

全球智库半月谈

美国消费者将为特朗普关税买单

墨西哥新总统能维持“AMLO 经济学”吗？

固定汇率损害发展中国家

银行的气候承诺与绿色转型

衡量气候变化造成的经济损失

哪种汇率对全球投资者至关重要？

2021-2023 年“廉价通胀”与通胀不平等加剧

注意缺口：通过财政 R-Star 衡量财政货币紧张

本期编译

廖世伟

王琬婷

熊春婷

薛懿

张高翰

张丝雨

赵元彬

（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

全球热点

美国消费者将为特朗普关税买单 6

导读：由于美国进口的很多产品都无法或很难在国内生产，因此外国供应商受到特朗普关税的影响，将提高售卖价格，进而导致美国消费者承担更高的成本。特朗普的关税政策将由美国消费者来买单。

墨西哥新总统能维持“AMLO 经济学”吗？ 8

导读：本文探讨了墨西哥新总统克劳迪娅·欣鲍姆面临的挑战，以及她是否能够延续前任 AMLO 的经济政策。尽管 AMLO 的“第四次转型”在再分配和社会福利方面取得了一些成效，但经济增长缓慢，欣鲍姆的政府可能难以在不进行税制改革的情况下维持高社会支出和财政纪律。她需要应对能源行业的衰退、潜在的经济衰退以及外部不确定性，同时通过提高生产率、吸引投资和促进竞争来实现包容性和可持续的经济增长。

经济理论

固定汇率损害发展中国家 11

导读：近几个月来，全球发展中国家出现了一系列危机。虽然这些国家各有其独特的不幸，但它们也有一个不幸的共同点：试图在经济基本面已经表明有必要改变汇率之后，仍然坚持固定汇率太久。官员们希望固定汇率以降低债务偿还成本，并保持资本品和消费品进口的低廉。然而，随着时间推移，国内价格上涨或出口需求下降，固定汇率可能会变得越来越脱离市场现实。固定汇率或人为地将货币保持在高水平往往是严重经济危机的前兆。灵活的汇率使各国能够更好地适应冲击并保持外部竞争力。

银行的气候承诺与绿色转型 13

导读：许多金融机构承诺尽量减少其在气候转型风险中的敞口。然而，将资产从高排放行业中转移，有时与支持气候转型投资的目标相冲突，因为高排放行业（如公用事业和交通运输）需要资本来投资于更环保的技术。本文分析了减少气候转型风险敞口和实现绿色转型目标之间的冲突。作者发现，几乎没有证据表明银行正在将资产转移出高排放行业，这对风险管理来说是不利消息，但对气候融资来说是好消息。

衡量气候变化造成的经济损失 16

导读：极端天气事件正在给越来越多的人和国家带来毁灭性的后果，因此量化其经济影响是非常重要的。气候相关变量的变化对经济产出的影响通常使用“损害函数”进行估计。与这些功能有关的方法和损害估计差异很大，每种方法都有其优点和局限性。这是两个专栏系列中的第一篇，探讨了损害函数的概念，强调了持续存在的不确定性以及继续对话以加深对气候引发的经济损失理解的重要性。

哪种汇率对全球投资者至关重要？ 21

导读：在这篇研究论文中，作者们深入探讨了汇率波动对全球投资者，尤其是欧元区投资者的债券资产配置所产生的影响。通过详细分析债券的持仓数据，作者揭示了美元升值时投资者如何调整其投资组合，以及他们对欧元升值的反应。研究发现，美元升值会导致投资者普遍减持各类债券，而欧元的升值则会导致他们特别减持本币债券。此外，作者

还开发了一个风险价值 (Value-at-Risk model) 模型, 以解释数据中观察到的现象, 为理解全球金融市场中的货币风险因素提供了新的视角。这项研究对于理解全球资本流动和汇率如何影响国际投资决策具有重要意义。

2021-2023 年“廉价通胀”与通胀不平等加剧 30

摘要: 本文分析了 2021-2023 年全球通货膨胀的变化及其对不同收入家庭的不平等影响。通过对英国快速消费品价格和家庭支出数据的详细研究发现, 低收入家庭面临更高的通胀压力, 特别是低价商品价格上涨速度快于高价商品, 形成“廉价通胀”现象。本文指出, 这种价格差异加剧了通胀不平等, 并且传统的通胀指数可能低估了低收入家庭实际面临的生活成本上涨。

聚焦中国

中国为提振陷入困境的经济而采取的刺激措施可能达不到预期效果 ... 41

导读: 9月下旬, 中国政府推出了自新冠疫情以来最大规模的货币刺激措施, 并表示将提供更多财政支持, 这反映出领导人在重振陷入困境的中国经济方面的新紧迫性。尽管这些声明提振了市场情绪, 但谨慎是有必要的: 在信贷需求疲软的情况下, 央行的降息和其他政策举措可能是无效的——“推绳子”, 因为在经济低迷时期放松货币政策并不总是像在经济繁荣时期收紧货币政策那样有效。此外, 到目前为止宣布的措施并没有解决中国经济中影响其增长的根深蒂固的问题, 包括北京日益将国家安全置于经济发展之上, 对私营部门的歧视, 以及财政政策的不足。

注意缺口: 通过财政 R-Star 衡量财政货币紧张 35

导读: 财政政策和货币政策之间的紧张关系最近成为宏观经济政策辩论的焦点。但它们上涨了多少呢? 通过引入一个新的财政政策 r-star 概念 (可以与货币 r-star 进行比较), 本专栏提出了一个衡量财政-货币紧张关系的新框架。根据 16 个发达经济体 140 年来的数据, 财政与货币之间的紧张关系目前处于二战以来的最高水平。人们发现, 从历史上看, 紧张关系加剧与一系列不利的宏观经济结果有关。因此, 需要采取强有力的政策行动——包括财政整顿——以帮助重建政策空间, 并缓解财政与货币之间的紧张关系。

本期智库介绍 41

美国消费者将为特朗普关税买单

Alan Wm. Wolff/文 王琬婷 / 编译

导读：由于美国进口的很多产品都无法或很难在国内生产，因此外国供应商受到特朗普关税的影响，将提高售卖价格，进而导致美国消费者承担更高的成本。特朗普的关税政策将由美国消费者来买单。编译如下：

经济学家说，家庭将对 20% 的关税平均承担 2,600 美元，白宫和副总统卡 Kamala Harris 说，家庭承担的关税将更高，接近 4000 美元，这将对最贫穷的家庭造成最严重的打击。为什么家庭承担的关税成本可能更高？谁将最终支付关税成本呢？一个原因可能是这些数字不包括国内卖家提高价格。值得探讨的问题是，谁将承担关税，以及为什么它会增加一个普通家庭的生活成本。

孩子们开始新的学年，大多数人都需要新鞋。美国几年前就不再生产鞋子了。在美国销售的所有鞋子中，大约有 96% 或更多是进口的。外国销售商知道美国人需要鞋子，如果新关税有助于他们的销售，他们的高端产品可能有足够的利润来抵消部分新关税。如果有些消费者想买高端时尚鞋，他们可能会想买周仰杰 Jimmy Choo, Dolce、Gabbana、Emporio Armani 和 Prada（我得查一下这些名字）。你可能会认为那些时装公司会愿意承担部分或全部关税。然而，那些少数买得起这些名牌的购物者肯定希望他们穿的鞋子上印上这些品牌名称，因此外国生产商没有动力降价。

更重要的是，当卖家可以在其他地方（也就是世界上大多数地方）以全价销售时，他们几乎没有理由向美国市场提供更低的价格。那么为什么要给美国消费者特殊待遇呢？证据表明他们不会这样做。在价格低、销量大、鞋子最便宜的市场中，市场竞争激烈，因此几乎没有利润空间可削减。竞争是为什么美国销售商不能简单地消化，而不得不将成本增加（比如关税将带来的成本增加）转嫁给消费者的一个重要原因。即使是零售商也无法帮助消费者，因为他们的平均利润率低于 3%，如果失去这个利润率，他们就无法支付工人的工资。所以，没有任何帮助。消费者需要支付新的关税。

现在，以西红柿为例。美国的气候不是最适合种植西红柿的，而且不是全年都适合。美国从墨西哥进口了很多西红柿。美国农业部报告声称，虽然美国的温室西红柿产量有所增长，但 2023 年，美国进口西红柿量估计占国内温室西红柿供应量的 88%。根据特朗普的计划，进口商将有新的成本，即 20% 的特朗普关税，这将提高进口番茄的价格。如果国内生产者也提高价格，他们可能不是因为贪婪，而是因为他们面临着对其未征税（未征收关税）番茄需求的增加。市场是分配供给的方式，当竞争来源变得更加昂贵时，国内番茄的售价也开始提高，直到进口番茄由于关税成本增加而变得更加昂贵后，供需双方以更高的价格达到新的平衡。

进口橙汁只占美国市场的 25%，因此或许可以从中找到些许安慰。美国是世界上最大的橙汁进口国。据推测，在征收关税之前，美国加工商已经尽可能地压低了外国果汁的价格，例如，巴西和墨西哥竞争成为美国市场的主要供应商。底线是：美国消费者不能指望外国生产商以某种方式吸收关税。

回到我们最初的返校例子，服装进口占美国消费的 98%。这是一个高度竞争的市场。特朗普的提议是对所有进口产品征收 20% 的关税（中国除外，中国征收 60% 的关税）。同样，零售商无法消化这种成本的增加。零售的利润率太低了。由于特朗普关税适用于所有国家，而不仅仅是一些国家，消费者没有办法从一个国家转移到另一个国家，也没有像目前这样的国内供应。如果习惯于网上购物，美国消费者可能会找到可以直接从国外发货的个人卖家。大量且越来越多的服装以低价值（最低限度）直接运输，免关税小件货物例外（因为海关花费大量时间和精力计算小件货物的关税，并让消费者填写大量繁文缛节的表格，这既昂贵又低效）。

那么，关税由谁承担？你，消费者，就像你知道当你在收银机前拿出信用卡时，你要支付州销售税一样。关于商品和服务的税收，每个人都非常了解这一点。

大多数美国学生都知道波士顿倾茶事件的故事。1773 年，波士顿一些勇敢的居民将英国茶叶扔进港口，而不愿为茶叶纳税。如果唐纳德·特朗普（Donald Trump）在那里，他可能会试图告诉这些爱国者，进口税是由外国生产商支付的，而不是殖民地消费者，所以不用担心。这些殖民者本不会冒着坐牢或被枪毙的危险而不纳税。但他们知道谁来付税，而不是英国茶商。

特朗普关税是一个坏政策，这个想法必须由美国消费者来买单。

本文原题为“China's continued focus on the same export-driven model is bound to hit an impasse”。作者为 Alicia García-Herrero 是法国投资银行的亚太首席经济学家，也是 AGEAS 保险集团的独立董事会成员、新加坡国立大学（NUS）东亚研究所（EAI）的非常驻高级研究员和香港科技大学（科大）的客座教授。本文于 2024 年 4 月 2 日刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

墨西哥新总统能维持“AMLO 经济学”吗？

Alejandro Werner / 文 张丝雨 / 编译

导读：本文探讨了墨西哥新总统克劳迪娅·欣鲍姆面临的经济挑战，以及她是否能够延续前任 AMLO 的经济政策。尽管 AMLO 的“第四次转型”在再分配和社会福利方面取得了一些成效，但经济增长缓慢，欣鲍姆的政府可能难以在不进行税制改革的情况下维持高社会支出和财政纪律。她需要应对能源行业的衰退、潜在的经济衰退以及外部不确定性，同时通过提高生产率、吸引投资和促进竞争来实现包容性和可持续的经济增长。编译如下：

克劳迪娅·欣鲍姆（Claudia Sheinbaum）—安德烈斯·曼努埃尔·洛佩斯·奥夫拉多尔（Andrés Manuel López Obrador，以下简称 AMLO）的政治继承人—于 10 月 1 日宣誓就任墨西哥总统。她的政党在 6 月的选举中获得了令人瞩目的票数—欣鲍姆赢得了 60% 的选票，这是近 40 年来的最高得票率—看来她的政府可能会试图在未来六年内复制 AMLO 的经济模式。欣鲍姆的隐含任务是继续支持“第四次转型”，这是 AMLO 对其广泛变革议程的称呼。这一议程的核心是一种建立在稳定、再分配和增加政府参与经济的基础上的经济战略。

这一战略在某些方面取得了成效，但也导致实际人均收入出现负增长。经济增长低于四十年来任何一位总统任期内的水平，也是过去六年中拉丁美洲最弱的增长之一。就稳定性而言，AMLO 的财政和货币政策在很大程度上与其前任一样保守。然而，在他执政的最后一年，为了确保他的政党在选举中获胜，AMLO 创造了 30 多年来最大的财政赤字——几乎是 GDP 的 6%。在他的任期内，墨西哥央行也采取了谨慎的立场，成为新冠疫情期间拉丁美洲利率降低最慢的银行，也是最后一个在通胀压力开始消退后启动宽松周期的银行。

AMLO 的再分配行为依托于两个关键支柱：增加社会支出和提高最低工资。在他担任总统期间，养老金福利和社会转移支付占 GDP 的比例增长了近 2 个百分点，实际最低工资增长了 90%。这些政策提高了劳动收入占 GDP 的比重，减少了贫困，并改善了收入分配。他的经济改革在很大程度上扭转了过去二十年的能源政策，限制了私营部门在石油、天然气和电力领域的参与，并优先考虑了相关领域国有企业的发展。在其他领域，AMLO 削弱了监管机构，造成了监管框架和税法方面的不确定性。

为了在不实施税收改革的情况下为他的再分配议程提供资金，AMLO 政府对卫生和教育等领域的支出进行了严格控制，有时甚至牺牲了诸如医疗用品和后疫情时期补救教育等关键需求，并通过加强税收执法，大幅提高了非石油税收收入。

AMLO 继承了约占 GDP 2 个百分点的预算外资金，用于支持社会支出。在 2022 年和 2023 年，高通胀对他有利，使政府能够为长期本币债务支付负实际利率。然而，欣鲍姆总统将无法获得她的前任所享有的大量政府储蓄：根据国际货币基金组织和墨西哥财政部的预算文件，2024 年财政刺激（预算中外生部

分的变化) 预计将超过 GDP 的 2.4%，而通胀再次飙升从而帮助缓解长期固定利率债务压力的可能性不大。此外，作为莫雷纳运动的道德领袖，AMLO 的预算选择几乎没有遭到反对。与 AMLO 不同的是，欣鲍姆可能需要依靠公共支出来管理党内的内部压力，这使得在不实施税收改革的情况下同时保持高社会支出和财政纪律变得更加困难。

新政府还将面临能源领域的巨大挑战。墨西哥的石油产量从 2004 年的每天 350 万桶下降到 2024 年的每天不到 200 万桶，而佩梅克斯 (Pemex) 成为全球负债最多的石油公司，油价在短期内也不太可能上涨。在电力方面，必须进行大量投资以应对亚洲制造业生产重新配置所带来的需求增长。

墨西哥的外部平衡得益于大量的汇款流入，AMLO 任期内汇款占 GDP 的比例增加了 2 个百分点。然而，在未来六年内，汇款不太可能继续以这种速度增长。

最低工资在 AMLO 大幅提高后，目前已接近墨西哥的平均工资水平，因此很难在不减少就业的情况下提高最低工资。通过社会转移支付、养老金和工资上涨进行再分配的空间也在缩小。为了继续支持再分配议程，新政府将需要通过提高投资率、增加教育和卫生领域的投资以及促进竞争来降低资本累积的过高租金，从而降低民众消费品的相对价格来提高生产力。

新总统将面临一个艰难的开端，因为墨西哥经济很可能在 2025 年陷入衰退。经济收缩的原因包括：新政府上任第一年因政策和监管变化的不确定性而导致的传统经济放缓、为使公共财政重回可持续轨道而必须进行的预算紧缩、司法改革实施带来的巨大不确定性，以及特朗普再次当选总统和重新谈判美墨加协议 (USMCA) 的可能性，这些因素对墨西哥来说都不利。最近国会通过的司法改革也可能影响中期增长，增加法律结果的不确定性，并削弱私营部门保护自己免受行政部门任意行为的能力。而特朗普连任可能会对从墨西哥进口的商品加征关税。

继续实施 AMLO 的战略而不对其进行调整可能会增加财政、外部和生产率风险，从而可能破坏欣鲍姆的再分配目标。这些风险不会在短期内显现，因为墨西哥的财政状况仍然稳健。但正如已故的鲁迪·多恩布什 (Rudi Dornbusch) 在谈到经济危机时所说，“事情发生的时间比你想象的要长，发生的速度也比你想象的要快。”

为了取得成功并避免面临金融市场压力，欣鲍姆必须转向专注于增长、生产率、财政可持续性和增加竞争的战略。如果她实施以增加财产税收入为核心的税收改革 (同时改变所得税和增值税结构)；增加私营部门对能源领域的参与，使电力领域更具活力，并修复墨西哥石油公司的财务状况；赋予反垄断委员会更大的权力；并迅速对 USMCA 进行有利的重新谈判，她的政府可以利用

墨西哥的独特地位来获得近岸的好处。这些成就将带来包容性和可持续增长，为今后几年强有力的收入再分配、减贫、实际工资恢复和经济增长奠定基础。

本文原题名为"Can Mexico's new president sustain AMLOnomics?". 作者为 Alejandro Werner。Alejandro Werner 于 1994 年获得麻省理工学院博士学位，并于 1990 年获得 ITAM（墨西哥）的学士学位。他自 2021 年 9 月起担任彼得森国际经济研究所的非驻留高级研究员，并且是乔治城美洲研究所的创始主任。他曾于 2013 年 1 月至 2021 年 8 月担任国际货币基金组织（IMF）西半球部主任。本文于 2024 年 10 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

固定汇率损害发展中国家

Douglas A. Irwin, Adnan Mazarei & Maurice Obstfeld/文 薛懿/编译

导读：近几个月来，全球发展中国家出现了一系列危机。虽然这些国家各有其独特的不幸，但它们也有一个不幸的共同点：试图在经济基本面已经表明有必要改变汇率之后，仍然坚持固定汇率太久。官员们希望固定汇率以降低债务偿还成本，并保持资本品和消费品进口的低廉。然而，随着时间推移，国内价格上涨或出口需求下降，固定汇率可能会变得越来越脱离市场现实。固定汇率或人为地将货币保持在高水平往往是严重经济危机的前兆。灵活的汇率使各国能够更好地适应冲击并保持外部竞争力。编译如下：

近几个月来，一系列危机困扰着世界各地的发展中国家。

- 尼日利亚一直在消耗其外汇储备，并面临着减少昂贵的燃料补贴的压力。
- 埃及长期面临外汇短缺问题，被迫在 2023 年和 2024 年两次大幅贬值其货币。
- 玻利维亚正处于一场重大危机的边缘。该国天然气出口下降，减少了支付进口所需的美元供应，引发了严重的国际收支赤字以及国际储备急剧下降。
- 自 2019 年以来，黎巴嫩一直处于危机之中，汇率崩溃，政府债务违约，目前出现了普遍的银行危机。
- 自 2019 年以来，斯里兰卡面临经济危机，其外汇储备蒸发，被迫拖欠外债和一些国内债务，并使其货币贬值。

这些经济压力导致了社会动荡和政治不稳定。由于生活成本高昂，尼日利亚出现了暴力和社会动荡。随着公众不满情绪增加，埃及的镇压力度也在加大。玻利维亚现任总统和前任总统之间的冲突导致了巷战和未遂政变。在黎巴嫩，政治制度已经崩溃。就在上周末，斯里兰卡选举了一位反建制的新马克思主义者为新总统。

尽管这些国家各有各的不幸，但它们也有一个不幸的共同点：在经济基本面表明有必要改变汇率之后，仍试图维持固定汇率的时间过长。

不幸的是，这种在面对市场压力时仍固定汇率的做法是一种反复出现的模式。官员们希望固定汇率，以降低债务偿还成本，并保持资本品和消费品进口的廉价。这种方法可能在一段时间内是有效的，特别是当一个国家的经济环境良好时，固定汇率制度可能会起作用。

然而，随着时间的推移，国内价格的上涨或出口需求的下降，这些固定汇率可能会变得越来越不现实，越来越脱离市场现实。高估的货币使该国的出口产品被挤出世界市场，并使进口产品与国内商品相比变得便宜。这种错误的外汇定价导致外汇储备流失，而阻止这种外流所做的努力（如进口限制和外汇管制）只会让事情变得更糟。国家不允许货币逐步贬值以进行必要的调整，而是长期抵制贬值，并将宝贵的外汇浪费在支撑其货币价值上。这使得不可避免的调整比必要的幅度更大、更痛苦。

在上述每一个案例中，这些因素都在起作用。四月，彭博社报道称：“尼日利亚正在以四年来从未见过的速度消耗外汇储备，这引发了人们的担忧，即央行在承诺允许货币更自由地浮动后，仍在消耗其美元储备以支持奈拉。”我们的同事 Alejandro Werner 指出：“在近 15 年内一直维持着 1 美元兑 6.90 玻利维亚诺的官方汇率，而且没有外汇储备来支持这一汇率的情况下，玻利维亚发现自己正处于货币危机的边缘，而当局尚未解决这一问题。”在黎巴嫩，中央银行实质上在经营一个庞氏骗局，依靠外部资金流入、大规模干预和金融工程来防止货币贬值。

造成这些问题的一个原因是，在最近的大宗商品繁荣期间出现的自满情绪。官员们享受着大宗商品出口高价带来的红利，并认为这种情况会持续下去。玻利维亚在本世纪初天然气出口的繁荣就是一个很好的例子。他们没有预期价格或资本流动可能逆转，因此非但没有平滑支出，反而花光了收入。这使得不可避免的调整更加痛苦。当前困境的其他来源包括预算失衡，以及希望通过使用昂贵的补贴来保持食品和燃料的低价。

但最终，维持高估汇率的决定几乎总是会导致问题，并且是一种反复出现的模式的一部分。埃及自 1952 年成为共和国以来，至少经历了八次危机。Agarwal 和 Mazarei 指出：“长期存在的问题是一种反复出现的国际收支（balance of payments, BOP）困难模式，这往往需要放弃固定或高度稳定的汇率，但一旦危机平息，就会恢复稳定的汇率。”

早在很久以前，经济学家 Sebastián Edwards 和 Peter Montiel 就观察到，面对不利的贸易条件冲击或不可持续的财政扩张，推迟贬值只会使最终的调整规模更大、更痛苦。避免对经济现实进行必要调整的诱惑始终存在，这意味着世界上许多国家尚未吸取这一惨痛教训。

固定汇率或人为地将货币保持在高水平往往是严重经济危机的前兆。灵活的汇率使各国能够更好地适应冲击并保持外部竞争力。通过放松对外汇储备的国际收支约束，灵活的汇率还给予各国额外的货币政策自由度，这是许多国家同时采取货币灵活性和通货膨胀目标制，并成功控制价格上涨的主要原因。在需要保护弱势群体免受粮食价格上涨影响的国家，最好是通过目标明确的补贴而不是错误定价的汇率来实现这一点。灵活的汇率可能不是灵丹妙药，但有助于不断变化的经济状况做出必要的调整。

本文原题为“Fixation with Fixed Exchange Rates Harms Developing Countries”。本文于 2024 年 9 月刊于 PIIE 官网。本文作者 Douglas A. Irwin 是 PIIE 的非常驻高级研究员，研究领域集中在贸易政策方面。作者 Adnan Mazarei 自 2019 年 1 月担任 PIIE 的非常驻高级研究员，研究重点是中东和中亚的主要经济体及其面临的长期金融和宏观经济挑战。作者 Maurice Obstfeld 是 PIIE 的高级研究员，主要研究国际经济和宏观经济。[单击此处可以访问原文链接。](#)

银行的气候承诺与绿色转型

Galina Hale、Brigid Meisenbacher、Fernanda Nechio/文 廖世伟/编译

导读：许多金融机构承诺尽量减少其在气候转型风险中的敞口。然而，将资产从高排放行业中转移，有时与支持气候转型投资的目标相冲突，因为高排放行业（如公用事业和交通运输）需要资本来投资于更环保的技术。本文分析了减少气候转型风险敞口和实现绿色转型目标之间的冲突。作者发现，几乎没有证据表明银行正在将资产转移出高排放行业，这对风险管理来说是不利消息，但对气候融资来说是好消息。编译如下：

许多金融机构承诺尽量减少其在气候转型风险中的敞口。然而，将资产从高排放行业中转移，有时与支持气候转型投资的目标相冲突，因为高排放行业（如公用事业和交通运输）需要资本来投资于更环保的技术。本文分析了减少气候转型风险敞口和实现绿色转型目标之间的紧张关系。作者发现，几乎没有证据表明银行正在将资产转移出高排放行业，这对风险管理来说是不利消息，但对气候融资来说是好消息。

气候转型风险可能来自减缓政策，如与碳定价、绿色技术进步或消费者偏好快速转变有关的政策。在所有情况下，需求从依赖化石燃料的公司和行业转移，可能导致这些资产的价值迅速下降，从而使金融机构对这些公司和行业的资产价值面临风险。金融机构可以通过从此类资产中撤资，或投资于将随着气候转型而升值的气候友好型资产来减少其对气候转型风险的敞口，从而对转型风险进行对冲（Yang and Yasuda 2023）。然而，后者的投资机会相对有限（Ameli et al. 2021），这意味着将资产从依赖化石燃料的行业转移的任何行为，可能更多地流向与气候无关的行业，而不是加强对气候解决方案的投资。这种模式降低了金融公司的转型风险敞口，但也提高了需要融资以实现技术绿色化的部门的资本成本（Hartzmark and Shue 2022）。

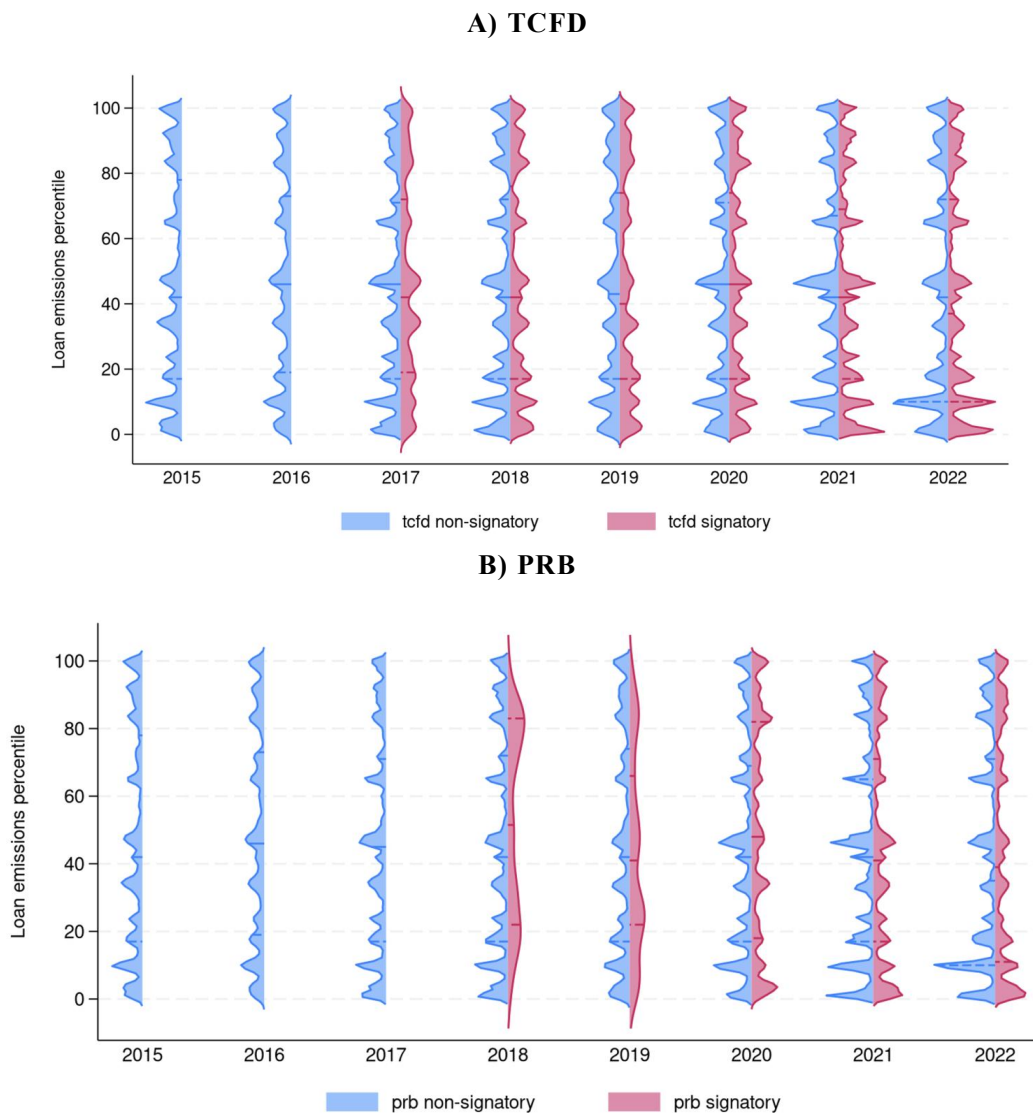
从 2006 年开始，包括银行在内的许多金融机构通过建立一个遵循《责任投资原则》（PRI）的联盟，开始积极参与实现可持续发展目标。在这些原则中，气候可持续性是一个重要目标。2015 年，金融监管机构开始在金融稳定讨论中纳入气候相关风险，促使金融稳定理事会成立了气候相关财务信息披露工作组（TCFD）。2017 年，由少数央行组成的联盟发起了绿色金融体系网络（NGFS），旨在鼓励银行合理定价其气候风险。最后，在 2019 年，推出了负责任银行原则（PRB），其理念是通过考虑气候相关风险，金融机构将资金从高排放行业转移，从而“绿化”其投资组合，并抑制对高排放技术的投资。许多银行签署了 PRI、TCFD 或 PRB 协议，所有这些协议都要求在一定程度上衡量和披露金融机构资产中的温室气体（GHG）排放量，并限制此类风险敞口。

这些努力是否导致金融机构从通常需要绿色投资资金的高排放部门大量撤资？我们最近的论文（Hale et al. 2024）评估了全球 64 家最大银行的银团贷款组

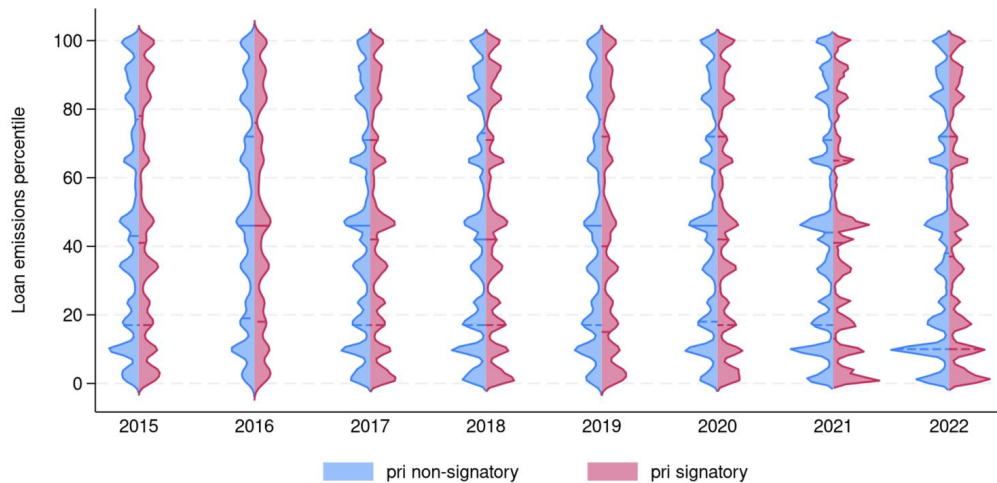
合（包括其附属机构）对全球高排放行业的风险敞口。这些银行在上述倡议中的气候承诺差异显著，使我们能够识别这些努力对银行贷款组合的影响。

尽管存在降低高排放行业风险敞口的趋势，但我们发现，明确作出气候承诺的银行与未作出承诺的银行之间，资产组合的调整没有显著差异。这一点在原始数据中也可以看出（图 1）。在这篇论文中，我们正式分析了签署这三项协议中任何一项的银行是否以不同于未签署协议的银行的方式改变了其投资组合。我们还考虑了一项事件研究，在该研究中，我们考察了银行在签署 PRI、TCFD 或 PRB 后的几年内发起的银团贷款的排放相关构成，并与这些年未签署的银行进行了比较。我们的结果证实了图 1 中的原始证据：我们发现，在能够归因于气候承诺的情况下，不同银行的银团贷款发起组合的国家-行业构成没有明显差异。我们的发现与 Rickman 等（2024）在银团贷款市场的多项研究相一致，也与专注于整体贷款组合的研究相一致（Bruno 和 Lombini 2023, Gianetti 等 2024, Sastry 等 2024）。

图 1 按签署状态和年份划分的排放密度图



C) PRI



我们还分析了贷款期限是否发生了变化，因为较短期限的贷款可以降低转型风险敞口（尽管它们对资助绿色转型的作用较小）。我们确实发现一些证据表明，签署 PRI 的银行在签署后四年内暂时减少了高排放部门的贷款期限。在签署 PRI 的年份，签署银行向高排放部门提供的贷款的平均期限比同一银行在同一年度向中等企业提供的贷款的平均期限短 8 个月。随着时间的推移，这种影响逐渐消失，并在签署五年后不再出现。我们没有发现 TCFD 或 PRB 签署者有类似的影响。

我们应该从这些发现中学到什么？我们的研究结果表明，降低银行转型风险敞口的努力并没有比当时已有的趋势更有成效。然而，我们注意到，我们的分析侧重于跨部门的潜在风险敞口变化，而不是同一部门内的公司。在关注特定行业时，文献提供了一些证据，表明金融机构减少了对煤炭行业的风险敞口（Green 和 Vallee 2022），并且在 COP21 之后，一些银行对欧盟高排放企业收取更高的贷款利率（Altavilla 等 2023）。鉴于企业层面的排放信息有限，我们的数据无法确定银行是否将高排放行业的贷款转向了更环保的企业。要回答这些问题，我们必须等待排放披露法规全面生效。在现阶段，我们不能指出银行的过渡风险有任何实质性的减少。从金融风险的角度来看，这一结论可以被视为坏消息。另一方面，这可能意味着，作为大型资本投资融资关键的银团贷款，并没有从需要此类资本投资来研究和实施绿色技术的行业（如公用事业和交通运输）转移出去。

本文原题为“Banks’ climate commitments and the green transition”。本文作者 Galina Hale 是加州大学圣克鲁斯分校的经济学教授。她曾担任旧金山联邦储备银行的研究顾问和耶鲁大学经济学系的助理教授。本文于 2024 年 10 月刊于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

衡量气候变化造成的经济损失

Senne Aerts、Livio Stracca、Agnieszka Trzcinska /文 廖世伟/编译

导读：极端天气事件正在给越来越多的人和国家带来毁灭性的后果，因此量化其经济影响是非常重要的。气候相关变量的变化对经济产出的影响通常使用“损害函数”进行估计。与这些功能有关的方法和损害估计差异很大，每种方法都有其优点和局限性。这是两个专栏系列中的第一篇，探讨了损害函数的概念，强调了持续存在的不确定性以及继续对话以加深对气候引发的经济损失理解的重要性。编译如下：

极端天气事件正在给越来越多的人和国家带来毁灭性的后果，因此量化其经济影响是非常重要的。气候相关变量的变化对经济产出的影响通常使用“损害函数”进行估计。与这些功能有关的方法和损害估计差异很大，每种方法都有其优点和局限性。这是两个专栏系列中的第一篇，探讨了损害函数的概念，强调了持续存在的不确定性以及继续对话以加深对气候引发的经济损失理解的重要性。

气候变化是我们这个时代最重要的全球挑战，对世界各地的社会构成广泛和潜在的非常严重的风险。2023年，全球平均气温再创新高，比工业化前水平高出近 1.5°C （Copernicus 2024）。而2024年夏季是有记录以来最热的夏季。这表明我们的气候正在迅速演变，带来的变化远远超出了单纯的温度上升。确实可以观察到各种各样的风险，这些风险可能导致巨大的经济损失。这类风险的例子包括洪水造成的资本资产损失、气温升高导致的劳动生产率下降以及严重干旱造成的作物歉收。

气候变化的深远影响值得金融机构关注，包括中央银行和监管当局，它们正在寻求更多地了解金融部门的风险（Landau and Brunnermeier 2020, Löyttyniemi 2021, Hartmann et al. 2022, Hiebert 2024）。绿色金融系统网络（NGFS）通过开发气候情景，为理解这类风险作出了突出贡献，这些情景被广泛用于气候相关的金融风险评估。

相应的分析通常需要对实际气候风险发生时产生的经济损失进行估计。因此，绿色金融系统网络在其情境中纳入了损失预测，其依据是一系列旨在量化一组特定气候变化条件（通常是变暖水平）的经济损失（通常表示为GDP影响的特定文献，这些文献被广泛称为损害函数（Bilal和Rossi-Hansberg 2023）。三十年前，经济学家威廉（William Nordhaus）率先将气候变化造成的经济损失估计整合到经济模型中（Nordhaus 1991, 1994, Gillingham 2018）。从那时起，人们提出了许多替代方法和估计数。

剖析气候损害函数

气候损害函数，就其最广泛的意义而言，是指量化气候（或天气）对经济变量的影响的任何类型的研究。因此，其中一些研究侧重于单一灾害、部门、传播渠道或区域。这些文献的一个子集研究了气候变化对经济产出的全球总体

影响。这些总体估计与决策者和金融部门尤其重要，因为它们可以提供对各种气候路径的未来经济发展的深入了解。

损害估计之间的差异源于假设和方法。我们可以区分五种不同的校准方法（近年来最常见的是计量经济学方法）：

枚举法。这种类型的研究旨在列出气候变化损害经济的所有可能渠道，量化不同变暖水平的影响，并将单独的估计值相加以获得汇总。然而，这些研究经常被批评为不完整和遗漏了重大影响（Revesz 等人，2014 年）。

计量经济学估计。这种方法，特别是面板回归的使用在最近的文献中受到了越来越多的关注。虽然提供了有趣的经验发现，但它经常受到批评，因为它捕捉的是短期天气动态，而不是长期气候变化（Dell 等人，2014 年，Tol 2024 年）。

可计算一般均衡（CGE）模型。这些模型的操作方式与枚举方法非常相似。他们首先确定多种气候冲击，如作物产量下降和对人类健康的影响，并将这些作为 CGE 模型的输入。该方法允许捕获更复杂的动态效应和冲击之间的相互作用。与枚举方法一样，基于 CGE 的方法也忽略了重要的气候变化影响（Howard 和 Sterner，2017）。

专家调查。在这种方法中，损害估计是根据许多专家（通常是气候科学家和经济学家）的预期构建的。虽然他们结合了多个视角，但这种方法的主观性是一个值得关注的问题（Oppenheimer et al.2016）。

元研究（Meta-studies）。这些研究结合了以前研究的估计，以产生跨文献和方法的中心估计。然而，该方法对最新研究成果的整合较为滞后，这使得他们很容易在一个快速发展的领域中建立在过时的发现上。

除了校准方法的多样性之外，研究人员对假设和结果也有不同的看法。这主要包括：**线性，增长或水平效应，以及获得气候风险及其经济影响的详尽衡量标准。**

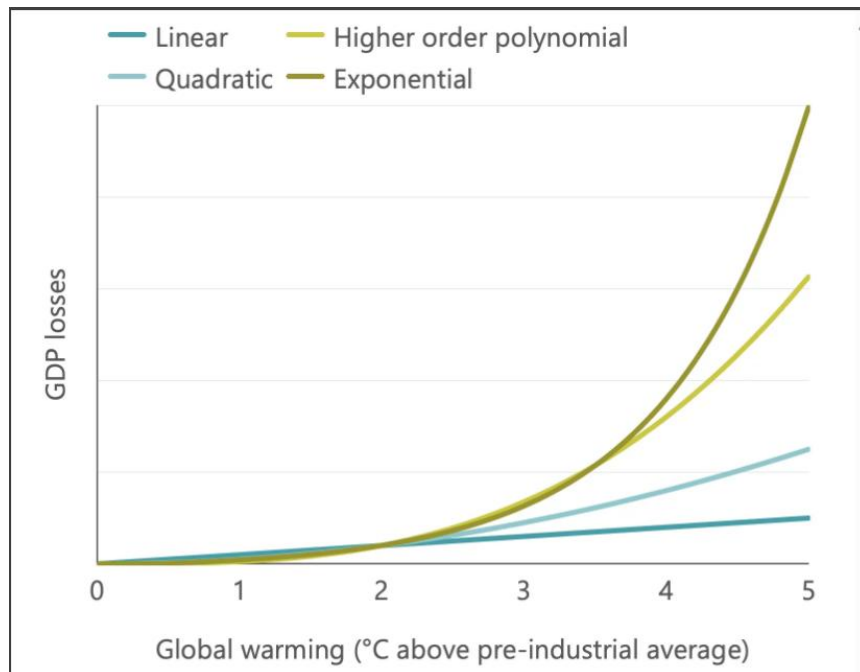
线性

首先，围绕损害函数的（非）线性形式存在不确定性。由于历史数据有限，气候损害在不断变暖的情况下将如何演变尚不清楚。例如，可以假设全球变暖和产出损失之间存在线性关系。基于这一假设，全球变暖从 1° C 到 2° C 所造成的损失与从 2° C 到 3° C 所造成的损失相等。然而，许多研究人员认为，气候变化的影响可能具有非线性动态，例如在越过某些变暖阈值后出现临界点（如格陵兰岛和南极西部冰盖的融化），这可能导致灾难性的后果。不可逆转的损害。这意味着在高度变暖的情况下发生的损失比目前观测到的要高得多。

在早期的研究中，如 Nordhaus 提出的研究，该关系被假设为二次方，导致在非常高的变暖水平下造成相对适度的损失（例如，Nordhaus[2017]提出的损害

函数估计在 6° C 变暖水平下的损失约为 8.5%)。随着时间的推移,研究人员提出使用高阶多项式,甚至指数关系 (Weitzman 2012),这在当前变暖水平下产生了类似的结果,但在异常高的变暖水平下产生了更高的,甚至是灾难性的破坏 (图 1)。

图 1 各种损伤函数形式的损失预测



注:四个虚构的损伤曲线的插图显示了损伤函数的形式如何影响损失预测。由于尚未观测到更高的变暖水平,相应的损失轨迹是基于假设的。

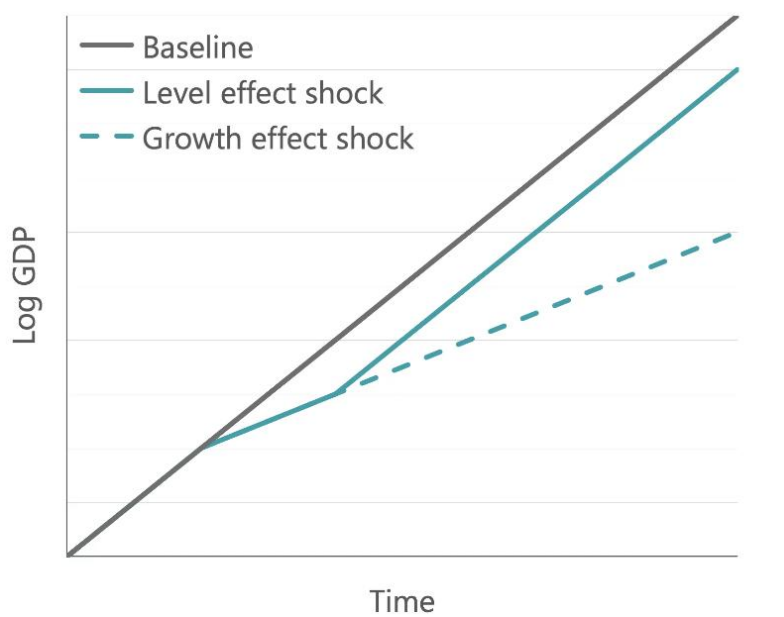
资料来源:作者的阐述。

增长或水平效应

其次,围绕气候变化冲击是否对经济产出产生水平或增长影响的争论仍在持续 (Newell et al.2021)。如果假设纯粹的增长效应,那么气候的永久变化会导致经济增长率的永久改变。在纯水平效应的情况下,气候冲击只会导致经济产出的一次性下降。之后,经济恢复到冲击前的增长率。所选择的假设极大地影响了长期损失预测 (图 2)。例如, Burke 等人 (2015 年) 发现了增长效应,他们预测的损害比仅假设瞬时水平效应所预见的要高得多,例如 Kalkuhl 和 Wenz (2020)。

最近的研究试图在这两种方法之间找到一个中间地带,例如,假设损失影响产出,而不是增长,是多年的,但不是永久的。例如, Kotz 等人 (2024) 在水平效应的前提下,通过在瞬时效应之上加入滞后效应进行了扩展。因此,他们可以解释最初冲击后长达十年的损失,但不会假设增长率发生永久性变化。Kahn 等人 (2021 年) 使用不同的方法得出了类似的结论。

图 2 一次性永久性气候冲击后的水平与增长效应



注：该图显示了在假设气候冲击对经济产出的水平或增长影响时，气候永久性变化造成的损失如何以不同的方式演变。假设水平效应，冲击后 GDP 将恢复到冲击前的增长率。假设增长效应，增长率将永久改变。

资料来源：作者的阐述。

获得气候风险及其经济影响的详尽衡量标准

第三，在选择与气候有关的变量来衡量气候风险方面，存在着不同的方法。气候变化与温度上升的关系最为密切，大多数损害函数都使用温度上升来校准损失。然而，仅仅依靠变暖水平可能导致不完整的损失估计。因此，一些研究试图纳入其他气候变量，如降水变化或温度变化（Kotz 等人，2024 年）。

气候变量的地理空间规格是文献中没有达成共识的另一个方面。虽然许多损害函数依赖于局部温度冲击，但有一些证据表明，这种方法可能会导致对损失的低估。例如，Bilal 和 Känzig（2024）主张使用全球温度冲击，据说由于与干旱和气旋等极端天气事件的相关性更强，全球温度冲击可以更全面地代表气候变化风险。

此外，还有一些与气候有关的风险被排除在大多数损害函数之外，如气候引起的社会经济风险（如迁徙、武装冲突、死亡率）。动态空间综合评估模型（S-IAMS）的最新进展允许考虑空间摩擦，如移民障碍、贸易相关成本或物质基础设施，以获得对气候变化经济影响的更准确评估。更多信息，请参见 Desmet 和 Rossi-Hansberg（2024）。最后，大多数损害函数没有明确解释适应，这可能会对经济产出产生更平滑的影响，（见 Barreca 等人，2016 年讨论适应）的影响。

结论

量化持续不减的气候变化所造成的潜在经济损失对于有效规划和决策至关重要。它还与金融稳定评估高度相关。近年来，经济学家和气候学家在改进估算这些损失的方法方面取得了很大进展。虽然迫切需要对气候变化的经济影响有一个不偏不倚的看法，但结果因所采用的方法和假设不同而有很大差异。公开对话对于提高我们对气候变化及其可能造成的损害的认识仍然至关重要。

绿化金融系统网络是这些讨论的积极支持者。后续专栏将从定量影响的角度对这些文献进行评估，并讨论将损害函数整合到网络气候情景中。

本文原题名为“Measuring economic losses caused by climate change”。本文主要作者 Senne Aerts 是欧洲中央银行的金融稳定专家。他拥有比利时鲁汶大学的商业工程硕士学位和经济学硕士学位。他一直活跃于绿色金融体系网络（NGFS），担任情景设计和分析工作流的协调员，在那里他专注于了解气候相关物理风险的经济和金融影响。本文于 2024 年 10 月刊于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

哪种汇率对全球投资者至关重要？

Kristy Jansen, Hyun Song Shin and Goetz von Peter/文 赵元彬 / 编译

导读：在这篇研究论文中，作者们深入探讨了汇率波动对全球投资者，尤其是欧元区投资者的债券资产配置所产生的影响。通过分析详细分析债券的持仓数据，作者揭示了美元升值时投资者如何调整其投资组合，以及他们对欧元升值的反应。研究发现，美元升值会导致投资者普遍减持各类债券，而欧元的升值则会导致他们特别减持本币债券。此外，作者还开发了一个风险价值（Value-at-Risk model）模型，以解释数据中观察到的现象，为理解全球金融市场中的货币风险因素提供了新的视角。这项研究对于理解全球资本流动和汇率如何影响国际投资决策具有重要意义。编译如下：

摘要

汇率如何影响债券组合投资者的资产配置？通过分析详细的证券持有量数据，我们发现，当美元升值时，欧元区投资者会系统性地抛售主权债券，这证实了美元作为全球风险因素的作用，即使对欧元投资者也是如此。更明显的是，当欧元升值时，由于自身资产负债表上的货币错配，他们也会抛售本币债券。对于同一主权发行人的外币债券，则不存在这种影响。这些发现与风险价值投资组合选择模型一致，该模型显示了本币、外币和参考货币的不同作用。

1 介绍

汇率如何影响全球投资者的投资决策和冒险行为？一个常见的回答，特别是针对新兴市场经济体（EMEs）发行的资产的回答，援引了 EMEs 在以美元为主要货币向国外借款时所承担的货币错配问题。当借款人的货币对美元贬值时，借款人面临更高的债务负担。外国投资者会因信用风险而减少他们的头寸。

本文表明，有几种力量影响着投资组合配置对汇率的反应。如下文所示，外国证券投资者在投资以主要货币以外的所有货币计价的货币债券时，通常不会对冲货币风险。因此，面对货币错配的投资者，他们会相应地对汇率变动做出反应。因此，这个问题是多方面的，货币指数在双边汇率之外发挥着独特的作用。

以往的研究只关注以美元为基础的投资者和以美元为基准的汇率波动时，提供一个片面的观点。这样做混淆了参考汇率（投资者衡量其收益和损失的货币）与美元作为全球风险因素的作用，即美元升值通过减少汇率金融渠道中的风险承担（例如，Bruno 和 Shin, 2015；Avdjiev 等, 2019；Georgiadis 等, 2024）。这源于美元在全球金融和贸易计价中的主导地位。

我们的创新之处是引入了投资者的参考货币和美元作为全球风险因素的作用区别。我们通过对以欧元为基础的投资者的投资组合选择进行详细分析来实现这一目标：将参考货币从美元转向欧元可以实现一种新的识别。通过这种方式，我们将投资者的参考货币（欧元）与全球金融状况的波动（美元）区分开来。另一方面，借款人的本币既不是欧元也不是美元，这为我们识别与汇率相关效应的若干影响提供了自由度。

使用证券层面的主权债券持仓数据，我们的分析表明，特定汇率在投资组合配置问题的不同层面都会发挥作用。在单个国家的风险敞口层面，如果主权国家的货币对欧元贬值，以欧元为基础的投资者就会抛售该国的本币债券，这反映出贬值意味着其参考货币的损失。另一方面，欧元更广泛的升值会更广泛地抑制非欧元头寸的欧元价值，并导致投资者在其整个投资组合中抛售本币债券。然而，他们仍保留相同主权发行人的外币债券，这表明紧缩并非由于信用风险。

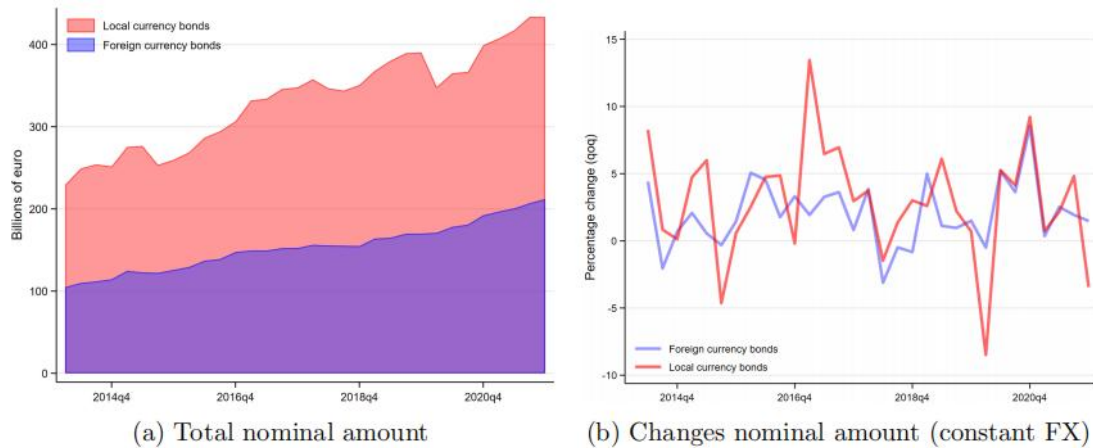
另外，与最近的研究一致，我们发现美元升值的影响最为广泛，因为全球金融状况收紧会导致投资者缩减所有类型的债券，无论债券的计价货币是什么。总体而言，我们发现贷方的货币错配是国际投资组合配置的重要驱动因素。这些发现与投资组合选择模型一致，该模型包含本币、外币和参考货币的不同作用，我们将在下文详细阐述。

我们利用每个债券的发行人、持有人和每只债券的计价货币等详细的证券层面信息，来定义借款人和贷款人面临货币错配相关的汇率。欧元区投资者构成了 EME 主权债务投资者池的很大一部分。图 1 显示了欧洲央行证券持有统计数据（SHS-S）中的相应部分。截至 2021 年底，欧元区投资者持有的 EME 主权债券总额为 433 亿资产支持货币（AC），其中本币债券为 221 亿 AC，外币债券为 212 亿 AC（见左图）。这些持有量分别占未偿还本币和外币债券总额的 5% 和 20%。

2020 年 3 月爆发的疫情对他们的 EME 主权债券投资组合造成了损失，尤其是对他们的本币债券（红色区域）。EME 货币对包括欧元在内的主要货币大幅贬值。与此同时，美元对所有货币升值，作为全球避风港创下历史新高。在此背景下，投资者在 2020 年第一季度抛售了 8.5% 的 EME 本币债券，但仅抛售了 0.5% 的外币债券（见右图）。

疫情开始时的回落说明了一种我们在正常时期也能发现的机制：持有本币债券比持有外币债券更不稳定。造成这种差异的原因是什么？我们的数据集为研究汇率的金融渠道提供了一个理想的实验室。为了便于识别，我们将重点放在以欧元为基础的投资者身上，从而将贷方的参考货币（欧元）与借方的计费货币和外债货币（主要是美元）以及更广泛的全球金融状况（美元）区分开来。

图 1：EA 投资者持有的本币与外币 EME 债券



注：图（a）显示了欧元区投资者持有的 EME 债券的名义总额（单位：十亿欧元）。图（b）显示了在保持汇率（FX）不变的情况下，一段时间内名义金额的百分比变化。两个图表分别显示了本币债券和外币债券的结果。季度样本期为 2013 年第四季度-2021 年第四季度。

我们的实证结果突出了以欧元为基础的投资者对三种汇率的系统而独特的反应。广义美元指数（BDI）上升导致全线净卖出，与美元升值反映全球金融状况收紧是一致的。另一方面，广义欧元指数（BEI）的上涨会引发本币债券的抛售，这与欧元升值导致的其他货币资产相对于参考货币（欧元）的估值损失是一致的。此外，投资者会抛售更多对欧元贬值的单个主权国家的本币债券，而这些债券恰恰是其货币错配影响最严重的债券。为了更好地识别，我们利用了投资者主权风险敞口的变化，结果表明投资者特定的货币风险敞口比欧元整体贬值更能解释投资组合持有量的变动。这些结果对于我们的规格和样品的变化是非常稳健的，并且不限于 EME；重要的是，我们发现欧元区以外的发达经济体发行的债券也有类似的结果。

我们的研究结果与机构投资者的对冲做法是一致的。Sialm 和 Zhu（2024 年）发现，美国国际固定收益共同基金仅对冲了 18% 的货币风险，而荷兰养老基金只对冲了一小部分主要货币以外的货币风险（见图 3）。我们观察到的货币风险定位非常具体，与贷方的资产负债表挂钩。当一国货币贬值时，其债务负担的上升可能会增加外币债券的信用风险。同样的贬值对偿还本币债务没有影响。然而，我们发现，当本币对欧元贬值时，投资者主要抛售本币债券。投资者首先对自身资产负债表上的货币错配做出反应：对全球投资者而言，相关汇率是他们持有的债券的货币，而不是发行国的货币。

基于我们的研究结果，我们制定了一个投资组合选择模型，以捕捉数据中发现的关键特征。投资组合选择模型的关键是纳入与持有本币和外币主权债券的全球投资者相关的货币维度。在该模型中，债券投资者受到风险价值（VaR）约束，并在不同发行国的本币和外币债券之间进行选择。他们以本国的参考货币（欧元）评估收益，而欧元与全球主导货币（美元）不同。在这种情况下，

其 VaR 约束的严格性取决于全球金融状况，这反映在广义美元指数中。该模型捕捉到了数据中的特征，即特定国家的贬值导致该国本币债券的抛售，而欧元的广泛升值导致所有本币债券的抛售。另外，全球金融环境的收紧也会全面减少债券持有量。

我们的研究为汇率金融渠道的潜在机制提供了新的认识。我们证明了与借款者相关的金融渠道（如 Bruno 和 Shin，2015，2023）和投资者面临的货币错配在解释投资者流动方面都发挥着关键作用。以往的文献记录了风险承担能力或全球风险偏好与资本流动之间的联系（Bertaut 等，2023；Lilley 等，2022；Georgiadis 等，2024），我们通过将参考货币从美元中移出，将普遍的风险承担效应与借方的货币错配中分离出来。

我们还对有关货币计价在解释投资者投资组合的横截面变化中的重要性的文献做出了贡献。我们发现，欧元区投资者不成比例地投资于以本国货币或美元计价的债券，这与 Boermans 和 Vermeulen（2016）、Burger 等（2018）、Maggiori 等（2020）、Boermans 和 Burger（2023）、Faia 等（2022）、Florez-Orrego 等（2023）、Zhou（2023）的研究结果一致。尤其是，Maggiori 等（2020）显示，投资者持有的资产偏向于本国货币，以至于很少有公司以本国货币向国外借款，而是发行以美元或外国投资者货币计价的债券。Boermans 和 Burger（2023）也使用了欧元区投资者的持有数据，结果表明投资者强烈偏好以欧元计价的债券。Faia 等（2022）进一步指出，这种偏好主要是由养老基金和保险公司推动的，而不是投资基金。Kubitza 等（2024）认为，外汇衍生品市场的摩擦或许可以解释货币偏好。我们的研究表明，由于投资者自身的资产负债表上的货币错配，他们更倾向于持有本国货币。

最后，我们对有关资本流动和均衡汇率的文献做出了贡献（如，Hau 和 Rey，2004，2006；Gabaix 和 Maggiori，2015；Lilley 等，2022；Camanho 等，2022；Koijen 和 Yogo，2020；Pandolfi 和 Williams，2019；Aldunate 等，2023）。我们的论文通过研究投资者如何对他们个人认为是给定的汇率做出反应，补充了关于投资者流动对汇率的影响的实证研究。

我们观察到的这种行为对 EMEs 和小型开放经济体具有重要意义。面临货币风险的投资者可能会在第一次出现贬值迹象时抛售，而不考虑潜在的信用风险。为了让贷款人继续持有本币债券，借款人需要支付高于美国国债的可观收益率差，这主要是为了补偿汇率风险（Du 和 Schreger，2016；Lee，2022）。因此，大多数以本国货币向国外借款的国家都面临着与外币债务类似的风险（如 Lane 和 Shambaugh，2010）。自 20 世纪 90 年代以来，主要的 EME 主权国家在以本币向国外借款方面取得了实质性进展。它正在克服该术语原始意义上的“原罪”。（Eichengreen 等，2005；Onen 等，2023）。但反过来说，货币

错配会转移到全球投资者的资产负债表上，导致资本流动波动。问题的形式发生了变化，但各国仍然容易受到全球金融状况的影响。

本文结构如下。第 2 节回顾了汇率影响贷款人和借款人的主要渠道，并解释了我们如何通过关注以欧元为基础的投资者来理清这些影响。第 3 节介绍了我们如何结合两个精细数据库来实现我们的实证方法。第 4 节介绍了三个聚层次的基线回归，以及稳健性检验和对贷方货币错配的进一步探讨。第 5 节展示了一个模型来合理化我们的实证研究结果。第 6 节为总结结论。

2 渠道和识别

该部分回顾了汇率影响全球投资者的主要渠道，并提出了可检验的假设。我们分别考察了本币债务和外币债务中的货币错配问题，这也是汇率金融渠道相关文献中的核心内容。然后，我们通过对以欧元为基础的投资者进行实证分析，解释了我们如何识别不同汇率的影响。

2.1 文献中的汇率渠道

我们对各种汇率效应进行分类，以推断外国投资者跨国配置资产组合的预期反应。为了具体说明，考虑一个与多个国家进行以美元计价的商品贸易，并且在海外以美元借款且未对冲的典型开放经济体（国家 c ）。全球投资者根据多个借款国（包括国家 c ）的预期回报进行借贷或投资决策。

在这一背景下，多种类型的汇率或指数可能具有相关性。双边汇率（BER）是相对于参考货币的名义汇率，通常表示为每美元的本币单位（ $BER_{c}^{\$}$ ）或每欧元的本币单位（ $BER_{c}^{\text{€}}$ ）。汇率上升意味着国家 c 的货币贬值。广义美元指数（BDI）是美元相对于美国主要贸易伙伴货币的加权平均外汇价值，指数上升代表美元升值。广义欧元指数（BEI）则是衡量欧元相对于欧元区主要贸易伙伴货币价值的相应指数。

我们简要描述了汇率的传统贸易渠道。由于名义刚性，汇率波动会影响一国的贸易竞争力。在传统模型中，货币贬值具有扩张性效应（Dornbusch, 1980; Obstfeld 和 Rogoff, 1995）。当国家 c 的货币贬值时，进口成本上升而出口价格下降，从而提升净出口，以吸引更多的外国投资。实际上，大多数贸易是以主要货币计价的，特别是美元（Boz 等, 2020），因此，主要是相对于美元的贬值（ $BER_{c}^{\$} \uparrow$ ）具有扩张性效果，因为它减少了国家 c 从所有其他国家的进口。然而，当多个国家同时贬值时，美元（BDI \uparrow ）的广泛升值往往会抑制世界贸易（Gopinath 等, 2020）。由于贸易渠道并非我们研究的核心目标，我们通过研究主权债券来减少贸易和金融渠道之间的混淆效应。企业则同时受到两种渠道的影响：货币 c 的贬值具有扩张性效应（贸易渠道），又会对资产负债表产生不利影响——特别是在美元方面，美元是大多数企业发行国际债券时选择的货币（例如，Salomao 和 Varela, 2022; Gutierrez 等, 2023）。

汇率的金融渠道描述了汇率变动如何影响风险承受能力。传统上，该渠道的重点在借款方，因为大多数国家的外债是以外币计价的（Bénétrix 等，2019；Eichengreen 等，2022）。

货币贬值会增加以外币计价的债务负担，导致借款方在本币上的偿债压力增大，从而对经济和金融系统产生不利影响。大多数欧洲以外的国家在国际上借入美元，故国家 c 相关的汇率是相对于美元的汇率。贬值（ $BER_c^{\$} \uparrow$ ）具有紧缩性效应，并增加借款人的信用风险（例如，Chang 和 Velasco，2001；Bruno 和 Shin，2015）。因此，外国投资者可能会通过减少其持仓来应对这种情况

在这种情况下，美元普遍升值会导致信贷大幅减少，因为借款人的资产负债表变得更加脆弱，从而削弱金融中介的放贷活动（Bruno 和 Shin，2015，2023）。从这个角度来看，广义美元指数（BDI）衡量了全球的风险承受能力或风险偏好（例如，Avdjiev 等，2019；Miranda-Agrippino 和 Rey，2022；Lilley 等，2022；Obstfeld 和 Zhou，2023；Georgiadis 等，2024），而美元的普遍升值（ $BDI \uparrow$ ）可能会减少投资者对海外的投资。实际上，研究表明 BDI 具有全球风险因子的属性（例如，Lustig 等，2014；Jiang 等，2020）。

货币错配也发生在贷款方，其中我们可以在投资组合分配问题的三个层次上区分其影响（持仓层次、投资组合层次以及更广泛的全球金融状况）。大多数发达经济体和主要的 EMEs 越来越多地以本币进行国外借款（Bénétrix 等，2019；Du 和 Schreger，2022；Onen 等，2023）。在这种情况下，货币贬值对于以本币偿还债务的借款人可能并无影响。然而货币错配现如今出现在外国贷款方的资产负债表上：由于贷款方以其本国货币衡量回报，国家 c 货币的贬值会在持仓层次上导致估值损失。

在投资组合层次上，当参考货币升值时，贷款方将面临更为严峻的财务约束。这种升值意味着其投资组合中多种货币同时贬值，导致以参考货币计算的估值损失，从而收紧了贷款方的价值风险（VaR）约束（例如，Hofmann 等，2020）。当许多市场参与者受到相同方向的影响时，尤其是美元的升值，会削弱金融系统中的中介能力，并通过广义美元指数（BDI）作为全球因素所描述的方式收紧全球金融条件。

因此，从贷款方的角度来看，我们预期在多个借款国货币普遍贬值（ $BDI \uparrow$ ）的情况下，外国持有者将会全面减少其投资，并且在个别国家出现更大幅度贬值（ $BER_c^{\$} \uparrow$ ）时，削减其在这些国家的本币头寸。

2.2 通过基于欧元的主权债券投资者进行识别

我们现在定义最适合捕捉汇率金融渠道的数据维度，旨在识别货币错配对外国投资者债券投资组合的影响。

首先，我们的简要回顾表明，由于美元在贸易计价和全球金融中的主导地位，它在汇率金融渠道的各个方面都发挥着核心作用。从以美元衡量回报的美

国或全球投资者的角度来看，以美元为参考的汇率对投资组合选择的各个层次都有影响，从而使识别变得复杂（图 2，上方部分）。因此，我们将重点放在基于欧元的投资者上，以理清各种渠道。将参考货币从美元转换为欧元可以更好地识别特定于贷款方的影响，因为这样做可以将投资者的参考货币（欧元）与借款方的计价货币及外债货币（主要是美元）以及全球金融状况（美元）区分开（图 2，下方部分）。

其次，在我们的主要测试中，我们集中研究主要新兴市场经济体（EMEs）的主权债券。正如前文所讨论的那样，聚焦主权借贷能够避免将汇率效应与贸易渠道的效应混淆。主要的新兴市场经济体在吸引外部融资时具有显著特征，它们既发行外币债券，也发行本币债券。他们通过发行主权债券这一政府借款的主要工具（不同于上世纪 80 年代以银行贷款为主）来实现融资。投资者通常可以在同一发行人的本币债券和外币债券之间进行选择。同时，由于对冲新兴市场货币的成本较高，投资者往往在无对冲（或部分对冲）的情况下持有这些市场的资产。例如，图 3 利用监管数据表明，荷兰养老基金最多仅对其持有的小部分本币主权债券进行对冲。左侧图表展示了它们按货币分布的整体投资组合敞口，表明它们主要对冲主要货币，包括美元敞口（这一结果与 Du 和 Huber 在 2023 年的发现一致）。相比之下，“其他”货币（包括所有新兴市场货币）几乎完全未对冲。右侧图表则专注于按地区划分的新兴市场经济体主权债券的持仓，显示这些敞口几乎未被对冲，因为衍生品头寸远小于其他主权债券持仓。

图 2（下方部分）总结了根据我们设定中识别的汇率金融渠道，主要新兴市场经济体（EMEs）货币贬值对外国债券持有的预期影响。美元升值的情形（ $BDI \uparrow$ ）预计将产生最广泛的影响，因为全球金融状况趋紧会导致投资者减少所有类型的债券持仓，而不论其计价货币面值为何。参考美元的双边利率（ $BER_{\text{c}}^{\$}$ ）仅对外币债券有有限的影响，因为当新兴市场经济体的货币相对美元贬值时，它们的债务负担上升。很少有新兴市场经济体的外债以欧元计价，因此相对欧元的贬值不会实质性地增加信用风险；因此，当个别新兴市场经济体相对欧元贬值时，投资者不会抛售外币债券。我们预计外币债券持仓不会对 $BER_{\text{c}}^{\text{€}}$ （双边欧元汇率）和 BEI （广义欧元指数）的变化作出反应。

然而，参考欧元的汇率对贷款方，尤其是本币债券持有方而言更为相关。基于欧元的投资者对 BER_{AC} 和 BEI 的反应与基于美元的投资者对 $BER_{\text{S}}^{\$}$ 和 BDI 的反应类似。对于任何相对欧元贬值的新兴市场经济体（ $BER_{\text{c}}^{\text{€}} \uparrow$ ），欧元投资者将面临本币债券的损失。此外，广泛的欧元升值（ $BEI \uparrow$ ）应导致比单个新兴市场经济体贬值（ $BER_{\text{c}}^{\text{€}} \uparrow$ ）更为广泛的抛售，因为在投资组合层次上其风险承受能力减弱。另外，欧元投资者也可能对与 BDI 相关的全球金融环境收紧做出反应。我们的方法承诺能够将这种普遍的风险承受能力与投资组合和国家敞口

层次上特定于欧元的货币错配效应区分开来。这些外国投资者对不同层次的汇率的反应也在本文的第 5 部分进行了建模。

图 2 汇率的金融渠道

| Dollar-based investors | Foreign currency bonds | Local currency bonds |
|-------------------------------|-------------------------|-----------------------|
| Exposure to country c | $BER_c^{\$}$ (borrower) | $BER_c^{\$}$ (lender) |
| Bond portfolio | 0 | BDI |
| Global financial conditions | BDI | BDI |

confounding effects of the US dollar

| Euro-based investors | Foreign currency bonds | Local currency bonds |
|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------|
| Exposure to country c | $BER_c^{\$}$ (borrower) | $BER_c^{\text{€}}$ (lender) |
| Bond portfolio | 0 (EUR-USD hedged) | BEI |
| Global financial conditions | BDI | BDI |

注：图 2 总结了不同汇率对外国持有主权债券的预期负面影响，比较了基于美元（上图）和基于欧元（下图）的投资者的情况。表格的列根据债券的计价货币进行划分，本币债券是以借款国 c 的本国货币计价的债券。表格的行显示了在投资组合选择问题的哪个层次上各类汇率预计会发挥作用。双边汇率以每美元（ $BER_c^{\$}$ ）或每欧元（ $BER_c^{\text{€}}$ ）的本币单位报价；指数表示美元（BDI）或欧元（BEI）的贸易加权价值。在所有情况下，汇率上升都意味着美元（或欧元）升值，其他货币相应贬值。

6 结论

本文对国际投资者如何根据参考货币、本币和作为全球风险因素的美元的汇率变动来调整其债券持有量提供了新的见解。通过关注以欧元为参考货币的欧元区投资者，我们将参考货币从美元转为欧元，以确定对参考货币（欧元）的影响，从而避免美元在全球金融和贸易结算中的主导作用的干扰。这使我们能够利用每种债券的发行人、持有人和货币在证券层面的细节，来确定货币错配双方的相关汇率。

我们发现，当新兴市场货币对欧元普遍贬值时，以欧元为基础的投资者会将本币债券作为一种资产类别抛售，并更多地抛售那些货币对欧元贬值的主权发行人的本币债券，而这些债券恰恰是投资者货币错配最严重的债券。从这个意义上说，我们观察到的货币风险的定位是非常具体的，与贷方的资产负债表有关。当新兴市场经济体贬值时，其债务负担的增加可能会增加外币债券的信用风险；而同样的贬值在偿还本币债务方面则无关紧要。然而，我们发现，投资者主要是在新兴市场经济体对欧元贬值时抛售本币债券。投资者对自己资产负债表上货币错配的反应是：相关汇率是他们持有债券的货币，而不是发行国的货币。结果强调了与贷方参考货币相关的货币错配的重要性。

本文原题为“Which exchange rate matters to global investors?”，作者为 Kristy Jansen, Hyun Song Shin 和 Goetz von Peter。本文是由国际清算银行（Bank for International Settlements, 简称 BIS）的货币与经济部门的成员撰写的工作论文，发表于 2024 年 9 月。

2021-2023 年“廉价通胀”与通胀不平等加剧

Tao Chen, Peter Levell 和 Martin O'Connell/文 张高瀚 / 编译

摘要：本文分析了 2021-2023 年全球通货膨胀的变化及其对不同收入家庭的不平等影响。通过对英国快速消费品价格和家庭支出数据的详细研究发现，低收入家庭面临更高的通胀压力，特别是低价商品价格上涨速度快于高价商品，形成“廉价通胀”现象。本文指出，这种价格差异加剧了通胀不平等，并且传统的通胀指数可能低估了低收入家庭实际面临的生活成本上涨。编译如下：

2021-2023 年期间通货膨胀率飙升，导致英国和其他国家的家庭实际收入下降。本专栏利用杂货价格和支出模式的详细数据，评估通货膨胀对富裕家庭和贫困家庭的相对影响。只有在使用最细分的产品定义后，才会发现富裕家庭和贫困家庭在杂货价格通胀方面的显著差异。初始价格较低的产品价格涨幅过大（“廉价通胀”），从而推高了贫困家庭的通胀率。

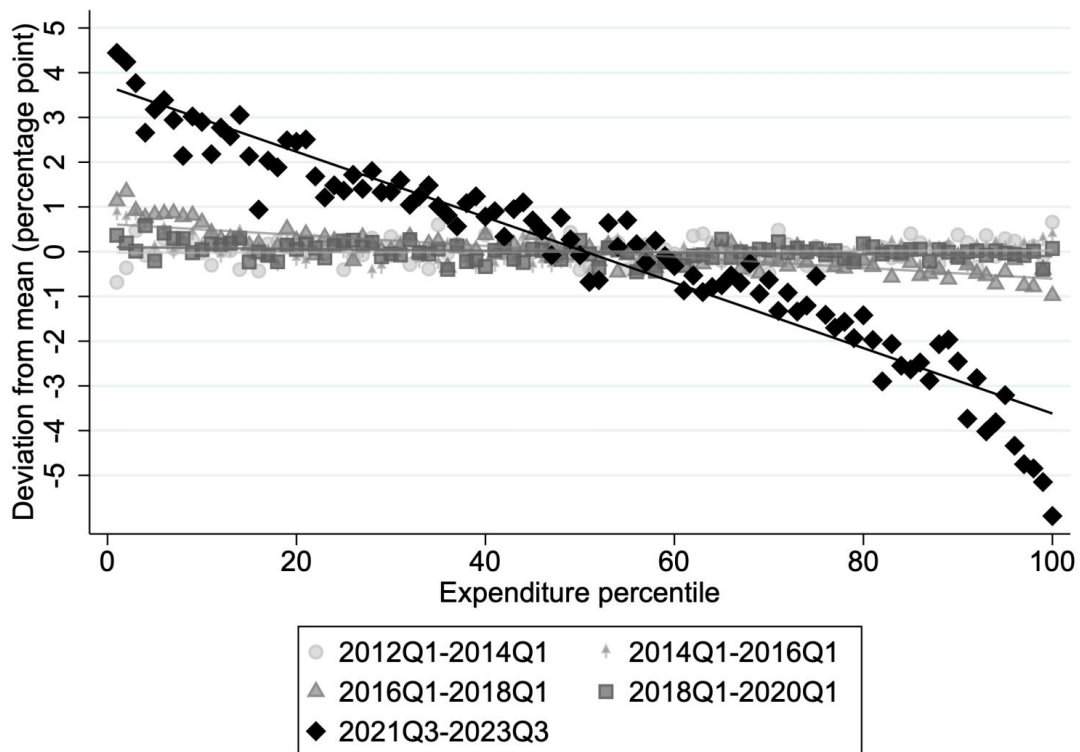
2021-2023 年，全球通货膨胀率急剧上升，达到 30 多年来前所未有的水平。通货膨胀对家庭的影响并不一样。各种分析表明，食品和燃料价格上涨尤为迅速，削弱了低收入家庭的购买力（Palotti et al., 2024）。虽然这些分析捕捉到了不同产品类别（如面包、面食等）对家庭支出产生差异的影响，但忽略了这些类别中单个产品（如优质或折扣面包品种）的不同价格变化影响。

在最近的一篇论文中，我们使用了涵盖 2021-2023 年英国快速消费品的详细家庭扫描仪数据（Chen et al., 2024）。这使我们能够衡量家庭消费篮子成本变化，而不同的家庭消费篮子所购买的单个物品是不同的。我们讨论了通货膨胀不平等的趋势，并记录了低端商品价格更快上涨的廉价通货膨胀现象，对于理解这一时期通货膨胀不平等的重要性。正如我们所展示的，廉价通货膨胀是普遍的，也是理解家庭经历的高通货膨胀率的分配影响的关键。

通货膨胀与通货膨胀不平等

我们首先表明，近年来不仅整体通胀水平，而且不同家庭之间通胀率的不平等也是前所未有的。在 2021 年第三季度起的九个季度中，我们数据中产品的平均累计通胀率为 26.6%。为反映通胀率的不平等，我们根据住户的等值年支出将住户划分为不同的百分位数。支出分布中最高十分位数家庭的通胀率比最低十分位数家庭低 7.7 个百分点。如图 1 所示，在 2012-2020 年间的九个季度中，没有一个季度显示出富人和穷人通胀率之间的可比差异。

图 1 家庭层面的通货膨胀不平等



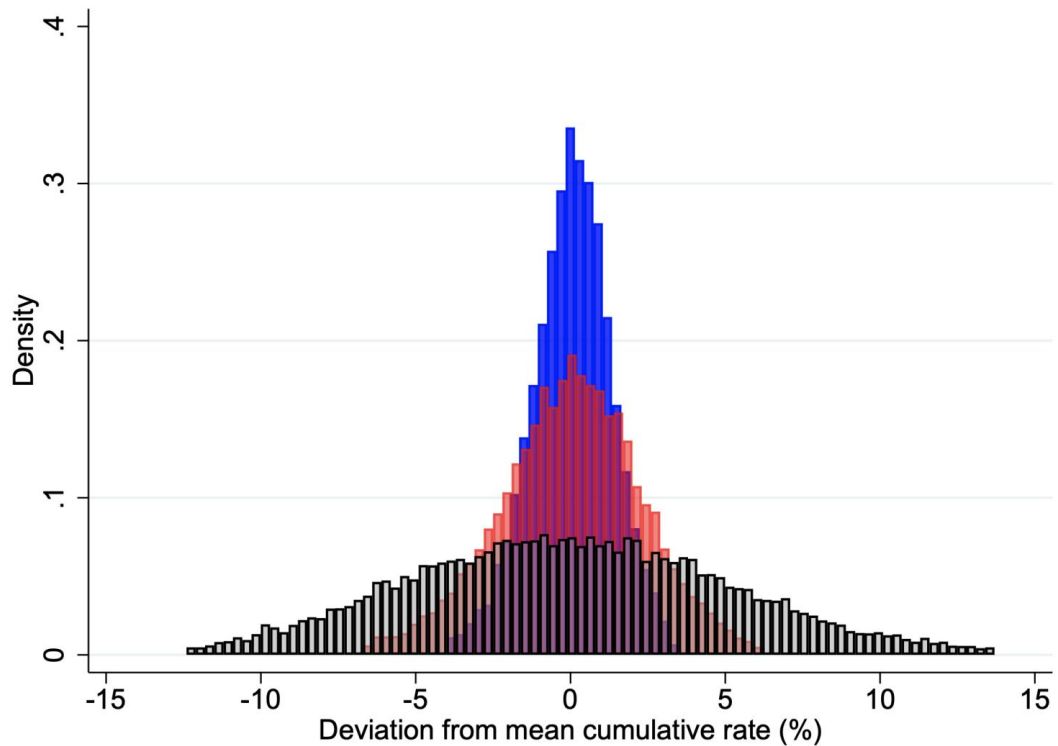
注：作者使用 Kantar s Take Home Panel（2012-2023）进行的计算。图中绘制了第 9 季度累计通胀率与家庭所属支出分布百分位数之间的关系；每个百分位数都有一个标记和一条最佳拟合线。我们根据家庭在相关九个季度期间的初始日历年的等值支出将其分配到支出百分位数。累计通胀率是使用每年的链式拉斯佩尔指数计算得出的。

通货膨胀和不平等的背后原因是什么？

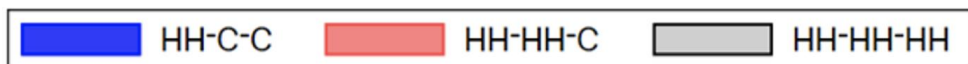
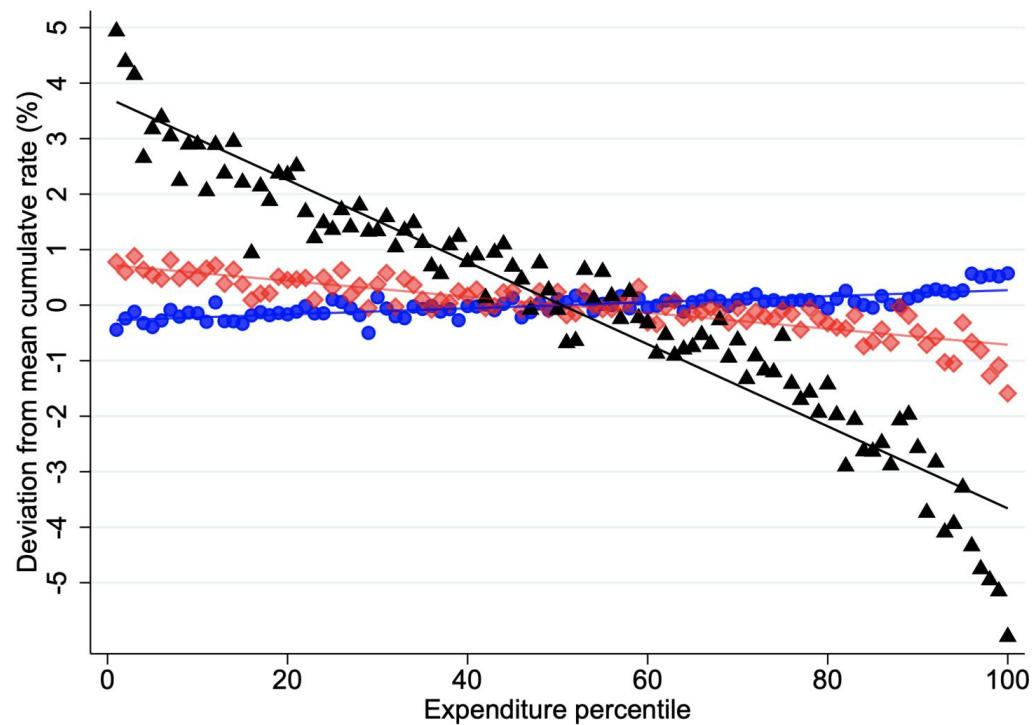
这种通货膨胀率的不平等可能是由消费篮子的变化或消费者为相同产品支付的价格差异造成的。我们的研究表明，虽然贫困家庭购买相同产品的价格通常低于富裕家庭，但这种差异在 2021-2023 年期间保持稳定。因此，通胀不平等是由消费篮子的差异造成的。但是，在推动通胀不平等的因素中，最重要的是消费篮子在大类产品（如酒类与乳制品）、产品类别（如啤酒与葡萄酒）之间的差异，还是产品类别内狭义产品之间的差异？

使用分层价格指数，我们可以分解由于这三个层面的支出份额差异对通货膨胀不平等的贡献，我们发现产品类别内的差异解释了家庭间 55% 的通货膨胀差异。图 2 显示了当我们用不同汇总层的平均预算份额取代家庭特定份额时，通货膨胀率的衡量标准及其在家庭和支出水平上的分散程度是如何变化的。这表明，支出模式的类别内差异完全解释了支出分布中的通货膨胀梯度。

图 2 用分层指数分解家庭通货膨胀和通货膨胀不平等
面板 A 分布情况



面板 B 不平等情况



注：作者使用 Kantar 的 Take Home Panel（2021-2023）进行计算。图（a）显示了 2021 年第三季度至 2023 年第三季度累积通货膨胀分布的柱状图，图（B）绘制了累积通货膨胀与家庭所属支出分布百分位之间的关系；每个百分位都有一个标记和一条最佳拟合线。HH-C-C 使用家庭特定细分份额和平均细分内份额，HH-HH-C 使用家庭特定细分类别份额以及

平均类别内份额。HH-HH-HH 在所有级别使用特定于家庭的份额。我们根据 2021 年的等值支出将家庭分配到支出百分位。使用年度连锁拉斯佩尔指数计算累积通货膨胀。

为了更好地理解为什么消费篮子中产品类别内的差异会导致通胀不平等，我们将每个类别中的产品按照其初始价格分配到一个十级质量阶梯中。质量阶梯较低的产品价格增长比例要大得多，这种模式最近被称为“廉价通胀”（Cavallo and Kryvtsov, 2024）。在 2021Q3-2023Q3 期间，处于最低两级的产品的平均价格上涨了 34%，而处于最高两级的产品的平均价格上涨了 18%。

经济条件较差的家庭更容易受到低质量产品价格上涨的影响，因此通货膨胀率更高。我们将近期的通胀高峰与以往时期进行了比较，结果表明，不同质量阶梯的价格上涨模式是新出现的，而不是不同收入层级家庭消费篮子构成的变化，因此也是解释近期通胀不平等的关键。

替代价格指数

我们使用拉斯佩雷斯价格指数来记录通胀不平等，因为这是官方消费者价格指数（CPI）的基础指数，而且它能利用我们的分层指数对通胀不平等进行透明而精确的分解。然而，如果家庭在两个比较期之间不对产品进行替代，该指数就能正确衡量家庭维持固定生活标准的成本变化。鉴于各质量阶梯的相对价格变化很大，家庭很可能通过重新分配支出来做出反应。解决替代偏差的标准方法是使用“上位”指数，以反映家庭预算份额随相对价格变化而发生的变化。托恩奎斯特指数表明，替代反应平均降低生活费用增长 1.6 个百分点，支出分布中最低十分位数的家庭降低 2.6 个百分点。换句话说，这表明替代效应起到了缓解通胀不平等的作用，而不是扭转通胀不平等。我们还表明，使用 Feenstra（1994）对产品进入和退出所产生的偏差进行修正，对通货膨胀梯度的大小几乎没有影响。

高级指数（Superlative indices）隐含的假设是，家庭消费模式的变化反映了他们对相对价格变化的反应，而不是家庭实际收入的变化。我们发现，在此期间，尽管最初价格较低的商品品种价格上涨较快，但家庭在这些商品品种上的支出份额却有所上升。这种行为是反映了价格变化带来的有限替代效应，还是反映了收入效应？在后一种情况下，托恩奎斯特指数等指数可能会夸大维持通胀冲击前生活水平的成本下降。

最近的一篇文献提出了近似生活费用指数的方法，其中考虑到了家庭因收入影响而重新分配支出的情况（Baqae et al, 2024; Jaravel and Lashkari, 2024 年）。我们使用 Jaravel 和 Lashkari（2024）开发的方法来纠正这种“非同调偏差”。

我们发现，在衡量维持生活水平在 2021Q3 原有水平的成本变化时，托恩奎斯特指数的非同调偏差从最贫困家庭的零到最富裕家庭的一个多百分点不等。非同调偏差的梯度部分抵消了未经调整的托恩奎斯特指数所显示的替代效应梯

度。换句话说，对于较富裕的家庭来说，托恩奎斯特指数低估了替代效应的程度，因为这些家庭通过收入效应转而购买价格增长较高的产品，从而使托恩奎斯特指数受到干扰。总体而言，在考虑了替代效应和偏好非同调性之后，我们发现支出分布中最高十分位数的家庭的生活成本增长比最低十分位数的家庭低 7.2 个百分点。

是什么导致了“廉价通胀”？

价格增长相对较高的廉价产品推动了通货膨胀和生活费用的不平等。由于这些价格上涨的主要驱动因素是成本增加，成本冲击的不同传递很可能在推动廉价通胀方面发挥了关键作用。

2021-2023 年的通胀事件是商品和能源价格、劳动力市场以及全球供应链受到一系列复杂冲击的结果。因此，为了评估边际成本冲击是否会不同程度地传导至价格，我们使用了一个更早的成本冲击：英国投票脱离欧盟前后发生的英镑汇率贬值。这很可能对欧元区进口生鲜产品的边际成本产生了类似比例的影响，而对国内同类产品的成本没有直接影响。我们的研究表明，在英镑兑欧元汇率贬值 20% 之后的一年里，在冲击前价格分布的下半部分，欧盟生鲜产品（如水果、蔬菜和肉类）的价格相对于国内产品和价格较高的欧盟产品上涨了约 7 个百分点。这首次提供了英国脱欧推动廉价产品相对价格上涨的证据，并指出较低质量产品的较高比例传递模式可能是廉价通胀和通胀不平等的重要因素。

造成传递差异的一个可能原因是，企业对更昂贵和更高质量产品的加价对成本冲击的反应更灵敏。例如，因为这些产品的利润更大，意味着供应商在提价之前有更多的缓冲空间来吸收成本冲击。Alvarez et al. (2024) 和 Sangani (2023) 都发现，质量阶梯的传递在水平上没有差异，这意味着最初价格较低的产品价格变动比例更大。

结论

对通胀不平等程度的估计通常是通过家庭预算调查，将支出汇总到几十种产品类别中（如 2022 年国家统计局）。我们的研究表明，即使是这些相对详细的调查也会严重误测通胀不平等的程度。一个危险是，在物价上涨特别快的时候，以及对此类估计的需求最迫切的时候，此类测量似乎有可能低估低收入家庭所经历的通货膨胀率。

本文原题为“Cheapflation and the rise of inflation inequality in 2021-2023”。作者为 Tao Chen, Peter Levell 和 Martin O'Connell。Tao Chen 是经济学博士生，研究方向为产业组织和经济不平等的测量。Peter Levell 是伦敦财政研究所（IFS）副所长，也是英国经济政策研究中心（CEPR）的研究成员。他于 2019 年获得伦敦大学学院经济学博士学位。他的工作重点是了解个体家庭的支出和劳动力供给决策。Martin O'Connell 是财政研究所（IFS）研究员，威斯康星大学麦迪逊分校助理教授。[单击此处可以访问原文链接。](#)

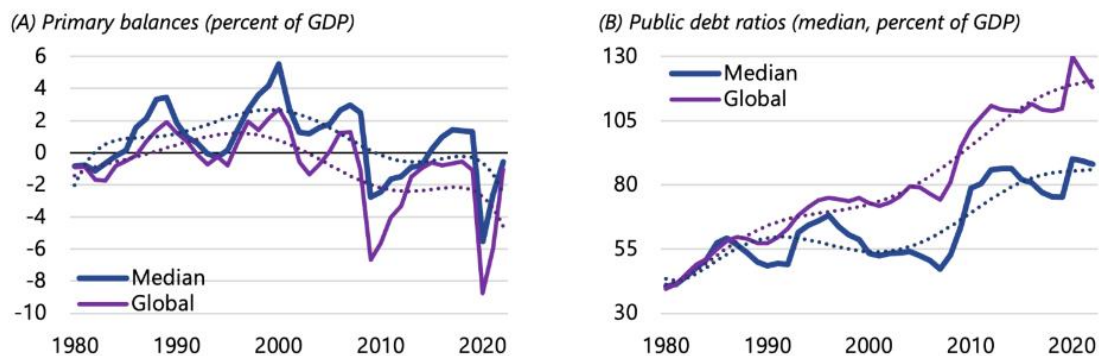
注意缺口：通过财政 R-Star 衡量财政货币紧张

Marijn Bolhuis, Jakree Koosakul, Neil Shenai /文 熊春婷/编译

导读：财政政策和货币政策之间的紧张关系最近成为宏观经济政策辩论的焦点。但它们上涨了多少钱呢？通过引入一个新的财政政策 r-star 概念（可以与货币 r-star 进行比较），本专栏提出了一个衡量财政-货币紧张关系的新框架。根据 16 个发达经济体 140 年来的数据，财政与货币之间的紧张关系目前处于二战以来的最高水平。人们发现，从历史上看，紧张关系加剧与一系列不利的宏观经济结果有关。因此，需要采取强有力的政策行动——包括财政整顿——以帮助重建政策空间，并缓解财政与货币之间的紧张关系。编译如下：

自新冠疫情以来，货币政策和财政政策之间的冲突已经扩大（Blanchard 2023, Gopinath 2023a, 2023b）。在财政赤字和债务水平保持上升趋势的情况下（图 1），货币政策的急剧收紧大幅增加了政府借贷成本（艾德里安，2023）。持续宽松的财政政策也可能加剧通胀压力，使货币政策复杂化。

图 1 发达经济体的债务和基本收支动态



注：全球变量由以当前美元表示的名义 GDP 加权。趋势线是六阶多项式。

资料来源：《世界经济展望》《现代史上的公共财政》《世界银行发展指标》和作者的计算。

借用 Disyatat 和 Borio（2021）的说法，财政和货币政策之间的“稳定走廊”正在缩小。

但有多少呢？财政政策和货币政策之间潜在紧张关系对宏观经济有何影响？在最近的一篇论文（Bolhuis et al.2024）中，我们回答了这些问题。

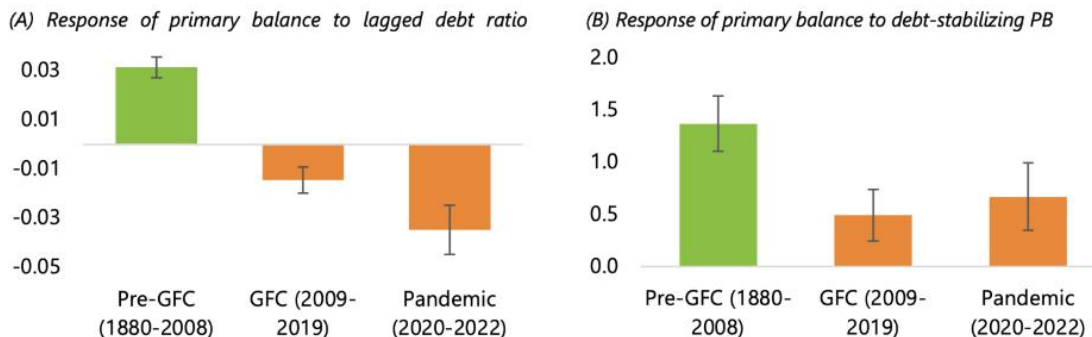
即使在利率上升的环境下，财政与货币关系的紧张程度也不一定很高。这是因为财政当局可以进行财政整顿，以确保债务可持续性。换句话说，更高的利息成本可以通过更具限制性的财政政策来抵消，从而防止债务轨迹进入不可持续的道路。当这种情况发生时，财政政策被描述为“被动的”（Leeper 1991）。相反，当财政当局不增加基本余额以应对较高的借贷成本时，财政政策是“积极的”。在这种积极的财政政策体制下，更高的利率将导致财政与货币之间的紧张关系日益加剧。

博恩（Bohn, 1998）介绍了一种衡量财政政策积极性的方法，即在债务与 GDP 比率的第一个滞后期对基本收支余额与 GDP 比率进行回归。基于该测试，

其他人（例如 Mauro 等人 2015 年）发现，发达经济体往往在审慎时期（消极财政政策）和挥霍时期（积极财政政策）之间摇摆（另见 Zaman 等人，2013）。

我们通过复制博恩对 1880-2022 年间一组发达经济体的研究发现，自全球金融危机（GFC）以来，财政政策对不断上升的债务水平越来越不敏感，即财政政策变得更加积极。具体而言，在全球金融危机之前，基本收支余额的统计显著性和正系数在全球金融危机之后变为负值，并在新冠疫情开始后进一步增加（图 2）。这一结果与第二组回归结果一致，第二组回归测试一个国家的基本财政余额最终是否收敛于其债务稳定的基本财政余额。自全球金融危机以来，基本收支已变得不太可能向其债务稳定水平收敛，并且在新冠疫情爆发后一直如此。因此，有证据表明财政与货币之间紧张关系可能正在加剧。

图 2 财政政策对债务和债务稳定基础收支的反应



注：实线表示 10% 显著性水平的统计显著性，其中使用稳健标准误差，按年份聚类。

资料来源：《现代史中的公共财政》，Jorda 等著。（2017）和作者的计算。

2. 介绍财政 R-STAR 和财政货币缺口

我们提出了两个新概念——“财政 R-star”和“财政-货币缺口”——来衡量积极财政政策下的财政-货币紧张程度。我们使用标准的宏观经济框架推导出这些概念，包括 IS 曲线、菲利普斯曲线以及政府债务的运动规律。

财政 R-STAR 是指在产出达到潜在增长水平且通胀达到目标水平时，给定一个国家的基本赤字路径能稳定一国债务与 GDP 比率的实际利率。从本质上讲，它代表了实际利率的上限，超过这个上限，债务路径可能会变得具有爆炸性。当财政 R-STAR 下降时，财政当局运行赤字的空间就会缩小。

我们认为，财政 R-Star 和货币 R-Star（自然利率）之间的差异——我们称之为“财政-货币缺口”——可以衡量财政与货币之间的紧张关系。

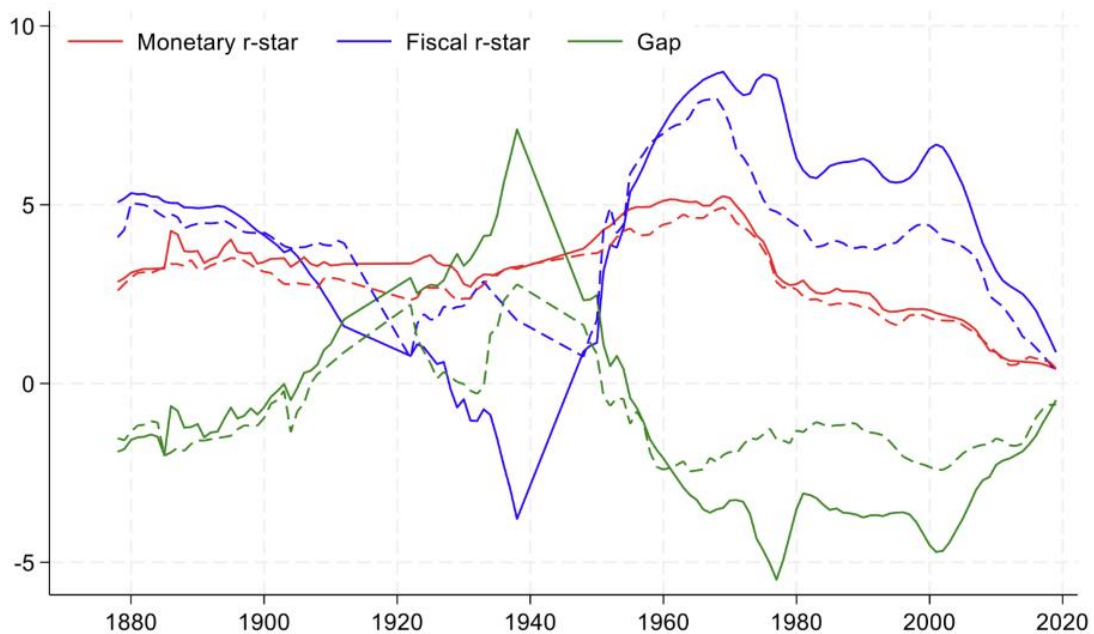
当货币 R-Star 和财政 R-Star 相等时，政策制定者可以同时稳定债务并将通胀保持在目标水平。但当货币 R-Star 高于财政 R-Star 时，就会出现艰难的政策权衡。当央行将其实际政策利率设定为与货币 R-STAR 相匹配时，如果没有财政调整，公共债务动态可能会变得具有爆炸性。或者，中央银行可以将其实际政策利率保持在货币 R-Star 水平之下。这将降低债务积累的成本和速度，从而有利于财政可持续性，但也会给价格和金融稳定带来其他挑战。

3. 财政-货币紧张程度上升了多少？

我们基于 16 个发达经济体 140 年的数据，通过估算财政-货币缺口，记录了财政-货币紧张关系的演变。

我们的结果提供了几个见解。首先，在二战期间，由于战时财政需求，平均财政-货币缺口处于最高水平。其次，在战后繁荣和复员的背景下，这一差距在 20 世纪 70 年代达到历史低点，但从 20 世纪 80 年代初到 21 世纪头十年中期，这一差距一直保持在较低水平且相对稳定，这主要是由于 20 世纪 80 年代初沃尔克时代的反通胀之后，货币 R-Star 的下降。第三，自 2000 年代中期以来，财政-货币缺口一直在攀升。第四，也是最重要的一点，截至 2022 年底，财政货币紧张程度达到了 20 世纪 50 年代以来的最高水平（图 3）。

图 3 财政 R-STAR 和财政-货币缺口的历史估计



注：虚线表示样本的中位数，而实线表示未加权的平均值。

资料来源：Jorda 等。（2017）和作者的计算。

4. 鉴于目前的高度紧张局势，政策调整是必要的

利用本地预测，我们发现财政-货币缺口的上升往往伴随着一系列不利的宏观经济结果（图 4）。其中包括通胀上升、债务增加和汇率走弱。更大的缺口随后也与所谓的政府债务清算相关，即随着时间的推移，利用低实际利率和意外通胀来减少实际债务负担。更大的差距也与几类危机的风险增加有关。

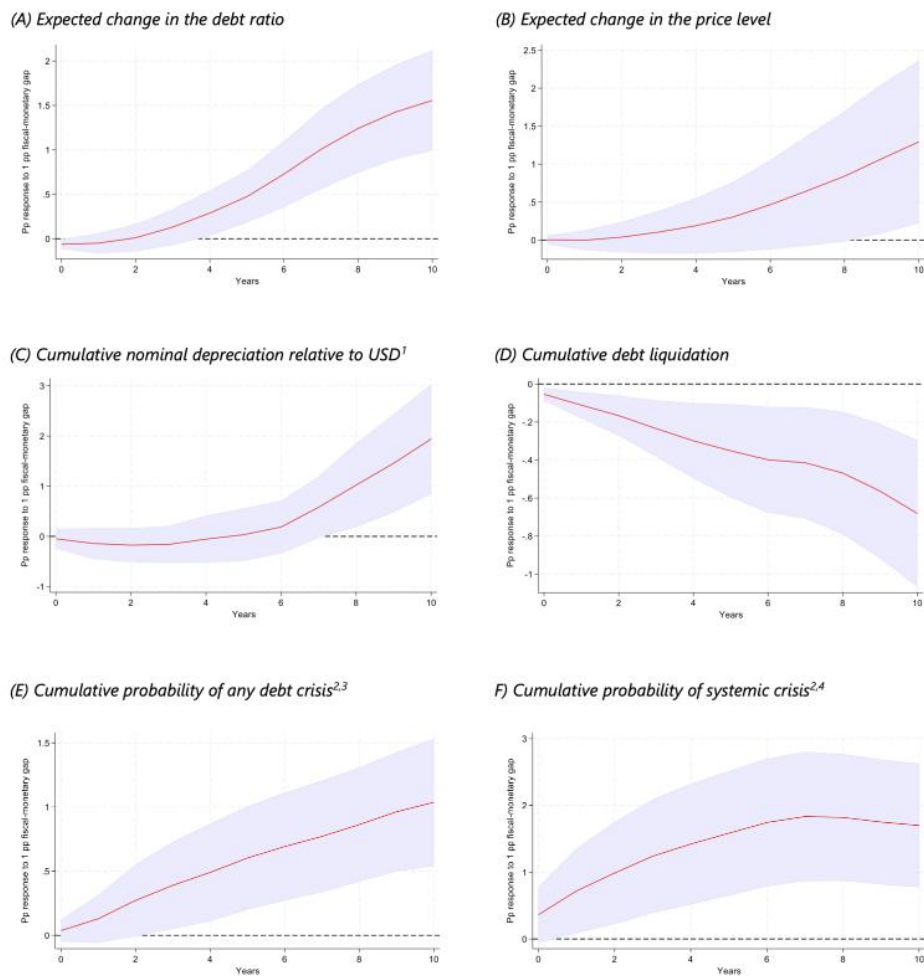
鉴于目前财政-货币关系高度紧张，可能需要进行政策调整以避免这些后果。财政-货币缺口可以通过多种政策工具的组合来弥合。我们的论文讨论了与这些政策行动相关的挑战和潜在的权衡。

正如我们在论文中分析的那样，促进增长的结构性改革可以帮助财政和货币政策重新获得空间。但在全球增长面临诸多不利因素的情况下，中期增长前景可能仍然不温不火（IMF 2024）。这可能需要采取更直接的措施。

其中一项措施是财政整顿，它可以提高财政 R-STAR，从而缓解财政-货币的紧张关系。但执行工作可能受到政治经济因素的限制。目前尚不清楚发达经济体是否具备实现政治上可持续的财政整顿计划所必需的社会凝聚力（Balasundharam et al.2023）。

事实上，政治两极分化和财政-货币缺口之间可能存在双向关系（图 5），两极分化和紧张关系都上升到几十年未见的水平。对这种共同运动的一种可能的解释是，随着社会变得更加两极化，实施减少财政-货币缺口所需的财政调整变得更具挑战性（Roubini 和 Sachs 1989a, 1989b, Alesina 和 Tabellini 1990, Alesina 和 Drazen 1991）。财政-货币紧张关系造成的压力也可能导致两极分化（Gabriel 等人, 2023; 哈布舍尔等人 2023）。

图 4 对财政-货币缺口和选定宏观经济指标的冲击

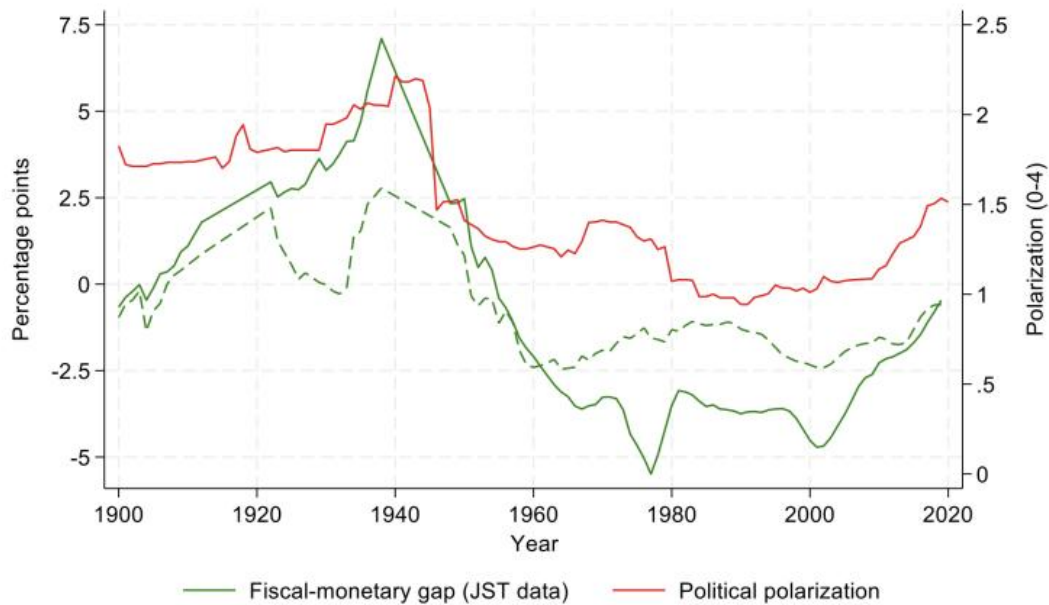


注：1）美国不包括在样本中。单位以每 1 单位美元的外币单位表示。2）由于财政-货币缺口增加 1 个百分点，时间窗口内危机累积概率的预期差异。3）根据卡门·莱因哈特（Carmen Reinhart）的数据，债务危机要么发生在国内，要么发生在国外。4）来自相同数

据集的定义。卡普里奥等人定义了系统性危机。（2005）他将现代系统性危机描述为“银行挤兑、大量不良资产、银行清算和大规模政策干预以支持银行的事件”（Reinhart and Rogoff, 2014）。

资料来源：作者的计算

图 5 政治两极分化与财政货币差距



注：样本包括澳大利亚、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、意大利、日本、荷兰、挪威、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国

来源：各种民主数据集（第 13 版）和作者的计算。政治极化是通过一种基于调查的方法来衡量的，即向每个国家的调查对象提出问题，以得出社会在多大程度上分裂成不同的、敌对的政治阵营，其依据是不同群体与不志同道合的政党进行友好互动的可能性。

政客们可能会采取各种形式的金融抑制措施，以清算大量债务存量或向央行施压，要求其“容纳”额外支出。央行的机构独立性可也应该防止财政当局削弱央行在稳定通胀方面发挥积极作用的能力。

也许较少讨论的是，实现价格稳定也可能带来财政红利。当通胀预期得到很好的锚定时，政府债务的通胀风险溢价将会降低，从而增强财政可持续性。此外，过度宽松的货币政策所导致的通胀预期的任何脱锚，都可能导致货币政策进一步收紧，从而加剧财政与货币之间的紧张关系。

鉴于货币 R-STAR 未来路径的不确定性，政策制定者或许不应假设实际利率将在更长时间内保持在较低水平。在这样的环境中，需要采取强有力的政策行动来逐步缓解财政与货币之间的紧张关系。

作者注：本文所表达的观点仅代表作者的观点，不一定代表国际货币基金组织、其执行董事会或管理层的观点。

本文原题为“Mind the gap: Gauging fiscal-monetary tensions through fiscal r-star”。本文作者 Marijn Bolhuis, Jakree Koosakul, Neil Shenai。Marijn Bolhuis 是国际货币基金组织研究部的经济学家，其研究重点是通货膨胀、货币政策、主权债务和使用机器学习方法进行预测；Jakree Koosakul 是国际货币基金组织欧洲部的经济学家，其主要研究方向为国际宏观经济与金融、市场微观结构、银行监管、财政货币互动等；Neil Shenai 是国际货币基金组织战略、政策和审查部主任助理，其主要研究方向包括财政货币互动、主权债务重组和汇率政策。本文于 2024 年 9 月发表于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国为提振陷入困境的经济而采取的刺激措施可能达不到预期效果

Tianlei Huang /文 熊春婷/编译

导读：9月下旬，中国政府推出了自新冠疫情以来最大规模的货币刺激措施，并表示将提供更多财政支持，这反映出领导人在重振陷入困境的中国经济方面的新紧迫性。尽管这些声明提振了市场情绪，但谨慎是有必要的：在信贷需求疲软的情况下，央行的降息和其他政策举措可能是无效的——“推绳子”，因为在经济低迷时期放松货币政策并不总是像在经济繁荣时期收紧货币政策那样有效。此外，到目前为止宣布的措施并没有解决中国经济中影响其增长的根深蒂固的问题，包括北京日益将国家安全置于经济发展之上，对私营部门的歧视，以及财政政策的不足。编译如下：

1.主体部分

9月下旬，中国政府推出了自新冠疫情以来最大规模的货币刺激措施，并表示将提供更多财政支持，这反映出领导人在重振陷入困境的中国经济方面的新紧迫性。尽管这些声明提振了市场情绪，但谨慎是有必要的：在信贷需求疲软的情况下，央行的降息和其他政策举措可能是无效的——“推绳子”，因为在经济低迷时期放松货币政策并不总是像在经济繁荣时期收紧货币政策那样有效。此外，到目前为止宣布的措施并没有解决中国经济中影响其增长的根深蒂固的问题，包括北京日益将国家安全置于经济发展之上，对私营部门的歧视，以及财政政策的不足。

2.大胆的经济刺激计划

中国人民银行（PBOC）公布的货币刺激计划包括三个主要部分。首先，中国人民银行将存款准备金率下调0.5个百分点，主要政策利率下调0.2个百分点。此次降准和政策降息的规模都比往常要大。中国央行行长还表示，根据经济形势，年底前可能会进一步下调存款准备金率。

其次，中国人民银行将下调现有住房贷款利率约0.5个百分点，并将全国第二套住房的最低首付要求从25%降至15%。它还将把商业银行向地方国有企业发放贷款的资金支持从60%提高到100%，这些企业购买多余的住房库存，将其转换为经济适用房。

第三，中国央行正在创造一项新的结构性货币政策工具来支持股市。符合条件的机构投资者将能够以股票交易所交易基金（ETF）等资产作为抵押，直接从央行借入国债和央行票据等流动性资产，然后出售这些资产以获得更多投资股市所需的现金。央行将向这些为上市公司提供信贷的银行提供再融资贷款，这些公司的目标是回购自己的股票。这些工具是对中国证券监管机构已经推出的一揽子政策的补充，这些政策旨在重振投资者信心、提振股价。

3.买家要小心了

面对这一系列刺激计划，中国股市出现了 10 多年来最好的单周涨幅，狂热的情绪淹没了上海的股票交易系统，导致订单处理出现延误。但买家要小心了：由于几个原因，这些措施的经济效果可能是有限的。

首先，尽管货币宽松措施将降低借贷成本（由于物价下跌，中国的借贷成本一直居高不下），但目前信贷需求如此疲软，以至于家庭和企业可能仍不愿借款，银行可能也不愿放贷。由于经济中缺乏投资机会，向银行体系释放的部分额外流动性可能会流入中央政府债券。

经验表明，住房需求不太可能仅仅因为抵押贷款利率和首付要求降低而出现任何有意义的复苏。在房地产市场大萧条之后，中国家庭不再将住房视为首选资产类别。这种看法将极难扭转。（公平地说，降低现有住房贷款的抵押贷款利率将抑制家庭提前偿还抵押贷款债务，这将减轻银行盈利能力的一些压力。更低的抵押贷款利率也将提高家庭可支配收入，这可以在一定程度上提高私人消费）。

中央银行加大对修改后的经济适用房再贷款机制的资金支持力度也无法扭转住房市场的局面，这主要是因为住房需求旺盛的地区与供应过剩的地区之间存在不匹配。此外，中国主要城市的任何经济适用房的租金收益率都可能太低，无法说服银行和国有企业对央行的措施作出回应。

最后，如果不解决经济中的许多结构性问题并回到市场自由化的道路上，央行支持股市的新工具可能会在未来制造中国股市的泡沫。此外，鉴于国有银行长期偏袒国有企业，国有企业可能比私营企业从央行的计划中获益更多。

4.更多的财政刺激即将出台

货币刺激措施的任何影响都将被紧缩的政府支出所抵消，除非领导人拿出更强有力的财政支持，他们曾表示即将出台财政支持计划，但没有公开说明细节。财政支出明显低于预算水平且低于去年水平，主要原因是财政收入减少，中央与地方政府专项债券可融资的资本投资项目不足。这种财政紧缩加剧了中国的通缩压力。

据报道，中国领导人正在考虑在未来几周内发行价值约 2 万亿元人民币的特别主权债券，以通过刺激家庭消费和帮助地方政府解决债务问题来弥补支出缺口。尽管财政刺激计划的规模并不大，但这样做将有助于推动经济发展。

2 万亿元人民币今年只能花掉一部分。今年的财政支出可能仍达不到预算水平。对年中预算进行调整的最早时机将是 10 月底召开的下一次全国人民代表大会常务委员会会议。考虑到公告和发行之间的时间差，额外的政府资金可能要到 12 月才能到位。此外，如果中国领导人采取通过发展基础设施来刺激经济的传统做法，那么大部分刺激资金可能要到明年春天才能到位，那时中国大部分地区的天气都允许建设。

因此，这种财政刺激的直接效果可能要到明年才会显现出来。这些努力的间接影响——即增加企业和家庭信心、刺激投资和消费——可能更为重要。

本文原题为“China's stimulus measures to boost troubled economy may fall short”。本文作者 Tianlei Huang。Tianlei Huang 是彼得森国际经济研究所 PIIE 研究员、中国项目协调员，他于 2019 年 3 月加入 PIIE 研究所，担任研究分析师，并与安东尼（Nicholas R. Lardy）合作研究与中国经济相关的问题。最近，他在约翰霍普金斯大学高级国际研究学院（SAIS）担任中国和日本金融市场的研究生助教。本文于 2024 年 10 月发表于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

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

网址：<http://www.voxeu.org/>

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/>

Bank for International Settlements (BIS) 国际清算银行

简介：国际清算银行（Bank for International Settlements, BIS）是英、法、德、意、比、日等国的中央银行与代表美国银行界利益的摩根银行、纽约和芝加哥的花旗银行组成的银团，根据海牙国际协定成立于 1930 年，最初为处理第一次世界大战后德国战争赔款问题而设立，后演变为一家各国中央银行合作的国际金融机构，是世界上历史最悠久的国际金融组织，总部设在瑞士巴塞尔。刚建立时只有 7 个成员国，现成员国已发展至 60 家中央银行或货币当局。

网址：<https://www.bis.org/>