

全球智库半月谈

主权债务之谜

地缘政治风险加剧了吗？

从大分化到南南分化

各国潜在经济增速

协调绿色支出与债务可持续性之间的矛盾

美国多维度货币政策的全球溢出效应

本期编译

廖世伟

刘萱仪

宋海锐

王悦人

熊春婷

张高瀚

张丝雨

（按姓氏拼音排序）

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

《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：王琬婷 邮箱：wangwanting@ucass.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

全球视野

主权债务之谜.....6

导读：我们回顾了主权债务文献的研究现状，并指出不能简单地认为主权债务的规范模型能够准确解释主权债务定价和偿还的几个事实。我们对 20 多个主权债务谜题进行了识别和分类。这些令人费解的现象有些是耳熟能详和有据可查的，另一些则不那么出名，对其描述有时是基于轶事证据。我们将这些谜题分为三类：关于主权国家如何发行债务的谜题；主权债务定价之谜以及关于主权违约和违约后重组的谜题。最后，我们提出了新研究的可能途径，旨在使理论与我们在现实世界中观察到的现象相一致。

地缘政治风险加剧了吗？26

导读：2023 年即将结束，欧洲和中东、俄罗斯和乌克兰、以色列和 Hamas 之间的主要战争正在肆虐。根据乌普萨拉冲突数据计划（UCDP）数据库，涉及主权国家的活跃武装冲突比第二次世界大战以来的任何时候都多。但情况是否比以往都更糟，或者至少风险更大？由 Dario Caldara)和 Matteo Iacoviello)开发的地缘政治风险指数 (GPR) 旨在从更广泛的历史角度评估风险，并表明事实却并非如此。

协调绿色支出与债务可持续性之间的矛盾..... 30

导读：当前发达经济体的政府面临两大挑战：对抗全球变暖和控制公共债务。第一个挑战是实现巴黎协定和欧盟提出的减少温室气体排放和实现零排放目标，这需要巨大的投资。第二个挑战是防止公共债务失控，由于全球金融危机和 COVID-19 疫情的影响，公共债务与 GDP 的比率已达到历史高点。如何协调绿色支出与债务可持续性成为争议的焦点。为了解决这个问题，首先需要确定在两个方面的可操作空间，即确定应对全球变暖的成本和政府的财政预算。对于应对全球变暖的成本，需要考虑政府采取的工具，如公共基础设施投资和对私营部门的激励措施的规模和性质。

从大分化到南南分化..... 34

导读：随着东亚（尤其是中国）经济的迅速崛起，漫长的全球“大分化”时代已经结束。但是，经济史学家尚未对全球南方国家（发展中国家）近年来经济快速分化的原因和后果进行分析。本专栏认为，这种南南差异迫切需要关注。

各国潜在经济增速.....39

导读：经济增长对于实现发展目标、消除贫困，以及确保债务负担的可持续性至关重要。在过去的二十年中，全球经历了两次大规模的衰退，这两次衰退都导致了长期的增长减缓。本文利用一组新的潜在增长测度数据，说明在过去十年中潜在增长呈现出稳定而广泛的下降趋势，与此同时，增长的所有基本驱动因素随时间失去了动力。作者还发现，不利冲击可能对潜在增长产生持久的负面影响。

美国多维度货币政策的全球溢出效应.....42

导读：美元在全球贸易和金融中的主导地位引发了大量关于美联储 (Fed) 货币政策溢出效应的文献。然而，尽管做了大量工作，我们的理解仍然存在重大空白。由于全球金融危机后的零利率下限，以及关于未来政策利率和大规模资产购买 (LSAPs) 的前瞻性指导的日益增加，检验美联储政策的影响变得更加复杂。随着世界各地的经济体从疫情大流行

带来的压力中走出来，并摆脱俄罗斯与乌克兰冲突的影响，理清美联储政策正常化对这些措施的影响至关重要，因为美联储可能会在未来更频繁地采取不同的措施，而且最优政策反应可能会因溢出效应的性质而有所不同。

预防与治疗：四张图表中的主权债务违约..... 44

导读：新兴市场和发展中经济体的高水平政府债务，以及过去两年全球利率的上升，目前加剧了新兴市场和发展中经济体的债务违约风险。然而，过去的债务违约往往不能成功地解决与债务有关的风险：过去三分之一以上的主权债务违约未能以持久的方式降低政府债务或借贷成本。那些成功的国家实现了高于中位数的债务重组和增长加速。许多新兴市场国家已经转向国内债务，这降低了违约风险。然而，较高水平的国内政府债务是以较高水平的借贷成本和较低规模的银行对私营部门信贷为代价的。在当前充满挑战的外部环境下，需要采取政策来加快可持续增长和支撑财政状况。

本期智库介绍..... 47

主权债务之谜

Patrick Bolton、Mitu Gulati 和 Ugo Panizza/文 王悦人/编译

导读：我们回顾了主权债务文献的研究现状，并指出不能简单地认为主权债务的规范模型能够准确解释主权债务定价和偿还的几个事实。我们对 20 多个主权债务谜题进行了识别和分类。这些令人费解的现象有些是耳熟能详和有据可查的，另一些则不那么出名，对其描述有时是基于轶事证据。我们将这些谜题分为三类：关于主权国家如何发行债务的谜题；主权债务定价之谜以及关于主权违约和违约后重组的谜题。最后，我们提出了新研究的可能途径，旨在使理论与我们在现实世界中所观察到的现象相一致。编译如下：

1. 引言

主权债务定价和信用风险与主权国家的偿债能力和可持续性密切相关。然而，在文献中，主权债务问题的标准框架是根据主权国家的支付意愿来构建的。这一基本框架很难与实践中的主权债务定价和偿还的几个事实相一致。当人们通过标准的主权债务框架视角审视主权债务市场时，就会出现许多不能被框架所解释的谜题。本文并非首个指出主权债务标准模型的预测与主权债务市场的现实不符的文章（有关理论与实践之间差异的更多信息，参见 Rogoff（2022），Mitchener & Trebesch（2023），Gelpern & Panizza（2022））。本文对于这部分研究的贡献在于对主要的主权债务谜题进行识别和分类，并给出补充解释。其中一些异象是众所周知的，另一些则不那么出名。总之，我们确定了 20 多个谜题，并将其分为三类：（a）关于主权国家如何发行债务的谜题；（b）主权债务定价之谜；（c）关于主权债务违约和解决主权债务违约的谜题。

对主权债务的相关研究建立在 Eaton & Gersovitz（1981）的开创性著作的基础上。模型的简化表述是假设主权国家向国外借款以平滑（外生）收入波动，并且主权借款人因主权豁免或无法在主权境内提供可信的抵押品而无法被迫偿还债务。这两个假设的逻辑结果是，只有当违约成本高于需要偿还的债务价值时，主权国家才会偿还（贷款人才会放贷）。因此，违约成本决定了一个国家可以借多少钱——即其偿债能力。

然而，关键问题是，违约的成本是多少？Eaton & Gersovitz（1981）最初的假设是，各国偿还债务是为了保护自己在国际资本市场上的声誉。在他们的模型中，违约的国家将失去其作为信誉良好的借款人的声誉，并永久失去进入国际资本市场的机会。这一假设在现实中存在两个问题。首先，有证据表明，声誉成本往往是短暂的（Panizza et al., 2009；Gelpern & Panizza, 2022；Mitchener & Trebesch, 2023）。其次，主权债务的量化模型预测，如果仅考虑声誉成本就意味着债务限额接近于零（相关处理方法参见 Uribe & Schmitt-Grohé（2017））。为了（部分地）协调模型与数据，Arellano（2008）引入了主权违约具有外生产成本的假设。这是目前文献中的标准假设（参见 Uribe & Schmitt-Grohé（2017）；Aguiar & Amador（2021））。然而，这个简单假设的

一个困难是，尚不清楚是什么导致了这些产出损失。我们在本文中描述的几个谜题都与这个基本问题有关。

本文主要内容的安排如下：第 2 节描述了与主权债务发行有关的谜题；第 3 节涵盖了主权债务定价之谜；第 4 节集中讨论了主权违约和解决违约的谜题；第 5 节最后讨论了弥合理论与现实世界之间差距的可能方向。我们不再对标准模型进行回顾，因为 Uribe & Schmitt-Grohé (2017) 和 Aguiar & Amador (2014, 2021) 已经给出了基准模型及其扩展。

2. 主权债务发行之谜

2.1 债务太多了

从基于支付意愿约束来决定一国偿债能力的模型的角度来看，许多主权国家的实际偿债能力似乎远远超过这一理论的预测。“债务过多”之谜实际上是两个谜题。首先，各国的借款额超出了标准主权债务量化模型的预测。贷款人的贷款不应超过国家愿意偿还的金额，但在实践中他们经常这样做。第二个相关的谜题是，从长期增长最大化的角度来看，各国的借款似乎超过了最优水平。

主权债务文献中最著名和最有据可查的谜题是，基于 Eaton & Gersovitz (1981) 的主权债务定量模型预测的可持续债务水平低于观察到的债务水平。只考虑声誉成本的话，模型会得到接近零的可持续债务水平 (Aguiar & Gopinath, 2006; Arellano, 2008; Uribe & Schmitt-Grohé, 2017)。这是因为，在纯粹的声誉模型中，主权国家失去声誉的成本是未来无法通过外部借贷来平滑消费。由于消费波动的福利成本不是很高 (Lucas, 1987)，声誉损失并不是一种有力的惩罚。增加一个特设的违约产出成本 (Arellano, 2008) 改进了模型的预测效果，但模型得出的可持续债务水平仍然很低。

从消费平滑和投资的角度来看，各国的借款额似乎也超过了最优水平。正如 Aguiar & Amador (2021) 指出的是，较高的债务水平与较高的产出波动性和债务危机有关，这与平滑消费的动机相矛盾。更重要的是，更高的债务水平与更高的增长并不相关 (Gourinchas & Jeanne, 2013)，这与投资动机相矛盾。相反，有证据表明，国内生产总值增长率高的国家会偿还外部公共债务并积累外国资产 (Aguiar & Amador, 2021)。那么，为什么各国要借这么多钱呢？为什么外债积累伴随着较低的国内经济增长？

答案可能是由于一定的政治经济因素，也可能与自利政客过度借贷的行为 (相对于社会规划者的行为) 所产生的政治代理问题有关。Acharya et al. (2022) 提出了过度负债的政治经济学解释要素。然而，在 Eaton & Gersovitz (1981) 增加了产出违约成本的模型中，利己主义的政客的存在将降低国家偿还债务的意愿，从而放大第一个谜题。

2.2 无或有债务

或有债务是指其支付义务随一国的支付能力而变化的债务。以这种方式构建债务的主要原因是为了避免产生不必要的违约成本。如果该国发现自己处于无法履行其债务义务的境地，它将别无选择，只能违约，并向债权人支付低于其承诺的金额。债权人知道，在这种情况下，他们无法获得承诺的东西，并准备接受低于承诺的金额。与其经历一个漫长且成本高昂的违约程序，缔约方最好直接规定在这种紧急情况下在可以预见的范围内减少偿还额。然而，对于主权债务来说，这种或有偿还合同几乎不存在（IMF，2021a）。

虽然确实有一些意外事件不能事先签订合同，但也有许多事件可以很容易地纳入债务合同，但事实上却并非如此。例如，许多人建议——可以根据 GDP 增长、大宗商品价格或自然灾害的情况来进行支付（Borensztein & Mauro 2002; Kamstra & Shiller 2009; Consiglio & Zenios 2015; IMF, 2021a）。一些人认为，如果考虑到债务再融资未来可能发生的变化，主权债务就是一种隐含的或有合同（Grossman & Van Huyck, 1988）。然而，如果在违约过程中存在无谓损失，并且对于确定哪种情况下的违约情有可原存在不确定性，那么在合同中明确规定这些意外事件可能比采用事后使用旨在区分情有可原的违约和不可原谅的违约的昂贵程序更有效。

债权人对债务国道德风险的担忧可能限制了 GDP 指数债券的使用。如果这种机制能够减少债务国的债务负担，各国可能会少报国内生产总值，并且降低它们的增长动力。然而，Borensztein & Mauro（2002）令人信服地排除了与道德风险相关的担忧。此外，在阿根廷的案例中反而出现了相反的情况——政客们夸大了几年的 GDP 数据，导致他们的 GDP 认股权证超额支付（Weidemaier & Gulati（2020b, 2022b））。还值得一提的是，有几种可能的或有债券类型不涉及道德风险。例如，对于没有定价权的出口商来说，与商品价格挂钩的债券就是这种情况，或者对于面临自然灾害风险的国家来说，带有参数化触发机制的巨灾债券也是这种情况。这些工具的付款是基于债务国不能影响的可验证参数。几十年来，许多政策制定者和学者团体——通常得到联合国、IMF 和各中央银行等官方机构的支持——提倡制定各种指数化主权债务工具（Griffith-Jones & Sharma, 2006; Manuelides, 2017; IMF, 2021a）。然而，市场对此普遍缺乏兴趣。为什么？

常见的解释指向信号担忧或市场失灵与政治失败（Weidemaier & Gulati, 2020a）。信号担忧与投资者的看法有关，即选择使用这些产品的国家可能会使自身未来处于劣势（Borensztein et al., 2007）。市场失灵假说与市场创造的正外部性有关：先行者必须支付为创新工具创造市场的相关成本，但在自由进入的情况下，无法获得与创造市场相关的所有利益。另一种可能性是金融市场分割：主权债券的投资者往往是固定收益证券的专家。这些投资者认为或有工具太像权益工具，超出了他们的专业范围。他们认为，他们无法有把握地为这些

工具定价（IMF，2021a）。政治失败假说与这样一个事实有关，即发行或有债券类似于购买保险，就其性质而言，意味着必须提前支付保费。一个具有前瞻性的仁慈的决策者会发现，在适当定价的情况下，保险费足以补偿该工具的风险缓解属性，而且在某些条件下，保险费是值得支付的（尤其是在国家承担风险的能力有限的情况下）。

然而，短视的政策制定者会忽视那些只有在他们卸任时才会发生的负面事件，他们可能会发现，相对于他们在任时的短期风险敞口而言，保费是昂贵的。因此，他们可能会选择事先购买更便宜的常规债券。

我们发现信号解释令人费解，特别是对于与国家无法控制的变量挂钩的债券。最近的一个例子表明，一个国家似乎并没有因为在其债务合同中加入了关于一个它几乎可以完全控制的变量的应急条款而受到惩罚。在2018年后发行的几笔主权和准主权债券中，俄罗斯加入了一项条款，允许其在“无法控制”的事件阻止其以外币支付的情况下，以卢布支付债权人。当时的背景是，俄罗斯在2014年与克里米亚发生冲突后受到了国际制裁，并且预计未来也可能会受到制裁（2022年爆发俄乌冲突后确实再次受到了制裁）。对我们而言，重要的是，债权人几乎没有反对使用该条款：债券被超额认购，有无该条款的债券之间没有出现明显的价格差异（Bradley et al., 2022）。

市场失灵的解释也同样令人费解，因为金融市场中有大量的创新，而市场参与者似乎能够为比简单的指数债券复杂得多的工具定价。相比而言，政治失败的解释似乎更有说服力。

2.3 混乱的合同结构

各国在国际市场上发行债券时，都会聘请顶级投资银行和白鞋律所担任顾问。然而，主权债券合约似乎更多是路径依赖的产物，其中夹杂着随机误差，而不是人们所期待的那种为数十亿美元金融交易而精心设计的结构（Scott et al., 2022）。在本节中，我们将讨论这些标准格式文件的四个令人困惑的特征，这些特征包含了隐藏在细则中的大量变化。

2.3.1 缺乏单一的标准形式

理论上，如果市场上的债券都包含相同的标准法律条款，透明度就会提高，大大促进交易，并且在其他条件相同的情况下，降低发行和借贷成本（Kahan & Klausner, 1997）。在这样一个市场中，人们会预期看到大量的粘性合同，由于坚持标准形式所带来的价值，低效率的条款被保留得比它们应该保留的时间更长。对主权债券的研究证实了粘性现象，官方部门机构通常需要付出巨大努力才能引发整个市场的变化（Choi & Gulati, 2004; Choi et al., 2018）。

因此，人们可能期望该行业——包括债务人和债权人——会找到一种方法来制定一份可供所有人使用的标准表格，并让一些可信的组织根据需要更新该表格。也许他们可以聘请一批对市场运行和历史有深刻了解的行业专家来担任

纠纷的裁决者。毕竟，我们在金融衍生品和互换合约领域恰恰看到了这种标准化，国际掉期和衍生品协会（International Swaps and Derivatives Association，简称 ISDA）在其中发挥了作用（Choi & Gulati，2006）。但为什么在数万亿美元主权债务的背景下就不行呢？

2.3.2 合同模板在多大程度上是真正的模板文件？

如前所述，交易活跃的证券的合同条款通常被认为是模板文件或标准格式。这使得这些金融工具易于买卖。除了一些无关紧要的变化之外，这些工具都是样板文件，这一观点被几乎所有参与主权债务交易的人所重复：投资者、交易员、债务经理、银行家或律师。在主权债务交易的现实世界中，投资者、交易员、债务管理者、银行家或律师等几乎所有人都在重复这样的观点：除了一些无关紧要的变化之外，这些工具采用的都是样板文件。

然而，当事人经常发现，当主权国家违约时（合同条款会被仔细审查），其实际签订的并非其所预期的标准条款。事实上，几乎每一个现代主权债务重组事件似乎都至少有一些债务，其最终条款与其他债务略有不同，这可能会在法庭上产生重大影响，并最终成为谈判的主题（Scott et al.，2022）。在这样一个由顶级银行营销、由最昂贵的律师编制合同且合同金额高达数万亿美元和欧元的世界里，人们可能会认为合同语言会尽可能地严密。然而，在不同的合同中，措辞的细微变化是很常见的（Weidemaier，2008）。对于所谓的标准主权债券中的每一项条款，人们都可以在任何给定时间点发现同一评级类别的交易之间存在微小的措辞差异（Choi et al.，2018；Choi et al.，2021）。而在主权债券受其法律管辖的两个主要司法管辖区中，法官在解释合同时遵循的如果是简单含义或严格的文本主义，那么微小的措辞变化可能会产生巨大的影响。那么问题来了，这些变化究竟是有意讨价还价的产物，还是随机突变的结果。

2.3.3 突变

关于有效合同范式最具代表性的观点之一是，人们可以有把握地假设有害的合同突变将会消失。被广泛引用的一句话是：“有害的启发法，就像有害的突变一样，将会消亡”（Smith & Warner 1979，p.123）。尽管这种想法在已经存在了至少半个世纪的过程中得到了支持，但它们却很少受到进一步的研究（Lyons，1996）。摆在桌面上的问题可以简单概括为：究竟存在多少突变？它们会随着时间的推移而消失吗？其中有多少是对当事人有潜在危害的？作为一种解释模式，我们上文所说的“简单含义”或“严格的文本主义”的意思是，如果词语表面上有明确和合理的含义，那就是当事人所得到的——因为这是英国和纽约的法院认为成熟的商业当事人想要的。然而，研究表明，有害的突变大量存在，而且许多突变不会随着时间的推移而消失（Scott et al.，2022）。有些甚至进一步传播和变异（Choi et al.，2018）。这些发现引发了更多的问题：为什么会发生这种情况？这是主权债务合约特有的情况吗？

2.3.4 创新和采用

除了集体行动条款（CAC）等少数条款外，有关主权债务合同中的合同创新如何以及何时发生的问题尚未得到系统研究（Gelpern et al., 2019; Gelpern & Zettelmeyer, 2020）。人们普遍认为，主权债务市场是一个成熟的市场，在必要或最佳的情况下会进行合同创新。相比之下，在现实世界中，主权债券合约的粘性是臭名昭著的（Gulati & Scott, 2013）。也就是说，市场对标准条款的变化有很强的抵抗力。

对于粘性的标准解释与外部性有关。使用其他所有人使用并已经使用了很长时间的同一条款是有价值的。每个人都能很好地理解这些条款，因此可以很容易地定价。各方都倾向于坚持标准形式，即使它会使市场处于次优均衡，即使新合同可以使所有人受益——如果所有人都采用它的话。但没有人采用更好的合同，因为任何一方改变条款的成本都太高了。上述理论有助于进行简单的预测。当大型市场参与者或官方机构——如国际货币基金组织（International Monetary Fund，简称 IMF）和欧洲央行（European Central Bank，简称 ECB）——帮助在市场参与者之间传播信息，并协调整个市场向新标准的转变时，创新就会出现。有一些突出的例子表明，次优条款最终通过官方部门机构和大型私人市场参与者的协调努力而得到改变（Gelpern & Gulati, 2006; Gelpern et al., 2015）。

但是，如果深入挖掘，就会发现个别发行人也在创新。他们有时会悄悄地这样做，而且据我们所知，几乎没有迹象表明他们会因偏离市场标准而受到市场惩罚。然而，我们没有理论来解释为什么以及何时合同创新悄然发生或是明显发生，以及为什么某些创新会扩散而其他创新则不然（Choi et al., 2012; Choi et al., 2017; Panizza & Gulati, 2021）。

2.4 合同的不完善

由于可验证性、语言局限性、释义冲突、信息不对称等问题，合同的某些维度是不完整的。但许多可以签约的实质性事项却被遗漏了，这是为什么？

2.4.1 违约利率

每一次主权债务违约都会出现的一个问题是，当主权国家停止付款时——也就是说，当它决定不再支付并宣布延期偿付以便与债权人重新谈判时，适用于未付款项的违约利率是多少。这是债务人和债权人可以事先谈判的，但通常不会这样做。如果主权国对其所有债权人违约，并且无法向任何一方支付所欠金额，那么主权国违约期间的违约利率就无关紧要了。然而，主权国家通常有选择地违约：它们继续向一些债权人付款，而不向其他债权人付款（例如，那些向它们提供紧急融资的官方部门贷款人通常会得到偿还）。换句话说，只有一些债权人将处于延期偿付状态——其他债权人将获得合同规定的定期付款。

当债权人就未付款项起诉主权国时，事情会变得更加复杂。根据纽约州等司法管辖区的法律，收到法院判决后，会遵循州规定的违约利率。该比率可能因起诉法院的类型而有很大差异（主权工具通常允许债权人在多个不同的司法管辖区提起诉讼）。这意味着债权人必须选择是否提起诉讼，然后获得国家规定的违约率或保持合同利率。这最后一个谜题经常让债权人惊慌失措。有时，这会导致他们延迟提起诉讼，从而产生费用。这种情况尤其会在纽约发生，联邦法院对所有判决的违约利率都定得极低（接近美国国债利率），债权人不希望陷入如此低的利率。

对这一问题的解决方案是预先指定违约利率（Weidemaier & Gulati, 2020a）。然而，尽管债权人在一次又一次的违约中遇到了这一问题，但主权债券合同中并没有出现这种情况。

2.4.2 必要性或不可抗力

商业合同通常包含不可抗力（天灾）条款或同等条款。这些条款会在发生非缔约方过错的重大冲击（如战争、传染病、飓风等）时修改履行情况。当主权借款人遭遇灾难时，它需要能够将有限的资源用于自身恢复，而不是偿还债权人。事实上，在这种情况下，债权人可能会事先同意债务人能够延迟付款，因为迫使债务人仓促违约将对双方造成损害（Bolton & Rosenthal, 2002）。

根据债务人和债权人如何看待他们之间的关系以及分配风险的意愿，这些条款可以写成狭义或广义——允许在某些天灾事件中推迟或修改义务，但明确其他类似事件不能算作推迟的借口。在大多数司法管辖区中，都有适用于这些案件的背景法律（缺省规则）（在法律上属于不可能、不可行、目的落空理论的范畴）。因此，不可抗力合同条款是双方当事人为了各自的具体偏好而绕过背景默认规则专门订立合同的一种尝试。

然而，与兼并收购合同等许多其他复杂的商业合同不同，主权债券中几乎从不出现不可抗力条款。相反，这个问题并不明确。即使有一种特殊版本的天灾理论，在国家签订协议时也可能作为默认情况适用。这就是必要性原则，即当国内需要时，国家可以暂时推迟履行其国际义务（Bolton et al., 2021; Bolton et al., 2023）。最近，在公开讨论和实际诉讼中都出现过是否适用危急情况原则的问题，但无论哪种情况都没有明确的答案，这就更加令人费解了（Weidemaier & Gulati, 2022a）。人们可能会认为，理性的缔约方会希望以某种方式把事情说清楚。

2.4.3 多边部门优先权的法律不确定性

主权债务市场的决定性特征之一是多边贷款（即 IMF、世界银行和其他多边机构的贷款）事实上优先于所有其他贷款。多边机构在其他任何人之前首先得到全额偿还——对这一情况的解释是，当国家失去市场准入时，这些机构以低于市场的利率向国家提供短期紧急融资，更一般的，它们在债务国经济困难

时期继续放贷（Galindo & Panizza, 2018）。为了使得这些机构能够以财务可持续的方式做到这一点，它们需要得到还款保证。但令人困惑的是，这一优先事项没有在法律上正式规定，尽管似乎没有任何逻辑上的理由说明为什么不能或不应该这样做。如果某个特立独行的债权人获得一项法律判决，赋予其与所有其他债权人平等的正式受偿权，那么缺乏法律正式化就会给几乎所有相关方带来风险。从法律上讲，这将使多边机构的优先受偿权处于危险之中。这种风险在大约十年前阿根廷的“债权人平等权利之战”中得到了体现（Boudreau & Gulati, 2014）。

就阿根廷而言，IMF 和阿根廷能够确保阿根廷向 IMF 支付的款项受到保护，不受拒不让步的债权人阻止或扣押。但律师必须花费精力来确保这一点，而且始终存在的风险是，顽固债权人的律师会找到巧妙的策略来获得 IMF 的付款。鉴于阿根廷的经验，以及近几十年来拒不合作债权人针对主权债务重组提起诉讼的可能性越来越大，随之而来的问题是——为什么不将向陷入困境的主权债务提供紧急或过渡性融资的任何官方部门机构的优先权正式化？

与优先偿付顺序缺乏明确性有关的是，IMF 在如何评估债务可持续性方面仍然没有公认的全球标准。IMF 和世界银行确认了一种适用于低收入国家的方法（IMF, 2021c）。此外，IMF 最近更新了其对市场准入经济体的债务可持续性分析（IMF, 2021b）。

即使这些常用的评估债务可持续性的方法也没有得到普遍接受（例如，中国有自己的评估“一带一路”倡议参与国债务可持续性的方法）。此外，这些方法并不完全透明。IMF 声称，缺乏透明度是因为“基金组织做出可持续性（以及贷款）决定的方法可能对市场敏感”（IMF 2021b, p.39）。然而，有证据表明，这种缺乏透明度也与那些出于政治动机的决策有关（Lang & Presbitero, 2018）。依赖 IMF 作为债务可持续性标准制定者的一个问题是，在债务重组事件中，国际货币基金组织也是一个贷款人，它需要保护自己的资源。正式承认 IMF 贷款的优先地位将缓解这种利益冲突。

2.4.4 双边债务分类的法律不确定性

政府间债务大多在巴黎俱乐部谈判，私人债务在其他地方谈判（在伦敦俱乐部，通常与伦敦没有联系）。当政府的大部分贷款是从发达经济体（美国、澳大利亚、加拿大、日本和欧洲国家）贷给新兴和发展中经济体，而私人贷款是由这些国家受监管的银行提供时，这一体系（或多或少）发挥了作用。各国政府将在巴黎进行谈判，可能会有本国有影响力的银行通过秘密渠道提供意见，然后达成协议。然后，国家（以及隐含的私营部门）将被告知，只有在私营部门贷款人提供类似待遇的情况下，该协议才能成立。不属于巴黎俱乐部的新双边债权国（主要是中国，但也有印度等其他几个大型新兴经济体）的存在放大了两个不确定性来源：谁应该算在官方债务类别中，以及什么是可比待遇

(Buchheit & Gulati, 2023)？关于前一个问题，即官方债务类别，应如何对待国家控制或国家资助的机构的贷款？至于可比较待遇的含义，“可比”的概念很模糊，许多处理方法的变形都可以算作“可比”。

为应对新冠疫情，二十国集团（G20）于 2020 年 4 月通过了暂停偿债倡议（Debt Service Suspension Initiative，简称 DSSI），旨在防止低收入经济体发生债务危机。虽然 DSSI 侧重于官方双边债务，但预计商业贷款人将提供同等的减免。但正如 Bolton et al. (2020) 所预期的那样，这并没有发生。当 DSSI 将于 2020 年底到期时（它被延长至 2021 年 12 月），G20 批准了一个超越 DSSI 的债务处理共同框架。共同框架预计将协调 G20 双边债权人的债务减免，包括不属于巴黎俱乐部的债权人（中国是其中最大的债权人），并让私人债权人参与进来。共同框架的最终目标是向不同的债权人提供可比待遇，同时仍然保护多边发展机构的优先地位（关于共同框架的详细讨论以及如何扩大共同框架，见 Friedrich-Ebert-Stiftung (2021) 圆桌会议报告）。

尽管共同框架倡议在解决主权债务方面的一些制度差距方面意义重大，但在其实施过程中，一些问题也变得明显起来。事实上，只有三个受债务困扰的国家（乍得、埃塞俄比亚和赞比亚）使用了共同框架下的可比待遇，尽管面临偿债挑战的国家数量要多得多。此外，对于在共同框架下寻求救济的三个国家来说，谈判进展缓慢，这可能是其他国家不愿意使用的原因。

已经有人呼吁改革共同框架，特别是进一步明确解决方案的时间表以及与商业债权人待遇的可比性（Georgieva & Pazarbasioglu, 2021），可能从一开始就将商业债权人纳入谈判，并为官方债权人和商业债权人之间的债权分配制定一个透明的公式（Gill, 2022; Rivetti, 2022）。

共同框架向前迈出的重要一步是，它为纳入不属于巴黎俱乐部的双边贷款人（最重要的是中国）提供了路线图。根据 Horn et al. (2021) 的相关研究，中国对低收入和中等收入国家的贷款规模已经增长到现在成为发展中国家最大的官方债权人。鉴于中国不是巴黎俱乐部的一员，因此没有建立双边贷款的报告机制。因此，中国贷款的金额和条款以及部分贷款的官方状态存在不确定性（Brautigam & Hwang, 2020; Horn et al., 2021）。尽管中国向发展中经济体发放的几乎所有贷款都是由中央政府或国有机构提供的，但中国本身并不认为其所有贷款都是官方双边债务。这就产生了一个问题，即在债务重组中应如何对待中国的贷款。所有的中国贷款都应该被视为双边官方债务，还是只考虑其中的一部分？事实上，要应用一个明确的公式来分配不同债权人群体的债权，需要就如何处理中国政策性银行发放的贷款达成共识。更重要的是，许多中国贷款似乎有一套独特的保密和优先条款，这使得重新谈判变得更加困难（Gelpern et al., 2022）。

为什么这个模糊的、基于规范的体系会持续存在？如果惯性和环境在很大程度上驱动着当今主权债务市场的制度基础，那么基于理性跨期优化的经济模型能在多大程度上反映主权债务的现实呢？

2.4.5 反合并条款

包括美国和英国在内的一些司法管辖区有所谓的合并原则。这意味着一旦债权人在法院获得判决，他们的合同权利就会被合并到判决中。实际上，这意味着合同消失了，取而代之的是法院判决。

将合同权利并入判决的问题是，在此过程中可能会失去一些有价值的债务人权利。这是 CAC 在长期违约情况下的情况。CAC 是允许绝大多数债权人向少数持异议债权人强制实施重组解决方案的合同条款。它们是主权国家对付顽固债权人的最重要武器。但是，正如 IMF 自己承认的那样，合并原则可能意味着，当债权人获得对违约债务人的判决时，CAC 就会消失，从而为债权人提供了一种绕过 CAC 的简单方法（Gulati, 2020；Weidemaier, 2020；IMF, 2021a）。

令人困惑的是，为什么在交易之初就同意需要拥有 CAC 的债务人和债权人却没有制定条款，明确向任何法院表明他们打算让其 CAC 权利在判决后继续有效。这样的条款尚未经过检验，但很可能在法庭上站得住脚——特别是在纽约，那里的理念是，只要不与公共政策利益相冲突，就应尽量满足当事人的合同要求。

2.5 参数不能混用

当一个国家发行债券时，它可以选择根据本地或外国参数进行发行。例如，它可以在国内市场或国际资本市场发行债务，它可以在本国货币和外国货币之间以及国内法和国际法之间进行选择。这些决定需要权衡利弊。

在国内参数下，发行人在管理问题上具有自由裁量权，而在外国参数下，它将控制权交给了第三方。虽然放弃控制权可能会使债务管理复杂化，但它可能会降低借贷成本，因为它可以防止主权国家通过通货膨胀或国内法院的独断决策来减少债务。

然而，各国试图通过发行带有外国参数的债务来解决的摩擦是因国家而异的。因此，我们应该用国内外参数的组合来观察债券。事实上，大多数国家确实同时发行国内参数债券和国外参数债券，但他们很少在同一次债券发行中混合搭配国内和国外参数（Bradley et al., 2018）。大多数债券要么只有外国参数（它们在国外发行、以外币计价、并遵守外国法律），要么只有国内参数（它们在国内以本国货币发行，并遵守国内法律），这是为什么？

2.6 没有明确的外债定义

有关外债的理论模型侧重于居民和非居民之间的资源转移，以及外债对国际风险分担的作用。外债的官方定义与这些理论模式一致，因为它与债权人的居住地挂钩（Panizza, 2008）。

这种基于居住地的定义有两个问题。一个与衡量标准有关，另一个与外国投资者的选择有关。当大多数国际借贷采取银团贷款的形式时，查明债权人的居住地很容易。然而，对可交易证券来说，使用基于居住地的定义较为困难，因为大多数发展和新兴经济体没有用于识别其债券最终持有人居住地的工具。当国内和国际债券发行之间存在明显分离时，这并不是一个大问题，外国投资者只购买在国际资本市场发行的债券（在货币、上市和管辖法律方面具有外国参数），而国内投资者主要购买在国内市场发行的债券。然而，由于外国投资者在几个本地债券市场变得活跃，现在很难跟踪外债情况。

例如，世界银行的国际债务统计（International Debt Statistics，简称 IDS）是最常用的外债数据来源之一。这也是唯一一个免费提供的数据集，其中包括了 1980 年代以来所有发展中经济体和新兴经济体外债水平和外债构成的信息。然而，IDS 低估了外债，因为它通常不会包括非居民持有的国内发行债券的信息（Eichengreen et al., 2022）。

第二个问题与外国投资者的选择有关，并与前文关于只有外国参数的债券和只有国内参数的债券之间的二元谜题有关。为什么外国投资者愿意购买根据纽约法律在纽约发行的以美元计价的债券，或者根据南非法律在约翰内斯堡发行的以兰特计价的债券？一种可能解释与市场规模有关。另一种解释是，外国投资者通过与国内投资者打交道，获得了一种隐性保护，因为政府关心他们的选民（例如 Broner et al., 2010）。

虽然违约风险确实如此（国内债务的明确违约并不常见，但并非闻所未闻；参见 Beers et al., 2022），但这一推论不适用于通胀风险。国内债务经常因通货膨胀而贬值（Reinhart & Sbrancia, 2015）。主权债务模型面临的一个重要挑战是认识到外债这一更丰富的特征，这使各国能够通过违约和贬值来应对冲击。与此相关但未在文献中探讨的是，私人贷款人自己如何定义外债。例如，外币债券发行通常会通过交叉违约、同等权益和消极担保条款与其他外债捆绑在一起。“外债”一词将在合同中有具体定义。但有时在上述三个条款中使用相同的外债定义——通常是以外币计价的债务，有时对每个条款使用不同的定义。没有人分析过为什么不同的定义可能适用于不同的条款。此外，我们的印象是，随着时间的推移，这些定义已经发生了变化。但似乎没有任何地方对这件事进行分析（关于复杂情况的讨论，见 Weidemaier & Gulati, 2023）。

3. 债券定价之谜

公司债券的定价在很大程度上反映了信用风险，即违约概率乘以违约损失。尽管主权债务定价也反映了信用风险，但利差与信用风险之间的联系并不那么明确。

3.1 相对于违约率，价差过高

主权债务的校准模型低估了预期的主权利差。例如，阿根廷在违约期间（1994-2001年）的平均利差为7.4%，而使用阿根廷数据校准的模型预测利差约为3.5%（Uribe et al., 2017）。这是一种普遍现象，因为标准模型预测的平均利差接近平均违约概率，而现实世界的利差似乎意味着更高的平均违约频率。原则上可以进行与观察到的利差相匹配的校准工作，但同时匹配平均主权利差和平均违约率更加困难。标准模型假设了100%的扣减率，这一事实放大了这个问题。通过假设一个更低（也更现实）的扣减率会产生主权利差，约为违约率的三分之一（Uribe et al., 2017）。

对观察到的高利差现象的一个推论是，新兴市场主权债券的事后长期回报远高于同类的“安全”债务工具（Meyer et al., 2022）。为什么会有超额收益？有哪些市场特征未被纳入这些模型？

3.2 定价：突变与创新

如上所述，在重组背景下，标准合同形式（语言突变）和偶尔的合同创新都会产生微小差异（Choi et al., 2012； Scott et al., 2022）。一个显而易见的问题是，这些突变或创新是否被定价。例如，如果卢里塔尼亚的一份合同，在一些要求主权国家为债权人做一些重要事情的关键条款中说的是“可以”而不是标准的“应该”，那么它会被定价吗？

当我们与从事这些交易的从业者交谈时，他们对我们这种想法嗤之以鼻。这些内容十分晦涩难懂，而且有太多隐藏在数百页的法律文件中，任何人都注意不到，更不用说被定价了。毕竟，这些交易需要在严格的时间限制下完成，以利用较小的市场窗口——至少解释是这样的。

但是，像阿根廷（2005年和2010年）和乌拉圭（2003年）这样的国家，在其2010年重组后的债券中包括了合并的CAC，而当时还没有其他主权国家这样做，这些创新又如何呢（Buchheit & Pam 2004）？或者是格林纳达（Buchheit & Karpinski, 2006）和伯利兹（Buchheit & Karpinski, 2007）先于其他国家在其债券中加入飓风条款？或者俄罗斯在2014年与克里米亚发生冲突导致西方对其实施制裁后，在其债券中加入反制裁条款（Bradley et al., 2022）？从业者声称，这些特定的法律条款不会影响债券价格。那可能吗？

3.3 主权担保

主权国家经常为其国内机构的借款提供担保。由于各种原因，那些由主权国家和其他机构共同承担的债务比主权国家单独承担的债务更有可能偿还，人们可能会认为市场对担保债务的估值会高于纯主权债务（Buchheit & Gulati,

2013)。然而，现实中的情况恰恰相反：主权工具的交易价值往往高于其主权担保的同类工具。即使担保票据有如此优越的条款，以至于债权人可以很容易地选择置身于任何重组过程之外（如果他们选择的话），情况似乎也是如此（Kissner, 2022）。对这一潜在谜题的一种解释是流动性，流动性将随着被担保的基础实体的功能而变化（例如，希腊国家铁路与雅典公共汽车公司），而主权工具在很大程度上是可替代的。然而，当危机袭来且极有可能发生重组时，这种流动性的溢价会发生逆转。在重组中，特殊的工具可能更有价值，因为它们需要制定特定的交易结构，而重组者将主要专注于主权债券的重组。经验表明，特殊工具如果太难重组，有时会完全逃脱重组（Choi & Gulati, 2016）。虽然对这一问题的研究很少，但似乎市场往往在博弈后期才认识到担保工具价值的这种动态变化（Choi & Gulati 2016; Weidemaier et al., 2022）。

3.4 大的和小的主权合同条款是否定价？

关于有效市场的最基本假设之一是，有关金融交易的公开信息将被反映在价格中。因此，人们预期关键合同条款的差异——例如需要债权人 100%投票才能改变的合同与需要 75%投票才能改变的合同之间的差异——将被定价。如果合同更容易允许重组，并假设投资者担心主权债务人太容易要求债务重组，那么投票门槛较高的债券应该比投票门槛较低的债券价格更高。

合同投票门槛的差异是否得到市场定价的问题可能是主权债务文献中研究最多的合同定价问题，即使不是更广泛的合同文献，已有数十篇关于该主题的论文。然而，结果令人费解。一些论文没有发现定价差异，有些论文发现定价差异对于一部分发行人来说是一种方式，而对于另一部分人来说则是另一种方式，还有一些论文发现，定价效应似乎只是在博弈的很晚阶段才出现，此时债务人深陷困境，几乎肯定需要重组（Becker et al., 2003; Eichengreen & Mody, 2004; Bradley & Gulati, 2013; Bardozzetti & Dottori, 2014; Carletti et al., 2016, 2021; Chari & Leary, 2021; Chung & Papaioannou, 2021）。

当人们越过投票门槛，关注信托结构与财务代理结构、提前赎回条款、管辖法律类型、是否使用仲裁条款、同等权益条款类型等术语的变化时，定价研究的结果变得更加模糊（Weidemaier, 2008; Haseler, 2012; Gulati & Scott, 2013; Panizza & Gulati, 2021; Bradley et al., 2022）。

最重要的是，尽管理论上预测这些条款应该从一开始就被定价，但实证证据并没有明确证据支持这一点。最多，我们可以说，高度突出的合同条款有时确实会被定价，因为这些条款极有可能在决定最终支出时起到重要作用。

3.5 获取地方政府破产信息的（不）重要性

在主权债务方面，一个备受争议的问题是让主权国家获得破产机会的价值（White, 2002; Shleifer, 2003）。破产计划对一个有成千上万债务需要解决的陷入困境的主权国家的价值在于，它提供了一种机制，既能为主权国家提供临

时救济，又能随后实现协调解决。如果没有破产机制，可能会导致一个漫长、拖延、混乱的过程，主权国家试图达成数千项单独的交易，而每一组债权人既希望获得优惠交易，又担心其他债权人获得更好的交易，再加上一些诉讼，成本可能是巨大的。然而，这些事后节省必须与事前激励效应相平衡。这种观点认为，如果违约太容易，债权人要么不愿意放贷，要么会收取更高的费用以补偿更高的违约概率。

这个问题是一个实证问题，已有多篇学术研究探讨这个问题。然而，在这场辩论中，几乎所有人都认为，获得破产或类似破产的机制很重要。但如果投资者不关心这一点呢？如果他们关心的是别的东西呢？

可以对上述问题进行研究的一个环节是美国的地方政府，因为美国各州可以决定是否允许其地方政府申请破产。这就设置了一个测试场景，因为从理论上讲，我们可以比较各州类似市政当局的借贷成本，因为各州提供的破产准入条件不同。多项研究使用了这种框架。一些人发现，破产提高了借贷成本，而另一些人则发现了相反的情况（Moldogaziev et al., 2017; Parikh & He, 2017; Gao et al., 2019）。

然而，正如理论预测的那样，所有的研究都假设破产对债权人来说很重要。然而，如果破产的可获得性很重要，人们会期望在销售文件中向投资者披露（如果以不完整的方式报告重要事项，则受反欺诈法的约束）。事实证明，当人们深入研究销售文件时，发行人（因此也可能是投资者）很少关心在招股说明书中向投资者提供关于破产机会的明确预测（Gulati & Schragger, 2023）。

3.6 作为可靠承诺的国内法律

主权国家可以通过向债权人做出可信的承诺来降低资本成本，这一观点的经典表述是使用宪法立法的例子（North & Weingast, 1989）。如果你环顾世界，就会发现这种立法的例子有许多，比如债务限额、维持预算平衡的承诺、税收限制、法定留置权、债权人优先权的承诺等等。

有时，就像欧元区主权债务危机最严重时期的西班牙一样，陷入危机的国家会通过此类增强信誉的法律来试图降低借贷成本（Gousgounis et al., 2021）。

与合同承诺一样，问题是这些法定承诺中的任何一项是否能使债权人相信债务人更有可能负责任地偿还债务。关于这一主题的研究很少，而且几乎没有一个研究考察主权承诺。在地方、市一级，撤销承诺较为困难（由于国家法律的限制），一些证据表明这些承诺可能很重要（例如，Heppke-Falk & Wolff, 2008; Feld et al., 2017; Moldogaziev et al., 2017; Gulati et al., 2020）。然而，在主权层面，我们几乎没有发现任何证据支持其中的一项承诺——优先偿付债权人的承诺（Gulati et al., 2020; Gousgounis et al., 2021）。但是，如果几乎找不到降低资本成本的证据，考虑到这些法律确实会带来一些昂贵的债权人诉讼风险，为什么还要通过这样的法律呢？

4. 主权债务重组之谜

4.1 各种违约

大多数关于主权债务的理论文献都假设只发生一种类型的违约：国家停止支付，并且通常假设扣减率为 100%。甚至最近的实证文献也是如此，违约被归类为二元事件，其定义类似于评级机构所采用的定义。在实证文献中，越来越多的人一致认为，研究人员应该放弃对违约的二元定义，因为各国违约和债务重组有许多不同的方式。

例如，债务重组可以在违约发生后进行，也可以是先发制人的（Asonuma & Trebesch, 2016）。债务重组的强制程度也各不相同（Enderlein et al., 2012）。我们还观察到，未能恢复债务可持续性的临时重组（因此是长期违约期的一部分）和标志着违约期结束的决定性重组（Reinhart & Trebesch, 2016）。Meyer et al. (2022) 从历史角度分析了各种违约情况，而 Caselli et al. (2021) 讨论了哥伦比亚的案例，哥伦比亚通常被认为是 20 世纪 80 年代唯一一个没有违约的拉美大国，尽管就所有实际目的而言，哥伦比亚与大多数其他拉美国家一样重新安排了债务。

4.2 延迟违约

建立在 Eaton & Gersovitz (1981) 基础上的理论模型假设借贷和还款决策是由社会规划者做出的。因此，当从社会的角度来看这是最优的时，就会发生违约。这一预测很难与经验证据相一致，因为实证证据表明，各国似乎经常过度推迟债务重组（Borensztein et al., 2007），而且其违约往往太少、太迟，因此无法持久地恢复债务可持续性以及市场准入（IMF 2013, p. 1）。

拖延必要的违约是代价高昂的，因为所有的债务积压扭曲仍然存在。此外，避免违约往往需要采取严厉的调整措施，而这些措施缺乏可信度，因此无法恢复全面的市场准入和债务可持续性。在调整期内，由于投资和金融稳定不确定性增加，未实现的违约风险导致经济状况进一步恶化。延迟违约也会使贷款方付出高昂代价，因为这会降低国家未来的债务可持续性。

延迟违约可能是由于国际金融架构的不完善或政治摩擦。如果债权人只惩罚战略违约（Grossman & Van Huyck, 1988）但对于何时发生真正不可避免的违约仍然存在一些不确定性，债务国可能会决定推迟不可避免的违约，以表明它们不是战略性违约者（Alfaro & Kanczuk, 2005； Borensztein & Panizza, 2008）。

因此，在缺乏处理主权违约的有效法定机制的国际金融架构中，延迟违约是次优解决方案。但推迟违约也可能是由于自私自利的政客的存在，他们决定为赎罪而赌博，以延长自己的政治生涯。

这两种解释有不同的含义。第一种解释意味着解决延迟违约问题需要改革国际金融架构。第二种解释意味着破产/重组决定不能完全由债务人作出。

4.3 退出违约时债务与 GDP 比率较高

各国违约的扣减率水平差异很大。扣减率的平均和中位水平在 35%至 50%之间，具体取决于如何衡量扣减率以及所考虑的时期（Meyer et al.（2022）发现 1970 年以前的扣减率更高）。如果考虑到各国可能需要不同程度的债务减免才能恢复债务可持续性，那么不同国家和不同时期的减债率有所不同这一事实就不足为奇了。然而，这很难与假定违约成本不取决于扣减额的标准理论模型相一致。

更令人困惑的是，违约往往无法恢复债务可持续性（Reinhart & Trebesch, 2016）。国家在退出违约时，债务与 GDP 的比率往往比发生违约时更高（Benjamin & Wright 2009）。Sturzenegger & Zettelmeyer（2007）认为，低效重组的原因是决策者担心他们在重组后进入资本市场的力量。

4.4 顺境违约

对于违约代价高昂的主权债务量化模型的一个基本预测是，主权债务在经济衰退期间更有可能违约。例如，Tomz & Wright（2007）的定量模型预测，86%的违约应该发生在经济收缩时，而违约时的平均产出缺口为-7.4%。Tomz & Wright（2007）进一步表明，这些预测与数据不符：近 40%的违约发生在产出高于其长期趋势的时候，并且违约时的平均产出缺口仅为-1.6%。

这一令人困惑的结果可能与新兴和发展中经济体商业周期的特殊性有关。另一种可能性是，用于计算产出缺口的滤波技术可能导致对衰退深度的错误测量。对于第一个问题，Aguiar & Gopinath（2007）表明，在新兴和发展中经济体，产出波动是由对趋势增长的冲击驱动的，因此没有明确的方法将商业周期波动与趋势增长分开。第二个问题涉及 Hodrick-Prescott 去趋势法的基本假设。Panizza（2022b）利用 Hamilton（2018）提出的去趋势策略发现，只有 19%的违约事件发生在“好时间”，并且违约期间的平均产出缺口接近-7%。

4.5 重组中违反结构性从属关系的情况

陷入困境的主权国家通常有不同类别、不同期限的未偿还债券。一些债券给予债权人个人加速权，而另一些债券可能需要 25%的债权人投票才能加速。此外，一些债券需要 90%的债权人投票才能修改关键付款条款，而其他债券只需要 75%的投票。

这些重大差异使得重新谈判债券条款变得更加困难或容易。需要 90%的批准才能改变关键支付条款的债券将比需要 75%的批准才能改变的债券更难重组。因此，有人可能会认为前者在结构上比后者优先级更高——因为前者更难重组（Bolton & Jeanne, 2009）。人们还应该期望结构性高级债券的债权人能够要求比初级债券更高的重组金额。

坊间证据表明，这些合同差异——理论上应该影响债务的可回收价值——很少（如果有的话）导致主权国家向债权人提出不同的报价。在大多数情况下，

无论他们签订合同的事前权利如何不同，每个人都会得到相同的交易。事实上，即使差别很大，例如受外国法律管辖的债券与受当地法律管辖的债券，情况似乎也是如此。我们在 2012 年的希腊重组中具体看到了这一点，其中对外国和本地法律主权债券和主权担保债券的重组要约是相同的，即使这些类别的持有人拥有非常不同的权利（事实上，由于相关法律管辖区的不同，即使是外国债券之间也存在显著差异）（Zettelmeyer et al., 2013）。偶尔提起的向拥有更强合同权利的债权人提供几美分（以美元计）好处的做法与债权人选择就此事提起诉讼可能获得的赔偿相差甚远。为什么在重新谈判阶段的后端，合同权利的差异如此之小，这是一个谜。如果这些差别权利在事后并不重要，为什么要把它们写进合同呢？为什么重新谈判的条款很少反映诉讼环境中重要的差别权利？

4.6（不是）冲向法院

主权债务重组的核心问题之一是协调分散的债权人，特别是对债务存量大的国家而言。这就是为什么人们一再提议，按照国际货币基金组织 2001 年提出的主权债务重组机制的思路，为主权国家引入一项国际破产计划。

人们经常认为，分散的债权人以不协调的方式采取单独行动的问题在于，当主权国家最终陷入财务困境时，债权人的本能反应是众所周知的“冲向法院”，这使得几乎不可能达成全面重组协议。但实际上，在最近发生的多起危机中——阿根廷、委内瑞拉、黎巴嫩——分散的债权人似乎没有扣动扳机并提起诉讼。如果说有什么不同的话，那就是债权人似乎不愿采取提起诉讼的步骤。

考虑到首先扣押稀缺资产的内在优势，以及如果等待太久就会完全失去债权的风险，债权人会急于提出债权的理论是合乎逻辑的。然而，在现实世界中，等待可能是有价值的。但等待什么？救助？主权经济复苏？战略延迟是使主权债务重组分析复杂化的另一个方面，迄今在文献中尚未对此进行讨论。

4.7 回购

公司经常使用多余的现金来回购未偿债务，有时有人认为，主权国家在其债务折价交易时也应该这样做。

然而，Bulow & Rogoff（1988, 1992）表明，当主权债务人以市场价格回购自己的债务时，他们的境况通常会变得更糟，而债权人则会变得更好。原因是回购通过降低主权国家的持续债务增加了剩余债务的价值。然而，我们确实经常观察到债务回购。

那么，如果不是对债务国本身有利的话，他们为什么要回购自己的债务呢？是否存在使得债务回购有意义的条件？Dornbusch（1988）在他对 Bulow & Rogoff（1988）的评论中指出，如果违约对债务人来说代价高昂，那么有助于避免违约的回购对债务人来说是有意义的（关于正式证明，请参见 Chamon et al.（2022））。另一种可能性与秘密回购有关。Buckley（1989）和 Buchheit

(1991) 表明上世纪 80 年代的秘密回购可能对发行人有利。虽然 20 世纪 80 年代的秘密回购后来受到投资者的反对（指控其相当于内幕交易或市场操纵），但在实践中，主权债务合同明确授权回购，没有任何限制。或者，就像萨尔瓦多在 2022 年所做的那样，政客们可能将回购视为一种可以暂时推高债券价格并为自己赢得时间的机制。

许多学术界对回购的论述，包括 Bulow & Rogoff (1992) 的论述，都是在主权困境的背景下进行的。在国家远离债务困境，但由于投资者陷入困境而面临证券市场折价的情况下，主权国家利用投资者的困境以折扣价购买债务可能是合理的。重要的是，这是一个尚未得到充分研究的问题，值得进行更多的研究（对现有文献的归纳总结，见 IMF (2021a)）。

5. 结论

在这篇文章中，我们描述了 20 多个主权债务谜题。为了解决主权债务经典理论的预测与实际情况之间的矛盾，我们认为未来的研究有三个可能的方向。

首先，我们需要更全面地了解当地的情况。在许多领域，我们只有轶事可查。重要的历史事件（尽管相对较近），但尚未得到充分调查，人们的记忆也在逐渐淡忘。其次，我们需要设想新的范式——而不仅仅是对现有范式进行边际修正。现实与现有范式之间存在太多脱节。第三，我们必须打破人为的学科孤岛。我们自己列出的反常现象并不完整，除其他外，它不包括对主权债务危机的所有历史学、政治学和社会学分析（例如，Flandreau, 2022; Flandreau et al., 2022）。

在我们对主权债务的理解中，最大的差距在于法律豁免权。在经济学和金融模型中，标准的做法是以主权国家拥有--或在更细致的处理中，曾经拥有--豁免权为由，假定不存在法律执行。长期以来，许多模型的核心部分都是不准确的（Bulow & Rogoff (1988, 1989) 的著作是一个重要的例外，因为他们承认债权人在外国法院享有权利）。主权国家总是能够放弃其豁免权。

他们在国际借款时通常会这样做（Waibel, 2011; Weidemaier, 2014; Weidemaier & Gulati (2018)）。此外，如果主权国采取了一些行动，如同意诉讼地点或管辖法条款表明主权国是以商业行为者的身份行事，法院有时愿意认定豁免权已被默示放弃（Weidemaier, 2014; Coyle, 2022）。执行判决仍然很困难，但如果豁免权能够真正保护主权国，我们将会看到少得多的诉讼，试图诉诸法院收款的行为将被视为徒劳无功（Weidemaier & Gulati, 2018）。缺乏绝对主权豁免权还体现在某些合同条款上，主权国需要花费大量精力来谈判这些条款，而且（在某些情况下）这些条款是由金融市场定价的（Choi et al., 2012, 2013; Ratha et al., 2018; Weidemaier & Gulati, 2018; Bradley et al., 2022）。

其他几个重要领域也需要进一步探索。我们并不完全了解不同的合同特征如何影响正常时期的债券定价，以及它们如何影响债务危机后的重组过程（Rogoff, 2022）。仅举一组关键条款为例：CAC 在谈判中的作用是什么，这些条款如何定价？债务重组谈判在多大程度上是在这些合同条款的阴影下进行的？我们假设存在阴影，但我们实际上并不知道它的范围，甚至不知道它是否存在。

我们在国内政治机构和市场的作用方面的另一个知识空白是，陷入危机中的主权国家不断受到国内外媒体的关注，而与此同时，对高度老练的债权人的操纵行为的关注却要少得多。债务重组也受到多边和双边贷款机构存在的影响，但在主权债务重组模型中很少考虑到他们的存在。总之，现代主权债务重组已成为一种复杂的战略博弈，但人们对它的研究和理解还远远不够。一些国家在退出债务重组时，债务与 GDP 的比率往往较高，因此重组未能恢复债务的可持续性，这一事实既表明了债权人的影响力，也表明了现有重组做法的低效率。

最后，我们需要对借贷和违约决策的政治经济学做出更好、更现实的解释。这些文献的特点是将重点放在发达经济体和新兴及发展中经济体的模型对立起来。前者假定了违约风险，并包括有过度借贷动机的自利政客。后者建立在主权豁免假设的基础上，并假定该国由于承诺问题而在借款方面受到限制。消除这两类模型中的政治摩擦将导致得出发达经济体的债务水平较低，而新兴经济体的债务水平较高的预测。这些假设和结论与现实不符，特别是在目前外债和内债的区分不像过去那样明确的情况下。在许多国家，外债现在同时以本币和外币计价，这一事实要求整合实际模型（用于研究不会因通货膨胀而贬值的外币债务）和货币模型（用于研究本国货币债务）。Aguiar & Amador（2011）、Aguiar et al.（2009）、Acharya & Rajan（2013）和 Acharya et al.（2022）结合政治经济因素开展了有前途的研究。按照 Ghosh & Nochiyil（2011）、Collard et al.（2015）以及 Collard et al.（2022）的思路，忽略模型设定中的有限承诺是格外具有研究价值的。事实上，Collard et al.（2022）的一个核心预测是，与有限承诺的模型不同，较高的违约成本会降低债务限额，而不是增加债务限额。

更一般地说，违约的经济和政治成本对于违约政府何时以及如何违约的决策来说并不是外生的，而且我们缺乏关于这些内生违约成本的理论。当然，政治经济学引入了一组丰富的新变量，人们可能会担心它会给分析者带来过多的自由度，但这是未来研究的一个令人兴奋的领域。

本文原题名为“Sovereign Debt Puzzles”。作者为 Patrick Bolton, Mitu Gulati, Ugo Panizza。Patrick Bolton 是哥伦比亚大学商学院教授和伦敦帝国理工学院金融与经济学教授，主要研究领域为产业组织、合约理论、公司金融及应用经济理论。Mitu Gulati 是弗吉尼亚大学法学教授，他的研究重点是主权债务重组和合同，并探讨如何帮助陷入财务困境的国家。Ugo Panizza 是日内瓦研究生院经济学教授，他还是国际货币银行研究中心（ICMB）主任、欧洲经济政策研究中心（CEPR）副主席和研究员、艾诺迪基金会（Fondazione Einaudi）研究员以及《牛津开放经济学》（Oxford Open Economics）编辑。本文是 2023 年 11 月发表在 Annual Review of Financial Economics 上的研究文章。[单击此处可以访问原文链接。](#)

地缘政治风险加剧了吗？

Cullen S. Hendrix /文 廖世伟/编译

导读：2023 年即将结束，欧洲和中东、俄罗斯和乌克兰、以色列和哈马斯之间的主要战争正在肆虐。根据乌普萨拉冲突数据计划（UCDP）数据库，涉及主权国家的活跃武装冲突比第二次世界大战以来的任何时候都多。但情况是否比以往都更糟，或者至少风险更大？由 Dario Caldara 和 Matteo Iacoviello 开发的地缘政治风险指数 (GPR) 旨在从更广泛的历史角度评估风险，并表明事实却并非如此。编译如下：

2023 年即将结束，欧洲和中东、俄罗斯和乌克兰、以色列和哈马斯之间的主要战争正在肆虐。根据乌普萨拉冲突数据计划（Uppsala Conflict Data Program UCDP）数据库，涉及主权国家的活跃武装冲突比第二次世界大战以来的任何时候都多。对于流离失所者来说也是如此。随着南海紧张局势的升级，地缘政治风险似乎比近期记忆中的任何时候都要高。正如他们所说，情况变得更好了。

但情况是否比以往都更糟，或者至少风险更大？由达里奥·卡尔达拉 (Dario Caldara) 和马泰奥·亚科维耶洛 (Matteo Iacoviello) 开发的地缘政治风险指数 (GPR) 旨在从更广泛的历史角度评估风险，表明事实却并非如此。从纯定量的角度来看，我们当前的时刻更像是 20 世纪 70 年代或 80 年代，而不是 20 世纪 30 年代：毫无疑问，这是世界和美国经济的动荡时期，但并不是看似不可避免的第三次世界大战。事实上，2020 年代的地缘政治风险基线与 20 世纪和 21 世纪经历的基线风险并没有太大偏离。

可以肯定的是，新兴的全球参与者和跨国联系的多样性可能带来前所未有的机遇，但也存在新的风险。但是，与过去相比，我们对当下的感觉可以给我们一些乐观的理由，或者至少不会使我们完全对前景感到悲观。

地缘政治风险指数

GPR 指数是评估特定时刻全球范围内地缘政治风险程度的指标（它还提供了 44 个特定国家的指数）。创建者将地缘政治风险定义为“与战争、恐怖主义以及影响国际关系和平进程的国家和政治行为体之间的任何紧张关系相关的不利事件的威胁、实现和升级。”该指数是基于对包括侵略、封锁、威胁、恐怖主义活动等在内的“危险”行为的广泛术语库进行关键词搜索的主要世界新闻出版物的新闻报道构建的，并将风险量化为在特定时刻涉及这些术语的新闻文章的份额。

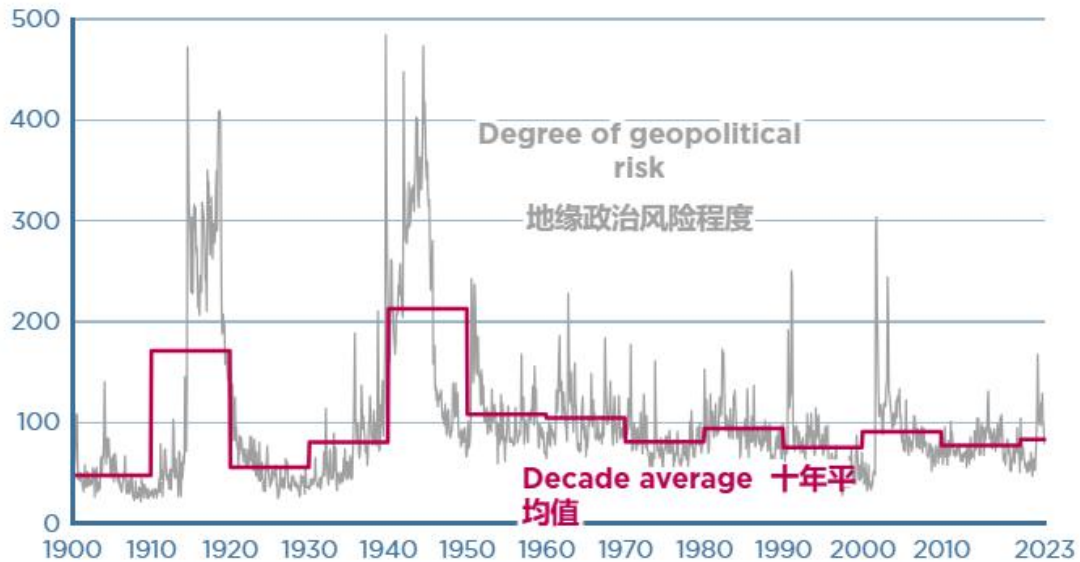
该指数提供了一个在广泛的近现代历史（1900 年至今）中的共同测量标准，对地缘政治风险的清晰定义，以及与该指数创建的理解相关的各种结果（投资决策、经济增长率等）的经验证据。但它最吸引人的特点是其基于快照的评估：依靠对及时发生的世界事件的报道，它不会收录对世界事件后果的事后评估。

以导致第二次世界大战的事件为例。如果说 20 世纪 40 年代是灾难性的，那么 20 世纪 30 年代则是灾难性的前奏。但历史是这样构建的：知道之后发生了什么，20 世纪 30 年代被解释为一系列事件——日本入侵并吞并满洲、希特勒在 1932 年德国大选中获胜、意大利和德国干涉西班牙内战、卢沟桥事件引发了第二次中日战争（1937 年）、水晶之夜大屠杀和德国占领当时捷克斯洛伐克的苏台德地区（1938 年），最终导致了第二次世界大战。但 GPR 指数使我们能够了解这些事件是如何被报道的，而不是通过历史的镜头来过滤。还有其他几个十年，从 GPR 的视角来看，它们与 1930 年代有些相似，但并没有以悲剧结束，而是要么延续原状（从 1970 年代到 1980 年代），要么是 global 经济的蓬勃发展（从 1980 年代到 1990 年代）。

图 1 绘制了 20 世纪和 21 世纪的 GPR 历史指数以及十年平均值。有四个时期异常危险：世界大战、40 年代末/50 年代初，包括中国内战（1949）和朝鲜战争（1950-52）的高潮，以及反恐战争的早期（2001-2004）。至少根据 GPR 指数，有三个时期显得特别“安全”：1900-1913 年、两次世界大战之间的时期（1920-1933 年）和 20 世纪 90 年代，特别是如果接受这样的论点，即 90 年代实际上是从苏联解体（1991 年 12 月）开始，到 9/11 袭击（2001 年）结束。

尽管存在地缘政治冲突，2020 年代全球风险仍相对稳定

1900-2023 年全球范围内的地缘政治风险水平



Note: 地缘政治风险指数（1900-2023）在世界大战期间达到顶峰，随后在苏联解体和美国领导的 1991 年入侵伊拉克期间以及 9/11 恐怖袭击之后飙升。1900 年至 2019 年期间地缘政治风险指数标准化为 100，其中 100 代表该指数的长期平均值。所含值截至 2023 年 11 月 1 日，即可获得数据的最新日期。

21 世纪 20 年代表现如何？

也许令人惊讶的是，到目前为止，与前十年相比，本世纪 20 年代明显处于中间位置（表 1），在平均值和标准差方面排名第 7（共 13 个），前者与后者的比率略高（第 6），但峰值低于过去 13 个十年中除 3 个十年之外的所有峰值。

Table 1 Geopolitical Risk Index (historic), by decade

Decade	GPR score (mean)	GPR score (standard deviation)	Coef. of Variation (\bar{x}/σ)	GPR (high)
1900-1909	47.8	20	2.4	140.4
1910-1920	171.1	123.4	1.4	472.3
1920-1929	55.5	22.3	2.5	138.2
1930-1939	80.7	60.3	1.3	484.2
1940-1949	213	107.6	2	473.2
1950-1959	108.2	34.4	3.1	242.4
1960-1969	104.8	26.5	4	228.1
1970-1979	81	19.1	4.2	177.3
1980-1989	94.4	21.5	4.4	172.8
1990-1999	75.3	33.3	2.3	250.4
2000-2009	90.9	44	2.1	303.6
2010-2019	77.3	14	5.5	131.2
2020-2023*	83.4 (7th)	28.0 (7th)	3.0 (6th)	167.3 (10th)

*Values included up to November 1, 2023, the most recent date for which data are available.

Source: Author's calculations based on [Caldara and Iacoviello \(2022\)](#).

基于十年均值、方差和高值的聚类分析将十年分为三组:1) 普遍认可的全球危机时期（1910 年代、1930 年代和 1940 年代）；2) 冷战初期（1950-69），以及 1990 年代和 2000 年代；3) 是 2010 年代、1900 年代和 1920 年代，以及 1970 年代和 1980 年代。21 世纪 20 年代属于第三类。即使是 2020 年代 GPR 指数的峰值（发生在俄罗斯入侵乌克兰之后），也在 GPR 长期（1900-2023）平均值的标准差范围内。根据峰值（2022 年 3 月 167.3）和前几个月的数值（三个月前仅为 69.2），本世纪 20 年代迄今为止风险最大的时期与 1973 年 10 月（赎罪日战争爆发和阿拉伯石油禁运）最为相似。可以肯定的是，这是地缘政治中一个非常重要的时刻，但不是世界大战的爆发或 9/11 式的时刻。

一些注意事项

GPR 指数是一种强大的分析工具，在评估风险方面比以往任何工具都做得更好，并且不会将与事后出现的事件相关的更高风险视为历史后果。然而，有理由对风险指数本身保持谨慎。首先，完整的时间序列（1900 年至今）基于三家美国报纸（《芝加哥论坛报》、《纽约时报》和《华盛顿邮报》），因此报道可能偏向于那些被认为与美国受众相关的事件。

其次，关于任何特定主题的新闻数量既是其感知新闻价值的函数，也是同时发生的其他事件的感知新闻价值的函数。如果与股市崩盘或备受关注的刑事

案件（林德伯格（Lindbergh）绑架案、辛普森（OJ Simpson）案）同时发生，通常会成为头条新闻并占据专栏版面的事件就会被挤到报纸下面或从报纸上消失。在全球金融危机期间（2007-09），GPR 指数平均为 75.2，尽管该期间还包括 2008-2009 年加沙战争和俄罗斯入侵格鲁吉亚。如果这些事件没有与近一个世纪以来最严重的全球经济危机同时发生，它们可能会转化为更高的 GPR 分数。

最后，GPR 的重点是常规的、军事化的地缘政治风险，排除了新兴的全球威胁，如气候变化、传染病以及人工智能等技术进步，除非这些威胁影响了军事化行为。

别在意（美国治下的和平）

我们当前的这一观点考虑了地缘政治风险，并发现它在许多方面都处于中间位置：既不平淡无奇，也没有接近最糟糕情况的迹象，当然，那些直接受到暴力影响的社会除外。该指数没有涵盖到许多挑战，包括全球气候变化（除非它助长了地缘政治风险。金融危机（同样的例外）、流行病以及与债务可持续性相关的不断增加的挑战，特别是在新兴和发展中经济体。但该指数也没有考虑到在过去 120 多年中减少全球贫困、减轻性别不平等以及增强生活的通信和其他技术方面取得的显著进展。

到目前为止，21 世纪 20 年代一直动荡不安。诺亚·史密斯（Noah Smith）、哈尔·布兰兹（Hal Brands）和保罗·波斯特（Paul Poast）等人认为，我们所看到的是“美国治下的和平”的终结和国际秩序的瓦解。这很可能是事实。20 世纪 90 年代是“美国治下的和平”（Pax Americana）的顶峰，当时美国是最强大的经济和军事力量，与之相比，21 世纪看起来越来越混乱。但与 20 世纪地缘政治风险的更长时间轴相比，21 世纪 20 年代看起来像是回到了冷战时期的长期趋势，也许是可悲和悲惨的，但并不罕见。

本文原题为“Is geopolitical risk getting worse?”。本文作者 Cullen S. Hendrix 是彼得森国际经济研究所的高级研究员、气候与安全中心的非常驻高级研究员以及科罗拉多矿业学院佩恩研究所的研究员。本文于 2023 年 12 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

协调绿色支出与债务可持续性之间的矛盾

Olivier Blanchard/文 张高瀚 / 编译

导读：当前发达经济体的政府面临两大挑战：对抗全球变暖和控制公共债务。第一个挑战是实现巴黎协定和欧盟提出的减少温室气体排放和实现零排放目标，这需要巨大的投资。第二个挑战是防止公共债务失控，由于全球金融危机和 COVID-19 疫情的影响，公共债务与 GDP 的比率已达到历史高点。如何协调绿色支出与债务可持续性成为争议的焦点。为了解决这个问题，首先需要确定在两个方面的可操作空间，即确定应对全球变暖的成本和政府的财政预算。对于应对全球变暖的成本，需要考虑政府采取的工具，如公共基础设施投资和对私营部门的激励措施的规模和性质。编译如下：

发达经济体的政府面临两大挑战。

首先是对抗全球变暖的需要。《巴黎协定》呼吁将全球气温升幅限制在工业化前平均水平以上 1.5°C 以内。欧盟已同意在 2030 年将温室气体排放量相对于 1990 年减少 55%，并在 2050 年实现二氧化碳净零排放。成本将是昂贵的。

其次是控制公共债务。由于 2007-2010 年全球金融危机和 COVID 流行病，公共债务与 GDP 的比率达到了历史水平。在欧洲联盟的许多成员国，这一比例超过 100%。因此，避免债务爆炸至关重要。即使不考虑主要主权国家违约的外部效应，违约风险也使财政政策乃至总体宏观经济政策极难使用。

两者之间的紧张关系是显而易见的，而且确实是布鲁塞尔目前正在讨论的欧盟新财政规则分歧的核心。如何最好地调和这两者？

第一步是在两条战线上建立回旋余地。

以全球变暖为例。发达经济体对减缓和适应成本的估算范围很广，每年占国内生产总值的 1% 到 3%，分为私人投资和公共投资。这里的问题是对政府预算的可能影响。答案在很大程度上取决于政府为实现从棕色能源向绿色能源过渡所使用的工具，即公共基础设施投资的规模和给予私营部门的激励措施的性质。到目前为止，更重要的决定是是否对绿色能源征税（无论是通过碳税还是销售碳许可证），还是补贴绿色能源。

这种选择首先会对财政产生影响。例如，法国政府打算在 2024 年花费约 400 亿欧元（约占国内生产总值的 1.5%）用于应对全球变暖。但由于征收碳费和其他税收，法国预计将获得 260 亿欧元的收入，约占 GDP 的 1%，从而使绿色支出净增 0.5%。相比之下，美国在《2022 年通货膨胀削减法案》中决定通过补贴采取行动，每年的成本约为 1200 亿美元，也约占 GDP 的 0.5%。[1]因此，抛开非财政影响不谈（补贴的效率和成本大大低于每吨二氧化碳的减排量），策略上的差异可能会使国家损失约 0.5%+0.5%，即 GDP 的 1%。税收而非补贴的财政理由非常充分，每年的财政成本也是有限的。

以债务可持续性为例。必须避免债务爆炸，以免最终导致违约和重大经济损失。换句话说，债务路径必须极有可能导致债务与国内生产总值的比率保持稳定。这显然不同于要求降低债务比率。降低负债率可能是非常可取的，但它

不像可持续性那样具有存在的意义。债务可持续性甚至允许债务比率随着时间的推移而有所上升，只要这种上升能在很大程度上导致长期债务比率的稳定。

任何债务比率，如果稳定，真的可行吗？日本的情况及其极高的债务比率，以及许多国家的债务比率在不久前被认为是危险的，但在今天却不被认为是危险的这一事实，都表明债务比率可以很高，尽管肯定不是无限的。债务的主要影响是间接的，在很大程度上取决于利率与增长率之间的差值 $r-g$ 。如果该差值为正，那么债务水平越高，一国为保持稳定的债务比率而必须维持的基本盈余就越高。如果一个国家将其债务比率从 100% 提高到稳定的 110%，那么它的债务就认为是可持续的。

现在把线索串起来。

第一步是从评估可持续性开始。在现行政策和预期政策下，债务比率可能稳定还是爆炸？关于欧盟规则的讨论已经清楚地表明，简单的数字是不行的。解决这一问题的正确工具是随机债务可持续性分析，它可以考虑到所有相关方面和国家的特殊性，如隐性负债、未来资产销售等，以及与增长率、利率和其他变量相关的不确定性。它提供了中期债务的分布情况。这意味着，它给出了债务收敛到一个稳定比率的概率，因此是可持续的。

就目的而言，基本信息是模拟必须包括所有收入和所有支出，无论绿色与否。如果绿色支出导致债务增加，那么无论债务用于何种基本功能，都必须为债务提供资金。即绿色支出不能获得债务豁免。

有时公共投资可能会直接导致政府收入的增加，例如新高速公路的收费，或者间接导致政府收入的增加，因为公共投资可能会提高经济增长，从而增加政府收入。但这种结果不太可能出现。至少在一段时间内，向绿色能源过渡可能会降低经济增长。而且，转型可能会进一步减少财政收入。法国财政部最近的一项研究表明，鉴于目前天然气税相对于电力税较高，向电动汽车的转变最终可能会使政府收入减少国内生产总值的 0.3%。

同样，对所谓的公共财政黄金法则进行简单化的解释，自动允许为绿色投资提供债务融资，也是完全错误的。同样，债务就是债务，公共投资不会自动或甚至通常不会产生足够的收入来全额支付债务利息。绿色公共投资更是如此。

该论点也不赞同，因为拯救世界需要绿色支出，就应该自动允许债务融资。这种支出很可能是必要的，而展示不采取行动的反事实可能带来的灾难性影响，对于说服选民有必要采取行动是非常有用的。单独的绿色预算可能有助于说明资金的使用情况以及目标是否能够实现。但债务必须保持可持续性。

与此相关的是，一些观察家建议通过专门的绿色债务为绿色投资提供资金。将债务分为两部分的收益可能很小。有证据表明，投资者不太可能接受绿色债务的回报率远低于非绿色债务的回报率，而且绿色债务市场的流动性较差，很可能会出现溢价。归根结底，重要的是债务总额，无论是否为绿色债务。

那么，能够同时实现这两个目标的方法是什么呢？那就是稳定债务比率的速度。

下面是简单的数学计算：如今，许多国家的 $r-g$ 值接近于零。暂且假设它等于零，并忽略其不确定性。那么，债务比率的稳定仅仅意味着基本收支平衡最终归零。

现在重新引入不确定性，并要求债务在很大概率上是可持续的，因此概率要高于 50%。这样最终目标就必须更加雄心勃勃，即基本收支与国内生产总值的比率达到一定的正值水平。

这里重要的一点是，最终的约束条件，无论是基本收支平衡为零还是小幅正数，都是无法改变的。但达到这一目标的速度是政府为实现这一目标所拥有的余地。

诚然，当 $r-g$ 等于零时，计算特别简单。但这一逻辑很容易推广。如果相信在许多国家 $r-g$ 在未来很有可能回到负值，那么调整就会更加有限。举例来说，如果 $r-g=-1\%$ ，债务比率最初等于 100%，那么在忽略不确定性的情况下，最终目标是 1% 的基本赤字，而不是基本平衡。如果利率下降，或者宏观经济环境发生任何意料之外的变化，计划可以也必须重新调整。但目前，政府必须按照目前的利率为自己融资，而且他们有理由假定 $r-g$ 现在和将来（预期值）都等于零。下降肯定会有帮助，但他们不能以此为赌注。

返回速度是有限的。政府不可能在一夜之间消除基本赤字。许多国家的基本赤字占国内生产总值的 2% 至 4%，而且数额巨大。政治因素和宏观经济因素都限制了调整的速度。

政治限制：减少赤字意味着事实上要减少一些受欢迎的开支或增加一些不受欢迎的税收。（人们总是希望改革能促进经济增长，增加政府收入，从而自然减少赤字。历史证据再次表明不应指望这一点）。一些国家的选民可能更担心债务问题，更愿意做出牺牲；而另一些国家的选民则可能不那么开放。

宏观经济制约：财政整顿会减少需求。货币政策通过降低利率来提供帮助的空间有限，尤其是当货币政策触及零下限时，或者当该国是共同货币区的一部分，需要比其他成员做出更多调整时。

把一些数字摆出来。假设在没有绿色支出的情况下，从 3% 的基本赤字开始，政府考虑到不确定性和以少量基本盈余为目标的需要，认为在 7 年内每年减少基本赤字占国内生产总值的 0.5% 是正确的做法，以便在最后达到基本盈余占国内生产总值的 0.5%。它一方面平衡了稳定债务的需要，另一方面也平衡了政治和宏观经济的限制。只要基本赤字仍为正数，债务比率就会上升。七年后，如果一切如预期发展，债务比率将趋于稳定，并开始以每年 0.5% 的速度下降，但与此同时，债务比率将增加 6.5%。

现在假设政府必须在绿色支出上永远多花 0.5%（可以合理地认为，所需的支出会随着时间的推移而减少，但这可能是太遥远的未来，与本次财政活动无关）。非绿色预算的总体调整必须增加 0.5%，即 4.0%。政府可以将调整速度提高到每年 0.57%，并在七年内达到目标，但这一速度在政治上可能行不通。更好的办法可能是在更长的时间跨度内保持不变，比如 8 年，每年调整 0.5%。由于基本赤字持续的时间会更长，债务比率的增幅也会更大，即 10%。但这仍然是值得的：如果债务比率在 100% 时是可持续的，那么在 110% 时几乎肯定也是可持续的。如果日后 $r-g$ 因经济增长或利率下降而变得更加有利，比如说等于 -1.0%，则可以重新调整计划：减少调整年数，比如说以 0.5% 的利率调整 6 年而不是 7 年，或者放慢调整速度，以 0.42% 的利率调整 7 年。

过快的调整是不可行的，可能会适得其反。但长时间、稳定的调整，即使速度合理，也会产生两个问题：可信度和调整疲劳。

公信力至关重要。政府不能宣布一个烟雾弹计划，“消除浪费和欺诈”，或假设乐观的高增长率。投资者和评级机构不会买账，并会下调债务评级，导致利差扩大，调整难度加大。这种情况意味着要从一开始就向选民解释应对全球变暖将付出高昂代价的事实、财政调整的必要性以及可能不受欢迎的未来措施，诚然，这并不是是一件容易的事。

避免调整疲劳肯定是一项重大挑战。没有什么灵丹妙药，但让反对党参与讨论，即使不太可能达成一致意见，也有可能提高关注度，而且可能是有益的。归根结底，必须有所作为，而最好的选择莫过于可信、合理的中期调整。

底线：财政调整是必要的，增加绿色支出也是必要的。如果政府依靠碳税和碳费而不是补贴，增加的支出可能有限，但归根结底，应对全球变暖将使国家付出代价，并意味着非绿色基本赤字最终会有更大的减少。缓慢而稳定的调整意味着债务比率在一段时间内会增加；这是可以接受的代价。要求加快调整，甚至要求尽快减少债务，是过于雄心勃勃和危险的。

本文原题为“Reconciling the tension between green spending and debt sustainability”。作者为 Olivier Blanchard。他是彼得森国际经济研究所的高级研究员、前 C.Fred Bergsten 高级研究员，同时也是麻省理工学院(MIT)的 Robert M. Solow 经济学名誉教授。他是法国公民，他的大部分职业生涯都是在美国度过的。1977 年获得麻省理工学院经济学博士学位后，在哈佛大学任教，1982 年返回麻省理工学院。1998 年至 2003 年担任经济系主任。2008 年，他请假担任经济顾问，他一直担任国际货币基金组织研究部主任直至 2015 年。随后加入彼得森研究所。他研究了一系列广泛的宏观经济问题，包括货币和财政政策的作用、投机泡沫、劳动力市场和失业的决定因素、前共产主义国家的经济转型以及全球金融危机的性质。[单击此处可以访问原文链接。](#)

从大分化到南南分化

Ewout Frankema/文 宋海锐/编译

导读：随着东亚（尤其是中国）经济的迅速崛起，漫长的全球“大分化”时代已经结束。但是，经济史学家尚未对全球南方国家（发展中国家）近年来经济快速分化的原因和后果进行分析。本专栏认为，这种南南差异迫切需要关注。编译如下：

随着东亚（尤其是中国）经济的迅速崛起，漫长的全球“大分化”时代已经结束。但是，经济史学家尚未对全球南方国家（发展中国家）近年来经济快速分化的原因和后果进行分析。本专栏认为，这种南南差异迫切需要关注。

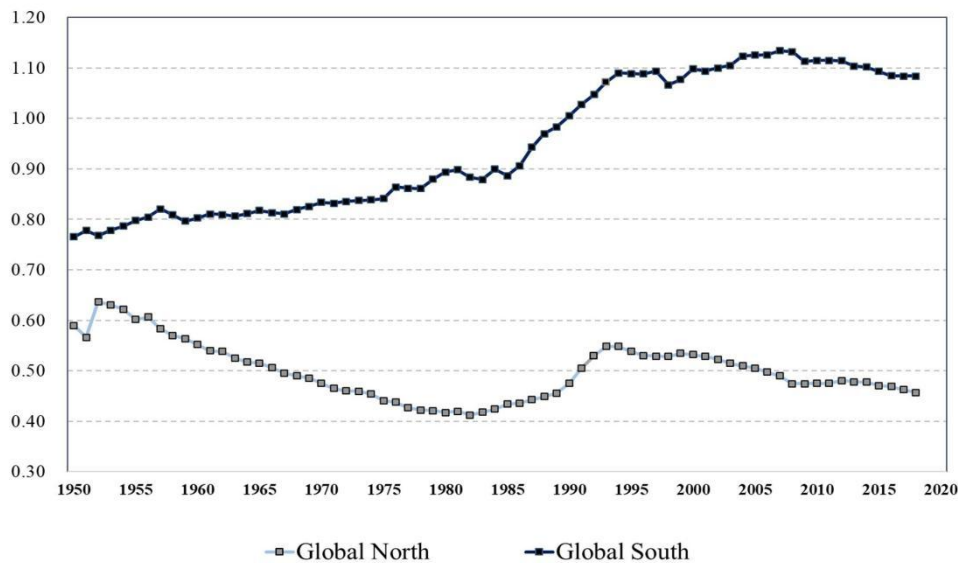
在过去的 25 年里，“大分化”争论一直是经济史上最具代表性的话题。这场争论围绕着一个问题：为什么工业革命起源于西欧，更确切地说，起源于英国，而不是中国、印度或日本。这场争论通过将学者们聚焦在这一比较研究上，对经济史领域的全球化起到了很大作用，并促进了关于历史 GDP、实际工资、技能溢价、政府收入、贸易条件、人力资本、土地使用等全球数据库的建设。这种数据收集和估计工作反过来又引发了关于收入和福利计量方法和理论基础的热烈讨论，以及关于在比较经济历史分析中互惠的关键重要性的讨论。

然而，正如所有主流学术争论一样，在其生命周期的某一点上，边际收益递减是不可避免的。随着新的相邻探索窗口的打开，最初的问题将逐渐消失。此外，漫长的大分化时代——主要（但不完全）被理解为欧亚现象——已经随着东亚（特别是中国）的快速经济崛起而结束。正如肯·彭慕兰（Ken Pomeranz）在他的开创性著作《大分化》（*The Great Divergence*, Pomeranz 2000）中所观察到的，20 世纪的最后 25 年所呈现的特点是令人印象深刻的收敛速度，而不是发散速度。鉴于学术和历史的发展，在最近的一篇文章（Frankema 2023）中，我问道：全球经济史的新比较视野是什么？

在大分化之外

我认为，当前迫切需要关注全球发展中地区近年来出现的快速经济分化。我把这种新的分歧称为南南分化。随着欧亚在经济、工业和技术能力方面的差距开始缩小，发展中国家在劳动生产率和人均收入方面的差距开始扩大。图 1 说明了这一南南分化过程，显示了 1950 年以来发达国家和发展中国家人均国内生产总值的变异系数。发展中国家的收入差距扩大，而发达国家的收入差距缩小，这一趋势只有在 1980 年代和 1990 年代因前共产主义经济体解体而暂时中断。这种南南分化现象值得给予比以往更多的关注。

图 1 1950-2018 年全球北方国家（发达国家）和全球南方国家（即发展中国家）人均 GDP 的变异系数



注：人均国内生产总值的变异系数取自附录 1 所列的 40 个发达国家和 105 个发展中国家的恒定样本。全球发展中国家不包括石油资源丰富的海湾国家；全球发达国家不包括 20 世纪 90 年代获得独立的前苏联国家。

可以肯定的是，在过去二十年里，对发展中地区经济史的关注大大增加了。新的研究网络、会议和期刊正在建立。然而，在大多数情况下，这些研究团体缺乏明确的跨区域比较内容。他们在拉丁美洲不平等、非洲殖民遗产、中东文化和宗教制度或亚洲工业化的比较模式等议题上取得了很大进展，但却很少讨论跨区域差异的性质和驱动因素。经济历史学家尚未启动对全球南南分化的原因和后果的分析。

为什么要关心南南分化？

我提出四个理由。首先，尽管目前全球发展中国家已经占世界人口的 80% 以上，创造了全球国内生产总值的近 60%，然而其人口和经济比重必将在 21 世纪进一步增加。到 2100 年，发达国家预计将只拥有世界人口的 12%，而亚洲和非洲加起来将拥有世界人口的 80% 以上。预计发展中国家在世界国内生产总值中所占份额将从 2020 年的 57% 上升到 2050 年的 72%。

表 1.1820-2100 年世界各区域人口和收入份额

	1820	1850	1900	1950	2000	2050	2100
<i>Population</i>							
Asia	0.66	0.62	0.53	0.54	0.60	0.53	0.43
Africa	0.06	0.06	0.06	0.09	0.14	0.26	0.39
Europe	0.22	0.24	0.28	0.23	0.12	0.08	0.06
Americas	0.03	0.05	0.10	0.14	0.14	0.13	0.11
Global South	0.74	0.71	0.64	0.67	0.80	0.86	0.88
Global North	0.26	0.29	0.36	0.33	0.20	0.14	0.12
<i>GDP</i>							
Global South	0.58	0.46	0.28	0.26	0.43	0.72	...
Global North	0.42	0.54	0.72	0.74	0.57	0.29	...

注：欧洲包括所有前苏维埃共和国和中亚国家；亚洲包括新西兰和澳大利亚。

其次，全球经济重心的重新配置对全球劳动分工、资本流动、贸易、粮食需求、投资和移民模式产生了深远影响。事实上，南南分化最重要的后果之一已经成为现实：长期以来主要是亚洲现象的极端贫困问题，已经决定性地转移到撒哈拉以南非洲。1990年，世界上五分之四以上的极端贫困人口生活在亚洲，而到2020年，世界上三分之二（约65%）的极端贫困人口生活在非洲。

第三，经济史专业的学生必须在识别、研究和解释这些长期分化和趋同的驱动因素方面接受培训，他们必须了解这些全球变化，才能理解它们。但是，用来教授学生南南分化这一章节的文献在哪里？毕竟，“大分化”不仅随着“大趋同”时代的到来而结束，它还改变了全球不平等的轨迹，这一转变正在以令人眼花缭乱的速度重塑21世纪的世界经济。

第四，在一个长期由以西方为中心的研究体系和南北视角主导的领域，更系统地开展南南比较可以促进新的数据收集工作，并有助于开展除了将西方经济发展作为镜像之外的相互比较。在这方面，南南分化的讨论可以将相互比较的要求提升到更高层次。西方帝国主义可能在理解南南分化的根源方面发挥着重要作用，但它并不一定要作为考量情况的最终基准。

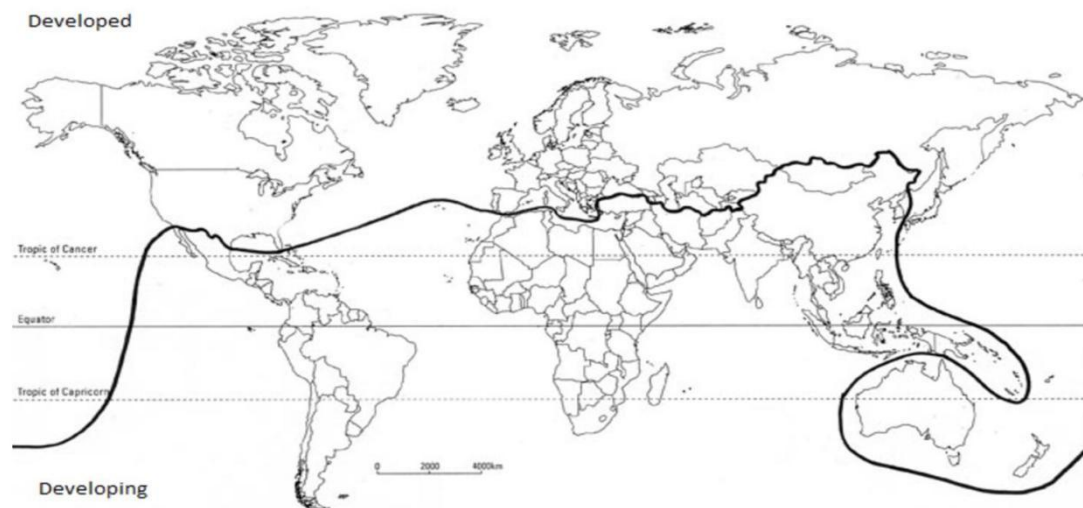
“南方”是一个有用的类别吗？

我承认，将世界分成两部分的作法似乎有些过时。将北方（发达国家）与南方（发展中国家）并列的想法可以追溯到1980年，当时《勃兰特报告》（Brandt Report）发布了著名的地图，如图2所示。考虑到南方在人口、文化、国家和制度方面的巨大历史多样性，“南方”作为一个分析类别有多大用处？我认为，如果考虑到混合情况（如日本、土耳其），并愿意接受“四重挑战”的概念，那么将“南方”作为一个独立的区域是有理可依的。“四重挑战”指的是几乎所有“南方国家”都必须（或不得不）同时解决以下问题：

1. 如何在与前沿领域有相当距离时，追赶西方的技术领导者。
2. 如何克服外部强加的机构（殖民主义）的各种遗留问题，或由于帝国主义和新殖民主义的压力而延长的有限国家自治阶段。
3. 如何调和全球化加速的力量，特别是全球大宗商品市场的波动，以及在远离全球生产力前沿的背景下资本流动的增加。
4. 在包括气候变化在内的环境压力（人类纪元）加剧的背景下，如何处理对劳动力跨界流动的日益增加的限制。

如果这些具有约束力的要素足以作为这些国家相似性的核心要素，那么当地机构、地理和殖民轨迹的多样性可以为分析这些因素如何相互交织并导致强烈分化的后殖民发展道路提供充足的依据。

图2 勃兰特线



来源：Brandt 等人（1980年，第31-32页）和封面。

引导性问题

有许多重大问题可以引发南南分化的研究讨论。我的论文阐述了其中的三个。首先，如何解释发展型国家在东亚出现时的有限传播，以及如何限定其他类型的政治经济制度？到目前为止，这个问题主要是政治学家感兴趣的。历史学家可以通过引入更深层次的时间尺度、历时性的比较透镜和更动态的殖民制度发展概念，为这些讨论做出很大贡献。

第二，为什么发展在空间和时间上是聚集的？这是自然形成的（如地理、农业结构、深层文化影响）？还是我们应该关注还是人为培育：拉丁美洲、撒哈拉以南非洲、中东或东南亚的区域一体化和解体进程是如何形成的？第三，整个世界能不能发展起来？亚洲新兴工业化经济体能够在多大程度上危及非洲经济体在全球市场上征服新商机的机会？不断上升的压力和不断上涨的稀缺原材料价格是如何将矿业经济体更深地拖入其自然资源开采之路的？这三个问题显然不是详尽的，但它们都与全球南方国家的经济决策有关。

总之，我的论文呼吁将全球南方国家按照其自身的条件纳入全球经济发展的史学研究中，并重新思考如何打开新的比较视野，以使学术研究远离西方如何变得富有或不同寻常的老问题，而转向为什么提高人类福利的现代能力迄今在全球分布如此不均衡的新问题。

本文全文原题为“From the Great Divergence to South-South divergence”，本文于 2024 年 1 月 2 日发表于经济政策研究中心（CEPR）的 VoxEU 专栏，作者 Ewout Frankema 是瓦赫宁根大学经济与环境史教授，也是经济政策研究中心（CEPR）研究员，他的研究侧重于更深入地了解发展中地区（非洲、拉丁美洲、亚洲）的长期比较经济发展以及当前全球不平等的历史根源和性质。[单击此处可以访问原文链接。](#)

各国潜在经济增速

Sinem Kilic Celik, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge 和 Franz Ruch /文 张丝雨/编译

导读：经济增长对于实现发展目标、消除贫困，以及确保债务负担的可持续性至关重要。在过去的二十年中，全球经历了两次大规模的衰退，这两次衰退都导致了长期的增长减缓。本文利用一组新的潜在增长测度数据，说明在过去十年中潜在增长呈现出稳定而广泛的下降趋势，与此同时，增长的所有基本驱动因素随时间失去了动力。作者还发现，不利冲击可能对潜在增长产生持久的负面影响。编译如下：

十年来，全球经济增长一直在放缓（Qureshi 2019）。这种放缓普遍存在：在 80% 的发达经济体和 75% 的新兴市场和发达经济体（EMDEs）中，2011-2021 年的年均增长率低于 2000-2010 年。全要素生产率（TFP）增长也被广泛认可了，尽管数字化或人工智能等领域的技术变革速度很快（Anderton 等人，2023）。全球人口增长放缓（Daly and Gedminas 2023）。此外，在过去十年中，许多发达经济体和新兴市场和发展中经济体的投资增长有所减弱（World Bank 2023）。

这种放缓全球经济受到一系列冲击的结果，还是基本面疲软的反映？我们在潜在增长的背景下研究这个问题——在不引发通胀的情况下，一个经济体在充分发挥能力和就业的情况下能够长期维持的最大增长率。

为了回答这个问题，我们开发了第一个关于潜在增长的九种最常用测量方法的综合数据库，用于 1981-2021 年期间最大的可用国家样本——多达 173 个经济体（37 个发达经济体和 136 个新兴市场经济体）（Kilic Celik et al 2023）。这些计量包括基于生产函数方法的计量；五个基于一维滤波器的应用（Hodrick-Prescott、Baxter-King、Christiano-Fitzgerald、Butterworth 和未观察到的成分滤波器）；一种基于多维卡尔曼滤波器；两个基于长期增长预测。该数据库可以在世界银行网站上公开获得。

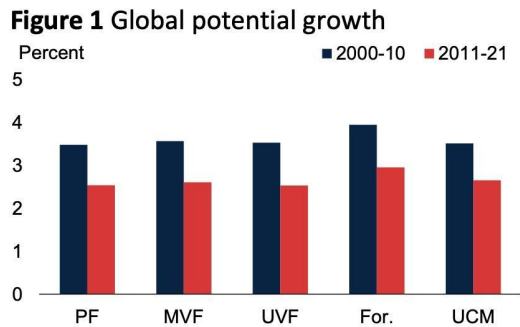
对潜在增长指标的基本比较表明，基于预测的估计值往往比其他估计系统高，而基于一维过滤技术的估计值则较低。正如预期的那样，基于过滤技术的估计往往是最不稳定的，并且最密切地跟踪实际增长。基于生产函数方法的估计往往是最稳定的，与实际增长的相关性最小，因为它们捕捉到了潜在增长的缓慢驱动因素。

潜在增长减弱

无论选择哪种衡量标准，在 2000-10 年和 2011-21 年期间，国际上潜在增长率普遍下降，这是由多种因素造成的。全球和主要国家集团（发达经济体和新兴市场和发展中经济体）的所有潜在增长估计都表明了这一点（图 1）。使用生产函数方法估算的全球潜在增长率从 2000-2010 年的平均每年 3.5% 下降到 2011-2021 年的平均每年 2.6%。2011-2021 年期间，发达经济体的潜在增长率

降至平均每年 1.4%，比 2000-2010 年的平均水平低 0.8 个百分点；EMDE 潜在增长率从 2000-10 年的每年 6.0% 下降到 2011-21 年的每年 5.0%（图 2）。

图 1 全球潜在增长率



Source: World Bank.

Note: PF = production function approach, MVF = multivariate filter-based, UVF = univariate filter-based, UCM= Unobserved Components Model. Based on common sample of 30 advanced economies and 25 EMDEs for 2000-21 to ensure consistency in samples across methodologies.

图 2 潜在增长率



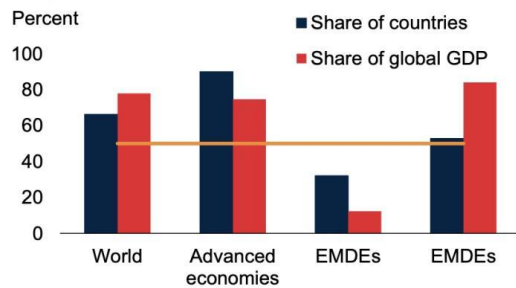
Sources: World Bank.

Note: AEs = advanced economies; EMDEs = emerging market and developing economies. Based on potential growth derived using production function approach. GDP-weighted average. Sample includes 30 advanced and 53 emerging market and developing economies.

各国潜在增长率的下降是高度同步的：在 2011-2021 年期间，96% 的发达经济体和 57% 的新兴市场经济体的潜在增长率低于 2000-2010 年的平均水平（图 3）。这种普遍下降反映了多种因素。2011-2021 年，所有的基本增长驱动因素都消失了：TFP 增长放缓，投资减弱，劳动力增长下降。

图 3 低潜在增长率下 2000-2010 年和 2011-2021 年的经济份额和 GDP

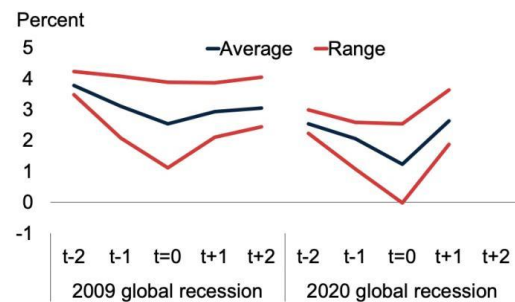
Figure 3 Share of economies and their GDP with slowing potential growth between 2000-10 and 2011-21



Sources: World Bank.

Note: Number of economies (as share of economies in the group) and their share of global or group GDP with potential growth in each period below its 2000-10 average. Horizontal line indicates 50 percent. Unbalanced sample of 30 advanced economies and 53 EMDEs for 2000-21.

Figure 4 Global potential growth during global recessions



Sources: IMF World Economic Outlook; World Bank.

Note: "Average" is an unweighted average of seven potential growth measures (excluding expectations). "Range" reflects the maximum and minimum. Lines show potential growth around global recessions in t=2009 and t=2020. Unbalanced sample of 30 advanced economies and 25 EMDEs for 2007-21.

不利冲击造成的持久损害

除了削弱基本增长驱动因素外，一系列不利冲击也降低了潜在增长率，如经济衰退、银行危机和健康危机。在局部预测估计中，我们发现每一个事件都

对潜在增长产生了持续的影响。例如，衰退与潜在增长的显著负向关联甚至在五年后仍然存在。

2000–2021 年期间经历了两次全球衰退——2009 年由全球金融危机引发的衰退和 2020 年由新冠疫情引发的衰退。这些衰退扰乱了固定资本投资，造成了广泛的就业和产出损失。在 2020 年经济衰退的情况下，新冠疫情导致的社会互动减少导致的教育系统中断也减缓了人力资本的积累。根据基于生产函数的衡量标准，与各自衰退前的两年相比，2009 年全球潜在增长放缓了 1.2 个百分点，2020 年放缓了 1.3 个百分点（图 4）。

在实现发展目标方面遇到的挫折

目前的趋势表明，过去十年的潜在增长放缓将持续到下一个十年（Kose and Ohnsorge 2023）。强劲的增长潜力是在实现消除贫穷等发展目标方面取得进展的基础。因此，所有主要增长驱动因素的广泛削弱以及最近许多危机造成的持久损害表明，这种进展将进一步受挫。

由于政府的税收能力降低，持续较低的潜在增长也降低了债务可持续性，并增加了债务负担。在政府债务已经创历史新高的背景下，这进一步限制了政府追求发展目标的能力。

事实上，目前一些经济体的增长好于预期，可能只是暂时掩盖了潜在增长疲软的需求热潮。如果这种需求热潮在持续高通货膨胀和经常账户压力中体现，央行最终可能面临在增长疲软的情况下恢复价格和实现金融稳定的挑战。

本文原题为“A new cross-country database of potential growth”，作者为 Sinem Kilic Celik, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge 和 Franz Ruch。Sinem Kilic Celik 是国际货币基金组织经济学家。M. Ayhan Kose 是世界银行集团副首席经济学家兼预测局局长。Franziska Ohnsorge 是世界银行南亚地区首席经济学家。Franz Ruch 是世界银行财政政策和可持续增长部门的高级经济学家，加入世界银行之前是南非储备银行的经济学家。本文于 2023 年 12 月 21 日刊于 VoxEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国多维度货币政策的全球溢出效应

Georgios Georgiadis, Marek Jarociński /文 廖世伟/编译

导读：美元在全球贸易和金融中的主导地位引发了大量关于美联储（Fed）货币政策溢出效应的文献。然而，尽管做了大量工作，我们的理解仍然存在重大空白。由于全球金融危机后的零利率下限，以及关于未来政策利率和大规模资产购买（LSAPs）的前瞻性指导的日益增加，检验美联储政策的影响变得更加复杂。随着世界各地的经济体从疫情大流行带来的压力中走出来，并摆脱俄罗斯与乌克兰冲突的影响，理清美联储政策正常化对这些措施的影响至关重要，因为美联储可能会在未来更频繁地采取不同的措施，而且最优政策反应可能会因溢出效应的性质而有所不同。编译如下：

摘要

我们估计了美联储工具箱中不同指标对美国货币政策的溢出效应。我们利用了关于联邦公开市场委员会会议前后高频资产价格意外表现的新颖指标，来衡量传统利率政策、前瞻性指导和大规模资产购买（LSAPs）中外生变动的情况。这种识别依赖于相对较弱的假设，并解释了这些货币政策意外中可能存在的残余内生成分（如央行信息效应）。我们发现：（I）与传统利率政策相比，前瞻性指引和 LSAPs 引发了更大的溢出效应；（II）溢出效应主要通过以全球投资者风险偏好为中心的金融渠道传递，并体现在股票价格、债券价差、资本流动和美元汇率的变化中；（III）LSAPs 引发了美国和发达经济体债券之间的国际投资组合再平衡，但总体上仅涉及相当有限的期限溢出；（四）前瞻性指导和 LSAPs 都要求新兴市场经济国家的中央银行在稳定产出和价格之间，或者在进一步确保资本流入方面的金融稳定之间进行权衡。

非技术总结

美元在全球贸易和金融中的主导地位引发了大量关于美联储（Fed）货币政策溢出效应的文献。然而，尽管做了大量工作，我们的理解仍然存在重大空白。由于全球金融危机后的零利率下限，以及关于未来政策利率和大规模资产购买（LSAPs）的前瞻性指导的日益增加，检验美联储政策的影响变得更加复杂。随着世界各地的经济体从疫情大流行带来的压力中走出来，并摆脱俄罗斯与乌克兰冲突的影响，理清美联储政策正常化对这些措施的影响至关重要，因为美联储可能会在未来更频繁地采取不同的措施，而且最优政策反应可能会因溢出效应的性质而有所不同。

我们研究了美联储政策的全球溢出效应，解决了文献中的这些空白。在联邦公开市场委员会（FOMC）的公告中，我们利用了新的传统利率政策、前瞻性指引和高频资产价格意外中确定的 LSAP 冲击。与现有文献相比，该识别依赖于相对较弱的假设。特别是，它利用了观测到的意外的非高斯性，即它们通常很小，但偶尔非常大。这种识别也解释了货币政策意外中混杂的残余内生成分的存在，如中央银行信息效应。我们估计了美联储的不同政策措施对世界其他地区的实际活动、通胀、贸易、汇率、资产价格和资本流动的影响，并探讨

了它们是否会导致新兴市场经济体的央行做出权衡。我们使用最先进的平滑局部投影估计量，它减轻了困扰典型宏观经济时间序列样本分析的过度可变性，并已被证明在有限样本中优于广泛的替代估计量。

我们的研究结果证实了现有的证据，同时也揭示了一些新的事实。具体而言，我们证实了之前的文献发现，美联储政策溢出效应很大，尤其是通过以全球投资者风险厌恶为中心的金融渠道进行传导。我们的贡献是为美联储的不同政策措施提供更具分辨率的证据，证明它们需要对新兴市场经济体的货币政策进行权衡，并且关键是要考虑到货币政策意外中的残余内生成分，特别是在前瞻性指导的情况下。

本文原题为“Global spillovers from multidimensional US monetary policy”。本文作者 Georgios Georgiadis 是欧洲中央银行国际与欧洲关系总司国际政策分析司首席经济学家，Marek Jarociński 是货币政策研究部、国际政策分析部、预测与政策建模部研究经济学家。本文于 2023 年 12 月刊于 EUROPEAN CENTRAL BANK 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

预防与治疗：四张图表中的主权债务违约

HAYLEY PALLAN / 文 熊春婷 / 编译

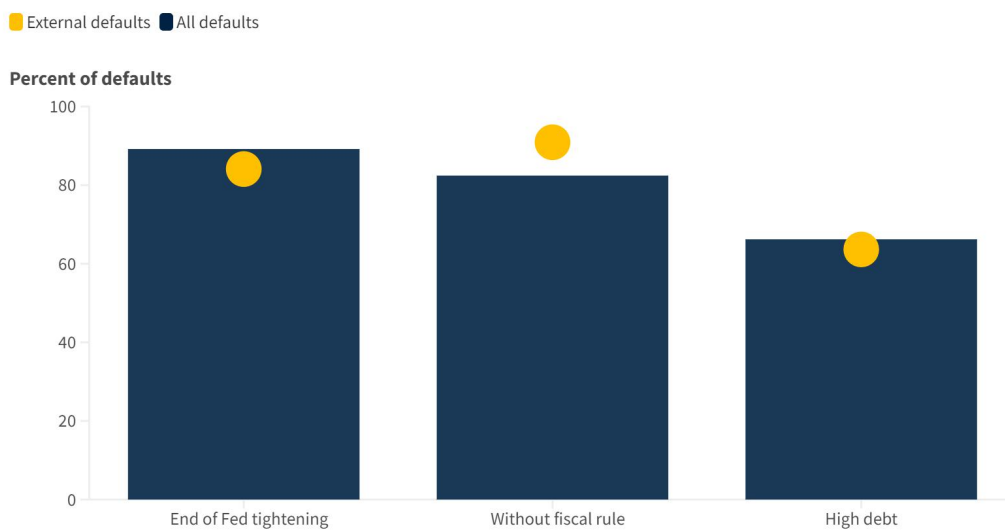
导读：新兴市场和发展中经济体的高水平政府债务，以及过去两年全球利率的上升，目前加剧了新兴市场和发展中经济体的债务违约风险。然而，过去的债务违约往往不能成功地解决与债务有关的风险：过去三分之一以上的主权债务违约未能以持久的方式降低政府债务或借贷成本。那些成功的国家实现了高于中位数的债务重组和增长加速。许多新兴市场国家已经转向国内债务，这降低了违约风险。然而，较高水平的国内政府债务是以较高水平的借贷成本和较低规模的银行对私营部门信贷为代价的。在当前充满挑战的外部环境下，需要采取政策来加快可持续增长和支撑财政状况。编译如下：

1. 大多数违约都发生在与目前类似的情况下。

最新的《南亚发展简报》里的最新情况数据显示，过去的主权债务违约集中发生在美联储货币政策紧缩周期结束前后，在政府债务高于新兴市场经济体中位数且没有财政规则的情况下最为常见。

图 1：最普遍情况的违约比

Share of defaults in the most common circumstances



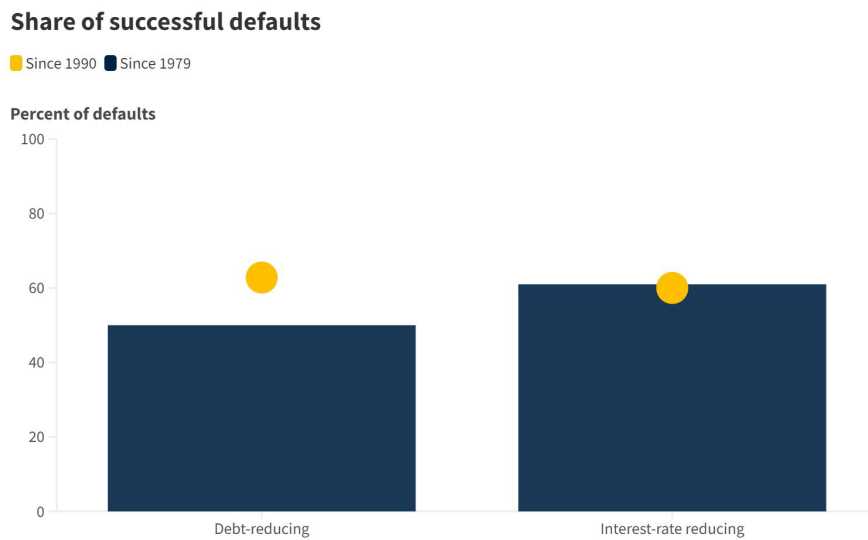
Sources: Asonuma and Trebesch (2016); Erce, Malucci, and Piccarelli (2022); Haver Analytics; World Bank.

Note: Share of all defaults that occurred in the year of the end of U.S. Federal Reserve tightening cycle as defined in World Bank (2022) or in the subsequent year. Share of all defaults that occurred in countries without a fiscal rule or in countries with above-median (across the full EMDE sample) government debt at the time of default. All defaults include defaults on domestic and external creditors, external defaults refer to defaults on external creditors. Gray line denotes 50 percent.

2. 超过三分之一的主权债务违约未能以持久的方式降低债务或借贷成本。

只有不到三分之二的主权债务违约在五年后成功降低了政府债务与国内生产总值的比率或政府债务的实际利率。

图 2：成功违约的占比

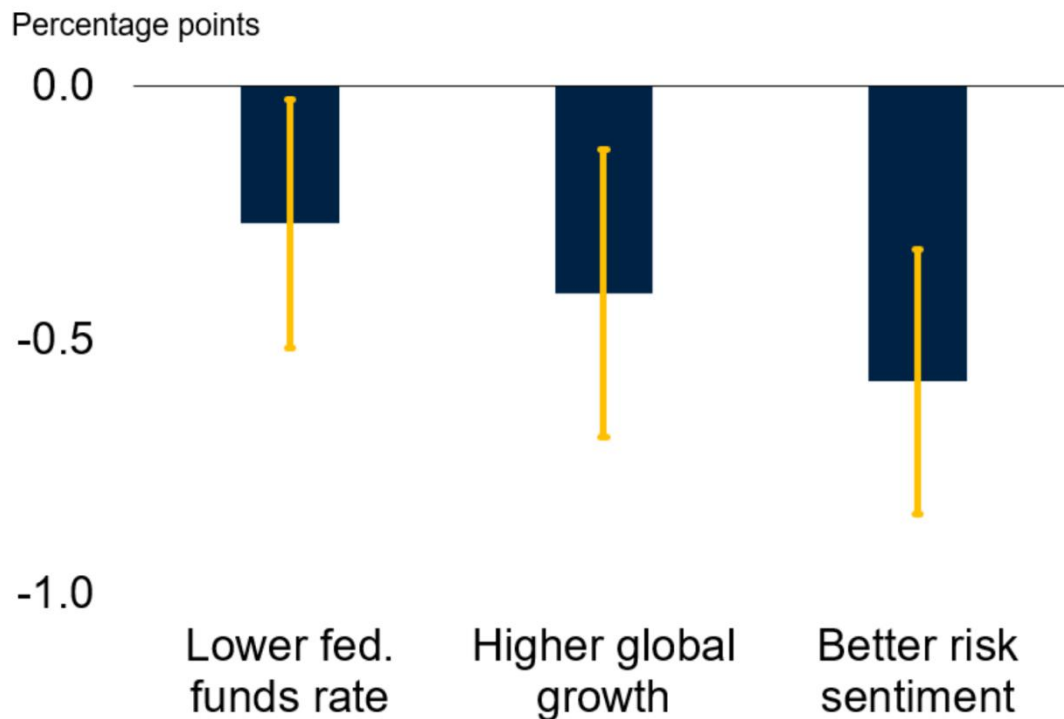


Sources: Asonuma and Trebesch (2016); Erce, Mallucci, and Picarelli (2022); World Bank.
 Note: Default episodes are differentiated between those that featured lower (“Successful”) or higher (“Unsuccessful”) government debt-to-GDP ratios or effective interest rates on government debt five years after the default than in the year of default. Based on 177 domestic or external default episodes in 64 EMDEs during 1979–2018.

3. 违约后更大幅度的债务和借贷成本削减与更有利的全球经济和金融环境有关。

如果全球经济增长更强劲，全球借贷成本下降得更多，政府借贷成本在违约后下降得更快。当国内产出增长强劲时，政府债务比率下降幅度最大。更有利的全球投资者风险情绪与借贷成本和违约后债务的大幅下降有关。

图 3：政府债务实际利率的预测变化伴随着相关因素的变化



资料来源：世界银行。

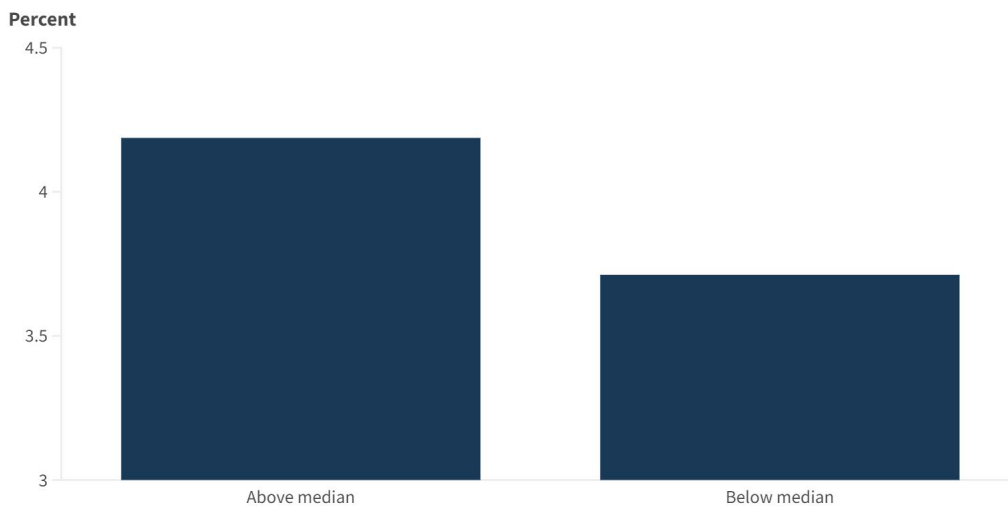
注：政府债务实际利率的预测变化定义为样本期间横轴上所示变量增加 1 个百分点（在全球风险情绪的情况下，标准差下降 0.5）乘以面板回归估计的系数估计值，控制选择偏差。黄色须表示 95% 的置信区间。

4. 国内债务降低了违约风险，但这是有代价的。

在新兴市场经济体中，2021 年国内债务占政府债务的比例平均略高于 50%，2010 年至 2021 年间国内债务占累积债务的比例低于 2/3。过去，与主要由外部融资的政府债务相比，主要由国内融资的政府债务累积发生违约的情况更少。然而，政府债务中高于中位数的国内债务所占比例与较高的政府借贷成本、较短的债务期限以及流向中央政府的更大比例的更大份额的国内信贷有关。

图 4: 2010-2022 期间的有效政府利率（按国内债务水平分类）

Effective government interest rates, by domestic share of government debt, 2010–22



Sources: IMF World Economic Outlook; IMF (various staff reports); Kose et al. (2022); World Bank.

Note: Effective government interest rate is defined as net interest spending as share of gross government debt in the previous year. For South Asia, data is only available for India, Sri Lanka, and Pakistan. Unweighted averages for 2010-2022 for EMDEs with above-median or below-median share of domestic debt of government debt.

本文原题为“Prevention versus cure: Sovereign debt default in four charts”。作者为 HAYLEY PALLAN。HAYLEY PALLAN 是世界银行的经济学家。本文于 2023 年 10 月 2 日刊于 WorldBank Blogs 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

Peter G. Peterson Institute for International Economics (PIIE) 彼得森国际经济研究所

简介：由伯格斯坦（C. Fred Bergsten）成立于1981年，是非牟利、无党派在美国智库。2006年，为了纪念其共同创始人彼得·乔治·彼得森（Peter G. Peterson），更名为“彼得·乔治·彼得森国际经济研究所”。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，PIIE在全球（含美国）30大智库中列第10名，全球30大国内经济政策智库中列第4名，全球30大国际经济政策智库第1名。

网址：<http://www.piie.com/>

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/>
