

全球智库半月谈

回顾中国市场经济地位：WTO 自由贸易体系中的国家资本主义？

美国经济概况

2021-2022 年通货膨胀的成因及对策

应对疫情后的高债务问题——从以往的债务减免事例中获取经验教训

控制的幻觉

债务-气候互换：分析、设计和实施

本期编译

郭子怡

孔祥奕

王悦人

熊春婷

薛懿

张丝雨

(按姓氏拼音排序)

《全球智库半月谈》是由中国社会科学院世界经济与政治研究所的全球宏观经济研究室和国际战略研究组承担的编译项目，每半月定期发布。所有稿件均系网络公开文章，由项目组成员依据当前热点编译组稿。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张斌		姚枝仲	
团队成员	曹永福	美国经济	陆婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	新兴市场
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	肖立晟	国际金融	李远芳	国际金融
	常殊昱	跨境资本流动	顾弦	大宗商品
	陈博	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王地	宏观经济	张寒堤	科研助理

国际战略研究组

组长	张宇燕			
召集人	徐进		协调人	彭成义
团队成员	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵峰	国际战略	徐进	国际安全
	薛力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王雷	东亚安全
	彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理

田 慧 芳	气候变化	李 燕	俄罗斯政治
任 琳	全球治理	丁 工	发展中国家政治

联系人：曾一智 邮箱：zengyizhi@mail.bnu.edu.cn

电话：(86)10-8519 5775 传真：(86)10-6512 6105

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码：100732

免责声明：

《全球智库半月谈》所编译的文章，仅反映原文作者的观点，不代表编译者、版权所有人或所属机构的观点。

目 录

聚焦中国

回顾中国市场经济地位：WTO 自由贸易体系中的国家资本主义？ 6

导读：本文探讨了中国是否遵守市场经济原则的问题。中国在过去的 40 年里已经对中央规划进行了改革，但它是否催成了成熟的市场经济？本文从政治经济学的角度揭示了中国市场经济地位的争议本质。它利用《资本主义的多样性》分析框架，将中国的市场经济地位定位为由国家主导的高度贸易开放和国内监管两制度互补的国家模式的产物，包括金融资源和劳动力配置的非市场原则。

世界热点

美国经济概况 19

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至 2022 年 11 月 8 日的的数据。

2021-2022 年通货膨胀的成因及对策 37

导读：通货膨胀不断攀升，并且突破了央行的目标水平，政治家和公众感到担忧。央行行长们被迫实施相应政策进行干预，以维护自己的信誉，即使冒着疫情之下经济难以复苏风险。对于信誉薄弱的央行来说，天下没有免费的午餐，但为了避免把婴儿和洗澡水一起倒掉的风险，货币政策制定者应该从把通胀作为总需求的指标转向直接把总需求作为目标。

应对疫情后的高债务问题——从以往的债务减免事例中获取经验教训 46

导读：新冠疫情爆发引起全球经济下滑，债务水平上升，使部分国家陷入债务困境。G20 集团提出一项共同框架，旨在帮助低收入国家启动债务重组。作者阐述了以往各项债务减免方法的经验教训，将本次共同框架与之比较，总结了共同框架的改进之处与面临的全新挑战。

控制的幻觉 63

导读：2008 年以来，全球宏观审慎和微观审慎监管为了降低系统性危机重演不断改进。本文认为，一刀切的监管限制了市场对风险短期波动的反应。如果监管没有多样性，将增加未来发生系统性危机的可能性。

债务-气候互换：分析、设计和实施 67

导读：本文比较了债务-气候互换——以债务人承诺进行气候相关投资为条件的部分债务减免行动与其他财政支持工具。由于债务-气候互换的一些利益归属于非参与的债权人，它们通常不如有条件拨款和/或全面债务重组（当债务重组能显著降低信用风险时，可与气候适应相联系）有效。这意味着，当债务-气候互换的结构可以使气候承诺在事实上优先于偿债时，债务-气候互换就会优于有条件拨款。在少数情况下，债务-气候互换可能优于全面债务重组，因为后者预计会产生巨大的经济混乱，而债务-气候互换预计可以大大降低债务风险（并实现债务可持续性）。此外，在以下情况下，债务-气候互换可能是有用的：当有条件拨款或更全面的债务减免无法执行时，债务-气候互换可用于扩大气候投资的财政空间。本文探讨了有利于债务-气候互换和其他形式的气候融资的政策行动，包括发展与气候绩效相关的债务工具市场。

本期智库介绍 88

回顾中国市场经济地位：WTO 自由贸易体系中的国家资本主义？

Stefanova, Boyka 和 Zhelev, Paskal / 文 张丝雨 / 编译

导读：本文探讨了中国是否遵守市场经济原则的问题。中国在过去的 40 年里已经对中央规划进行了改革，但它是否催成了成熟的市场经济？本文从政治经济学的角度揭示了中国市场经济地位的争议本质。它利用《资本主义的多样性》分析框架，将中国的市场经济地位定位为由国家主导的高度贸易开放和国内监管两制度互补的国家模式的产物，包括金融资源和劳动力配置的非市场原则。编译如下：

引言

2021 年，中国庆祝加入世界贸易组织（WTO）20 周年。在过去的 20 年里，中国成功地扩大了其在全球 GDP 中的份额，从 2001 年的 3.9% 提高到 2020 年的 17.4%，同时更多地参与进了世界商品贸易，使其份额达到 13.1%（增长 9.1 便士）。中国显著的经济进步使数亿人摆脱了贫困（世界银行，2013），以及一个新兴的中产阶级的出现。然而，这一结果是在国家驱动的经济模式的框架内实现的，该模式引起了全球经济利益相关者对中国遵守多边贸易体系以及国际贸易中公平竞争环境的担忧。

《加入世贸组织议定书》要求中国实施市场化改革。根据第 15 条，其 15 年过渡期足以完成这一进程。预计在 2016 年 12 月后，世贸组织成员将不再将中国指定为非市场经济国家（NME）。在过去的 40 年里，这个国家已经摆脱了中央规划，但它的市场经济（ME）是否具有成熟？这个问题不能被归结为专业问题，因为没有普遍定义。世界贸易组织不承认中国的市场经济地位，认为没有一致的准则或具体标准去定义它。此外，世贸组织没有中央实施机制来对贸易进行补救措施，或监测其他违反市场原则的行为。每个世贸组织成员都有自己的准则。有 80 多个国家承认中国是一个市场经济国家，包括新西兰、澳大利亚、秘鲁、智利和南非（Hosman, 2021:3）。相比之下，欧盟（EU）和美国作为全球经济中很有影响力的参与者，在 2016 年中国《加入世贸组织议定书》第 15 条到期时拒绝承认，促使中国向世贸组织提起诉讼。随着欧盟和美国在反倾销调查中继续将中国视为 NME，中国与 WTO 市场原则的问题对全球贸易行为规范的可靠性具有重要影响。

实证研究对中国遵守国际贸易规则体系的结论各不相同。观察家们认为，中国的国家主导型经济模式是对基于 WTO 的自由秩序的最大挑战之一。（Ezell, 2021; Hošman, 2021; Pelkmans, 2018）。欧盟已将中国称为“系统性竞争对手”，并修改了其反倾销政策，以更有效地解决国家干预造成的市场扭曲（欧盟，

2017)。美国已经参与了关税的增加，并与中国签署了双边经济贸易协定（“第一阶段”贸易协议），该协议要求中国对其经济和贸易制度进行结构性改革和其他以市场为导向的变革。贸易制度（美国贸易代表办公室，2020；2022）。其他人却认为中国有权为合法的发展目的保留其政策空间（Rodrik, 2018）。Weinhardt & ten Brink（2020）发现，中国自2001年加入世贸组织以来，从未挑战自由主义秩序。这一评估基于自由制度主义，即视中国为一个对开放贸易体系感兴趣的行为体--其本身是开放的且有争议的--在现有的一套规则中务实地运作。中国自己声称，它“坚决遵守和维护世贸组织的规则，支持多边贸易体系”，并且仍然致力于进一步发展其“中国特色社会主义市场经济”的模式（中华人民共和国国务院，2018）。虽然中国有选择最符合其具体情况和需求的经济体系的自由，但中国对国际经济交流的参与会影响到在不同市场背景下运作的经济行为体。在不同的市场背景下（Taube&Heiden, 2015）。因此，世界贸易的自由基础可能会引起争议，如果与中国国家地位悬而未决情况相关的非市场原则优先于国际贸易中的比较优势。

本文基于公众对中国参与国际贸易体系的描述和学术评价之间存在差异，重新审视与中国市场经济地位相关的争议。我们利用《资本主义的多样性》（VOC）分析框架（Hall&Soskice, 2001），以阐明中国贸易开放与国家主导的社会主义市场经济之间的矛盾二重性，并论证中国政治经济中国家/市场关系不平衡的本质。本文考察了贸易自由化和经济治理的非市场原则之间的制度互补关系，认为中国在商品贸易方面是市场经济，同时在对其全球贸易实践有重大影响的国内市场准入、要素配置和产业政策方面抵制市场改革。

据经验，本文在中国国民政治经济——资本、劳动力和创新——的制度互补性作为决定其国际竞争力的背景下，对市场数据进行了比较分析。我们从两个互补的角度来探讨中国混合经济与世界贸易体系的兼容性问题。首先，我们动态地追踪了中国的贸易政策是否随着时间的推移沿着市场友好的轨迹发展。其次，本文考察了中国社会主义市场经济关键指标之间的制度互补性，以衡量其与（新）自由经济原则的相对距离。

本文结构如下。下一节讨论欧盟和美国在国际贸易体制背景下应用市场经济的标准。接下来，我们研究了在中国在世贸组织内嵌自由主义体系中走向市场经济的关键措施，该体系允许成员国保持社会导向的市场监管和对外贸易开放的国家组合。然后，我们通过从VOC的角度探讨中国国内政治经济的制度互补性来扩大中国国际表现的分析范围。我们研究了中国经济在关键领域的基准措施，如金融体系自由化、市场竞争、创新、贸易和投资开放，以及与领先的开

放市场经济的监管限制。本文提出了关于中国经济模式稳定性的结论，颠覆了对 WTO 贸易规则下市场强化体系的传统理解。

中国的市场经济现状：分析和实证视角

1947 年，世贸组织的前身“关税和贸易总协定（GATT）”成立时，它没有制定评估国家市场经济状况的规则。创始成员假定所有成员都将遵守自由经济秩序的原则；然而，这一假设仍然是隐含的，这一要求在关贸总协定/世贸组织协定中从未转化为官方语言（Mavroidis & Sapir, 2019）。即使对于致力于民主和市场自由主义的国家，经济组织也没有提出对这个术语、其属性和衡量标准的定义。

二战后西方福利国家的经验表明，国际贸易的自由主义原则背景与包含社会价值的各种市场体系是兼容的。因此，以世贸组织为基础所建立的世界贸易体系代表了开放市场的可取性与合理的国家干预之间的一种不断演变的妥协，产生了一种“内嵌自由主义”的模式，作为一种对经济进行积极公共管理的制度化自由市场（Ruggie, 1982; Helleiner, 2019）。“内嵌自由主义”有许多方面，反映了经济治理和跨国互动将以制度互补的方式构成，并形成相对一致的国际竞争力模式。

多边贸易体制从一开始就允许与自由主义经济体制不同的国家加入。世贸组织（以及之前的关贸总协定）确认了成员国自己决定市场经济特征的权利。南斯拉夫（1966 年）、波兰（1967 年）、罗马尼亚（1971 年）和匈牙利（1973 年）的指令性经济就是这样。它们的中央命令经济传统上被归类为新兴经济体。前共产主义国家不符合市场经济原则的问题是通过加入议定书加以解决的，这些议定书要求它们承担某些义务。

缺乏明确定义和普遍同意的标准与缺乏透明度、任意性和在指定市场经济地位时普遍存在的政治动机有关。例如，俄罗斯的情况就是如此（Popescu, 2010）。它最初在 2002 年被美国承认为市场经济，但在 2021 年它的地位被审查。2002 年，美国商务部承认哈萨克斯坦是一个有效的市场经济国家，而欧盟继续认为它是“非市场经济体制”（Eicher, 2004）。2001 年中国加入世贸组织时，《入世议定书》第 15 条规定，为了在反倾销程序中不被视为非市场经济，中国必须“根据世贸组织进口成员的国内法确定它是市场经济，（……）只要进口成员的国内法包含加入之日的市场经济标准。”因此，世贸组织成员之间对市场经济的标准存在很大差异。

在中国越来越多地参与全球贸易流动的背景下，中国可能是 WTO 内部关于地位确定的最大分歧，因为中国的主要贸易伙伴欧盟和美国都拒绝承认中国的市场经济地位。根据世贸组织惯例，欧盟和美国在确定中国市场经济地位时采

用各自的标准。下面的表 1 表明，欧盟采用了更严格的标准，因为它关注的是所有价格的自由化，而不是像美国那样只关注工资。欧盟的标准包括存在有效的商业运作框架。美国的标准中没有这一点，而其准则包括外国直接投资（fdi）的市场准入。这两套标准都强调了自由汇率制度和政府对经济的最小干预的重要性。

表 1 欧盟和美国确定中国市场经济状况的标准

标准	美国商务部	EU Commission
货币	与其他国家货币的可兑换性	在贸易和货币制度中的受歧视程度
工资	自由谈判决定的工资率	有限的政府影响
外国直接投资	合资企业或其他投资的许可	...
对资源的掌控	政府对生产资料的拥有或控制的程度	政府对资源分配和企业决策的影响有限（有限的国家控制，无国家规定价格）
价格管制和产出	政府对资源分配的掌控程度	
公司管理	...	透明和无歧视性的公司法
有效且合法的开展商业行为的框架	...	完整的破产、财产和知识产权法
金融	...	存在独立于国家运作的发达金融部门，需要接受充足的监督和资本提供
其他因素	其他适当因素	对私有企业少国家干预

来源：由作者根据 19U.S.C. § 1677 编写；欧盟委员会（2015）。

注：从 2017 年开始，欧盟不再保留非市场经济体的名单。欧盟修订了其反倾销法，采用另一种计算正常价格的方法，该方法基于具有反倾销措施目标的代表国家名单（欧盟，2017）。

人们普遍认为，这些标准过于笼统，因此无法直接衡量。它们没有排序，也没有任何关于如何使用它们进行衡量的指导（Bowman 等人，2010）。市场经济地位的确立，由于不存在完全自由经济这一事实而进一步复杂化。市场经济范围内的概念也会发生变化。在本世纪头十年之前，特别是在 2008-09 年全球金融危机之前，发达工业化国家推行产业政策是不寻常的。危机之后，产业政策举措在发达国家和发展中国家都已变得普遍。Lockridge（2014）指出，由于中国的主要贸易伙伴不承认其市场地位而采取补救措施，体现了国际贸易的扭曲。在针对中国的反倾销程序中，计算产品正常价值的替代方法（而不是直接以国家为基础的确立）没有考虑到中国比较优势的实际结构，如低成本和熟练劳动力、灵活的法规和高效的物流。

虽然中国将自己定义为具有中国特色的社会主义市场经济，并主张充分遵守世贸组织的市场规则和原则，但其作为市场经济的地位在理论上既不必要，也不由全球交易的庞大规模确保。中国从指令经济向市场经济的转变是一个漫长而持续的过程，没有明确的终点。面向市场的改革始于 1979 年，比前东欧集团的国家早了 10 年。与遵循“冲击疗法”模式的东欧国家不同，中国的市场改革方法一直是渐进的（King，2007）。人们普遍认为，与中欧和东欧国家相比，中国谨慎和有序的转型过程使其经济增长令人印象深刻（Pogatsa，2021）。此外，社会主义市场经济的构建并没有概念化静态的一致结构，而是一个或多或少地由国内和国际事件和发展形成的市场、干预和监管之间不断变化的系统（Bekkevold 等人，2020：15）。

中国在全球供应链中的作用已显著扩大，它与国际贸易体系中主要利益相关者的贸易顺差也有所增加。对中国出口占欧盟和美国贸易平衡和经济增长的比重持续上升。欧盟和美国在出口方面都更加依赖中国的投入，而中国在出口方面对欧盟和美国商品的依赖程度较低。贸易数据显示，2000 年至 2018 年，欧盟对华贸易逆差从 490 亿美元增加到 3000 亿美元，约相当于欧盟 GDP 的 2%。美国货物贸易逆差从 2001 年的 830 亿美元增加到 2015 年的 3672 亿美元，年均增长 11.2%。2020 年为 3103 亿美元。中国在越来越多地参与国际贸易的同时，也在追求贸易自由化，这与世贸组织的贸易惯例相一致，其反映为进口关税水平的下降，没有明显操纵人民币汇率，政府支出水平与类似的发展导向型经济体系一致甚至低于类似的经济体系。

在 2001 年中国加入世贸组织之前，其平均有效适用关税为 14.7%。到 2020 年，中国的进口关税已经下降了近 6 倍，达到 2.5%。表 2 显示，尽管关税高于欧盟（1.5%）和美国（1.5%）征收的关税，但中国在贸易自由化方面取得了显著进展。在中国对外贸易中，国际关税高峰的比例也有所下降。虽然在 2000 年，这些峰值影响了中国超过 42% 的关税线，但在 2020 年，它们与欧盟和美国这两个主要贸易大国报告的水平一致。

表 2 中国、美国和欧盟适用的关税税率

国家	指数	2000	2010	2019	2020
中国	关税税率, MFN, 简单平均值, 所有产品 (%)	17.0	9.7	7.5	7.6
	国际峰值关税份额, 所有产品 (%)	42.4	11.3	1.8	1.7
	关税税率, 适用率, 加权平均值, 所有产品 (%)	14.7	4.7	2.5	2.5
美国	关税税率, MFN, 简单平均值, 所有产品 (%)	4.2	3.7	10.2	3.5
	国际峰值关税份额, 所有产品 (%)	8.7	5.5	5.8	5.7
	关税税率, 适用率, 加权平均值, 所有产品 (%)	2.1	1.7	13.8	1.5
欧盟	关税税率, MFN, 简单平均值, 所有产品 (%)	6.2	5.6	6.2	4.3
	国际峰值关税份额, 所有产品 (%)	5.6	5.4	5.7	1.8
	关税税率, 适用率, 加权平均值, 所有产品 (%)	2.4	2.1	1.8	1.5

来源: 世界银行 (2022)

中国的汇率政策反映了贸易自由化的目标。在撰写本文时, 自 2018 年 6 月起生效的中国实际汇率制度已被归类为一种“有管理的安排”。人民币的价值是参照一篮子货币而确定的。中国认为, 汇率制度的改革是整体经济改革的一部分, 必须循序渐进地实施, 以避免发生严重的金融危机。2017 年, 中国人民银行在每日交易区间中间价形成中引入了反周期因素 (于 2020 年逐步取消), 将人民币汇率稳定在合理和均衡的水平上 (WTO, 2021)。根据国际货币基金组织的数据, 中国的实际有效汇率与其经济基本面基本一致 (IMF, 2017)。图 1 中关于人民币实际有效汇率的数据显示, 2010-2021 年人民币升值了 27.1%。与美元相比, 人民币升值幅度较大, 美元同期只升值了 15.4%。

图 1 2010-2021 年中国和美国的实际有效汇率指数 (2010=100)

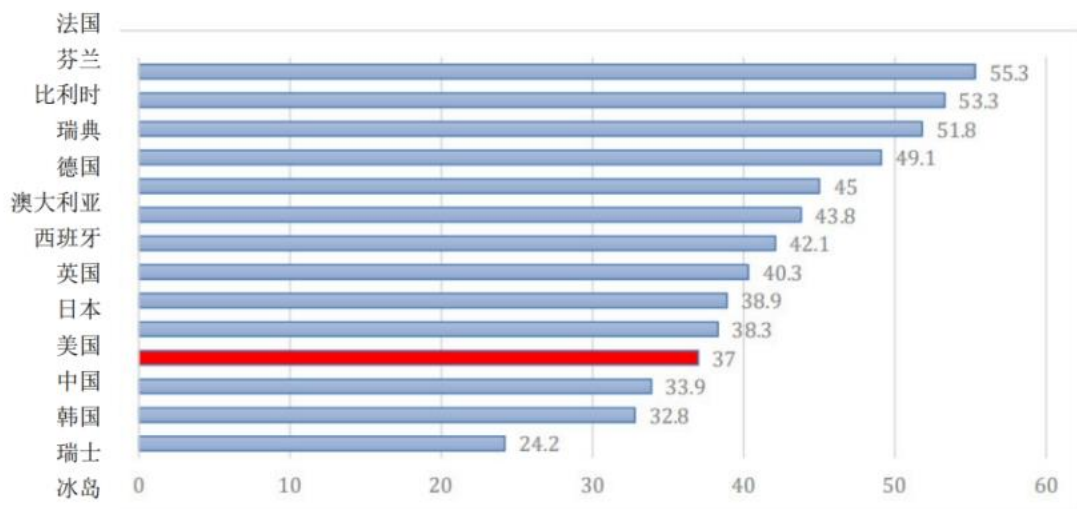


来源: 世界银行 (2022)

人民币在上述时间框架内的实际有效汇率出现上升的趋势，这意味着中国正在失去其比较成本优势。这些数据显示，中国并不是为了获得不公平的竞争优势和刺激人民币出口而操纵人民币汇率。

根据政府支出（衡量国家规模及其在国民经济中的作用的一个指标），中国的公共支出占 GDP 的比例低于一些经合组织国家，这与中国对社会主义市场经济的定义不符。图 2 中的数据显示，中国更接近美国、瑞士和韩国的自由市场经济，而不是西欧的社会市场经济。

图 2 政府总支出占 GDP 的%（2019）



来源：经合组织（2022a）。中国的数据为 2020 年的，引用自 Knoema（2022）

尽管中国在贸易自由化领域取得了明显进展，但进口关税只是其贸易政策工具之一。随着全球关税水平的持续下降，非关税措施（NTMs），即在边境或边境后对贸易货物实施的要求，多年来在决定贸易模式方面变得更加重要。与关税不同的是，NTMs 不透明。在某些情况下，它们追求直截了当的保护主义目标；在其他情况下，国家新规措施对于实现关键的社会经济目标是不可或缺的，因为它们旨在保护人类、动物或植物健康以及环境（联合国贸易与发展会议和世界银行，2018）。

中国一直是新国家规的积极使用者，其数量超过了其区域伙伴，如韩国、日本、澳大利亚、新西兰和印度。根据贸发会议（2020），中国的大多数新规（59.5%）构成了与技术规范、质量要求和消费者安全相关的技术措施，其中大多数符合公认的国际标准机构，例如 ISO 和 IEC。除技术措施外，第二新的国家措施（22.5%）是确保食品安全和防止病虫害传入国内的非歧视性卫生和植物检疫措施（贸发会议，2020：32）。

尽管使用“新国家规管”不一定是贸易限制，而且在许多情况下可以归因于合法的社会目标，但中国经常被指责利用隐性贸易禁运和制裁，将其贸易政策武器化，以达到外交政策的目的。贸易胁迫案例包括 2010 年的日本、2011 年的挪威、2012 年的菲律宾、2016 年的蒙古、2016 年的台湾、2017 年的韩国、2019 年的加拿大和 2020 年的澳大利亚（Wilson, 2021）。中国在外交争端中的胁迫行为恶化了其在地区贸易伙伴中的形象，阻碍了其市场经济地位的被承认。

这些指标揭示了中国贸易开放的不完整性和矛盾性。因此，仅根据中国的贸易行为来审视中国经济本质的传统视角存在重大问题。中国的国际表现不仅是关税水平、汇率管理、国内社会政策与对外市场开放之间权衡的结果。Pelkmans（2018）认为，中国模式代表了国际贸易的一个系统性问题，与其高度干预的性质有关。Horn 等人（2019）发现，国内变量和地缘政治优先级驱动着中国的资本流动。企业投资并不完全取决于经济原理，如投资收益率和投资回报原则，而是取决于国家干预，反映了国家在市场交易中的主导地位。然而，经济的全面开放和国内市场激励措施的采用往往会掩盖其国家驱动的性质和持续的改革需要。因此，尽管进口关税、汇率政策和政府支出等贸易自由化的综合指标不足以解释市场结果的决定因素，但中国将自己定位为中国特色社会主义类型的市场经济。

在 WTO 关于内嵌自由主义的共识下，中国的社会主义市场经济并不完全属于市场经济的统一体，否则就会赞成公共政策中的社会目标的二重性和国际竞争中的比较优势原则。虽然在社会主义市场经济的前提下，公有制的普及是可以预料的，但在中国这一原则是由国家主导和控制的，在政府采购领域对外国公司没有互惠，强制技术转让和强制生产本地化，例如“中国制造 2025”的产业战略中反映了这一点。此外，这些在中央控制体系中制度化的政策，在工业、银行、创新、技术标准、投资等多个维度上相互协调、相互联系，并整合为国家主导的经济体系。根据 Ezell（2021：6），这样的政策代表了国家领导的资本主义模式的运作方式。

同样，用“面向社会的结果”来解释“社会主义”一词也是有误导性的，因为通常与西欧国家的“社会市场”经济联系在一起。中国经济体制的目标（与亚洲其他类似模式一样）是社会主义，而不一定是维持经济的市场环境（London, 2020）。因此，有人可能会认为，把中国的市场经济作为连续体的一部分，掩盖了其经济模式的其他更深刻的特征，如国家干预或国家主导的社会秩序目标。

考虑到市场经济定义问题的复杂性、缺乏明确的标准、以及经济治理模式的多样性，中国社会主义市场经济与自由经济秩序的兼容性需要考虑到其国内

经济制度的结构条件。与国内活动和经济治理相关的变量更能解释中国贸易自由化的范围和时间范围。

中国市场经济地位的国内决定因素：《资本主义的多样性》（VOC）方法
关于支撑中国经济竞争力的市场和非市场原则之间路径依赖的相互作用的命题属于 VOC 理论框架，该框架同样探索国内政治经济学中的制度互补。

VOC 视角和与贸易绩效相关的制度和政策发展相关（Hall 和 Soskice, 2001; Hancké 等人, 2008 等）。本文提出了以下分析性主张：（1）制度互补性的多维性；（2）贸易政策、企业治理与国际绩效的相互强化效应；（3）它们在各自国家的金融和国家强化资本主义经济模式中的共同前提；（4）选择性制度创新对国家调整和竞争力的重要性。

VOC 并没有将中国的市场经济地位联系起来进行讨论，尽管它假定国际绩效是路径依赖的制度互补的产物，造成了国家经济制度之间的深刻且持久的差异。正如 Peck 和 Zhang（2013;2014）都认为，中国的国家政治经济模式是矛盾的。London（2020）同样认为，传统的 VOC 框架过于僵化，仍然是静态的，也不包括混合的情况，比如中国的经济体制。

VOC 框架认为，在产业关系体系、长期就业、资本提供金融体系、合同法和企业间合作之间出现的路径依赖的制度互补性，创造了不同的相对制度优势（而不仅仅基于国际贸易中价格和成本差异的“比较优势”），从而导致了不同的国际绩效模式。按照惯例，各国都围绕着几种理想的金融和工业体系：依靠市场协调企业努力和参与经济的自由市场经济（LMEs）；协调市场经济（CMEs），其特点是机构反映了较高水平的非市场协调；独特的北欧资本主义模式，在制度上保持高水平的就业和经济增长；混合市场经济（MMEs）依赖于更大的农业部门和持久的国家干预历史，从而在企业融资领域产生了各种非市场的、国家主导的协调能力，在工业关系领域产生了更自由的安排（Hall 和 Soskice, 2001: 21）。典型的东欧体系是第二代依赖市场经济的模式（DME），其特点是依赖由西方跨国公司控制国际价值链，而不是国家资本市场和企业间网络。它的特点是工资低、工会力量薄弱和税收低，这是持续吸引外国直接投资的必要条件（Pogátsa, 2021）。

关于中国国家资本主义模式的基础，以及中国社会主义市场经济模式中国和市场之间的关系，有大量且不断增长的文献（Bekkevold 等人, 2020; Pearson 等人, 2021, 以及其他）。中国的贸易战略以对外开放、出口主导、全球战略为特征，为国内经济发展提供了资源。市场原则和发展原则之间没有明显区别。它们相互矛盾的作用可以引发不同结果，这受国内监管对金融、投资

和市场准入变量的影响，尽管市场自由化的同质化影响反映在世贸组织贸易体制下进口关税水平的下降。

从 VOC 的角度来看，中国的社会主义市场经济嵌入了一种国家资本主义模式，这种模式依赖于由西方跨国公司控制的国际价值链，以及对国内公司的高水平公共投资，与以市场为基础的国内和国际资本来源之间的横向联系形成对比。民营企业和国有企业之间缺乏竞争的中立性，使得国家资本积累的过程得以加速，国家内部得以集中，投资得以有效分配，从而产生高速增长，维持宏观经济稳定。研究发现，中国国有企业受益于较低的有效税率和优惠的融资来源（欧洲议会，2020）。在这种模式下，由于持续的国家干预，私营经济主体以及国内和国际公司相对于国有企业处于依赖地位（Nedumpara 和 Zhou, 2018）。在国家资本主义体制中，劳动力是一个低迷因素，这是因为中国经济中劳动力过剩，维持着较低的工资水平（尽管近年来有所增加），禁止独立工会，缺乏有意义的工资谈判和劳工协会规则。从长期来看，国内创新也受到阻碍（Peck 和 Zhang, 2013）。它集中在大型国有企业和国际公司内部，往往受到强制技术转让的影响。由于低工资和大量劳动力供应造成工资不稳定，对工人没有可持续的激励。中国严重依赖银行体系和国家的财政分配。国际公司有限的市场准入对强制技术转让以外的创新贡献不大，导致与投资（包括证券投资）和金融相关的重要国内部门竞争薄弱。

考虑到保持国家主导地位的国内经济治理在制度上的互补性，中国离开放市场经济是更近了还是更远了？大西洋理事会（2021）审查了市场经济模式的六个要素，它们代表着经济治理的制度互补体系：金融体系发展、市场竞争、现代创新体系、贸易开放、直接投资开放和证券投资开放。从这个角度看，中国的市场指标不仅是国际表现的指标，也是一种同时提高和控制市场开放的经济模式的组成部分。

图 3 所示的中国在关键经济领域的得分表明，除了在贸易开放程度上相对接近市场经济水平外，其金融、投资和市场准入等关键经济体系落后于各经济体的平均水平。

图 3 中国经济体系（2010 年和 2020 年）与 2020 年开放市场经济的比较



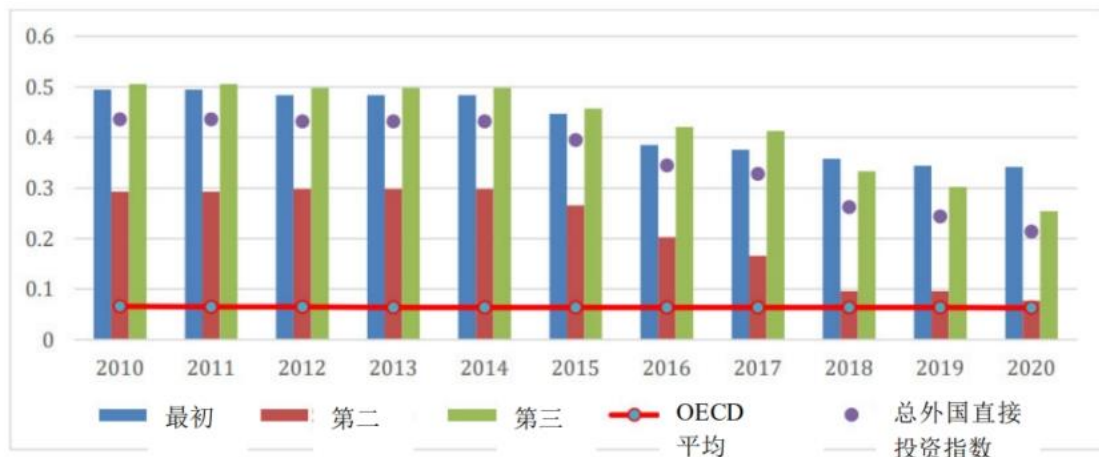
来源：大西洋理事会（2021）

在国际投资和金融体系发展领域，中国的得分与 ME 平均水平之间并不相近，这表明中国没有充分定位为市场经济。尽管在贸易开放方面取得了进展，但在市场竞争领域，分歧尤其明显。然而，从动态的角度来看，中国在 2010-2020 年期间已经朝着积极的方向发展，在所有指标上的表现都有所改善，尽管是略有改善。

中国的产业政策直接受到国家主导的经济体制的影响。产业政策涉及某些部门对其他部门的优惠待遇和大量使用补贴作为促进其工业竞争力的工具。人们普遍认为，没有任何一个国家能够在没有某种形式的产业政策的情况下实现结构转型和经济发展（UNCTAD, 2016）。然而，中国经常被指责其产业政策严重扭曲了全球经济，扰乱了工业化国家的市场。这在钢铁和铝等关键的传统行业存在明显问题，因为资源配置效率低下，使中国企业在价值链上获得了优势（美国贸易代表署，2020 年）。这两个部门为其他制造业提供关键投入，并与国家安全准备高度相关。他们是美国在与中国的贸易冲突中被提高关税的第一个目标。

中国政府认识到对某些行业的巨额补贴所造成的问题。2016 年，中国国务院出台了应对钢铁行业产能过剩的各种措施，包括禁止新建钢铁产能、主动去产能、并购、重组、生产线改造和转换、搬迁和改造，以及清理“僵尸企业”（国务院，2016）。因此，2016 至 2020 年期间，中国钢铁贸易的复合增长率与出口保持负增长（-6%），与进口保持正增长（+18%），导致贸易逆差 34 亿美元（国际贸易中心，2022）。

图 4 经合组织按部门划分的中国外国直接投资监管限制指数（2010-2020）



来源：OECD（2022b）

注：部门分数介于 0（“封闭”）和 1（“完全自由化”）之间。

中国的经济发展模式传统上依赖于外国直接投资（FDI）。自 2010 年以来，该国一直是外国投资的首选目的地之一。不过，中国在对外直接投资政策上并不是横向的，而是对不同行业进行区别对待。图 4 显示了中国各经济部门的监管差异。在一些行业，通过各种促进措施鼓励外国直接投资，如退税、豁免和土地价格折扣。在列入国家负面清单的其他行业，外商直接投资受到限制。为了获得市场准入，这些行业的外国投资者必须满足一系列要求，包括国家授权和持股限制。2020 年国家负面清单反映了取消限制的最新趋势，从 2017 年的 63 项变为 2020 年的 33 项，同时促进服务业、制造业和农业的自由化（WTO，2021）。

根据经合组织的 FDI 限制指数（OECD, 2022b），我们可以得出这样的结论：尽管中国的表现落后于发达国家的平均水平，但它正在朝着减少工业部门的监管限制的方向前进。中国经济在制造业方面取得的进展尤为明显，目前中国经济在该领域的全球竞争力是最强的。

结论

本文分析了欧盟和美国对中国非市场经济的持续观点和官方政策认定的困惑。它从政治经济学的角度探讨了“中国是市场经济吗”的问题，探讨了在决定国家在国际贸易中的竞争力的贸易、汇率管理、资金流动、投资限制和产业补贴等领域的政府政策背景下的市场开放指标。

从分析上看，本文表明，尽管在市场原则的实施、动机和国家对经济的干预方面存在着明显的差异，但国际竞争力并不来自于明确的二元分类，如经济/市场二分法，而是来自于国家参与经济的连续经济模式，这些模式因产业部门和生产要素而异。本文分析了从 VOC 框架得出的见解，以补充对中国社会主义

市场经济模式的评估。该分析认为，从 VOC 的角度来看，中国代表了一种国家资本主义制度，将国家所有权的战略份额、受管制的资金流动、对金融资源部署的监管限制与贸易开放和国际竞争力相融合（美国贸易代表，2022）。

一方面，中国成功地参与了国际贸易自由化，达到了与成熟市场经济体相当的经济开放水平。另一方面，尽管中国将自己定位为国际贸易中负责任的利益相关者，但在市场准入、投资和经济所有权方面，中国一直保持着有限互惠的模式，这种模式可能会持续下去，因为竞争性的经济治理结构造成了国家和私营经济行为体之间的二分法。因此，中国参与国际贸易，可以用选择性限制市场准入和国家干预经济的替代策略，取代市场自由主义的主要原则。

本文原题为“Revisiting China’s Market Economy Status: State Capitalism within the WTO Liberal Trading System”。作者为 Boyka Stefanova 和 Paskal Zhelev。Boyka Stefanova 是德克萨斯大学圣安东尼奥分校政治科学和地理系的副教授，她拥有索菲亚（保加利亚）国家和世界经济大学经济学博士学位和特拉华大学政治学博士学位（2004年）。她的研究兴趣集中在政治冲突和少数民族问题、欧洲治理和欧洲安全问题。Paskal Zhelev 是国民与世界经济大学代表、保加利亚中心（索菲亚）外方负责人。本文于 2022 年 10 月刊于 MPRA 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国经济概况

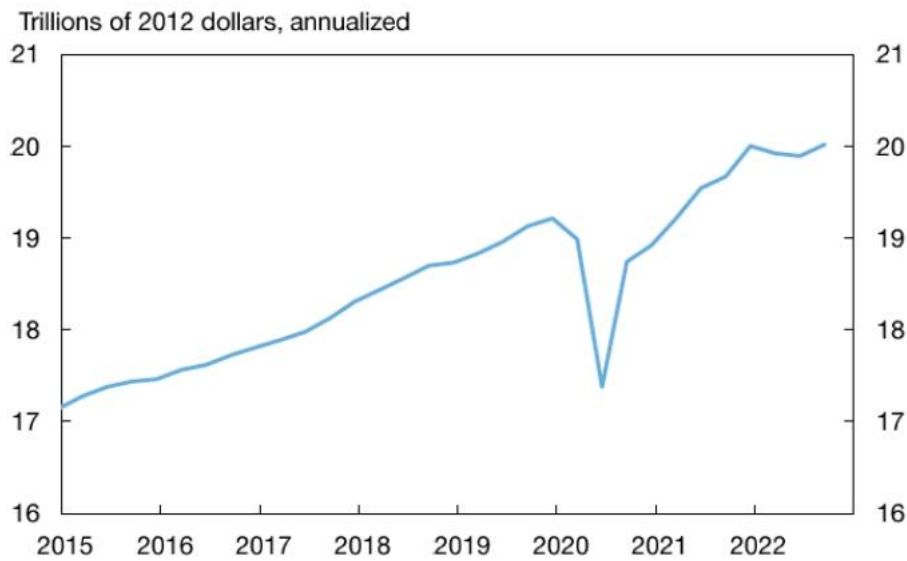
newyorkfed/文 薛懿/编译

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至2022年11月8日的数据。编译如下：

一. 总览

1. 就业增长和工资增长放缓，新屋开工率下降，并且核心通胀仍处于高位。
2. 第三季度产出回升。
 - (1) 净出口部分对经济增长贡献很大，而住宅投资、建筑支出和库存则拖累了经济增长。
 - (2) 消费支出略微增长。
3. 实际可支配收入保持不变。
 - (1) 该水平仍低于其趋势增长路径。
 - (2) 当月实际消费者支出上升。
 - (3) 个人储蓄率下降至较低水平。
4. 新屋开工和房屋销售都出现了下滑。
5. 就业增长放缓至稳定速度，同时失业率上升。
6. 时薪的同比增速放缓。
7. 核心 PCE 通胀的同比增速走高。
 - (一) **2022 年第三季度产出低于疫情前的趋势路径。**
 1. 自 2019 年第四季度以来，GDP 的年增长率为 1.5%。
 - (1) 在 9 月的经济预测摘要 (SEP) 中，对长期 GDP 增长率的预测中值为 1.8%。
 - (2) 10 月份蓝筹股调查预计，2024-2028 年期间的年平均增长率为 1.9%。
 - (3) 如果自 2019 年第四季度以来，GDP 增速接近长期预测值，那么当前第三季度的 GDP 水平将比预期水平低了 1%。
 2. 失业率低于长期正常水平。
 - (1) 10 月份 3.7% 的失业率低于蓝筹股调查对 2024-2028 期间平均失业率 4.2% 的预测，也低于 SEP 对长期失业率 4.0% 的预测中值。
 - (2) 10 月的劳动力参与率比疫情前的水平低了约 1 个百分点。

图 1 实际 GDP

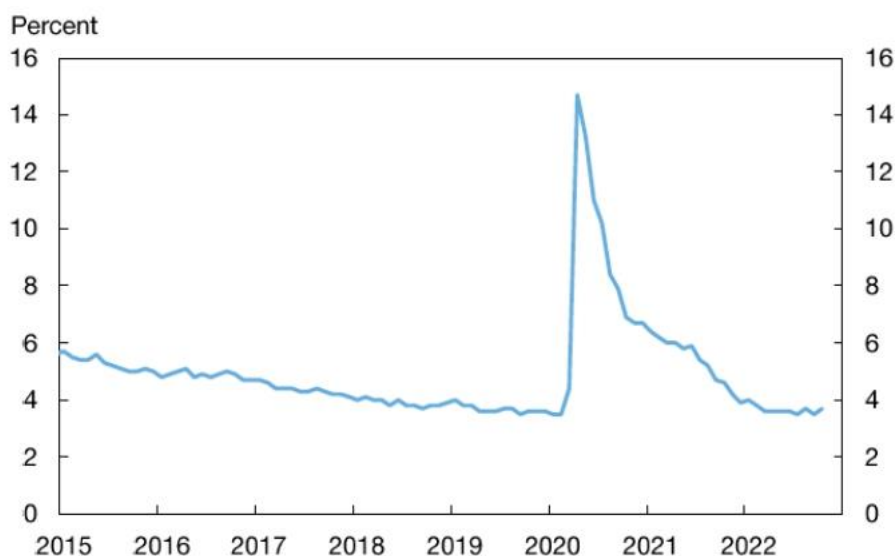


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）10月份失业率上升。

1. 失业率从9月份的3.5%升至10月份的3.7%。
2. 劳动参与率从9月的62.3%下降到10月的62.2%。
 - (1) 自1月份以来，失业率大体保持不变。
 - (2) 这一比率比2019年的平均水平低0.9个百分点，但比2021年的平均水平高0.5个百分点。
 - (3) 25至54岁人群的劳动参与率等于其2019年的平均水平。

图 2 失业率



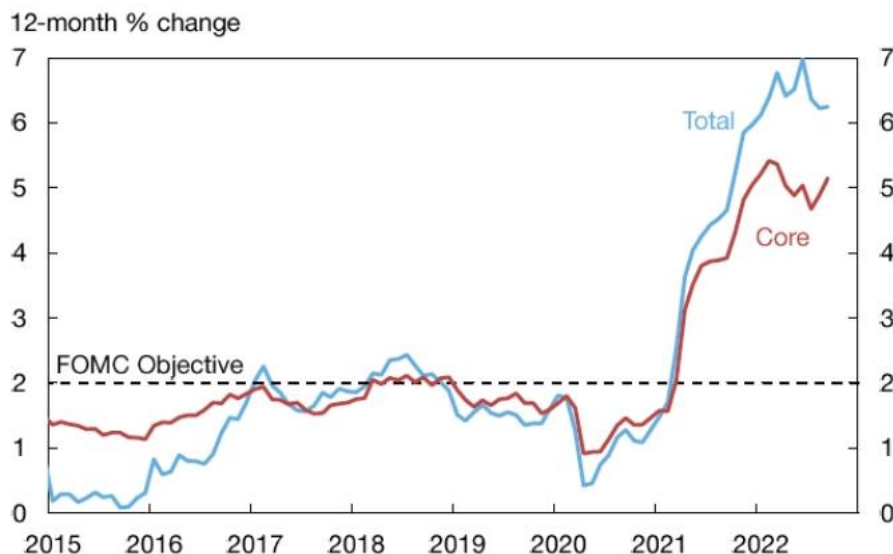
数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

（三）9月份PCE通胀同比增速不变。

1. PCE通胀的同比增速维持在6.2%的水平不变。

- (1) 食品价格上涨 12%，同时能源价格上涨 20%。
2. 核心 PCE 通胀从 8 月份的 4.9% 升至 9 月份的 5.2%。
 - (1) 耐用品通胀从 5.3% 升至 5.7%。
 - (2) 服务通胀从 5.0% 升至 5.3%。
3. 核心 PCE 通胀的环比年化增长率从 8 月份的 6.7% 下降至 9 月份的 5.6%。
 - (1) 过去三个月的核心通货膨胀率从 8 月份的 5.0%（年率）下降到 4.2%。

图 3 个人消费支出平减指数



数据来源：经济分析局（BEA）。

二. 经济活动

（一）2022 年第三季度 GDP 回升。

1. 在上半年下降 1.1%（年率）之后，GDP 在第三季度增长了 2.6%（年率）。
 - (1) GDP 同比增长 1.8%。
 - (2) 出口上升，进口下降，使得净出口部分成为第三季度 GDP 增长的主要原因。
 - (3) 对国内私人购买者的最终销售（消费加上私人固定资产投资）在本季度略有上升。
2. 第三季度名义个人收入的年增长率为 5.5%，接近第二季度的水平。
 - (1) 实际个人可支配收入略微增长，这是该指标自 2021 年第一季度以来的首次增长。
 - (2) 个人储蓄率降至 3.3%，为 2007 年第四季度以来的最低水平。

图 4 GDP 增长

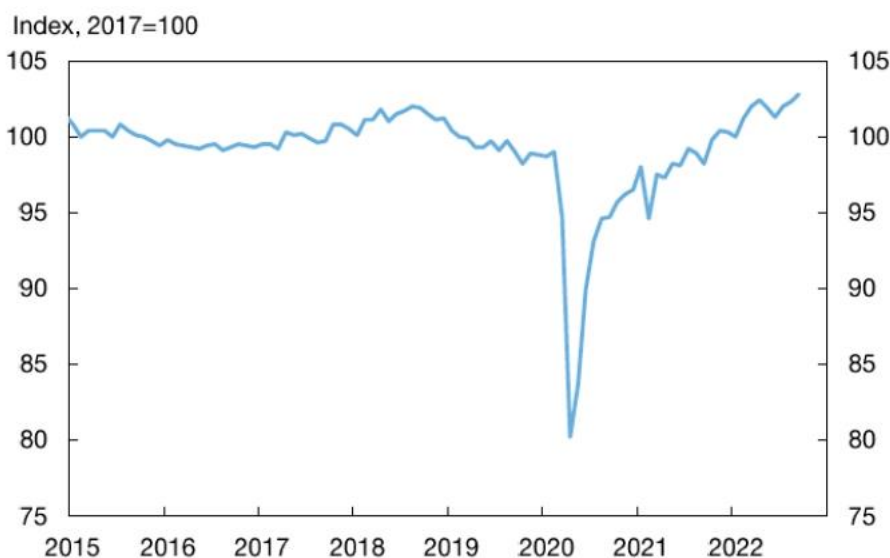


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）9 月份制造业活动上升。

1. 9 月份制造业指数的环比年化增长率为 4.7%。
 - (1) 该指数同比上涨 5%。
2. 制造业在第三季度环比增长 2%（年率），低于第二季度 3% 的增速。
 - (1) 制造业在第三季度同比增长 4%。
3. 10 月份 ISM 制造业指数下降，该水平表示经济温和增长。
 - (1) 价格指数和供应商交货指数再次下降，低于疫情前的水平。

图 5 制造业指数



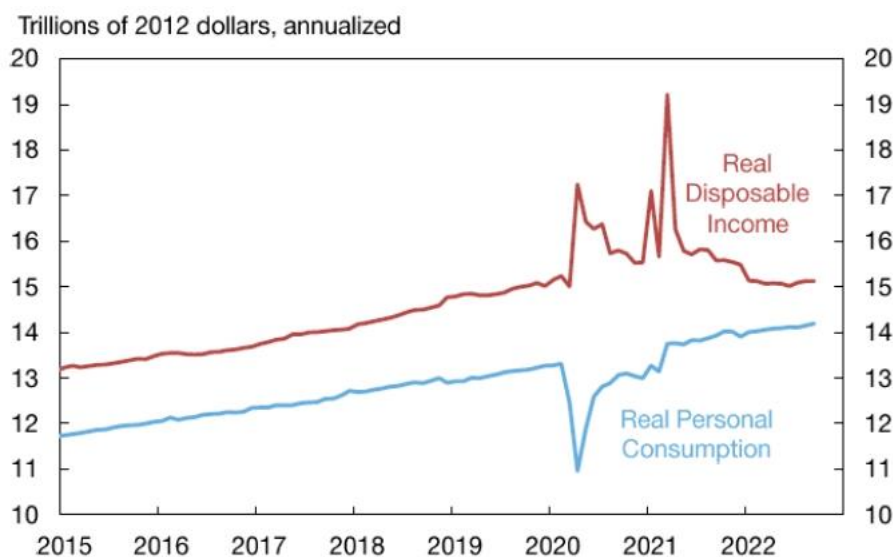
数据来源：美国联邦储备委员会。

三. 家庭

（一）9 月份实际可支配收入不变。

1. 9 月份实际可支配收入不变，而名义个人收入上涨 4%（年率）。
 - (1) 名义个人收入同比增长 5%，其中薪酬同比增长 8%，经营者收入同比增长 5%，投资收入同比增长 5%，而政府转移收入同比下降 2%。
 - (2) 实际可支配收入同比下降 3%。
2. 9 月份实际个人消费支出较上月增长 4%（年率），并且同比增长 2%。
 - (1) 个人储蓄率从 3.4% 下降至 3.1%。
 - (2) 2019 年平均储蓄率为 8.8%。

图 6 个人可支配收入和消费

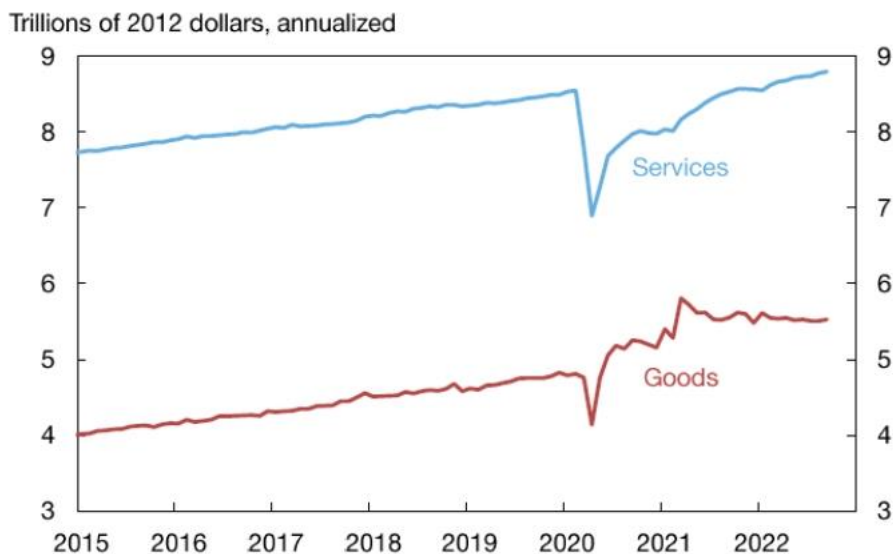


数据来源：经济分析局（BEA），美国联邦储备委员会。

（二）9 月消费者的商品支出仍然停滞不前。

1. 实际商品支出在连续下降两个月后出现回升，在 9 月份增长 5%（年率）。
 - (1) 自年初以来，耐用品支出一直持平，非耐用品支出则呈现小幅下降趋势。
 - (2) 近几个月，食品购买一直低于其趋势增长路径。
 - (3) 商品支出比去年同期持平。
2. 服务业的实际支出增长 3%（年率），并且同比增长 3%。
 - (1) 交通和娱乐服务方面的支出在去年大幅上升。

图 7 消费者支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

四. 商业部门

（一）2022年第三季度设备支出强劲增长。

1. 在第二季度下降之后，实际商业设备支出在第三季度增长 11%（年率）。

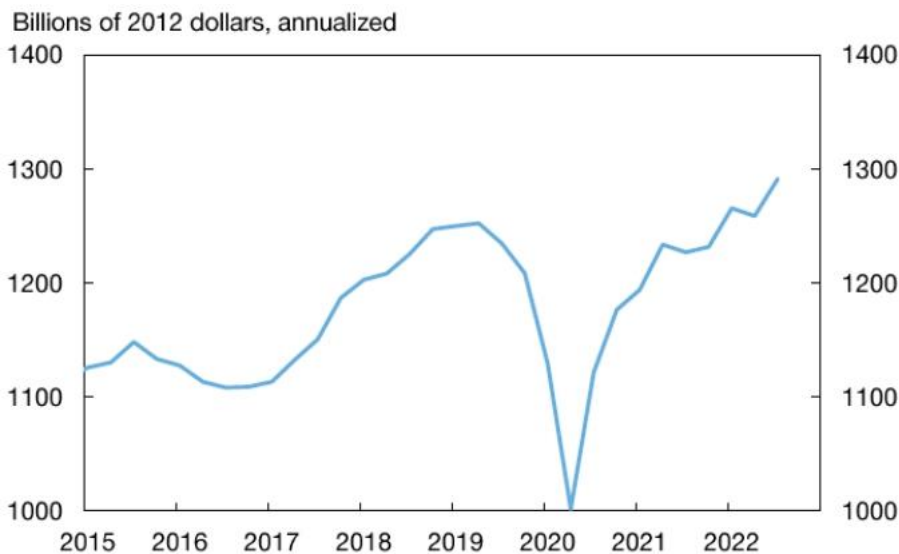
- (1) 本季度设备支出使得 GDP 年化增长率上升了 0.5 个百分点。
- (2) 信息和运输类别的支出迅速增长，但工业和其他类别的支出有所下降。

降。

- (3) 设备支出同比增长 5.0%。

2. 资本货物订单在 9 月下降。

图 8 设备投资支出

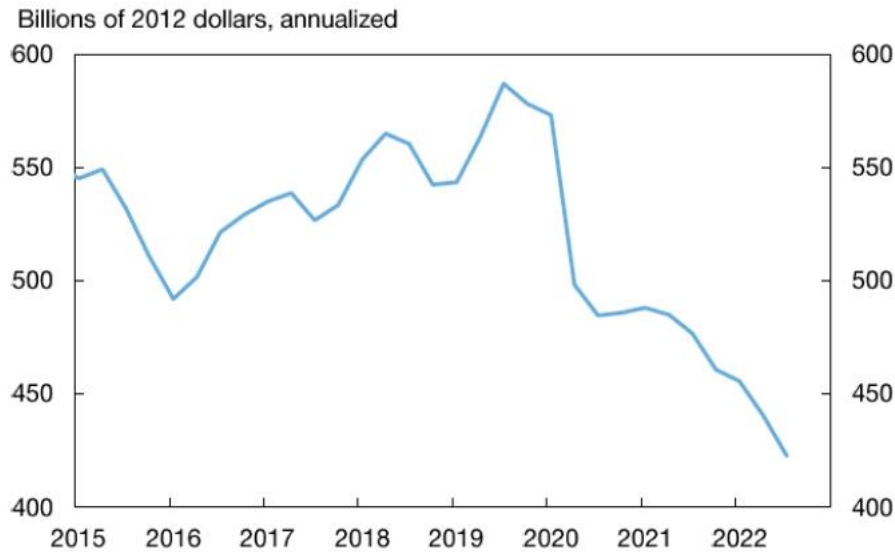


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）第三季度非住宅建筑支出下降。

1. 实际非住宅建筑投资支出在第三季度以 15% 的年率下降。
 - (1) 建筑投资使得 GDP 年化增长率下降了 0.4 个百分点。
 - (2) 支出同比下降 11%，自 2019 年第四季度以来下降了近 27%。
2. 在连续增长七个季度之后，能源领域的支出有所下降。
 - (1) 但与 2019 年第四季度相比，采矿勘探、竖井和油井方面的支出仍下降了 15%。

图 9 非住宅建筑投资



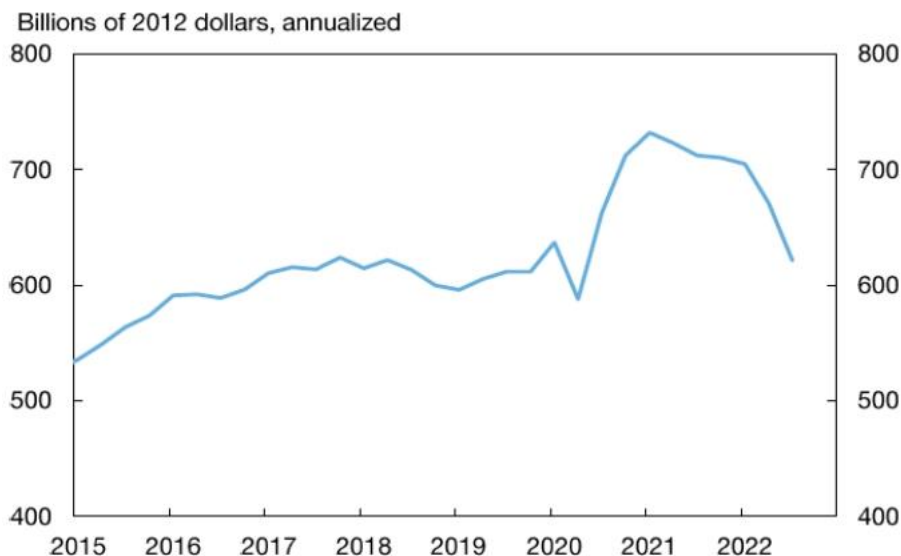
数据来源：经济分析局（BEA）。

五. 房地产行业

（一）第三季度住宅投资支出再次下降。

1. 住宅投资支出大幅下降，使得第三季度 GDP 的年化增长率下降了 1.4 个百分点。
 - (1) 该季度的支出环比下降 26%（年率），并且同比下降 13%。
2. 独户和多户住宅的投资分别环比下降 36%（年率）和 5%。
 - (1) 独户和多户住宅的投资分别同比下降 14% 和 6%。
 - (2) 住房改善和佣金支出下降也是住宅投资下降的重要原因。

图 10 住宅投资

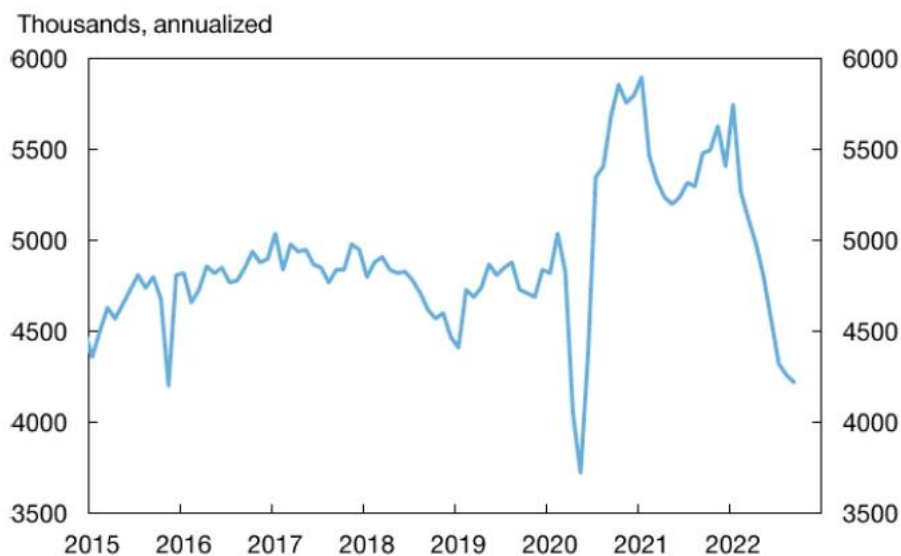


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）现房销售下降。

1. 第三季度的独户住宅现房销量较第二季度低了 37%（年率）。
 - (1) 9 月的销量同比下降 23%。
2. 第三季度的独户住宅新房销量与第二季度持平。
 - (1) 9 月的销量同比下降 18%。
3. 独户住宅的房价在 7 月下降 5%（年率）后，又在 8 月下降 10%。
 - (1) 房价同比上涨 13%。

图 11 现有房屋的销售量



数据来源：人口普查局，全国房地产经纪人协会。

政府部门

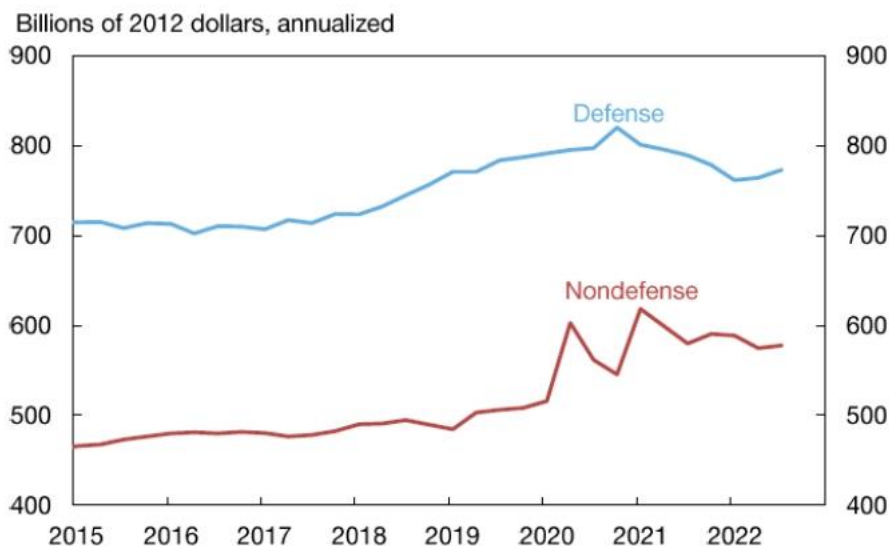
- （一）第三季度联邦支出增加。

1. 联邦政府支出为第三季度 GDP 的同比增长率贡献了 0.2 个百分点，而前两个季度的贡献均为负。

(1) 非国防支出和国防支出分别为经济增长贡献 0.06 和 0.17 个百分点。

2. 实际支出同比下降 1%，其中国防支出下降 2%，非国防支出保持不变。

图 12 美国联邦政府支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

(二) 第三季度州和地方政府支出增加。

1. 实际州和地方政府支出为第三季度的 GDP 年化增长率贡献了 0.2 个百分点。

(1) 支出与去年同期持平。

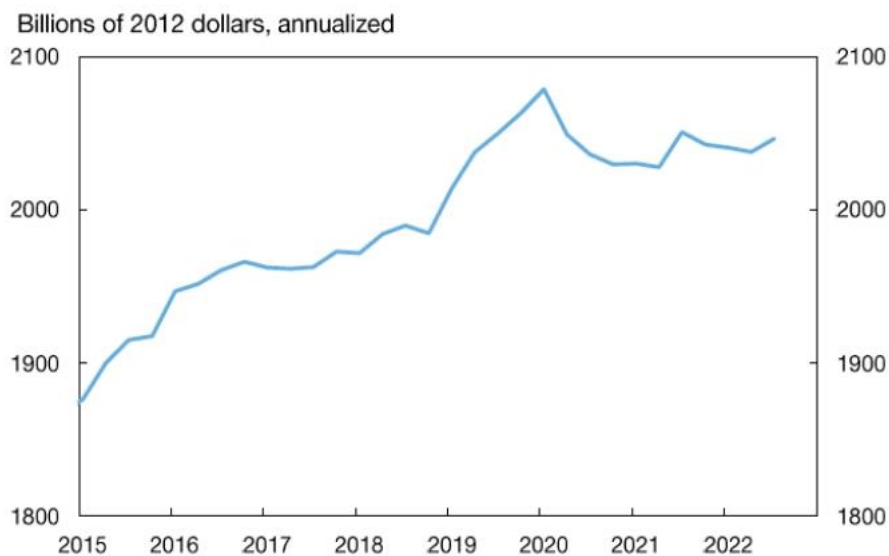
2. 州和地方政府的消费支出相比上季度增长了 1%。

(1) 消费支出同比增长 1%。

3. 投资支出环比增长 3%，其中建筑支出增长 1%，设备采购增长 19%，知识产权产品支出增长 6%。

(1) 投资总支出同比下降 4%，同时建筑支出下降了 7%。

图 13 州和当地政府支出



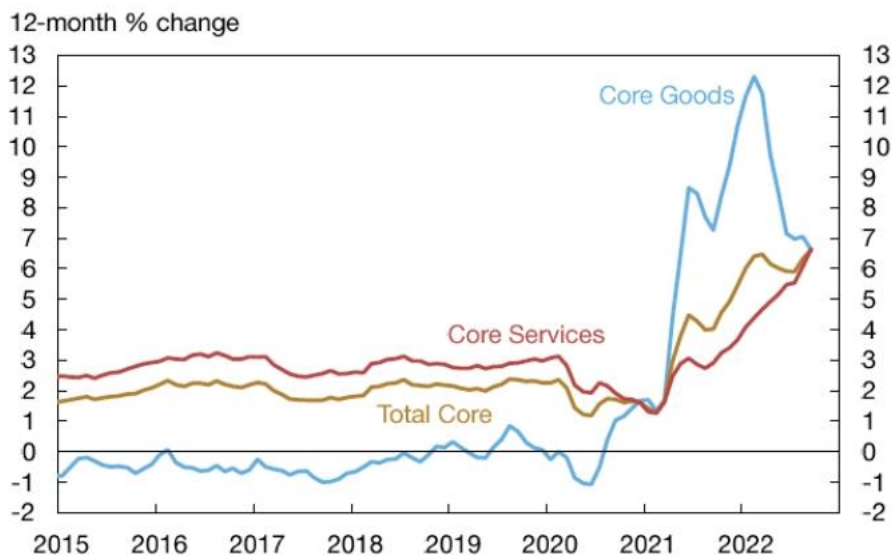
数据来源：经济分析局（BEA）。

六. 通货膨胀

（一）核心 CPI 通胀同比增速加快。

1. 核心通胀的同比增速从 8 月份的 6.3% 升至 9 月份的 6.6%。
 - (1) 核心商品通胀从 7.1% 降至 6.6%。
 - (2) 核心服务通胀从 6.1% 升至 6.7%，其中租金通胀从 6.3% 上升到 6.7%。
2. 核心 CPI 的环比增速为 5.2%（年率），低于 8 月份 6.4% 的增速。

图 14 核心 CPI 通胀率



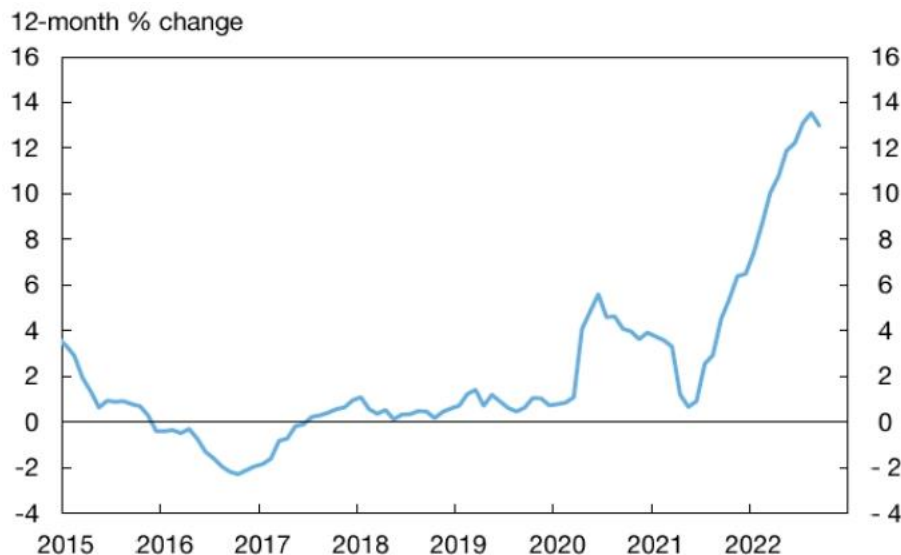
数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）食品通胀仍处于高位。

1. 9 月份，CPI 的居家食品分类指数同比上涨 13%。
 - a) 通货膨胀的环比年化增长率从 8.7% 下降到 7.4%。

- b) 相比之下，在疫情之前的 10 年里，价格平均每年上涨 1%。
- 谷物和烘焙产品的价格同比上涨 16%，肉类上涨 5%，并且乳制品上涨 16%。
 - 居家食品的价格指数比 2019 年平均水平高出 22%。

图 15 CPI 通胀：食品



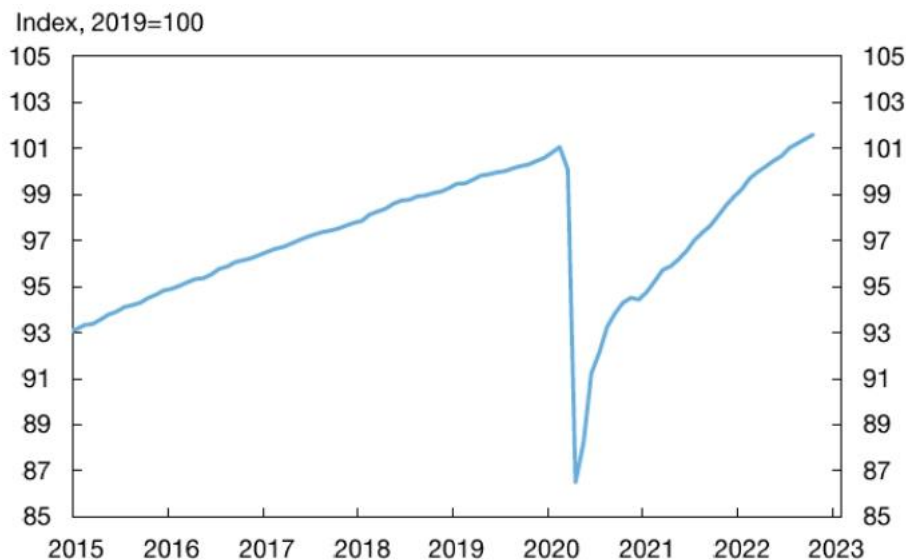
数据来源：劳工统计局（BLS）。

七. 劳动力市场

（一）10 月份就业增长放缓。

- 非农就业人数在 10 月增长 26.1 万人。
 - 2021 年平均每月增加 56.2 万人，2022 年上半年平均每月增加 44.4 万人，并且，截止 7 月平均每月增加 35.1 万人。
 - 医疗保健业、专业服务业以及休闲和酒店业的增幅最大。
- 10 月份家庭调查的就业人口比率略微下降至在 60.0%。
 - 在过去六个月，这一比率一直保持在 60% 左右的狭窄区间内。
 - 该比率比 2019 年的平均水平低大约 1 个百分点。
 - 25-54 岁人群的就业人口比接近 2019 年的平均水平。

图 16 就业情况

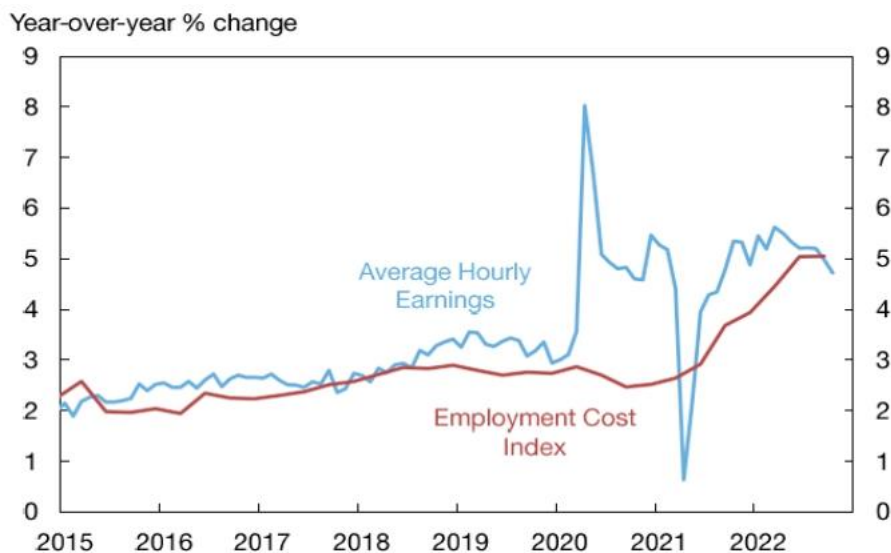


数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）工资的同比增速放缓。

1. 平均时薪的同比增速从9月份的5.0%放缓至10月份的4.7%。
 - （1）薪水相比上月增长4.5%（年率），相比3个月前增长3.9%。
2. 9月份就业成本指数同比增长5.0%。
3. 相比3个月前，该指数增长5.1%（年率），低于第二季度5.4%的增幅。

图 17 平均时薪和就业成本指数



数据来源：劳工统计局（BLS）。

八. 地区发展

（一）10月份地区商业活动疲软。

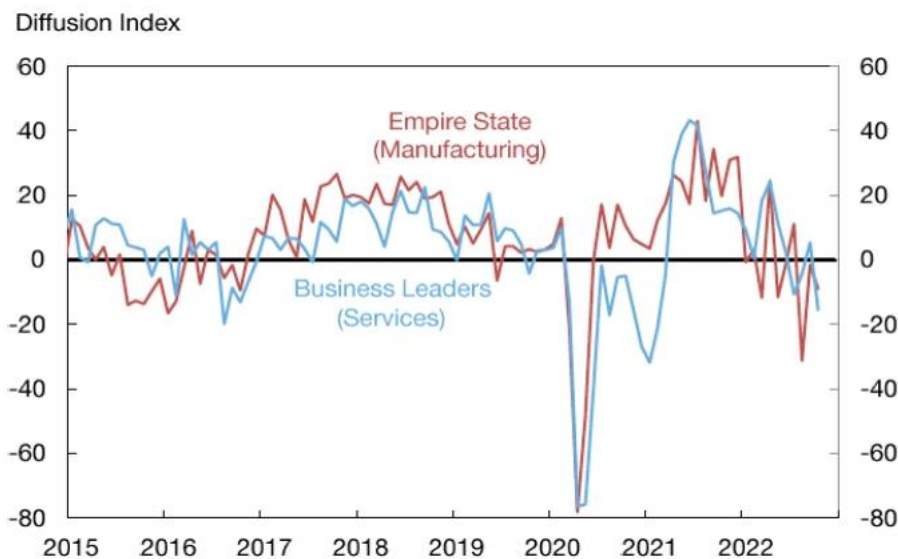
1. 根据10月份的地区商业调查，制造业和服务业活动均出现下滑。

(1) 帝国州制造业调查的整体指数（制造业企业）下降 8 个点至-9，同时商业领袖调查的整体指数（服务业企业）暴跌 21 个点至-16，是一年多以来的最低水平。

(2) 尽管活动有所下降，但调查显示，这两个部门的就业都有所增加，休闲和酒店部门的就业尤其强劲。

(3) 两个调查的价格指数几乎没有变化，只有制造业的支付价格有所回升。

图 18 纽约联邦储备银行帝国州制造业调查



数据来源：纽约联邦储备银行。

（二）部分地区就业增长依然强劲。

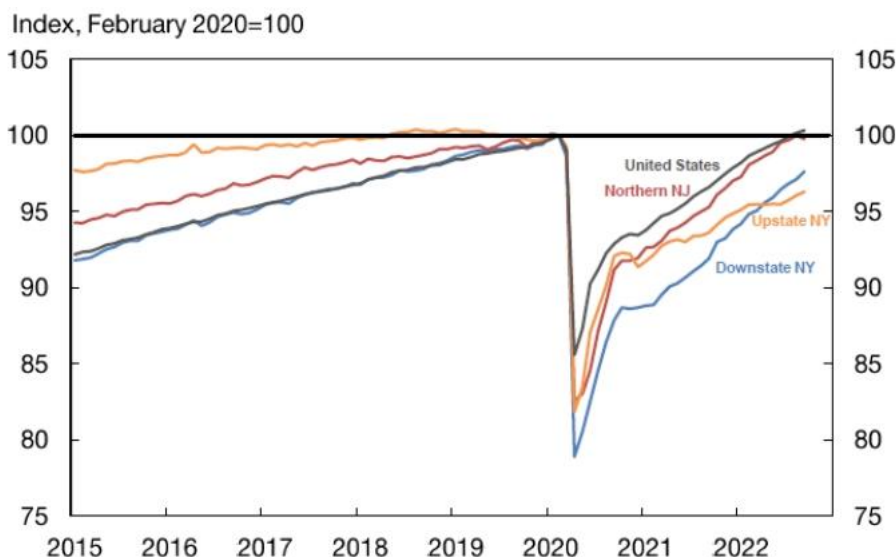
1. 9 月份，纽约州南部、新泽西州北部和波多黎各的就业增长超过全国，但纽约州北部和费尔菲尔德的表现仍不如全国。

(1) 在过去的 12 个月里，纽约州南部的就业率增长了 6.2%，新泽西州北部增长了 4.7%，康涅狄格州的费尔菲尔德增长了 3.1%，纽约州北部增长了 2.9%，而全国范围内的就业增长了 3.9%。

(2) 纽约州南部的就业率比疫情前水平低 2.4%，纽约州北部低 3.7%，新泽西州北部低 0.2%，费尔菲尔德低 1.0%，而全国高出 0.4%。

(3) 波多黎各 9 月份的就业率同比增长 4.7%，比疫情前水平高出 5.6%。

图 19 地区就业趋势



数据来源：美国劳工统计局和穆迪经济网，纽联储的工作人员对这些数据进行了早期校准。

九. 国际进展

(一) 净出口推动了第三季度的经济增长。

1. 第三季度出口增加，进口下降。

(1) 出口增加和进口减少分别为 GDP 年化增长率贡献了 1.6 和 1.1 个百分点。

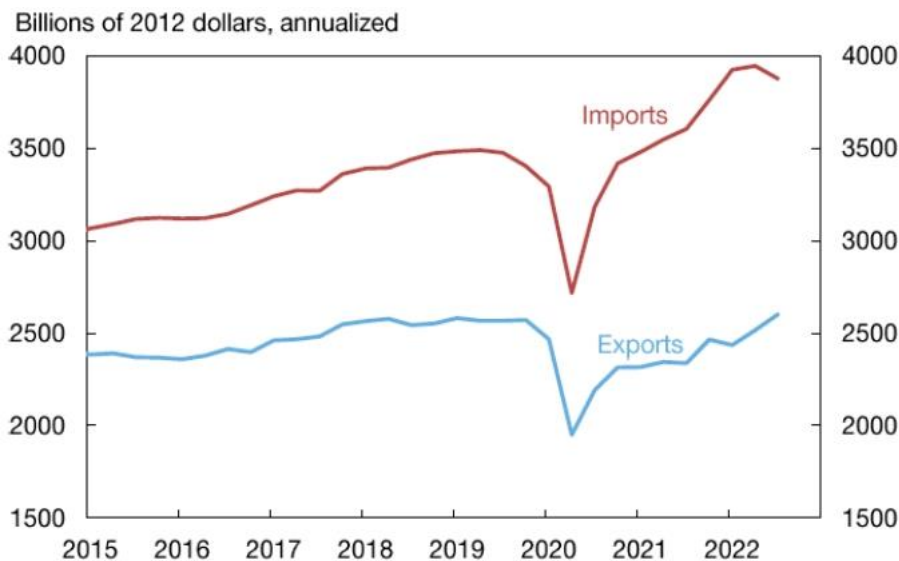
2. 出口恢复到疫情前的水平。

(1) 能源和非耐用工业用品带动了出口的增长。

3. 进口在 2021 年第四季度和 2022 年第一季度大幅增长后开始回落。

(1) 消费品的进口从高位回落。

图 20 商品和服务的进出口



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）10 月份油价上升。

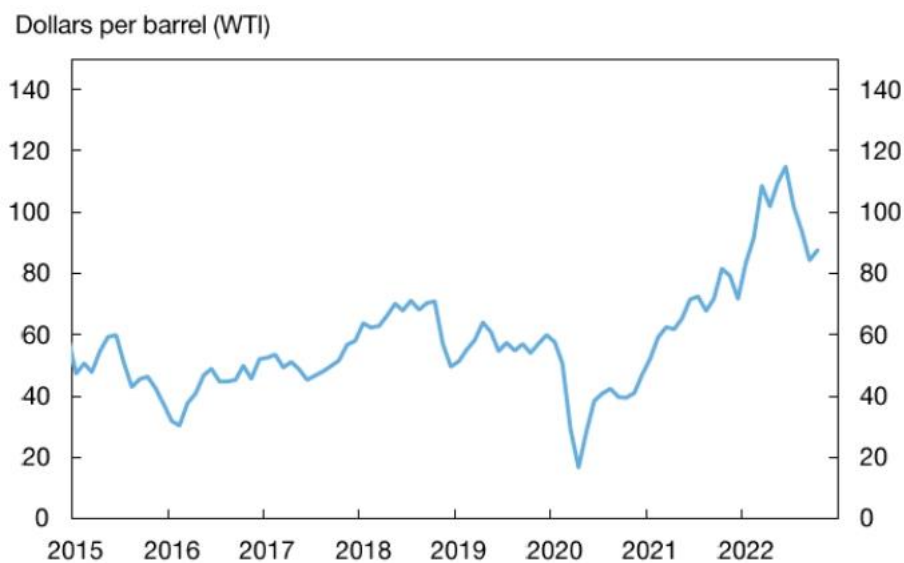
1. 油价（以 WTI 原油为基准）从 9 月份的每桶 84 美元升至 10 月份的每桶 88 美元。

- (1) 油价同比增长 8%。
- (2) 2021 年的平均油价为每桶 68 美元。

2. 美国能源部 11 月份的预测显示，2022 年第四季度石油的全球库存将保持不变。

3. 预计 2023 年的消费和生产的增长都将是微小的，同时库存水平将略微下降。

图 21 原油价格



数据来源：能源信息管理局。

十. 金融市场

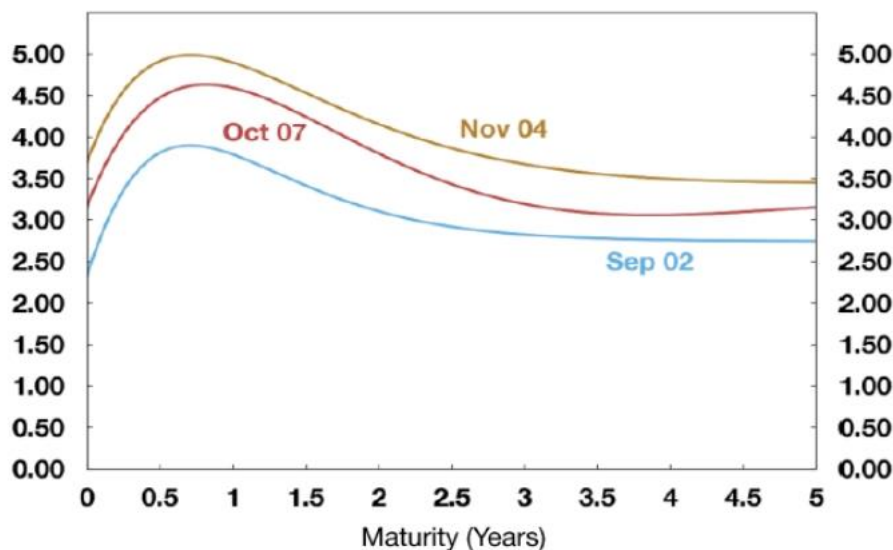
（一）联邦基金利率的隐含路径上升。

1. 2022 年 10 月 7 日至 11 月 4 日期间，隔夜指数掉期（OIS）利率所隐含的联邦基金利率预期路径有所上升。

2. 到 2023 年底，市场隐含的联邦基金利率将增至 4.8%，略高于联邦公开市场委员会（FOMC）自 2022 年 9 月以来的经济预测摘要（SEP）4.6%的中值。

3. 在 5 年期限内，市场隐含的联邦基金利率增至 3.4%，高于 SEP 的长期联邦基金利率中值 2.5%。

图 22 预期联邦基金利率



数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司。

注：估计使用 OIS 报价。

（二）10 年期美国国债收益率走高。

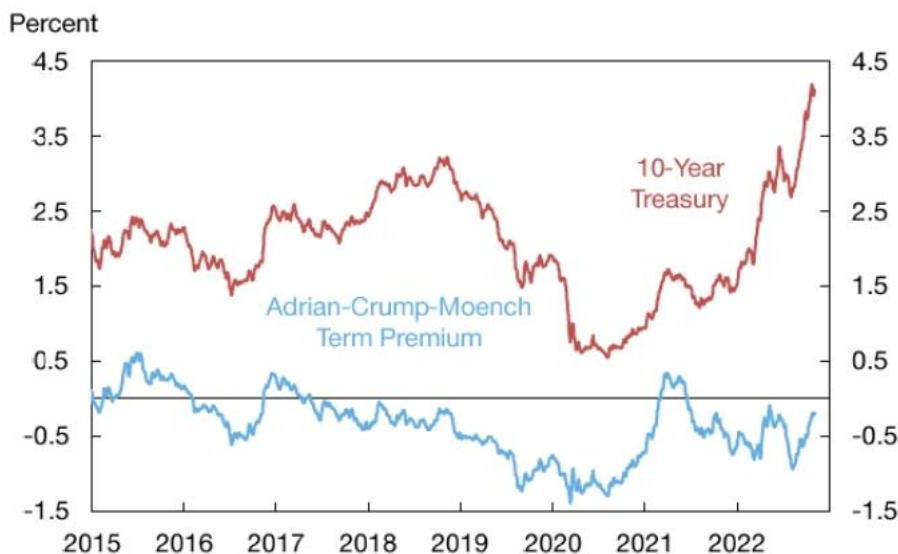
1. 在 11 月 4 日，10 年期美国国债收益率为 4.17%，比 10 月 7 日高出 28 个基点。

(1) 2020 年 1 月的收益率均值为 1.76%。

(2) 2020 年、2021 年和 2022 年前十个月的收益率均值分别为 0.89%、1.44% 和 2.82%。

(3) 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，10 月 7 日至 11 月 4 日期间，10 年期美国国债收益率上涨主要是因为预期利率路径有所上升。

图 23 10 年期美国国债和期限溢价



数据来源：纽约联邦储备银行和联邦储备委员会。

注：5 天平均移动值。

（三）美国股价下降。

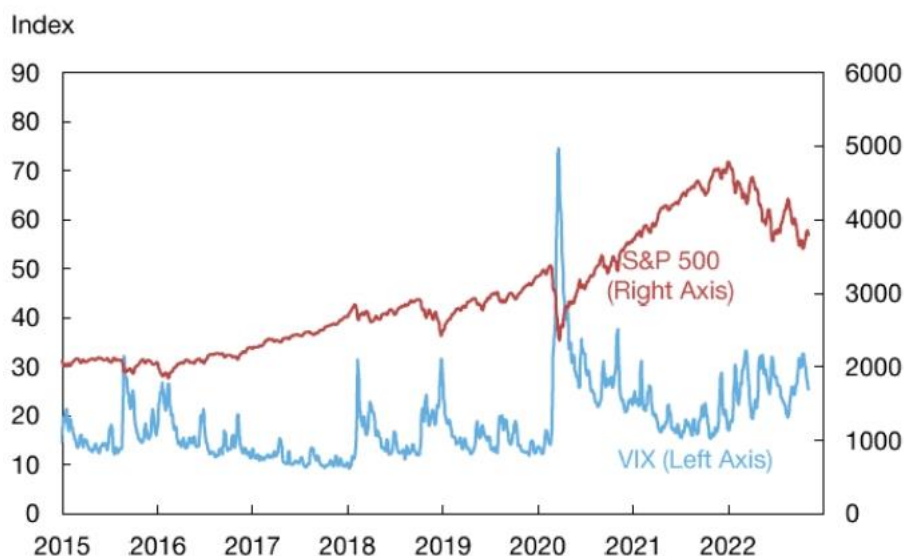
1. 与 8 月 16 日的近期高点相比，以标准普尔 500 指数衡量的美国股价在 11 月 4 日下降了 12%。

(1) 截至 11 月 4 日，标准普尔 500 指数今年累计下跌了 21%，此前该指数在 2021 年上涨了 28%。

2. 以芝加哥期权交易所波动率指数（CBOE Volatility Index）衡量的期权隐含股市波动率从 10 月 7 日的 31.4 降至 11 月 4 日的 24.6。

(1) 从 2000 年至今，VIX 指数的中值为 18.1。

图 24 美国股市指数和波动率



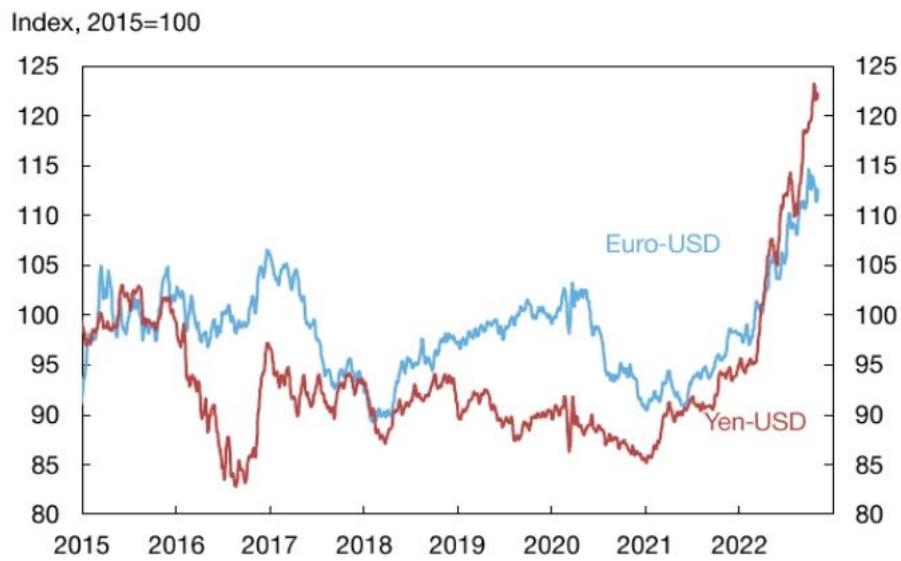
数据来源：S&P 和《华尔街日报》。

注：5 天移动平均值。

（四）美元略微升值。

1. 10 月 7 日至 11 月 4 日期间，美元贸易加权指数上涨 1%。
2. 该指数较 2022 年初的水平上涨了 11%。
3. 10 月 7 日至 11 月 4 日期间，美元兑欧元保持不变，兑日元上涨 2%。

图 25 美元汇率



数据来源：联邦储备委员会。

注：5天平均移动值。

本文原题为“U.S. Economy in a Snapshot”。纽约联储银行是组成美联储的 12 家地区联储银行之一，其设立目的亦是维护经济、金融体系的安全、公正和活力。《美国经济概况》汇编了纽约联邦储备银行的研究和统计小组工作人员的观察结果。本文于 2022 年 11 月刊于 [newyorkfed](https://www.newyorkfed.org) 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

2021-2022 年通货膨胀的成因及对策

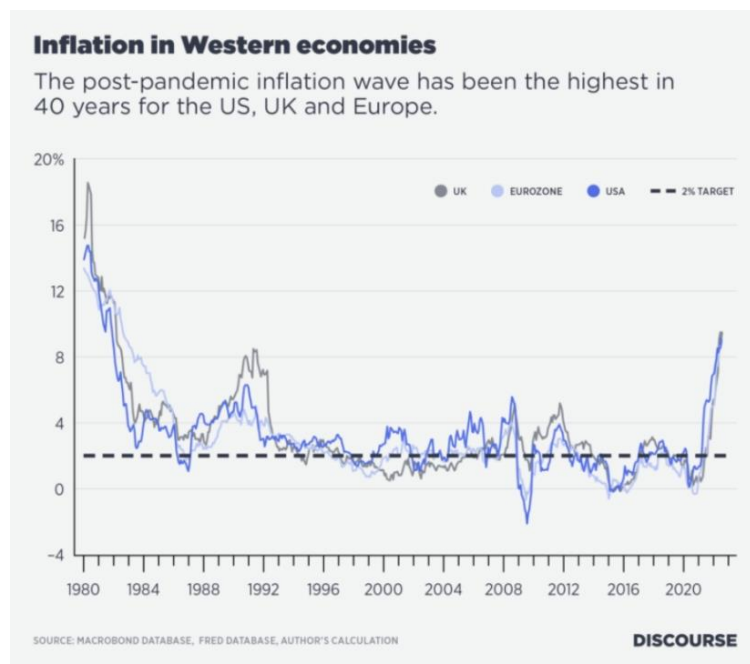
David Beckworth/文 熊春婷/编译

导读：通货膨胀不断攀升，并且突破了央行的目标水平，政治家和公众感到担忧。央行行长们被迫实施相应政策进行干预，以维护自己的信誉，即使冒着疫情之下经济难以复苏风险。对于信誉薄弱的央行来说，天下没有免费的午餐，但为了避免把婴儿和洗澡水一起倒掉的风险，货币政策制定者应该从把通胀作为总需求的指标转向直接把总需求作为目标。编译如下：

一、通货膨胀卷土重来

基在过去一年半的时间里，许多经济体的通胀率已上升至令人不安的高水平。在价格稳定了几十年之后，这种出人意料的持续上涨令各国央行感到意外。在美国，通货膨胀达到 9%，而在欧元区和英国，它攀升到 10%。自 20 世纪 80 年代初以来通胀率从未达到这么高的水平，因此，这些经济体的中央银行——美联储（Fed）、欧洲中央银行（ECB）和英格兰银行——开始大幅收紧货币政策。

图 1 西方经济体的通货膨胀



这种激进的紧缩周期让许多人担心，央行可能会引发下一轮经济衰退。央行行长们也担心经济衰退，但他们依旧相信，需要采取强劲的措施去应对通胀率失控。疫情之后这么快就把经济推到衰退的边缘，这可能看起来很鲁莽，但它得到了公众的支持。民意调查显示，通货膨胀是美国人最关心的问题，而欧洲人也开始把通货膨胀视为首要问题。一项在 29 个国家进行的调查结果显示，

截至 2022 年 4 月，通货膨胀已成为比贫困、失业、腐败、犯罪和大流行更令人担忧的问题。这种焦虑更加激发了央行行长们的斗志。

这种反应让人想起上世纪 70 年代末和 80 年代初，当时各国央行也在公众的支持下，积极应对不断上升的通胀。例如，在美国，一位民意调查专家在 1979 年指出，“对今天的公众来说，自二战以来通货膨胀在各类事件中一直占据着主导地位。”这些事件包括失业、民权、水门事件、越南问题和冷战。正是这种由通货膨胀引起的强烈的公众焦虑，最终促使美联储主席保罗·沃尔克（Paul Volker）在上世纪 80 年代初实施了抑制通货膨胀的政策，引发了经济衰退。

不断上升的通货膨胀成为公众最关注的问题，这一历史模式表明人们确实讨厌不断上升的通货膨胀。但是为什么呢？为什么不断上升的通货膨胀比其他紧迫的社会或经济问题更让公众反感？我们也应该思考，是什么首先导致了通胀的上升？央行在未来能做些什么来最好地防止通胀。回答这些重要问题可以帮助人们理解，对于央行来说，抑制通胀最简单方法是直接瞄准总需求，而不是通胀本身。

二、人们确实讨厌通货膨胀

显然大多数人都不喜欢为商品和服务支付更高的价格，因此我们问出为什么人们讨厌不断上升的通货膨胀这一问题似乎有些奇怪。然而，要充分理解这一现象的政治重要性，必须考察其基础。首先，我们需要定义三个关键术语：通货膨胀、价格水平和相对价格。

通货膨胀是价格的增长率，而价格又是经济中所有商品价格的加权平均值。每个商品价格是由影响该商品的特有因素和影响所有商品的共同因素所形成的。例如，俄乌战争导致石油供给减少，石油价格上升；再比如 2010 年代的北美水力压裂业发现新油田，石油供给增加，因此石油价格上升。这些对石油的特殊冲击被称为相对价格变化，因为它们导致石油价格发生变化，而不影响其他价格。然而，石油价格也会受到全球总需求压力的影响，而全球总需求压力会影响所有价格。例如，2021 年美国实施大规模扩张性财政和货币政策，这导致美国经济过热，并溢出到全球，这也影响了石油价格。

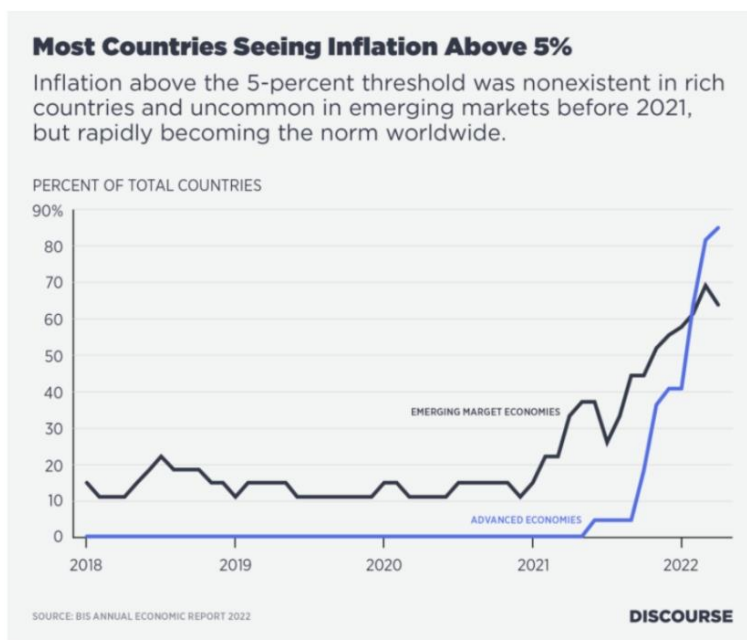
当通货膨胀较低时，相对价格变化是通胀率的最大来源，并且引起公众关注。一旦通胀率开始上升，就会存在一个通胀率门槛值，超过这一门槛值，公众便会密切关注更广泛的价格压力，之后不断上升的通货膨胀开始成为让人们担忧，并反馈到人们的决策中。国际清算银行（Bank for International settlements）最近的一份报告显示，这一门槛值在 5% 左右，这一发现与通货膨胀成为人们最

关注的问题一致，因为大多数国家的通货膨胀率都超过了这一门槛。简而言之，公众确实讨厌通胀率超过 5%。

图 2 价格波动已成为一个全球担忧的问题



图 3 大多数国家的通胀率高于 5%



但是为什么人们会讨厌不断上升的通货膨胀呢?其中一个原因是通货膨胀相当于对货币征税。也就是说，通货膨胀侵蚀了货币的购买力，使人们保持货币余额的成本增加。换句话说，这种税是对货币——一种让人们更容易进行商品和服务交易的中介物——征税。在一些通胀率高的发展中经济体，这种税收非常繁重，并损害了市场活动。然而，在发达经济体中，这种税收可能并不是人

们讨厌高通货膨胀率的主要原因，因为这些经济体中大多数形式的货币都要支付利息来补偿通货膨胀，无息货币和一些银行存款只占家庭财富的一小部分。

通货膨胀加剧带来的一个更紧迫的问题是，影响单个市场价格的因素变多。市场体系依靠相对价格的变化为决策提供信息，并有效配置资源。例如，俄乌战争导致的石油价格相对上涨，生产商开始提供更多石油，而家庭则减少旅行，同时更多家庭选择购买节油汽车。在市场经济中，正是这些相对价格信号使供需达到平衡。

然而，总需求过度增长导致的通胀率不断上升，扰乱了这一价格信号，人们很难知道石油是否真的更加稀缺，也很难知道该如何正确应对。例如，如果石油价格上涨是因为总需求增长，那么石油生产成本也会上升，公司的利润率会降低，那么生产商提高石油产量的意愿也会下降。同样，如果家庭知道他们的工资因为总需求增长而上涨，他们可能不会减少旅行或转向购买节能汽车。

虽然 2022 年油价飙升在很大程度上是由于俄乌战争，但也有部分原因是美国总需求大幅增长。企业和家庭在做经济决策时，很难区分这两种因素，而且通货膨胀率越高，越难区分，因此，在像去年这样的通货膨胀飙升时期，做出经济决策变得更加具有挑战性。人们确实讨厌这种不确定性。

通胀上升带来的另一个问题是，它增加了日常交易成本。家庭必须花更多的时间进行比价。企业必须花费额外的时间和费用去对比原材料价格、人工成本和其他价格。此外，家庭和企业必须密切关注国家经济政策及其对通货膨胀的影响。通货膨胀是对公众时间的一种税收，他们憎恨它。

通胀上升的另一个特征是它会影响每一个人。在经济衰退期间不是每个人都会失业，但每个人都会感受到通货膨胀上升。而且有些群体比其他群体经历了更多的通货膨胀，贫困家庭往往会遭受更多的损失。对于这些家庭来说，他们的收入跟不上价格上涨，他们更难负担食物、交通和住房等基本生活必需品。这种不均衡的成本负担进一步增加了人们对通货膨胀的厌恶，但没有人能不受影响。每个人都必须在一定程度上应对通胀上升的挑战，因此厌恶不断上升的通胀率已经成为一种普遍情感。

了解公众厌恶不断上升的通货膨胀的关键原因有助于解释为什么它已成为许多国家最关注的问题。这种厌恶情绪反过来又鼓励央行采取严厉的政策来控制通胀，哪怕是冒着经济衰退的风险。考虑到人们对通胀上升的强烈厌恶，了解通胀上升的原因以及如何在未来避免通胀是很重要的。

三、产生通货膨胀的原因

如前所述，既有特殊冲击造成的相对价格变化，也有总需求增长造成的大范围的价格变化。特殊冲击通常被称为供给冲击——影响经济体的生产能力。

我们在疫情中看到的许多事件——工作人口减少、石油产量下降、全球航运减少——都是负面供给冲击，它们减少了商品和服务的可获得性，增加了获得成本。正面供给冲击则使人们能以更低的成本获得更多的商品和服务。

如果供给冲击足够大，它们可以暂时影响通货膨胀率。如上所述，石油的价格受到了俄乌战争的影响，这是负面供应冲击的一个例子，它暂时提高了美国和欧洲的通货膨胀率。许多供给冲击，比如疫情和俄乌战争带来的冲击，本质上都是暂时的，不应对通胀产生永久性影响。

通货膨胀的另一个原因是总需求增长，即当前价格支出水平。它的增长是由财政和货币政策的组合决定的，但偶尔也会受到其他冲击的影响，比如金融危机导致家庭迅速削减支出。自上世纪 90 年代以来，大多数发达经济体都选择本国央行作为总需求增长的最终决策者，因此，货币当局通常会决定总需求的增长路径和通胀率变化趋势。

过去 30 年里，各国央行在保持总需求稳定增长方面有成功案例也有失败的时候。最近，美联储允许其总需求水平从 2021 年第四季度开始高于疫情前的水平，而且这一差距一直在扩大，这表明美国 2021-2022 年通胀飙升的很大一部分是由于总需求的过度增长。

因此，负面的供给冲击和总需求过度增长都可能导致通胀上升。制定通胀目标制的央行需要实时了解这些因素是如何影响通胀的。这种理解源于这样一个事实：央行在由负面供给冲击引发的通胀时很可能让经济情况变得更糟糕。他们只能以总需求过度增长为代价来应对通胀。

例如，如果美联储收紧货币政策来应对因中国封锁和俄乌战争导致的供应短缺和通胀上升，这无法解决根本原因——供给中断，只会进一步损害已经受到供应冲击影响的经济。另一方面，美联储可以解决由 1.9 万亿美元的一揽子经济复苏计划所带来的总需求过度增长问题。在这种情况下，美联储通过收紧货币政策来解决根本的总需求问题，经济也将处于可持续的增长路径上。

因此，区分是由供给冲击导致的通胀率上升还是由总需求过度增长导致的通胀，对于央行的决策是否成功至关重要。但问题就在于我们无法实时了解这种区别。

美联储对 2021-2022 年通胀飙升的困惑很好地说明了这种不确定性。最初，联邦公开市场委员会（fomc）成员认为，2021 年通胀上升主要是因为受到供应冲击，因此迟迟没有收紧货币政策。然而，事后看来，美联储官员也发现总需求的过度增长也是通胀飙升的一部分原因，他们应该更早的收紧货币政策。另一个例子是 2011 年欧洲央行对通胀上升的反应。欧洲央行官员认为此次通胀的主要原因是总需求增长，因此他们收紧了货币政策，而实际上，此次通胀是主

要由大宗商品相对供给短缺引起的。这一错误决策最终导致了总需求的崩溃，并在一定程度上造成了欧洲的严重衰退。

四、解决通货膨胀的方法

那么，央行的行长们该怎么做呢？他们如何克服这个认识问题？当下一个流行的建议是央行直接瞄准总需求增长，而不是通胀率。我们不应该试图预言总需求冲击影响了哪一部分的通胀率，而是应该直接看看总需求本身。这种方法剔除了通胀的中间因素，直接接触了受货币政策影响的通胀波动的根本来源。

这种方法的神奇之处在于，它为央行行长的认识问题提供了一个巧妙的变通办法。也就是说，货币当局专注于稳定的总需求增长，进而保持了通胀的稳定趋势，但允许供给冲击造成的暂时性通货膨胀。这正是以通胀为目标的央行所期望得到的结果。

下一个问题是，我们如何衡量总需求？有多种方法，其中一个方法是用名义 GDP（以下简称 NGDP）。NGDP 衡量的是经济中最终商品和服务的当前价格支出总额——这是我们在现实世界中看到的经济。换句话说，NGDP 增长包含了实际 GDP 增长和通胀水平。我们使用这一指标创建了一个被称为 NGDP 目标的货币政策框架。

下表为美国经济提供了这种方法的说明。它假设美国经济规模为 25 万亿美元，美联储的 NGDP 增长目标为每年 4%，这表明美联储希望长期保持 2% 的目标通胀率，并且认为潜在实际 GDP 增长率为 2%。

表中的第一列显示了如果没有供给冲击会发生什么：NGDP 增长了 4%，即 1 万亿美元，而且支出按照计划被平均分配在高物价和实际经济增长之间。第二列显示了当出现负向供给冲击时会发生什么：经济仍然增长了 1 万亿美元，但四分之三的支出用于提高物价，只有四分之一的支出是提高了实际经济增长。第三列显示了当出现正向供给冲击时会发生什么。经济增长了 1 万亿美元，但现在四分之三的支出用于实体经济增长，四分之一用于物价上涨。在所有情况下，总支出保持不变，而通胀率则被允许出现暂时性波动，以应对供应冲击。这就是以 NGDP 为目标时供应冲击造成的价格波动，同时仍能保持稳定的趋势通胀率。

表 1 保持稳定

Holding Steady

This table shows how a 4% NGDP target for the \$25 trillion US economy can absorb supply shocks while maintaining steady growth.

	No Shocks		Negative Supply Shock		Positive Supply Shock	
	NGDP	NGDP Growth	NGDP	NGDP Growth	NGDP	NGDP Growth
Inflation	\$0.50	2%	\$0.75	3%	\$0.25	1%
Real Growth	\$0.50	2%	\$0.25	1%	\$0.75	3%
Total	\$1.00	4%	\$1.00	4%	\$1.00	4%

SOURCE: AUTHOR'S MODEL

DISCOURSE

注意，我们在上述例子中看出，三种情况下的平均通货膨胀率为 2%。如果假设供给冲击是暂时且均匀分布的，那么 2% 的平均通胀率应该会持续一段时间。这意味着，央行以 NGDP 为瞄准目标的同时也能瞄准中期通胀目标。换句话说，以 NGDP 为目标制是一种“买一送一”的交易，为央行提供了解决通胀问题的办法。

尽管目前没有央行明确以 NGDP 为瞄准目标，但这一框架有助于理解 2021-2022 年的通胀飙升问题。如前所述，这种通胀部分是由于供给冲击，部分是由于总需求过度增长。实际情况中，很难了解这两个原因之间的差异，这一认知缺乏导致美联储在通胀上升的情况下其行为是滞后于通胀曲线的。

美联储检查它在这段时期通胀观点的一种方法是，将 NGDP 与疫情前的趋势相比较。考虑到潜在的实际 GDP 和美联储 2% 的通胀目标，这一趋势很好地模拟了在没有疫情时 NGDP 将达到的水平。图 3 显示，在 NGDP 大幅下降之后，美联储采取措施让经济快速追上疫情前的趋势。到 2021 年第三季度，NGDP 已完全回到这一趋势。美联储应该在这个时候开始收紧货币政策，以避免总需求过度增长。但它并没有这么做，到 2022 年第二季度，NGDP 比疫情前的趋势高出约 1 万亿美元。如此巨大的 NGDP 差距意味着，经济正处于过热状态，即此时通胀飙升的很大一部分原因是总需求的过度增长。

相比之下，欧元区的 NGDP 从危机中复苏的速度较慢，直到 2022 年第二季度才达到疫情前的趋势。这意味着欧洲的通胀飙升主要是由供给冲击造成的，欧洲央行不需要像美联储那样积极地收紧货币政策。NGDP 本可以为美联储和欧洲央行提供一个很好的交叉检验，帮助它们理解去年在疫情带来的前所未有的、令人困惑的经济动荡中面临的通胀挑战。

图 4 美国名义 GDP 水平

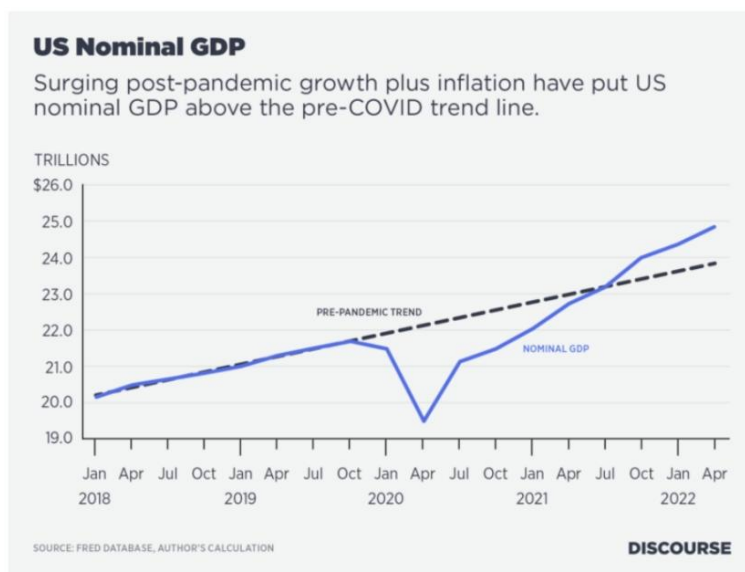
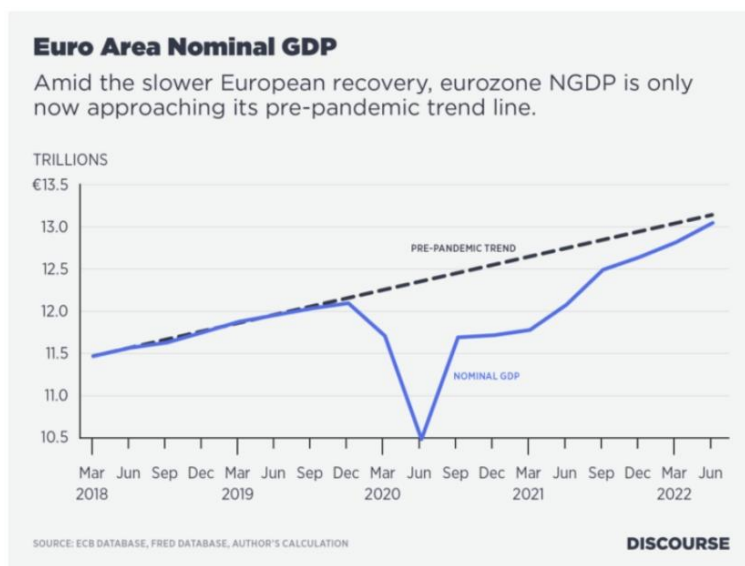


图 5 欧元区名义 GDP 水平



不过 NGDP 数据具有滞后性，因此可能很难实时识别 NGDP 的变化方向。鉴于此，央行应该关注 NGDP 的预测值。在莫卡特斯中心最近的一份工作报告中，帕特·霍兰（Pat Horan）和我指出，如果联邦公开市场委员会一直关注月度 NGDP 预测值，他们就会在 2021 年看到收紧的迹象。达拉斯联邦储备银行的报告也显示了类似的发现。因此，NGDP 预测值提供了一种有效的方法来交叉检查货币政策的立场。

五、以 NGDP 为瞄准目标的未来发展

本文论证了以总需求增长为瞄准目标是应对通胀上升的最佳方法。该方法指出：货币当局应将注意力放在引起通货膨胀的根本原因上——即是供给冲击。

这种方法并不新鲜，但在 2007-2009 年的大衰退（Great Recession）之后才引起广泛关注，如今在 2021-2022 年的通胀飙升中人们再次关注它。这是一个多功能和强有力的货币政策框架，在这两个时期都有帮助。

不过从来没有哪个国家明确将总需求增长作为瞄准目标，但是既然各国央行正在定期审查自己的框架，这种方法应该是取代现有货币政策方法的头号竞争者。如前所述，NGDP 目标也可作为中期通胀目标，它将使央行更容易避免当前这样的通胀危机。如果执行得当，它将带来全球范围内更大的货币稳定性和更少的通胀危机。希望这就是央行的未来。

本文原题为“[The Causes and Cure of the 2021-2022 Inflation Surge](#)”。本文作者 David Beckworth。David Beckworth 是乔治梅森大学莫卡特斯中心高级研究员，也是美国财政部前国际经济学家，其主要研究领域是货币政策。本文于 2022 年 10 月 31 日发表。[单击此处可以访问原文链接。](#)

应对疫情后的高债务问题——从以往的债务减免事例中获取经验教训

Peter Nagle/文 郭子怡/编译

导读：新冠疫情爆发引起全球经济下滑，债务水平上升，使部分国家陷入债务困境。G20 集团提出一项共同框架，旨在帮助低收入国家启动债务重组。作者阐述了以往各项债务减免方法的经验教训，将本次共同框架与之比较，总结了共同框架的改进之处与面临的全新挑战。编译如下：

一. 摘要

在 2020 年由新冠疫情引发的全球衰退中，全球债务水平飙升。债务增加迫使部分国家启动债务重组，而其他许多国家则已经陷入债务困境或正面临极高风险，最终也可能需要债务减免。历史上，一些总体共同框架根据共同准则对多个债权国对多个债务国的债务减免做出协调。在采取一系列规模相对较小的债务减免措施后，他们提出了长期视野下更大幅的，削减债务存量的建议。G20 共同框架为符合国际开发协会条件的低收入国家提供了一个启动债务重组的架构，从而在很大程度上避免了直接减债的问题。由于债权国集体更加分散，未来的债务重组总体框架将面临比过去更大的挑战。

二. 背景介绍

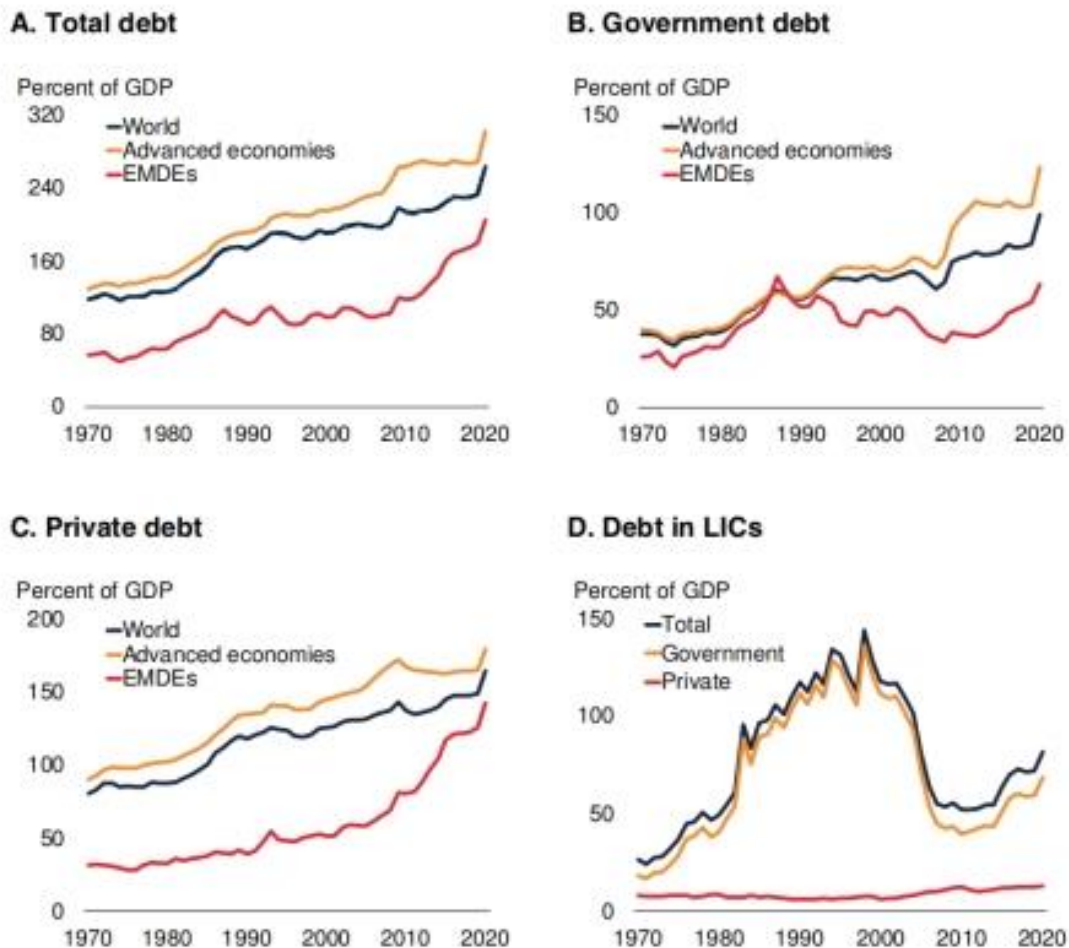
由于新冠肺炎肆虐，全球债务水平大幅上升。2020 年，全球债务总额达到 GDP 的 263%，达到半个世纪以来的最高水平。这个总额有着广泛的来源，即政府和私人债务、发达经济体与新兴市场和发展中经济体（EMDEs）的债务、外部债务和内部债务等的快速增长（Kose, Nagle et al. 2021a）。

EMDEs 中政府债务的增加尤其令人关注。在这些经济体中，政府债务在 2020 年上升了 9 个百分点，达到 GDP 的 63%，这是过去三十年中增长最快的一年。而由于对企业的贷款和贷款担保，政府或有债务也可能会增加，同时国有企业的债务也会增加（Melecky, 2021）。

EMDEs 近期的债务增加，为十年来的增长放缓和持续性的债务增加雪上加霜（Kose, Nagle, et al. 2021b; 见图 SF.1）。因此，其债务脆弱性上升：一半以上的低收入国家饱受债务困扰或极有可能受债务困扰；一些国家已经出现债务违约；一些国家已经完成债务重组，另一些国家正在进行债务重组。

图 1 债务情况

新冠肺炎的蔓延导致发达经济体和新兴市场及发展中经济体的债务水平激增。在财政刺激和收入下降的情况下，政府债务急剧增加，这是有记录以来最大的单年增幅。由于企业在政府贷款和贷款担保计划的推动下大举借贷，私人债务大幅增加。低收入国家的政府债务也大幅增加，但私营部门债务几乎没有增加，其部分原因是金融市场欠发达。



资料来源：Kose et al. (2017, 2021)；World Bank.

注：

- A.截至 2020 年，可获得多达 191 个国家的数据。名义 GDP 加权平均数。
- B.截至 2020 年，有 191 个国家的数据可用。名义 GDP 加权平均数。
- C.截至 2019 年，有 184 个国家的数据可用。名义 GDP 加权平均数。
- D.26 个低收入国家的数据可持续到 2020 年。名义 GDP 加权平均数。

在世界银行集团（WBG）总裁 David Malpass 和国际货币基金组织（IMF）总裁 Kristalina Georgieva 紧急呼吁延期偿还债务，以帮助各国应对新冠肺炎疫情之后，G20 集团颁布了暂停偿债倡议（DSSI）。DSSI 提出暂停最贫穷国家偿还政府部门债务，以创造财政空间，增加社会、卫生或经济支出，应对危机，但

没有减少债务存量，也没有要求私营部门参与。2020年11月，G20集团宣布了“共同框架”，该框架将为符合DSSI资格的国家提供一个论坛，如果IMF和WBG认为其债务不可持续，则可寻求债务减免（G20, 2020）。

该框架的主要设想是以延长期限和降低利率的形式减免债务，而不是降低面值。然而，它保留了在“最困难的情况”下取消或注销债务的选择权，这是由WBG-IMF的债务可持续性分析和参与其中的官方债权人的集体评估确定的。该框架目前正在持续运作和不断完善，有三个国家——乍得、埃塞俄比亚和赞比亚——正在根据该框架寻求债务减免。

该框架既包括巴黎俱乐部成员，也包括中国在内的非巴黎俱乐部G20成员。与以前的债务减免倡议一致，该框架要求债务国从其他政府双边债权人和私人债权人那里寻求类似的债务减免，条件至少与从政府部门债权人那里获得的条件一样优惠。然而，目前该框架没有明确的方法来评估这些措施的可比性，同时它目前还缺乏激励私营部门参与的机制。

共同框架是解决债务困扰的总体倡议的最新例子。主权国家的债务重组往往是在共同框架内协调多个债权国和债务国的倡议下进行的。这些措施包括：2005年起实施的多边债务减免倡议（MDRI）；1996年起实施的重债穷国倡议（HDPC）；1989年起的布雷迪计划；以及1956年成立巴黎俱乐部。在这些倡议中，根据共同原则向几个债务国提供了债务减免，即使有时是在个案基础上谈判的。这些便利通常旨在通过协调债权人的方式来克服信息不对称和缺乏透明度的问题。更广泛地说，无论是受债务困扰或处于高风险国家的数量，以及目前较高的债务水平，都需要从过去降低债务的努力中吸取经验。

在此背景下，本专题将探讨以下问题：

- 历史上的总体倡议为现在的债务解决提供了哪些经验教训？
- 共同框架与这些历史倡议相比如何？

本文是对过去七十年来所有减少债务的总括倡议进行比较和吸取经验教训的第一次分析。虽然有几项研究已经对其中的一两项进行了深入探讨，但还没有一项研究将它们汇集在一起，从所有这些倡议中提炼出经验教训和系统模式。

¹其次，本文是首次将过去的协议与共同框架进行比较。最近两项研究考虑了布

¹ Das、Papaioannou 和 Trebesch（2012）提供了数据和 1950-2010 年间债务重组的典型事实，包括此处讨论的所有总括倡议。然而，虽然它们提供了关于重债穷国倡议和多边减债倡议的数据，但它们没有详细讨论这些倡议。Callaghy（2002）和 Easterly（2002）研究了巴黎俱乐部重组的历史和演变，包括重债穷国倡议；Cheng、Diaz-Cassou 和 Erce（2019）以及 Ferry 和 Raffinot（2019）研究巴黎俱乐部重组，包括重债穷国倡议和多边减债倡议；Barkbu、Eichengreen 和 Mody（2012）研究了政府部门债务减免，但主要侧重于政府融资，

雷迪计划或巴黎俱乐部和重债穷国倡议的经验教训，但不是所有先前的倡议。

(Essers and Cassimon 2021; Truman 2021)

以下是本文的调查结果：

- 关于债务重组框架。历史上的债务减免总括框架包括 1956 年成立的巴黎俱乐部；1989 年启动的布雷迪计划；以及 1996 年和 2005 年的重债穷国倡议和多边减债倡议。在这些倡议中，多个债权人（包括私营部门）根据共同原则向多个债务国提供债务减免，尽管有时是逐案谈判的。

- 这些倡议有几个共同点：长期视野下，大幅度削减债务存量，而且在此之前做出了一系列相对规模较小的债务减免。

- 共同框架具有一些过去总括债务重组框架的前身的特征，尽管它承认在最困难的情况下，可能需要豁免债务，但它仍主要设想以延长期限和降低利率的形式，而不是以降低面值的形式来减免债务。此外，未来的债务重组将面临比过去更大的挑战，因为债权人集体更加分散，给债务减免工作的协调和谈判带来更大困难。

三. 以往债务解决方案的经验教训

许多国家面临的债务困境风险上升，加上目前历史性的巨额债务水平所带来的更广泛的风险，让我们必须重新审视过去是如何以传统和非传统方式减少巨额债务存量的。所有形式的债务减免在经济上都是昂贵的，在政治上也颇具挑战性。在证明债务不可持续的情况下，有必要进行债务违约或债务重组和减免。在过去七十年中，几项总括倡议协调了大量债权人和多个债务人之间的债务减免。

1. 过去的债务解决

从历史上看，高债务占 GDP 比率可以通过传统和非传统两种方式降低：

- 传统方式。其中包括创造更高的增长、财政整顿、政府资产私有化和对财富征税。

- 非传统方式。其中包括违约、债务重组（包括外债和内债）、通货膨胀和金融抑制——这些通常是组合在一起的。

这些方法的适当组合取决于各国的情况和债务的类型。然而，总的来说，这些方法都不是直接的。（Kose, Ohnsorge, et al. 2021）

而不是巴黎俱乐部的业务。Reinhart 和 Trebesch（2016）比较了 20 世纪 30 年代（欧洲国家的政府救济）和 20 世纪 90 年代（拉丁美洲国家通过布雷迪计划的私人救济）的情况。

在债务变得不可持续的情况下，尤其是外债累累的条件下，各国的选择很少。在这些情况下，各国必须诉诸债务违约（和丧失市场准入）或寻求债务减免或重组。由于新冠疫情的蔓延，一些国家已经启动了债务重组，更多的国家陷入了债务困境或极有可能陷入债务困境。G20 集团共同框架提供了一个通过延长期限和降低利率来减免债务的总括机制。这是此前向债务不可持续的国家提供债务减免的一系列措施中的最新举措。

2. 过去的债务减免总括方法

历史上的债务减免总体框架包括 1956 年成立的巴黎俱乐部；1989 年的布雷迪计划；以及分别于 1996 年和 2005 年提出的重债穷国倡议和多边减债倡议。² 这些倡议根据共同原则向一些债务国提供了债务减免。一系列共同原则在数据整合的支持下运行，旨在解决拥有各种债务工具的多个债权人之间的信息不对称和协调问题，这些问题的存在可能会阻碍重组协议（Eichengreen and Mody 2003; Truman 2002）。虽然本节分别讨论这三个框架，但它们实质是相互关联的，尤其是巴黎俱乐部参与了大多数债务重组谈判。

（1）巴黎俱乐部——成立于 1956 年，旨在解决阿根廷对官方债权人的债务。巴黎俱乐部已成为向双边官方债权人重组主权债务的协调论坛。³ 债务重组最初往往只提供有限的减免，其更倾向于重新安排债务偿还期限，而不是直接削减债务，因此，在 1970-1989 年期间，在需要重新安排债务偿还期限的 47 个债务国中，大约平均需要四项协议，而近三分之一的国家需要四项以上的协议。

随着时间的推移，巴黎俱乐部将其债务减免规定从重新安排债务偿还期限改为直接债务减免。这是因为认识到许多陷入困境的国家面临的是偿付能力问题，而不是流动性问题。⁴ 债务减免额随着不同的“菜单”逐渐增加，从 1988 年的“多伦多”条件开始，债务减免高达 33%，到与重债穷国倡议挂钩的“里昂”和“科隆”条件，债务减免达到 80% 和 90%（Callaghy, 2002）。2003 年，“埃维昂”条件出台，目的是扩大有资格进行债务重组的国家范围，纳入了非重债穷国。⁵ 到

² 历史上减免债务的其他例子包括 1931 年的胡佛延期偿付和 1956 年的伦敦债务协定。伦敦俱乐部也是私营部门债权人谈判减免债务的重要框架。

³ 尽管从严格意义上讲，巴黎俱乐部仍是一个非正式集团，但它现在包括 22 个永久债权国和十几个临时债权国，它们在个案基础上参加了讨论。巴黎俱乐部的债务减免通常取决于一个国家与国际货币基金组织和世界银行的经济改革计划。

⁴ 主权债务重组界使用的术语也随着时间的推移而演变，反映了这些事态发展。（Buccheit 1992）

⁵ 在埃维昂框架下，中等收入国家可根据货币基金组织和世界银行联合进行的债务可持续性分析，按具体情况寻求债务减免。

2020 年底，巴黎俱乐部在 470 多项协议（Paris Club, 2021）中为 101 个债务国完成债务重组。在重债穷国倡议之前，这些协议使平均债务减少了 10%，而在重债穷国倡议提出之后，平均债务减少了 65%，这在一定程度上反映了重债穷国面临更大的债务负担。（Cheng, DiazCassou, and Erce, 2019）

债务重组通常要求债务国与 IMF 达成一项计划，根据该计划，债务国将承诺进行经济改革，以帮助该国恢复偿付能力。此外，巴黎俱乐部的债务减免通常要求私营部门债权人能得到平等待遇。

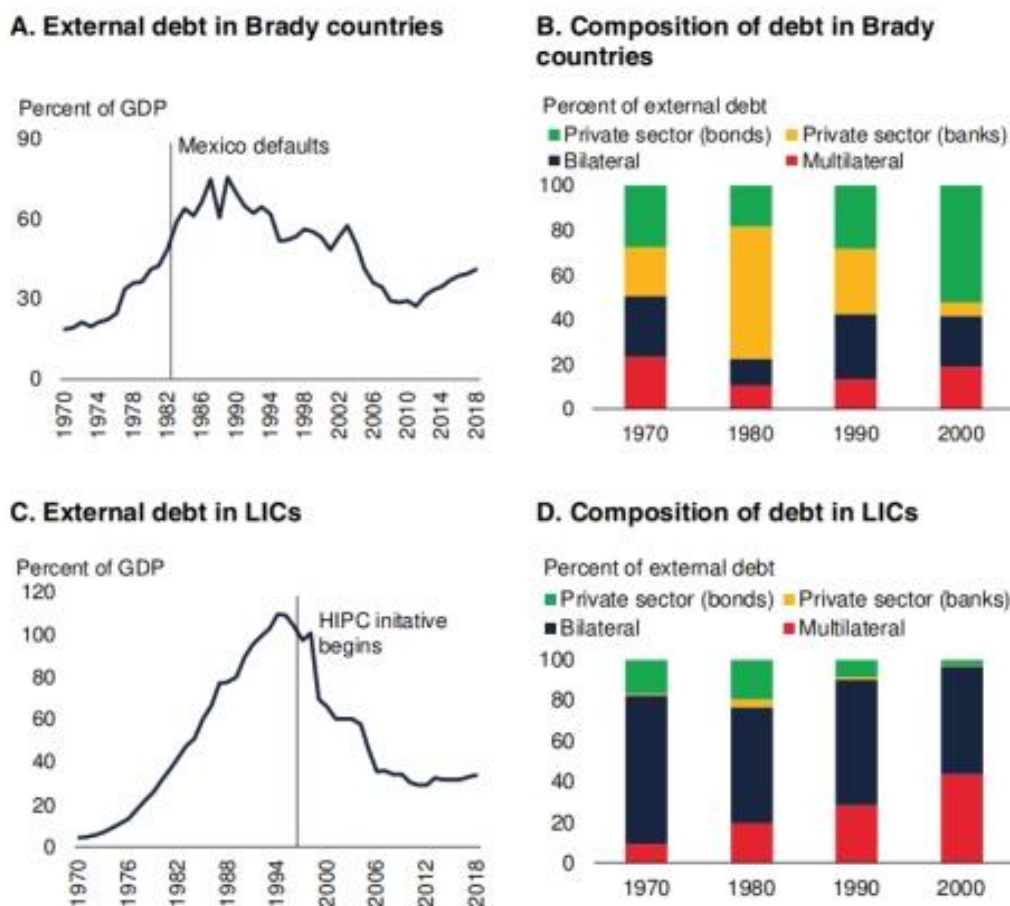
然而，由于难以对不同类型的债务处理方法进行直接比较，评估处理方法的可比性往往具有挑战性。对于商业银行来说，与私营部门债权人关于债务减免和新贷款的谈判是在伦敦俱乐部的框架下进行协调的（Rieffel, 1985）。尽管 IMF 经常扮演协调角色，但对于非银行私人债权人却没有相应的框架。

（2）布雷迪计划。布雷迪计划（Brady Plan）于 1989 年实施，旨在解决大多数拉美国家不可持续的主权债务，这些债务主要来自总部位于美国的私人金融机构，这些机构在 20 世纪 70 年代和 80 年代初大量贷款给政府。⁶（Kose, Nagle et al. 2021b; 见图 SF.2）在某种程度上，该计划的动机是出于对美国金融稳定的担忧（Clark, 1993）。布雷迪计划向一百多位私营部门债权人提出，要将 17 个债务国符合条件的债务存量平均削减 37% 的份额（Cruces and Trebesch 2013; Reinhart and Trebesch 2016）。债权人根据计划提供债务减免有三种选择：发行折扣率为 35% 的贴现债券，面值不变但利率降低和期限延长的票面债券，或向国家发放新贷款。

⁶拉丁美洲和加勒比（LAC）以外的几个国家也发行了布雷迪债券，包括非洲经委会（ECA）、东亚地区（EAP）、多边核方案（MNA）和撒南非洲（SSA）。

图 2 布雷迪计划和重债穷国倡议/多边减债倡议前后的债务增长和构成

在布雷迪计划和重债穷国倡议/多边减债倡议之前，受影响国家的债务水平急剧上升，特别是参与布雷迪计划的拉丁美洲和加勒比国家。随着时间的推移，以延长期限和降低利率为形式的债务减免只会导致欠政府和多边部门的债务份额不断增加。



资料来源：Haver Analytics; World Bank.

注：

HIPC=重债穷国；多边债务减免倡议。

布雷迪国家包括就布雷迪计划进行谈判的 17 个国家。

仅指 A.C.长期外债。墨西哥于 1982 年违约，重债穷国倡议始于 1996 年。

布雷迪债券以美国国库券作为抵押，由债务国支付，但由 IMF 和 WBG 贷款融资，这激励了私营部门的参与（因此，债务的净减少低于对私人债权人债务的减少）。债权国的监管当局也进行了税收和监管改革，以激励银行参与债务减免，例如改变新债券的减记和拨备规则（Stiftung 2021）。

IMF 于 1989 年推出的“加码贷款”（LIA）政策也激励了债权人更好的协调。根据 LIA，只要债务人与债权人进行真诚的谈判，IMF 可以向拖欠私人债权人融资的国家提供贷款。以前，私人债权人可以通过拒绝重组其债权来拖延国际

货币基金组织的融资。多边机构还监督各国的调整计划，并继续向有需要的国家提供贷款。

虽然布雷迪计划大幅削减了债务，但拉丁美洲债务危机开始于 1928 年，经历了很长一段时间才有了该计划。其前身包括通过延长期限和降低利率的多次巴黎俱乐部债务重组，以及 1985 年的贝克计划。贝克计划与早期巴黎俱乐部协议的不同之处在于，它承认债务负担是一个需要时间解决的长期问题（Cline 1989）。然而，它完全否定债务减免，并不侧重于现金流救济和提供新的贷款，而是激励以市场为导向的改革，旨在让国家恢复增长（Reinhart 2021）。

贝克计划被证明是不成功的，主要是因为它没有认识到一些国家已经资不抵债，无法通过增长摆脱债务（Reinhart and Trebesch 2016）。该计划也未能鼓励私营部门提供更多贷款。一个复合因素是其对增长的预期过于乐观，低估了国家的短期融资需求，高估了它们偿还债务的能力（Boughton, 2001）。

（3）重债穷国倡议和多边减债倡议。1996 年发起重债穷国倡议，旨在解决以低收入国家为主，尤其是撒哈拉以南非洲国家的长期主权债务积压问题。⁷该倡议确定了使一国永久摆脱不可持续债务所需的债务减免额，这种减免是在国家进行关键的结构和社会发展改革时提供的。重要的是，拖欠多边债权人（主要是货币基金组织和世界银行）的债务有资格获得债务减免——在此之前，多边债务免于债务重组。除了巴黎俱乐部和多边机构的债务减免外，其他债权人——较小的机构、非巴黎俱乐部官方双边债权人和商业债权人——也应提供债务减免。

在重债穷国倡议下的初期，债务减免的进程较为缓慢，因此在 1999 年制定了增加优惠的重债穷国倡议，该倡议旨在加快提供债务减免（大多数债权人随后注销了剩余部分）。

新版的重债穷国倡议还增加了减免债务的条件，更加注重减贫，要求各国将从债务减免中节省下来的财政资金用于增加卫生和教育等减贫项目。2005 年《多边减债倡议》对此作了补充，该倡议对四个贷款机构（世界银行、国际货币基金组织、美洲开发银行和非洲开发银行）向符合重债穷国资格的国家所欠的多边债务提供全额债务减免。⁸

⁷ 截至 2021 年 3 月，该倡议协调了大量政府债权人和多边债权人，为 38 个低收入债务国提供了主权债务减免。（World Bank 2021a）

⁸ 据估计，《多边减债倡议》已将符合条件的债务存量减少了近 50%，低于参加国重债穷国债务减免后的水平（Gamarra, Pollock, and Braga 2009; IMF 2019）

平均而言，从决定给予债务减免（决定点）到实际提供债务减免（完成点）需要 3.5 年，但五分之一的国家需要 5 年或更长时间。虽然这一进程旷日持久，但债务减免数额巨大：据估计，债务减免平均约占合格债务存量的 60%，还有到期时间、宽限期和利率方面的额外减免。（Gamarra, Pollock, and Braga 2009; IMF 2021b）

非巴黎俱乐部双边债权人作为一个整体，提供了其在重债穷国倡议债务减免中所占份额的约 51%，但其中约 1/3 的债权人没有提供任何减免（IMF 2021）。在有大量商业债务的国家，债务减免机制促进了私营部门的参与。总体而言，重债穷国倡议和多边减债倡议似乎允许受益国增加投资和社会支出，尽管这对增长的影响并不确定（Cassimon et al. 2015; Ferry and Raffinot 2019; World Bank 2019a）。然而，到 2013 年，根据重债穷国倡议和多边减债倡议获得债务减免的许多国家的债务水平再次开始上升。到 2019 年，约有一半符合国际开发协会资格的国家陷入债务困境或面临债务困境的高风险（World Bank 2021a）。债务脆弱性增加的原因是财政框架薄弱、债务透明度低以及债务构成向成本更高、风险更大的融资来源转变（World Bank 2019a）。

3. 过去的债务减免总括框架的共同点

这些倡议确立了解决多个债务人对多个债权人的债务的共同原则，并有一些共同之处：幅度较大期限较长的债务存量削减、较高的参与度，以及在此之前采取了一系列相对温和的债务减免措施。

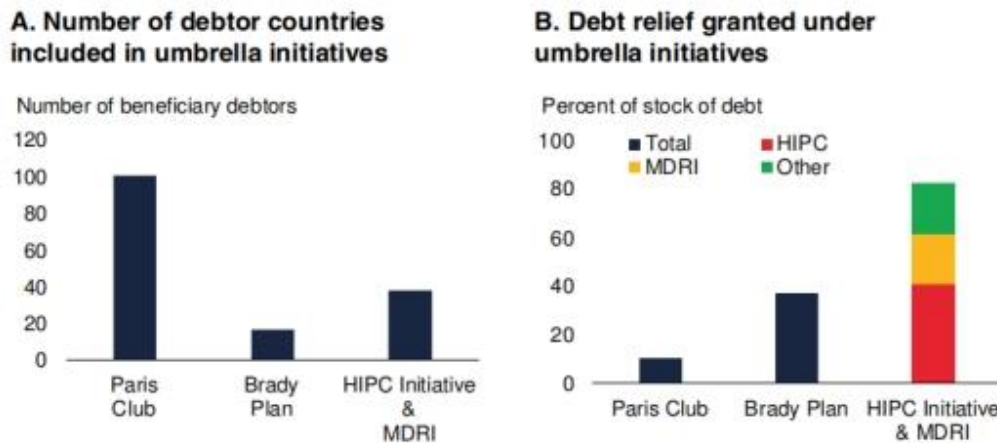
以下是一些失败的尝试：在几项重大的债务存量协调减免倡议之前，为偿还不可持续债务而提供债务流量减免的努力失败了。巴黎俱乐部协定最初只是部分的，在达成全面解决办法之前侧重于减免债务；在 1989-1994 年的布雷迪计划以及 1996 年和 2005 年的重债穷国倡议和多边减债倡议之前，巴黎俱乐部在 1980 年代一再重组债务，还推出了贝克计划（Guinnane 2015; Reinhart and Trebesch 2016）。这往往反映出债权人不愿承认损失，并倾向于将债务问题视为流动性问题，而不是清偿能力问题。在某种程度上，这是由于对债务国经济增长产生了不切实际的预测，从而高估了各国的偿债能力（Reinhart 2021）。由于这一过程，出现了债务从私营部门债权人转移到官方部门的趋势。（见图 SF.2）。

（1）大幅削减债务。所有的这些总括倡议提供了大幅的债务存量减免，力图解决长期债务困扰后的债务悬置问题，同时提供了债务不可持续的明确证据（见图 SF.3）。除了债权人是私营金融机构的布雷迪计划外，各项倡议的债务减免协调通常是在官方债权人之间进行（尽管私营部门经常参与债务重组，并经常通过伦敦俱乐部进行协调）。即使在布雷迪计划下，各国往往仍然依赖巴黎

俱乐部成员的贷款，而多边机构也大量参与，包括通过监督各国的调整方案和新发行的布雷迪债券提供信用增级。

图 3 总括债务重组框架

有几个在总括框架下向各国提供债务减免的例子。其中包括由官方债权人组成的巴黎俱乐部集团，该集团在个案基础上向许多国家提供了大量债务减免和重组。布雷迪计划和重债穷国/多边减债倡议在一个总括框架内大幅削减了许多国家的债务存量。



资料来源：Arslanalp and Henry（2005）；Cheng, Diaz-Cassou, and Erce（2019）；Cruces and Trebesch（2013）；Gamara, Pollock, and Braga（2009）；IMF（2019）；World Bank.

注：

A.B:HIPC=重债穷国；多边债务减免倡议。

B：债务存量是指由巴黎俱乐部处理的或根据布雷迪计划有资格重组的合格债务存量，以及获得重债穷国倡议/多边减债倡议债务减免的重债穷国的债务总存量。巴黎俱乐部包括 188 个重组事件，不包括不提供债务减免的“古典”条款下的债务重组，以及取自 Cheng, DiazCassou, and Erce（2019）的重债穷国倡议事件。布雷迪计划包括 17 个布雷迪计划交易，取自 Cruces and Trebesch。就重债穷国/减债倡议而言，债务减免分为重债穷国倡议下的债务减免（包括巴黎俱乐部提供的债务减免）、减债倡议下的债务减免（包括多边机构持有的债务的减免）和“其他”，后者是指重债穷国/减债倡议之外的传统债务减免。

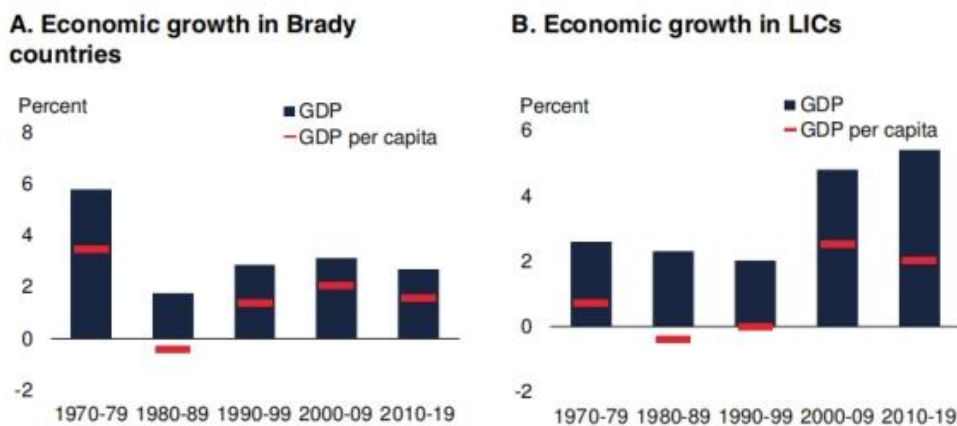
（2）期限长。由于各种原因，包括谈判效率低下或进展缓慢、政治不稳定以及对增长和财政平衡的预期过于乐观，这些举措下的债务减免旷日持久（Von Luckner et al. 2021）。例如，在布雷迪计划启动五年后，各国仍在根据该计划进行谈判；根据重债穷国倡议，债务国平均需要 3.5 年才能获得债务减免。其他举措，特别是巴黎俱乐部的重组安排，往往需要重复多次才能实现可持续的债务水平（Reinhart and Trebesch 2016）。对过去债务减免措施的实证分析表

明，先发制人的债务重组通常有更好的宏观经济结果，而不是在违约发生后进行重组（Asonuma and Trebesch 2016; Asonuma et al. 2020）。

（3）损失近十年的增长。漫长的债务危机导致无谓的经济损失（Sturzenegger and Zettelmeyer 2006）。拖延解决不可持续的债务问题对布雷迪国家和重债穷国造成了严重的经济后果（见图 SF.4）。布雷迪国家，尤其是拉丁美洲和加勒比地区，经历了“失去的十年”。到 1993 年，人均 GDP 才恢复到危机前的水平，而包括撒哈拉以南非洲、中东和北非在内的其他区域增长乏力。即使债务减免后增长有所加强，但仍远低于危机前的增长率。

图 4 债务减免前后的经济增长

债务危机导致实施布雷迪计划的国家失去了十年的增长，使低收入国家二十年的人均 GDP 负增长。在债务减免后，布雷迪国家的经济增长有所恢复，但速度仍低于危机前。在低收入国家中，由于商品价格长期上涨，2000 年代的增长强劲反弹。



资料来源：Haver Analytics; World Bank.

注：

A：布雷迪国家包括就布雷迪计划进行谈判的 17 个国家。

低收入国家的人均 GDP 在 1980-1999 年期间平均每年下降 0.2%，原因是经济增长疲软，人口增长率高。在债务减免后的十年中，2001 年至 2011 年间，低收入国家的人均 GDP 平均每年增长 2.9%。到 2017 年，2001 年几乎一半的低收入国家已升级为中等收入国家，其中约三分之一已获得债务减免（World Bank 2019b）。除债务减免外，其他因素也促成了这些事态发展，包括全球金融危机前的强劲全球增长、2000 年代以来的长期商品价格上涨，以及低收入国家的冲突和暴力减少（Essl et al. 2019）。

4. 过去的债务减免框架之间的差异

虽然这些框架在做法上大体相似，但在结构、私营部门参与和对债务国的有效性方面却各不相同。

(1) 框架和条件。这些框架对债务减免的方式和条件采取了不同的方法。巴黎俱乐部框架有一个逐步演变的规定交易形式。同样，布雷迪计划有一个交易表格，根据该表格，私营部门债权人可以就如何给予债务减免，从一系列选项中做出选择。相比之下，《重债穷国倡议》和《多边减债倡议》是具有统一要求和条件的高度标准化方案，并且是以结果为导向的——特别是，它们的目标是确保没有一个穷国面临它无法管理的债务负担，而且还将债务减免与实施结构改革和国家决定的减贫战略联系起来，这需要增加卫生和教育等减贫方案的支出。这三个框架都有一定程度的条件限制，如需要货币基金组织和世界银行的方案、对经济和社会改革的承诺，以及寻求私营部门参与提供债务减免（无论是直接还是间接）。

(2) 债权人参与。虽然所有计划都涉及多个债权人，但债权人的类型各不相同。巴黎俱乐部的重新安排涉及对官方债权人的双边债务，由于其优先债权人地位，多边债务不包括在内。布雷迪计划只直接解决私营部门的债务问题（以商业银行银团贷款的形式）。它没有涉及双边贷款，尽管在整个期间，发行布雷迪债券的国家也能够受益于多边贷款和巴黎俱乐部的债务重新排期（Clark 1993）。相比之下，重债穷国倡议首次通过对多边、双边和商业债权人持有的符合条件的债务提供债务减免，以全面的方式解决一部分国家集团的债务问题。然而，商业债务只占符合重债穷国资格国家债务的一小部分，大多数国家的商业债务很少。

(3) 对私营部门的激励措施。布雷迪计划通过债务抵押激励私营部门参与，并通过改变债权国的税收和监管法律以及改变 IMF 的贷款政策来增强激励。与此相反，巴黎俱乐部协定要求各国向私营部门债权人寻求类似的待遇，并假定私营部门在自愿的基础上参与重债穷国/多边减债倡议。在实践中，由于激励债权人的工具有限，很难确保私营部门参与这些协议。就重债穷国倡议而言，一些商业债权人对债务国提起的诉讼加剧了这一问题（World Bank 2019a）。世界银行的减债贷款机制是促进商业债权人参与重债穷国倡议的主要方法，它向有资格的政府提供赠款，以大幅度折扣回购欠外部商业债权人的债务。

IMF 提出的“加码贷款”（Lending Into Arrears）和“向官方欠款提供贷款”（Lending Into Official Arrears）政策也旨在通过为债务国提供更大的议价能力，帮助激励私营部门参与。LIA 和 LIOA 使债务人能够在与债权人谈判的同时继续从 IMF 获得流动性和贷款支持。

(4) 债务人参与限制。有资格参加不同倡议的国家数目也各不相同，这也侧面反映了巴黎俱乐部框架的长期性质和其他倡议的临时性质。巴黎俱乐部通过谈判为 100 多个国家重新安排了债务偿还期。相比之下，《重债穷国倡议》

和《多边减债倡议》的限制性更强，并以资格标准为基础，迄今已有 38 个国家受益。布雷迪计划是在个案基础上谈判达成的，有 17 个国家发行布雷迪债券，少于 1980 年代陷入债务困境的国家数目。参与倡议还受到资格标准的限制，以避免道德风险带来的问题，并防止负面影响波及类似的债务人。

5. 债务解决方式的变化和集体行动条款的出现

(1) 需要建立债务重组机制。根据 1980 年代后期的布雷迪计划，银团贷款转为债券，结束了外国银行在新兴市场和发展中国家（EMDEs）外部融资中的主导地位。当 EMDEs 在 20 世纪 90 年代重返信贷市场时，它们主要是通过债券市场而不是商业银行，这导致了更加分散的债权人基础。这也使得任何潜在的债务重组都更难协调。当时大多数债券都有一致同意条款，即任何重组都需要所有债券持有人的同意，无论个人持有量有多小（Häseler 2009）。这显然是存在问题的，其原因由多个，从找到所有债券持有人的实际操作问题到“搭便车”问题——因为个别债权人有坚持下去的动机，即希望其他人的重组将允许债务人向他们输送利益。虽然集体行动问题也是商业银行持有的债务的一个问题，但这些债权人通常不像债券持有人那样数量众多、构成复杂或采取匿名制。

(2) 可替代解决策略。2002 年，国际货币基金组织提议建立一个正式的解决框架，即“主权债务重组机制”（IMF 2002）。然而，由于其中一些成员国倾向于基于市场的解决方案，该框架未能得到基金组织成员国的充分支持。

（Bedford, Penalver and Salmon 2005）

这使得人们对在贷款合同中引入集体行动条款（CACs）以降低债务解决成本的兴趣日益增加。⁹CACs 将使债务重组能够在大多数债券持有人（通常为三分之二至四分之三）同意的情况下进行，从而降低债权人拖延重组的可能性。

虽然集体行动条款多年来一直用于根据英国法律商定的债务合同，但很少用于根据纽约法律发行的债务（Drage and Hovaguimian 2004）。自 1995 年以来，学术界一直在推广集体行动条款更广泛的使用。然而，它们在一些债权人中不受欢迎，他们担心这些条款会使重组变得更容易，违约更有可能发生，从而对债务人产生不良激励（Eichengreen and Portes 1995）。因此，主权借款人没有将其纳入债务发行，因为担心他们无法为其债券找到买家（Häseler 2009）。

2003 年，墨西哥是第一个根据纽约州法律发行包含集体行动条款的债券的国家，韩国、巴西和南非紧随其后。CACs 迅速成为大多数主权债务发行的惯例，CACs 覆盖的新发行份额从 2000-02 年的不到 10% 上升到 2004-06 年的 90% 以上

⁹ 关于这些问题的讨论，可以阅读：Eichengreen and Mody（2000）；Eichengreen, Kletzer, and Mody（2003）；Haldane and Kruger（2001）；and Sturzenegger and Zettelmeyer（2007）。

(Bradley, Fox, and Gulati 2008)。一些理论和实证研究表明，集体行动条款的使用对债权人和债务人都更有益。¹⁰它通过消除债权人拒绝重组的可能性，在理论上加快重组进程。反过来，通过减少债务积压，也可能加速解决债务问题，更快地恢复经济增长。

虽然 CACs 现在涵盖了大多数新发行的主权债务，但没有增强型 CACs 的遗留债务存量仍然存在——约 50% 的未偿国际债务不包括这些条款，限制了其在未来任何债务重组中的有效性 (IMF 2020)。为了缓解这一问题，一项政策建议是制定一项总体集体行动条款，该条款将适用于债务和债务等值工具，将涵盖所有官方部门和私营部门债权人，并将适用于未偿债务和今后的新债务。这将大大降低债权人拒不让步的可能性，并促进债务重组，但仍以大多数债权人的接受为条件。

6. 历史比较中的共同框架

(1) 共同框架。2020 年 11 月，G20 宣布了向符合 DSSI 资格的，即面临着不可持续的债务水平和巨大的长期偿债需求的国家提供支持的共同框架。共同框架为符合条件的国家提供了一个指导债务处理协议的结构，并在个案基础上谈判达成协议。该框架包括巴黎俱乐部成员和非巴黎俱乐部 G20 成员，包括中国，但不包括多边债务 (IMF and World Bank 2021)。该框架适用于所有符合 DSSI 条件的国家，但不包括许多中等收入债务国，这些国家的债务也因新冠肺炎蔓延而急剧增加。

该倡议主要侧重于通过延长到期期限和降低利率来提供偿债减免（这是与仅提供到期期限延长的 DSSI 的显著区别）。该框架承认，在某些情况下，这可能还不够，在特殊情况下，根据货币基金组织和世界银行的债务可持续性分析以及参与的官方债权人的集体评估，可能需要直接削减债务存量。

任何债务处理办法都是在债务双方之间进行协调，并要求债务人从私人债权人那里寻求类似的债务减免，尽管该框架目前没有明确的方法来说明应如何评估类似的处理办法。它目前也没有提供吸引私营部门参与的机制 (G20 2020, IMF and World Bank 2021)。

(2) 与过去的总括倡议相似。由于共同框架主要侧重于通过延长期限和降低利率来减免债务，它将与 1980 年代出现的债务重组（巴黎俱乐部早期的协议和贝克计划）最为相似。¹¹这些举措虽然提供了债务减免，但没有减少债务的

¹⁰ 详情参见 Eichengreen, Kletzer, and Mody (2003); Weinschelbaum and Wynne (2005); Ghosal and Thampanishvong (2007)。

¹¹ 相比之下，DSSI 作为一种债务暂停，与 1931 年的胡佛延期偿付最相似。该倡议为美国向

最终面值，而采用这种方法随之而来的要么是外部债务违约，要么是更广泛的债务减免举措。在最困难的情况下经债务可持续性分析后取消或注销债务的选择，与巴黎俱乐部最近的债务减免“Evian”方案有相似之处，而“Evian”适用于开会协会国家以外的，更广泛的国家群体。

共同框架不同于布雷迪计划，因为它没有提供关于私营部门参与的细节，也没有包含鼓励私营部门参与的激励措施。它与重债穷国/多边减债倡议的不同之处还在于，它不提供面值的大幅折减。

(3) 新旧挑战。共同框架也面临着以前的倡议所面临的诸多挑战，如债权人不愿迅速给予大量债务减免，缺乏强制私营部门参与的机制，以及借款国对多年行动计划作出承诺的能力的信任程度或意愿的不确定性。共同框架还面临新的挑战，特别是债权人基础日益复杂，增加了债权人之间协调和谈判的难度（Essers and Cassimon 2021）。此外，新兴市场经济体和低收入国家的债务结构也发生了重大变化（Kose, Ohnsorge, and Sugawara 2021）。

在巴黎俱乐部和重债穷国倡议出台时，债权人基础主要是多边债权人、巴黎俱乐部双边债权人和商业银行债权人，而如今则包括更广泛的具有不同动机的债权人，这降低了传统贷款人在主权债务重组中的影响力（Gelpern 2016）。双边非巴黎俱乐部贷款人的重要性显著增加，中国现在是发展中国家最大的官方债权人（Horn, Reinhart, and Trebesch 2020; G30 2021）。特别是在低收入国家中，非减让性债务的比例大幅上升。中国国家开发银行（CDB）和德国复兴信贷银行（KfW）等公有政策机构也模糊了私人和公共部门债权人之间的界限。

越来越多的私人债权人和金融工具的使用使债务解决变得更加复杂（Kose, Nagle, et al. 2021b）。确保私营部门的参与是达成任何交易的一个先决条件，这一点可能特别具有挑战性，只有通过激励措施才能实现。虽然国际金融协会（Institute for International Finance）发布了债权人参与重组的指导方针，但没有私营部门债权人根据 DSSI（IIF 2020）提供类似的债务减免。私营部门债权人越来越倾向于提起诉讼，这可能会进一步拖延债务重组（Gelpern 2016; Schumacher, Trebesch, and Enderlein 2018）。

在这方面，如何将债务从私营部门债权人转移到官方部门债权人是另一个值得注意的问题。如果官方双边债权人延长偿还期和降低利率，而私营部门债权人不提供类似的待遇，就可能导致债务转移到官方部门，就像 1980 年代第一

债务国提供为期一年的债务暂停，以偿还其在第一次世界大战期间所欠的战争债务。DSSI 旨在为各国提供财政空间，用于社会、卫生或经济支出；在这方面，它与《重债穷国倡议》和《多边减债倡议》有一些相似之处，后者要求将债务减免用于教育和保健等减贫支出。

波债务期间发生的情况一样。如果随后不得不减记债务，可能会导致官方部门遭受更大份额的损失。

(4) 债务透明度。债权人组成日益多样化，债务工具日益复杂，这与债务水平和构成的不确定性增加有关，因为并非所有债权人都受一套单一的报告标准的约束，而且贷款条件往往是保密的。这增加了一些新兴市场和发展中经济体的公共部门债务比报告的更高的风险。间接和隐性债务加剧了这一风险，特别是国有企业和公私合营企业产生的债务（Melecky 2021）。类似债务的工具，如长期双边存款和中央银行互换额度，有时被用作长期融资来源，也可能进一步掩盖真实的负债水平。任何债务减免措施也必须适用于债务等价工具

债务不透明也是对债务可持续性分析的重大挑战，可能妨碍债务重组谈判，因为在了解一个国家真实的债务存量之前，债权人可能不愿提供债务减免（Friedrich-Ebert-Stiftung and Consensus Building Institute 2021; World Bank, 2021i）。对政府借款人施加严格的保密条款，要求主要留置权和抵押，并将债务偿还担保交给国有企业（G30 2021）的政策可能会进一步削弱债务可持续性。

四. 对未来债务减免和清偿的影响

新冠肺炎造成的债务水平急剧上升和增长下降加剧了现有的债务脆弱性。此外，新兴市场经济体和低收入国家的经济复苏容易受到几个因素的影响，包括持续的新冠肺炎流行和疫苗稀缺，以及通货膨胀压力、能源短缺和供应链的崩溃（第 1 章）。更广泛地说，多年来，新兴市场和发展中经济体的长期潜在增长一直在下降（World Bank 2020）。

因此，已有数个国家已经陷入债务困境，预计低收入国家和新兴市场和发展中经济体还会面临更多的困境。如果增长仍然低迷，很可能需要进一步减免债务，国际社会需要随时准备以公平而有效的方式提供这种减免。不采取行动应对债务挑战的后果表明，国家决策者和国际社会都迫切需要采取行动。

（Kose, Nagle, et al. 2021a）

在这方面，G20 集团共同框架是一个值得欢迎的发展成果，特别是因为它将巴黎俱乐部债权国和主要的非巴黎俱乐部官方债权国聚集在一起。然而，以往债务减免举措的经验教训突出表明了提供及时、全面的债务减免所面临的挑战。然而，随着该框架的不断发展，其结构可以得到改进，以提高其效力，并避免早期举措及其前身所面临的缺点。

对于面临大量偿债需求的国家，延长到期期限可能足以解决债务问题，但该框架需要提供更快的债务减免才能有效——第一个请求获得该框架待遇的国家于 2021 年 1 月提出请求，该进程尚未完成。以明确的时间表和透明的规则采取措施，使执行进程正规化，可有助于减少提供债务减免所需的时间。向寻求

债务减免的国家提供暂停偿债的条件，也可以在谈判协议期间提供临时援助，并将激励债权人达成协议。

如果债务可持续性分析显示，国家面临的是偿付能力问题，而不是流动性问题，则需要减少债务存量。¹²过去债务减免倡议的证据表明，当债务不可持续时，债权人和债务人应以全面债务减免为目标，包括减少债务面值。债务减免的全面解决办法往往在最初违约多年后才出现，而且在此之前，通过延长期限和降低利率进行的重组也不成功。此外，目前许多债务水平也很高的中等收入国家没有资格获得该框架下的债务减免，这限制了其在全球范围内解决不可持续债务的潜力。

缺乏鼓励私营部门参与的措施可能会限制任何经谈判达成的协定的效力，并增加私营部门债务流向官方债权人的风险。过去，信用增级是用于鼓励私人债权人参与重组的一种工具（Friedrich-Ebertstiftung and Consensus Building Institute 2021）。然而，这可能需要为信用增级提供资金的实体提供大量资金，而在系统性危机中，这可能仍然不够。

还可以通过颁布法定或法律措施来加强这一框架，以禁止符合类似待遇要求的私营部门债权人优先收回资产。总的集体行动条款还可以减少债权人拒不合作的可能性，从而有助于加快私营部门的参与。澄清如何评估私人债权人不同类型的债务减免的方法，也将有助于评估私营部门的可比性，并可鼓励债权人参与。

对债务国而言，执行加强财政框架和提高债务透明度的政策可以促进和加快提供债务减免的进程。加强财政框架有助于缓解债权人的担忧，即当前获得债务减免的债务国今后将再次不可持续地借款（World Bank 2019a）。更广泛地说，提高债务透明度与降低借贷成本和改善债务管理实践有关（Kubota and Zeufack 2020）。在这方面，债权人也可以通过取消保密条款、允许借款人公布详细信息以及自己的贷款数据来取得帮助。

本文原题为“RESOLVING HIGH DEBT AFTER THE PANDEMIC——Lessons from Past Episodes of Debt Relief” 本文，本文于 2022 年 1 月刊于 WorldBank Group elibrary 的 Global Economic Prospects Special Focus 栏目，作者 Peter Nagle。单击此处可以访问原文链接。

¹² 债务可持续性分析，特别是对低收入国家的分析，也需要考虑到长期债务动态。

控制的幻觉

Jon Danielsson /文 孔祥奕/编译

导读：2008 年以来，全球宏观审慎和微观审慎监管为了降低系统性危机重演不断改进。本文认为，一刀切的监管限制了市场对风险短期波动的反应。如果监管没有多样性，将增加未来发生系统性危机的可能性。编译如下：

2017 年，时任英格兰银行行长兼金融稳定委员会主席的马克·卡尼（Mark Carney）告诉大家：“过去十年中，G20 金融改革修复了导致全球金融危机的薄弱环节。”他声称，2008 年以来实施的监管成功地使金融部门不易发生系统性危机。

在《控制的幻觉》（Danielsson, 2022）这本书中，我表达了相反的观点。尽管监管对金融体系参与者提出了很多要求，但现在发生系统性金融危机的可能性比以往更大。监管使我们在应对外部事件驱动的风险上做得更好，但低估了系统中可能导致系统性危机的内生风险。因此，产生的安全感是控制的幻觉。

金融监管帮助我们权衡安全与发展。监管的主要目标是在充分保护金融市场参与者的监管制度（微观审慎监管）中最大化经济增长，并且不要引起太多危机（宏观审慎监管）。监管机构可能还负责保护环境等与经济增长无关的目标，但鼓励经济增长将始终是监管目标之一。

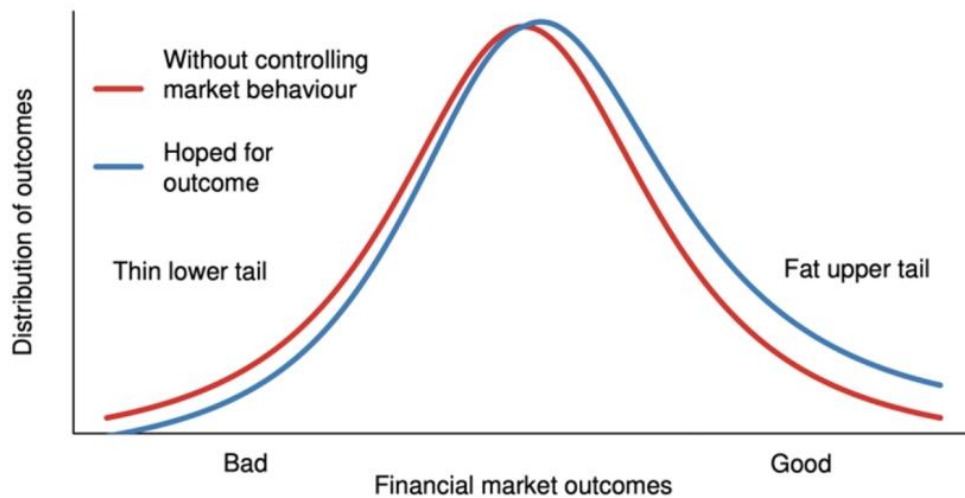
监管的目的不是降低经济风险，也不是实现金融稳定，也不是确保合规，这些是监管机构使用的工具。

感知的风险和经济活动

从经验上讲，市场对风险水平的情绪对经济活动很重要（Danielsson et al. 2022a, 2022b）。当市场认为风险较高时，资本流动放缓和投资减少将减缓当年和次年的增长。当市场认为风险较低时，资本流动加快和投资增加将推动当年和次年的增长，尽管这种情况在两年后会出现逆转，但这种情况是积极的。

对风险的看法是如何形成，它们代表什么？图 1 红色曲线代表了市场结果，蓝色曲线代表监管机构期望的政策结果，左侧代表风险。不良的可能性降低、良好的可能性增加是监管期待的结果。

图 1 金融监管机构期望的政策结果



资料来源：作者。

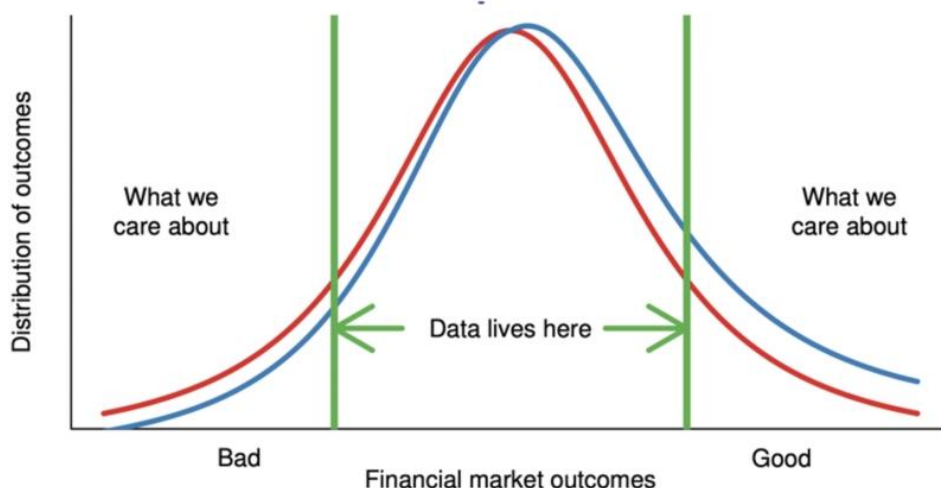
感知的风险和现实的风险

监管机构和公司风控经理对风险有不同的理解。监管机构倾向于指责投资者过分寻求收益，投资者认为监管机构过度关注简单的风险衡量指标。

应该相信谁取决于我们如何衡量系统中的风险。我们无法直接观察风险，只能从历史数据中来推断风险。有许多互不相同的衡量风险模型，我们无法事先判断哪个是最准确的。但有学者认为，市场中的参与者都可以感知到市场中的真实风险水平（Danielsson 2011）。

事实上，我们无法准确衡量风险。任何度量风险的方式，即使用高频率历史数据，都只能反映曲线的中心部分，而不能反映我们关注的尾部部分（图 2）。尾部风险的预测依赖于模型构建者的假设，使用这些模型预测系统风险到一位有效数字非常轻率。虽然技术上很容易做到，但这毫无意义，只会让我们对测量的准确性产生错误的信心。

图 2 金融市场中可获得的数据

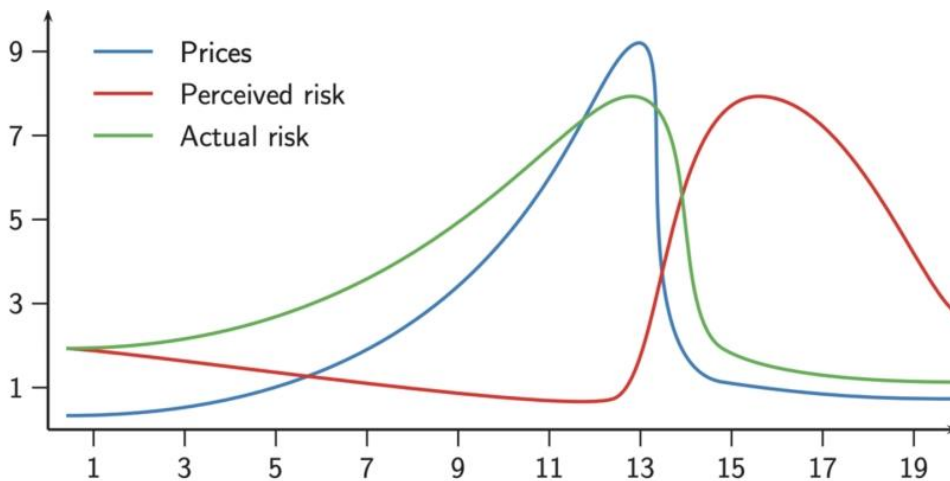


资料来源：作者。

此外，不同危机有不同的风险驱动因素，2008 年金融危机和 COVID-19 的危机是不同的危机，需要不同的政策应对措施（Danielsson et al, 2020）。危机发生的地点与时间不同，很难从历史中学到东西。Laeven 和 Valencia（2012）发现，OECD 国家每 43 年才遭受一次系统性危机，这使得训练风险模型相当困难。

系统风险在看似平静的表面上多年不断积累。表面的平静导致了系统性风险。Hyman Minsky（1986）说，“稳定即不稳定”。当风险在系统中累积时，模型报告的风险其实与实际的系统性风险无关。图 3 为我们展示了价格泡沫。蓝色曲线代表稳步上涨的价格，会误导产生红色曲线代表的感知风险。未观察到的系统性风险是绿色曲线，它随着价格下跌而下降（Danielsson et al., 2009）。

图 3 价格泡沫



资料来源：作者。

银行风险预测模型在危机发生前低估了风险，但他们已经赚到了钱。危机发生后，由于价格波动太大，他们高估了风险。因此，我们的模型存在系统性错误（Danielsson, 2019）。

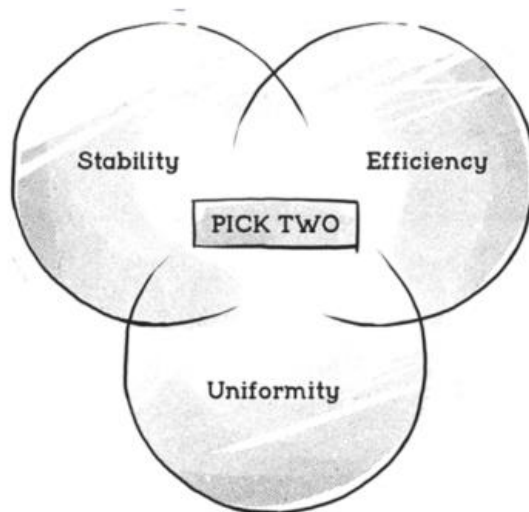
监管应当对世界的外生变化做出反应。但在近代史上造成系统性风险的外生事件主要是政治性的，如次贷危机和英国脱欧。未经选举产生的宏观审慎监管机构的合法性和行动力是有限的（Danielsson and Macrae, 2016）。

市场参与者自我保护的本能可能造成内生波动，从而推动危机动态。为了识别和减轻风险，监管采用一刀切的方法管理参与者应对事件和政策的短期行为，如资本要求和杠杆约束。市场中的每位参与者都试图协调监管与它的目标或偏见，也可以通过放大原始信号的方式进行交流。

解决控制难题

监管存在三难困境（图 4），即不能同时拥有稳定性、效率性和统一性。

图 4 监管三难困境



资料来源：作者。

2008 年以来，大多数监管机构倾向选择统一性。统一的监管旨在提供公平的竞争环境。它关注由外生事件驱动的可测量因素。受到监管的机构倾向于以相同的方式应对外生事件。这种监管忽略了市场参与者内生变化导致的风险放大。只解决了部分问题。

如果我们放弃监管的统一性，培养更多可以自行应对外生事件的金融机构，将有助于提高金融系统的减震能力，增强自我调节能力。要做到这一点，监管需要放弃营造公平竞争环境，减少对金融科技和 DeFi 等创新模式的监管。

倾向于规避风险的监管很难接受这种模式。市场中的参与者也可能不接受这种模式，因为之前的制度有较高的固定成本。如果不接受，只能继续不能达到目的的监管。

本文原题为“[The Illusion of Control](#)”。本文作者 Jon Danielsson，系伦敦政治经济学院系统风险中心主任。本文于 2022 年 11 月刊于经济政策研究中心 CEPR。[单击此处可以访问原文链接。](#)

债务-气候互换：分析、设计和实施

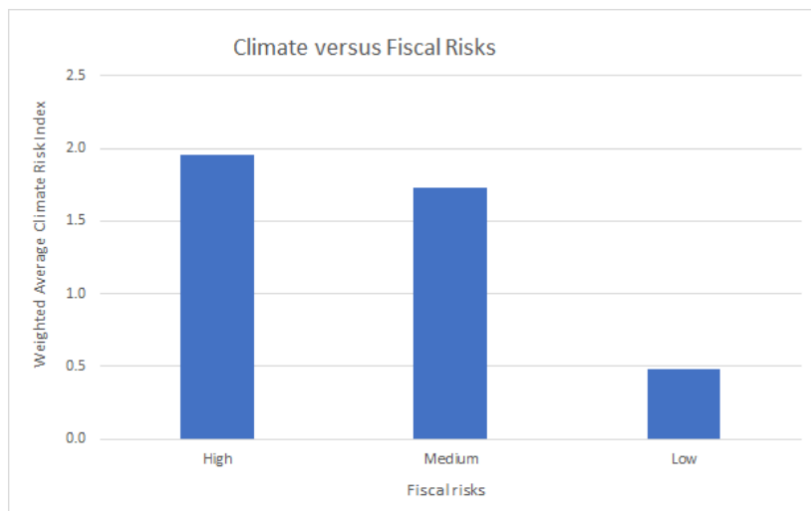
Marcos Chamon, Erik Klok, Vimal Thakoor, and Jeromin Zettelmeyer/文 王悦人/编译

导读：本文比较了债务-气候互换——以债务人承诺进行气候相关投资为条件的部分债务减免行动与其他财政支持工具。由于债务-气候互换的一些利益归属于非参与的债权人，它们通常不如有条件拨款和/或全面债务重组（当债务重组能显著降低信用风险时，可与气候适应相联系）有效。这意味着，当债务-气候互换的结构可以使气候承诺在事实上优先于偿债时，债务-气候互换就会优于有条件拨款。在少数情况下，债务-气候互换可能优于全面债务重组，因为后者预计会产生巨大的经济混乱，而债务-气候互换预计可以大大降低债务风险（并实现债务可持续性）。此外，在以下情况下，债务-气候互换可能是有用的：当有条件拨款或更全面的债务减免无法执行时，债务-气候互换可用于扩大气候投资的财政空间。本文探讨了有利于债务-气候互换和其他形式的气候融资的政策行动，包括发展与气候绩效相关的债务工具市场。编译如下：

一、引言

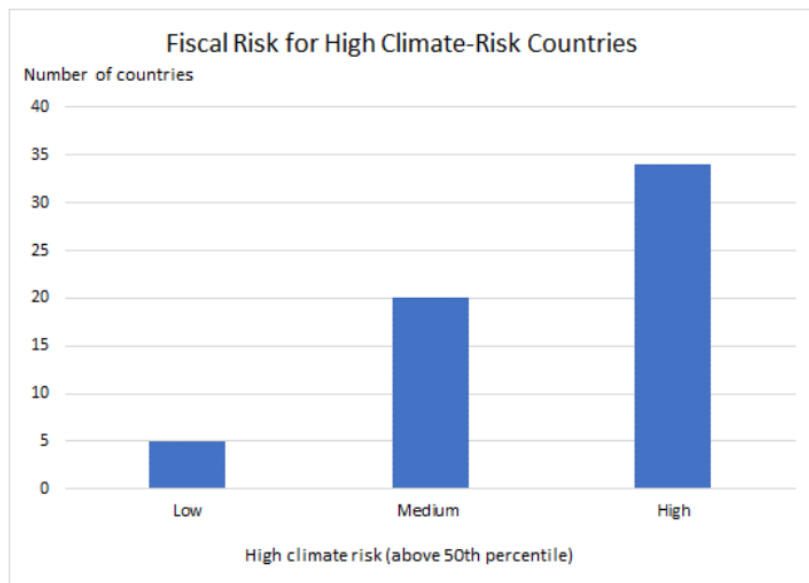
气候问题和债务问题密切相关，气候脆弱性和财政风险是相互关联的。更容易受到气候变化影响的国家面临着更高的财政危机风险（图 1），事实上，绝大多数气候风险高于中位数的国家也面临着很高的财政危机风险（图 2）。这种相关性并不总是反映因果关系，在某种程度上，它只是说明了这样一个事实：即许多有债务脆弱性历史的发展中国家也容易受到气候变化的影响。然而，除此之外，这种因果关系很可能是双向的。一方面，气候变化会对各国的生产能力和税基产生不利影响，造成财政成本（包括自然灾害后的重建）并使外部借贷更加昂贵，从而加剧债务脆弱性。另一方面，债务问题减少了对气候减缓和气候适应投资的财政空间，从而加剧了气候变化和/或气候变化的不利影响。

图 1 各国财政风险分类与气候脆弱性



资料来源：作者计算

图 2 气候风险高于中位数的国家数量（按财政危机风险概率）



资料来源：作者计算

鉴于这些联系，有人建议将债务-气候互换作为一种工具，用来帮助各国同时处理气候和债务问题。Picolotti et al.（2020）呼吁扩大债务互换的规模，作为支持各国建立气候适应力和支持其在疫情后复苏的一种手段。Steele & Patel（2020）认为债务互换更有利于包含多个项目的支出计划，而不是单一的支出项目，即在气候恢复力、适应和生物多样性保护方面的支出，这能够满足受援国政府在资金使用方面的灵活性需求。Volz et al.（2021）提议将现有债务换成“复苏债券”，把付款条件与债务国政府和民间社会、债权人、国际金融机构（IFI）以及联合国机构协商制定的绿色和包容性复苏战略中规定的政策和支出承诺联系起来。为了最大限度地减免债务，债务互换将得到“胡萝卜”（由多边开发银行资助的布雷迪债券型抵押品）和“大棒”（监管激励和道德劝说）的支持。

然而，债务和气候问题的巧合并没有为债务-气候互换产生一个不言而喻的理由。债务和气候问题原则上可以分别解决，一方面通过债务减免和财政调整，另一方面通过气候融资（贷款、有条件的拨款或拨款/贷款组合）来解决。使用几种工具的好处是可以提供额外的自由度。例如，债务减免可用来恢复缺乏的债务可持续性，而财政补贴可以调整以解决气候外部性（当这种资金支持减排时）或道德争议（即，历史上产生或正在产生大多数排放的国家应支持对受到排放影响的发展中国家的气候适应投资）。

本文的研究目的是探究与其他工具相比，债务-气候互换是否有其存在的经济理由，如果是，是否应该以及如何推进债务-气候互换工具的广泛使用。第一个问题的答案是肯定的。但正如下面所解释的，得到这个答案并没有预期的那

么简单，理解为什么会这样有助于避免一些陷阱。第二个问题的答案是，只要债务-气候互换能更广泛地加强气候融资，就应该扩大债务-气候互换规模。可以采取的许多支持债务-气候互换的行动可以说满足这一要求，因为（1）支持涉及商业债务的债务互换的政策所涉及的监管和核查结构与支持气候条件贷款工具的监管和核查结构大致相同（2）与气候行动的联系可能会激励双边官方和商业债权人提供债务减免。

债务-气候互换有其价值的经济理由对如何定义互换很敏感。如果它们被理解为任何形式的有气候条件的债务减免——包括全面债务重组，其中债务人承诺采取特定的气候行动——那么当气候行动对借款人的偿付能力有重大影响时，债务-气候互换比“非捆绑”的替代方案（即分别提供债务减免和补贴气候行动）更有效率。然而，债务-气候互换通常被更狭义地定义为一种只涉及一个债权人或一类债权人的有条件的债务减免。从历史上看，债务-自然互换——债务-气候互换的前身——一方面旨在促进具体的投资和政策行动，另一方面旨在提供一些债务减免，但不是为了提供全面的债务减免或在债务不可持续的情况下恢复债务可持续性。

如本文所示，债务-气候互换被定义为涉及有限个债权人的有条件债务减免操作的经济理由是狭义的。在债务可持续的情况下，债务-气候互换在支持气候行动方面通常是一种效率低于有条件拨款的形式，因为债务-气候互换产生的一些债务减免最终将补贴未参与的债权人。当债务不可持续时，债务互换一般会以全面债务重组行动为主（可能包括气候条件）。然而，在以下情况下，债务-气候互换可能具有经济意义：（1）气候适应是有效的；（2）财政风险很高，但债务并不一定是不可持续的。在这种情况下，债务人使用债务-气候互换可能比使用有气候条件的拨款更好，因为前者（而非后者）可以创造超出气候投资所需的财政空间。与此同时，如果债务互换可以避免后者造成的声誉成本或经济混乱，那么债务互换可能比全面债务重组更可取。

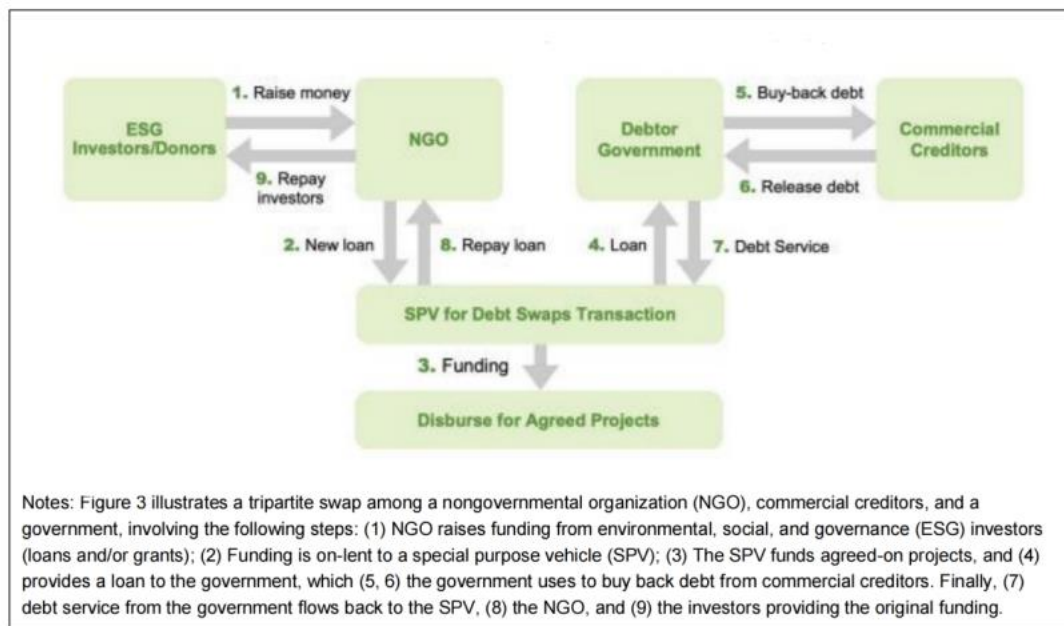
此外，债务-气候互换也可能有一个贴近现实的理由。即使债务国原则上通过优惠的气候融资、深度债务减免或两者结合而变得更好，这些替代方案也可能无法获得（或数额不够）。如果债务-气候互换能够在这种情况下扩大对所需气候行动的财政支持，那么它们将是值得推行的。

本文的进展如下。在接下来的章节中，我们将描述双边和三边的债务-自然互换的基本结构，并总结它们的历史。虽然自 20 世纪 80 年代末以来，已经发生了 100 多次这类交易，但它们的平均规模和总量都相对较小。接下来是对债务-气候互换的经济学分析。最后两部分解释了为什么债务-自然互换在历史上的规模一直很小，并讨论了有意义地扩大其规模的政策选择。

二、债务与气候的互换：入门

债务-气候互换的灵感来自于“债务-自然互换”或“债务-发展互换”，即通过减少债务来换取债务国的支出或政策承诺，其财政成本不高于债务减免额。它们可能涉及官方双边债务和商业债务：在双边债务互换下，以前承诺向官方双边债权人偿还债务的资金转用于为自然保护和气候等领域中双方共同商定的项目提供资金。三边互换包括回购由捐助者和/或新贷款机构资助的私人持有债务，通常由国际非政府组织（Non-Governmental Organizations, NGO）作为中介，条件是与自然或气候相关的政策行动和/或投资。在最常见的操作类型中，NGO以低于市场水平的利率将资金借给债务国，条件是（1）债务人使用资金以折扣价回购商业债务，以及（2）由此产生的债务减免的一部分（已清偿商业债务的成本与非政府组织的新债务之间的差额）用于资助与气候相关的行动或投资（见图3）

图3 三边债务互换的结构说明



资料来源：作者绘制。

一些债务互换涉及到公共和私人支持的组合。在伯利兹（2001年）和巴拿马（2003年），美国政府和美国环保组织“大自然保护协会”（The Nature Conservancy, TNC）分担了涉及美国双边债务减免的债务互换成本，TNC提供的拨款与美国政府的部分债务减免相匹配。在伯利兹（2021年）的案例中，美国发展金融公司为一笔由TNC子公司向伯利兹提供的“蓝色贷款”提供了政治风险保险，这大大降低了用于为贷款融资的“蓝色债券”的信用风险。

自拉美债务危机以来，债务互换已经成为债务重组格局的一部分。早期的债务-自然互换包括 1987 年由保护国际牵头与玻利维亚进行的三边互换，以及 1989 年荷兰和哥斯达黎加之间的双边互换。自那时起，已经进行了超过 100 次的债务互换活动：至少有 50 次三边互换和约 90 次双边债务互换，涉及约 15 个官方债权人（在某些情况下，一次互换不止涉及一个债权人），并使约 30 个债权人受益（CRS，2018）。其中包括美国和拉丁美洲债务国在 1990 年《美洲企业倡议》下的 10 项交易，以及根据 1998 年美国《热带森林保护法》进行的约 20 项交易。尽管“债务-自然互换”在 2000 年代没那么受欢迎，也许是因为在重债穷国倡议/多边减债倡议下转向更全面的债务减免，它们自那时起又卷土重来。近期债务互换的例子包括法国开发署（French development agency, FDA）根据其“债务减免协议”（C2D）进行的双边互换，最近一次是与刚果民主共和国（2019 年）进行的双边互换，以及由跨国公司牵头的与塞舌尔（2015 年）和伯利兹（2021 年）的三边互换（方框 1）。

方框 1 近期在塞舌尔（2015 年）和伯利兹（2021 年）的债务互换

2015 年塞舌尔的交易涉及到塞舌尔政府和 TNC 以 2020 万美元（6.5% 的折扣）回购 2160 万美元的公共双边债务，主要是针对巴黎俱乐部的债权人。塞舌尔政府利用私人慈善资金和 TNC 的 NatureVest 公司的保护投资部门筹集的贷款资金，通过新成立的塞舌尔环境保护和气候适应信托基金（SeyCCAT）折价从债权国买下了塞舌尔的待还债务。作为回报，政府发行了两张金额相同的 2160 万美元的期票，以偿还 TNC 的贷款，并为 SeyCCAT 提供资金。SeyCCAT 成为债务的新主人，政府在较长的期限内偿还债务，为还款提供了现金流的缓解。政府承诺将其 30% 的海域划为保护区，并将 15% 的地区划为高生物多样性保护地区，并通过海洋空间规划，指导沿海地区管理、渔业和海洋政策的更新。自 2015 年以来，根据其在债务互换中的承诺，塞舌尔已将其国家保护水域比例从 0.04% 发展到 30%（见 CSSCOE，2018）。

伯利兹 2021 年的重组是一个三边互换，涉及到伯利兹政府、TNC 以及美国发展金融公司（US Development Finance Corporation, USDFC），其中 USDFC 是持有面值 5.53 亿美元（约占 GDP 的 30%）主权债券的商业债权人以及新的市场融资的提供者。利用发行的“蓝色债券”的收益，TNC 的一个子公司为伯利兹政府安排了一笔“蓝色贷款”，以每单位美元面值债券换 55 美分的价格进行债券换现金的交易。大约 85% 的债券持有人接受了这一提议，但由于存在集体行动条款，该债券全部完成了互换。就其本身而言，伯利兹同意使用部分债务减免的资金来预先资助一个 2340 万美元的捐赠基金，以支持海洋保护。它还承诺每年花费 420 万美元用于海洋保护，并在 2026 年前将其受保护的海洋面积从大约 16% 扩大到 30%。由于这项交易，标准普尔公司将伯利兹的主权信用评级提高到 B-。

该交易的一个关键因素是 USDFC 提供的“政治风险保险”，其大大降低了跨国公司子公司承担的信用风险，从而降低了蓝色债券的成本。虽然伯利兹的信用评级仍然低于投资级，而且 IMF 的评估仍然认为伯利兹的债务在没有额外措施的情况下是不可持续

的，这种风险保险为TNC的蓝色债券赢得了投资级评级（Landers & Lee, 2021; Bolton et al., 2022; IMF, 2022）。

尽管债务互换的发生频率很高，但它们所产生的债务减免总额仍然不大。最主要的原因是交易规模小：大多数债务互换的规模都在百万美元之间；迄今为止规模最大的互换发生在 1992 年波兰和一群债权人之间，总额为 5.8 亿美元。另一个原因是：债务互换通常会用新债务取代旧债务，尽管交易量较低，而且通常以当地货币计价。根据联合国开发计划署（The United Nations Development Programme, UNDP）2017 年的数据，通过债务互换处理的债务总价值为 26 亿美元，为发展或自然相关的支出提供了约 12 亿美元。相比之下，布雷迪计划提供了 650 亿美元的债务减免（Bowe & Dean, 1997），而 2019 年对发展中国家的气候拨款达到 170 亿美元（OECD, 2021）。

尽管债务互换的规模不大，但仍有一些证据表明，债务-自然互换实现了预期的自然保护效果。一些研究表明，实施了债务-自然互换的国家往往有较低的森林砍伐率（Shandra et al., 2011; Sommer, Restivo & Shandra, 2020）。作为 2015 年债务互换承诺的一部分，塞舌尔将其海洋保护区的份额增加到 30%。然而，Cassimon et al. (2021) 质疑债务-自然互换在多大程度上为政府可能已经制定了预算的投资提供了“附加性”，并呼吁更加重视改善债务-自然互换的设计。

三、债务-气候互换在何种情况下是有意义的？

本文的其余部分采用了对债务-气候互换的狭义定义，这与历史上对债务-自然互换的理解方式相一致。也就是说，我们区分了四种有气候条件的融资操作：（1）贷款（包括优惠条款）（2）拨款（3）债务互换（4）全面的债务重组。（3）和（4）之间的区别有两个方面。首先，在债务不可持续的情况下，全面的债务重组将寻求恢复债务可持续性，而债务互换通常不是这样的。第二，与第一点有关，全面的债务重组涉及广泛的重组范围，包括大多数类别的债权人。相比之下，债务互换通常涉及一个债权人或可能的一类债权人的债务减免（如 2021 年伯利兹案）。

与资助气候投资、降低债务或两者兼而有之的替代工具相比，债务-气候互换是否有意义，取决于要解决的经济问题。对于这一分析，区分四个潜在的问题是有用的，所有这些问题都可能导致对气候的投资不足。首先，气候外部性（与气候缓解有关的投资正是如此）。这意味着投资的利益不成比例地落在未支付投资费用的各方/国家身上。第二，由于借款限制而导致的投资不足，即使借款人能够以可承受的利率获得贷款，也可能存在这种限制。造成这种借贷限制的原因通常是信用风险，这就推高了借贷成本。第三，在缺乏气候投资但债务可持续的环境中缺乏财政空间。这描述了一个国家可以在没有气候投资的情

况下偿还债务的情况。但如果它需要借款来进行投资，即使它以优惠利率获得了贷款，它也将无法偿还债务，因为所需的贷款将把债务推至不可持续的水平。第四，无论是否进行气候投资，这些债务都是不可持续的。

当投资不足的原因是气候外部性或借款约束时，这个问题可以通过优惠贷款（可能以进行气候投资为条件）来解决。优惠性——以低于私人贷款人所承担的信用风险的成本向借款人提供贷款——既可以抵消气候外部性，又可以克服借贷限制。优惠性需要某种形式的公共支持，无论是通过公共贷款的形式，还是通过公共担保或保险，以降低从私人来源借款的成本。条件性——将贷款与气候项目或与气候相关的绩效指标联系起来——可以被证明是优惠性的交换条件（因为公共实体可能不愿意提供贷款或担保/保险，除非是为了特定的目的）。

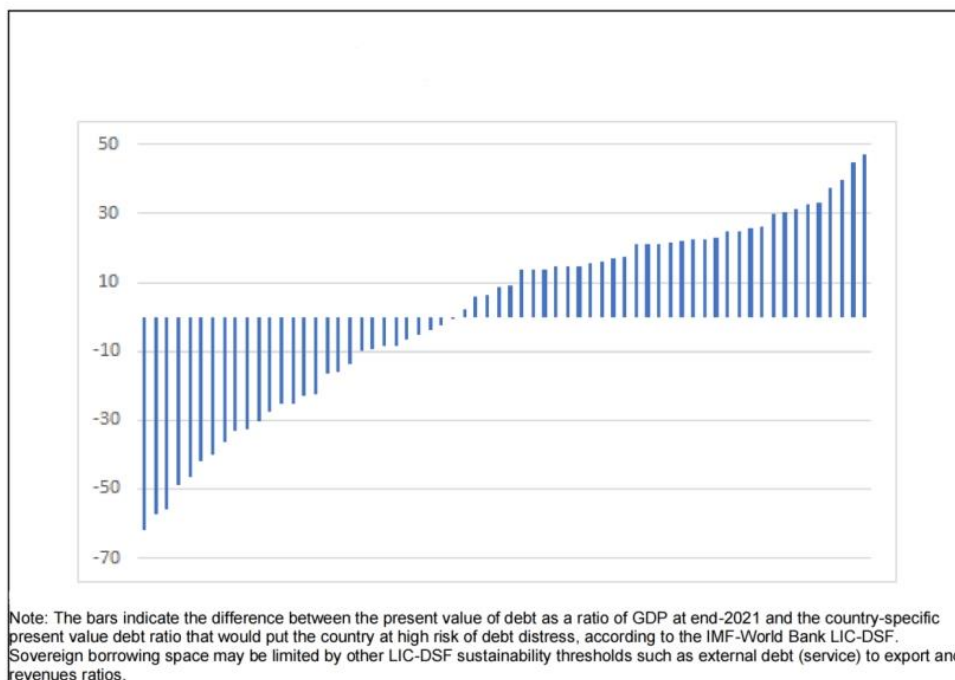
然而，许多发展中国家可能缺乏支付所需的气候投资的财政空间，即使它获得了优惠条件下的资金。这一挑战对于那些可能因气候变化而导致债务不可持续的国家来说最为明显，比如国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF）-世界银行的气候变化政策评估中所涵盖的一些易受气候影响的岛屿经济体。然而，即使是拥有可持续债务的发展中国家，也可能缺乏必要的财政空间来进行经济上有效的气候适应投资（Aligishiev, Bellon & Massetti, 2022）。图 4 通过绘制低收入国家财政空间的粗略测算结果来说明这一点，即 2021 年底债务占 GDP 的比重与根据 IMF-世界银行的低收入国家债务可持续性框架（LIC-DSF）计算得到的将使各国面临债务困境高风险的债务占 GDP 现值的阈值水平之间的差值。每个柱形代表一个国家的财政空间，由这个指标所代表。在显示的 64 个国家中，43 个国家的财政空间低于 GDP 的 20%，33 个国家低于 GDP 的 10%，有 28 个国家的财政空间为负值。在 29 个低收入国家中，根据其巴黎气候协定（NDCs）的国家贡献提交了气候适应需求估计，按照图 4 的测算结果，只有 7 个国家有足够的财政空间来满足这些需求。

虽然债务-气候互换为支持财政空间不足的国家的气候投资提供了一种方式，但其替代工具也可以为其提供支持。只要伴随互换而来的支出承诺不超过它所取代的债务偿还承诺，并由本应用于偿还债务的资源支付，债务气候互换就可以创造所需的财政空间（见附录 1 的第一个结果）。然而，债务-气候互换显然不是能够实现这一目标的唯一工具。替代工具包括拨款（或拨款和优惠贷款的某些组合）以及全面债务重组，这两者都可能以气候行动为条件。

本节的其余部分将债务气候互换与这些替代工具进行比较。它首先比较了债务-气候互换和气候条件下的拨款（或拨款/贷款组合）。这种比较可以被认为与发展中国家缺乏进行重要气候投资的财政空间，但有可持续债务的情况最

为相关。第二种比较是债务气候互换和全面债务重组，后者可能与以气候为条件的拨款/贷款相结合，或者本身以气候行动为条件。这种比较可能被认为与债务不可持续的国家有关，或与某种形式的债务重组是解决方案的一部分的不良债务环境有关。

图 4 64 个低收入国家的主权借贷空间测算（占 2021 年 GDP 的百分比）



资料来源：作者基于 IMF-世界银行低收入国家债务可持续性框架（LIC-DSF）进行的计算。

债务气候互换与有气候条件的拨款的比较

有气候条件的拨款（或拨款/贷款组合）通常是支持受援国公共投资的一种比债务-气候互换更有效的方式。原因是，有气候条件的拨款——被认为在设计上使其不可能被转用于偿债或其他支出目的——只能够用于气候投资。除非气候投资发生，否则它们不会被支付。然而，债务-气候互换通过承诺一个国家将支出从偿债转移到商定的公共投资来支持气候投资。这意味着，除非互换交易的结构能确保支出承诺在事实上优先于剩余的债务偿还，否则，希望为气候投资提供资金的捐助方/债权人，如果采取债务-气候互换的形式，将比采取有条件拨款面临更大的（主权）风险。为了减少这种主权风险，捐助者/债权人可以决定提供额外的债务减免。但是，除非支出承诺优先，否则只有在剩余债务偿还的风险也降低的情况下，才会降低投资风险。简而言之：有条件的拨款只对公共投资有利，而债务-气候互换的利益通常由公共投资和非参与债权人之间共享。因此，债务气候互换通常是一种比有条件拨款效率更低的财政支持形式（见方框 2 和附录 1）。

如果支出承诺事实上优先于偿债，那么债务气候互换可能是一种比有条件拨款更有效的财政支持形式。在这种情况下，互换可以以较低的成本支持债权人/捐助者的特定气候支出，因为至少部分气候支出将由其他债权人间接资助（他们在危机中将遭受更大的损失，见方框 2 和附录 1）。

此外，当债务-气候互换提供的债务减免超过了资助气候投资所需的资金时，债务人可能更喜欢债务-气候互换，而不是有气候条件的拨款。拨款通常最多只能覆盖投资成本，但债务气候互换通常会产生一些净债务减免（也就是说，债务减免将略微超过投资成本）。因此，它们会导致一个更高的净财政转移。尽管如此，由于上述原因，通过将完全支付气候投资的气候条件拨款与一些额外的无条件债务减免相结合，实现相同的净财政转移通常更具成本效益（从为债务-气候互换提供资金的债权人或捐助者的角度来看）。

方框 2.对有气候条件的拨款和债务-气候互换的比较：一个例子

假设一个国家欠债权人 100 单位的实际资源。在还款时，该国有 50% 的可能有 115 单位的资源用于还款，也有 50% 的可能只有 90 单位的资源用于还款。

因此，由于存在这两种概率分别为 0.5 的情况，该国需要将其债务谈判到不高于其偿还能力的水平。因此，对债权人的预期支付（债务的市场价值）是 $0.5 \times 100 + 0.5 \times 90 = 95$ 。现在假设气候投资的成本为 20，所以如果没有外部支持，它是无法负担的（贷款融资会使债务超过国家能够偿还的最高限额）。考虑两种形式的有条件的财政拨款：要么拨款 20 单位——所有拨款必须用于气候投资，或减免 20 单位的债务。

假设不存在债务危机，那么这个国家有 115 个单位用于偿还债务。在这种情况下，拨款和债务减免会导致相同的结果。如果财政支持采取拨款的形式，这将支付气候投资的费用，债权人将得到 100 单位的偿还，而国家则保留 15 单位。如果采取债务减免的形式，债务人偿还 80 单位，国家用 20 单位来实施气候投资，并保留 15 单位。

现在假设存在债务危机，所以实际资源是 90 单位。在这种情况下，拨款和债务减免一般会导致不同的结果。如果财政支持的形式是拨款，那么拨款将用于气候投资，债务不变，而债权人则损失 10 单位。另一方面，债务-气候互换将债务降低到 80。这意味着，如果资源最终达到 90 单位，国家将拥有超过偿还债务所需的资金，但少于债务和投资承诺之和（100 单位）。

在这种情况下会发生什么，取决于气候投资承诺与偿债承诺在法律上或事实上的优先级。

●如果气候投资优先于偿债承诺，其后果与有条件拨款相同。政府进行气候投资，债权人得到 70，损失 10。

●如果情况不是这样，那么气候投资就不会发生，或者只是部分发生。例如，如果偿债优先于气候投资，债权人将得到 80 美元的偿还，只留下 10 美元用于气候投资。或者，如果资源按比例分配，债权人得到 $0.8 \times 90 = 72$ ，只损失 8 而不是 10，而用于气候投资的资源是 $0.2 \times 90 = 18$ 。

这个例子的三个启示值得我们关注。

首先，预期的债务减免小于债务减免面值（20 单位），除非气候支出是优先于偿债的。如果偿债优先于气候支出，那么对债权人的预期付款是 $0.5 \times 80 + 0.5 \times 80 = 80$ 。而预期的债务减免 $95 - 80 = 15$ 。如果偿债支出与气候支出按比例分配，那么预期支付给债权人的款项为 $0.5 \times 80 + 0.5 \times 72 = 76$ ，面值 20 的债务互换得到的预期债务减免是 $95 - 76 = 19$ 。然而，如果气候支出优先于偿债，那么对债权人的预期付款是 $0.5 \times 80 + 0.5 \times 70 = 75$ ，预期债务减免为 $95 - 75 = 20$ 。

第二，如果提供债务减免的债权人或捐助者不能保证即使在危机中债务国也能获得 20 个单位的气候投资（就像财政支持采取气候条件拨款的形式一样），那么它将需要提供 30 个单位的债务减免，而不仅仅是 20 个单位。这将确保即使在危机状态下，债务国资源也足以偿还债权人并承担全部气候投资（ $90 = 20 + 70$ ）。因此，如果气候支出承诺不能被优先考虑，那么通过债务-气候互换提供财政支持以达到理想的气候支出水平比通过有条件拨款的成本更高。额外的成本反映了对未参与债权人的补贴以及气候支出，那些未参与债权人的债务偿还现在变得更加安全。

第三，如果气候支出的承诺确实可以成为优先事项，那么通过债务互换来支持气候投资的方式实际上比有条件拨款更有成本优势。在上面的例子中，20 单位的气候投资是由债务互换来提供资金的，该互换以相同的金额减记债务的面值，但仅使参与债权人损失该债务的市场价值，即 19（ $= 20 \times 0.95$ ）。剩余的金额由其他（非参与）的债权人间接资助，与按比例分配损失的情况相比，他们在危机状态下得到的资金更少（在这个例子中，是 70 而不是 72）。

在附录一中，这个例子在几个方面得到了扩展：（1）资源由一个连续的概率分布来描述。这些资源必须用于偿还债务和支付债务互换产生的任何投资承诺。（2）债务人可能会遭受违约的“无谓损失”（这种损失同样对债权人没有好处）。（3）债务减免和拨款可能超过它们所要支持的气候支出。（4）为了研究债务回购和三边债务互换的影响，我们假设债务可以在二级市场上进行交易。使用以上设定，可以得出如下结果：

● 债务-气候互换中，如果名义债务减免至少与气候支出要求的规模一样大，总会导致对债务国的非负财政转移（等于外部支付承诺的预期变化）。然而，这种转移总是小于对外支付承诺的名义下降。

● 从捐赠者/债权人的角度来看，对于存在主权债务风险的国家，拨款通常是比债务减免更好的支持气候投资的方式。这是因为拨款的结构可以确保无论债务国的资源如何，投资都会发生。相反，如果财政支持采取债务减免的形式，如果该国没有足够的资金来偿还债务和进行气候投资，那么气候投资可能不会发生。出于同样的原因，债务国一般也应该选择拨款（除非债务互换带来的债务减免超过了气候融资所需的数额）。

● 当气候投资优先于偿债时，债务-气候交换是一种比拨款更便宜的融资方式。债务-气候互换是一种比拨款更便宜的气候投资融资方式，因为当债务国资源太少而无法进行气候投资和偿还所有债务时，互换将通过削减偿债支出来部分融资。

● 如果违约成本和/或在重组时用于偿还债权人的现金份额足够高，则债务人进行的债务回购可能是有效的（如果在违约的情况下，大部分现金都归债权人所有，回购更有可能是一个好主意）。

●最后，从捐助者和债务人的角度看，捐助者进行的回购（捐助者在二级市场上回购债务，随后将其换成面值等于或低于回购所用现金的贷款）比债务人进行的债务回购（捐赠者向债务人提供现金进行回购以换取同等或更低面额的债权）更好。这是因为捐赠者进行的回购是以较低的二级市场价格进行交易的。

债务-气候互换与全面债务重组的比较

债务互换通常不是解决不可持续的债务状况的正确工具。正如本文所定义的，债务互换涉及部分债务减免，而不可持续的债务通常需要重组，包括广泛的未偿债务。这就引出了两个问题。首先，解决债务既不可持续又有大量气候投资需求的情况的最佳方法是什么？第二，是否存在任何经济环境中，债务气候互换会优于深度债务重组（气候条件或非气候条件）、有条件拨款或两者的结合？

解决不可持续的债务和大量气候投资需求的最佳方法取决于气候行动是否对主权风险产生强烈影响。

如果情况不是这样，通常应该首先通过全面债务重组来恢复债务的可持续性，然后通过有气候条件的拨款/贷款来支持气候投资。这是基于先前得出的论点。债务气候互换补贴了不参与该操作的债权人。相比之下，深度债务重组一般都有框架，以确保债权人的广泛参与（如对所有债券持有人的债务互换提议，或巴黎俱乐部的待遇可比性条款）。出于这个原因，一般来说，将恢复债务可持续性与对气候行动的财政支持脱钩是有效的，财政支持应该是恢复可持续性所需的债务减免的补充，最好是以有条件的拨款（或拨款和贷款相结合）而不是债务-气候交换的形式。

然而，当气候行动显著降低主权风险时，就有经济理由进行有气候条件的债务重组。在一些国家，如一些小岛屿国家，气候导致的灾难和重大的气候融资需求都可能加剧债务的脆弱性（例如，见IMF-世界银行对密克罗尼西亚、圣卢西亚和汤加的气候变化政策评估）。在这种情况下，提供债务减免而不授权采取气候适应行动可能会引发道德风险问题（因为债务困扰的成本由债务人和债权人共同承担，但只有债务人决定如何使用通过债务减免获得的财政空间）。

债务-气候互换在同时涉及债务高风险困境且全面债务重组存在巨额成本的少数环境中可能是有效的。在这种情况下，债务互换与有条件拨款相比的缺点可能会被与债务互换有关的债务减免所带来的好处抵消。与此同时，与全面债务重组相比，债务互换的主要缺点——较低的债务减免、以及无法保证恢复债务可持续性——可能被其能够避免创伤性重组的可能性所抵消。重要的是，第二个条件只有少数情况下才可行，因为它依赖于这样的假设，即由债务互换产生的部分债务减免可以大大降低债务风险。如果即使在债务互换操作之后，债

务危机的可能性仍然很高，那么进行全面重组将更可取。虽然先发制人的债务重组的声誉和经济成本可能高于债务互换，但明显低于无序违约或违约后重组的成本（Asonuma & Trebesch, 2016; Asonuma et al., 2020）。

除了这些效率方面的理由之外，债务-气候互换，以及更普遍的将债务减免和气候行动联系起来的存在，都要考虑到实际情况。即使帮助发展中国家解决债务和/或气候问题的最佳方式是将单纯的债务减免与气候条件下的拨款或贷款相结合，债权人可能不会轻易提供无条件的债务减免，而且气候条件下的拨款也很少会慷慨到创造超出气候行动所需的财政空间。此外，在某些情况下，气候条件可能增强了债权人提供债务减免的意愿。债务互换的这种实用性可能对中等收入国家特别有意义，因为这些国家不太可能获得拨款。

如果债务气候互换以三边互换的形式出现，包括由捐助者资助购买商业债务，那么让捐助者承担购买行为是有意义的。如果捐赠人能够在债务市场意识到所购买的债务将被免除之前进行购买，它可能会以比债务人进行回购时更低的价格购买债务（附录一）。在第二步中，所购买的债务可以兑换成一笔面值等于或低于捐赠者用来回购债务的现金的贷款。

最后，重要的是要区分将债务减免与气候条件联系起来的一般情况和债务-气候互换的具体情况。当气候适应对主权风险产生重大影响时——最合理的情况是，当气候变化是造成不可持续的债务的一个原因时——将债务减免与气候适应行动联系起来，对于解决道德风险的来源和获得债权人的支持至关重要。然而，这种联系一般应在全面债务重组的背景下进行，而不是在涉及一个债权人或一类债权人的债务互换中发生。在债务互换预计会对债务风险产生重大影响，而更全面的债务重组的经济成本很高的情况下，可能会出现一个例外。除了这种情况之外，当替代方案如有条件拨款或全面债务重组——无法实现时，债务气候交换可能是扩大气候行动财政空间的切实可行的方式。

四、为什么债务互换仍然是一种小范围的定制性工具？

债务互换的使用受到“需求”（资金使用）和“供给”（资金可用性）两方面的限制。首先，债务-气候互换和债务-自然互换在历史上一直与需要确定、构建和监测的具体项目有关。创建这些项目和相关的治理结构的成本非常高昂。其次，可能对债务互换感兴趣的债权人所持有的债务池仍然相对较小。这些因素是相互强化的：高额的交易和监督成本缩小了可能对债务气候互换感兴趣的投资者/债权人的范围，而互换的小规模阻碍了规模经济的实现。

资金的使用：寻找、构建和监测项目的成本

债务-气候互换大多仍然是由单个债权人进行的未经协调的、小规模的项目操作。制约债务互换规模扩大的因素包括：

高交易成本。债务互换需要确定一个合适的项目，在多方之间进行协调，并进行耗时的谈判（根据经合组织，2-4 年）。与互换挂钩的绩效监测指标带来了很高的行政负担，特别是在能力薄弱的环境中，因为需要绕过债务国政府自己的系统和程序建立平行的结构来实施项目实施和监测（另见 Cassimon, Prowse, Essers, 2011）。如果可能对互换感兴趣的债权国不是那些有能力承担这些交易成本的国家（例如，小型发达经济体没有一套广泛的机构和国家机器来实施互换），这个问题就会更加复杂。

高监测成本。交易的零散性导致了具体项目的绩效衡量，这为扩大规模造成了障碍，因为潜在的投资者将需要熟悉每个特定的项目。这也对金融机构的参与造成了限制，如果有统一的业绩指标和监测标准（在各种项目中）以及流动性强的二级市场，金融机构可能能够为债务互换调动大量资金。

承诺问题。当互换需要采取延伸到未来的行动或政策时，债务人承诺问题就会产生一种激励，一旦债务国获得债务减免就会违约，或由于财政冲击而无法履行义务。如果债务人认为债权人可能无法提供最初设想的减免，其也可能不愿意采取导致永久性和代价高昂的重新分配的监管政策。

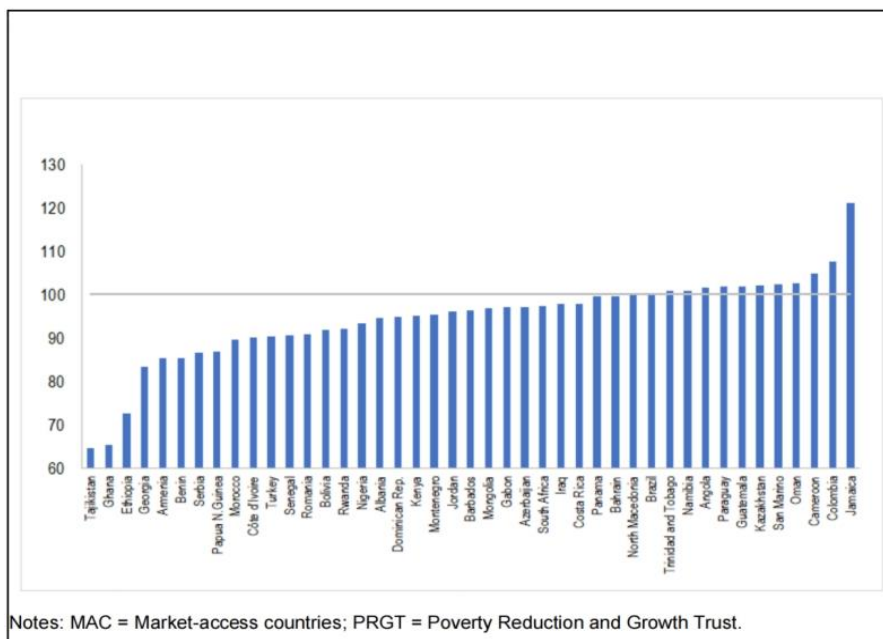
资金供给：债务体量和构成

最常见的与低收入国家有关的债务互换形式是与巴黎俱乐部会员的官方双边互换，使用符合官方发展援助资格的债务。根据 LIC-DSF，具有中高债务可持续性风险的低收入国家的外债总额到 2021 年底相当于 2450 亿美元，这是近似估算具有可持续债务但缺乏财政空间的可能最适合债务转换的国家集团的一种方式。自那时以来，巴黎俱乐部债权国对重债务国的债务已大幅减少到 180 亿美元（占外债总额的 7%），而非巴黎俱乐部双边债权人持有的债务为 550 亿美元（占外债总额的 23%）。此外，私人持有的债券原则上可以适用于三边气候债务互换。在这些低收入国家中，这一数字为 340 亿美元，集中在少数几个国家（表 1），但如果以 GDP 来衡量债务，则这一比例会更低（附录图 1）。

新兴市场经济体发行了数量要高得多的债券和巴黎俱乐部债券，但通常不适合可能适合涉及债务回购的三边债务互换的条款。表 2 显示了截至 2022 年 3 月 17 日，债券利差在 200 至 1000 个基点之间的所有国家。选择 1000 个基点的界限是为了排除处于严重债务困境的国家，其中许多国家需要通过谈判进行债务重组。截至 2021 年底，这些国家的主权债务总额约为 7980 亿美元，其中包括 365 亿美元的巴黎俱乐部债务和 3760 亿美元的债券。过去，只有一小部分巴黎俱乐部的债权人参与过债务-气候互换。另一方面，涉及债务回购的三边互换通常侧重于大幅折价的债务交易。这是一个规模要小得多的集合，583 只未发行债券中有 153 只以低于 85% 的面值交易。如图 5 所示，当考虑到加权平均债券

价格（以每只债券的未偿金额加权的买入价格）时，这一集合变得更小：只有四个国家的债券平均交易价格低于面值的 85%。也就是说，只要债务互换的“需求方”障碍减少，债务互换仅基于与可持续性指数化债务相关的成本优势，债务互换甚至对于不折价交易的债券也可能变得有吸引力（见下文）。此外，在一些图表中未显示的处于债务困境的国家，有可能将气候条件与通过谈判进行的债务重组（而不是债务回购）结合起来（如伯利兹，2021）。

图 5 PRGT 国家和 MAC 国家样本的加权平均债券买入价格分布



资料来源：作者根据彭博截至 2022 年 3 月 17 日的数据进行计算。

五、债务互换的规模应该扩大吗，又如何扩大？

由于有条件拨款通常是一种比债务气候互换更具成本效益的支持气候投资的方式，因此，扩大债务互换规模是否应该成为一个政策目标的结论并不明确。如果债务互换的主要经济原因是注重实效的——即其他形式的财政支持，包括普通债务减免和气候条件拨款，供不应求——那么政策应该侧重于扩大对气候需求超出其财政空间的发展中国的任何形式的财政支持，而不一定是“扩大”债务互换规模。

尽管如此，有两个支持扩大债务互换规模的原因——更一般的是将债务减免与气候承诺联系起来。首先，这些措施中的大多数不仅有利于债务互换，还有利于更广泛的气候融资，包括气候条件拨款、气候条件下的官方贷款以及与可持续性相关的债券发行。第二，如果债务减免与气候行动相联系，那么一些债权人提供债务减免的意愿可能会更大。

本节介绍了五套相互不排斥的操作，可以有意义地扩大债务-气候互换和相关的气候融资工具的规模。首先，扩大以项目为基础的互换交易，以支持气候脆弱国家，加速气候投资。第二，采取以预算使用资金为重点的程序性方法。第三，制定标准化的关键绩效指标，以及建立财务条款与这些关键绩效指标相关的债务工具市场。第四，通过使用碳信用来激励来自私人 and 官方的债务互换。最后，通过一项包括广泛捐助国和官方双边债权国的多边倡议，确定在气候相关投资需求和财政空间之间存在差距最大的国家，并通过双边债务互换和有条件拨款的三边债务互换的组合来支持这些国家。

捆绑项目和政策改革

基于项目的互换可以通过打包相关项目并将其与相关政策改革结合来扩大规模。项目可以围绕一个国家的气候缓解和适应计划进行组织，例如，退役燃煤电厂，建设可再生能源发电厂，以及建设气候适应能力更强的基础设施和农业系统。项目捆绑操作可以用基于政策的改革（如能源部门改革和碳定价）来补充，以支持整体气候转型。将这类改革与涉及实物投资的项目联系起来的一个好处是，后者更难以逆转。因此，它们有助于解决上一节所述的承诺问题。

解决承诺问题的另一种方法是通过与国际金融机构达成的条件限制。IMF 的复原力和可持续性信托基金于 2022 年 4 月获得批准，旨在支持与气候相关的改革等优先事项。IMF 或多边开发银行（Multilateral Development Bank, MDB）的条件（例如，与能源部门改革有关的条件）可以作为一种承诺手段，以进行对实现《巴黎协定》下的国家发展计划至关重要的改革。这些资金可以使各国能够吸引私人 and 捐助国的融资，包括以债务交换的形式进行融资。

支持气候适应和/或缓解的预算支出

债务互换可用于资助与气候有关的支出类别中的预算支出。这种方法的好处有两个方面。首先，它不需要识别、构建和监测单个项目，因此涉及的交易成本低得多。第二，资金可能来自债务互换以外的其他来源，因此，它与以前的债务所有权无关。这种类型的“程序性方法”可以与国家发展战略联系起来，增加所有权（Steele & Patel, 2020）。

可以采用一种程序性方法来支持一个国家的脱碳战略。与其说是一项改革（例如，一个工厂退役），不如说是以气候为重点的更广泛的能源部门改革。例如，如果煤炭是主要的能源来源，而该国正在寻求融资以减少其碳足迹，就可以使用全面的过渡战略来动员气候融资，包括使用债务互换。这样的交易可能要求政府作为过渡战略的一部分，承担具体的承诺（使燃煤电厂退役、增加可再生能源、向社区提供支持）。这种做法类似于七国集团和南非之间的公正能源过渡伙伴关系。

要使这种办法取得成功，债务国必须有强有力的体制结构，以减轻对收益用途的担忧。债务国的一个强有力的政策承诺将是实施绿色预算编制和气候公共投资管理评估，并将其作为其公共财政管理实践的一部分。包括国际货币基金组织在内的国际机构可以支持这种做法的发展。这种方法将使气候更好地纳入政策框架并促进提高政府气候支出的透明度，以及对其相应的监督和问责制度。对于私人债权人来说，这也可能是一种有吸引力的方法，因为他们正在寻求绿色化现有的以预算为导向的主权债权，并且他们相比于个别项目更倾向于为政府预算提供资金。更普遍地说，债务国将受益于制定雄心勃勃气候战略，其中包括包括融资需求和差距。在进行债务互换谈判时，这些文件将提高它们在债权人那里的可信度。

制定KPI并创建与KPI挂钩的债券市场

债务互换可以与衡量气候结果的KPI挂钩，而不是与支出或项目挂钩。这项工作可以整合到正在进行的与环境、社会和治理（ESG）挂钩债券相关的气候相关关键绩效指标的设计和标准化工作中。标准化的KPI可用于降低债务互换的监测成本，同时也支持为此类业务发行与ESG挂钩的债券（从而降低相对于为此目的发行的常规债券的总体成本）。虽然目前与ESG挂钩的债券相关的“绿色溢价”较低，在最好的情况下可达 50 个基点，但随着这些工具的可信度和整体需求的增加，这一溢价可能会扩大。大多数ESG的发行都是由发达经济体进行的。实施关键绩效指标所带来的监测和承诺的改善，可以使各国以比普通工具更低的成本获得气候融资。同样地，它们也可以降低设计和监测债务气候互换的成本。相反，与气候结果相关的债务互换可以解决先发问题，并为KPI标准化和ESG市场的发展铺平道路。

一些提案旨在将债券的财务条款与气候相关的KPI挂钩。世界银行提出了“可持续发展挂钩债券”（SLBs），其中的关键绩效指标是基于国家气候和生物多样性的承诺，如对《巴黎协定》的国家发展计划（Flugge et al., 2021; Silva & Stewart, 2021）。如果不能达到KPIs，将导致融资成本的上升（或者，部分债务偿还可以先存入托管账户，然后返回给符合kpi的国家）。Flugge et al. (2021) 指出，国际金融机构在促进国际协调以弥补气候信息架构中的差距并允许一套全球统一和一致的气候披露标准方面发挥着作用。多边开发银行和非政府组织可以通过与国家当局合作设计和监测KPI，并通过提供帮助执行的中介服务来作出贡献。例如，生物多样性金融倡议（F4B）提议发展一个自然和气候主权债券基金，由一个或多个国际机构合作主办，为发行人和投资者设计自然和气候指标制定指导方针和协议，并作为监测和核查绩效成果的平台（F4B, 2021）。扩大主权SLB市场的规模可能需要债务管理办公室、行业团体

以及市场参与者之间的协调（Doran & Tanner, 2019; Giraldez & Fontana, 2021）。

除了制定和监测关键绩效指标外，多边开发银行可以考虑通过提供增强措施，如部分担保，来降低信贷风险，从而提高与关键绩效指标挂钩的债券的吸引力。此类担保已被用于降低发行收益债券的成本（例如，塞舌尔在 2018 年发行的蓝色债券，由世界银行提供部分担保（见世界银行，2018 年））。或者，多边开发银行可以资助KPI挂钩债券发行人自己购买布雷迪债券式的抵押品（如AAA级的零息债券）。这种增强可以在两个方面是合理的：作为一个临时措施，帮助发展与KPI挂钩的债券市场，直到KPI的使用根深蒂固，或作为一项永久性措施，反映国际外部性，这些外部性尚未通过有利于KPI挂钩债券的监管或公众对机构投资者的压力完全内化。因此，这种增强的目的不是消除信用风险，而是为了补偿投资者无法通过其他方式内部化的外部性（Volz et al., 2021）。在需要定制KPI的情况下，多边开发银行也可以参与进来，信用增强可以用来管理此类项目的风险。

与KPI挂钩的债券市场的发展，可能会在向净零债券过渡期间刺激人们对债务互换的兴趣，并有助于使资金流动与《巴黎协定》保持一致。商业债权人的投资组合越来越多地根据环境标准进行筛选，他们可以自愿将其债权换成新的绿色工具--不一定需要非政府组织的中介或复杂的SPV结构，而这些结构到目前为止对这些类型的交换的成功至关重要（图 3，框 2）。监管趋同和合同标准化可能会加速这类努力，并提高此类交换工具的市场性可行性。

利用碳信用额来激励债务-气候互换

随着KPI的标准化，承担债务互换的公共或私人债权人可以获得信贷以抵消其碳足迹。虽然这可能会提高其他地方的碳排放水平，但它允许更广泛的项目选择，包括一些在减排方面比在没有此类交易的情况下将采取的替代项目更具成本效益的项目。这些效率收益可以使绿色投资更具吸引力，使更多的项目获得融资，从而有助于减少总排放。如果信贷是通过缓解气候而产生的，而如果没有债务-气候互换是无法实现的，而收益是额外的——债务国的债务降低，并且债权人从碳信用中受益以支持其气候缓解目标。一个成功的例子是 2005-2007 年西班牙和乌拉圭之间通过现已不存在的清洁发展机制（CDM）进行的风力发电债务交换，为西班牙赢得了认证的减排信用额度（Cassimon, Prowse & Essers, 2014, 2021）。像CDM这样的新机制可以促进债务-气候互换的采用。

碳信用额的设计需要避免洗绿的风险，并将支持债务互换的气候行动与全球气候缓解努力结合起来。这意味着将重点放在没有债务互换就无法采取气候行动的情况上，而且任何缓解收益都是基准情况之外的。这种机会更有可能存

在于财政有限的新兴市场和发展中经济体，这些国家缺乏融资，抑制了政府为其气候改革议程提供资金的能力，因此全球气候减缓程度仍然较低。此外，通过增加回购折扣或降低新债务融资成本，碳信用可以增加进行气候投资的国家获得的财政空间，尤其是在ESG债务的“绿化”仍然很小的情况下。因此，即使是部分的碳信用额也可以降低债务人的经营成本，并激励债权人进行交易

调动官方资金用于与气候行动相关的债务互换或拨款

如果没有拨款或债务减免形式的财政支持，许多发展中国家将无法执行其国家发展援助。如上所述，鉴于目前的债务水平，许多发展中国家可能没有足够的财政空间来实施其NDCs。这些国家将无法吸引私人融资为气候投资提供资金，即使有充分发展的KPI指数化债券市场。然而，发展这一市场所需的关键绩效指标可能是涉及捐助国的更为雄心勃勃的财政支持形式的一个重要组成部分。在第 26 次缔约方会议期间宣布的对南非的 85 亿美元支持，包括改革承诺和监测能源部门改革的KPI指标。

为缺乏财政空间的国家的气候投资提供资金的最有效工具是由主要官方双边债权人和广泛的高收入捐助国资助的协调的多年期倡议。这将需要识别：

首先，一组潜在的受益国。这可以基于相对于财政空间的气候相关公共投资需求（与气候相关的财政缺口）以及债务国所面临的气候风险的严重程度。

第二，一组愿意做出财政承诺帮助这些受益者的先进经济体和/或债权人。这可以设定为捐助国国内生产总值（GDP）的份额，而具体数额又可以取决于捐助国/债权人的人均收入水平。这些承诺应旨在填补受益国与气候有关的总体财政缺口。

第三，捐助国之间就支助形式达成协议，作为履行捐助国承诺的一种方式。该协议的核心是（1）每美元财政支持的最低气候影响，由商定的受益国的关键绩效指标衡量，以及（2）每个受益国的最高支持水平，即已确定的与气候相关的财政缺口。

在满足这些商定条件的前提下，捐助者和债权人将就气候行动和支持方式进行谈判。后者可包括双边债务-气候互换（针对属于受益国债权人的捐助国）；有条件拨款（针对非主要官方双边债权人的捐助国）；和三边债务气候互换（针对非主要官方双边债权人，但愿意通过有条件债务减免支持受益人的捐助国）。后者的范围可以通过建立贷款二级市场来扩大，以便使捐助国有机会赞助涉及另一个债权国持有的债权的债务-气候互换。多边机构和/或非政府组织可以作为中介机构。

为了尽量减少搭便车，分担财政成本，并实现政治可行性，参与的捐助国需要尽可能多。至少，它需要包括工会或主要的官方双边债权人，包括巴黎俱

乐部和非巴黎俱乐部，以及发达经济体。需要采取这种办法来解决两种形式的搭便车：第一，关于该倡议对减缓气候变化的好处，第二，关于它对信用风险的影响。除非所有主要官方债权人都参与，否则非债权人捐助者将没有参与的动机（因为其财政支助的很大一部分将以改善借款人偿付能力的形式使这些债权人受益）。相反，除非所有发达经济体都参与其中，否则主要的官方债权人——其中一些是发展中国家——将不愿意参与，因为它们将承担不成比例的财政成本负担，通过化解受益群体的经济和气候危机以实现全球利益。

六、结论

当气候投资的主要制约因素是缺乏财政空间时，债务气候互换可能是有用的工具。在这种情况下，标准的气候融资（绿色贷款或债券）并不能解决问题，因为它们会将债务提高到不可持续的水平。相反，促进气候投资将需要财政转移。这些措施可以采取有气候条件的拨款、债务气候互换（定义为一个债权人或一个严格的债权人子集的有气候条件的债务减免）或全面债务重组的形式。后者可以与气候条件相结合。

债务气候互换通常是一种效率较低的财政支持形式，其效率低于其替代品——有条件拨款和/或全面债务重组。有条件拨款和普通的债务重组是通常更能确保转移的资源达到其预期目标——为气候投资融资和/或减少债务负担，而不是使其他债权人受益。虽然有气候条件的拨款的结构可以使其只在气候行动得到实施的情况下支付，但这对债务-气候交换来说比较困难，其运作方式是以公共投资承诺为条件，降低参与债权人的偿债能力，而公共投资承诺通常仍受主权风险的影响。而全面债务重组，顾名思义，就是要让广大的债权人参与进来。因此，气候条件下的拨款通常优先于债务-气候互换，同时在不可持续的债务情况下还会加上全面债务重组。

然而，在以下两种情况下，债务气候互换至少与有条件拨款、全面债务重组或两者的结合一样好：当债务-气候互换的结构能够确保受援国的气候投资承诺实际上高于其偿债承诺时。在这种情况下，债务-气候交换甚至可能比有条件拨款更有优势。当全面的债务重组预计将造成大规模的经济混乱，而与债务-气候转换相关的债务减免（虽然是部分的）预计将大幅降低债务困境的可能性（包括在不可持续的债务情况下恢复债务可持续性）。在过去，债务自然互换很少能满足这些条件。但如果债务互换的规模扩大，它们可能在未来得到满足。

虽然债务气候互换的情况有限，但在全面债务重组中纳入气候条件的情况更广泛。当气候风险是债务风险的一个重要原因时，以债务人的行动为条件减免债务是有道理的，这些行动将降低经济对这种风险的敞口（例如气候适应投资）。虽然发展中国家目前的大多数债务问题不是由气候变化引起的，但这一

论点与一系列遭受不可持续债务和高气候风险的经济体有关，并且随着更多经济体感受到气候变化的影响，未来的相关性可能会进一步加强。认识到这一事实，国际货币基金组织新的主权风险和债务可持续性框架（IMF，2022b）包括分析气候适应和缓解对债务可持续性的影响的模块，并要求国际货币基金组织工作人员在所有债务重组情况下应用气候适应模块。

此外，债务气候交换还有一个务实的理由。在现实世界中，气候融资不足——尤其是有气候条件的拨款。此外，如果债务人不仅承诺遵守标准的宏观经济条件，而且承诺遵守气候条件（即使气候条件对信贷风险没有直接影响），那么债权人提供债务减免的意愿可能会增强。

因此，债务气候互换是值得提倡的，只要它们（1）扩大那些无法仅靠贷款承担气候投资的债务国的财政资源（2）旨在最大限度地提高债务人的利益。具体来说，它们的结构应确保减少债务偿还服务所产生的资金用于预期的投资，而不是一般的债务偿还（最近针对伯利兹海洋保护的债务互换展示了如何做到这一点）。此外，如果债务互换涉及在二级市场上回购商业债务，则回购应由捐赠人/债权人而不是债务人进行，因为第三边可能能够以低于债务国的价格购买债务。

这些论点呼吁采取鼓励和提高债务气候互换规模的政策，特别是当这些政策也有利于其他形式的气候融资时。此类政策可能包括打包气候项目和相关政策改革，将债务-气候转换与资金的预算使用（以及与气候相关的政策改革）联系起来，为财务条款与这些关键绩效指标挂钩的债务工具制定标准化气候绩效指标和市场，以及使用碳信用额来激励来自私人 and 官方来源的债务转换。这类政策将减少目前阻碍债务-气候转换的交易和监测成本，鼓励利用稀缺资源以最具成本效益的方式减少排放，并增加债务-气候转换和其他形式的气候融资对发展中国家的财政效益。

除了降低交易和代理成本的政策外，债务-气候互换和相关气候融资工具也应得到官方财政支持。这种支持可以采取的一种形式是信用增强，如部分担保或布雷迪债券式抵押品。这种增强（实际上是公共补贴）的目的不应是消除信用风险，而是解决无法通过其他方式内部化的气候外部性，例如有利于与关键绩效指标挂钩的债券的监管或机构投资者对公众舆论的反应。

最雄心勃勃的是，官方债权人和高收入国家可以同意减轻对发展中国家气候投资的财政限制。这将需要确定一组潜在的受益国，与参与的债权人/捐助方谈判一系列承诺，并商定可接受的履行这些承诺的支持形式，包括以受益国商定的KPI衡量的每美元财政支持的最低气候影响，以及每个受益国的最高支助水平。根据这些商定的条件，捐助者将可以自由选择支持哪些国家和支助的方

式。后者可能包括有气候条件拨款、双边债务-气候互换，以及购买商业债务并将其与有气候条件的贷款或与KPI挂钩债券的互换。

本文原题为“Debt-for-Climate Swaps: Analysis, Design, and Implementation”。作者 Marcos Chamon, Erik Klok, Vimal Thakoor, and Jeromin Zettelmeye。Marcos Chamon 是国际货币基金组织的一名副处长，研究与国际金融有关的广泛课题，包括与主权债务结构和重组有关的问题、负债计价、债务与 GDP 的指数化、国际金融结构、国家保险、评估新兴市场 and 发达经济体脆弱性的方法、中国的消费和储蓄、新兴市场对全球金融危机的政策反应等。Erik Klok 是 IMF 债务政策司战略、政策和审查处副处长。Vimal Thakoor 是 IMF 非洲部门经济学家。Jeromin Zettelmeye 曾任 IMF 战略和政策部副主任，现任布鲁盖尔研究所主任。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

The Center for Economic Policy Research (CEPR) 经济政策研究中心

简介：经济政策研究中心成立于 1983 年。它包括七百多位研究人员，分布于 28 个国家的 237 家机构中（主要是欧洲高校）。其特点是提供政策相关的学术研究、并关注欧洲。Voxeu.org 是 CEPR 的门户网站，受众为政府部门的经济学家、国际组织等。它的文章多为与政策相关的工作论文初稿，比财经报纸专栏更为深入，同时比专业学术文章更加易懂。

网址：<http://www.voxeu.org/>

Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel) 基尔世界经济研究所

简介：基尔世界经济研究所是一个研究全球经济事务、经济政策咨询和经济教育的国际中心。该研究所尤其致力于为全球经济事务中的紧迫问题提供解决方案。基尔研究所的研究领域包括经济预测、经济政策咨询、出版物、全球解决方案倡议、科学教育和公共关系。该研究所在其研究的基础上，向政策、商业和社会决策者提供咨询，并向更广泛的公众通报国际经济政策的重要发展。

网址：<https://www.ifw-kiel.de/>

Center for Global Development (CGD) 全球发展中心

简介：CGD 位于美国华盛顿，是一独立的非营利性思想库，通过严谨的研究及与政策集团的积极性接触，鼓励美国及其他富裕国家进行其政策的改变以减少全球的贫困和不平等现状。

网址：<https://www.cgdev.org/>

National Bureau of Economic Research (NBER) 美国国家经济研究局

简介：NBER 建立于 1920 年，是一个私人的、非盈利、无党派分歧的研究机构，专注于更好的理解经济运行状态。NBER 决心致力于在经济政策制定者、商业专家和科研院所之间传播无偏的经济研究。

网址：<https://www.nber.org/>