CEEM | China External Environment Monitor 中国外部经济环境监测

总第 239 期 2022 年 7 月 15 日

全球智库半月谈

渐行渐远：中国农村内部和跨村风险分担下降

全球炼油的中国角色

美国经济概况

特权的终结：重新审视美国的净外国资产头寸

从滞胀到债务危机

1970 年以来全球银行中心分布

金融危机推动民粹主义：一个新渠道

本期编译 桂平舒 李佳欣 刘铮 母雅瑞 申劭婧 熊春婷 薛懿 徐懿凡 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：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

渐行渐远：中国农村内部和跨村风险分担下降 6

导读：此前的研究表明，在中国经济增长过程中，城乡之间、区域之间和区域内的收入差距大幅扩大。本文聚焦于中国农村，提供了进一步的证据表明，从 20 世纪 80 年代末到 21 世纪前 10 年，以前保护家庭免受意外收入变化影响的正式和非正式机制（特别是那些有助于防范村一级总收入风险的机制）的效果已经大大减弱。村内消费保障减弱的潜在原因包括集体生产活动的下降和人口迁移的增加，而财政分权是村内总体风险保障下降的潜在原因。

全球炼油的中国角色 11

导读：疫情之后旅行需求反弹的背景下，由于炼油厂能力限制，成品油产量无法提振，全球石油市场已达到极限。然而与此同时，中国持续收紧石油出口政策，由于石油市场的国际性，这产生了一连串的反应。

世界热点

美国经济概况 14

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 7 月 13 日的数据。

特权的终结：重新审视美国的净外国资产头寸 32

导读：美国的净外国资产头寸——外国资产和负债之间的差额——在 2007 年之前一直是负数，但规模很小。但在这之后，它已经急剧恶化到 GDP 的 65%。这主要是由于美国在国外拥有的资产和在美国的外国资产的市场价值的变化。这些估值效应被解释为美国股票价值的上升不成比例地使美国公司的外国所有者受益。这是否对美国人有利，取决于利润上升是由于生产力提高还是由于竞争减少。

乌克兰战争和美联储加息：对新兴市场和发展中经济体的双重打击？ 37

导读：国际货币基金组织（International Monetary Fund，IMF）和世界银行今年 1 月发布的新兴市场和发展中经济体 2022 年增长预测并不令人鼓舞。他们发现，宏观经济基本面恶化，部分原因是应对这一疫情的政策措施、严重的体制缺陷以及一些国家的社会和政治动荡，这些因素结合在一起，严重削弱了许多经济体的增长引擎。此外，通胀压力不断上

升，部分原因是外部因素，最显著的是供应链中断和能源价格上涨，在某些情况下还有货币贬值的重大传递效应。一些分析人士表示担心，许多国家可能正进入一个增长缓慢、通胀高企的滞胀时期。俄罗斯入侵乌克兰。在最近的一次新闻发布会上，IMF 总裁警告说，该机构可能会在即将召开的春季会议上下调全球增长预测。经济合作与发展组织（Organisation for Economic Co-operation and Development，OECD）已经估计，今年全球经济增长可能比冲突爆发前的预测低 1%以上。对许多国家来说，前景变得更加黯淡。

从滞胀到债务危机. 44

导读：全球经济正经历着增长放缓和通胀上升的双重影响，这不禁令人想起上世纪 70 年代的滞胀。本篇专栏文章将讨论如何通过大幅提高利率来解决这一问题，这标志着新兴市场和发展中经济体 10 年债务危机的开始。如果当前的滞胀压力加剧，其中一些经济体因其金融脆弱性加剧和增长基本面减弱，可能会再次面临严峻的债务展期挑战。

1970 年以来全球银行中心分布 48

导读：英国脱欧和中国崛起为领先的国际经济大国，重新引发了关于银行中心地理位置的讨论。本文基于由英国《银行家》杂志（该杂志是英国专门研究国际金融事务的月刊）创建的世界顶级银行排名数据库，分析了自 1970 年代以来银行中心地理位置的演变。我们描述了数据库是如何创建的，以及它如何为货币和资本市场政策提供信息。我们讨论了为什么这些数据可以用来代表国际金融中心（International Financial Centres，IFC）的规模，以及它可能存在的方法局限。我们发现，与经济金融危机相比，银行业整合和法律框架演变对于银行中心地理位置的变化具有更为重要的影响。我们还强调，尽管全球经济力量发生了重大变化，但主要的银行中心很难被取代。

金融危机推动民粹主义：一个新渠道. 65

导读：本专栏研究表明，金融危机不仅带来严重的经济损失，还导致一系列沉重的政治代价。研究表明，全球金融危机和与之相关的大衰退是欧洲民粹主义的分水岭，它改变了人们的看法和各政党的言论。这场危机给中产阶级带来了经济不安全感，他们基本上没有受到全球化和移民冲击的影响。对现状的幻灭促使各党派以民粹主义纲领进入政治舞台。

气候变化对主权债务的风险：综合评估模型如何帮助我们理解 70

导读：有证据表明，主权债务市场如在定价时将气候影响考虑在内，可能会导致气候-债务恶性循环。然而，气候风险对财政稳定的影响不如气候风险对金融稳定的影响大。本专栏讨论了如何将综合评估模型与随机债务可持续性分析结合起来，以帮助我们理解主权债务的气候风险。在一个意大利的案例研究中，引入气候风险会导致债务动态恶化，风险溢价非线性增加、陷入恶性循环。

本期智库介绍 75

渐行渐远：中国农村内部和跨村风险分担下降

Orazio Attanasio, Costas Meghir, Corina Mommaerts 和 Yu Zheng/文 桂平舒/编译

导读：此前的研究表明，在中国经济增长过程中，城乡之间、区域之间和区域内的收入差距大幅扩大。本文聚焦于中国农村，提供了进一步的证据表明，从 20 世纪 80 年代末到 21 世纪前 10 年，以前保护家庭免受意外收入变化影响的正式和非正式机制（特别是那些有助于防范村一级总收入风险的机制）的效果已经大大减弱。村内消费保障减弱的潜在原因包括集体生产活动的下降和人口迁移的增加，而财政分权是村内总体风险保障下降的潜在原因。编译如下：

一、绪论

中国已经开始了一项雄心勃勃的行动，该行动致力于缩小收入差距、解决地区不平等、提供更公平的社会福利，到 2035 年“扎实推进”共同富裕。这标志着从全面增长转向促进公平协调增长。为评估近来快速扩张期间日益增长的不平等，许多论文研究了自改革开放以来中国（尤其是城市地区）的收入不平等的演变过程（Khan and Riskin 1998, Meng 2004, Meng et al. 2005, Ravallion and Chen 2007, Benjamin et al. 2008），其他人也研究了消费不平等与收入不平等的变化（Cai et al. 2010, Ding and He 2018）。最近，Santaeulàlia-Llopis and Zheng（2018）利用一个长时间的家庭收入和消费面板，调查了收入和消费不平等的共同演变，研究表明在 1989 年至 2009 年的增长期间中国城市和农村地区家庭保障消费免受意外收入变化影响的能力显著恶化。Attanasio et al.（2021）聚焦中国农村地区，特别关注以下问题：保障下降在多大程度上是由于作为保障网络的一个村庄内的风险分担下降（而不是整个村庄的风险分担下降）导致的，以及起作用的机制是什么。

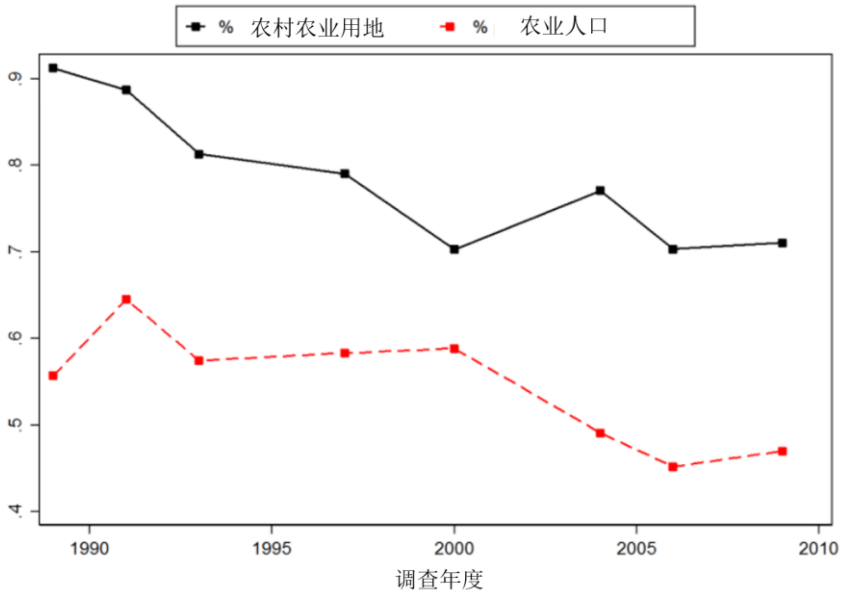
二、中国乡村经济格局的变化

本研究首先通过中国健康与营养调查（CHNS）挖掘样本中所体现的中国农村主要经济趋势。CHNS 是一个包含中国从 1989 年到 2009 年大约 150 个农村地区的收入和消费的家庭层面面板数据。研究发现在此期间样本中农村家庭经历了收入和消费的快速增长，平均家庭收入增加了两倍，消费翻了一番。此外，在部门构成、产业所有权构成和中央与地方财政关系方面显示了三大趋势。

趋势 1：农业部门逐渐而稳定地向工业部门转移

样本中体现了工业化进程：在 1989 年，90%的村庄拥有农田，55%的劳动年龄人口在农场工作；在 2009 年，只有 70%的村庄拥有农田，45%的劳动年龄人口在农场工作。

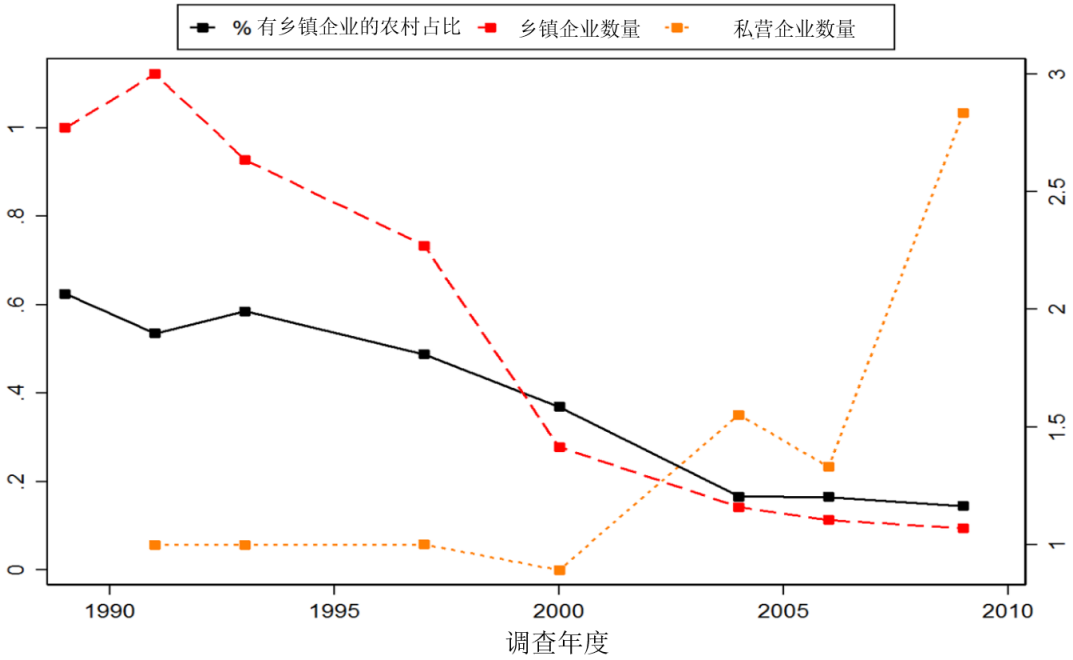
图 1a 中国农村农业部门变化情况



趋势 2：经济转型过程中乡镇企业的主导地位起伏不定

乡镇企业是当地乡镇政府所有的企业，允许对逐渐引入的市场力量作出反应。农村工业化首先由乡镇企业开创，但乡镇企业很快就输给了新获准进入市场的私营企业。研究样本中每个村的乡镇企业数量均有明显的减少趋势，而每个村的私营企业数量均有增加趋势，该现象在 2000 年代尤为明显。

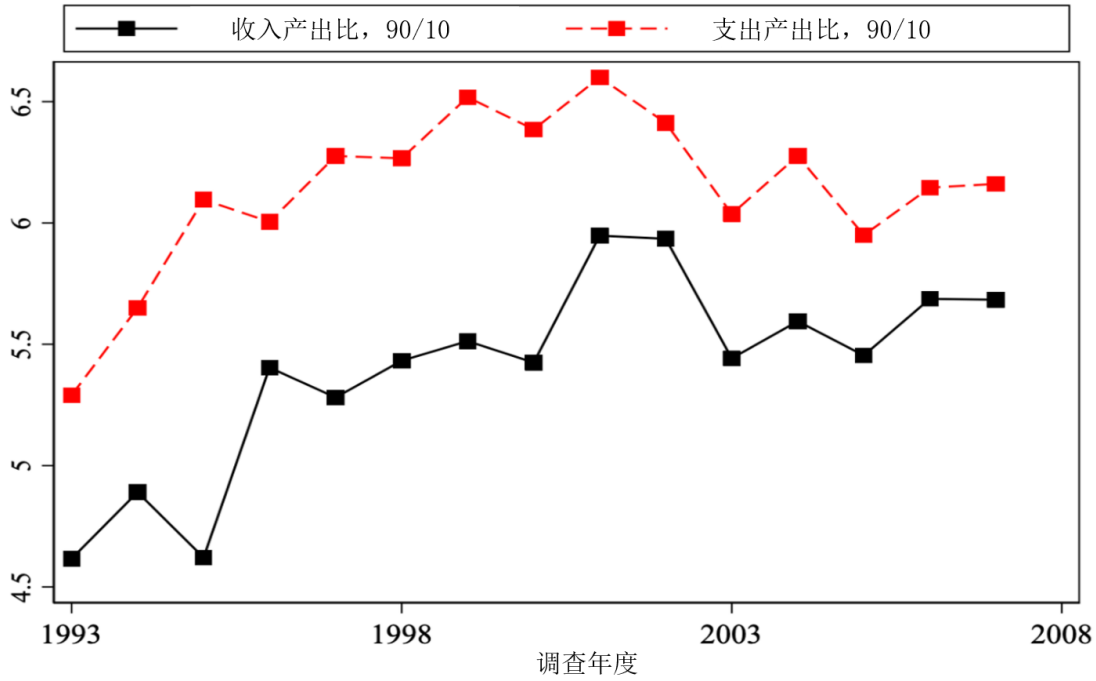
图 1b 中国农村工业部门变化情况



趋势 3：中央与地方财政关系的变化导致地方之间财政资源的差距越来越大

1994 年的税改集中了地方政府的税收收入，但也把财政责任留给了地方政府，地方政府在资助公共支出方面变得越来越独立。在中国区域经济发展高度不平衡的情况下，较富裕县和较贫困县的地方财政收支差距进一步拉大。这可以用县级收入产出比和支出产出比 90/10 比例图的时间趋势来说明，从图可知该现象在在 20 世纪 90 年代和 21 世纪初尤为突出。

图 1c 中国农村公共部门变化情况



这些大趋势对村庄内部和跨村庄的风险分担具有重要意义：农业的衰落和乡镇企业的消亡表明了村庄内部转移的恶化，而中央-地方财政关系的破裂表明了跨县转移的恶化，这种情况可能会蔓延到全国的村庄。

三、中国农村消费保障的演变

研究首先根据 Townsend（1994）的开创性工作，测试样本中的农村家庭是否在村庄内实现了完美的风险分担。其理念是，如果社会规划者能够汇集一个村庄的所有收入，并根据商定的权重将消费分配到每个家庭，然后控制村一级的总收入，家庭消费应该不会随着自己的收入而变化。本研究的数据并不支持村庄内部进行完全风险分担的结论：从 20 世纪 90 年代到 21 世纪初，家庭消费与个人收入之间的相关性显著增加。当研究将该逻辑扩展到一个省份内的村庄风险分担时，得到了类似结果。总之，实践结果表明村庄内部和村庄之间的风险分担降低了。

虽然上述试验表明存在不完全保障，但它们没有区分不同持续时间和来源的冲击。为了补充这些结果，研究应用 Attanasio et al.（2018）开发的方法，将收入冲击按两个维度分解：永久性冲击与暂时性冲击以及村庄总量冲击与特质

冲击。这使本研究能够估计不同性质的冲击如何影响消费。例如，人们会期望家庭拥有更多的私人或公共手段，来保障其消费免受特殊冲击，而不是应对村庄-总量冲击，因为在村庄内部的保障机制（如家庭之间的非正式转移）可能有助于应对前一种冲击，而不是后者。

研究发现村庄内部风险分担的空间很大：近 60%的永久性收入冲击和 90%的临时性收入冲击是特殊的，因此在一个村庄内是可以受到保障的。研究还发现，所有类型的收入冲击在样本前几年都得到了很好的保障，但这种保障在样本期结束时恶化了，该恶化对总冲击而言更为明显。具体而言，与20世纪90年代实现的近乎完美的保障相比，21 世纪头十年，高达 60%的全村永久性收入冲击和约 20%的特殊暂时性冲击被传递给了消费。消费当量计算表明，这些变化的福利成本约为消费的0.5%至1.5%。此外，这种福利成本几乎完全是由保障的下降而不是收入风险的增加所驱动的，而这种保障效果中的大部分是由于针对村庄总体永久性冲击的保障的变化。

四、保障下降背后的潜在机制

为了在农村这二十年中经历的巨大变化背景下解释这些结果，研究进一步调查了与消费保障恶化相关的农村特征。值得注意的是，在农业部门较弱、移民率较高、公共企业较少的地区，消费保障恶化更为明显。20世纪90年代和21世纪初中国农村经济转型的特征是这些属性都削弱了村内保障，因为村庄通过乡镇企业收入提供社会保障的能力较低，家庭迁移会削弱家庭间的纽带。

为探究跨村保障的下降，我们使用 1993 年至 2007 年的县财政资产负债表数据，通过直接衡量政府间转移来考察中央政府角色的变化。研究发现，随着时间的推移，县政府税收收入和支出与产出的相关性越来越大，而和以保障和再分配为目的的转移支付计划的负相关程度越来越低。这些研究结果表明，1994 年税改后实施的政府间财政转移计划在经济转型过程中积极性减弱，导致对影响当地社区的冲击的保障供应减少。随着地区不平等的加剧，地方政府让村庄自行解决，这使得村庄的总收入风险越来越难以被保障。

五、结论

中国农村的案例为其他转型经济体提供了宝贵的经验。本研究分析证实，风险分担的数量取决于经济和政策环境。在发达国家，强有力的私人保险合同和公共保险体系（如失业保险计划）在保障收入风险和在动荡世界中部分保护人民方面发挥着突出作用。在很少有机会获得正式保险的欠发达国家，非正式的风险分担发挥了更大的作用，该效果对村庄等较小的群体更为有效。因此，当促进增长的市场激励措施被引入时，农业经济或集体经济中出现的风险分担水平可能不再有效或可持续。中国农村的故事就是这种转型的写照，该案例也

揭示了工业化道路上的重大挑战。对于中国来说，如何更好地将农村纳入社会保险和社会福利机构，仍然是寻求共同富裕的关键政策问题。

本文原题名为“Growing Apart：Declining Within- and Across-Village Risk Sharing in Rural China”。本文作者 Orazio Attanasio 是耶鲁大学考尔斯经济学教授和经济政策研究中心研究员，研究内容包括家庭消费、储蓄和劳动力供给行为等；Costas Meghir 是耶鲁大学 Douglas A. Warner III 经济学教授，主要研究人力资本形成和教育以及福利计划的公共政策有关的问题；Corina Mommaerts 是耶鲁大学经济学博士，主要研究非正式保险安排在降低风险中的作用；Yu Zheng 是伦敦玛丽女王大学经济与金融学院高级讲师和经济政策研究中心研究附属机构研究员，主要研究经济增长、发展和不平等。本文于 2022 年 7 月 12 日刊于 VOX EU 官网。单击此处可以访问原文链接。

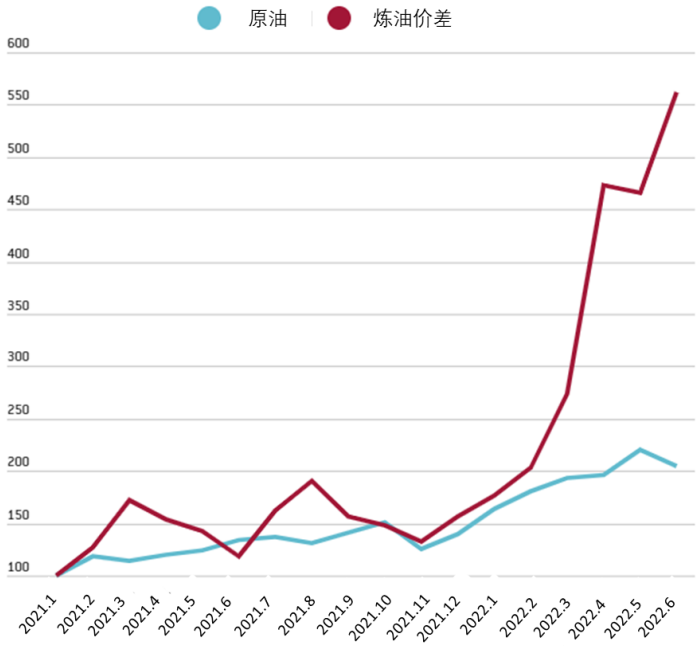
全球炼油的中国角色

Ben McWilliams/文 申劭婧/编译

导读：疫情之后旅行需求反弹的背景下，由于炼油厂能力限制，成品油产量无法提振，全球石油市场已达到极限。然而与此同时，中国持续收紧石油出口政策，由于石油市场的国际性，这产生了一连串的反应。编译如下：

全球石油市场已达到极限。新冠疫情之后的旅行需求正在飙升，而原油体系的容量限制正在将其价格推至历史新高。虽然公众的注意力集中在欧佩克及其对原油供应的监管上，但炼油厂和将原油加工成有用石油产品（柴油、汽油和煤油）的可用能力同样是如今高油价的重要推手。炼油价差是指原油与成品油之间的定价差异，这一价差最近一直处于创纪录的高位，并推动了最终的价格上涨（图 1）。在世界大部分地区，炼油厂在这一价格的刺激下以最大产能运行。短期内，供给约束无法消除，因此减少需求是压低价格的唯一手段。

图 1 原油价格和炼油价差（以 2021 年 1 月为基准）



一个例外是中国，最近其石油产品出口配额收紧使大量炼油厂闲置。如果限制放宽，中国出口可能会对亚洲乃至全球市场产生镇静作用。

中国为什么要实行成品油出口配额？

中国是世界上最大的原油进口国，拥有全球 17%的炼油能力。多年来，中国一直在实施各种政策，来解决被视为国内炼油产能过剩的问题，比如关闭所谓的“茶壶”炼油厂，转而采用更新、更大、更高效的综合炼油厂（“茶壶”通常也位于更靠近人口中心的地方，会加剧空气污染）。减少石油产品出口是

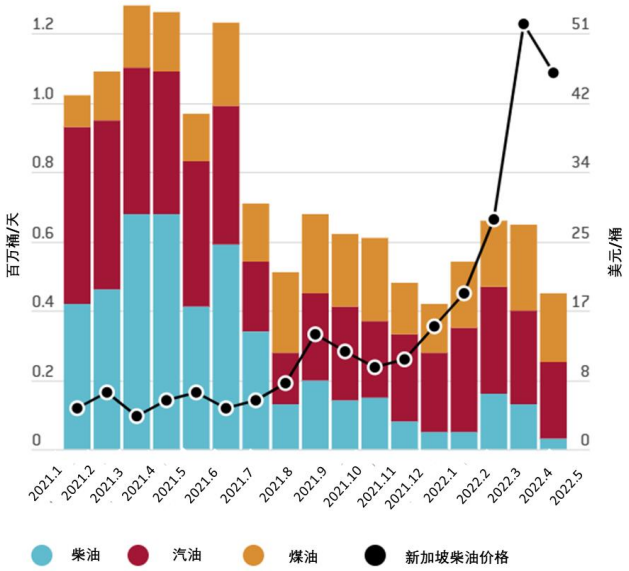
降低国内炼油需求的一种手段，并有助于降低国内温室气体排放，实现长期气候目标。

最近几个月发生了什么？

从 2021 年下半年开始，一直延续到俄罗斯入侵乌克兰，原油市场收紧，中国削减了出口配额，并持续将出口量保持在非常低的水平。与 2021 年相比，截至 2022 年 6 月 7 日，中国石油产品出口配额减少了 40%，从 2.4 亿桶降至 1.4 亿桶。这一下降相当于每天 60 万桶，占全球石油需求的 0.5%，也是全球石油产品贸易的 2%以上。

这意味着尽管有大量闲置产能，中国炼油厂仍无法提高产量以满足高价和全球需求（图 2）。相反，实际出口急剧下降。柴油出口仅为每天 5 万桶，而一年前为 40 万桶/天，汽油目前为 20 万桶/天，而去年为 40 万桶/天。

图 2 中国原油产品出口 VS 利润差



与世界其他大部分地区相比，中国的国内原油库存以历史标准衡量已经很高。由于疫情导致的封锁限制，今年迄今为止，国内需求也一直疲软。因此，中国炼油厂可以大幅提振产量和出口——瓶颈在于政策而非生产能力。

全球炼油情况如何？

目前，全球炼油市场异常紧张。在欧洲和美国，炼油厂的产能接近极限。一个关键原因是疫情之后，世界范围内从石油能源转型的背景导致炼油厂产能下降，然而与此同时需求又逐渐增加。与 2020 年 1 月相比，1-2 百万桶/天的炼油厂产能已不复存在，而需求有望很快超过 2020 年 1 月的水平。

俄罗斯入侵乌克兰也导致了石油出口的（自我）制裁。尤其俄罗斯，是欧盟的主要柴油出口国。因此，欧盟开始在其他地方寻找柴油供应。随着炼油厂

优化生产过程，以最大限度提高柴油产量，对柴油的过度需求会对其他产品产生连锁反应。

全球领导人一致认为，炼油厂限制是当前价格高涨的根本原因。炼油厂的限制使任何原油产量的增加都是徒劳，沙特阿拉伯的本·萨勒曼王子曾说："即使生产更多的原油也没用，因为没有需求，也没有更多的炼油厂"。与此同时，拜登总统已致函美国炼油厂，称这一高价差"不可接受"，并呼吁"立即采取行动"降低价差。

中国的减产在全球舞台上有多重要？

2021 年，超过三分之二的中国石油产品出口到亚洲市场。收紧配额最初会影响亚洲国家。然而，石油是全球交易的，其影响正在产生连锁反应，例如以前由中国服务的客户开始转向其他市场（例如中东），正如欧洲正在越过俄罗斯，与例如中东在内的地区直接交易一样，

将数量纳入考虑——2021 年 12 月，欧盟每天从俄罗斯进口 90 万桶石油产品，其中 40 万桶是柴油。这种对俄罗斯柴油的依赖经常被政策制定者认为是制裁俄罗斯石油的主要困难。

中国大量过剩的炼油产能和政府逐月调控出口的能力目前为成品油贸易提供了一定的市场力量。虽然出口配额旨在用作减少碳排放和国内关停小企业的工具，但在全球石油短缺之际，这一持续收紧值得注意。

本文原题名为"What Role for China in the Global Refining Crunch?"。本文作者 Ben McWilliams 是 Bruegel 的研究分析师。本文于 2022 年 7 月 18 日刊于 Bruegel 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7月13日的数据。编译如下：

一. 总览

- 失业率保持不变，消费者支出下降，并且核心通胀率居高不下。
- 第一季度 GDP 下降。
  - ➢ 下降主要是由于净出口造成巨大拖累。
  - ➢ 消费者购买以稳定的速度增长，其中服务支出增长而商品支出几乎不变。
  - ➢ 企业在设备上的支出有所增加。
- 5月份实际可支配收入保持不变。
  - ➢ 该水平低于其趋势增长路径。
  - ➢ 实际消费支出低于其趋势增长路径。
  - ➢ 个人储蓄率保持在较低水平。
- 就业人数继续以稳定的速度增长，并且失业率几乎不变。
- 核心 PCE 通胀同比增速略微下降，而食品和能源通胀持续上升。
- 10年期美国国债收益率大幅下跌，而标准普尔500指数相对稳定。市场隐含的联邦基金利率路径有所下降，并且美元升值。

（一）2022年第一季度产出低于疫情前的趋势水平。

1. 自2019年第四季度以来，GDP 年增长率为1.2%。

(1) 在 6 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) 3月份蓝筹股调查预计，2024-2028年期间的年平均增长率为2.0%。

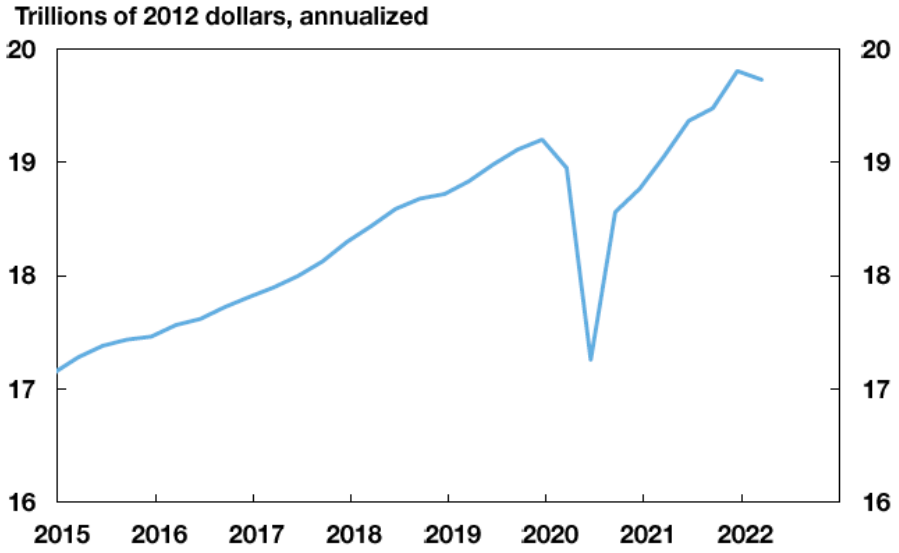
(3) 如果自 2019 年第四季度以来，GDP 增速接近长期预测值，那么当前一季度的 GDP 水平将比预期水平低了1.5%。

2. 失业率低于长期正常水平。

(1) 6月份3.6%的失业率低于蓝筹股调查对2024-2028期间平均失业率3.8%的预测，低于 SEP 对长期失业率4.0%的预测中值。

(2) 6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

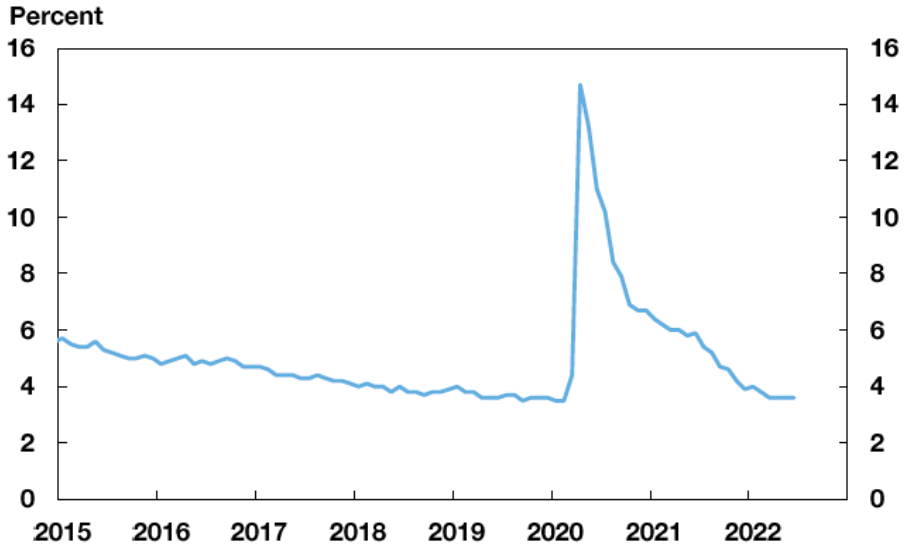


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）失业率仍保持不变。

- 6 月份失业率保持在 3.6%不变，这是失业率连续第四个月处于该水平。
- 家庭调查的就业数据下降，与机构调查的就业数据相一致。两项指标的就业率都同比增长了 4.3%。
- 劳动力参与率下降 0.1 个百分点至 62.2%。形成这一下降的主要原因是壮年的劳动参与率下降。

图 2 失业率



数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

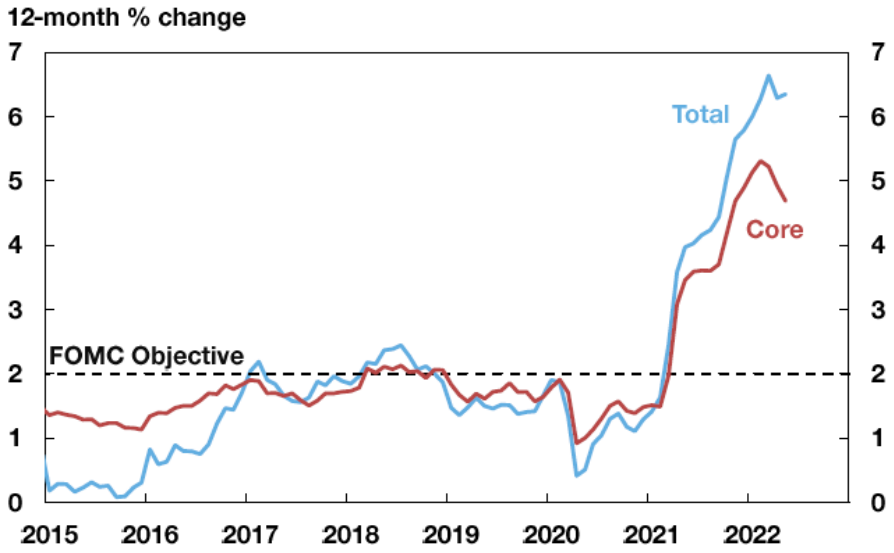
（三）5 月份 PCE 通胀的同比增速不变。

- 5 月份 PCE 通胀同比增长 6.3%。

(1) 食品价格上涨 11%，同时能源价格上涨 36%。

- 核心 PCE 通胀再次下降，从 2 月份 5.3%的峰值降至 5 月份的 4.7%。
  - ➢ 耐用品通胀从 8.4%下降至 6.6%。
  - ➢ 汽车通胀从 15.7%降至 12.6%。
- 核心 PCE 通胀的环比年化增长率为 4.3%。
  - ➢ 2021 年第四季度的月均年化增长率为 6.0%，2022 年第一季度为 4.5%，而第二季度的前两个月为 4.2%。

图 3 个人消费支出平减指数



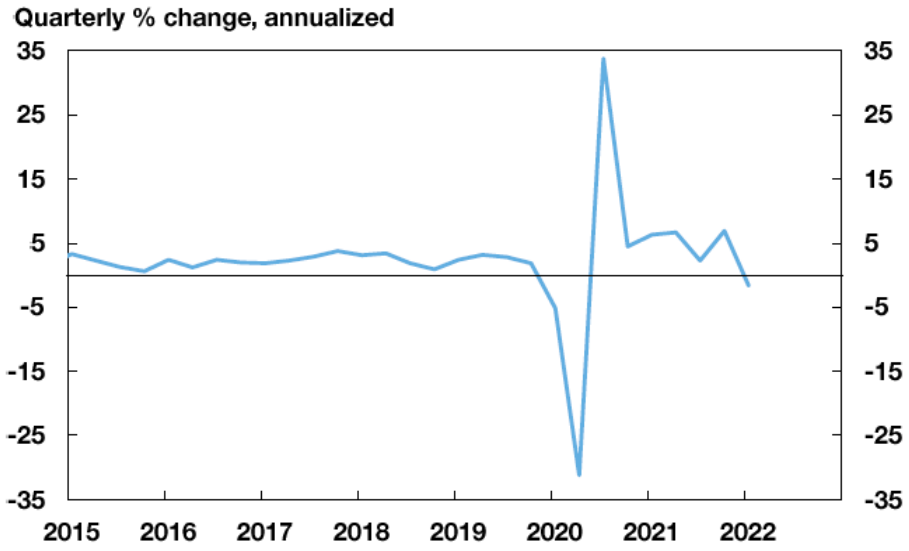
数据来源：经济分析局（BEA）。

二. 经济活动

（一）2022 年第一季度 GDP 下降。

- 第一季度 GDP 的年化增长率为 1.6%，较第四季度 6.9%的增长率有大幅下降。
  - ■ 尽管出现了下降，GDP 同比增长 3.5%。
  - ■ 由于进口激增，出口下降，净出口成为 GDP 下降的主要原因。
  - ■ 消费者支出稳健增长，同时企业设备支出强劲增长。
- 与 GDP 相反，实际国内总收入（GDI）在第一季度以 1.8%的年率增长。
  - ■ 员工薪酬的持续强劲增长帮助抵消了企业利润的下降。
  - ■ 在过去四个季度，实际 GDI 增长了 4.7%，超过了 GDP 的增速。

图 4 GDP 增长

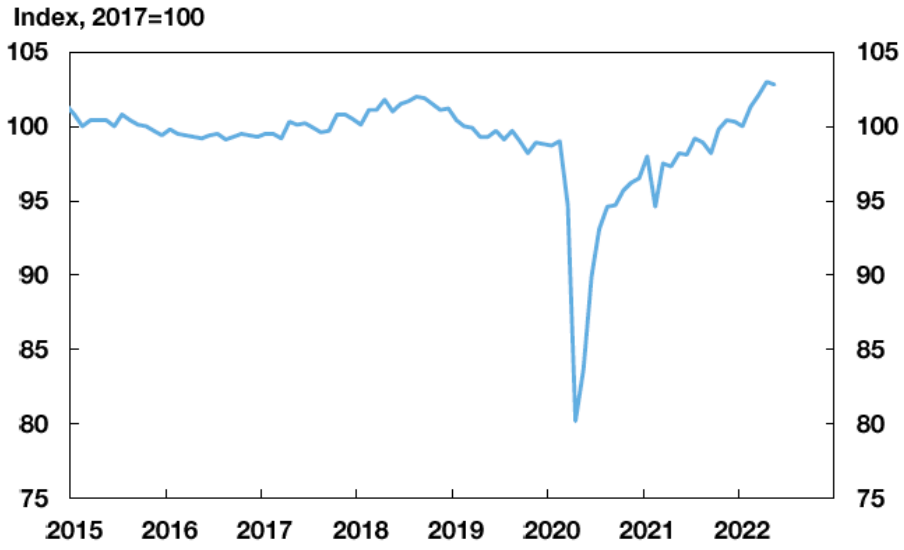


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）5 月份制造业活动仍旧强劲。

- 制造业指数在 4 月份上升 1%后，在 5 月份略微下降。
  - ➢ 总体指数同比上涨 5%，比疫情前的水平高出 4%。
- 汽车行业的制造业指数在 3 月和 4 月分别上涨 8%和 4%后，又在本月上涨了 1%。
  - ➢ 该指数同比上涨 12%，回到疫情前水平。
  - ➢ 这一复苏表明，该行业已在很大程度上克服了 2021 年的供应侧问题。
- 6 月份 ISM 制造业指数下降，其中新订单部分降幅最大。

图 5 制造业指数



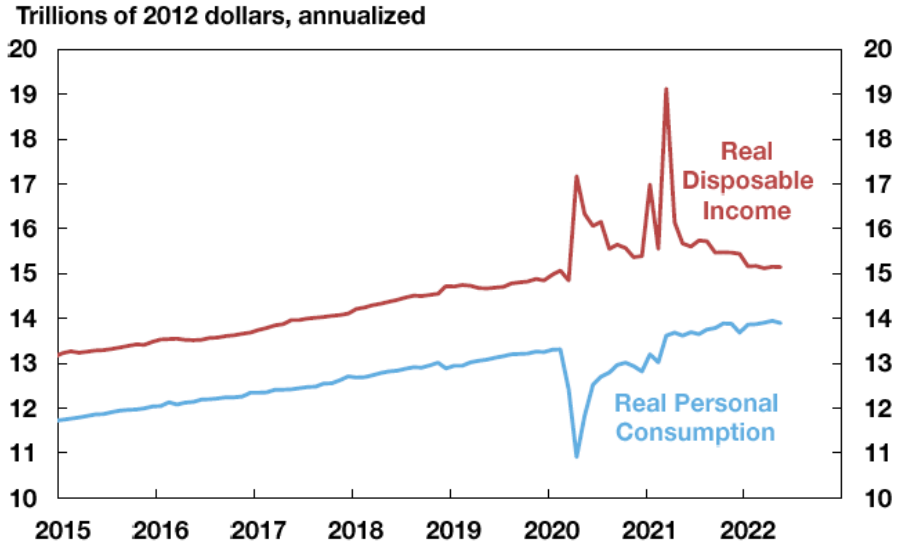
数据来源：美国联邦储备委员会。

三. 家庭

（一）5 月份实际可支配收入保持稳定。

- 5 月份实际可支配收入保持不变，而名义个人收入上涨 0.5%。
  - ➢ 名义薪酬上涨 0.5%，经营者收入上涨 1.5%，而个人转移收入保持不变。
  - ➢ 名义收入同比增长 5%，其中薪酬同比增长 10%，经营者收入同比增长 4%，而转移收入同比下降 6%。
  - ➢ 受通货膨胀和税收增加的影响，实际可支配收入同比下降 3%。
- 实际个人消费支出在 5 月份下降 0.4%，但购买力同比增长 2.1%。
  - ➢ 消费者支出处于其趋势增长路径。
  - ➢ 个人储蓄率从 2021 年第四季度的 7.9%和第一季度的 5.6%下降到 5 月份的 5.4%。

图 6 个人可支配收入和消费

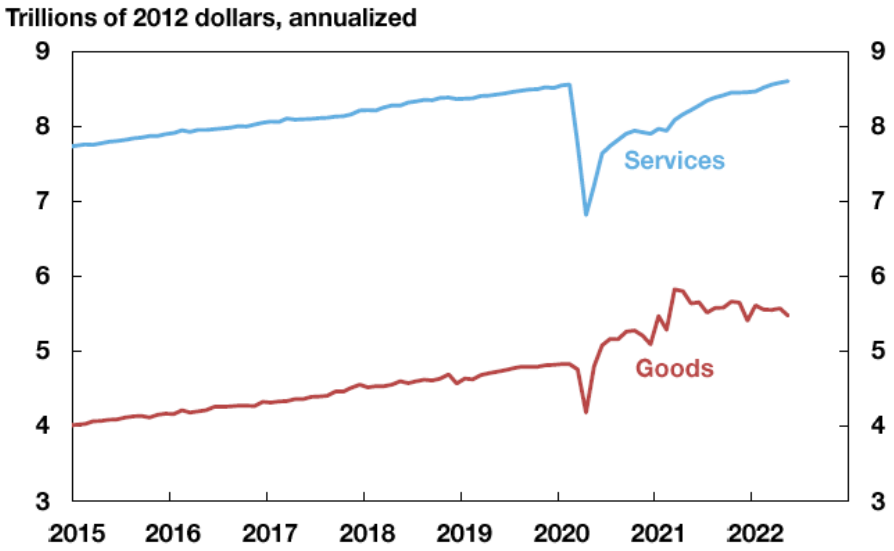


数据来源：经济分析局（BEA），美国联邦储备委员会。

（二）5 月消费者的商品支出下降。

- 实际商品支出在 5 月份环比下降 1.6%，且同比下降 3%。
  - ➢ 自 2022 年初以来，支出呈下降趋势。
  - ➢ 这个月新车和二手车的购买量都大幅下降。
  - ➢ 商品支出比其趋势增长路径高出约 5%。
- 服务业的实际支出环比增长 0.3%，并且同比增长 5%。
  - ➢ 随着娱乐、医疗、公共交通和个人护理支出的减少，支出的稳步增长将其与趋势增长路径的差距缩小到了 3%左右。

图 7 消费者支出



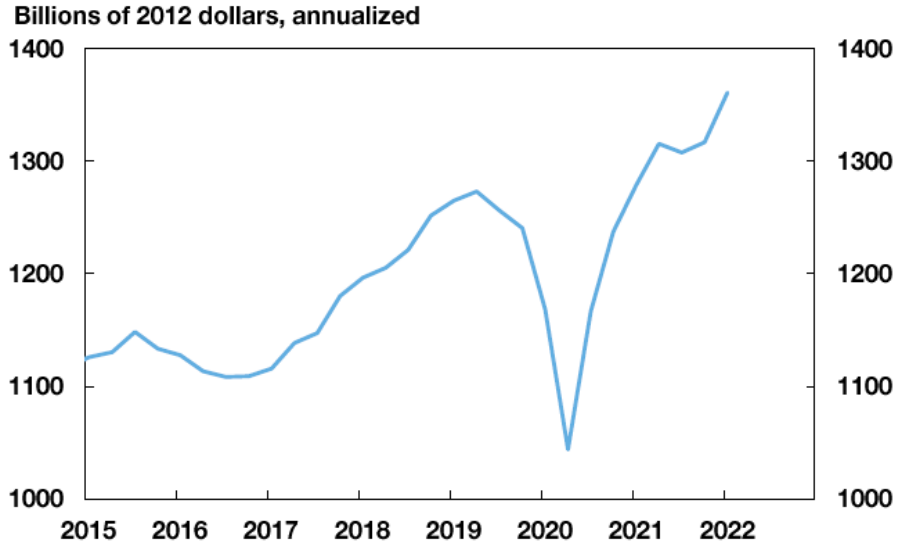
数据来源：经济分析局（BEA）。

四. 商业部门

（一）2022 年第一季度设备支出稳健上升。

- 在经历了两个疲软的季度之后，实际商业设备支出在第一季度快速增长。
  - ➢ 本季度设备支出为 GDP 年化增长贡献了 0.7 个百分点。
  - ➢ 信息、工业和其它设备类别的强劲增长抵消了运输设备类别的下降。
  - ➢ 设备支出同比增长 6.5%。
- 资本货物订单在 4 月和 5 月经历小幅增长后，保持在一个较高水平。
  - ➢ 近几个月的订单数据表明，设备支出的增长有所放缓，尤其是近期的增长在一定程度上反映了价格的上涨。

图 8 设备投资支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）第一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一季度以 0.9%的年率下降。

(1) 建筑投资对 GDP 年化增长率的拖累可忽略不计。

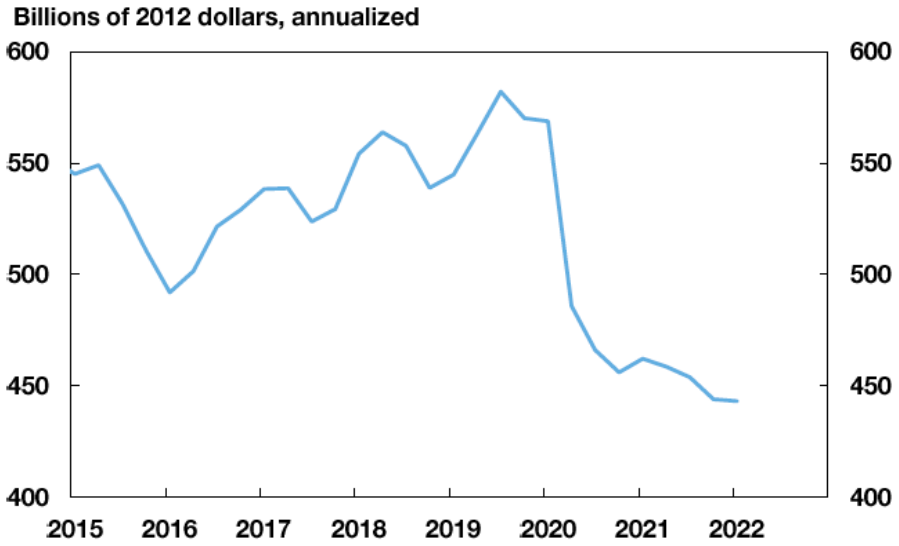
(2) 非住宅建筑支出同比下降 4.1%，自 2019 年第四季度以来下降了 22%。

2. 相反，能源领域的支出水平是个例外，因为这是它连续增长的第六个季度。

(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 14%。

3. 5 月份的名义私人非住宅建筑支出与 2021 年 12 月相比变化不大。

图 9 非住宅建筑投资



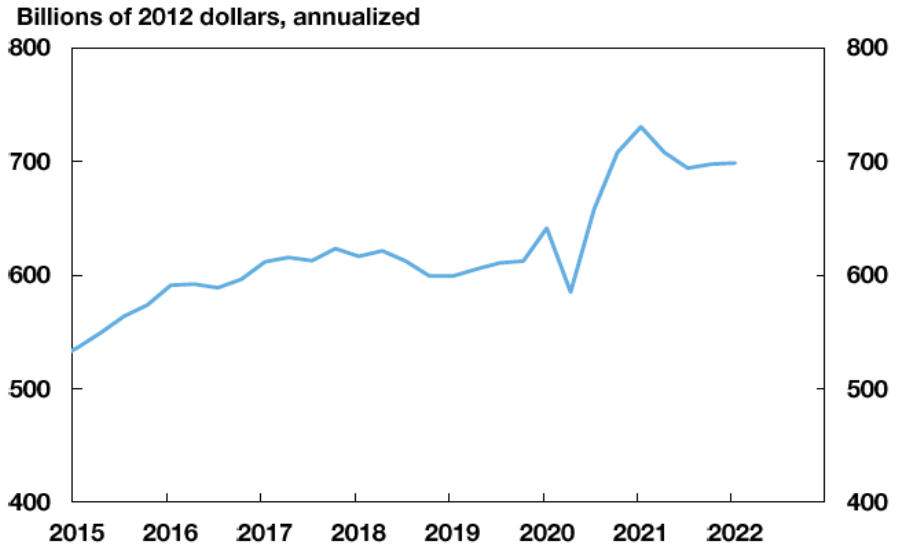
数据来源：经济分析局（BEA）。

五. 房地产行业

（一）第一季度住宅投资支出仍保持高位。

- 第一季度住宅投资几乎与第四季度持平，比 2019 年第四季度的水平高出 15%。
- 自从 2020 年底以来，独户和多户住宅的投资表现都很强劲。
  - ■ 与 2019 年第四季度相比，独户住宅投资和多户住宅投资分别增长了 25 和 23%。
  - ■ 住房改善和设备方面增长缓慢，抑制了整体住宅投资支出的增长。
- 房屋开工量在 4 月份强劲增长，但在 5 月份大幅下滑，较第一季度的平均水平低 10%。

图 10 住宅投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

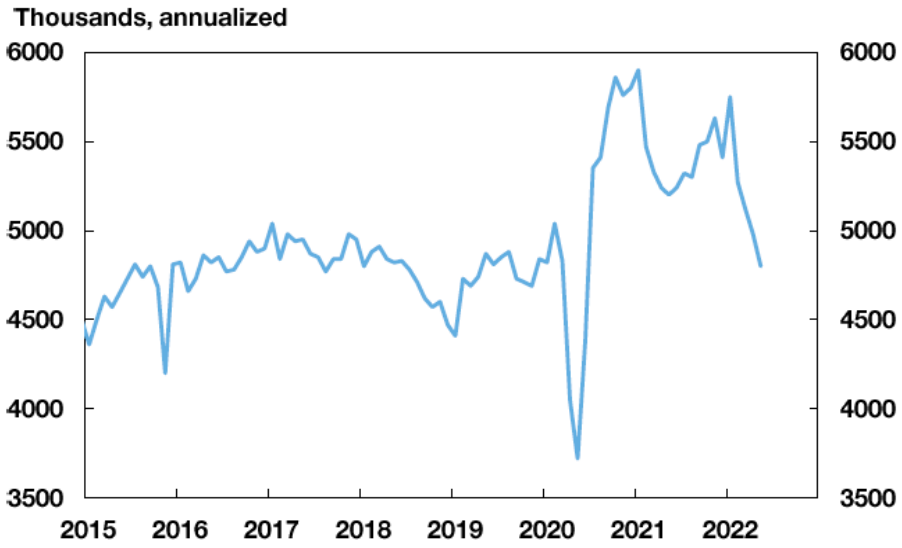
（二）5 月份房屋销售大幅下滑。

1. 独户住宅现房销量再次下降，5 月份销量较 2022 年第一季度下降了 11%。

2. 5 月份的独户住宅新房销量略微反弹，但仍比 2022 年第一季度的水平低 11%，接近疫情前水平

3. 房价仍在大幅上涨，同比增长 20%。

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。

六. 政府部门

（一）第一季度联邦实际支出大幅下滑。

1. 联邦政府实际支出使第四季度 GDP 的年增长率下降了 0.3 个百分点后，又使第一季度 GDP 的年增长率下降了 0.5 个百分点。

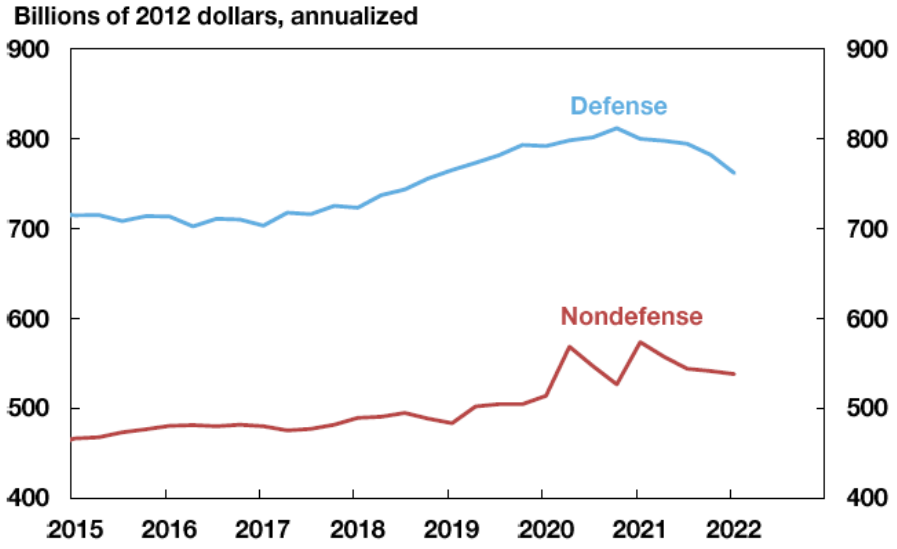
(1) 支出同比下降 5.4%，是自从 2013 以来的最大降幅。

(2) 与薪酬保障计划相关的开支的结束和国防开支下降 4.7%是下降的关键因素。

2. 对一季度 GDP 的拖累主要来自国防支出。

(1) 国防支出使 GDP 年增长率下降了 0.4 个百分点，而非国防支出拖累了 0.1 个百分点。

图 12 美国联邦政府支出

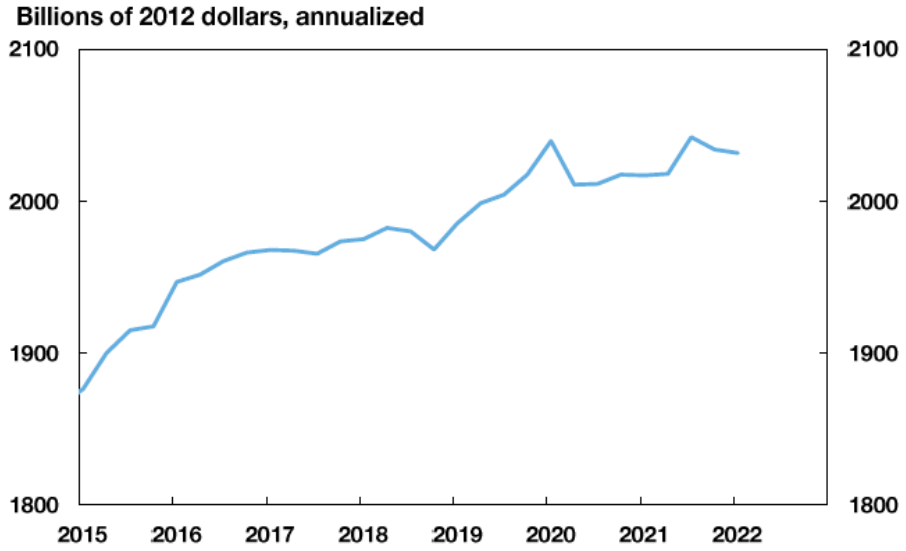


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）第一季度州和地方政府支出下降。

- 实际州和地方政府支出使 GDP 年化增长率下降了 0.1 个百分点。
  - ➢ 支出同比增长 1%。
- 州和地方政府的消费支出与上一季度持平。
  - ➢ 消费支出同比增长 3%。
- 投资支出下降了 2%，建筑支出 5%的下降抵消了设备采购 5%的增长和知识产权产品 3%的增长。
  - ➢ 投资总支出同比下降 7%，同时建筑支出下降了 11%。

图 13 州和当地政府支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

七. 通货膨胀

（一）6 月份核心 CPI 通胀的同比增速下降。

1. 核心通胀的同比增速从 5 月份的 6.0%略微降至 6 月份的 5.9%。

(1) 核心商品通胀从 8.5%降至 7.1%。

(2) 核心服务通胀从 5.2%升至 5.5%，其中租金通胀上升到 5.8%。

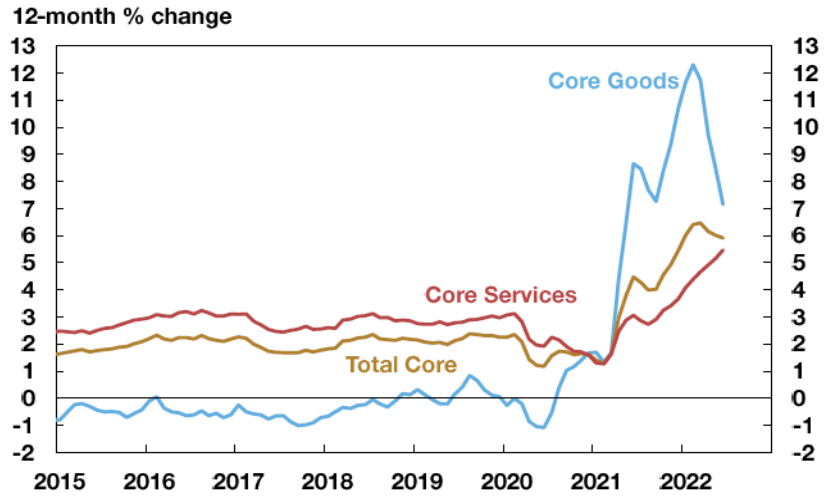
2. 核心 CPI 的环比增速为 0.7%（年率为 8.8%）高于 4 月份的增幅（年率为 7.8%）。

(1) 月平均通胀率从 2022 年第一季度的 0.5%升至第二季度的 0.6%。

(2) 核心商品的月平均通胀率从 0.3%增至 0.5%。

(3) 核心服务的月度通胀率从 0.5%增至 0.7%。

图 14 核心 CPI 通胀率



数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）6 月份能源价格较去年同期大幅上涨。

1. CPI 的能源分项同比增长 42%。

(1) 汽油同比增长 60%，天然气增长 38%，并且电力增长 14%。

2. 能源价格比 2019 年的平均水平高出 54%。

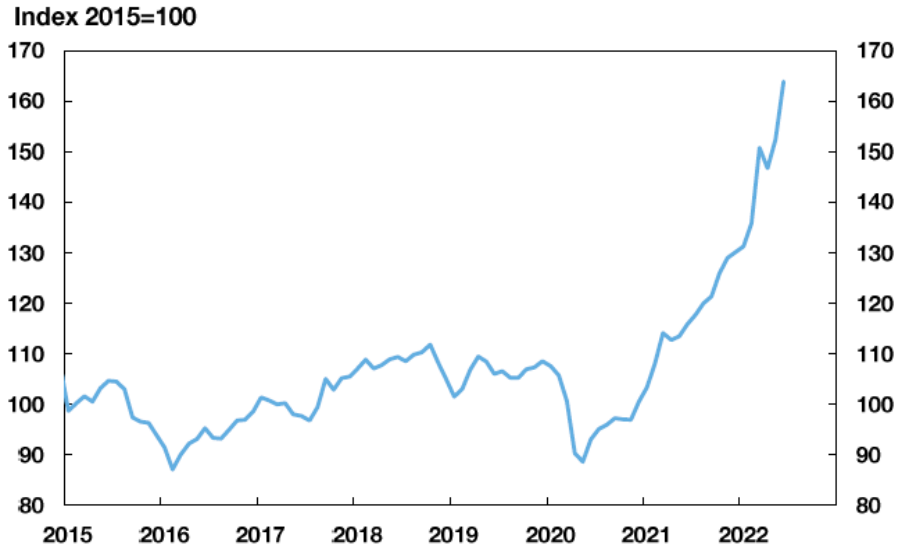
(1) 汽油比 2019 年的平均水平高出 78%。

3. 自从 2020 年 8 月，电力和天然气的价格就呈现上升趋势。

(1) 电力和天然气价格分别比 2019 年的平均水平高出 18%和 59%。

(2) 这两类能源的价格从 2014 年到 2019 年都没有大幅波动。

图 15 CPI 通胀：能源



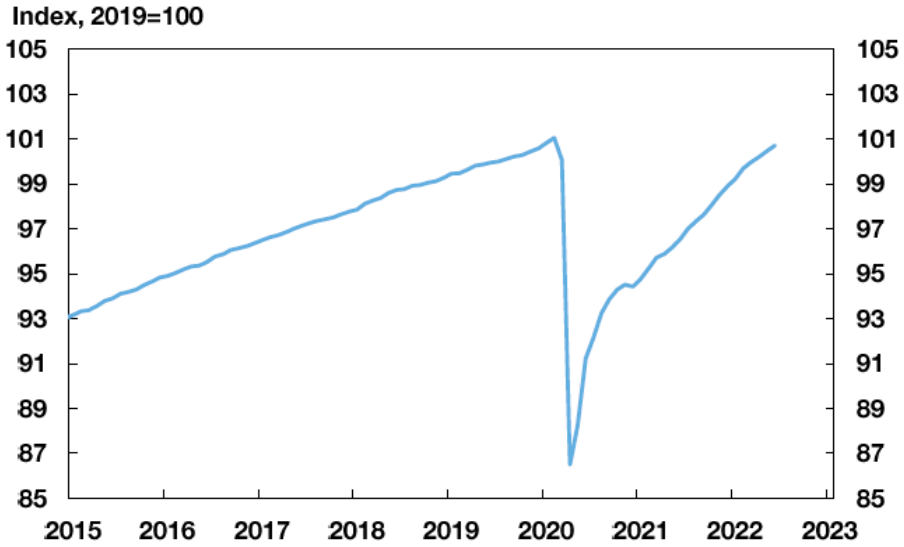
数据来源：劳工统计局（BLS）。

八. 劳动力市场

（一） 6 月份就业增长稳健。

- 非农就业人数在 6 月增长 37.2 万人。
- ■ 非农就业人数比疫情前水平低了 52.4 万人（0.3%）。
- ■ 除政府部门外，其他部门的就业都有所增加。
- ■ 六月份住户统计调查的就业与人口比率
- 6 月份家庭调查的就业人口比率为 59.9%。过去五个月，这一比率一直保持在 60%左右的狭窄区间内。

图 16 就业情况

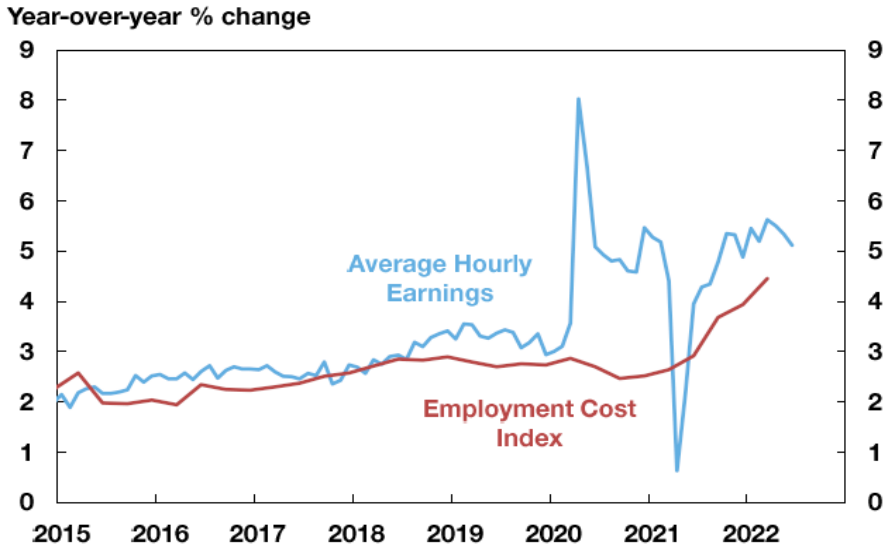


数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）6 月份时薪增速放缓。

- 6 月份平均时薪环比增长 0.3%。
  - 该水平低于第四季度（0.5%）和第一季度（0.4%）的月平均值。
  - 时薪同比增长 5.1%。
- 休闲和酒店业的工资增长较峰值有所下降，但以 12 个月为基准，仍保持在 9.2%的高位。
- 第一季度就业成本指数同比增长 4.5%，高于 2021 年第四季度 3.9%的增速。

图 17 平均时薪和就业成本指数



数据来源：劳工统计局（BLS）。

九. 地区发展

（一）6 月份地区商业活动与上月持平。

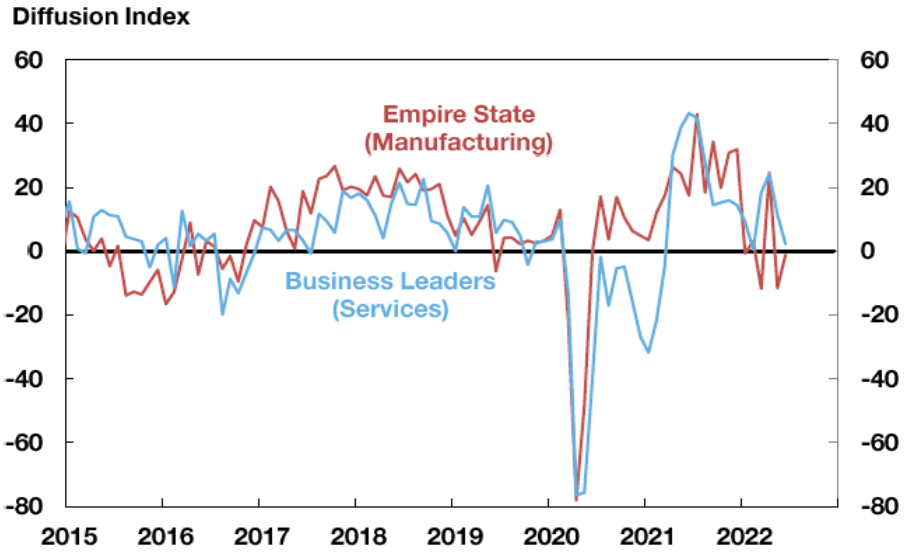
- 根据 6 月份的地区商业调查，制造业和服务业的活动都与上月持平。

➢ 帝国州制造业调查的整体指数（制造业企业）反弹 10 个基点至-1，而商业领袖调查的整体指数（服务业企业）下降 9 个基点至 2，这是四个月来首次出现低迷。

➢ 这两个部门的就业都以稳定的速度增长。

➢ 价格指数仍处于或接近创纪录水平，此外供应短缺仍然普遍存在。

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）部分地区就业增长强劲。

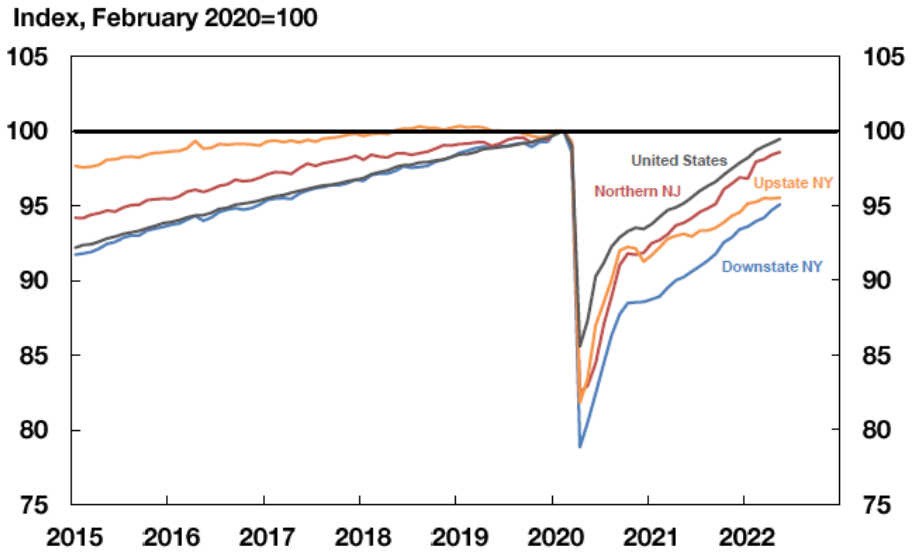
1. 5 月份，纽约州南部、新泽西州北部和波多黎各的就业增长超过全国，但纽约州北部和费尔菲尔德的表现仍不如全国。

(1) 在过去的 12 个月里，纽约州南部的就业率增长了 5.4%，新泽西州北部增长了 5.0%，康涅狄格州的费尔菲尔德增长了 3.5%，纽约州北部增长了 2.6%，而全国范围内的就业增长了 4.5%。

(2) 纽约州南部的就业率比疫情前水平低 4.9%，纽约州北部低 4.5%，新泽西州北部低 1.4%，费尔菲尔德低 2.3%，而全国的就业缺口为 0.6%。

(3) 波多黎各 5 月份的就业率同比增长 7.8%，比疫情前水平高出 5.1%。

图 19 地区就业趋势



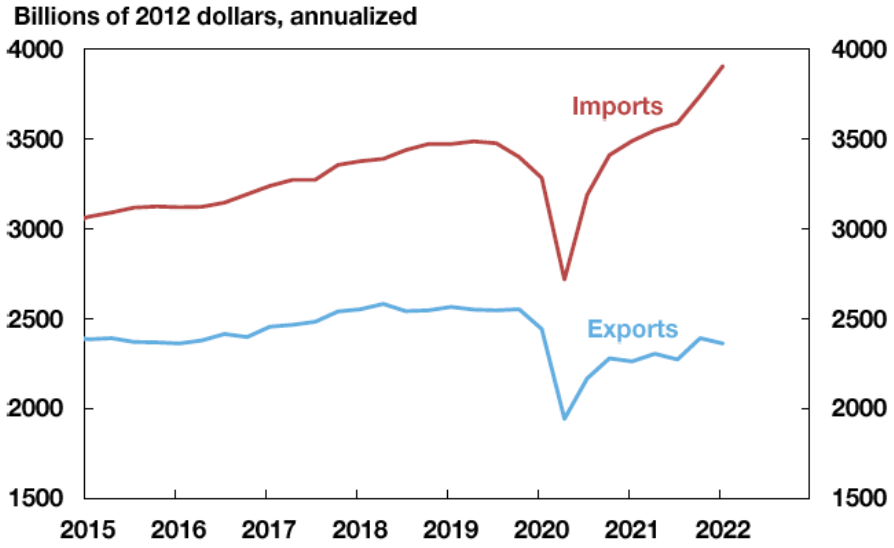
数据来源：美国劳工统计局和穆迪经济网，纽联储的工作人员对这些数据进行了早期校准。

十. 国际进展

（一）净出口大幅拖累第一季度的经济增长。

- 第一季度进口增长而出口下降。
  - ➢ 出口和进口分别使 GDP 年化增长率降低了 0.5 和 2.7 个百分点。
- 出口仍低于疫情前水平。
  - ➢ 食品、石油和非耐用消费品导致了销售额的下降。
  - ➢ 由于国外旅游业仍然低迷，尤其是亚洲旅游业，服务出口仅有小幅上升。
- 进口远远超过了疫情前的水平。
  - ➢ 耐用消费品占一季度进口增长的 70%，同时资本品和汽车也强劲增长。

图 20 商品和服务的进出口



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）6 月份油价上涨。

1. 油价（以 WTI 原油为基准）从 5 月份每桶 109 美元升至 6 月的每桶 115 美元。

(1) 油价同比增长 61%。

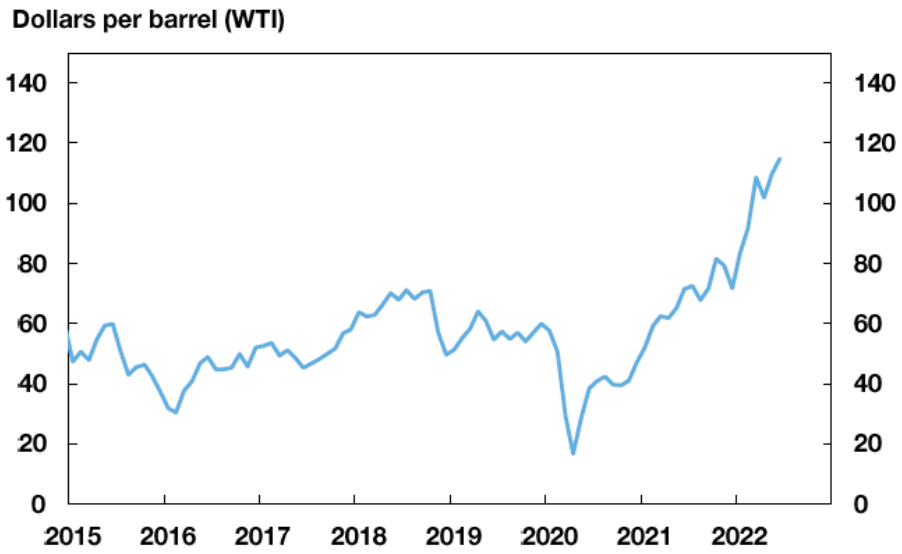
(2) 自 6 月初以来，油价一直呈下降趋势，7 月中旬跌破 100 美元/桶。

2. 美国能源部 7 月份预测，从 2020 年第二季度到 2023 年底，石油产量将超过需求。

(1) 根据预测，美国和欧佩克（OPEC）的产量将会增多，而全球需求的增速相对放缓。

(2) 据估计，俄罗斯的产出将在第二季度大幅下跌，并将持续下降到 2023 年。

图 21 原油价格



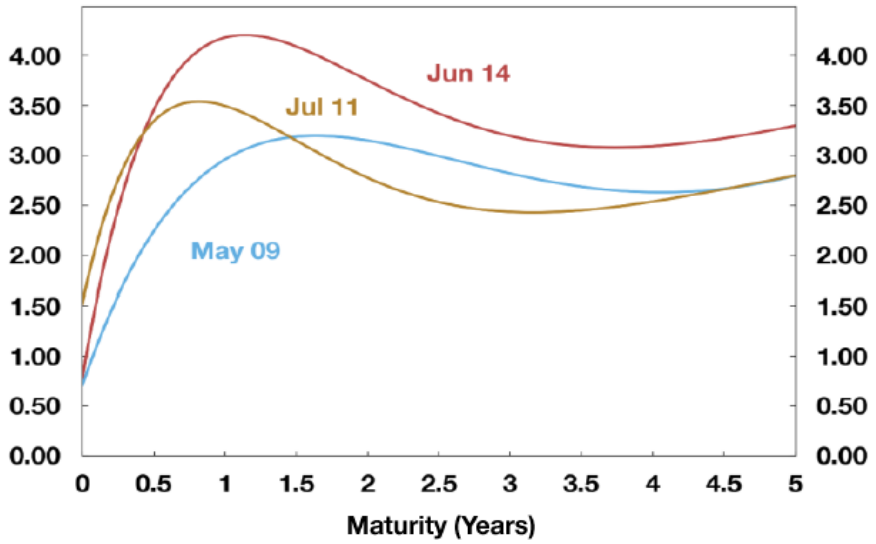
数据来源：能源信息管理局。

十一. 金融市场

（一）联邦基金利率的隐含路径下降。

- 2022 年 6 月 14 日至 7 月 11 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对于所有期限大于 6 个月的债券均有所下降。
- 到 2023 年底，市场隐含的联邦基金利率约为 3.2%，低于联邦公开市场委员会（FOMC）自 2022 年 6 月以来的经济预测摘要（SEP）3.8%的中值。
- 在 5 年期限内，市场隐含的联邦基金利率约为 2.8%，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下降。

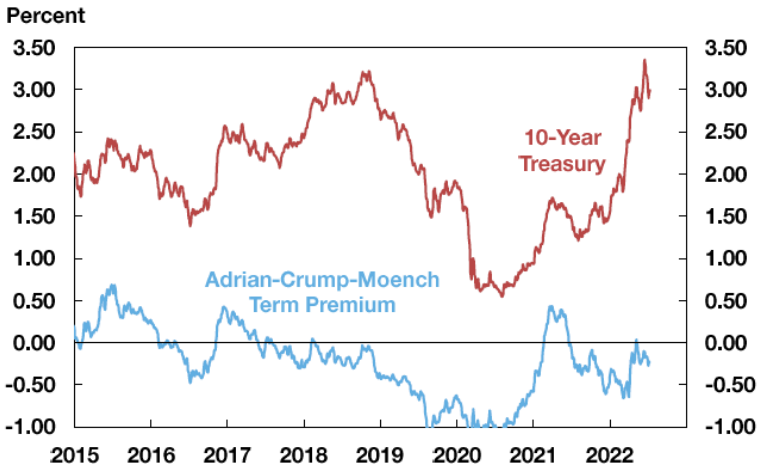
1. 在 7 月 11 日，10 年期美国国债收益率为 3.00%，比 6 月 14 日低了 48 个基点。

(1) 2020 年 1 月的收益率均值为 1.76%。

(2) 2020 年、2021 年和 2022 年前六个月的收益率均值分别为 0.89%、1.44% 和 2.44%。

(3) 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，6 月 14 日至 7 月 11 日期间，10 年期美国国债收益率下降主要是因为预期利率路径和期限溢价均有所下降。

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）美国股价基本不变。

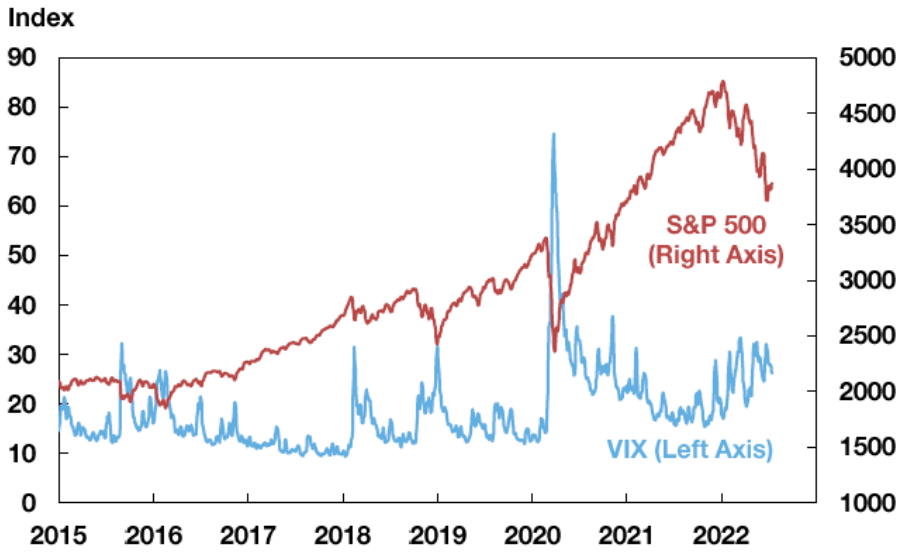
1. 与 6 月的平均水平相比，以标准普尔 500 指数衡量的美国股价在 7 月 11 日下跌了 1%。

(1) 截至 7 月 11 日，标准普尔 500 指数今年累计下跌了 20%，此前该指数在 2021 年上涨了 29%。

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 6 月 14 日的 32.5 降至 7 月 11 日的 26.17。

(1) 从 2000 年至今，VIX 指数的中值为 17.9。

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。

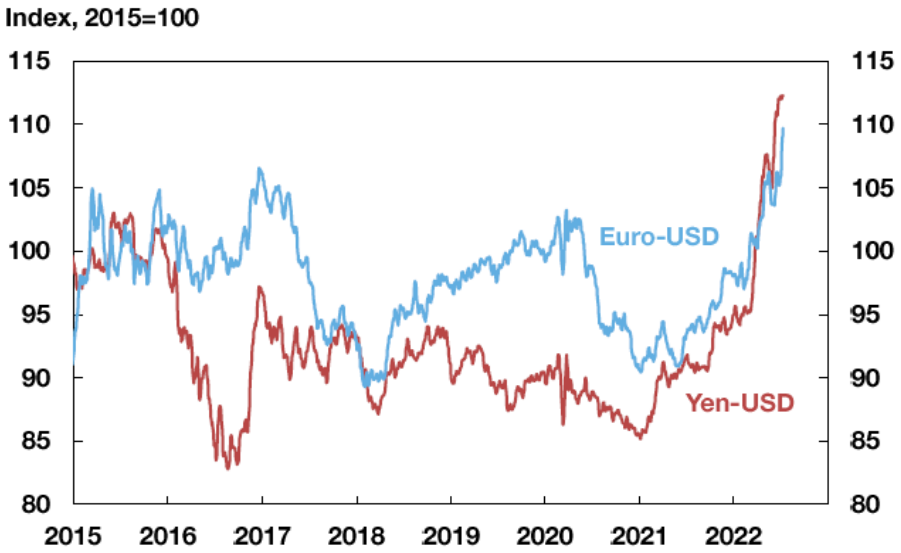
（四）美元升值。

1. 6 月 14 日的美元贸易加权指数较 6 月平均水平上升了 4%。

2. 该指数较 2021 年的平均水平上涨了 17%。

3. 与 6 月平均水平相比，7 月 11 日美元兑欧元和日元分别上涨 5%和 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。

本文原题名为“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，其设立目的亦是为了维护经济、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 7 月刊于 newyorkfed 官网。单击此处可以访问原文链接。

特权的终结：重新审视美国的净外国资产头寸

Andy Atkeson, Jonathan Heathcote, Fabrizio Perri/文 李佳欣/编译

导读：美国的净外国资产头寸——外国资产和负债之间的差额——在 2007 年之前一直是负数，但规模很小。但在这之后，它已经急剧恶化到 GDP 的 65%。这主要是由于美国在国外拥有的资产和在美国拥有的外国资产的市场价值的相对变化。美国股票价值相对其他国家股票价值的上升会不成比例地使美国公司的外国所有者受益。这是否对美国人有利，取决于利润上升是由于生产力提高还是由于竞争减少。编译如下：

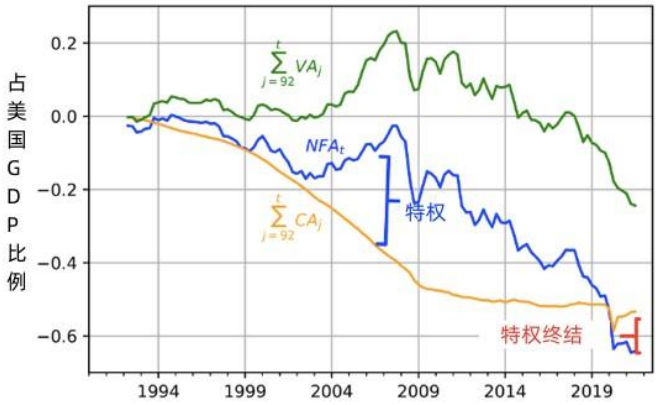
一个国家的净外国资产状况衡量的是居民在国外拥有的所有资产的价值减去外国人在该国拥有的资产的价值。这是一项重要统计数字，因为在其他条件不变的情况下，较高的外国净资产头寸意味着一个国家可以期望从国外获得较高的净收入，因此在未来可能出现较大的贸易逆差。外国净资产头寸的改善可能是因为一个国家净获得了额外的外国资产——即经常账户盈余——或因为在国外拥有的现有资产的市场价值相对于该国的外国资产的价值有所增加。

美国长期以来一直有一个负的外国净资产头寸。但在 2007 年之前，它相对较小，且从未超过美国 GDP 的 20%。事实上，考虑到美国长期存在大量经常账户赤字的历史，这种状况小得令人惊讶。Gourinchas 和 Rey（2007 年，2014 年）强调了估值效应在塑造美国净外国资产头寸的动态中的重要性。在他们写文章时，这些重估似乎一直在向有利于美国的方向发展，特别是在 2000 年代中期。净效应是指一直能够借贷而不需要增加很多债务。Gourinchas 和 Rey 等人认为，这种特权反映了跨国投资组合的不对称性，美国人在国外拥有大量的直接投资和有价证券资产——其价值往往会随着时间的推移而上升，而美国的负债则主要由低回报的美国政府债券组成。

我们的论文（Atkeson 等人，2022 年）使用美国经济分析局和美国财政部在美国金融账户中收集的数据，更新了美国净外国资产状况的历史。我们发现，在过去的 15 年里，发生了很多变化。首先，最值得注意的是，美国的外国资产净头寸已经非常急剧地恶化，从 2007 年占美国 GDP 的负 5%，到 2021 年第三季度占美国 GDP 的负 65%。如此大的净头寸负值是史无前例的。是什么推动了这种下降？对美国人的福利有什么影响？

我们首先表明，这一时期美国外国资产净头寸的下降主要是由估值效应驱动的，而经常账户赤字所起的作用很小。事实上，这些估值效应是如此之大，以至于到 2021 年底，美国的净头寸比 1992 年以来美国所有经常账户赤字的总和还要负（见图 1）。这就是为什么我们的论文标题是“特权的终结”。

图 1 美国的外国资产净头寸（NFA）、累计经常账户赤字（CA）和累计估值效应（VA）



接下来，我们深入探讨这些估值效应的来源。我们发现，估值效应促使美国的外国资产净头寸下降，因为美国的外资资产价值迅速上升。这对于那些认为美国像对冲基金一样运作，以价值稳定的国债形式从国外借款，并在海外投资于类似股票的波动性投资的读者来说，可能听起来很惊讶。但是，美国的金融账户显示，这种对美国国际投资状况的风格化观点正变得越来越过时。特别是，在大衰退后的时期，外国在美国拥有的股票持有量很大，而且与美国在海外拥有的股票资产价值相近（图 2）。美国经济分析局估计，在过去的 15 年里，这些外资持有的股票价值激增，这与美国股市在此期间的壮观牛市有关。与此同时，美国在国外拥有的资产的价值上升得更慢，因为国外股票市场的表现大大低于美国（图 3）。因此，美国国外负债的市场价值比美国国外资产的市场价值上升得更快，压低了美国的国外净资产状况。

图 2 美国国外资产和国外负债占 GDP 的比重

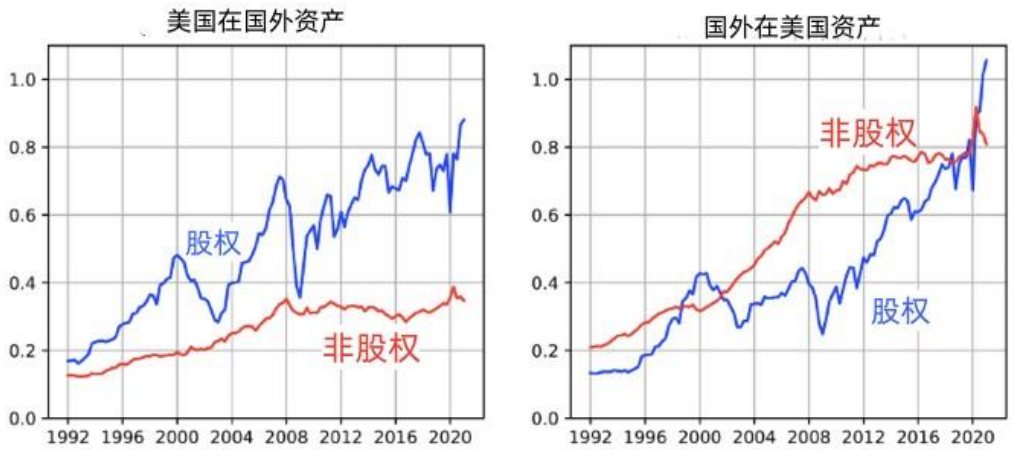


图 3 美国和其他国家的股票价格指数，以美元和当地货币计算

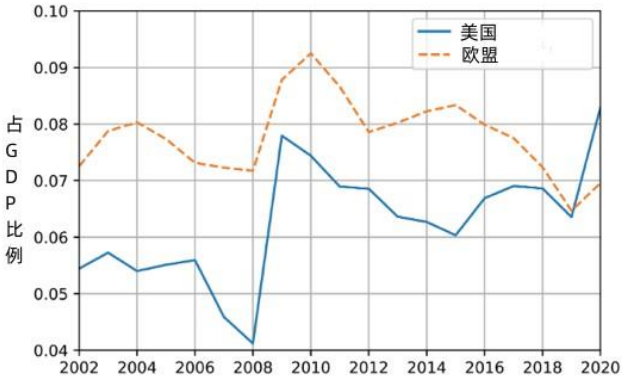
到此为止，我们所做的都是简单的核算。我们的下一个目标是探究美国净外国资产头寸下降的福利影响。要做到这一点需要一个模型，在这个模型中我们可以模拟提升美国资产价值的冲击。Farhi 和 Gourio（2019）建立了一个可操作的宏观资产定价模型，可以作为一个核算框架，追踪出资产重估的各种可能驱动因素的贡献。他们探讨了以下因素在长期宏观和资产估值趋势中的相对作用：（1）公司市场力量的变化，（2）无形资本重要性的变化，以及（3）风险溢价的变化。Greenwald 等人（2022）进行了类似的工作。他们的结论是，1989 年至 2017 年期间，美国股票价值上升的最重要驱动力是一系列要素份额的冲击，这些冲击将产出重新分配给股东，而牺牲了工人。

在我们的论文中，我们将一个与 Farhi 和 Gourio（2019）以及 Greenwald 等人（2022）中的模型相似的模型扩展到国际环境中，这样我们就可以探索不同的跨国资产估值动态及其对经常账户和净外国资产头寸的影响。在我们的模型中，每个国家的公司都生产有差异的品种。每个品种都可以由生产力较高的“领导者”公司生产，也可以由生产力较低的潜在竞争者组成的边缘地带生产。在均衡状态下，领先的企业进行极限定价，在保持其生产垄断的同时，设定尽可能大的加价。我们用这个模型来探讨美国特有的资产价值增长的两个不同的可能驱动因素。

我们提出的第一个假设是，领导者和追随者企业之间的生产力差异在美国已经增加，但在世界其他地区并没有。这导致了美国的加价，美国的垄断利润和美国公司的价值的上升。从企业主的角度来看，企业价值的跃升似乎是一笔意外的超额股权回报。如果这些所有者是海外人士，那么这种冲击就意味着外国人在美国收入中所占份额的永久性增加。因此，在这个模型中，美国净外国资产头寸的下降反映了收入的再分配，即从美国人手中转移到外国人手中。我

们认为，这种公司价值的模型与两个关键的经验事实是一致的。首先，它与近几十年来美国企业薪酬相对于 GDP 的明显上升，而其他国家的薪酬却没有上升的事实相一致（见图 4）。其次，该模型与美国经常账户赤字在大衰退后的时期通常是温和的这一事实是一致的。

图 4 美国和欧盟的企业报酬率



我们还考虑了美国资产价值上升的另一个假设，即生产变得更加及集中于国民账户中难以计量的资本形式。根据这一假设，美国股市的价值上升是因为美国（而不是外国）公司在未被计量的无形资本形式上进行了大量的投资。沿着平衡增长的路径，事实证明，较高的标价与更多的无形资本模型观察到的效果是等价的。但在我们的开放经济环境中，这两个模型在从一个平衡增长路径过渡到另一个平衡增长路径的过程中表现出非常不同的动态。特别是，如果无法衡量的资本变得更加重要，该模型预测了一个非常大的（和反事实的）经常账户赤字的时期，因为美国借钱来投资。因为估值收益反映了新的资本积累，所以美国公司的外国所有者没有意外收益——谁为未计量的投资提供资金，谁就能获得该资本的未来回报。

总而言之，国际股票多样化的增加为冲击的跨国界传播创造了强大的新渠道。在外国大量持有美国股票的情况下，美国股票价值的飙升导致了美国净外国资产状况的崩溃。为这种对世界其他国家的净债务提供资金需要美国在未来实现更大的贸易盈余。我们对美国股票价值飙升的首选解释是，美国公司意外地变得更加有利可图，而外国公司则没有。在一个封闭的经济体中，这种冲击会以美国工人为代价重新分配给美国企业主。在我们的开放经济模型中，美国人的情况更糟：美国工人损失的大部分收入都归于美国公司的外国业主。不过，从事先的角度来看，这种重新分配可能是有效的。这里的一个关键的开放性问题是，美国的利润上升是因为美国非常有生产力的超级明星企业的增长（Baqaee 和 Farhi 2017 年），或者说是因为美国市场的竞争力在降低（Philippon

2020 年）。在第一种情况下，冲击对美国人来说基本上是个好消息，向国外转移可能是有效的。相比之下，第二种情况对美国来说是一个坏消息的冲击，更多的海外转移使坏情况变得更糟。

本文原题名为“The End of Privilege：A Re-examination of the Net Foreign Asset Position of the US”。本文作者 Andy Atkeson 是加州大学洛杉矶分校金融和经济学教授，Jonathan Heathcote 是明尼阿波利斯联邦储备银行研究部的货币顾问，Fabrizio Perri 是明尼苏达大学经济学副教授。本文于 2022 年 7 月刊于 VOX 官网。单击此处可以访问原文链接。

乌克兰战争和美联储加息：对新兴市场和发展中经济体的双重打击？

Liliana Rojas-Suarez，Alejandro Fiorito/文 张丝雨 / 编译

导读：国际货币基金组织（International Monetary Fund，IMF）和世界银行今年 1 月发布的新兴市场和发展中经济体 2022 年增长预测并不令人鼓舞。他们发现，宏观经济基本面恶化，部分原因是应对这一疫情的政策措施、严重的体制缺陷以及一些国家的社会和政治动荡，这些因素结合在一起，严重削弱了许多经济体的增长引擎。此外，通胀压力不断上升，部分原因是外部因素，最显著的是供应链中断和能源价格上涨，在某些情况下还有货币贬值的重大传递效应。一些分析人士表示担心，许多国家可能正进入一个增长缓慢、通胀高企的滞胀时期。俄罗斯入侵乌克兰。在最近的一次新闻发布会上，IMF 总裁警告说，该机构可能会在即将召开的春季会议上下调全球增长预测。经济合作与发展组织（Organisation for Economic Co-operation and Development，OECD）已经估计，今年全球经济增长可能比冲突爆发前的预测低 1%以上。对许多国家来说，前景变得更加黯淡。编译如下：

新兴市场经济体将受到乌克兰战争的多大影响？

答案取决于战争的持续时间、范围和激烈程度——目前这一切都非常不确定。但它也取决于发达经济体的经济政策，尤其是影响全球流动性的货币政策。众所周知，乌克兰危机的宏观经济影响是通过错综复杂的商业和金融渠道产生的。在商业渠道方面，初级商品价格的大幅度上涨对这些产品的净进口商的不利影响最大，净出口商受益于贸易条件的积极冲击。在金融渠道中，投资者的风险感知随着冲突的不确定性演化而增强。流向新兴市场经济体的资本流动受到投资者风险认知的强烈影响，也受到新兴市场经济体资产回报的强烈影响。如果全球流动性仍然充裕，新兴市场证券相对于发达经济体证券的收益率仍然很高，那么高收益率可能会部分抵消风险的上升，遏制新兴市场经济体的潜在资本外流。**这就是美联储和其他发达经济体央行发挥关键作用的地方。**

程式化的事实：商品价格和全球流动性

图 1 显示了反映在期货价格中的市场对大宗商品价格的预期。虚线表示年初（冲突前）的预期，实线表示 3 月下半月（冲突期间）的相应预期。虽然预计中期价格会下降，但大多数初级商品的期货价格现在远远高于冲突前的水平，**表明初级商品净进口国的贸易条件受到重大和持续的不利冲击。**

图 1 商品价格期货：冲突前和冲突期间的预期（指数：100=3 月 28 日的现货价格）

资料来源：彭博社

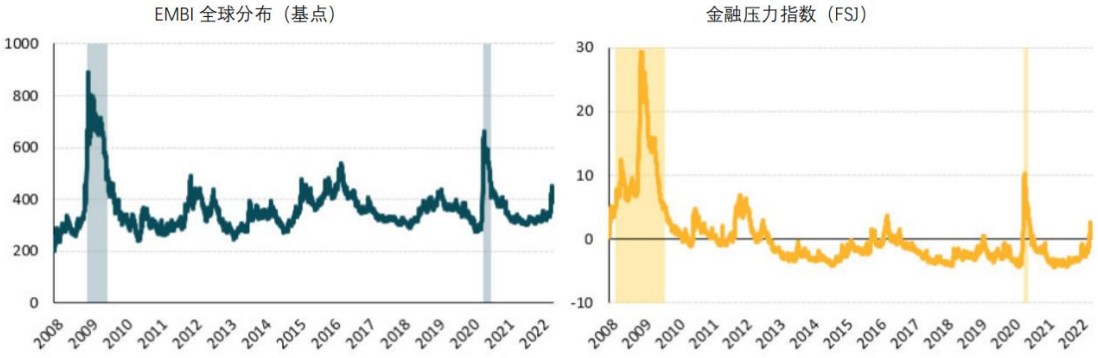
注：冲突前数据为 2022 年 1 月（1 月 3 日）的最早数据点，冲突数据为最新数据点（3 月 28 日）。

金融市场的压力又如何呢？衡量当前形势的指标众所周知，包括衡量全球金融市场紧张程度的美国财政部 OFR 金融压力指数，以及衡量新兴市场政府债券风险的新兴市场债券全球息差。这些指标的大幅持续上升与新兴市场出现严重的金融和经济问题有关；投资者风险意识的大幅提高，会促使他们转向安全资产（如美国国债），并减少可用的全球流动性，以满足新兴市场的融资需求。

图 2 显示了金融压力指数和新兴市场债券指数全球息差的最新变化。[1]虽然这两个指标在战争开始时都突然上升，但它们至少部分地纠正了最初的上升。此外，两项指标的升幅均远低于全球流动资金短缺对新兴市场构成严重问题的时期（例如全球金融危机期间及 2019 新冠肺炎爆发初期）。

[1] 新兴市场债券指数是摩根大通新兴市场债券指数。新兴市场债券全球息差是衡量新兴市场二级市场收益率的（资产加权）指标与 10 年期美国国债收益率之间的差值。阴影区域与全球金融危机和大流行的开始相对应。OFR FSI 值高于零表明金融压力高于正常历史水平。

图 2 2007-2022 年 OFR 金融压力指数（FSI）和 EMBI 全球息差



资料来源：多米尼加中央银行和美国财政部金融研究办公室（US Treasury Office of Financial Research，OFR）

尽管爆发了战争，全球流动性仍然充足，资金可以流向新兴市场经济体资产。尽管美联储已明确表示，决心通过一系列加息措施来对抗通胀，但整个收益率曲线上的实际利率（即因通胀而缩水的名义利率）仍相当负面。此外，欧洲的实际利率也是负值，预计欧洲央行最早要到 2022 年最后一个季度才会开始提高政策利率。实际利率为负会强烈刺激投资者为风险较高的资产融资。因此，新兴经济体尚未面临严重的流动性紧缩。对它们的风险厌恶可能有所增加，但幅度不大。

评估新兴经济体在战争中的脆弱性

只要全球流动性仍然充足，就很难指望新兴经济体因战争而普遍陷入困境。风险厌恶情绪的温和上升，可能表明投资者在配置资源时更加注重国与国之间的差异，而不是广泛的资本外流。但如果美联储和其它发达经济体的央行在持续的通胀压力的推动下，更加突然、更加迅速地加息，这种情况可能会发生改变。然而，到目前为止，我们预计受影响最大的国家将是那些战争使其外部融资需求急剧增加的国家，以及那些大量未偿债务对其外部融资成本构成压力的国家。如果冲突长期持续下去，这些国家在为外部债务再融资方面可能面临严重困难，对经济增长造成严重不利后果。

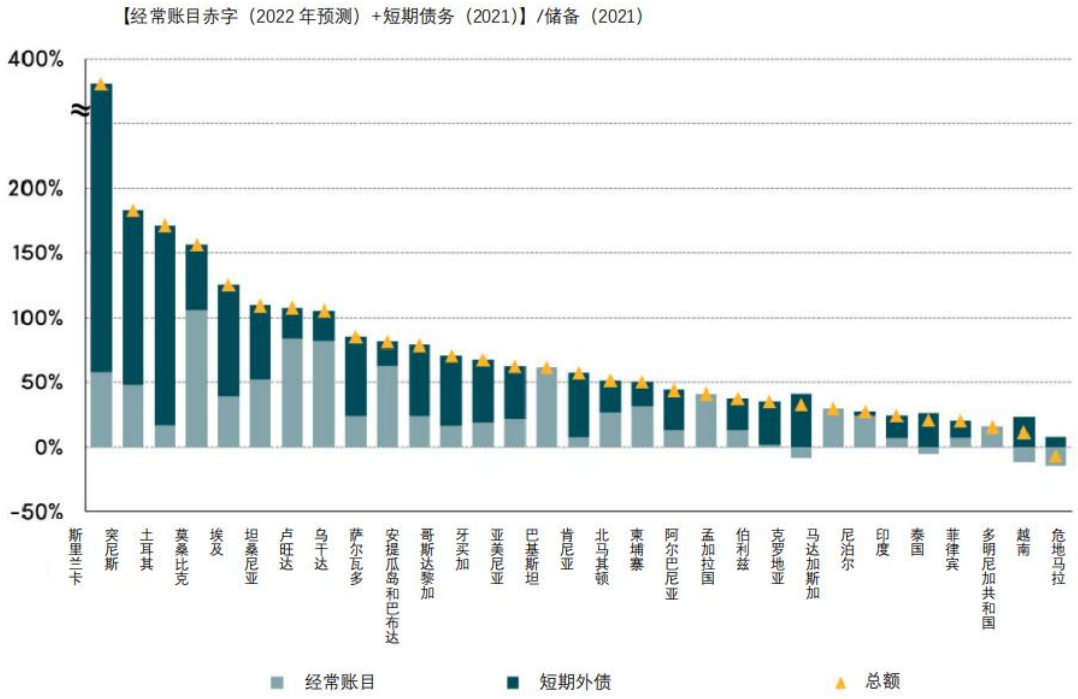
谁会受到最大的影响？衡量外部融资需求的一个共同指标是经常账户赤字加上短期债务的总和与国际储备的比率。这一比率越高，一个国家就越难以证明自己有足够的硬通货资源（可在国际上交易且流动性高的货币，如美元）来履行对外债务。

因此，融资需求受影响最大的国家是短期债务与国际储备比率较高的初级商品净进口国。为了确定初级商品净进口国，我们利用联合国的数据，从每个国家的初级商品进口总值中减去初级商品出口总值。[2]

首先考虑一下战争爆发前初级商品净进口国的外部融资需求情况。如果首先将 2021 年 10 月 IMF 的《世界经济展望》（World Economic Outlook）对 2022 年经常账户余额的预测，与 2021 年底之前的现有短期债务存量相加，就可以得到一个很好的近似值。然后，这个值可以除以 2021 年底的国际储备存量。

图 3 显示了选定的一组初级商品净进口国的这些比率。大多数东欧国家没有列入图表，因为它们靠近俄罗斯，所面临的风险远远大于贸易条件恶化，包括进一步卷入冲突的可能性，这会以不可预测的方式危及它们的融资需求。

图 3 某些初级商品净进口国的外部融资需求



资料来源：国际货币基金组织（2021 年 10 月《世界经济展望》、《国际金融统计和国家第四条》）和世界银行（《季度外债统计和国际债务统计》）

对于图 3 所示的一组国家而言，初级商品价格的持续上涨意味着贸易条件的严重不利冲击，而且很可能增加其 2022 年的融资需求。

截至 2021 年底，各国之间存在巨大差异。以危地马拉、越南、多米尼加、菲律宾和泰国为例，斯里兰卡、突尼斯、土耳其、莫桑比克和埃及是另一个极

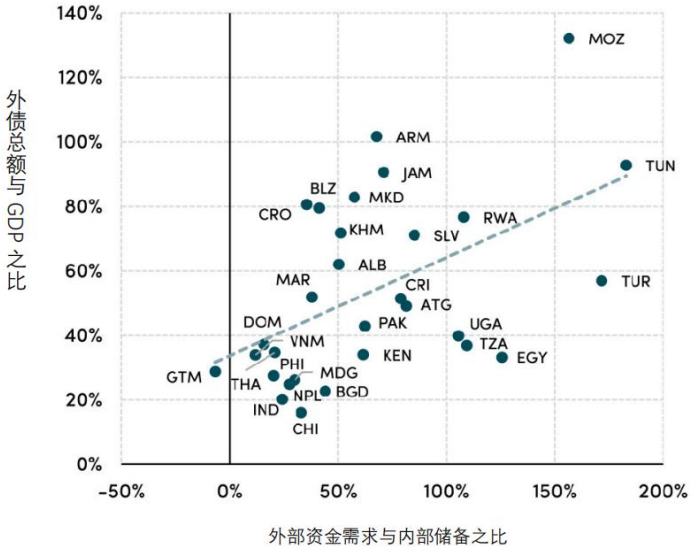
[2] 大宗商品的定义遵循国际货币基金组织根据《2021 年 10 月世界经济展望》（World Economic Outlook，p.87）中的分类，包括国际贸易标准分类代码 0、1、2、3、4、68 和 97。

端。石油、天然气和矿产是所有这些国家最重要的进口商品（埃及和莫桑比克、突尼斯和斯里兰卡也是小麦的主要进口国）。然而，由于泰国、菲律宾及多米尼加拥有庞大的国际储备，而且短期债务比率相对较低，面对其进口的大宗商品价格持续高企，它们在 2022 年的经常账户余额可能会大幅恶化。与越南一样，危地马拉在进入战争期间也有经常账户盈余。尽管战争将影响增长前景，但鉴于这些国家初期的强劲状况，不太可能出现严重的金融困境。

相比之下，斯里兰卡、突尼斯、土耳其、莫桑比克和埃及在冲突爆发前就已经相当容易受到外部冲击的影响——它们的外汇储备不足以满足融资需求。持续高企的大宗商品价格，加剧了这些国家已经受损的宏观金融稳定，可能会把其中一些国家推向崩溃的边缘。在目前的冲击之前，土耳其正在应对过去 20 年来最高的通货膨胀率，同时作出非正统的政策决定，并经历着日益严重的社会动荡。受旅游收入下降的影响，埃及正在寻求国际货币基金组织的支持，斯里兰卡、突尼斯和莫桑比克已经在就国际货币基金组织的项目进行谈判。

上述评估可以辅之以关于各国总体对外负债的数据。大量的债务存量（短期和长期）意味着大量的还本付息（摊销加利息）。图 4 显示了同一组大宗商品净进口国的外债总额与国内生产总值（库存总量）和外部金融需求（流量总量，如图 3 所示）之间的关系。

图 4 某些初级商品净进口国的外债对国内生产总值的比率



资料来源：世界银行和国际货币基金组织

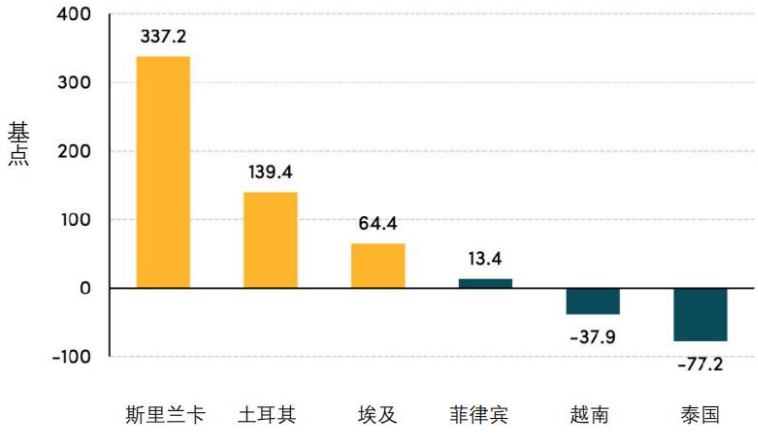
注：不包括斯里兰卡（其外部融资需求超过国际储备的 350%）。

毫不奇怪，2022 年需要大量资金的国家与外债比例较高的国家之间存在着密切的正相关关系。[3]

这种重要的国别差异反映在投资者的风险认知上，反映在一国 10 年期国债收益率与国家 10 年期国债之间的息差上。如图 5 所示，从今年年初到 3 月 28 日，尽管美国加息，但斯里兰卡、土耳其和埃及这三个最容易受到乌克兰战争影响的国家的利差大幅上升。相比之下，在同一时期，菲律宾、泰国和越南这三个样本中实力最强的大宗商品净进口国的利差要么几乎保持不变，要么甚至有所下降。

[3] 一段时间以来，债务问题日益突出，迫在眉睫的（目前的）债务困境一直威胁着一些低收入国家，尤其是撒哈拉以南非洲国家。在我们抽样调查的经济体中，根据乌克兰战争之前世界银行的分类，莫桑比克处于“债务困境”，这意味着它“已经在偿还债务方面遇到了困难”其他国家，如坦桑尼亚、卢旺达和乌干达被认为面临“适度”的风险；然而，最近对大宗商品进口国的冲击可能会增加这些国家的压力。与世界银行的分类一致，孟加拉国面临债务困境的风险“低”，外债占 GDP 的比例低于 50%，在我们的外部金融需求分布中处于较低的百分位数。

图 5 10 年期政府债券息差的变化（2022 年 1 月 3 日至 2022 年 3 月 28 日）



资料来源：世界政府债券

总结

乌克兰战争将对那些商品净进口国和面临巨大外部融资需求的国家造成沉重打击，因为冲突正在加剧这些国家先前存在的脆弱性。冲突的影响是否会进一步扩大到整个经济、社会和文化发展小组，取决于两个因素。当然，首先是战争的演变以及制裁对全球经济的影响。第二是发达经济体（尤其是美联储）的央行对通胀飙升的反应。如果加息幅度和速度超过预期，全球流动性可能急剧萎缩，投资者的风险厌恶情绪可能升级，流向新兴市场经济体的资本流动可能减少，甚至逆转。如果这些外部条件中的任何一个恶化，它们可能会大大增加对新兴市场经济体的影响的严重程度，以及 2019 新冠肺炎后经济复苏的前景。

本文原题名为“The Ukrainian War and the Fed’s Interest Rate Hikes：A Double Whammy for Emerging Markets and Developing Economies?”。作者 Liliana Rojas-Suarez 和 Alejandro Fiorito。Liliana Rojas-Suarez 是全球发展中心高级研究员，与人合著或编辑了十几本书，包括《拉丁美洲的成长烦恼：适用于巴西、哥伦比亚、哥斯达黎加、墨西哥和秘鲁的经济增长框架》。她联合主持了 CGD“使巴塞尔协议 III 适用于新兴市场和发展中经济体”和“改善普惠金融的金融监管”专题小组，目前正致力于“数字普惠金融政策制定的政策决策树”项目。Alejandro Fiorito 是全球发展中心 Liliana Rojas-Suarez 的研究助理，拥有约翰霍普金斯大学高级国际研究学院（SAIS）的国际经济与金融硕士学位，在马德里卡洛斯三世大学（universversidad Carlos III de Madrid）获得经济学学士学位。本文于 2022 年 3 月刊于 Center for Global Development 官网。单击此处可以访问原文链接。

从滞胀到债务危机

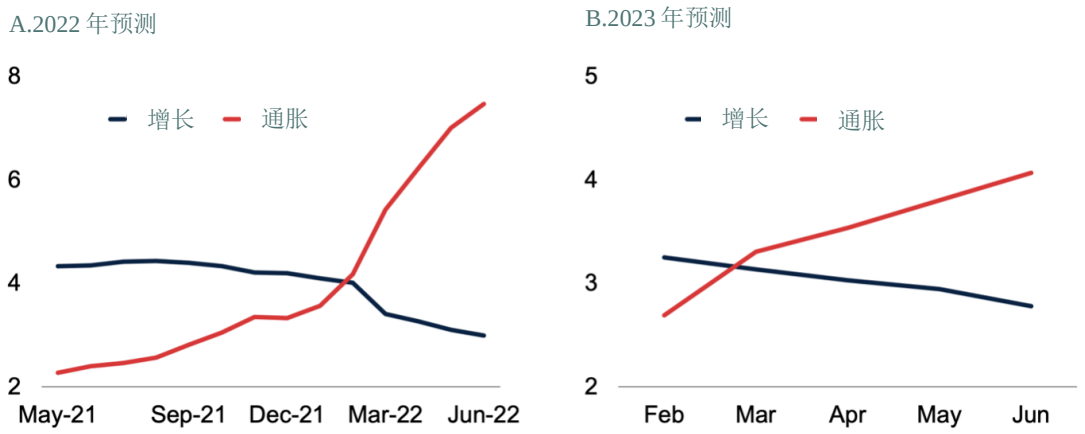
Jongrim Ha, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge/文 母雅瑞/编译

导读：全球经济正经历着增长放缓和通胀上升的双重影响，这不禁令人想起上世纪 70 年代的滞胀。本篇专栏文章将讨论如何通过大幅提高利率来解决这一问题，这标志着新兴市场和发展中经济体 10 年债务危机的开始。如果当前的滞胀压力加剧，其中一些经济体因其金融脆弱性加剧和增长基本面减弱，可能会再次面临严峻的债务展期挑战。编译如下：

全球经济正处于增长急剧放缓的过程中，同时还伴随着数十年的高通胀。在过去的一年中，全球通胀预期大幅上调，同时全球增长预期下调（见图 1）。这种高通胀和经济疲弱增长的结合，引发了人们对类似于上世纪 70 年代的潜在长期滞胀的担忧（DeLong 2022，Verwey et al. 2022）。一些人认为，央行需要赶在通胀之前大幅度提高政策利率（Buiter and Sibert 2022，Domash and Summers 2022）。

这一历史先例也引发了对新兴市场和发展中经济体（EMDEs）债务危机风险的担忧，让人想起上世纪 80 年代初，当时需要大幅提高政策利率来遏制通胀。

图 1 全球增长和通胀预测



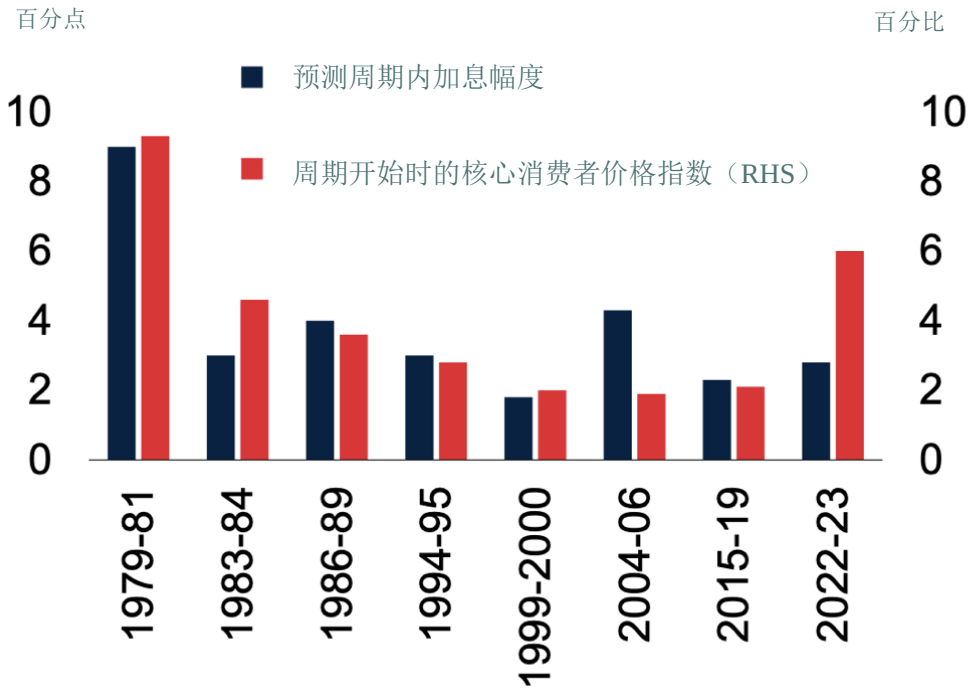
又一个创伤性收紧周期即将到来?

根据某些衡量标准，目前的通胀水平与 20 世纪 80 年代初相当（Bolhuis et al. 2022）。展望未来，随着全球经济增长放缓、货币政策收紧、财政支持撤回、商品价格趋于稳定、供应瓶颈缓解，全球通胀预计将在今年达到顶峰，并在 2023 年中期降至 3%左右。但这仍比 2019 年的平均水平高出约 1 个百分点。就目前而言，市场的普遍预测表明，即便通胀预期在短期内会有所回升，但其在中期内仍将得到良好的控制。

然而，由于反复的、持续高于目标的通胀冲击，通胀预期最终极有可能失控，就像上世纪 70 年代那样。对于通胀持续高于目标的担忧，已经促使多数发

达经济体和许多新兴市场国家的央行收紧货币政策。目前金融市场预计，要让这些国家的通胀回到目标区间，美联储（US Federal Reserve）、欧洲央行（ECB）和英国央行（Bank of England）需要在 2022 至 2023 年期间将货币政策利率上调 200 至 400 个基点。以历史的标准来看，这样的紧缩周期是适度的（见图 2）。

图 2 美国紧缩周期中的利率和通胀

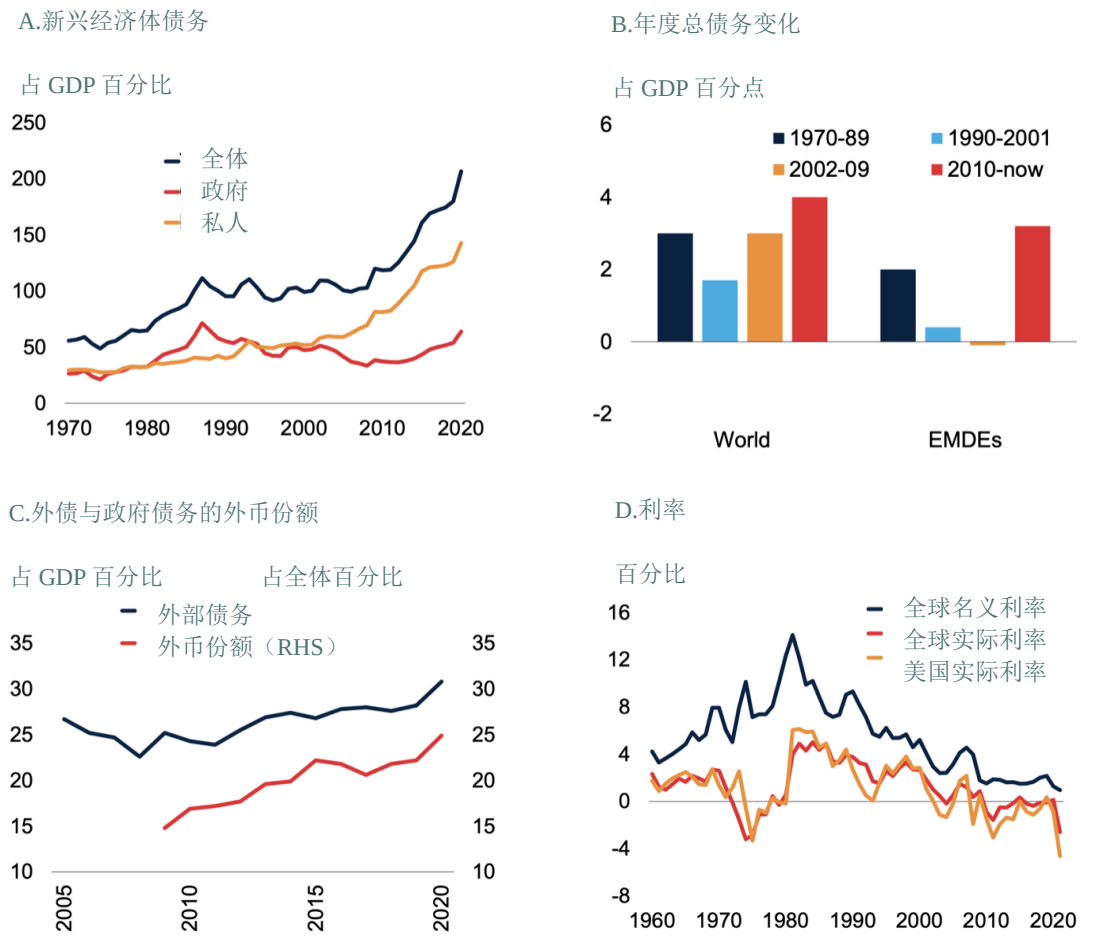


如果通胀预期出现偏差，将通胀拉回目标水平所需的加息幅度可能会远远超过金融市场目前的预期。相比之下，在 20 世纪 70 年代，全球利率在六年内（1975 年至 1981 年）翻了一番，达到了 14%。仅仅在 1979 年至 1981 年，美国的政策利率就上升了 9 个百分点，达到了 19%。这些全球同步的政策加息确实终结了大通胀。然而，它们也在 1982 年引发了全球经济衰退，并在 20 世纪 80 年代在新兴市场国家引发了一系列债务危机（Ha et al. 2022a，2022b）。

巨额债务累积：过去和现在

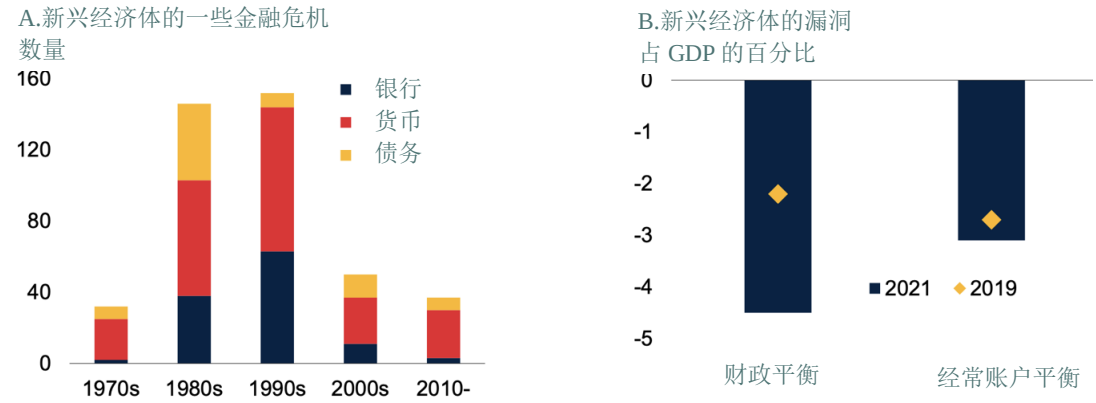
在上世纪 70 年代和 80 年代初，就像现在一样，高负债、高通胀和疲弱的财政状况使得新兴市场国家容易受到财政状况收紧的影响。20 世纪 70 年代的滞胀正好赶上了过去半个世纪以来的第一波全球债务积累浪潮（见图 3，Kose et al. 2020）。全球实际利率较低和银团贷款市场的快速发展，促进了新兴市场发展中国家债务的激增，特别是在拉丁美洲和许多低收入国家，如撒哈拉以南非洲。

图 3 债务与利率



发达经济体的货币政策收紧大幅度增加了借贷成本，尤其是在拉丁美洲和加勒比地区（LAC），1982 年这些地区的浮动利率债务占到了总债务的一半以上。拉美和加勒比国家对外债务的利息支付出现了急剧上升，从 1975-1979 年平均占 GDP 的 1.6%上升到了 1982 年的 5%。经济增长急剧放缓进一步削弱了国家的偿债能力。在 1980 年代，爆发了 30 多次债务危机，主要是在加勒比地区和撒哈拉以南非洲（见图 4）。

图 4 新兴市场发展中国家的金融危机和脆弱性



如果现在需要再次大幅度上调政策利率，以达到控制发达经济体的通胀的目标，那么新兴市场国家将再次面临严峻挑战。新兴市场发展中国家的总债务达到了 GDP 的 207%，创历史新高。新兴市场发展中国家政府债务占了 GDP 的 64%，处于三十年来的最高水平，其中约有一半以外币计价，超过五分之二的债务由新兴经济体的中位数的非居民持有（Kose et al. 2022）。发达经济体的借贷成本大幅度上升——或货币大幅度贬值往往伴随着政策收紧——这都可能再次引发主权债务危机，因为这些经济体目前的脆弱性比新冠疫情前更大。大约 60%的最贫穷国家已经陷入了债务危机，或将面临债务危机的高风险。

为未来做好准备

如果通胀长期高于目标水平，通胀预期就有偏离目标的风险。发达经济体要实现同样的通胀目标，就需要更大幅度的政策加息。再加上许多新兴市场国家的高额债务，以及巨额财政和经常账户赤字，在全球经济增长急剧放缓之际，这些经济体有可能出现金融压力。在那些经常账户赤字巨大、严重依赖外国资本流入的新兴市场国家，以及短期或以外币计价的政府债务较高，或私人债务水平较高的国家，这些风险尤其严重。这些经济体需要准备好经受住与紧缩周期相关的风险。这些准备需要从他们政策的仔细校准、可信的制定和清晰的沟通开始。

本文原题名为“From Stagflation to Debt Crises”。本文于 2022 年 7 月 12 日发布在 Vox 欧洲的网站上。本文作者是 Jongrim Ha，M. Ayhan Kose 和 Franziska Ohnsorge。Jongrim Ha 是世界银行的高级经济学家，M. Ayhan Kose 是世界银行的首席经济学家和预测局局长，Franziska Ohnsorge 是世界银行经济增长、金融和预测局的局长。单击此处可以访问原文链接。

1970 年以来全球银行中心分布

Emmanuel Mourlon-Druol 和 Ali é nor Cameron/文 刘铮/编译

导读：英国脱欧和中国崛起为领先的国际经济大国，重新引发了关于银行中心地理位置的讨论。本文基于由英国《银行家》杂志（该杂志是英国专门研究国际金融事务的月刊）创建的世界顶级银行排名数据库，分析了自 1970 年代以来银行中心地理位置的演变。我们描述了数据库是如何创建的，以及它如何为货币和资本市场政策提供信息。我们讨论了为什么这些数据可以用来代表国际金融中心（International Financial Centres，IFC）的规模，以及它可能存在的方法局限。我们发现，与经济金融危机相比，银行业整合和法律框架演变对于银行中心地理位置的变化具有更为重要的影响。我们还强调，尽管全球经济力量发生了重大变化，但主要的银行中心很难被取代。编译如下：

1、引言

英国脱欧和中国崛起为领先的国际经济大国，重新引发了有关银行中心地理位置的讨论。银行中心不仅可以给所在国带来巨大的经济动力，还可以带来各种形式的地缘政治力量。这导致各国之间出现了一些旨在吸引金融参与者的竞争，尤其是在出现权力重组机会的时候。

本文根据《银行家》对世界顶级商业贷款银行的排名，分析了自 1970 年以来银行中心地理位置的演变。随着时间的推移，银行中心的发展既不是线性的，也不明显。正如查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）在其开创性研究（Kindleberger，1974）中指出的那样，银行的行政办公室不一定位于其名称所暗示的地方：里昂信贷银行不在里昂，德累斯顿银行不在德累斯顿，米德兰银行不在米德兰。许多其他因素可能会影响银行在哪个中心选址。

我们的数据库是根据《银行家》杂志创建的世界顶级银行排名构建的，该杂志成立于 1926 年，是英国专门研究国际金融事务的月刊。《银行家》排名通常被银行家和官员用作分析金融环境的数据来源。1996 年起，《银行家》通过网络公布数据，因此我们将此前几年的排名进行了数字化。我们描述了数据库是如何创建的，以及它如何为货币和资本市场政策提供信息。我们讨论了为什么这些数据可以用来代表国际金融中心（International Financial Centres，IFC）的规模，以及它可能存在的方法局限。我们对银行中心的定义受限于我们使用的数据库。我们将其理解为银行的注册地。

对银行中心发展的研究集中在三个问题上。新的银行中心是如何建立的？其位置的决定因素是什么？政策如何影响银行中心选址？利用全球前 300 家银行对银行中心的地理位置进行分析，结果表明，相较于经济金融危机，银行业整合和法律框架的演变对于银行中心地理位置的变化的影响更为重要。这也突显出，尽管全球经济力量发生了重大转变，但领先的银行中心很难被取代。

首先，我们回顾了有关国际银行和金融中心的相关文献，重点介绍了该领域研究常用的数据类型。我们还将其与本文中描述的数据库信息进行了比较。其次，我们介绍了数据库的创建方法。第三，我们分析了银行的全球分布。最后，我们提出了潜在的政策含义，并讨论了这些数据在政策辩论中的使用。

2、文献综述

美国经济历史学家查尔斯·金德伯格（Charles Kindleberger）在 1973/1974 年出版《金融中心的形成：比较经济史研究》（Kindleberger，1974）时，将 IFC 纳入研究。金德尔伯格在书的开头指出，“今天的经济学没有研究金融中心的形成，这是一个奇怪的事实”，因为人们对于 IFC 为什么会在某地形成很感兴趣，同时这项研究于当下有很强的相关性。金德尔伯格认为，了解 IFC 形成的决定因素有助于指导决策者建立和维护货币和资本市场。

此后，霍华德·柯蒂斯·里德（Howard Curtis Reed）大力推进了这一领域的工作，他开创了使用定量方法研究 IFC 的先河（Reed，1981 年）。为了衡量 20 世纪全球范围内国际金融中心兴衰的决定因素，他使用了一系列银行、金融和“母国”变量来捕捉每个母国的不同特征，如产业规模、人口、时区等。其工作的创新性部分在于其方法，部分在于其研究范围；早期研究大多集中在特定 IFC 上，约翰逊 1976 年对巴拿马作为区域中心的研究是最著名的研究之一（Johnson，1976 年）。虽然里德的研究是 IFC 研究的一个转折点，但应该注意的是，大多数变量是在五到十五年的时间间隔内测量的，并且直到 1955 年，只将银行的存在视为国际金融中心规模的指标。随后的研究通过探索新的数据来源、关注 IFC 的子集或更为有限的时间段，扩展了里德的工作。表 1 总结了这段经济/金融历史中最相关的文献，详细介绍了每项研究的数据来源、时间和地理范围。

表 1 关于国际金融中心的文献汇总

Title	Author(s)	Date	Data source(s)	Time coverage	Geographical coverage	Actors
The formation of financial centers: a study in comparative economic history	Charles P. Kindleberger	1974	Qualitative analysis	Late 19th century to 1973	UK, France, Germany, Italy, Switzerland, Canada, US	Primarily banks
Panama as a Regional Financial Center: A Preliminary Analysis of Development Contribution	H. G. Johnson	1976	The World Bank Memorandum on Panama (July 1972), Statistics from National Banking Commission	1960-1971	Panama City	All financial services
The Preeminence of International Financial Centers	H. C. Reed	1981	Randy McNally International Bankers Directory, The Bankers Almanac and Yearbook, IMF's International Financial Statistics	1900-1980 (10- to 15-year intervals)	76-80 cities across the globe	Banks
Trends in the growth of Japanese international banking in Western Europe	F. N. Burton, F. H. Saelens	1983	The Banker, Feb and Nov. 1981	1970-1981	Western Europe	Japanese Banks
A financial history of Western Europe	C. Kindleberger	1984	Qualitative analysis	1272-1957	Western Europe	All financial services
Banks and the world's major financial centres, 1970-1980	S.-R. Choi, A. E. Tschoegl, C.-M. Yu	1986	The Banker (1971 & 81), The Banker's Almanac & Yearbook (1970-71 & 1980-81)	1970 & 1980	14 financial centres	Top 300 banks by asset
International financial centres in Asia, the Middle East and Australia: a historical perspective	G. Jones, Y. Cassis	1991	IMF's International Financial Statistics Yearbook, 1981 and 1988	1965 – 1987 (5-year intervals)	Asia, Middle East, and Australia	Banks
International Financial Centres	R. Roberts (ed)	1994	Collective volume: different data sources according to individual chapters	Varied, depending on individual chapters	Global	Varied, depending on individual chapters
Frankfurt as a Financial Centre: From Medieval Trade Fair to European Banking Centre	C.-L. Holtfrerich	1999	Qualitative analysis	1648-1999	Frankfurt	All financial services
Banks and the emergence of Hong Kong as an international financial center	C. R. Schenk	2002	Far Eastern Economic Review, The Banker's Almanac and Yearbook (1956/1966)	1950-1970 (5-year intervals)	Hong Kong	Banks
London as an International Financial Centre, 1980-2000: Global Powerhouse or Wimbledon EC2?	R. Roberts, Y. Cassis, E. Bussière	2005	Qualitative analysis	1820-2000	London	All financial services
London and Paris as international financial centres in the twentieth century	E. Bussière, Y. Cassis	2005	Collective volume: different data sources according to individual chapters	1900-2000	London & Paris	Foreign banks
Capitals of capital: a history of international financial centres, 1780-2005	Y. Cassis	2006	Different data sources depending on period which is studied, mostly qualitative analysis	1780-2005	Top 10-15 financial centres	All financial services
International banking centres: a network perspective	G. von Peter	2007	BIS international banking statistics	1984-2007	Global	Banks
The Rise of International Financial Centres after the Breakdown of Bretton Woods	E. Mourlon-Druol	2018	The Banker's Almanac, IMF's International Financial Statistics	1966-1986	Bahrain	Banks
International Financial Centres after the Global Financial Crisis and Brexit	Y. Cassis, D. Wójcik	2018	Varied, depending on individual chapters	Varied, depending on individual chapters	Top 11 financial centres	Varied, depending on individual chapters

庞大而复杂文献综述包含三大要素。首先，大多数研究提出了一个问题，即难以找到一致和可靠的统计数据。里德在 1981 年出版的书中提到了这一点（Reed，1981）；近期的研究中，Schenk 在香港案例中提到了数据收集相关的挑战（Schenk，2002）。Cassis（2006）甚至质疑对长期以来 IFC 在世界上的兴起和发展进行严格的定量分析是否是可能的。我们使用《银行家》数据库无法完全克服这些问题，因为数据库有其自身的局限性——我们将在下面讨论。然而，《银行家》数据库确实提供了时间上的一致性，允许在一段时间内和世界范围内进行比较，且颗粒度显著高于在其他来源。

其次，所有工作都强调了几个因素在解释银行和金融中心兴衰过程中的重要性：地方监管框架的演变，这些监管框架之间的竞争以及各银行如何选择，地方政治制度的稳定性，税制，货币的强度和稳定性，是否存在贸易中心，劳动力的技能，通信和技术。这些不同的变量及其演变可以为银行在特定地点开展活动提供新的机会和激励。

第三，不同的文献对金融或银行中心的排名大不相同。一方面，它们在定义中心是本地、区域还是国际范围方面存在差异，另一方面，在用于得出排名的变量方面也存在差异。例如，Reed（1981）使用了几个变量（包括但不限于：当地银行总部、外国银行办公室、外国金融资产），而 Choi 等人（1986）使用世界前 300 家银行在各地区办公室的数量。对中心进行排名的另一种方法是分类型。Jones（1991）定义了三种类型的中心：A（次区域）、B（区域）和 C（全球）。《银行家》数据库允许我们根据一个一致的衡量标准对银行中心进行排名：总资产。

总的来说，研究 IFC 面临的挑战是，很难找到广泛涵盖以下三个分析维度的数据：时间、空间和参与者。因此，许多研究放弃了三个维度中的一个或多个。首先，研究者在使用“国际金融中心”一词时，通常只提及银行和银行中心，这一表达似乎更加局限。在这些中心发挥重要作用的其他参与者，如保险公司、投资基金或信用评级机构，不包括在本定义中。这可能是因为几乎不存在跨越数十年、涵盖构成金融中心的所有参与者的数据源。卡西斯（2006）明确质疑对 IFC 的长期定量分析，正是出于这个原因。因此，许多研究侧重于银行业作为整个国际金融中心的代理。

主要关注银行业使我们能够更广泛地反思在金融中心演变过程中发挥作用的结构性力量。熟练劳动力的存在、东道国政治制度的稳定、监管框架等因素对银行业和其他金融服务业都同等重要。此外，一个银行中心一般也会同时提供其他金融服务。银行业在经济发展中处于核心地位，了解银行中心的形成能够为了解国际金融地理提供重要见解。因此，银行业是国际金融中心文献中无法避开的起点。

其次，着眼于相对较长时间跨度的研究实际上大多是比较一系列相距遥远的快照，而不是分析连续的时间序列数据。例如，Choi 等人（1986 年）表示，他们正在研究整个十年中 IFC 的演变，但他们分析的数据来自这十年的第一年（1970 年）和最后一年（1980 年）。由于缺乏可用的连续数据，研究人员经常进行这种类型的“时间胶囊”分析。《银行家》数据库通过使用自 1970 年以来更高频率数据点的时间序列克服了这一问题。

第三，当研究较长时间序列并使用连续数据时，他们的地理覆盖范围是有限的。一些研究人员特别对某一个金融中心进行了深入分析（Holtfrerich，1999；Johnson，1976；Schenk，2002；Roberts 等，2005），而另一些研究者则选择了少数中心（Bussière 和 Cassis，2005），还有一些研究者侧重于特定地区（Burton 和 Saelens；1983，Kindleberger，1984；Jones 和 Cassis，1991）。《银行家》数据库也克服了这一局限，因为其地理覆盖范围不限于一个国家或地区，而是包括整个世界。

根据《银行家》对贷款商业银行的排名创建的新数据可以从时间和空间两个维度进行分析。覆盖全球范围内 52 年的数据，但数据仅适用于银行。

3、方法

3.1 数据库创建

该数据库是根据《银行家》创建的全球顶级商业贷款银行排名构建的，该杂志是英国一家专注于国际金融事务的月刊。这一排名始于 1970 年。1996 年至 2022 年的排名被数字化，并在网上提供给《银行家》用户。该日期前的排名仅在印刷版《银行家》中提供。

为了将 1996 年之前的将数据数字化，我们拍摄了《银行家》排名页面的照片，对这些图像进行了预处理，使其更具可读性，并通过开源光学字符识别（OCR）算法运行。这种基于机器学习的算法从图像或扫描文件中“读取”字符，并将其转换为数字格式（即电子表格）。

然后，我们清理了数字化数据，并合并了所有可用年份的排名。我们通过随机对照方法检查了通过该方法进行数字化的所有年份（1970 年至 1976 年、1979 年、1982 年、1985 年、1988 年、1993 年和 1994 年）OCR 算法的准确性。该算法对数字字符的处理非常准确，但字母字符（如银行名称、银行总部位置）中存在一些错误，我们进行了手工修复。

由于时间限制，有些年份没有数字化。本文中缺失年份的数据是可用的两个最近数据点的平均值。数据库将逐步对缺失年份进行完善。

3.2《银行家》排名方法

《银行家》排名的目的是衡量和比较世界各地银行的财务实力。多年来，该排名得到了扩展，其方法得到了改进，从而提高了跨国可比性。

1970 年至 1979 年间，该排名包括 300 家银行。1980 年增至 500 家，1989 年增至 1000 家。如今，《银行家》仍包括全球 1000 家顶级银行的排名。为了便于跨年度比较，我们的分析仅基于所有排名中的前 300 家银行。

“银行”的定义是“从事中短期银行市场活动的机构，其资金的很大一部分来自存款”（《银行家》，1970）。多年来，参与排名的机构名单逐渐扩大。

例如，1979 年扩大到包括欧洲储蓄和合作银行，1981 年扩大到包括意大利和西班牙的财团银行和中型储蓄银行。这些变化是为了适应银行性质的变化和从事银行运营活动的机构种类的扩张。

银行是根据其在会计年度结束时的资产总值进行排名的。为了更好地捕捉银行的真正中介功能，抵销账户不包括在其中。然而，《银行家》警告称，并非所有银行都报告其抵消账户，因此报告的数据可能不完整。此外，《银行家》警告称，其排名不应被视为一个准确的记分牌，因为它是基于银行自己的报告，而且各国之间的会计实践可能存在差异。这就是为什么我们专注于分析数据库中的趋势，而不是给定时间的精确值。在随后的排名中，尽可能多地使用美国会计惯例，因此跨国比较可能比早期的排名更准确。

排名中还包括越来越多的变量。在本分析中，我们仅使用总资产，因为它是所有排名中最一致的可用数据。

最后，我们构建的数据库存在两个局限性。首先，有些年份仍然缺失，因为我们无法将 1979 年至 1996 年间的所有年份都数字化。其次，仅使用前 300 家银行的阈值意味着，任何下降到 301 家的银行都将不包括在统计数据中，因此可能会产生一种人为的变化。

4、全球分布

本节着眼于世界前 300 家银行的全球分布，以便更好地了解国际银行中心地理位置的演变。

4.1 前 300 家银行的总资产

图 1a 各国拥有的世界前 300 家银行总资产，前 20 个国家（万亿美元）

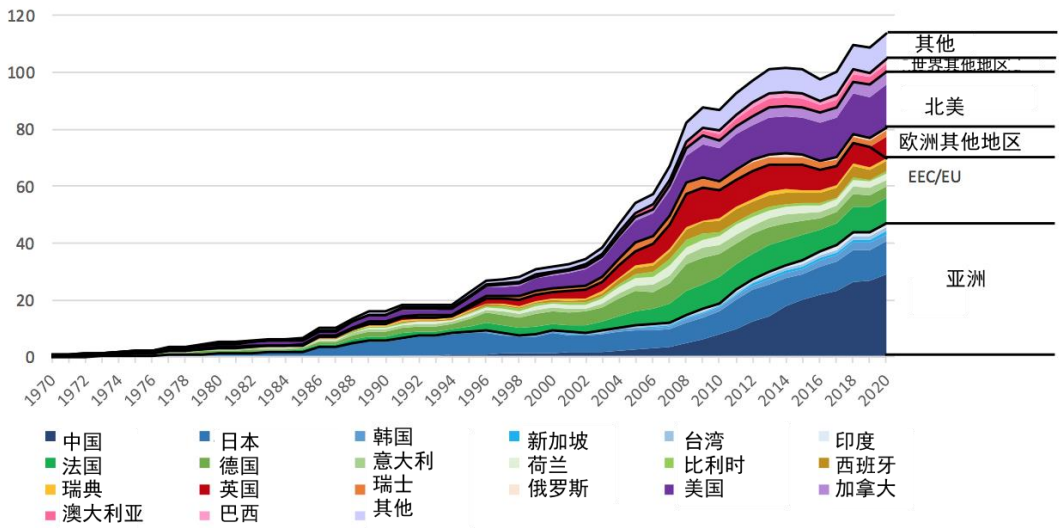
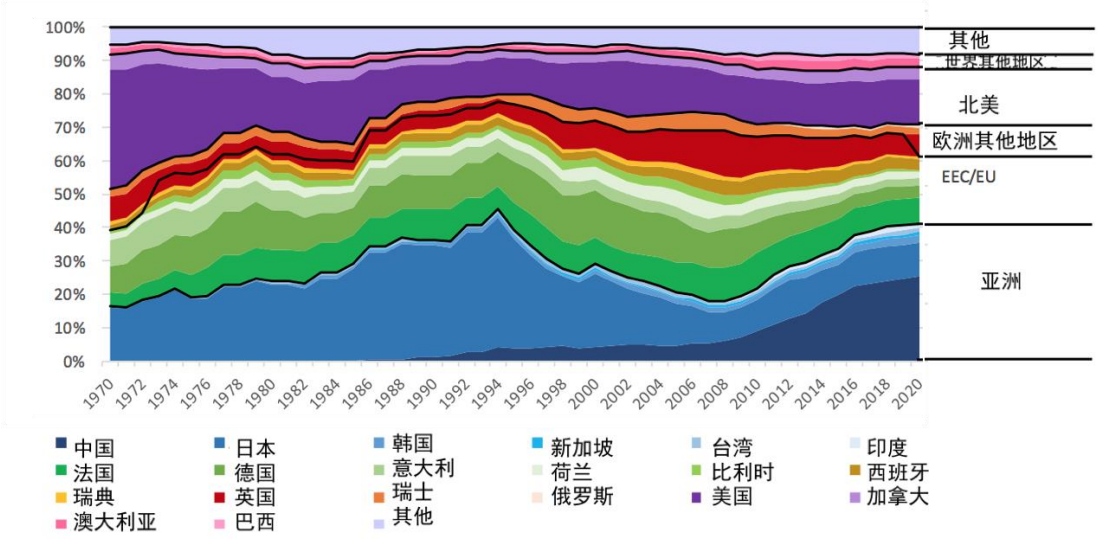


图 1b 各国拥有的世界前 300 家银行总资产相对权重，前 20 个国家（万亿美元）



资料来源：Bruegel，基于《银行家》。

注：“世界其他地区”包括非洲、大洋洲和南美洲的国家。“其他”包括其他所有拥有排名前 300 位银行的国家，但根据 1970-2020 年期间总资产平均值，这些国家不在前 20 位。

世界前 300 家银行总资产按国家的全球分布突出了自 1970 年以来国际经济关系演变中的几个关键变化，可以简单总结如下：

•日本银行业在 20 世纪 80 年代后半期崛起，并且在中国崛起之前一直处于世界领先地位；

•中国从 2000 年代下半年开始崛起；

•2008 年金融危机导致全球经济暂时放缓；

•英国从 20 世纪 90 年代中期开始崛起，尽管此前伦敦已经是世界领先的国际金融中心之一；

•欧洲银行业务相对过剩（尤其是 2008 年，此后有所下降）；

•银行中心围绕三个区域重新划分：亚洲、北美和欧洲；

4.2 各国拥有前 300 家银行的总资产，按 GDP 进行标准化

图 2 显示了按 GDP 进行标准化的数据。这一比例带来了不同的视角，突显了全球前 300 家银行中一些银行与其所在国的 GDP 规模之间的不均衡。因此，一些小国家出现在图 2 中，但没有出现在图 1 中：如列支敦士登、爱尔兰、丹麦、巴林和约旦。

图 2a 各国拥有全球前 300 家银行的总资产，按 GDP 进行标准化，前 15 个国家+美国

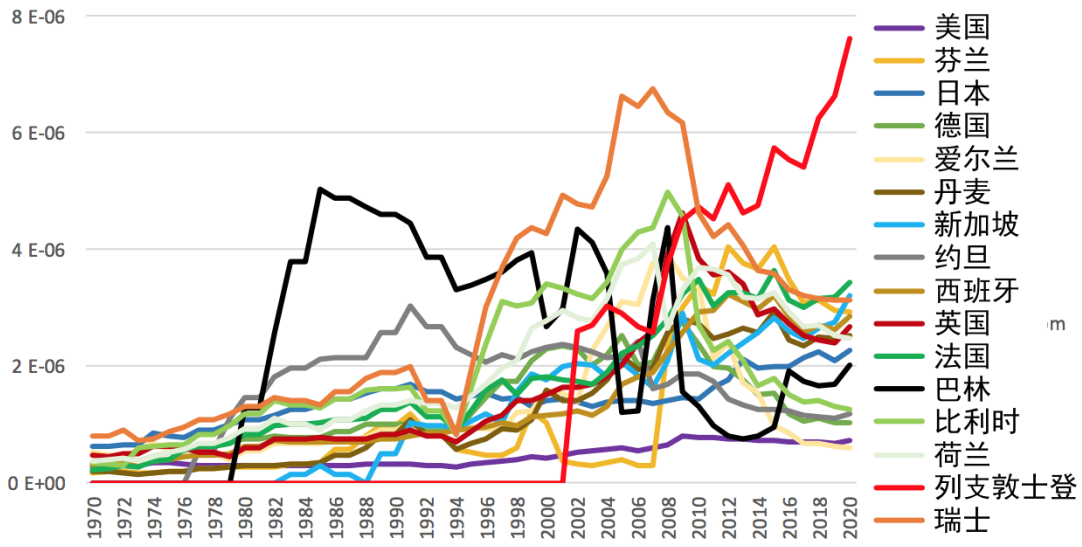
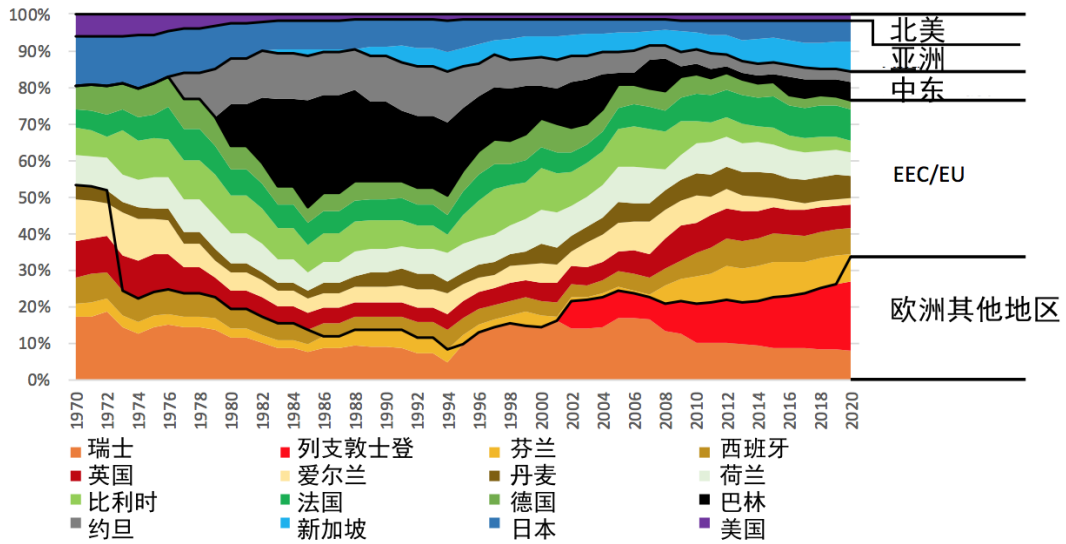


图 2b 各国拥有全球前 300 家银行总资产的相对权重，按 GDP 进行标准化，前 15 个国家+美国



资料来源：Bruegel，基于国际货币基金组织和世界银行（GDP），《银行家》（资产价值）。

注：根据 1970-2020 年期间按 GDP 标准化的总资产平均值，排名前 15 位的国家。注意，伊拉克包含在前 15 名中，但由于 1991 年左右的海湾战争，GDP 突然下降，从而产生了异常值，并扭曲了图表解释，因此被剔除。由于剔除伊拉克，芬兰（第 16 名）被包括在内。

巴林的银行业的发展尤为突出，特别是在 20 世纪 80 年代和 90 年代出台鼓励设立离岸银行单位的新立法之后。这成功地吸引了许多新的银行来到这个国家。新加坡同样是一个小经济体，但却是一个著名的国际银行中心。阿曼（约

旦）是中东最大的金融机构之一——阿拉伯银行的总部所在地。其他较小的国家——丹麦和爱尔兰——是发达的西欧经济体。

图 2 还强调了监管选择的重要性（如巴林、列支敦士登、瑞士）。这方面的一个很好的例子是 2008 年后瑞士的衰落和金融保密的放松（欧盟储蓄指令，瑞银与美国司法部之间的协议），尽管如今保密程度仍然相当高（Straumann，2018）。相反，美国明显稳定在图 2a 的底部：与经济体的其他部分相比，银行业规模并没有过大。

4.3 各国拥有全球前 300 家银行的总资产，按人口规模标准化

图 3 显示了同样的数据，这次按人口规模进行标准化。这使我们能够完善相关认知，并强调前 300 家银行中一些银行与该国家人口之间存在不均衡。这种标准化表明，至少在某个时间点上，一些人口最少的国家拥有部分排名在前 300 的银行：冰岛、列支敦士登、卢森堡和巴林。

图 3a 各国拥有全球前 300 家银行的总资产，按人口标准化，前 20 个国家+美国

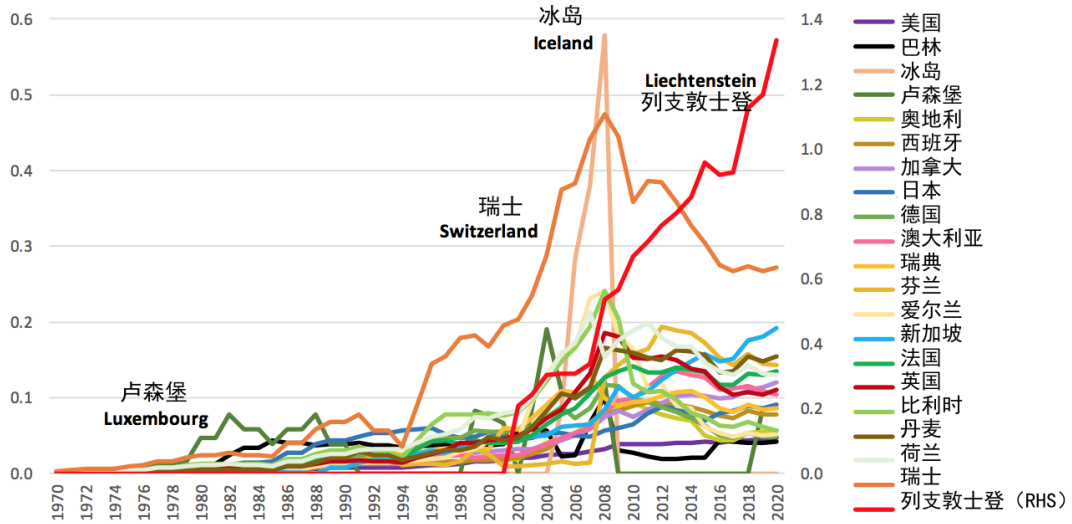
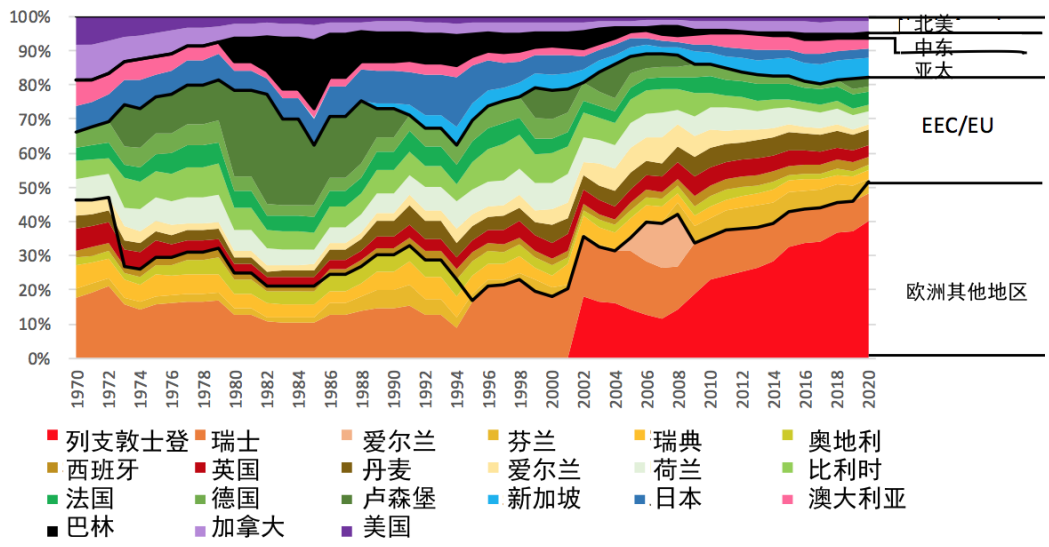


图 3b 各国拥有全球前 300 家银行总资产的相对权重，按人口标准化，前 20 个国家+美国



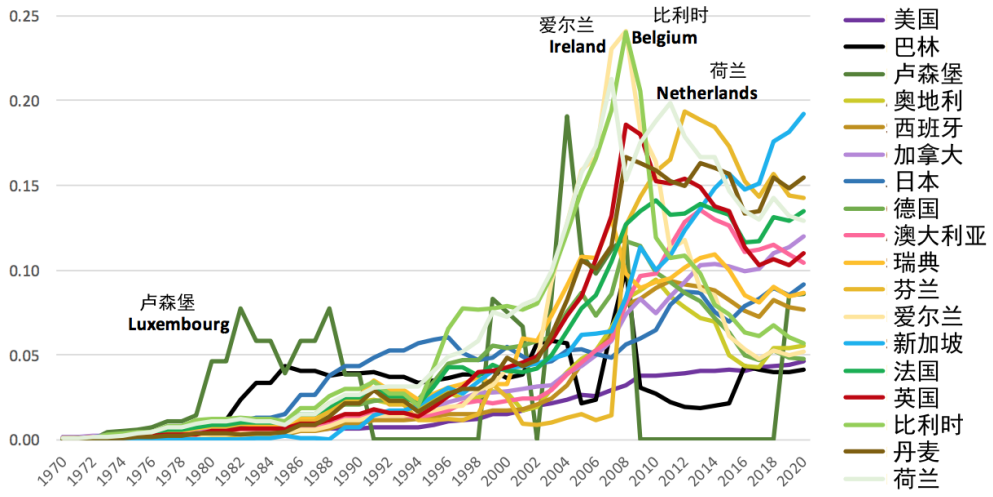
资料来源：Bruegel，基于世界银行（人口），《银行家》（资产价值）。

注：根据 1970-2020 年期间按人口标准化的总资产平均值进行排名，前 20 位的国家。

三个国家较为突出：冰岛（银行业放松监管和随后的 2008 年银行业危机能够解释 2005 年至 2008 年短短三年内，资产规模与人口脱节急剧加剧）；列支敦士登（因为 LGT 集团先进入前 300 名，随后又退出前 300 名）；和瑞士（2008 年危机和随后打击逃税）。

最后，不考虑这三个异常值（冰岛、列支敦士登和瑞士），我们可以更清楚地看到其他国家的情况（图 3c）。从 20 世纪 70 年代末到 90 年代中期，卢森堡的人口规模与其巨大的银行总资产规模之间存在着明显的脱节。卢森堡甚至是这一时期的领先离群者，因为瑞士、冰岛和列支敦士登尚未出现。

图 3c 各国拥有全球前 300 家银行的总资产，按人口标准化，（不包括冰岛、列支敦士登和瑞士）



资料来源：Bruegel，基于世界银行（人口），《银行家》（资产价值）。

注：根据 1970-2020 年期间按人口标准化的总资产平均值进行排名，前 20 位的国家。

4.4 按银行中心分的前 300 家银行总资产

国家比较本身并不反映银行中心的地理位置，即银行注册的地点（城市）。图 4a 和 4b 列出了各城市拥有的世界前 300 家银行的总资产。为了保持数据可读性，我们只关注 15 个最大的银行中心。

从 1970 年到 1985 年，前 15 大银行中心中，东京、巴黎、纽约、伦敦和法兰克福等著名城市居于前列。这反映了当时的国际经济形势，尤其是东京的崛起。

1986 年至 1994 年期间，这五个银行中心继续保持实力。世纪之交，中国的崛起显而易见，北京的崛起证明了国际经济实力向亚洲的转移。

自 2010 年代以来，一种新的地理格局已经出现，北京显然处于领先地位，而其他银行中心则落于其后。东京、巴黎、伦敦和纽约始终位列前五。在 1970-1985 年间的五个主要银行中心中，只有法兰克福已经退出，这与欧洲单一货币创立时提出的法兰克福将成为欧洲主要金融中心并由欧洲中央银行托管的说法相矛盾。

图 4a 各城市拥有全球前 300 家银行的总资产（万亿美元），前 15 个城市

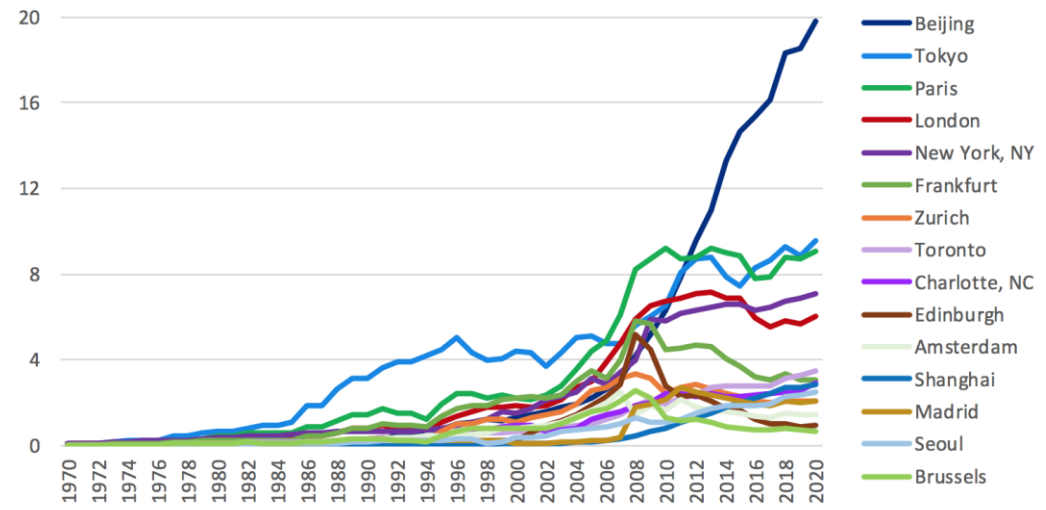
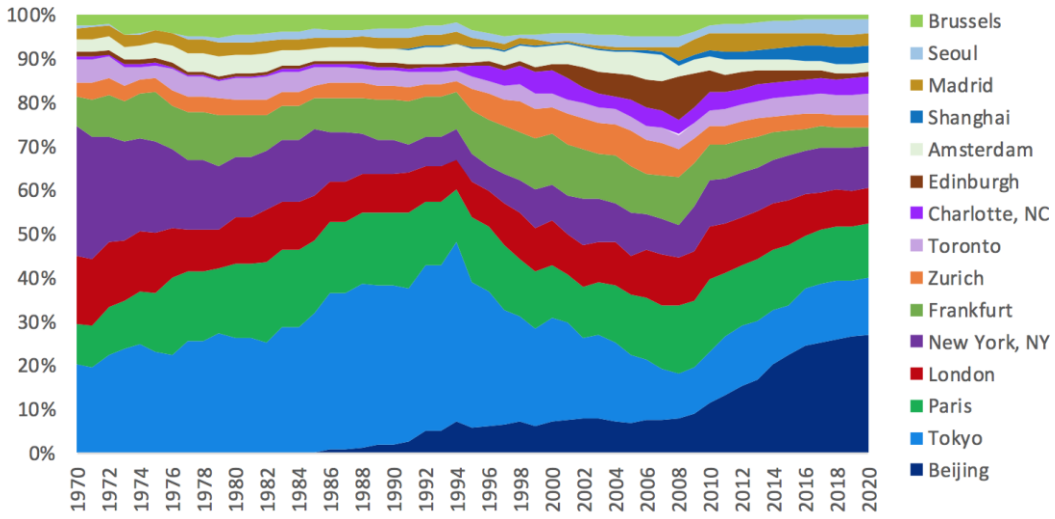


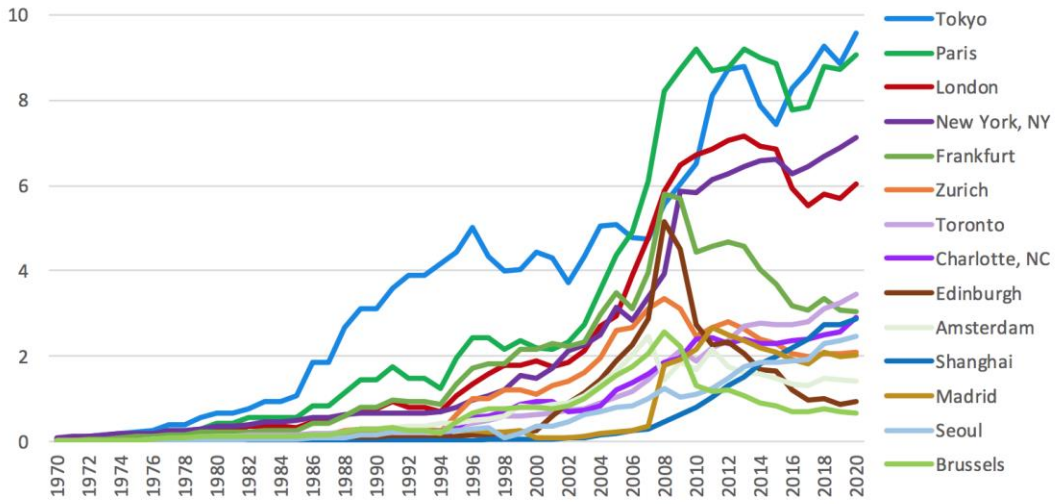
图 4b 各城市拥有全球前 300 家银行总资产的相对权重（万亿美元），前 15 个城市



资料来源：Bruegel，基于《银行家》。

注：根据 1970-2020 年期间总资产的平均值进行排名，前 15 位的城市。

图 4c 各城市拥有全球前 300 家银行的总资产（万亿美元）-（不包括北京）

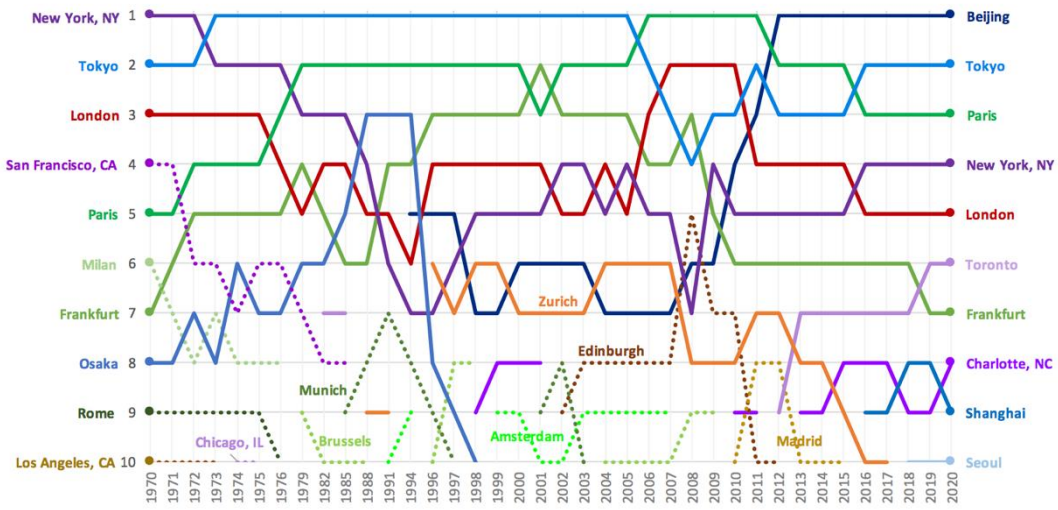


资料来源：Bruegel 基于《银行家》。

注：根据 1970-2020 年期间总资产的平均值进行排名，前 15 位的城市。

另一种研究全球银行中心地理位置变化的方法是各不同年份的城市排名（图 5）。

图 5 每年全球前十大城市排名（根据前 300 家银行排名中的资产总值）



资料来源：Bruegel，基于《银行家》。

图 5 基于全球前 300 家银行的情况，提供了对银行中心的地理和时间演变的两个主要见解。

首先，虽然实际排名有所变化，但自 1970 年以来，全球前十大银行中心中有五个从未离开过：纽约、东京、伦敦、巴黎和法兰克福。事实上，这五个银行中心甚至一直处于前七位。这突出了这些地方作为金融中心的优势，其背后

有一系列支持其运作的因素：熟练的劳动力、高度发达国家的支持以及其体制框架的稳定性。这五个中心代表世界经济最发达的三个地区，即美国、日本和欧洲。

其次，偶尔或连续几年出现在前十名中的其他银行中心，一方面突显了银行中心不断变化的全球地理位置，另一方面也显示出《银行家》数据库的局限性。新银行中心的出现也可以用世界经济的结构性变化来解释。20 世纪 90 年代中期以来北京的崛起是后者最重要的例证。再加上此后上海的崛起，这些中心出现在排行榜上突显了中国经济整体增长。这也强化了文献中提出的一个观点：银行中心的蓬勃发展需要强大的国民经济的支持。至于该数据库的局限性，一些城市的出现或消失与《银行家》对世界顶级银行进行排名的事实有关：一旦一家大银行从一个原本“小”的银行中心迁出，该银行中心就会从排名中消失。例如，1973 年后，洛杉矶从前十名中消失，因为第一西方银行掉出了前 300 家银行并退出了《银行家》排名（第一西方银行于 1974 年被劳埃德（英国）收购）。大阪的情况与此类似。1970-1998 年间，大阪拥有三家顶级银行：住友银行、三和银行和大和银行。1995 年，三和银行在《银行家》排行榜上高居榜首，但由于其业务转移到东京，以及后来在 20 世纪 90 年代的动荡之后日本银行业的整合，该银行不再将大阪作为其中心，这解释了大阪从世界顶级银行中心完全消失的原因。相反，尽管夏洛特只有一家总部设在那里的银行：美国银行，但它仍在排名中。美国银行设立在北卡罗来纳州最大城市反映了支持该市成为金融中心的愿望，尽管该银行的管理层并不常驻那里的事实引发了讨论。

这种某些地区依赖某家特定银行的现象反过来加强了上述对 1970 年以来五大银行中心（纽约、东京、伦敦、巴黎和法兰克福）实力的分析。它倾向于表明，这些城市受特定银行进入或退出的影响较小。多伦多从 2012 年起进入前十名，并随后上升到前六名，这与多伦多道明银行的发展密切相关，该银行从 2007 年开始收购了几家银行。爱丁堡的兴衰反映了劳埃德银行（总部位于伦敦）于 2009 年收购了苏格兰哈利法克斯银行（总部位于爱丁堡），以及苏格兰皇家银行自 2009 年起面临的困境。从 2014 年起，苏格兰首府的特易购银行出现在排行榜上并没有弥补这些问题。20 世纪 70 年代，旧金山的排名下降，分析起来更为复杂。两家银行在合并和收购后离开了旧金山：Crocker National Corp 于 1980/81 年被米德兰银行收购（然后于 1986 年被富国银行收购）；1983/84 年，Bancal Tri-State 与三菱银行合并。但 1970-1982 年期间留在旧金山的三家银行（美国银行、富国银行和 Bancal Tri-State Corp/加利福尼亚银行）总资产的演变表明，旧金山的下降更多是由于其他银行中心（巴黎、法兰克福和大阪）的崛起，而不是加利福尼亚内总部的变化（图 6a 和 6b）。

图 6a 1970-2020 年选定城市总资产（万亿美元）

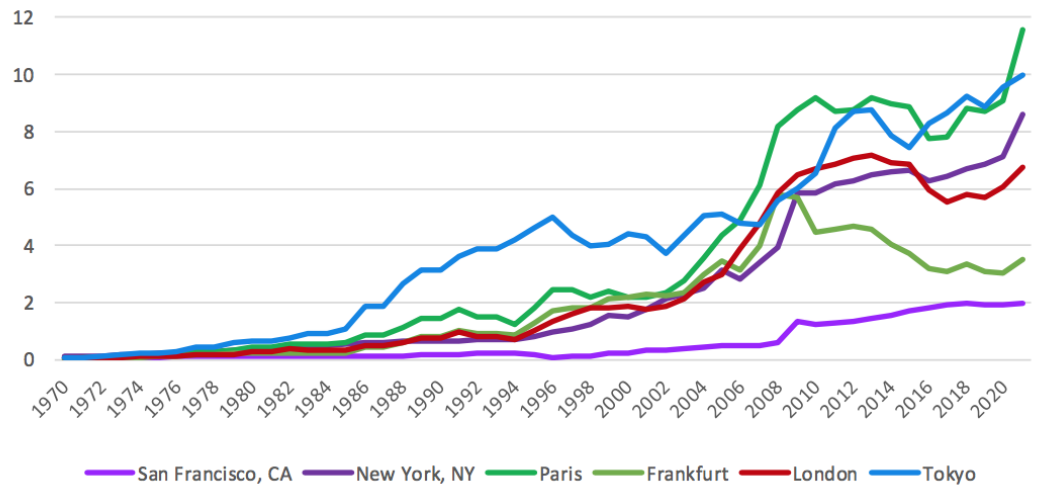
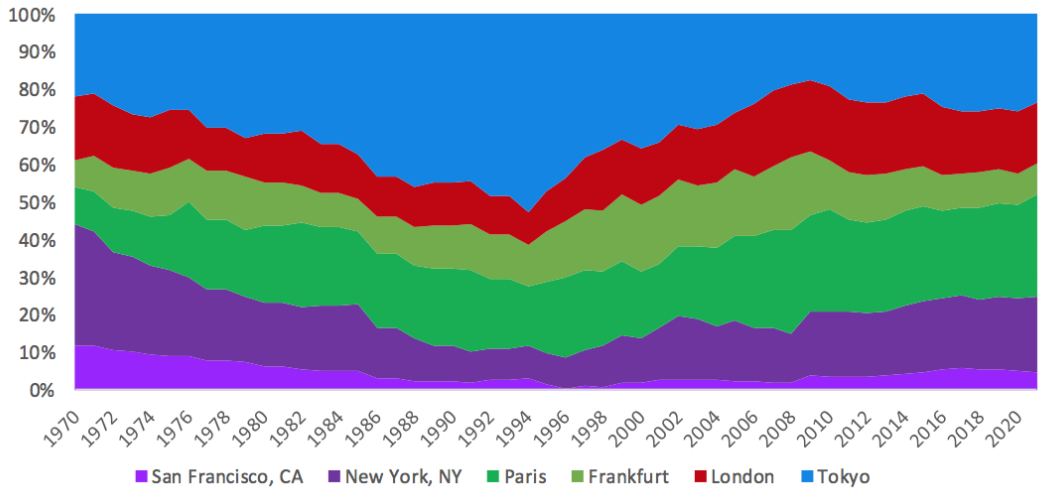


图 6b 1970-2020 年选定城市总资产相对权重（万亿美元）



数据来源：Bruegel，基于《银行家》。

2008 年金融危机对排名的总体影响相对较小。从 2008 年到 2010/2011 年左右，总资产的总体下降趋势较为明显。然而，2010 年代确认了北京和东京的领先地位，这两个城市在这一时期持续增长。2010 年代见证了首尔、上海和印度（孟买成为其最大的金融中心）的崛起（后者反映在数据中，但没有反映在图表中），这证实了区域活力。

最后，仅关注最新数据，自 2020 年以来，北京成为世界上最大的银行中心。巴黎位居第二，紧随其后的三个城市是纽约、伦敦和东京。尽管英国和美国的城市传统上被视为世界领先的中心，但纽约和伦敦的却居于北京和巴黎之后，突显出我们的数据集更偏向于银行业，而不是更广泛的金融业。同样的偏差有助于解释香港和新加坡没有跻身顶级银行中心的原因。北美被分为四个银行中

心，其中美国有三个银行中心（纽约、夏洛特和旧金山），其次是加拿大的多伦多。巴黎和伦敦在欧洲排名中独占鳌头，紧随其后的四个城市是：法兰克福、苏黎世、马德里和阿姆斯特丹。Kindleberger 曾预测，随着欧洲一体化的深化，布鲁塞尔可能会成为领先的国际金融中心，但它目前仅处于边缘地位。

5、从 1970 年以来的前 300 家银行的情况来看，我们可以知道什么？

考虑到数据集（世界前 300 家银行）的特殊性，一些重要元素值得关注。

首先，一个国家的经济重要性、人口规模和其是否成为银行中心没有天然联系。在某些情况下，这种联系得到了确认——即我们观察到的富裕发达国家的城市，自 1970 年以来，这些城市一直位于世界银行业中心的前七位：纽约、伦敦、巴黎、东京和法兰克福。但在许多其他情况下，这种联系并不存在，尤其是在离岸中心和避税天堂。

第二，法律框架在影响排名中的作用是有限度的。的确，巴林的快速发展源于其关于离岸银行部门的立法，瑞士、列支敦士登和卢森堡（仅举几例）排名靠前的原因是监管松懈，而 20 世纪 60 年代以来欧洲市场的发展促进了伦敦作为国际银行中心的进一步发展。然而，通过具体立法并不能保证特定城市出现在排名中：黎巴嫩在 1960 年代和奥地利在 1980 年代法律框架的变化并没有导致贝鲁特和维也纳提高金融中心排名。另一个重要的资格来自并购，这导致了不同城市排名的重要变化。

第三，重大政策变化不一定会影响预期地理位置。这一点在欧洲尤其重要：布鲁塞尔并未因为欧洲一体化加深而成为欧洲银行和金融中心，法兰克福并未因为欧洲经济和货币联盟、欧洲货币研究所以及欧洲中央银行的建立而成为欧洲领先的银行和金融中心。我们更倾向于观察排名中的高度惯性：前 300 家银行不会通过将其总部迁至不同地点的方式对经济和政策变化做出快速反应。

第四，经济金融危机也不会影响预期地理位置。总资产价值明显下降。但这种变化相对较小：较大的银行中心地理位置依然稳固，规模较小的银行中心可能受到影响（例如爱丁堡），但这也可能与非常具体的原因有关。总的来说，经济金融危机似乎是国际银行业中心排名中的“现状”危机。

6、结论

由于缺乏长期的国际数据，以及难以界定国际金融中心包括哪些金融服务，对国际金融中心的发展和演变的研究通常有局限性。我们建议用自 1970 年以来《银行家》对全球顶级银行的排名来代表全球金融中心的重要性。这一新的信息来源说明了国际金融中心地理位置的重要变化，尤其是中国的迅速崛起。

我们建议将用人口规模和 GDP 对银行总规模进行标准化。这使我们能够发现与其经济权重相比规模过大的金融中心，突显出有利监管或地缘政治等其他

因素可能发挥的作用。我们的分析表明，银行业合并和法律框架的演变对国际金融中心地理位置的影响大于经济和金融危机。

虽然我们的数据库为研究国际金融中心的地理提供了新的信息来源，但它确实存在局限性。其中最重要的一点是，它并没有列出世界上所有银行的全部资产清单，并可能产生门槛效应，因为它严格限制在世界前 300 家银行。第二个局限是，它只代表银行业，而银行业只是构成 IFC 的众多参与者之一。因此，该数据库应与文献中使用的其他信息来源结合使用。

使用该数据库的进一步研究可以侧重于对单个银行的选址和合并进行更微观层面的分析，以及对世界最大银行所在地的总体趋势进行宏观层面的分析。

本文原题名为“Mapping Banking Centres Globally since 1970”。本文作者 Emmanuel Mourlon Druol 是 Bruegel 的客座研究员，Aliénor Cameron 是 Bruegel 的研究助理。本文于 2022 年 7 月刊于 Bruegel 官网。单击此处可以访问原文链接。

金融危机推动民粹主义：一个新渠道

Luigi Guiso, Massimo Morelli, Tommaso Sonno, Helios Herrera/文 熊春婷/编译

导读：本专栏研究表明，金融危机不仅带来严重的经济损失，还导致一系列沉重的政治代价。研究表明，全球金融危机和与之相关的大衰退是欧洲民粹主义的分水岭，它改变了人们的看法和各政党的言论。这场危机给中产阶级带来了经济不安全感，他们基本上没有受到全球化和移民冲击的影响。对现状的幻灭促使各党派以民粹主义纲领进入政治舞台。编译如下：

金融危机在新兴经济体和发达经济体反复出现。然而，除研究经济变量之外，对其造成的后果进行的研究并不多。目前关于金融危机导致的政治后果方面的研究依旧很有限，只有 Fernandez－Villaverde 等人（2013 年 a、2013 年 b）、McCarthy 等人（2013 年）和 Mian 等人（2010 年 a、2010 年 b、2012 年、2014 年）做了一些贡献。

在最近的一篇论文（Guiso 等人，2022）中，我们认为 2008 年的金融危机和与之相关的大衰退是 21 世纪民粹主义在欧洲蔓延的一个主要因素。

已有很多文章研究关于全球化和自动化所带来的影响。全球化和自动化主要是造成低技能行业的劳动者失业，这使自由民主国家的选民幻想破灭，于是他们逐渐改变了对政策的需求。例如，Rodrik（2018）将当今民粹主义的起源追溯到全球化冲击，而 Autor（2020，及其中的参考文献）、Colantone 和 Stanig（2018a，2018b）以及 Jensen 和 Bang（2017）则研究中国冲击对英国脱欧等事件的显著影响。

这类研究表明人们将金融危机视为进一步增强选民对民粹主义政策兴趣的另一个因素，而没有过多关注其影响机制以及哪个社会阶层受其影响最大——例如，见 Dani Rodrik 在 Vox 上的评论（Rodrick 2019）。

一、金融危机与全球化和自动化冲击有本质区别

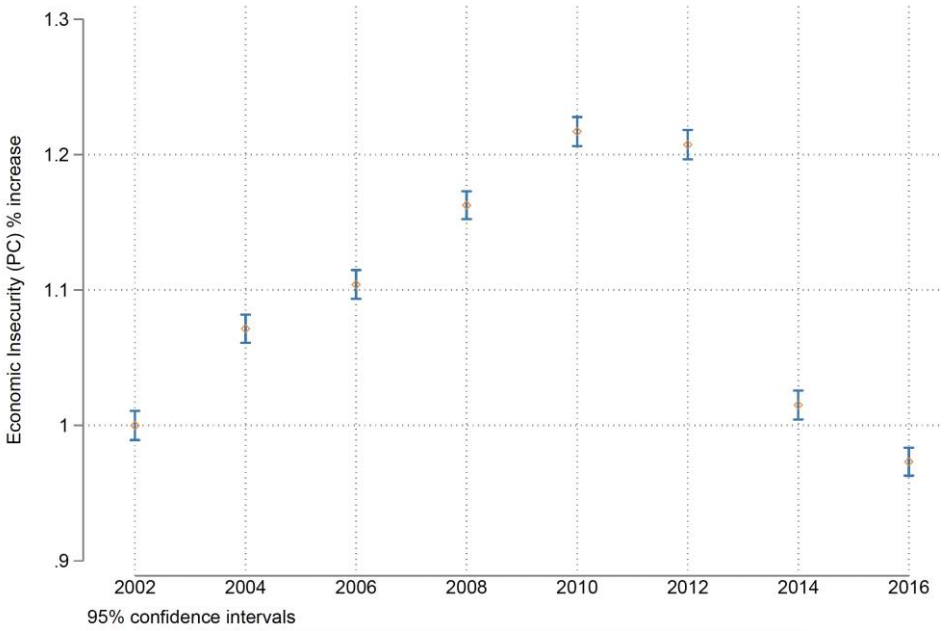
事实上，金融危机不同于全球化和自动化，后者是渐进的，或许也是不可逆转。金融危机是严重的商业周期事件——突发事件会引发更突然的政治后果，而政治后果也更加普遍。但最重要的是，尽管金融危机引发的急剧衰退会在中期内消退，但其政治后果可能比危机本身更持久。

虽然全球化和自动化产生不利影响，但毫无疑问也有有利的一面。虽然全球贸易导致蓝领工人由于外来竞争而失业或工资降低，但是全球贸易也使得消费者消费的最终商品和企业的中间投入品的价格降低。对于金融危机来说，情况并非如此。由金融危机引发的大衰退几乎没有好处——在所有选民看来，都

是不利影响。收入损失往往是严重和普遍的。因此，由经济不安全所引起的不满情绪往往更加普遍，且具有政治相关性。

图 1 描绘了欧洲社会调查（ESS）所涵盖的 28 个欧洲国家平均经济不安全感的演变情况，2002 年（第一个抽样年）该指标被设置为 1。尽管经济不安全感在金融危机爆发前的全球化进程中已有所增强，但在大衰退和欧洲主权债务危机爆发的几年时间里，这种不安全感急剧上升，随后在 2014 年危机后大幅下降。全球化和自动化是长期趋势，而不是商业周期现象，无法解释这种下降。

图 5 经济不安全感



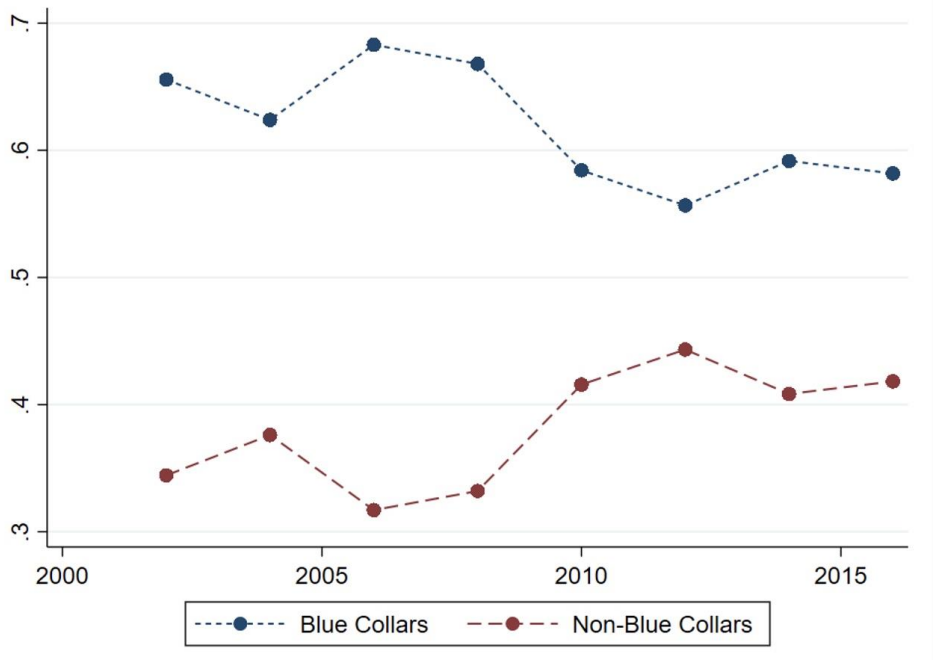
注：该图描绘了欧洲社会调查所（EES）涵盖的 28 个欧洲国家平均经济不安全感（及其 95%的置信区间）的演变。2002 年该指标被设置为 1。

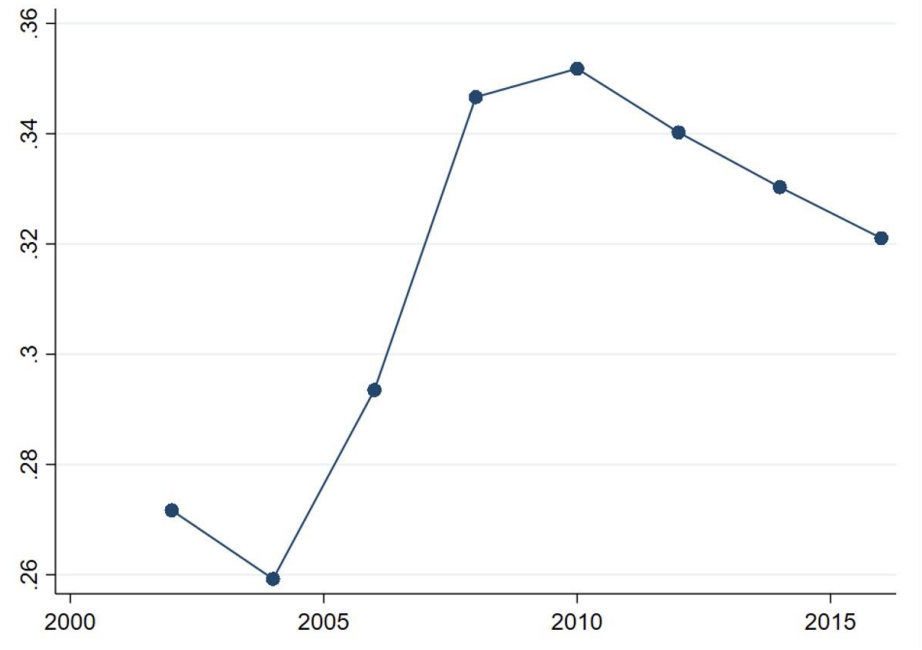
二、对中产阶级的影响

2008 年金融危机爆发后，受全球化冲击影响程度较小的群体也遭受了严重的经济不安全感。图 2 面板 A 显示了样本数据中每年遭受严重经济不安全感的人群里（即经济不安全感指数在前 25%）蓝领和非蓝领所占的比例。金融危机之前，在全球化浪潮中，蓝领工人在严重经济不安全感的人群中占主导地位（平均为 66%）；在 2008 年危机之后的几年里，非蓝领工人的比例大幅增加，比金融危机前增加了 8 个百分点以上。面板 B 显示，金融危机也导致中产阶级遭受严重的经济不安全感（人们通常将收入处于 50%的中间人群定义为中产阶级）。遭受严重的经济不安全感（即处于经济不安全感的前四分之一）的中产阶级选民比例在大衰退时期迅速攀升。因此，金融危机不仅增加了危机前已受

全球化影响的社会阶层（通常是处于收入分配最底层的蓝领和低技能工人）的经济不安全感，而且还影响了受全球化保护的人口阶层。

图 6 经济不安全感：蓝领工人和中产阶级





注：图中面板 A 描绘了在我们的样本年份中，经济不安全感最高的四分之一中，蓝领和非蓝领的比例。图 B 显示了在每个国家中，处于收入分配中间 50%的人口所占的份额。

三、借款约束是关键

重要的是，对于企业和家庭都严重依赖金融这样的西方发达经济体来说，金融崩溃尤其难以应对。在这些经济体中，缓冲收入冲击的一个重要机制——市场借贷——因为金融市场不再平稳运行而受到阻碍，金融约束变得更紧张。此外，危机造成的资产价格下跌使工人积累的预防性储蓄变的一文不值，这也削弱了他们应对经济不安全的能力。

我们的主要观点是，欧洲金融危机造就了新的失望的选民阶层（即中产阶级）。金融危机引发的经济不安全感对选民对政党的信任、投票率和投票选择产生了因果影响。我们还观察到了弃权人数在增加，尤其是那些尚未受到全球化沉重打击的人。

四、因果关系

金融危机对那些更多地依赖借贷来缓冲收入冲击、管理经济不安全的人的伤害最大。金融危机削弱了依赖信贷的人的借贷能力，这些人往往也属于中产阶级，从而大大扩大了寻求保护并怀疑现存经济治理体系能否保护民众利益的选民群体。反过来，个人对借贷的依赖程度取决于年龄－收入曲线的斜率：曲线斜率越大的人越依赖借贷来平滑消费，这使他们更容易受到金融冲击的影响。

在我们的伪面板分析中，欧洲社会调查（ESS）中不同时期和不同国家的受访者的职业构成不同，不同职业的年龄－收入曲线显著不同。因此，不同的职业对金融危机表现出不同的敏感性。利用收入曲线斜率的异质性，我们构建了一个转移-份额工具，其中转移者是影响整个国家的总体经济冲击，份额是序列中的加权平均敏感性，它决定了每个序列的敏感性。

这三个方面对选民行为的影响都是相关的：经济不安全感增加一个标准差，则（一）支持民粹主义的投票增加 7 个百分点，约为样本平均值的 94%；（二）投票率下降超过 8 个百分点（约为样本平均值的 10%）；（三）对政党的信任度下降高达样本平均值的 35%。

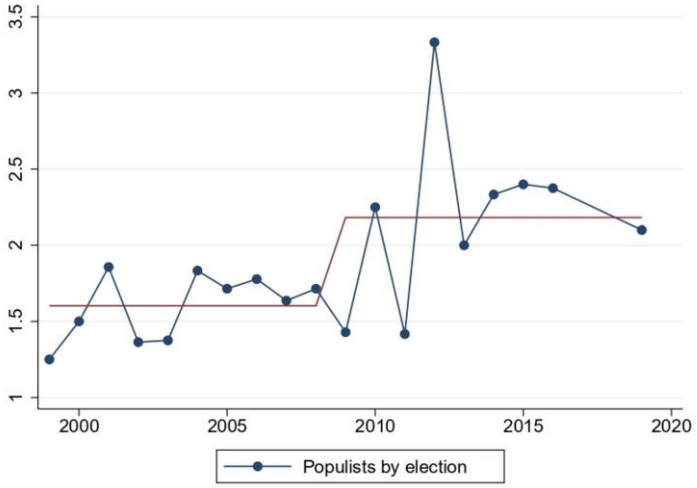
五、供给侧的证据

我们的分析表明，金融危机扩大了失望的选民群体，促使各政党通过给失望的选民提供新希望——一个简单可监测的保护——来进入政治舞台。事实上，这一时期也是欧洲各政党进入政治舞台和发生转变的时期。

图 3 绘制了截至 2008 年和大衰退开始以来参选的民粹主义政党的平均数量。很明显，就参选的民粹主义政党的数量而言，大衰退是一个分水岭。直到 2008 年，参加选举的民粹主义政党数量约为 1.7 个，没有明显的变化趋势。在 2008 年之后的几年里，参加选举的民粹主义政党的平均数量跃升至 2.4 个——比危机

前的平均水平增加了 33%——并 2012 年的选举中达到峰值。金融危机似乎再次成为民粹主义政党参选数量发生结构性变化的原因。

图 7 民粹主义政党



注：图中显示了参加选举的民粹主义政党的数量（蓝线）和平均数量（红线）。

本文通过研究欧洲民粹主义政党数量的动态变化，包括研究所有欧洲政党的宣言，并将长寿政党（在金融危机前后均存在）与那些因金融危机消失或诞生的政党区分开来，证实许多老政党的退出和新民粹主义政党的进入，以及许多政党转变成为民粹主义者，都是发生在金融危机之后。

六、结论

我们认为，金融危机是一个转折点，它从政党数量的需求和供给方面改变了欧洲的政治局面。自危机以来（即 2014 年之后），民粹主义在欧洲持续存在的事实表明，它通过改变人们的观点和各方的言论，造成了结构性的突破——一个很难恢复的临界点。这股民粹主义浪潮是否会永久地改变欧洲的政治格局还有待观察——对过去历史事件的研究表明，不排除存在这种可能性（Funke 等人，2021 年）。

本文原题名为“Financial Crises as Drivers of Populism：A New Channel”。本文作者是 Luigi Guiso, Massimo Morelli, Tommaso Sonno, Helios Herrera。Luigi Guiso 是 Einaudi 经济与金融研究所的住房金融部门的教授，也是 CEPR 的研究员。Massimo Morelli 是 Bocconi 大学政治学和经济学教授，美国经济理论促进会研究员，主要研究领域是博弈论、机制设计、政治经济学、治理制度、发展经济学、行为学和经济学。Tommaso Sonno 是 Bologna 大学经济学助理教授，并在 Bocconi 大学和约翰霍普金斯大学高级研究院担任兼职教授，主要研究领域是国际经济学和政治经济学。Helios Herrera 是 Warwick 大学经济学教授，新 CEPR 政治经济学（POE）项目主任，主要研究领域是是政治经济学。本文于 2022 年 7 月发表于 VOX EU 官网。单击此处可以访问原文链接。

气候变化对主权债务的风险：综合评估模型如何帮助我们理解

Stavros Zenios 文 徐懿凡/编译

导读：有证据表明，主权债务市场如在定价时将气候影响考虑在内，可能会导致气候-债务恶性循环。然而，气候风险对财政稳定的影响不如气候风险对金融稳定的影响大。本专栏讨论了如何将综合评估模型与随机债务可持续性分析结合起来，以帮助我们理解主权债务的气候风险。在一个意大利的案例研究中，引入气候风险会导致债务动态恶化，风险溢价非线性增加、陷入恶性循环。编译如下：

近十年需要大胆（且代价高昂）的气候政策，但与此同时，主权债务已经达到二战以来的制高点。新冠疫情期间央行采取了前所未有的干预措施避免了债务危机，但仍有人担心，气候变化将会危及各国偿还疫情债务的能力（Dibley et al.，2021）。这些担忧触及到 Greta Thunberg 于 2019 年在联合国提出协议时的假设核心，是 Kotlikoff 等人（2021）的建议。

“既然我们不指望你们会依道德行事，那就让我提议贿赂你们以拯救地球。在全球范围内征收高碳税，但同时削减其他税收，这样总的来说，你们会过得更好，而我们和子孙后代将会为弥补你们的赤字支付更高的税收。”

但考虑到气候变化对债务的影响，Greta 和同伴们还能偿还他们所继承的债务吗？

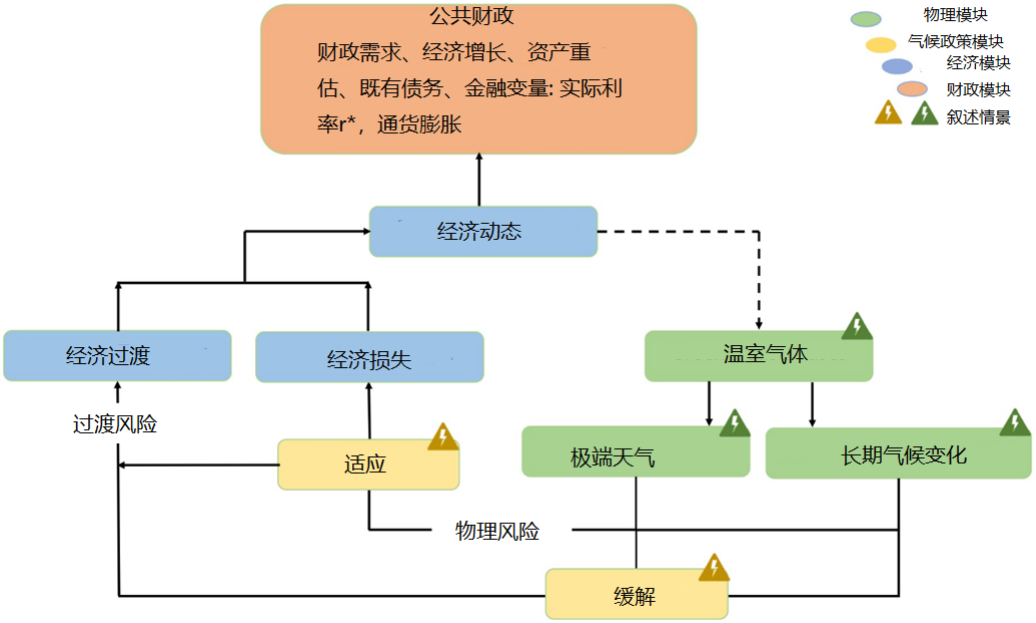
CEPR 文集（Di Maruo，2021）提供了“对过去十年关于气候变化对经济影响研究演变的迷人见解”。气候风险对金融稳定的影响仅次于碳定价和绿色金融。气候风险对财政稳定的影响则较少受到关注，只有 Persaud（2021）的工作涉及到债务问题。2019 年对欧盟国家财政委员会的一项调查发现他们的定量分析框架中没有涵盖气候风险。自《巴黎协定》以来的谷歌趋势搜索中，“气候风险+金融”的平均指数是 92，“气候风险+财政”的平均指数为 36。谷歌学术列出了 194 万关于前者的研究，关于后者只有 30 万条。认识到即将面临的挑战，欧洲财政委员会最近要求对财政规划受气候变动的影响进行全面评估（Thygesen et al，2022）。

在 Zenios（2022），我建议利用气候风险和债务可持续性分析（Debt Sustainability Analysis，DSA）方面的进展形成整体观点。结合气候分析的叙事情景（《气候变化 2014》）和随机 DSA 情景树，我认为我们可以将 Nordhaus 开创的综合评估模型（Integrated Assessment Models，IAM）与 DSA 联系起来，以帮助我们理解气候对债务的影响。

从气候变化到主权债务的渠道

气候通过多种渠道影响主权债务：经济增长、急性或慢性损害、以及低碳转型的成本（见图 1）

图 8 从气候变化到公共财政



让我们看看影响的大小。Tol（2014）的一项元分析发现气温上升 5℃可能会对世界 GDP 产生 3%-15%的负面影响，如果气温上升 2.5℃，负面影响将为 2.5%，一些地区受到的影响会更大（热带地区为 15%）。灾害损失记录在国际灾害数据库中，但随着极端事件的数量和严重程度都不断上升，根据历史经验推断会低估未来可能的损失；EM-DAT 报告称，从 1985 年到最近，此类极端灾害翻了一番。欧洲国家因恶劣天气造成的损失预计每年增加 1700 亿欧元（占 GDP 的 1.4%）。能源从化石燃料转型还将导致主权财富被重新定价，据估计，到 2050 年，价值 12 万亿美元（占资本存量的 3%）的资产将陷入困境（法国央行，2019）。

债券市场正在为气候风险定价（Cevik & Tovar-Jalles，2020），评级机构预计，气候变化将在未来几十年影响评级。Klusal 等人（2021）发现，温度升高 2℃时 55 个主权国家将面临降级，温度升高 4.2℃时 80 个国家面临降级，偿债成本随之增加。

这些零碎的信息拼凑在一起表明，不受控制的气候变化可能会促成“气候-债务恶性循环”。不断增加的偿债成本会提高气候灾害和气候政策的成本，对一些主权国家来说，这些综合的影响可能会成为严重的问题。事实上，更容易受到气候风险影响的国家，其公共债务状况也更不稳定：最为脆弱的欧盟国家平均债务占 GDP 的 133%，而最不脆弱的国家其债务占 GDP 的 78%。如果气候

成本引发了人们对该国偿债能力的担忧，那么该国信用评级就会被下调，融资利率会上升。如果气候变化降低经济增长，主权国家就会陷入债务陷阱难以逃脱。Greta 的同伴会陷入困境。

考虑气候风险的债务可持续性分析

带有气候模块的 DSA 可以评估这种困境的风险。它告诉我们一个主权国家是否能够以可持续的方式为其债务融资，或者在债务是可持续的情况下估算可用的财政空间。这些答案直指 Thunberg 假设的核心。为了评估后代是否能够偿还债务，我们需要权衡当前政策造成的债务以及气候对债务的影响。将 IAM 和 DSA 结合起来，就可以尝试结构式地解决这个复杂的问题。

Zenios 等人（2021）的 DSA 方法使用情景树来表示未来不确定的 GDP 增长、政府基本收支以及利率。债务-GDP 之比是树上的随机变量。尾部风险指标告诉我们债务是否有很大可能保持在不增长的轨道上，从而被认为是有信心的、可持续的。如果债务下降，我们就可以估算出弥补赤字的可用空间以“拯救地球”。

目前，DSA 场景忽略了气候风险，并当专家预测是可靠的、根据市场数据校准了概率的时候，扩展到中等范围。除此之外，各种情景会收敛到长期趋势，比如历史平均增长率或通胀目标。另一方面，对气候风险的分析由于深度的不确定性而变得复杂。结果可能是已知的，但可能性是未知的，而且存在模型共识缺失的说明。

但处理这种复杂性是可能的，即使精度不高。气候科学家假设世界未来可能的状态，但他们无法确定可能性，因为未来的条件取决于未知的政策路径。为了将气候风险整合到 DSA 中，我们对未来状态下 IAM 经济预测的情景树进行了校准。为了处理关于未来情况的模糊性，我们借鉴了综合评估联盟（Integrated Assessment Consortium，IAC）的工作。

IAC 开发了一种叙事场景架构（《气候变化 2014》），将大气温室气体的代表性浓度路径（Representative Concentration Pathways，RCPs）与共享社会经济路径（Shared Socioeconomic Pathways，SSPs）相结合。表 1 说明了场景架构。对于每个单元，可利用 IAM 的数量产生映射，并利用模型集合来处理模型的错误参数。

场景架构为假设分析提供了透明的世界状态。对于每个 SSP-RCP 对，现有 IAM 提供了减缓和适应成本、损害、GDP 增长和其他结果的前瞻性预测，以将气候风险纳入 DSA 中。

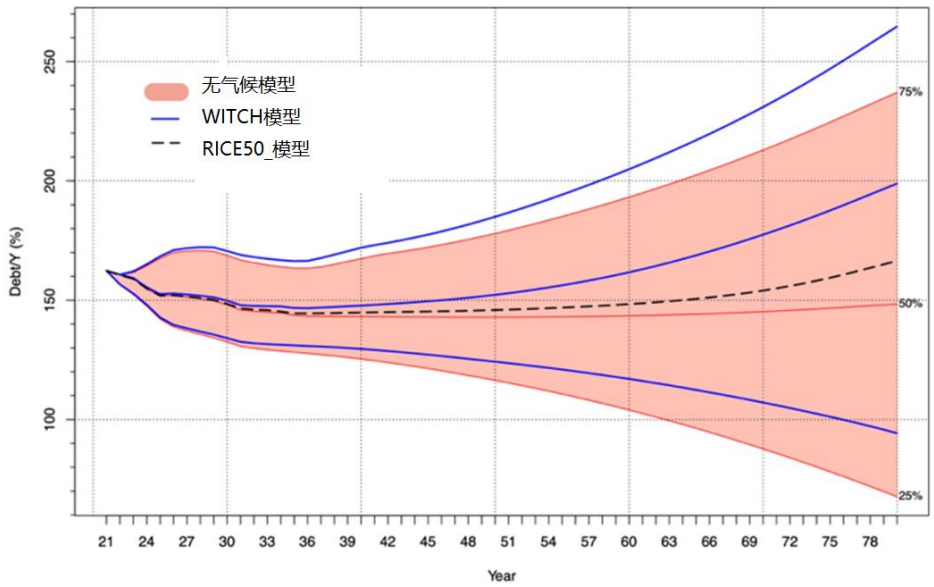
表 1 气候风险的叙事场景架构

	SSP1	SSP4	SSP2	SSP3	SSP5
RCP8.5					4
RCP6.0	6	6	6	4	4
RCP4.5	6	3	6	4 √	4
RCP2.6	6 √	3 √	6 √		3 √
RCP1.9	5 √	1 √	4 √		2 √

我以意大利为例，利用两个主要的 IAM 增长预测来展示气候对债务的影响以及错误参数带来的挑战。

图 2 使用国际货币基金组织《世界经济展望》和欧洲央行的预测，显示了无气候 DSA 情况下的 25/75 分位数的债务动态，其波动性和相关性与历史值相匹配。债务中值是稳定的，存在显著的上行风险。然后，我利用 WITCH 模型（Emmerling et al.，2016）和 RICE50+模型（Gazzotti et al.，2021）介绍了与《巴黎协定》一致的气候效应（RCP2.6–SSP2）。这两个模型都对意大利的增长进行了向下调整，我用这些预测来重新校准情景树。气候调整后的 DSA 结果叠加在图 2 的扇形图上，我们观察到不断恶化的债务动态。如果采用 RICE50+，则 2050 年影响显现，而使用 WITCH 则变化从 2030 年代中期开始显著。我们注意到本世纪中叶以后，由于不利气候影响的增加以及风险溢价的非线性增加导致的恶性循环，这一趋势正在加速。

图 9 意大利债务存量的动态变化与气候对增长的影响



气候-保卫公共财政

政府需要为应对气候变化准备公共财政政策。

➢ 气候挑战是全球性的（或地区性的），需要协调。使用场景架构的协调建模工作提供了透明度，并确保财政规划场景的可接受性。应对气候变化的公共财政网络可以发挥协调作用。

➢ 财政当局应将气候风险分析纳入公共财政的主流框架中。预算计划应包括气候损失以及缓解和适应气候变化的成本，其中包含社会成本，或许可以作为或有负债，并寻求在气候冲击期间提供财政空间的风险分担工具（Demertzis & Zenios，2019）。

➢ 财政当局应按照气候相关财务披露工作组的指引来披露其风险敞口。无论一个国家对气候变化的贡献是大是小，应对气候变化的能力都是至关重要的。

减缓气候变化不是任何一个单独国家的事。但要确保主权国家的预算状况有弹性，就得充分依靠财政稳定机制。

本文原题名为“https://voxeu.org/article/climate-change-risks-sovereign-debt”.本文作者 Stavros Zenios 是塞浦路斯大学金融和管理学教授，塞浦路斯科学、文学和艺术学院成员，布鲁盖尔商学院非常驻研究员，宾夕法尼亚大学沃顿金融机构中心高级研究员。本文于 2022 年 7 月 13 日首刊于 VOX-CEPR 官网。单击此处可以访问原文链接。

本期智库介绍

Federal Reserve Bank of New York（FRBNY）纽约联邦储备银行

简介：纽约联邦储备银行(简称纽约联储，FRBNY)，建立于 1924 年，位于曼哈顿的金融区。它是美国联邦储备系统中最重要的、最有影响力的储备银行，负责第二个储备区，在美国的金融领域占据着举足轻重的地位。它有别于全美其他 11 个地区性银行，因其位处美国金融中心，直接执行中央政府的货币政策，进行大量的外汇交易，管理美国财政部很大一部分的债务。其工作报告对研究美国经济具有重大意义。

网址：https://www.newyorkfed.org

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/

Brussels European and Global Economic Laboratory (Bruegel) 布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室

简介：布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室成立于 2005 年，是主要研究国际经济的独立、非理论（non-doctrinal）的智库。致力于通过开放、基于事实并且与政策有关的研究、分析和讨论，对欧洲及全球经济政策制定作出贡献。Bruegel 的成员包括欧盟各国政府以及一些领先的国际公司。在《2011 年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，Bruegel 在全球（含美国）30 大智库中列第 16 名，全球 30 大国内经济政策智库中列第 9 名，全球 30 大国际经济政策智库中列第 3 名。

网址：http://www.bruegel.org/

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/

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、无党派的美国智库。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/