银行,而这些正是大多数国际货币的特征。

2023年,五个金砖国家(巴西、俄罗斯、印度、中国和南非)开始讨论建立一种新货币,成为美元的替代品。具体细节尚不清楚。单就经济规模而言,中国将主导金砖国家的货币。但很难想象五个如此不同的国家能够接受一种共同货币,无论它是否是中国的人民币。俄罗斯曾提议,金砖国家货币可以是五个国家货币的新篮子。如果这种新合成货币与五种现有货币共存,那么它将因缺乏本土基础而失败,就像特别提款权一样,而且会更加失败。

Arslanalp 等(2022)指出,全球央行储备从美元中逐步转移出来,主要不是流向上述任何一个挑战者,而是流向新的相对较小的储备货币,如加元、澳元、韩元、瑞典克朗和挪威克朗。此外,其他一些相对较小的货币,如新加坡元、南非兰特和新西兰元,被其所在地区的一些较小国家作为储备或挂钩货币持有。有人可能会将这些相对较小的单位添加到国际货币列表中,但显然不会作为领导者的候选货币。值得注意的是,美元可能会无限期地失去市场份额,但仍将保持第一的位置。

3. 多货币系统是否与网络外部性一致?

传统的国际货币观点认为网络外部性具有非常重要的作用。就像英语一样,人们发现美元使用起来很方便,因为其他人都在使用它。这意味着,在任何时候都有充分的理由让一种货币占据主导地位,无论是英镑、美元还是未来的挑战者。在国际上使用单一货币效率更

高，原因与在一个国家内使用单一货币效率更高是一样的。

网络外部性的一个表现是世界在“选择”顶级国际货币的惯性。（“选择”一词要加引号，因为这些模型往往有多重均衡，因而具有路径依赖性。）从一种货币的基本决定因素（通常是本国经济的规模）超过另一种货币，到系统达到临界点（挑战者货币在国际使用中超过现任货币），这两者之间可能有很长的滞后期。对储备资产的所谓研究确实发现了很多惯性。传统观点认为，这解释了为什么美元直到 1950 年左右才完全取代英镑成为主要国际货币。到 1920 年左右，基本的决定因素开始有利于美元而不是英镑：美国的经济规模在 1872 年超过了英国，并在 1913 年建立了中央银行，而英国由于在第一次世界大战期间的借款而失去了作为国际大债权国的实力。

Eichengreen (2010, 2011a, b) 提出了一个“新观点”：网络外部性并不像以前认为的那么大，多个领先国际货币可以同时存在。Eichengreen 和 Flandreau (2009, 2012) 以及 Chitu 等 (2014, 2017) 认为，美元实际上在第一次世界大战后，即 1925 年就超过了英镑。对此，一个合理解释是，在 20 世纪 20 年代和 30 年代，美元的国际使用水平与英镑大致相同，而美元只是在第二次世界大战后才取得了决定性的领先。

可以将全球货币体系视为单一货币的优势（网络外部性）和劣势之间的权衡：即发行国可能滥用其过高的特权，促使各国寻找替代货币（Farhi & Maggiori, 2017）。滥用过高的特权曾经意味着“货币贬值”，即过高的预算赤字、货币增长、经常账户赤字、通货膨胀和贬值。计量经济学估计国际货币份额决定因素包括一国货币的保值能力。（另外两个最标准的决定因素是国家规模，以及该国金融市场的开放性和流动性。）

最近，滥用过高的特权有了第二层含义。越来越明显的是，美国频繁使用制裁手段会刺激一些国家摆脱对美元的依赖。

历史上大多数国际制裁都收效甚微，特别是在没有强有力的多边支持的情况下。专家们倾向于认为，制裁通常只是一个国家提出明确抗议的一种方式，是介于武装干预和无所作为之间为数不多的选择之一。但在最近几年，制裁越发频繁，特别是金融制裁。

美国政府利用美元的全球主导地位来扩大美国法律和政策的治外法权，这被认为是“美元的武器化”。将伊朗排除在国际银行系统之外的企图，就是针对该国威胁发展核武器而采取的经济制裁之一。在 2005 年，美国获得了多边支持。的确，欧洲人偶尔也会抱怨美国的治外法权，怀疑美国可能会更快地对违反制裁的欧洲银行施加巨额罚款，比起来对美国同行。无论如何，当伊朗同意根据 2015 年的核协议《联合全面行动计划》（Joint Comprehensive Plan of Action, JCPOA）停止其核武器计划后，制裁就放松了。

Donald Trump 在 2020 年 9 月恢复制裁后，制裁失去了大部分多边支持。2018 年，Trump 让美国退出了 2015 年的协议，而伊朗并没有违反该协议。因此，在国际社会看来，以全球公共利益的名义为制裁辩解变得更加困难，而将其定性为美国滥用过高特权则变得更加容易。不仅是中国，欧洲也在寻找在美国控制的银行系统之外购买伊朗石油的支付渠道。这一事件加剧了人们对美元可能失去其长期主导地位的担忧。

2014 年，当俄罗斯夺取克里米亚并入侵乌克兰东部省份时，金融制裁被视为多边应对措施的重要组成部分。结果事实证明，制裁的效果相当有限。更糟糕的是，莫斯科政府在随后的七年里建立了自己的金融防御体系。在巨额经常账户盈余的帮助下，俄罗斯央行积累了价值 6430 亿美元的国际储备，相当于 GDP 的 40%。此外，俄罗斯银行，几乎是世界上唯一一家故意将其国际储备的构成从美元转换为人民币、其他货币和黄金的央行。

在 2022 年入侵乌克兰之前，通过 SWIFT 消息系统或其他方式切断俄罗斯银行与全球金融体系的联系似乎是一个野心勃勃的目标。最终，美国及其盟友实现了这一目标，甚至不止于此。2 月 28 日，美国财政部与欧盟、日本、其他 G7 国家、瑞士、韩国和新加坡联合采取了几乎前所未有的强硬行动。他们拒绝俄罗斯当局（中央银行加上主权财富基金）动用其

外汇储备和其他海外资产，从而解除了精心准备的防御。结果，卢布在此前下跌的基础上突然暴跌 30%，价值跌至 1 美分以下。

然而，随着时间推移，卢布完全恢复了。尽管西方国家实施的制裁超出了入侵前的预期，但截至 2023 年的效果似乎比预期的要小。扩大人民币或其他非美元货币的替代支付机制，有助于规避制裁。

最近的几项研究试图讨论，在地缘政治上与美国结盟最少、因而最容易受到制裁威胁的国家是否会是那些一直减少美元外汇储备的国家。Eichengreen 等（2017）使用了一个虚拟变量来反映该国是否与美国签订了防务协议。Mosler 和 Potrafke（2020）使用的是该国在联合国大会决议中与美国投票达成一致的比率。Arslanlap 等（2022）使用了这两个变量。尽管俄罗斯的情况如此，但普遍的发现是，这些地缘政治变量对美元持有量的影响并不显著。

4. 本国货币的替代品

国家货币不一定是唯一的国际储备，也不一定是唯一的国际记账单位或支付手段。有一种资产，尽管最近还被大多数经济学家认为是“野蛮时代的遗留物”，但现在正重新成为国际储备的组成部分。那就是黄金。另一种选择是一种新的选择：加密货币（野蛮未来的标志？）

长期以来，我们一直认为央行持有黄金是不合时宜的。许多国家的货币当局仍然持有一些黄金，但没有将其作为国际储备的一部分。也就是说，他们并不买卖黄金。但近年来，各国央行，尤其是亚洲各国央行，一直在积极买入（和卖出）黄金。Ferranti（2023）发现，从 2016 年到 2021 年，那些面临美国制裁风险较高的国家比面临美国制裁风险较低的国家更多地增加了黄金在其国际储备中的份额。

Ferranti（2023）还探讨了对于一个面临适度制裁风险的国家来说，将其央行的部分投资组合从美国国债分散到加密货币（特别是比特币）是否明智（加密货币的问题有别于各国是否会发行国际通用的央行数字货币的问题。）出乎意料的是，他得出的结论是肯定的：鉴于比特币是美国当局最难封锁的资产，人们不必对比特币的未来回报做出乐观的假设，就会发现，制裁的可能性让比特币在一些领域获得了一席之地，并赋予了它基本的长期价值。

5. 关于国际货币体系的结论

在过去的 50 年里，美元经受住了一次又一次的打击，其中大部分都是自己造成的。例如，两个政党在债务上限问题上一再僵持不下，最终将迫使美国财政部至少部分债务违约。

到目前为止，几乎没有迹象表明美元正在失去其作为领先国际货币的地位。各种指标表明，它仍然稳居第一的位置。引人注目的是，当全球冲击增加了部分金融市场的风险时，投资者仍会蜂拥买入美元作为避险货币。即使冲击源自美国，比如 2008 年全球金融危机，情况仍是如此。

美元经久不衰的原因很容易理解：缺乏替代品。欧元区外围成员国在 2010 年的危机中受到重创，以欧元发行的高评级政府债券寥寥无几。日本、英国和瑞士的经济规模不足以维持世界第一的地位。中国足够大，但缺乏足够深度、开放和流动性的金融市场。就国际储备资产的保值功能而言，最近黄金的复苏很可能在未来变得更加重要。甚至比特币也可能加入这一行列。但这两种资产无法发挥记账单位或支付手段的功能，至少无法像美元那样胜任。

让我们牢记国际货币和领先国际货币之间的区别。对于像欧元区或中国这样的重要经济体来说，以本国货币而不是美元进行部分贸易是正常的。甚至在该地区其他国家之间的一些交易中使用这种货币也是正常的。这并不意味着它可以成为取代美元成为第一大国际货币的可信候选者。

也许平衡网络外部性与滥用过高特权的危险的需要可以产生一种均衡，在这种均衡中，有几种同等规模的国际货币。可能有一种先验逻辑支持三种货币（美元、欧元和人民币）。如果体系中只有一种主要国际货币，其政府就有强烈的动机出现赤字并从国际铸币税中获

利。但如果有三种货币，就要对铸币税进行检查。一旦他们中的两个试图串通滥用过度高权，第三个政府就可以通过执行更严格的货币纪律来保持他们的诚实，从而为其货币提供更高的回报率，并使其持有者远离前两种货币。

但比三足鼎立更符合数据现实的是一种均衡，在这种均衡中，美元的作用远远大于欧元，欧元的作用远远大于第三大货币。以此类推，就像齐普夫定律一样。如果美元能承受越南战争时代的通货膨胀、1971-73 年的尼克松冲击、2007-2008 年的次贷危机、2017—2020 年美国对全球领导地位失去兴趣以及 2022 年对俄罗斯的制裁的反弹，或许它也能承受住威胁美国政府债务降级的党派政治。一个很好的猜测是，即使美元的市场份额被其他货币慢慢夺走，它仍将处于领先地位。

本文原题为“Dollar Rivals”。本文于 2023 年 7 月刊于 NBER 官网。本文作者 Jeffrey A. Frankel 是哈佛大学的研究助理，主要研究领域包括国际金融和宏观经济学、国际贸易的投资、货币经济学和资产定价。[单击此处可以访问原文链接。](#)

部分非洲国家出现美元短缺的原因及应对办法

Christopher Adam/文 张高瀚 / 编译

导读：许多非洲国家现在面临美元短缺的问题，原因是新冠疫情造成出口中断和贸易条件恶化。此外，俄罗斯入侵乌克兰对非石油生产国不利影响。避免美元短缺的唯一万全之策就是自给自足，但很难实现。通常的建议是削减公共支出。再者，有效地调整也需要依靠外部支持，如国际金融机构和多边开发银行支持。全文编译如下：

一些非洲国家，包括肯尼亚、埃及、津巴布韦、尼日利亚、加纳和赞比亚，目前正面临美元短缺的问题。美元是国际交易中的主导货币。

这些国家依赖美元来支付外债、必需品和工业投入。

什么是美元短缺？

全球贸易是以世界主要经济大国的货币进行的，主要是美元、欧盟的欧元、日元，其次是人民币和英镑。世界其他地方的个人、公司和政府需要这些货币来进口商品和服务，并在海外进行其他支付。

美元短缺只是一种情况，即在当前汇率下，对这种外币的需求量超过了供应量。

根据汇率的决定，美元短缺将以不同的方式出现。

在实行固定汇率制度的国家，通常本国货币与硬通货挂钩，那么短缺可能是有形的。通常向客户提供美元的银行可能根本没有美元储备，或者被迫对其有限的库存进行配给。

但今天大多数国家都实行某种形式的浮动汇率。他们的中央银行不会干预支持特定的汇率。在这里，可能无形的短缺。

美元可能仍然可用，但只能以更高的成本购买。短缺只是在相同数量的本国货币购买更少的进口的意义上。

即使采用固定汇率制，美元通常也可以在平行市场或黑市上获得。但是汇率不太有利，购买硬通货需要更多的本国货币。

本国货币对美元的贬值通常被视为美元短缺严重程度的一个指标。

是什么导致了美元短缺，其影响是什么？

美元短缺的直接原因是该国家收支平衡的恶化，这意味着一个国家与世界其他国家的金融交易。

这可能是由于一些意外事件，如自然灾害摧毁了一个国家的美元收入的旅游业。这也可能是由于对食品和药品等进口必需品的需求增加。

其他原因包括到期的债务还本付息增加，以及海外工人的汇款减少。国际收支状况的恶化也可能反映了该国贸易条件的恶化，即一国出口相对于进口的价值。

世界价格是由世界各大经济体的行为决定的。小型经济体是价格接受者，即包括大多数发展中国家，它们几乎或根本没有能力改变其贸易条件。

非洲目前美元短缺的背后是什么？

许多非洲国家现在面临着出口中断和贸易条件恶化的双重问题。2010年代后期，由于世界初级产品价格居高不下且不断上涨，出口大幅增长。然后，2020年代以一系列冲击开始，导致美元短缺。

新冠疫情造成国家间封锁和全球经济衰退压低了非洲许多主要出口产品的价格。旅游业作为美元收入的重要来源陷入停顿。

全球通货膨胀及由此产生的紧缩货币政策，如提高利率，推高了主要进口商品的价格和对外借贷的成本。

除此之外，俄罗斯入侵乌克兰，造成石油、食品和化肥价格飙升。油价上涨缓解了安哥拉和尼日利亚等石油生产国的美元短缺，但对其他国家产生了不利影响。

效果很明显。当进口更少、更贵时，价格就会上涨，支出就会下降。当对进口的挤压减少投资时，增长就会放缓，经济进步也会减少。

美元短缺可以避免吗？

避免美元短缺的唯一可靠方法是自给自足。但对处于早期发展阶段的国家来说肯定不是一个切实的选择。

低收入发展中国家需要的不仅仅是食品、燃料和药品等必需品。它们还需要进口资本货物和中间投入，以发展自己的生产能力。

从中期来看，随着各国能够生产更多商品和服务，它们对进口的依赖将会减少。他们将能够出口更多，对周期性美元短缺的脆弱性将得到缓解。但这需要时间。

在汇款和援助流入的支持下，来自贸易的美元流入量可能会因外国直接投资和来自官方和私人贷款人的美元借款而暂时增加。

但随着债务得到偿还，外国投资者寻求红利和资本回流，资本流入最终必然会逆转。

不过，如果利用得当，资本流入可以支持最成功的发展中国家所追求的出口导向型增长战略。

应该做些什么？

随着全球通胀缓和，全球增长的复苏可能会带来贸易条件的改善和出口需求的复苏。国内政策制定者对此几乎无能为力，只能等待。

当他们这样做的时候，他们可以采取政策措施来解决美元短缺的现实。这些措施实行很困难。

通常的建议是削减公共开支。这将减少对进口的需求，在政治上很困难。通常还建议各国政府鼓励生产出口产品和进口替代品。这很有挑战性，而且需要时间。

因此，有效的调整也将依赖于外部支持。这意味着国际金融机构和多边开发银行提供新的和额外的国际收支支助。这意味着债务重组倡议，如20国集团的共同框架机制。

对许多低收入国家来说，周期性的美元短缺是一个长期存在的事实，尽管增长和发展

意味着随着时间的推移，这种短缺可能会变得不那么频繁和严重。

一些非洲国家目前面临的压力当然很严重，但如果这些国家保持它们在过去十年中建立起来的高质量宏观经济，特别是如果这种国内经济政策得到国际金融机构和外部发展伙伴的坚决支持，这些压力是可以控制的。

本文原题为“Several African countries have a shortage of US dollars — why this happens and how to fix it”。作者为 Christopher Adam，牛津大学发展经济学教授。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美元正在失去储备货币地位：金砖国家开发银行如何确保软着陆

Popov Vladimir /文 申劭婧/编译

导读：本文将美元地位下降与二战后英镑的地位下降进行了对比，认为英国在 20 世纪 50-70 年代竞争力的丧失和“走走停停”的政策很可能是美国未来前景的预示。然而当前形势的新特点是，许多发展中国家的储备资产被冻结——这可能使逃离美元成为一个不受控制的过程。为了确保软着陆，金砖国家的新开发银行可以发行债券，出售给资产已经或可能被西方冻结发展中国家，这样他们就可以将外汇储备储存在这些债券中。编译如下：

摘要

当前美元逐渐丧失储备货币地位的趋势将导致资本流出美国，进而导致美元贬值和/或利率上升，这将造成代价高昂的资源实际重组——它们将从竞争力较弱的行业重新配置到竞争力较强的出口导向型行业，同时伴随着失业增加。本文将美元地位下降与二战后英镑的地位下降进行了对比，认为英国在 20 世纪 50-70 年代竞争力的丧失和“走走停停”的政策很可能是美国未来前景的一个预示。

然而，当前形势的一个新特点是，许多发展中国家（叙利亚、利比亚、伊朗、委内瑞拉、阿富汗、俄罗斯）的储备资产被冻结，其他国家（包括中国和沙特阿拉伯）的资产也有此危险——这可能使逃离美元成为一个不受控制的过程。尽管从长期来看，这一过程可能对美国和世界经济有利，但中短期调整成本可能极高。为了确保软着陆，金砖国家的新开发银行可以发行债券，出售给资产已经或可能被西方冻结发展中国家，这样他们就可以将外汇储备储存在这些债券中。该银行将把出售这些债券的收益投资于储存外汇储备的传统金融工具——以相同的美元和欧元计价的美国和欧盟国库券和债券。这种债券被认为是安全的，因为美国和欧盟不会冒险冻结该银行的资产——这将意味着与所有金砖国家和全球发展中地区的重大冲突。

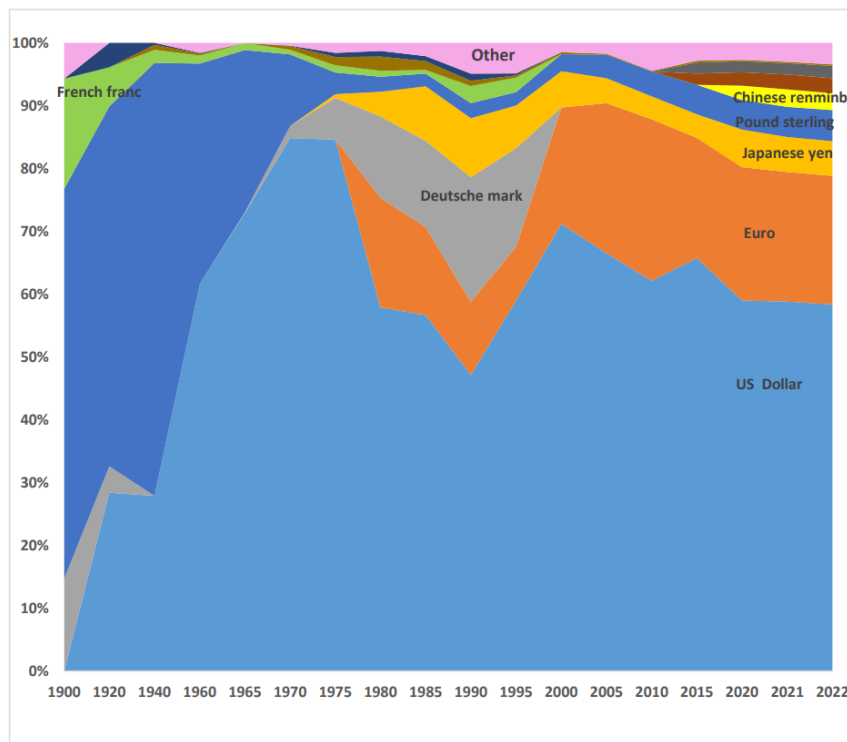
对西方国家来说，这一选择不仅可以接受，而且是可取的：新银行将把发展中国家目前直接持有的西方证券通过该银行转换为持有相同的西方金融工具，确保软着陆。

就在 1940 年，世界外汇储备（FOREX）的近 70%（不包括黄金）是英镑，只有不到 30% 是美元。到 1960 年，以英镑计价的外汇份额下降到 35%，而到 1980 年下降到只有 2%（图 1）。英镑的地位被美元取代，1971 年布雷顿森林货币体系崩溃后，其他欧洲货币和日元也取代了英镑的地位。

今天，同样的过程正在美元上展开。从 1970-75 年占世界外汇总额 85% 的峰值开始，美元储备的份额已经下降到 1990 年的 47%，然后在 2000 年暂时增加到 71%，然后在 2022 年再次下降到 58%。

特定国家在世界经济中所占的份额与其货币在总储备中所占份额之间没有直接相关关系。尽管中国在世界生产总值（PPP）中的份额接近 20%，但今天人民币在世界外汇总额中的份额仍低 3%。除了国家规模，其他因素，如惯性（通过滞后货币份额来衡量）、政策可信度（通过通货膨胀和货币贬值衡量）、国际体系（布雷顿森林体系的存在和崩溃）都发挥了重要作用，并且回归系数显著（Eichengreen, 2017）。但英镑的经验表明，如果条件成熟（无论这些条件是什么），主要储备货币的衰落可以很快发生。英镑地位下降的故事可以为目前正在进行的美元地位下降过程提供一些重要洞见。

图 1 1900-2022 年不同货币在世界外汇中占比



当不利的贸易条件或金融冲击出现，导致国际收支状况恶化时，对于外汇储备有限的国家来说有两种基本选择。首先，可以维持固定汇率（甚至成立货币委员会），一直到外汇储备减少导致狭义货币供应量减少：这将推动国内价格下降并刺激出口，提高利率并刺激资本流入，最终将改善国际收支平衡（所谓的内部贬值）。第二，可以允许本国货币贬值——汇率下跌会自动贬值。这使出口更有利可图，进口成本更高，并吸引资本流入以购买不太昂贵的外币国家资产，从而使国际收支恢复平衡。由于国家价格不如汇率灵活，第一类调整（内部贬值）总与产出锐减挂钩。

东欧国家和其他转型经济体 1998-1999 年期间的经验证据（1997 年亚洲和 1998 年俄罗斯货币危机之后的资本外流以及产出增长率放缓）表明，第二类政策反应（贬值）的产出损失比第一类（货币紧缩）要小。2001 年阿根廷货币委员会的崩溃及之后 2008-09 年大衰退期间资本从东欧国家流出为这一模式提供了额外的证据（Popov, 2011; 2012）。

拉脱维亚，一个人口不到 250 万的波罗的海小国（前苏联加盟共和国），自 2004 年以来成为欧盟成员国，在 2008 年末与许多其他发展中国家和转型经济体一样面临资本外流。然而，与其他许多国家不同的是，拉脱维亚拥有事实上的（尽管不是正式的）货币委员会制度（其货币自 1994 年起与特别提款权挂钩，自 2004 年起与欧元挂钩）和巨额经常账户赤字——2006-07 年超过 GDP 的 20%——由资本流入提供资金。2008 年资本流入放缓，导致外汇储备从 5 月的 66 亿美元减少到 11 月的 34 亿美元；2008 年，狭义货币供应量收缩了 10% 以上，国内生产总值增长率从 2006-2007 年的 11%-12% 下降到 2008 年第四季度的 -10%，同时失业率上升。2008 年 12 月 15 日，保罗·克鲁格曼在《纽约时报》的一篇专栏文章中将拉脱维亚与阿根廷进行了比较，后来又为货币贬值提出了强有力的论据。他写道，“这看起来像是事件的重演，第一次是悲剧，第二次是另一个悲剧”。

最近，自 2012 年以来一直持续的讨论是希腊可能因资本外流而退出欧元区。当时的争论也是类似的——如果希腊拥有自己的货币而不是欧元，贬值将成为可能，而与内部贬值相比，这一选择在减少产出方面的痛苦要小得多——后者要求将价格和工资不断降低，直到希腊经济再次具有竞争力。

英国在 20 世纪五六十年代关于“走走停停”政策的辩论在很多方面都早于当前的这些讨论，而且同样具有启发性。“走走停停”政策是在英国保守党首相哈罗德·麦克米伦（Harrold Macmillan, 1957-63）的领导下开始的，但在工党首相哈罗德·威尔逊（Harrold Wilson）的领导下一直持续到 20 世纪 60 年代。尽管存在其他因素，但仅仅是外国通过出售英国短期证券和购买美元计价证券从英镑转向美元，就意味着资本不断从英国流出。面对国际收支恶化，英国央行本应允许英镑贬值和/或“按兵不动”——收紧货币政策，以降低或至少减缓价格

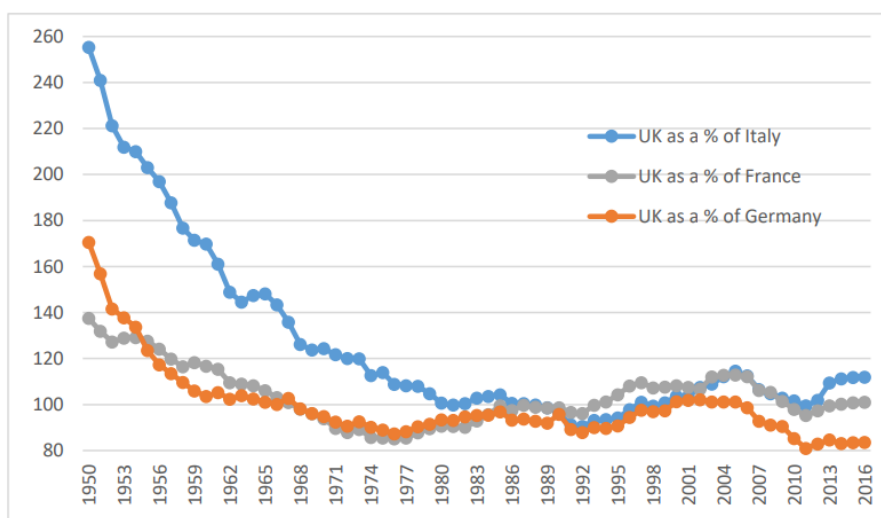
/工资的增长。“停止机制”与实体重组有关，因为价格和工资是刚性的，所以调整不仅通过相对价格，也通过实体经济发生。

A. P. 瑟尔沃尔 (A. P. Thirlwall, 1979) 在一篇引发相当多讨论的论文中指出，增长会受到国际收支的需求约束，因为与新古典主义的正统观点相反，调节国际收支的是产出而非相对价格。如果一个国家在扩大需求时陷入国际收支困难，在达到短期产能增长率之前，就必须削减需求。供应无法得到充分利用；不鼓励投资；技术进步放缓；与外国商品相比，该国商品变得不那么受欢迎，从而进一步恶化了国际收支平衡——恶性循环开始了 (Thirlwall, 1979)。

这种方法的灵感来自英国在 1951-73 年与国际收支危机有关的走走停停政策的经验。随着产出增长，进口迅速增加，导致经常账户恶化，而出口则以世界需求所决定的恒定速度增长 (Thirlwall, 1979; McCombie, 2013)。

尽管 20 世纪 50-60 年代有时被称为英国经济的黄金时代 (1951 年至 1973 年)，因为当时失业率很低 (大部分时间只有 2%)，而且英国享有本国经济史上最快的增长率，但在 2018 年，英国在生产率和人均收入方面实际上落后于欧洲大陆。(图 2)。

图 2. 英国购买力平价人均 GDP 占德国、法国和意大利的百分比



资源重组问题因为贬值而被推迟——20 世纪 50 年代和 60 年代，英国主要通过将英镑贬值来应对资本外流 (从 1 美元兑 5 英镑到 2.5 英镑 - 图 3)，因此经常账户大致平衡 (图 4)。然而，要付出的代价是生产率的增长比其他地方慢，低竞争力行业的积压越来越多。

图 3 1800 年以来英镑兑美元汇率

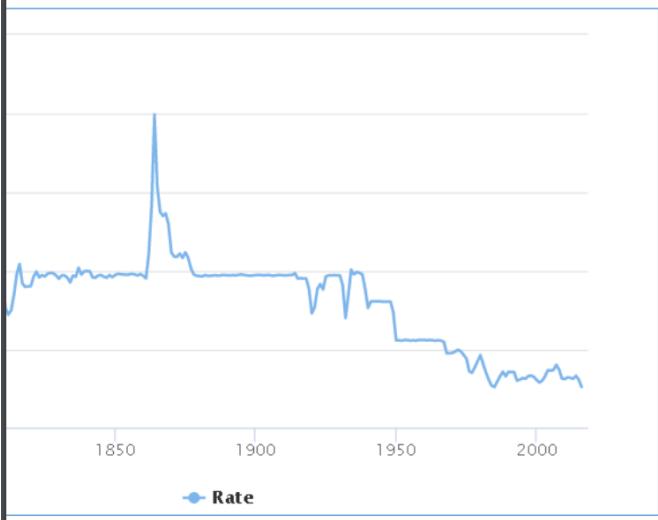
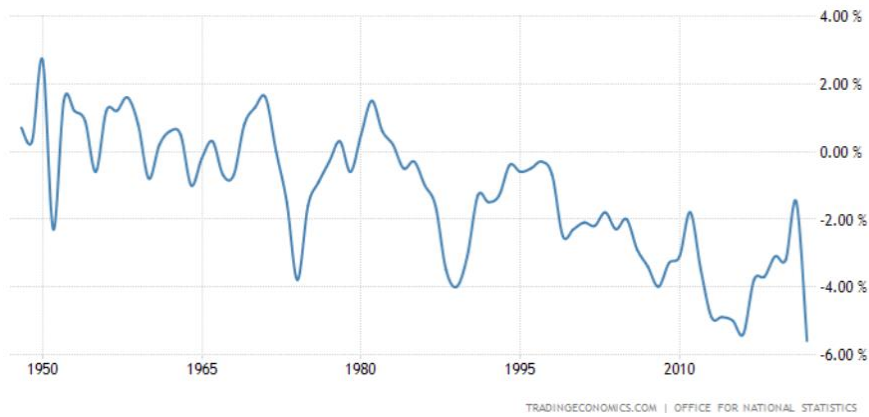


图 4 1950 年以来英国经常账户余额占 GDP 百分比



从某种意义上说，保持高就业率的代价是由于保护主义盛行和缺乏与欧洲共同体的一体化而缺乏结构调整。英国工业更多地面向前殖民地（英联邦国家），那里的质量和竞争力标准低于世界市场。

英国于 1973 年加入欧共体，并于 1977 年中期废除了与欧共体的贸易壁垒，重组正式开始。撒切尔政府于 1979 年上台，放弃了“走走停停”政策，果断地实行突破。之后，失业率从 1971-74 年的 4% 飙升至 1984 年的 12%，并在 20 世纪 80 年代始终高于美国——而在 20 世纪 50-60 年代，失业率是普遍低于美国的。英镑在 1985 年触及 1.05 美元的低点后，贬值停止（图 3），调整通过实际资源重组和债务积累实现。与欧洲大陆相比，英国人均收入的下降在 20 世纪 80 年代也停止了，但没有恢复到过去的优势（图 3）。

如今美元的情况与英国情况至少有两不同之处。首先，英国在 20 世纪 80 年代仍是净债权国——其国际投资头寸仍为正，因此它能够以其他形式吸引海外资本，以缓冲通过外国持有外汇的短期金融工具形式导致的资金外流。即使在今天，英国的净国际债务也只占 GDP 的 26%，而美国已经接近 80%——比任何其他 G20 国家都高（表 1）。

表 1 G20 国家净国际投资头寸 (NIIP) 占 GDP 的百分比

国家	日期	NIIP (GDP%)
阿根廷	2019	26.3
澳大利亚	2021	-41.1
巴西	2019	-39.6
加拿大	2021	58.7
中国	2021	12.9
法国	2021Q1	-32.7
德国	2021Q1	78.4
印度	2020.3	-14

印度尼西亚	2019	-30.4
意大利	2021Q4	7.4
日本	2021	62.8
墨西哥	2019	-51.4
俄罗斯	2021	26.8
沙特阿拉伯	2021	73.0
南非	2021	29.5
韩国	2021	26.4
西班牙	2023Q1	-60.7
土耳其	2021	-35.5
英国	2021	-25.7
美国	2022Q4	-79.8

其次，美国最近决定冻结一些国家（叙利亚，利比亚，伊朗，委内瑞拉，阿富汗，俄罗斯）的外汇，破坏了美元的信誉，构成了发展中国家寻找替代金融工具以保持外汇的另一个原因。事实上，由于大多数富裕国家（几乎所有经合组织国家）都加入了包括冻结资产在内的制裁行动，发展中国家持有外汇的合理选择数量非常有限，两个主要选择是人民币和黄金。中国显然不能将其外汇储备保持为人民币，但无论如何已经在远离美元：美元计价工具在其总储备中的份额从2005年的79%下降到2016年的59%，再下降到2023年的25%。其余的可能（缺乏官方统计数据）投资于欧元、日元和英镑。

已经在推进的将外汇兑换成人民币和黄金，在任何时候都可能成为自我维持和难以控制的过程。这不仅对发达国家，而且对发展中国家都具有毁灭性意义，且代价高昂。

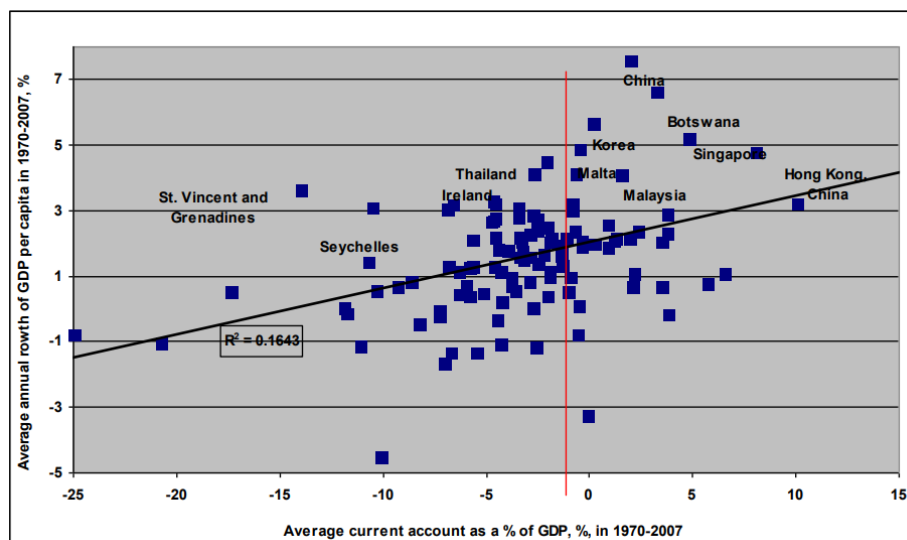
全球不平衡、“资本向上流动”和发展中国家的利益

全球收支失衡不利于世界的健康发展。它们引起了规模巨大、不稳定和投机性的资本流动；造成货币不稳定，使各国需要持有大量外汇储备，以便在必要时干预货币市场，并导致资源在盈余国家和赤字国家之间任意重新分配——往往是从穷国流向富国。例如，今天，贫穷的中国人将资源转移给比自己富裕十倍的美国人，这是有悖常理的（Thirlwall, 2011）。

这是文献中的一种流行观点，有时用“资本向上流动”来描述——不是从富裕国家流向贫穷国家，而是相反，从贫穷国家流向富裕国家，这似乎是非常违反直觉的。事实上，设法实现高增长率的国家大多是净债权国，而非净借款国；他们的经常账户为正，即储蓄多于投资（图5）。即使控制了发展水平和该阶段中期，即1975年的购买力平价人均GDP，1960-2000年的经常账户盈余和增长率之间的关系仍然是正向且显著的（Popov, 2010a）。

这个问题也被称为费尔德斯坦-堀冈之谜 (Feldstein-Horioka puzzle) ——即使在资本账户相对开放的国家, 国内储蓄和投资之间也存在高度相关性, 这与资本应该流向投资环境和投资回报率更高的国家的理论预测相反。伴随高国内储蓄率而来的是高投资率, 这通常 (尽管并非总是) 导致更快的增长。

图 5 1970-2007 年平均经常账户占 GDP 百分比和人均 GDP 增长率 (%)



用保罗·克鲁格曼 (Paul Krugman) 的话说, 自 20 世纪 80 年代初以来, 发展中国家经历了三次大规模的资本流入浪潮, 但没有一次能创造增长奇迹。第一波是在 20 世纪 80 年代债务危机后实行贸易自由化和开放市场的拉丁美洲国家。随着 1995 年墨西哥危机和迟来的 2002 年阿根廷危机, 这一浪潮在悲痛中结束。

第二波是 90 年代中期的东南亚经济, 当时亚洲经济奇迹风靡一时。随着 1997-1998 年的危机, 这一浪潮同样在悲痛中结束。

第三波是在近十年中期开始的对东欧经济体的冲击。就在我们说话的时候, 这股浪潮又一次在悲痛中结束。

自 1980 年以来, 确实存在一些引人注目的发展成功故事, 但我不知道有一个主要由外部资金推动。问题的关键并不在于国际资本流动是一件坏事, 这是一个备受争议的话题。相反, 问题是没有明显的证据表明资本流动是经济成功的主要来源。

鉴于这一证据, 发展中国家依赖外部融资的政策选择颇具讽刺意味。同样具有讽刺意味的是, 当发展经济学家全神贯注于“资本向上流动”问题 (从发展中国家流向发达国家) 时, 最好的增长记录恰恰出现在经常账户余额为正和大量外汇储备积累的国家, 而正是这些国家正在引发这种资本的向上流动。

第二次世界大战后的西欧马歇尔计划可能是第一个也是最后一个外国融资为经济复苏做出重大贡献的成功故事。但即使在这种情况下, 也可以说, 如果没有适当的国内 (欧洲) 机构和国内储蓄动员, (相对) 快速增长就不会发生。二

战后日本的外国融资微不足道，而日本战后的增长比欧洲更令人印象深刻。经济奇迹只发生在依靠国内储蓄调动的国家，而不是像发展经济学家所说的那样，发生在寻求通过向国外借款来弥补资金缺口的国家。

外汇积累和增长

有一个论点是 (Polterovich, Popov, 2004; Rodrik, 2008; Popov, 2010b, 2013, 2019; 2020; Popov, Jomo, 2020)，中国在 20 世纪 80 年代至 2010 年代的惊人增长，与日本、韩国、台湾和一些东盟国家的快速增长一样，都是通过快速积累外汇、促进出口和抑制进口来故意低估汇率所推动的。汇率管理是非选择性产业政策的重要工具 (Popov, 2020) —— 积累高于正常水平的外汇储备 (来维持被低估的实际汇率，以确保贸易和资本账户畅通交易) 是促进以贸易品出口为基础的经济增长的重要工具，但以牺牲非贸易品为代价。 (Polterovich, Popov, 2004)。

施加进口关税和汇率贬值之间有重要区别。“汇率保护主义”是更有效地刺激增长的政策，因为进口税和政府税收/支出的决定受到制度质量差 (腐败和执行效率低) 的影响，而低汇率政策本质上是不加区别和非选择性的：它不能被特定的利益集团捕获和“私有化”——这使其成为在普遍存在腐败的贫穷和中等收入国家特别有效地促进增长的工具。 (Polterovich, Popov, 2004)。

正如联合国旗舰报告 (UN WESP, 2016) 所述，储备积累可以对贸易产品的生产和出口以及工业发展产生积极的外部效应，因此可以成为国家发展模式的一个特征。汇率低估可以提高出口竞争力，而不需要针对具体部门或企业进行补贴或干预。

正如格里菲斯-琼斯 (Griffith-Jones) 和奥坎波 (Ocampo) (2010) 所观察到的那样，“外汇储备积累”的理由通常可以在两种解释中找到：“竞争力” (或者用更贬义的话来说，“重商主义”) 和“自我保险”动机。这种重商主义观点，即通过积累外汇储备使汇率低估实际上是一种产业政策，以牺牲非贸易品生产者和进口商的利益为代价，使贸易品生产者和出口商受益，从而促进出口导向的增长 (Dollar, 1992; Easterly, 2001; Rodrik, 2008; Bhalla, 2012; Greenwald, Stiglitz, 2013)。如果贸易品的出口和生产 (工业化、高科技部门的发展) 存在外部性，则储备积累导致的汇率低估是为这些活动提供补贴的有效方式，并且这种补贴是自动完成的，即：不需要有关部门来选择可能的受益人。

简言之，这是一种似乎相当有效地促进贸易产品出口和生产的非选择性产业政策，特别是在腐败严重和制度质量低下的国家。Polterovich 和 Popov (2004) 提出了证明储备积累如何刺激增长的正式模型以及实证证据。研究还表明，外汇储备的积累会导致汇率失衡，进而导致出口/GDP 和贸易/GDP 比率上升，刺激经济增长。

储备积累的政策往往被认为会弄巧成拙，因为要避免通货膨胀（这会抵消贬值对实际汇率的影响），货币管理机构就必须执行冲销政策，即出售政府债券，以抵消购买外汇对不断膨胀的狭义货币供应量的影响。但出售政府债券导致利率上升，进而吸引海外资本，导致本应再次冲销的外汇储备增加，这造成了恶性循环。这就是经济学家谈论的“不可能三角”：一个国家无法同时保持开放的资本账户、受管理的汇率和独立的货币政策。

但许多发展中国家会对资本流动实施控制（中国和印度是最好的例子），即使没有这种控制，资本也不会完全自由地流动——特别是对大型经济体而言。在实践中，如统计数据所示，外汇积累是通过政府预算盈余和债务积累来实现的，而不是通过印钞（Polterovich, Popov, 2004）。也就是说，大多数迅速积累储备的国家都表现出低通胀和低预算赤字（或预算盈余），但公众持有的政府债券却越来越多（见 Polterovich, Popov, 2004）。

储备的积累意味着一国储蓄大于投资，生产大于消费，将其储蓄用于资助其他国家的投资和消费。人们常常认为，资本应该从富国流向穷国，因为发展中国家的 K/L 比率较低，因此资本回报率较高。然而，外国储蓄可能会挤占国内储蓄，导致国家债务增加的同时，投资没有增加，因此经济发展也没有加快。

此外，这只是影响的一个方面，另一种影响是动态的，而且方向完全相反：如果一个国家设法在世界市场上变得更有竞争力（通过提高生产率或降低工资或低汇率），该国的出口就会开始逐渐大于进口，并形成贸易顺差。如果这种盈余以外汇储备的形式储存起来，汇率就会被低估，贸易顺差就会持续。这就是为什么比其他国家发展更快的国家通常会有贸易顺差（比如自 1861 年至 1865 年内战以来直到 20 世纪 70 年代的美国，二战后的德国和日本，东亚四小龙，当然还有最近的中国）。储备的积累（投资于可靠的短期政府证券，利率极低）意味着国民经济的损失，但每项政策都有成本——这是为促进增长而付出的代价。

有人担心，“汇率保护主义”可能导致以邻为壑的政策：显然，所有国家不可能同时实施这些政策来实现其汇率的低估。如果所有国家都如此，那么它们全都将遭受损失。此外，对于发达国家来说，这种政策也不起作用（Polterovich, Popov, 2004），因此它们的损失将是最大的。但对发展中国家来说，这是一个可行方案，而且理由充足，因为这些国家应该有足够的政策空间来利用这一工具促进赶超发展。

诚然，因储备积累导致汇率低估而产生的贸易顺差，可能会导致现在所谓的“全球失衡”，使其他国家陷入债务。但这种情景存在一定的可能，在某种意义上会逆转 19-20 世纪的趋势（美国在 1860 年代内战后的近 100 年里一直享有贸易顺差，导致许多发展中国家陷入债务）（见 Popov, 2010a, B2011）。

今天，富裕国家的债务并没有那么高。澳大利亚、法国、希腊、葡萄牙、西班牙、英国和美国是净国际债务国（美国是最大的债务国，占 GDP 的近 80%），但加拿大、德国、日本、荷兰、挪威、韩国和瑞士是净债权国（表 1），因此这些国家有一定的空间维持经常账户赤字，并通过债务积累为其融资。

相反，对发展中国家来说，外汇积累可以作为制定产业政策的有力工具。从理论上讲，每一种外部性都可以通过税收来解决，但在实践中，选择性政策很少奏效。而且，由于保护主义目前事实上已被世贸组织宣布为非法，汇率保护主义是促进赶超发展的唯一可用工具，在某种程度上也是最后的手段。

贫穷国家的储备积累不会永远持续下去，一旦他们赶上西方，这种积累就会结束。与此同时，发达国家有机会使得消费量多于生产量。既然如此，为什么不借债帮助发展中地区更快地赶上西方呢？

西方接受全球失衡（经常账户赤字导致债务积累）将有助于克服我们这个时代的重大失衡，即发达国家和发展中国家之间的收入差距。500 年来，这一差距一直在扩大，直到第二次世界大战后的今天，才有一些迹象表明这一差距开始缩小（Popov, 2015）。如果西方国家愿意举债，允许发展中国家拥有有助于它们更快发展的贸易顺差，那么尽早消除这一差距的机会将会更大。此前，在 16-20 世纪，西方发展更快，它们在与“其他国家”的贸易中积累盈余，并以此购买发展中国家的资产，而“其他国家”则陷入债务。现在，到了“其他国家”积累资产、西方国家负债的时候了。

美国制裁进一步削弱美元地位，但软着陆仍有可能

仅在最近几年，西方国家就先后冻结了叙利亚（2011 年）、利比亚（2011 年）、伊朗（2012 年）、委内瑞拉（2019 年）、阿富汗（2021 年）和俄罗斯（2022 年）的外汇储备。其他国家也可能在许多不同的借口下成为目标——从侵犯人权和缺乏民主到认为对已经受到制裁的国家的制裁支持不足。如果不用美元和欧元，未来的外汇储备将以什么形式存放？只有人民币和黄金？是的，但还有另一种选择。

发展中国家的新国际银行，以及未来整个世界的新国际银行，将从零开始，或在金砖国家新开发银行或亚洲基础设施投资银行的基础上创建并发行其债券，过程中可能有世界银行和所有其他希望参与的金融机构参与。这些债券将出售给所有国家，但最重要的是出售给成员国，主要是发展中国家，特别是那些资产已经或可能被冻结的国家，以便它们能够将其外汇储备储存在这些债券中。该银行将把出售这些债券的收益不仅投资于金砖国家和全球其他发展中国家的证券，还投资于储存外汇储备的传统金融工具——以相同的美元和欧元计价的美国和欧盟国库券和债券。同时，美国和欧盟不会冒险冻结该银行的这些资产，因为这将意味着与所有金砖国家和全球发展中国家的重大冲突。

对美国 and 欧盟来说，这一选择不仅可以接受，而且十分可取：新银行将通过中介机构，即通过扮演中介角色的银行，将发展中国家目前直接购买的西方证券转换为持有的相同西方金融工具。否则，将国际外汇储备转换为人民币金融工具和黄金的过程将导致美国和欧洲金融资产价格大幅下跌，这将导致金融危机，以及不受欢迎且代价高昂的实际资源重组。

这一策略规模巨大：在布雷顿森林体系崩溃之前的 20 世纪 60 年代，世界外汇总额约为 500 亿美元，约占世界生产总值的 2%，而今天则超过了 12 万亿美元——超过世界生产总值的 10%。四分之三的外汇是在发展中国家，主要是在发展中的东亚和中东。在大约 12 万亿美元的世界外汇中，中国（包括台湾、香港和澳门）有 4.4 万亿美元，10 个东盟国家有 1.1 万亿美元，波斯湾国家（沙特阿拉伯、伊拉克、伊朗和 5 个小海湾国家）大约有 1 万亿美元，印度和俄罗斯各有约 0.6 万亿美元，还有巴西的 0.3 万亿美元。这些国家的外汇顺利重组以确保西方和世界经济的软着陆，应被视为重中之重。

结论

20 世纪 50 年代至 70 年代，在储备货币从英镑向美元过渡的过程中，英国竞争力的丧失和走走停停的政策，为当前美元作为储备货币衰落的过程提供了重要参考。美国的资本外流可能导致美元贬值和/或利率上升，这将导致代价高昂的实际重组——失业增加，资源从竞争力较弱的行业重新分配到竞争力较强的出口导向型行业。此外，由于越来越多的国家实施制裁和冻结包括外汇在内的资产，美元在国际金融体系（贸易和资本流动交易以及外汇储备）中的作用正在不断下降，这一进程可能会加速，并成为难以控制的自我延续过程。

尽管从长期来看，这一过程可能对美国和世界经济有利，但西方国家实际重组的中短期调整成本可能很高。对于发展中国家来说，将以西方货币计价的外汇迅速兑换成黄金、人民币和发展中国家的其他货币也是不可取的。

因此，迫切需要的是为发展中国家的外汇投放提供新的可靠的金融工具。这可能是由全球发展中国家银行（可能是金砖国家新开发银行和/或亚洲基础设施投资银行）发行的新证券。这些新证券将由寻找替代金融工具的发展中国家购买，而出售证券的收入将由世界银行投资于美元和欧元国库券。该银行的证券将被认为更加可靠，因为西方国家不敢冻结这家代表全球发展中国家利益的银行的资产。

此后，应重新考虑整个单方面制裁政策。美国和其他西方国家已经和正在实施制裁的全球发展中国家名单一直在扩大——已有近 36 个国家被实施制裁，其中大部分是针对俄罗斯（5000 多个）、伊朗（3000 多个）、叙利亚和朝鲜（各 2000 多个）、委内瑞拉、缅甸、古巴（各几百个）——（Popov, 2023）。其他尚未受到西方制裁的国家也不断受到威胁——任何时候它们都可能被指控侵犯民主和人权，以及/或帮助受制裁国家规避这些制裁。

几十年来，美国为贸易和资本的全球化欢呼雀跃，全球化在提高效率和降低消费者成本方面带来了巨大的好处。但在一个危险的世界里，仅靠效率已经不够。在美国和整个西方，中国的崛起将其目标推到了前台。可以理解的是，官员们希望通过限制中国获得可以增强其军事实力的尖端技术来保护国家安全，并在中国一直虎视眈眈的地区建立替代供应链（《经济学人》，2023年8月10日）。如果不重新考虑这一政策，世界经济可能面临世界贸易的中断和类似于20世纪30年代所经历的萧条。

今天所需要的（事实上过去也需要）是一个新的国际组织，其成员将承诺不单方面实施制裁和禁运，不冻结彼此的资产。只有本组织理事会以特定多数票通过决定时，才能采取这种行动。

这是第一步。之后，与一个新的国际组织（其成员须同意避免单边制裁）一起，世界银行将能够开始建设一个新世界，促进全球发展中国家发展和向发达国家转变的经济秩序。

它将为早该进行的改革铺平道路，以使所有国际经济关系民主化，从而缩小发达国家和发展中国家间经济发展水平的差距。这些领域包括：国际贸易规则和产业政策、外汇储备积累和汇率调节、技术和知识产权转让、外国直接投资、债务积累、资本流动、用于稳定原材料和能源价格的资金、国际移徙流、发展援助、资源使用和污染物排放等（Montes & Popov, 2001; Polterovich & Popov, 2006; Popov & Dutkiewicz, 2017）。

但第一步是创建全球发展中国家银行和一个新的国际经济组织，准备好建立一个没有单边制裁和冻任意结资产的世界经济。

本文原题为“US Dollar is Losing its Position of a Reserve Currency: How the BRICS Development Bank can Ensure the Soft Landing”，作者 Vladimir Popov¹ 是俄罗斯科学院的教授。[单击此处可以访问原文链接。](#)

全球供应链压力与美国通胀

Zheng Liu 和 Thuy Lan Nguyen /文 张丝雨/编译

导读：全球供应链在新冠疫情开始后出现了中断，这为过去两年美国通货膨胀的快速上升做出了贡献。有证据表明，供应链压力推高了商品生产的成本和公众对未来物价上涨的预期。这些因素解释了自 2021 年初以来美国通货膨胀激增的约 60%。供应链压力在 2022 年中期开始大幅减轻，这有助于通货膨胀放缓。编译如下：

新冠疫情爆发后，全球航运和运输成本飙升，交付时间延长，积压订单飙升至历史最高水平。由此造成的供应短缺给通货膨胀增加了很大压力。

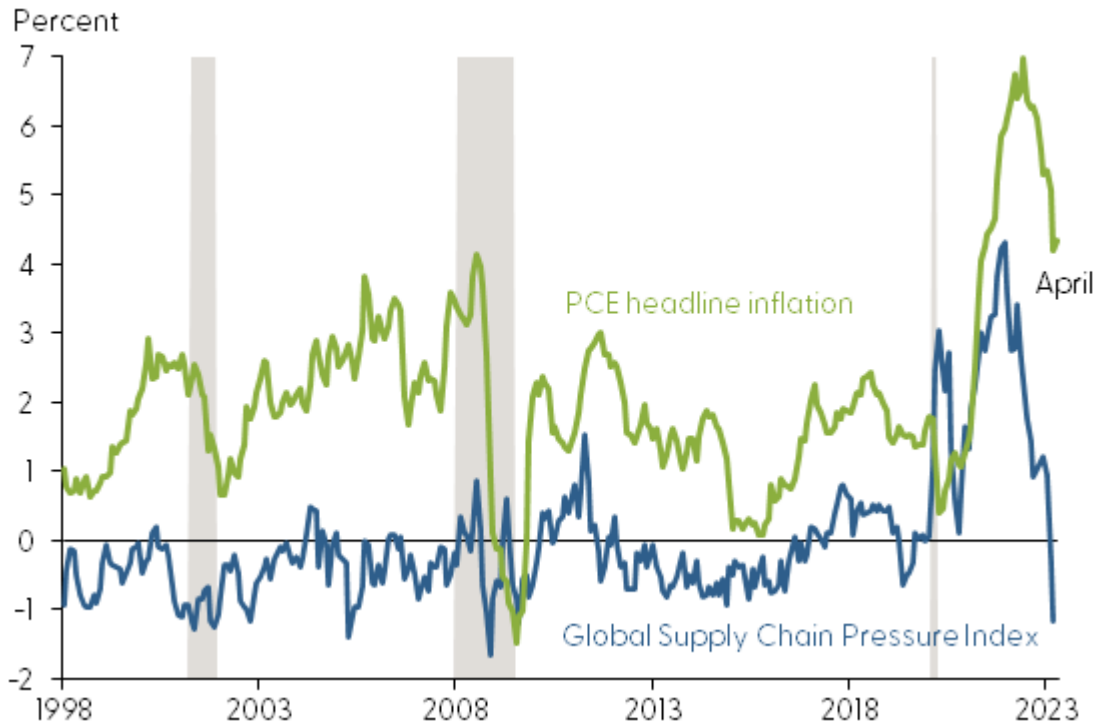
这则经济快讯研究了过去两年中全球供应链中断对美国通胀上升的量化贡献。我们的证据表明，供应链压力的增加会导致整体个人消费支出（PCE）价格通胀的大幅增加。供应链中断增加了投入成本，提高了公众对价格上涨的预期。我们估计，在 2021 年和 2022 年高于趋势水平的总体通胀中，这些影响贡献了约 60%。

衡量全球供应链压力

我们使用纽约联邦储备银行构建的全球供应链压力指数（GSCPI）来衡量供应链中断（Akinci et al. 2022）。GSCPI 汇总了 27 个月度运输成本指标的信息——如波罗的海干散货指数（Baltic Dry Index）、哈佩克斯指数（Harpex Index）和劳工统计局（Bureau of Labor Statistics）的空运成本指数——以及采购经理人指数（PMI）调查中的供应链相关组成部分，这些指数针对七个主要经济体的制造业企业，包括中国、欧元区、日本、韩国、台湾、英国和美国。

图 1 显示了 1997 年 1 月至 2023 年 4 月的 GSCPI（蓝线）。GSCPI 在整个时间序列上被标准化为平均值为零。纵轴表示指数高于或低于平均值的标准差。随着全球供应状况的变化，GSCPI 在其平均水平上下波动。例如，2011 年的激增反映了日本东北部地震和海啸后汽车生产和分销的中断。2017 年，在中美贸易争端之后，该指数再次攀升。新冠疫情爆发后，GSCPI 跃升至前所未有的水平，到 2021 年底超过其平均值四个标准差。自 2022 年中期以来，供应链压力稳步缓解，GSCPI 逐渐恢复到历史平均水平。

图 1 全球供应链压力指数与个人消费支出通胀



GSCPI 的变动与总体个人消费支出 (PCE) 通胀 (绿线) 的变动适度相关, 全样本的相关性约为 0.53。这种相关性部分反映了疫情期间两个系列的激增。在疫情前的样本 (1997-2019 年) 中, 相关性要低得多, 约为 0.24。在估计 GSCPI 的变化对通货膨胀的影响时, 我们将重点放在 1998 年至 2019 年的疫情前样本期间, 以确保我们的研究结果不会受到特殊疫情条件的影响。

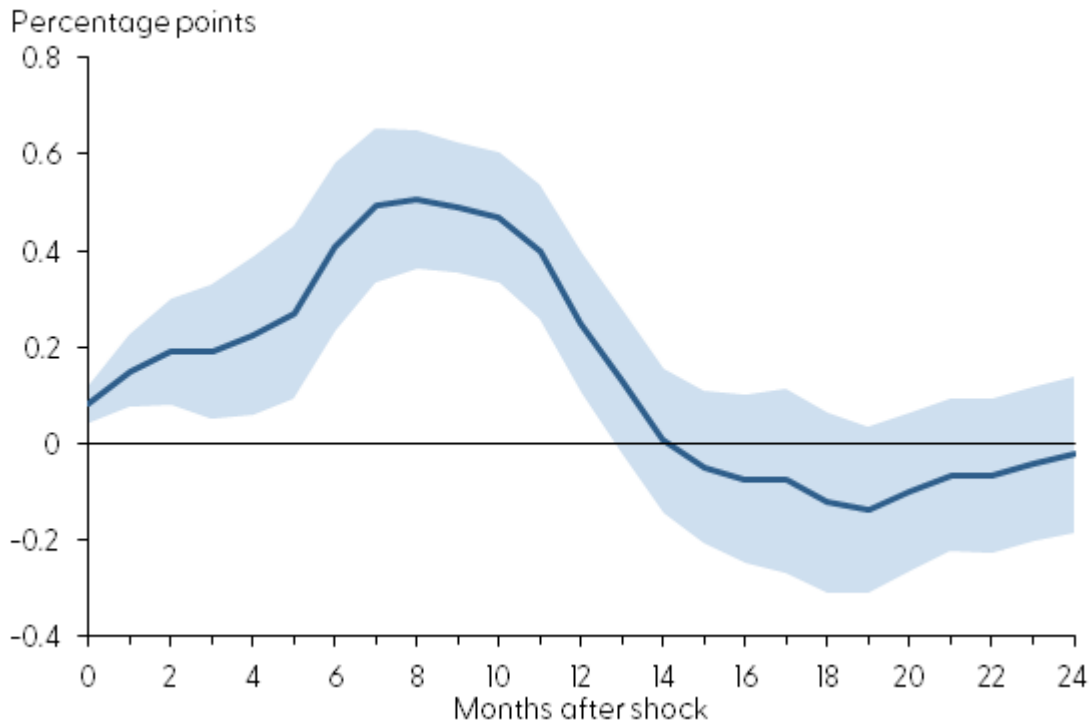
通胀如何应对供应链冲击?

通货膨胀和全球供应链价格指数之间的相关性反映了多种因素的综合影响。为了分离供应链约束变化对通货膨胀的影响, 我们首先确定 GSCPI 冲击, 它衡量 GSCPI 的意外变化, 这些变化不能用宏观经济条件的波动来解释。具体而言, 我们的估计控制了总需求状况的变化 (以失业缺口滞后六个月来衡量) 和货币政策的变化 (以两年期美国国债收益率来衡量)。

我们使用本地预测法 (Local Projections Method) ——Jordà (2005) 提出的一种统计工具——来预测通货膨胀如何随着时间的推移对 GSCPI 高于其平均水平一个标准差的意外增长做出反应。与疫情期间 GSCPI 的急剧增加相比, 这次 GSCPI 冲击的规模相对较小。

图 2 显示了总体个人消费支出 (PCE) 通胀对 GSCPI 相对于其平均值意外增加一个标准差的平均反应 (蓝线)。它还显示了置信区间 (蓝色阴影), 表示估计响应的统计不确定性。假设模型是正确指定的, 阴影区域包含大约三分之二的实际值。

图 2 总体 PCE 通胀对 GSCPI 冲击的反应



该图显示，GSCPI 的一个标准差冲击导致总体个人消费支出（PCE）通胀在峰值时增加约 0.5 个百分点。这种影响的持续时间相对较短，从统计数据来看，大约在影响发生一年后就会消失。

由于供应链中断直接限制了贸易商品的供应，而对服务业只有间接影响，人们会认为全球供应链价格指数（GSCPI）冲击对商品价格通胀的提振作用大于整体通胀。我们的模型结果就是如此。我们发现，相对于冲击前的水平，GSCPI 的一个标准差冲击将个人消费支出商品通胀提高高达 1.5 个百分点，约为整体通胀峰值效应的三倍。

我们还发现，GSCPI 冲击会提高失业率，这表明它的作用类似于不利的供给冲击，会提高通胀，但会减少经济活动。我们估计，相对于冲击前的水平，GSCPI 的一个标准差冲击将使失业率提高 0.7 个百分点。这些发现与全球供应链中断对欧元区通胀和经济活动影响的实证研究一致（例如，见 Finck 和 Tillmann 2023）。

供应链约束如何影响通货膨胀

GSCPI 的意外上涨可以通过几个渠道提高通胀。

第一个渠道通过通胀预期起作用。全球供应链的中断往往与大宗商品价格飙升有关。研究表明，人们的通胀预期——尤其是对短期、未来一年的通胀预期——对大宗商品价格波动很敏感（例如，见 Glick et al. 2021）。我们研究了费城联邦储备银行（Philadelphia Fed）对专业预测者（SPF）的调查中，在 GSCPI 意外变化后，对未来一年通胀预期的反应。我们发现，将 GSCPI 提高一个标准差的冲击会使 SPF 短期通胀预期增加高达 0.1 个百分点。这一估计表明，从 2020

年末到 2021 年末，GSCPI 高于其平均值四个标准差的冲击将使未来一年的通胀预期增加高达 0.4 个百分点，或同期 SPF 短期通胀预期实际增幅的约 40%，即：从 2021 年第一季度的 2.1% 降至 2022 年第一季度的 3.0%。GSCPI 冲击对长期 SPF 通胀预期（如未来 10 年）的影响较为微弱。

第二个渠道是通过进口价格。供应链限制的收紧可能会提高进口商品价格，然后将其转嫁到消费者价格上。使用类似的本地预测模型，我们估计 GSCPI 的一个标准差冲击会在峰值时将进口商品的通胀提高 0.9 个百分点。然而，由于进口商品的份额仅占个人消费支出总额的 5% 左右，从进口价格渠道到最终消费价格通胀的传递可能有限。

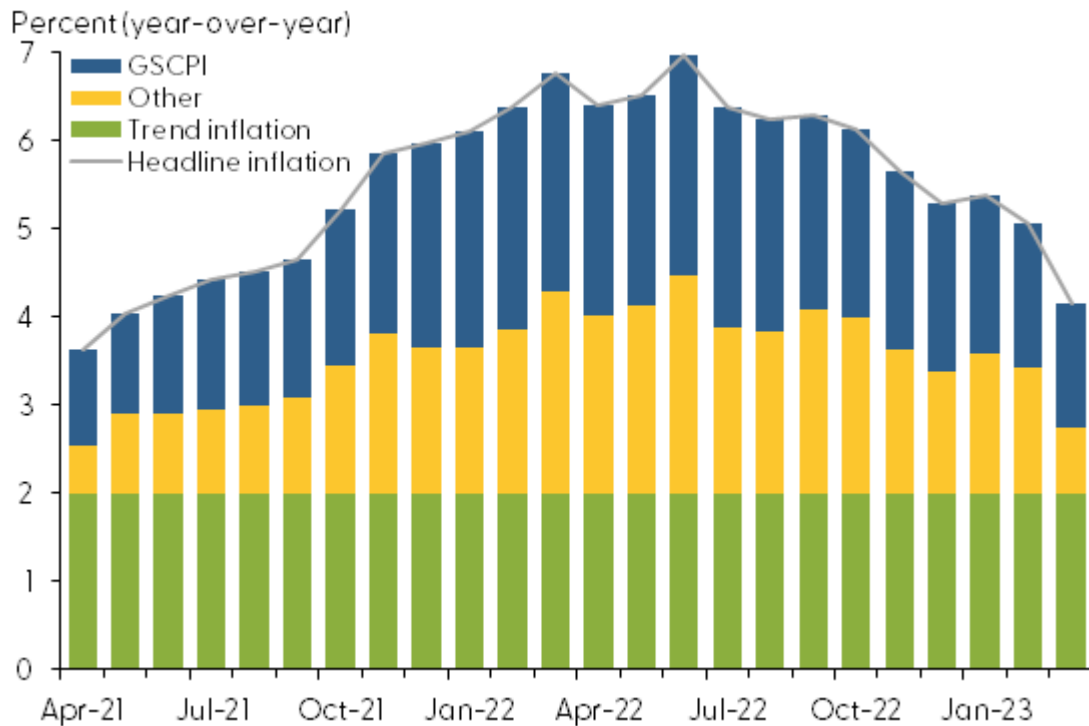
第三个渠道是通过中间投入的成本发挥作用。为了应对供应链中断，企业会将中间投入成本的增加转嫁到消费者价格上。我们使用类似的局部预测模型来检验该通道的定量重要性。我们发现，一个标准差的全球商品价格指数（GSCPI）冲击会使 12 个月的原材料生产价格指数（PPI）变化增加多达 10 个百分点。同样的冲击在较小程度上推高了中间材料 PPI 通胀，峰值时约为 3.5 个百分点。对产成品 PPI 通胀的影响更小，约为 2.5 个百分点。因此，GSCPI 冲击显著提高了投入价格。然而，随着成本沿着生产链进一步移动，从初始投入到中间产品，PPI 通胀对 GSCPI 冲击变得不那么敏感。如图 1 所示，冲击对最终消费品通胀的影响更加微弱。这种“蛇形效应”，即冲击的影响在供应链中逐渐消散，符合经济学理论，例如：Huang and Liu 2001。

GSCPI 冲击对近期通胀的贡献

为了评估过去两年中 GSCPI 冲击对个人消费支出（PCE）通胀上升的定量贡献，我们使用了一个结构向量自回归模型，该模型考虑了 GSCPI、通胀以及需求条件和货币政策控制变量之间的联合动态。我们使用 1998 年 1 月至 2023 年 3 月的数据估计模型，然后计算 GSCPI 冲击对通货膨胀偏离其样本平均值的贡献。这种 GSCPI 驱动的通胀是我们预测的 PCE 通胀路径模型，假设它只受到 GSCPI 冲击的影响。

图 3 显示了 2021 年 4 月至 2023 年 3 月的总体个人消费支出（PCE）通胀（灰线），分为三个组成部分：趋势通胀（绿条）、GSCPI 的贡献（蓝条）和其他因素的贡献（金条）。在此期间，GSCPI 冲击平均贡献了总体通胀高于趋势的 60%。我们的发现与 Shapiro（2022）最近的分析一致，使用了不同的方法。

图 3 供应链冲击对近期个人消费支出通胀的贡献



自 2022 年中期以来，全球供应链价格指数（GSCPI）冲击的贡献从 2.5 个百分点下降至 1.4 个百分点，总体通胀也有所放缓，反映了近期供应链约束的缓解。尽管 GSCPI 在今年年初左右回落至接近历史平均水平（见图 1），但 GSCPI 冲击对通胀的贡献仍然为正，反映了冲击对通胀的延迟影响。

结论

新冠疫情爆发后，全球供应链中断导致供应短缺，增加了美国通胀压力。我们的分析表明，供应链冲击可以通过提高通胀预期和中间投入成本对个人消费支出通胀产生显著影响。我们估计，在过去两年中，供应链中断对美国通胀的影响平均约为 60%。自 2022 年中期以来，指标显示，供应链中断带来的压力逐渐缓解，这有助于通胀放缓。

本文原题为“Global Supply Chain Pressures and U.S. Inflation”，作者为 Zheng Liu 和 Thuy Lan Nguyen。Zheng Liu 是旧金山联邦储备银行太平洋盆地研究中心经济研究部副总裁兼主任。Thuy Lan Nguyen 是旧金山联邦储备银行经济研究部高级经济学家。本文于 2023 年 6 月 20 日刊于 FRBSF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

PIIE 预测全球经济将实现软着陆

Karen Dynan /文 安怀雨 / 编译

导读：在这篇报告中，作者对彼得森国际经济研究所（PIIE）在《2023 年秋季全球经济展望》进行总结和分析，并对美国及世界其他主要经济体在今年下半年及 2024 年的宏观经济发展作出展望。文章预计 2023 年和 2024 年全球经济将分别增长 3% 和 2.8%。同时，作者提出了三种可能导致美国等经济体进入衰退的潜在风险：即需求超预期的强劲和疲弱，以及全球大宗商品市场的发展推高了能源和食品价格。编译如下：

继 2022 年全球经济增长 3.4% 之后，我们预计 2023 年和 2024 年全球经济将分别增长 3% 和 2.8%。大多数国家的经济有可能软着陆，但有波动的可能。

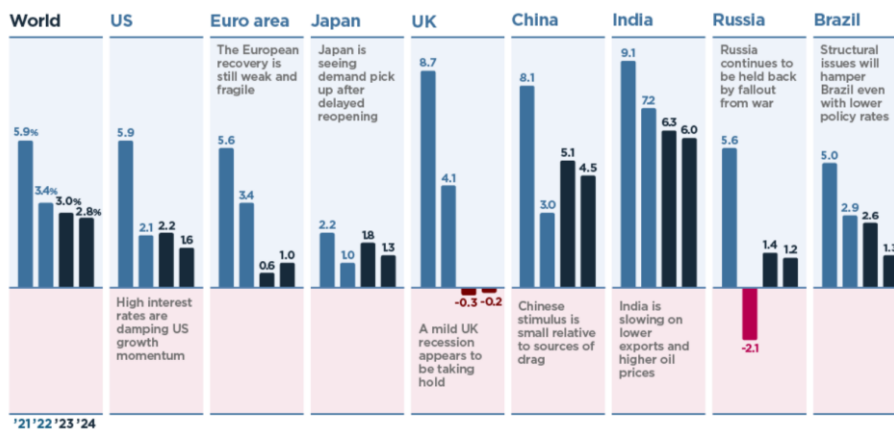
彼得森国际经济研究所（PIIE）在《2023 年秋季全球经济展望》上发表的分析报告指出，尽管大多数国家的通胀似乎正在消退，但仍明显高于央行的目标。因此，大多数央行需要在未来一年保持较高的政策利率，由此导致的金融环境紧缩将抑制需求并减缓经济活动。不过，现有数据表明，随着通胀放缓，大多数国家将经历低于趋势但为正值的增长，而不是衰退。

美国经济展望

美国经济今年的增长比之前预期得更加稳健，但利率上升将抑制未来的增长势头。2023 年第三季度的经济活动似乎有所加速，但由于美国汽车工人联合会（United Automobile Workers, UAW）的罢工、重启学生贷款支付以及潜在的政府“关门”，第四季度的经济活动可能会陷入低迷。预计明年全年美国实际 GDP 仍将低于潜在水平，增速将从 2023 年的 2.2% 放缓至 2024 年的 1.6%（见下图）。与此同时，到 2024 年底，失业率将从目前的 3.8% 小幅上升至 4.2%。

Advanced economies will experience subdued growth, outlook for emerging markets is varied

Real year-over-year GDP growth, percent, 2021-24



Notes: Purchasing power parity weights used to calculate global GDP. Data refer to annual-average-over-annual-average growth rates.

Sources: Consensus forecasts for 2021-22, author's forecasts for 2023-24.

这一软着陆情景与最新数据一致，表明美国劳动力市场正在恢复平衡，潜在通胀正在消退。然而，由于通胀率仍远高于美联储 2% 的目标水平，预计美联储将在 2023 年 12 月的会议上将政策利率进一步提高 0.25 个百分点，达到 5.5% 至 5.75% 之间的峰值。美联储可能会继续按兵不动，直到 2024 年秋季核心个人消费支出 (PCE) 通胀率的 12 个月变化率降

至 3% 以下。届时，才会缓慢降息，政策利率在几年后才会回到中性水平。同时，我们预计 2023 年核心 PCE 通胀率（按四个季度计算）为 3.8%，2024 年为 2.8%。

其他主要经济体展望

除美国之外，大多数世界主要经济体将在 2024 年出现不同程度的增长放缓。与美国一样，限制性金融条件将抑制欧元区和英国的经济活动，而英国最近已经进入温和衰退。与去年同期相比，英国实际 GDP 增长预计将在 2023 年下降 0.3%，在 2024 年下降 0.2%。欧洲的增长可能会在 2024 年有所回升，但复苏仍然脆弱。PIIE 预计 2023 年欧元区实际 GDP 增长率为 0.6%，2024 年为 1%。中国经济增长继续波动，因为相对温和的刺激措施被房地产危机、消费需求疲软和不可持续的地方政府债务的持续影响所抵消。预计 2023 年中国实际 GDP 将增长 5.1%，2024 年增长 4.5%。印度 2023 年（增长 6.3%，2024 年增长 6.0%），日本 2023 年（增长 1.8%，2024 年增长 1.5%。），2024 年的增长率为 3%，尽管仍将低于 2023 年。日本的经济增长在 2023 年取得了令人惊讶的增长，在疫情政策放开以后，旅游业的回升推动了日本经济的增长。

三种可能导致美国等经济体进入衰退的潜在风险：

风险情景一：潜在需求（特别是在美国）可能比目前的共识更强劲，因为可能有大量的过剩储蓄和强劲的劳动力市场对收入的支持。在这种情况下，美联储可能需要进一步大幅收紧政策，从而增加经济硬着陆的可能性。

风险情景二：全球经济萎靡不振，欧洲经济衰退、中国经济疲软（并波及亚洲其他地区）美国银行业陷入困境，这些都会进一步抑制需求。在这种情况下，货币政策可能无法迅速做出反应，以避免经济衰退。

风险情景三：由于全球大宗商品市场的发展推高了能源和食品价格，或者供应链进一步受到严重破坏，通胀可能再次大幅加速。这种情况对美联储和其他央行来说尤其具有挑战性——在经济已经因供应冲击而疲软的情况下，还将被迫采取更多的紧缩措施。

本文原题为“PIIE projects global economy poised for soft landing”。作者为 Karen Dynan，自 2017 年 3 月起担任彼得森研究所非常驻高级研究员，是哈佛大学经济系实践教授。2014 年至 2017 年，她曾担任美国财政部经济政策助理部长兼首席经济学家，领导经济形势分析和政策制定，以应对国家经济挑战。Dynan 还曾担任白宫经济顾问委员会高级经济学家（2003-04 年）和约翰霍普金斯大学客座助理教授（1998 年）。她目前的研究重点是财政和其他类型的宏观经济政策、消费者行为和家庭财务。本文于 2023 年 9 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国的国际援助与公众形象

Lukas Wellner, Axel Dreher, Andreas Fuchs, Bradley Parks, Austin Strange /文 安怀雨 / 编译

导读：外国援助经常被捐助国用作塑造发展中国家公众观念的工具。然而，很少有系统的证据表明国际发展资金是否真的增加了民众对捐助国政府的支持，以及这种支持可以到什么程度。本文从 2006 年至 2017 年期间盖洛普世界民意调查受访者中选取了来自 126 个国家的 150 万人的数据，研究他们对中国赞成或反对的倾向。研究表明，中国的发展项目可以积极影响公众对中国政府的认可，特别是在具有重要战略意义的国家。编译如下：

外国援助经常被捐助国用作塑造发展中国家公众观念的工具。然而，很少有系统的证据表明国际发展资金是否真的增加了民众对捐助国政府的支持，以及这种支持可以到什么程度。本专栏呈现的研究表明，中国的发展项目增加了全球南方国家的民众对中国政府的支持。我们的研究强调，这些支持在不同的国家并不一致，而是集中在对北京来说具有“高价值”的目标国家。

随着中国与美国和其他西方民主国家之间的关系恶化，全球南方逐渐成为大国竞争的关键区域。英美及欧盟的政策制定者已多次就中国对发展中国家的援助和贷款的性质、动机和影响敲响警钟（Reinhart et al. 2020, Tierney et al. 2019, Dreher and Fuchs 2012）。例如，在 2023 年 8 月的正式访问期间，美国国务卿安东尼·布林肯（Antony Blinken）警告汤加的官员，指出中国存在“问题行为”，包括“掠夺性经济活动”和“进行投资的方式可能颠覆良好的政策治理，并造成腐败”（美国国务院，2023 年）。他的言论反映了美国和中国正在进入全面竞争，甚至蔓延到了对公众舆论倾向的争夺当中，以图在亚洲、非洲和其他发展中地区赢得民众支持。

经济援助是一种追求软实力的工具

对于中国和美国这样的大国来说，追求“软实力”是一个重要目标。正如 Goldsmith (2014:88) 曾断言，“美中等主要国家对公众舆论倾向的争夺可能已经成为新兴国际秩序的关键特征。”在地缘经济日益分裂的当今世界，软实力——“通过吸引而非胁迫实现目标的能力”（Nye, 2004:X）——已成为一种令人垂涎的资产。软实力可以通过扩大对外政策的支持和增加出口来加强一个国家的地缘政治地位（Goldsmith and Horiuchi 2012, Guiso et al. 2009, Rose 2016, 2018）。

因此，捐助者和贷款方长期以来一直利用外国援助来塑造发展中国家的公众观念。他们投入了大量的时间和金钱，向公众塑造一种慷慨大方的形象：或者在项目现场设计醒目的标志，大肆宣传，或者组织大型仪式，庆祝新项目的破土动工和竣工典礼，甚至通过社交媒体广而告之，并培养记者和媒体来报道这些成就。“品牌管理”是捐助国政府提供双边而不是多边对外援助的最重要原因之一。然而，很少有系统的研究证据表明国际发展资金是否真的增加了民众对捐助国政府

的支持，以及这种支持可以达到什么程度。对于中国的研究正需要这样的证据，因为中国已经是世界上最大的双边发展资金来源。

对外援助是加强还是削弱了对海外捐助国政府的支持，这是一个长期存在的问题。如果发展项目没有经过精心计划和实施，仅仅满足当地精英和既得利益团体，忽略了普通民众的需求，或者未能满足当地社区的期望，非但不会增加对捐助国政府的支持，反而可能适得其反。基础设施和其他涉及大规模建设活动的项目通常会创造巨大的经济机会，但也会产生噪音、交通和污染。如果缺乏强有力的管理监督，这些大规模的项目也可能导致工人罢工、公众抗议、诉讼和政治偏袒或腐败的指控。

中国发展融资为考察发展项目对东道国对待捐助者和贷款人的态度的潜在影响提供了一个有用和重要的环境。近年来，中国政府已成为世界上最大的双边国际发展融资来源，比新冠疫情前的美国还要多两倍以上（Malik et al. 2021）。作为一个新兴大国，中国正努力扩大自己在世界各地的经济和政治影响力，而发展融资被看作一种重要工具。几十年来，中国一直积极利用援助和信贷来提升自己的公众形象，并获得外国政府的支持。2014年，中国国家主席表示，“一带一路”倡议是增强中国软实力，构建中国叙事体系，传播好中国声音，展示真实、立体、全面的中国。“更好地向世界传递中国声音”（《人民日报》2014）。为了这一目标，中国的发展项目不断通过引人注目的破土动工和剪彩仪式推动当地和国际媒体的报道。

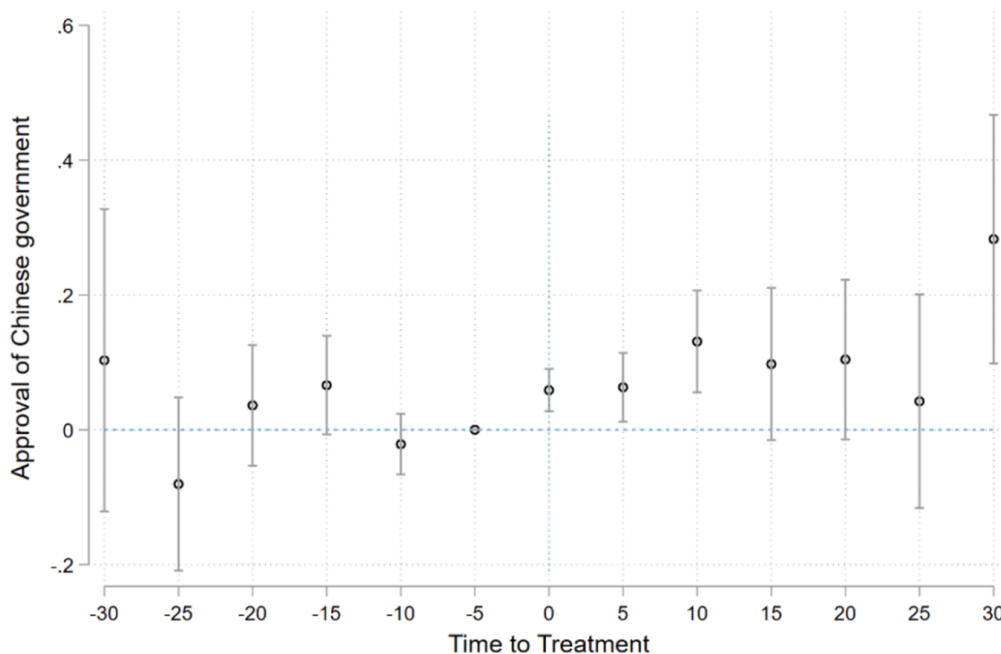
中国发展项目增加公众支持的效果

在最近的一篇论文（Wellner et al. 2023）中，笔者致力于探究中国海外发展计划作为软实力工具的有效性。我们从2006年至2017年期间盖洛普世界民意调查受访者中选取了来自126个国家的150万人的数据，研究他们对中国赞成或反对的倾向。研究方法建立在探究利用受援国对政府的民意来衡量软实力的早期文献基础上（Nye 2004, Goldsmith and Horiuchi 2012, Rose 2016）。我们区分了援助项目对公众支持中国政府的短期和长期影响。

在短期分析中，我们考察了项目特定事件——项目公告、破土动工和竣工仪式——对中国政府国际声誉的影响。为此，我们创建了一个新的数据集，统计了2214个中国发展项目的3998个承诺、动工和竣工日期，这些项目可以在AidData的全球中国官方金融数据集（Dreher et al. 2021, 2022）中找到。盖洛普世界民意调查（Gallup World Poll）在平均四周的时间内交错公布调查报告，使我们能够将项目活动前的受访者与项目活动后的受访者进行比较。结合个人和调查层面的控制，我们能够得出因果结论。研究结果表明，中国发展项目的完成使受援国公众对中国政府的认可度提高了约三个百分点。如图1所示，在项目完成之前并不存在预期效应。我们还发现，对于大型项目和融资条件优厚的项目，预期效应

更强。另一个重要的发现是，这种效应并不局限于项目附近的社区，而是广泛适用于整个受援国的民众。

图 1 根据事件统计中国项目的完成和对中国政府的支持



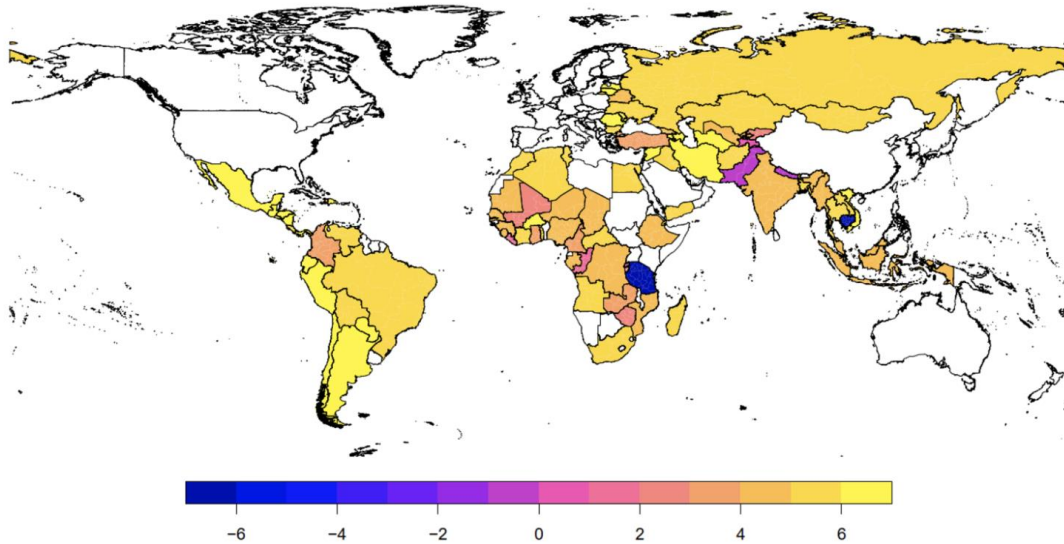
注：图中显示了 13 个二元变量的系数和 90% 的置信区间，这些变量表示中国项目事件发生前 30 天到发生后 30 天的 5 天时间段。来源：Wellner et al. (2023).

然后，我们将中国的海外开发项目汇总到省和国家层面，以确定项目完成对中国政府支持的潜在长期影响。我们研究了各省、整个国家和全球层面的结果，应用 Bluhm (2020) 和 Dreher (2021 年) 的工具和方法，并利用供给冲击（中国生产的实物建筑材料的年产量）来指代每年潜在的中国发展项目的来源。中国资助和贷款的发展项目往往与中国公司提供的商品和服务挂钩，因此，项目实施严重依赖中国生产的剩余原材料。直观来看，中国建筑材料产量的增加应该会增加海外开发项目的整体供应。我们将这一指标与“接受中国援助的概率”（即一个省份在样本期内接受中国发展项目的年份所占的份额）进行交互，以替代哪些省份更有可能接受这些供应冲击所带来的更多或更少的额外项目。

研究结果再次表明，项目完成对受援国民众对中国政府的支持产生了积极影响。每增加一个中国发展项目，受援国对中国政府的公众支持率就会提高 0.2 个百分点（项目省份的影响略低）。图 2 呈现了“假设”情景，其中中国政府在所有国家平均分配所有项目，导致在我们的样本期内假设流入 30 个项目。全球地图中总结的结果突出了中国通过其海外发展计划获得的软实力的重要性，以及其在迄今被忽视的地区进一步扩大支持的潜力。例如，如果柬埔寨得到了 30 个中国发展项目，而不是实际得到的 91 个，中国将流失 12.55 个百分点的公众支持。

其他测试表明，所观察到的对国际公众舆论效应是由受援国收入增加和对公共服务满意度提高所驱动的。

图 2 反事实：中国项目的平均分配和中国政府的批准



注：该图显示了如果中国项目在样本中的所有国家平均分布（每个国家提供 30 个项目），公众对中国政府支持度的百分点变化。颜色越亮表示对中国政府的认可度越高，颜色越暗表示对中国政府的认可度越低。在接受中国项目较多的国家，如坦桑尼亚（-16 个百分点）或柬埔寨（-13 个百分点），中国政府的支持率会下降，而在中国发展融资活动较少或没有的地区，中国政府的支持率会上升。

结论

我们研究的主要收获之一是，要理解援助与软实力之间的联系，需要从不同层面进行分析。开发项目的舆论影响并不一定局限于项目所在地。援助品牌和宣传也会影响较远地区的态度，一些地区的态度效应会抵消另一些地区的效应。

我们的研究结果还表明，中国的发展项目并没有在南半球普遍提高民众对中国政府的支持。中国政府成功地影响了一些重要受援国的公众情绪。具体而言，我们发现中国提供的发展项目提高了中国政府在可以说是“高价值”目标国家中的支持率。这些目标包括非洲国家、联合国大会中的“摇摆州”（即那些既不属于美国也不属于中国“阵营”，但往往会转换阵营的国家），以及公众对中国政府支持度基线较高的国家。

总的来说，我们的研究结果表明，中国的发展项目可以积极影响公众对中国政府的认可，特别是在具有重要战略意义的国家。美国及其伙伴国越来越担心中国对全球影响力的争夺，包括其通过建设发展项目在南半球赢得人心的努力。我们的调查结果表明，他们的担忧是有根据的。

本文原题为“Chinese development finance and public opinion”。作者为 Lukas Wellner, Axel Dreher, Andreas Fuchs, Bradley Parks 和 Austin Strange。其中, Axel Dreher 是海德堡大学阿尔弗雷德-韦伯经济学院的国际与发展政治学教授,也是《国际组织评论》的编辑。他是 CefES 的联合主任、AidData 的学院助理以及 CEPR、CESifo、KOF 和 EUDN 的研究员。他的大部分研究领域为政治经济学、经济发展和全球化。Andreas Fuchs 是哥廷根大学发展经济学教授、现代东亚研究中心主任和基尔研究所中国倡议负责人。他的研究采用定量方法分析贸易、投资和发展政策,并特别关注中国和其他新兴经济体。他还研究自然灾害、人道主义危机和非军事化冲突的政治经济学。本文于 2023 年 10 月刊于 Vox CEER 官网。[点击此处可以访问原文链接。](#)

中国的新古典增长模式

Jesús Fernández-Villaverde, Lee Ohanian 和 Wen Yao /文 杨茜/编译

导读: 中国在过去几十年的增长令人瞩目,在转型过程中重塑了全球经济。然而,这一奇迹是因为中国的增长速度,还是因为其经济规模之大,还有待商榷。本文提出一个框架,说明中国在经济处于相同阶段时的表现并没有超过其他东亚经济体。作者还预测了未来几十年中国人均收入的预期轨迹。全文编译如下:

在全球经济史上,很少有事件像中国最近的经济增长那样具有变革性。以购买力平价 (PPP) 调整后的实际美元衡量,中国的实际人均 GDP 从 1995 年 (中国成为中等收入经济体) 占美国人均 GDP 水平的 6.6% 飙升至 2019 年的 25%。考虑到中国的人口,这种快速增长已经重塑了世界经济。

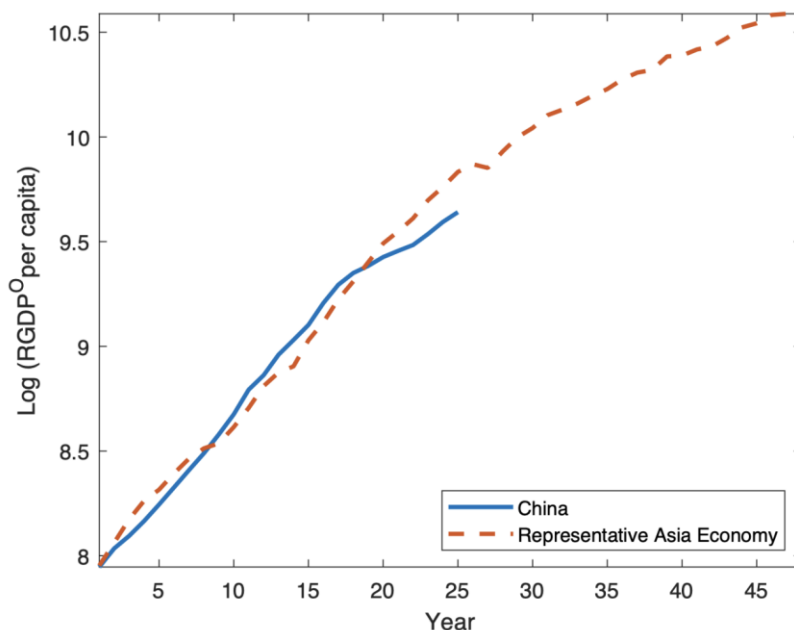
中国的增长引发了许多问题。与其他东亚增长奇迹相比,它是例外吗? 我们怎么解释呢? 中国的经济政策是其他新兴经济体效仿的榜样吗? 最重要的是,它会随着时间的推移而持续下去吗?

中国与东亚其他国家的比较

为了回答这些问题,在最近的一篇论文中,(Fernández-Villaverde 等, 2023) 我们将中国的增长经验与日本、台湾地区、韩国、中国香港和新加坡进行比较。我们跟踪这些经济体最接近 1995 年中国人均 GDP 的年份,以韩国为例,该经济体在 1972 年达到 2852 美元。因此,我们将 1972 年至 1996 年的韩国与 1995 年至 2019 年的中国进行比较。通过这种方式,我们旨在了解两个经济体在大致相同经济发展水平时的表现。

图 1 描绘了中国人均产出的演变与我们所称“代表性亚洲经济体”(即韩国、台湾地区和日本的平均值) 的人均产出的对比,(我们将香港和新加坡从这个平均值中剔除,因为作为城市国家,它们可能有自己的特点。尽管如此,如果我们将香港和新加坡也包括在内,结果几乎是相同的)。结果是惊人的。中国的表现与具有代表性的亚洲经济体在同等经济发展水平时的表现完全一致。如果说有什么不同的话,那就是自 2010 年代初以来,中国似乎一直表现不佳。

图 1 中国人均 GDP 与代表性东亚经济体人均 GDP 对比



我们甚至可以通过指出中国成为中等收入经济体时的世界技术前沿比日本、台湾地区和韩国处于同一阶段时更先进来加强这一论点。因此，中国有更大的空间迎头赶上，实现更快的增长。换句话说，中国的增长本身并不是例外，而是因为中国的人口规模。

此外，图 1 显示了一个准确的预测：如果日本、台湾地区和韩国的经济增长在头几十年的高增长率之后放缓，那么中国很有可能也会出现同样的情况。我们的预测并不新鲜。Barro (2016) 和 Den Haan 等 (2013) 提出了类似的论点。

中国发展轨迹的模型

东亚增长进程的这种相似性提出了一个问题，即一个共同的理论框架是否可用于所有这些经济体的发展。为了探索这一想法，我们假设了一个 Ramsey-Cass-Koopmans 单部门增长模型，并增加了一个全要素生产率 (TFP) 追赶过程，该过程由三个参数控制：(I) 初始 TFP 水平，(II) 相对于美国的渐近追赶 TFP 边界，以及 (III) 追赶速度。我们将模型校准到传统的总体目标，并与观察到的 TFP 增长模式相匹配。虽然我们对可能推动中国全要素生产率赶超或其他增长奇迹的具体机制持怀疑态度，但我们的方法为这些经济体的增长过程提供了一个简单而透明的评估。此外，它使我们能够将全要素生产率过程延伸到未来以预测中国的增长轨迹。

图 2 绘制了中国相对于美国的人均 GDP，蓝色虚线（模型）和红色实线（真实数据）。我们发现，该模型与中国 1995 年至 2019 年的人均收入增长惊人的吻合。我们强调令人惊讶，是因为模型如此简单；它不包括文献中研究的因素，即部门重新分配、金融市场发展、产业政策、外国直接投资或贸易政策。我们不排除这些或其他因素的重要性。相反，这些因素可能有助于全要素生产率的追赶过程。

图 2 中国相对于美国的人均 GDP

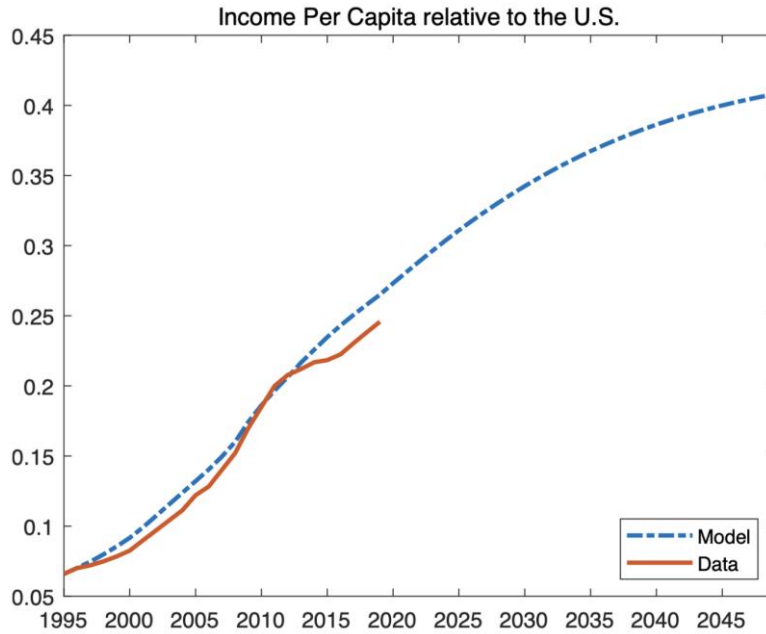
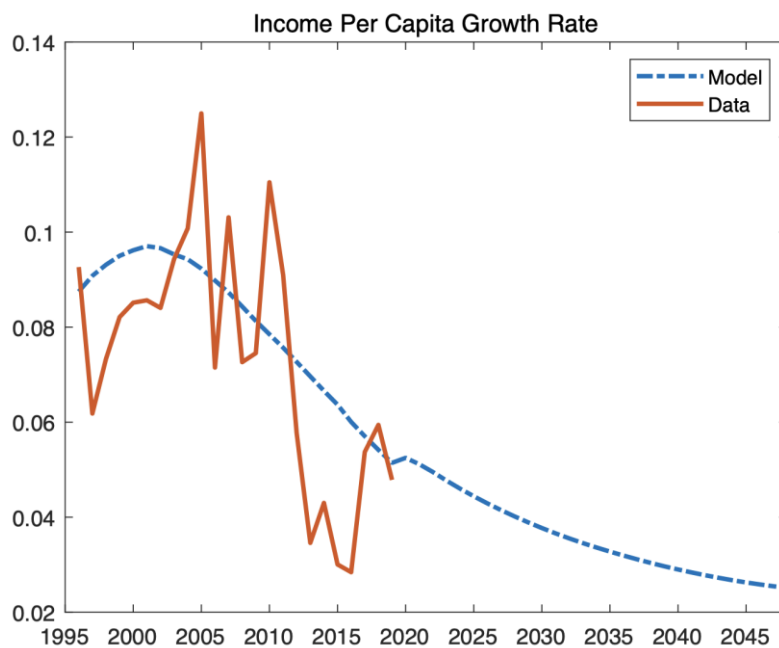


图 3 显示了中国人均 GDP 增长率，蓝色虚线（模型）和红色实线（真实数据）。我们的最低限度增长模型再次与数据非常匹配，包括增长的驼峰形状（我们没有随机冲击，因此无法追踪年度波动，只能追踪时变趋势）。我们的模型还可以匹配投资的演变（当我们按照 Chen 等，2019 的建议修正官方序列时）和资本回报率。

图 3 中国人均 GDP 增长率



我们的结果是惊人的：一旦我们考虑全要素生产率追赶，新古典增长理论可以解释中国的经验。

这个结果很重要，因为我们可以用这个模型来预测中国经济的未来。我们使用模型和拟合的 TFP 追赶过程预测，中国的相对人均 GDP 水平将在 2050 年左右达到美国水平的 41%，这反映了近年来观察到的中国 TFP 追赶大幅放缓。此外，使用我们从联合国《世界人口展望》中获得的中国人人口预测数据进行计算。到 2043 年，美国的产出增长（2.29%）将快于中国（2.27%），到 2088 年，按购买力平价计算，美国经济规模将超过中国。鉴于中国目前的出

生率和死亡率，到 2043 年，中国约 85%的人口已经在 2022 年底出生。TFP 增长放缓和人口下降意味着中国经济前景低迷。

模型在其他东亚经济体的表现

我们使用同一模型对日本、韩国、台湾地区、中国香港和新加坡的经验进行解释验证。我们发现，通过重新校准，该模型也解释了这些经济体的增长事件。这是对该模型的关键验证，特别是因为对其他增长奇迹的分析涵盖了不同的制度和政策环境，而且可研究时间比中国长得多。随着时间的推移，这四个经济体的全要素生产率（TFP）增长持续下降，这对中国的未来具有重要意义。日本、韩国、台湾、香港、新加坡的现在，就是中国的未来。

请注意，我们的方法忽略了可能具有重要性的因素，比如房地产行业暴露（Zhou 等，2015；Rogoff，2021）或政治风险（Szczerbowicz 等，2019）。我们认为，中国一直在增长，因为它正在积累资本，并正在追赶世界技术前沿。但中国的技术追赶速度正在大幅放缓，再加上人口下降，这意味着无论金融部门或政治风险如何，中国的增长只会放缓，而且可能会显著放缓。事实上，后者可能是新古典主义增长的副作用表现：当一个经济体远离前沿时，增长很容易。当一个经济体越来越接近前沿时，增长的难度就会大得多。然而，我们的预测可能过于悲观，如果中国实施新的制度改革，提高经济效率，可能会扭转其不断下降的 TFP 追赶率。

本文原题为“<https://cepr.org/voxeu/columns/neoclassical-growth-china>”。本文作者 Jesús Fernández-Villaverde 是美国国家经济研究局（NBER）副研究员，Lee Ohanian 是加州大学洛杉矶分校经济学教授，Wen Yao 是清华大学经济管理学院经济学副教授。本文于 2023 年 9 月刊于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国在拉丁美洲日益增长的影响力对西方来说是个问题

Alicia García Herrero / 文 熊春婷/编译

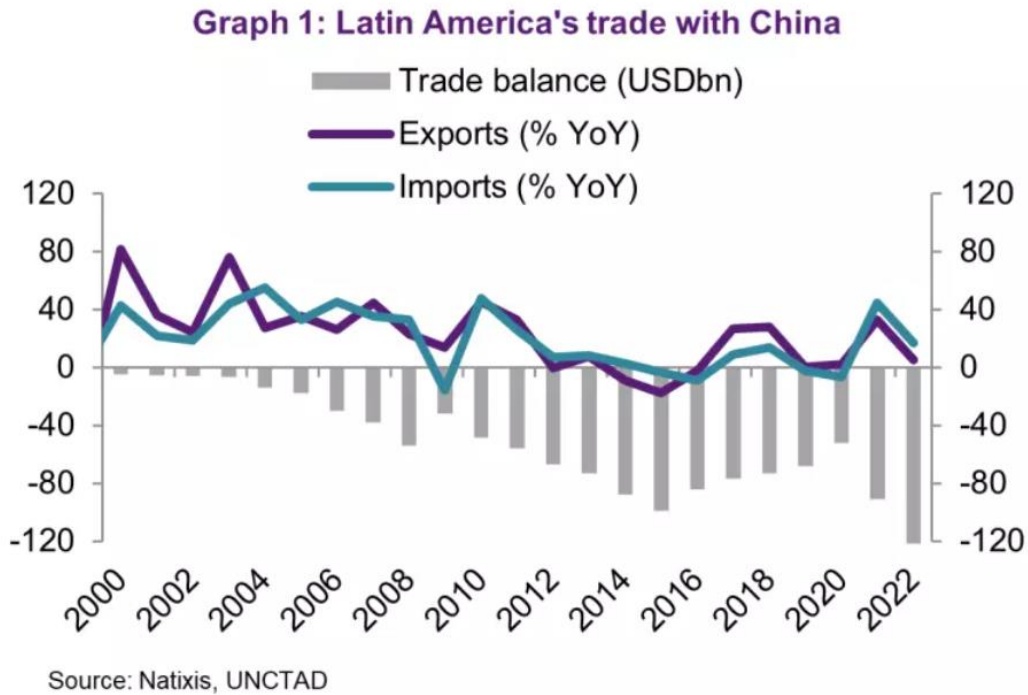
导读：长期以来，拉美地区发生的一切几乎都与有关。2008 年，为保护中国经济免受全球金融危机的影响，中国大力发展经济，成为世界主要买家，两国关系始于大宗商品贸易。编译如下：

长期以来，拉美地区发生的一切几乎都与有关。2008 年，为保护中国经济免受全球金融危机的影响，中国大力发展经济，成为世界主要买家，两国关系始于大宗商品贸易。

从那时起，中国向拉美国家大量出口消费品，近年来，中国逐渐向拉美出售机械、电子元件等中间产品和许多其他商品。中国通过与美国和欧洲的直接竞争做到了这一点，几十年来，美国和欧洲一直受益于其全球出口实力。

当大多数拉美国家开始积累与中国这个亚洲巨国的贸易逆差时，中国开始以直接投资的形式发展第二层次的经济影响力。尽管中国在制造业领域具有竞争力，但实际上中国主要在拉丁美洲的电力领域占据主导地位。中国还在寻求控制自然资源方面进行了大量投资。不过中国还没有在拉丁美洲地区发展制造能力，更令人担忧的是，自新冠疫情开始以来，拉丁

美洲与中国的贸易逆差急剧扩大（图 1）。



除了直接投资，中国在该地区基础设施建设中所占的份额一直是由中国大型开发银行的贷款提供的，这只会增加拉丁美洲对中国的债务。事实上，在某些情况下，债务的积累速度如此之快，以至于最终需要进行债务重组，厄瓜多尔就是这种情况。就像贷款积累的速度很快一样，信贷繁荣的爆发速度更快。自 2019 年——中美战略竞争加速的一年——中国大幅减少了海外贷款，包括对拉丁美洲的贷款。

1. 外交进展

在经济关系达到更广泛的水平后，我们不应对中国也能够推进与该地区大部分国家的外交关系感到惊讶。事实上，近年来，几个仍与台湾保持联系的拉美国家已转向北京。巴拿马是一个突出的例子，因为它的战略重要性来自巴拿马运河。对于少数仍支持台湾的拉美国家来说，外交关系仍存在巨大的不确定性。巴拉圭最近的选举就反映了这一点。但不只是台湾。该地区的政治趋势无疑受到中国的影响，路易斯 伊纳西奥 卢拉 达席尔瓦（Luiz Inácio Lula da Silva）在巴西的竞选活动及其外交政策就是明证。更普遍的是，左翼民粹主义之风越来越强，人们着眼于另一种国家发挥更大作用的替代发展模式。

虽然中国自身的影响力似乎不可阻挡，但现实是美国和欧盟都使这种影响力成为可能。这两个经济集团都没有足够认真地对待与拉丁美洲达成贸易和投资协议的重要性，因此在该地区的影响力一直在下降。

就美国而言，金融危机无疑削弱了普通公民对国际贸易利益的认识。在欧盟，经过 20 多年的谈判仍未与南方共同市场达成协议，这是一个经济体（而不是主权经济体）在一个国际贸易规则被破坏、成员国不愿做出必要让步以向前迈进的世界中所面临的困难的典型例子。

在贸易协定之外，很难想象欧盟如何能维持与其经济规模相称的影响力——顺便说一句，其经济规模也在相对缩小——其制度框架如此复杂，以至于欧洲只能维持现状。

人们很容易将西方大国在拉美地区失去影响力归咎于中国，但现实是，北京只是利用了西方不小心放弃的机会。

西方改变对华战略，主张减少其在能源转型等一些关键领域对中国这个亚洲巨人的严重依赖以降低其存在固有的风险，但问题是这是否也会影响西方对拉美的战略，因为拉美地区拥有能源转型所需的丰富的关键原材料。

2.这对欧盟意味着什么？

欧洲与拉丁美洲有着重要的历史和文化联系，过去是拉丁美洲外国直接投资的主要来源。欧盟花了几十年时间与墨西哥谈判新阶段的贸易协定，该协定是在墨西哥加入北美自由贸易协定时首次达成的。同样，20 多年来，欧盟一直在与南方共同市场谈判一项贸易和投资协议，而中国在该地区的影响力不断增长。具有讽刺意味的是，随着欧盟在拉丁美洲的影响力逐渐减弱，欧洲的贸易协定变得越来越复杂，气候变化和人权问题也变得越来越重要。

拉丁美洲是否准备好接受这些条件——与此同时，中国为拉丁美洲作为全球南方的一部分发起了无数倡议——看起来越来越令人怀疑。因此，在本学期西班牙担任欧盟轮值主席国期间，围绕达成一项协议而建立的高度期望可能无法实现。接下来的几个月将是决定欧盟是否准备好提升与拉丁美洲的经济关系，或是冒着进一步失去影响力的风险的关键时期。

本文原题为“China’s growing presence in Latin America is a problem for the West”。本文作者 Alicia Garc ía Herrero 是 Bruegel 的高级研究员，她是法国投资银行 Natixis 驻香港的亚太区首席经济学家，也是 AGEAS 保险集团的独立董事会成员，同时担任新加坡国立大学东亚研究所(EAI)的非常驻高级研究员。本文为 2023 年 9 月 28 日发表于 Bruegel。[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