



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT

半月度
报告

金融与发展

海外观点

2022年/总第243期

目 录

经济理论

发展金融中的简单数学	3
------------------	---

导读：发展金融中的简单数学表明：如果较贫穷的发展中国家的融资成本是要求年回报率达到 20%或更高（即国际私人投资者在项目层面所要求达到的回报率），那么就不会有太多的投资倾注到清洁能源、绿色交通、更好的医疗保健或更优质的教育当中去。如果项目只需要产生 1%或 2%的财务回报（即接近多边开发银行目前要求的利率），情况就会大大改善。换言之，以低利率为前提才能实现财务和经济可持续型的投资不会产生高资本回报。因此，如果想让大量资金流向低收入和中等收入国家、并用于投资可持续发展的话，只有向私营企业提供大量的补贴，或大幅度增加为国际多边机构提供的资金。对于受援国和援助国来说，可扩展且能够负担的投融资模式并不是以对个别私营部门项目提供大量补贴为基础的定制方式，而是利用多边开发银行向政府提供低成本融资的批发方式。

世界热点

美国经济概况	8
--------------	---

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 9 月 6 日的的数据。

秋季预测：高能源价格推动德国经济陷入衰退	25
----------------------------	----

导读：根据基尔研究所（Kiel Institute）的最新预测，俄罗斯对乌克兰发动战争的后果将急剧中断德国经济的好转。德国今年国内生产总值预计将增长 1.4%，比 6 月份的预测低 0.7 个百分点。对于明年，基尔研究所将其预测下调了 4 个百分点，而不是强劲的增长，德国经济预计将收缩 0.7%，并预计明年的通货膨胀率将达到 8.7%，高于今年的 8%。在 2023 年，德国应该会继续遵循宪法中的“债务刹车”条款，但到 2024 年就难说了。

全球治理

多边开发银行推出政策性担保的时机成熟吗？	28
----------------------------	----

导读：政策性担保（Policy Based Guarantees, PBGs）是多边开发银行通过对部分本金和/或利息提供信用担保来保护私人债权人免受主权债务违约风险影响的金融工具。1999 年国际复兴开发银行（IBRD）首次推出这一工具，旨在帮助各国政府以低成本获得市场贷款。

未来 PBGs 或许会成为特别有用的债务管理工具，它能帮助政府以更优惠的条件保持市场准入，重新配置债务，以及为 ESG 项目引入更多私人资金。

地方政府隐性债务与地方政府融资工具..... 35

导读：为了检测中国地方政府向地方政府融资平台提供的隐性担保，我们创建了一个代理指标来度量地方政府隐性负债率，该指标与地方政府融资平台债券的信用利差相关。更重要的是，该关系会随着政府政策和宏观经济条件的变化而变化，这表明投资者对哪一级政府是隐性担保人的看法会随着时间的推移而变化。

宏观审慎政策对主权债券市场的影响：来自东盟四国的证据..... 38

导读：本文研究了审慎政策是否有助于降低东盟-4 个国家（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国）的主权债券对全球溢出风险的脆弱性。我们在主权债券之间的风险连通性网络中衡量主权债券的脆弱性。其直接影响是，收紧审慎政策的市场对其他地区和全球经济体的国债收益率冲击产生的溢出效应要小得多。间接影响和直接影响的总和表明，审慎政策在长期内降低了主权溢出风险。这些发现表明，审慎政策在主权风险监管和财政部国际化方面具有双重效率。

企业利润增长和股票回报的长期放缓..... 54

导读：过去二十年，利率下降和税率降低导致上市公司利润大幅提高。本文的主要发现是，利息和税费的减少贡献了标准普尔 500 指数的非金融企业过去二十年全部利润增长的三分之一。本文认为较低的利息和税费持续提振企业利润的可能较小，因此未来企业的利润增长或将会显著放缓，从而导致股票回报率下降。

追踪回收的特别提款权：寻找“大脚怪”的更多信息..... 60

导读：大部分特别提款权的再利用（从援助国流向中低收入国家）是通过国际货币基金组织的减贫与增长信托或复原力与可持续发展信托来实现的。本文基于 IMF 目前公开的数据追踪这一情况并做出推断。IMF 在回收的特别提款权方面取得了一些进展。由于诸多数据滞后和缺失，在回收的特别提款权的数量上确定一个明确的数字也存在其他困难。本文建议 IMF 应将有关 PRGT 和 RST 财务的摘要信息合并在一份报告中，每月发布一次，且 IMF 应该更清楚地展示援助国的认捐、承诺款项（签署的协议）和支付情况，公布每份捐助协议的资金如何使用。

发展金融中的简单数学

Charles Kenny/文 母雅瑞/编译

导读：发展金融中的简单数学表明：如果较贫穷的发展中国家的融资成本是要求年回报率达到 20%或更高（即国际私人投资者在项目层面所要求达到的回报率），那么就不会有太多的投资倾注到清洁能源、绿色交通、更好的医疗保健或更优质的教育当中去。如果项目只需要产生 1%或 2%的财务回报（即接近多边开发银行目前要求的利率），情况就会大大改善。换言之，以低利率为前提才能实现财务和经济可持续型的投资不会产生高资本回报。因此，如果想让大量资金流向低收入和中等收入国家、并用于投资可持续发展的话，只有向私营企业提供大量的补贴，或大幅度增加为国际多边机构提供的资金。对于受援国和援助国来说，可扩展且能够负担的投融资模式并不是以对个别私营部门项目提供大量补贴为基础的定制方式，而是利用多边开发银行向政府提供低成本融资的批发方式。编译如下：

从亚的斯亚贝巴到格拉斯哥举办的全球会议正在制定气候、健康、教育到能源和交通等方面的发展目标。这些发展目标需要对可持续发展进行大量的投资，但能投资多少取决于为它付出的成本需要多少。这就是发展金融中需要应用到简单数学的地方：如果较贫穷的发展中国家的融资成本是要求年回报率达到 20%或更高（这也是国际私人投资者在项目层面所要求达到的回报率），那么就不会有太多的投资倾注到清洁能源、绿色交通、更好的医疗保健或更优质的教育当中去。如果项目只需要产生 1%或 2%的财务回报（即接近多边开发银行目前要求的利率），情况就会大大改善。反过来说，只有向私营企业提供大量的补贴，或大幅度增加为国际多边机构提供的资金，才能大幅度缩小投资缺口。从亚的斯亚贝巴（Addis Ababa）到格拉斯哥（Glasgow）举办的全球会议正在制定气候、健康、教育到能源和交通等方面的目标，这些目标需要对可持续发展进行大量的投资。但能投资多少取决于为它的成本需要多少，这就是发展金融中应用到简单数学的地方。

几乎所有人都认为我们需要大量的投资...

我们看到，实现包括减缓和适应气候变化在内的全球发展目标所需的成本令人瞠目，涉及到数万亿美元。根据卡拉斯和麦克阿瑟（Kharas and McArthur）的说法，对于许多较贫穷的国家来说，为了实现可持续发展目标，他们每年必须支出的数额是 GDP 的 10%或更多。这表明，有些发展目标的设定可能过于雄心勃勃，而且把投资看作实现许多发展目标的唯一或最重大的挑战是非常危险的。尽管如此，这也意味着，要让如此重大的投资在某种程度上显得合理，就需要从外部获得大量的资金。

...但大量的投资需要考虑能否承担还款压力...

发展中国家能够进行多少投资取决于它们必须向提供投资资金的机构支付多少钱。这个问题可以用一个简单的抵押贷款计算器来说明：贷款 10 亿美元 30 年，利率为 2%，每月还款额为 370 万美元。借同样的钱 15 年，利率 20%，每月支付 1760 万美元。如果你借钱是为了投资，并以 20% 的利率借款 15 年，那么产生的收益将是以 1% 的利率借款 30 年的近 5 倍。

事实证明，在发展中国家的一些投资似乎可以获得足够的收益，至少可以支撑 20% 的利率，这似乎是私人投资者在为这些国家的基础设施项目投资时所期望的。来自欧洲复兴开发银行收集的私营基础设施项目的数据显示，该银行覆盖的国家的金融回报率平均为 23%。最近，对发展中国家公私伙伴关系项目（以下简称 PPP 项目）的公平成本估计显示，交通方面 PPP 项目要求的权益成本为 14% 至 20%，卫生服务方面 PPP 项目要求的权益成本为 16% 至 22%。国际货币基金组织工作人员的分析显示，基础设施的股本回报率在 8% 至 37% 之间，电力的股本回报率在 8% 至 29% 之间（撒哈拉以南非洲为 37% 和 27%）。

...大量的投资也需要考虑可以调整的投资范围

然而，遗憾的是，似乎没有多少投资机会能够超过 20% 的门槛。这就是发展中国家基础设施 PPP 项目在基础设施投资中所占比例如此之小，甚至不断下降的根本原因。事实上，公正地说，大多数在较贫穷国家的投资都无法获得接近 20% 的回报。较高投资率与国内生产总值快速增长之间的总体关系并不是显著、稳健和同质的。而且有一些证据表明，在一些发展中国家，投资对长期人均国内生产总值增长的影响往往接近于零。正如我们所看到的那样，这种观点可能太消极了：一些项目确实产生了那些回报，而且可能有非常重要的影响，但没有在 GDP 的统计中体现出来。换句话说：如果低收入国家拥有大量的可带来 20% 回报的潜在投资机会，它们就不再是低收入国家了。

在任何收入水平的国家中都很少有国家能为大规模投资普遍提供 20% 的回报率。但在发展中国家中，导致能达到这种回报率的项目稀缺的原因可能还涉及当地技能或配套基础设施的严重短缺。此外，或许制度上的差异（和弱点）也在起作用。也许更最简单的原因是缺乏资源：贫穷国家的穷人没有太多的钱可以花。PPP 项目对政府来说也很昂贵：平均约三分之一的总投资成本是由政府承担的，而且交易往往涉及或有负债（电力项目的“照付不议”义务，投入的价格保证，交通项目的收入保证等等），低收入国家根本没有财力去做太多对最终消费者和政府合作伙伴来说都非常昂贵的项目。

如果我们不能通过大幅度增加收益达到 20% 或更高的项目数量来轻松解决（长期公认的）高回报和国际私人投资在发展中国家规模有限的问题，那么降低回报预期会如何呢？在私人投资者方面，目前对这些回报的需求似乎不是主

要由风险驱动的：欧洲复兴开发银行等发展金融机构在新兴市场的投资出现违约的几率很低。新兴市场作为一个整体似乎比富裕国家的高收益国内公司债券更安全，过去 5 年新兴和发展中市场的基础设施贷款符合 AA 或 Aa 的评级。这表明，高昂的资本定价反映的是这样一个事实：这些投资是长期的，并且是在小而未知的市场上交易罕见的、定制的一次性项目。每一美元投资所对应的尽职调查的资金成本和时间成本都非常高昂，再加上存在不确定性和有限的多样化潜力，不出所料地导致了投资者对高回报的需求。

在这些更广泛的投资问题得到缓解之前，发展中国家预期的私人资本回报率仍将相对较高。为这些国家个别项目提供融资的私人投资者将要求高额利率，并且能够产生预期回报率的投资数量将非常有限。从这个意义上来说，我们所需要的只是加强项目的相关设施配套从而创造更多的项目，限制公私合伙投资基础设施的瓶颈问题就会得到解决。但这是一种自负的想法——因为这一问题有着更深层次的根源，如教育和制度因素、与小而未知的市场打交道的交易成本等。有更多的国际私人投资倾注在低收入国家的基础设施上是一件好事，但很难想象这种投资能以目前的价格迅速扩大到接近所需规模的程度。

使更多的投资成本减少

鉴于此，快速扩大投资的最佳方式，不是试图在单个交易中产生足够的回报，从而取悦（国际）私人投资者。相反，是寻找更廉价的投资和融资来源。幸运的是，有一个方法：即使在全球利率上升的时期，大多数发展中国家政府也能以远低于 20% 的利率从国际市场中借款。例如，非洲政府债券的平均利率为 6.1%。

特别是在国际资本方面，政府可以比私人项目赞助者以更低的成本借款，这也是有道理的：政府规模大得多，可以发行“标准”债务产品。当然，即便是发展中国家的政府，其与发达国家的公司相比，规模也很小，但至少大体上它们属于同一水平。在除南非以外的所有撒哈拉以南非洲地区，收入超过 5 亿美元的公司不到 200 家，但即使是像布基纳法索这样相对较小、贫穷的发展中国家，政府的非拨款收入也高达 27 亿美元。

多边机构贷款能够提供的利率比私人贷款更低且更可持续。非洲债务数据库中，多边贷款的平均利率为 1.0%，期限为 28 年。其中许多贷款是补贴的：非补贴的国际复兴开发银行的贷款利率更接近 2%，而不是 1%（根据国家和国际利率的不同而不同），期限往往是 20 年而不是 30 年。然而，即使没有补贴的多边贷款也比来自私营部门的贷款便宜得多。2021 年，对于更大、更富裕的发展中国家来说，五年期美元计价主权债券与八年期国际复兴开发银行灵活贷款之间收益率的贴现差距仅为 1 到 2 个百分点。但对于包括埃及、巴基斯坦、尼

日利亚和肯尼亚在内的国家来说，这一贴现差距上升到了 4 到 5 个百分点。对于许多根本没有发行主权债券的低收入国家来说，贴现差距还会大得多。

与私营部门向政府提供贷款相比，多边贷款的另一个优点是，它有助于提高这些政府从其投资中获得的回报：向多边机构的借款应通过充分竞争和尽量减少成本的办法来确保资源用于回报相对较高的活动。在这种情况下，多边支持似乎可以获得真正的经济回报：即使在最贫穷的国家，对正确领域的国际公共投资也能带来经济增长。简而言之，通过多边机构提供公共部门贷款应该能够通过降低财务成本和增加经济效益的方式，使得可持续投资水平大幅度提高，这将优于直接的私人融资方式。

降低为更多投资融资的成本

如果说发展金融的简单计算表明，与使用（国际）私营部门资源相比，向政府提供公共贷款将允许其在财务和经济上有更可持续的投资，那么对于富裕国家的政府来说，还存在一个合理的可扩展性问题。但事实证明，国际公共财政的投资方式对于捐助方来说也是能够负担得起的。

贝莱德（BlackRock）最近的一项提议（没有太多证据）表明，将私人公司引入发展中市场，为气候缓解项目提供资金，这需要大约 10% 的项目成本：每年 1000 亿美元的补贴，才能吸引每年 1 万亿美元的私人绿色投资。目前还不清楚投资者在补贴后仍希望看到的回报率是怎样的，但贝莱德对过去 10 年基础设施资产回报率的分析表明，基础设施资产的回报率约为 7.4%，因此这或许是一个合理的基准。

将这种方法（10% 的赠款补贴加上 7.4% 的回报率）与世界银行（World Bank）进行比较，去年世界银行用 180 亿美元的官方资本支持了 2230 亿美元的未偿贷款组合，并允许未来继续发放新的贷款，所有贷款的实际利率都接近 2%。对支持发展中国家投资的援助国而言，扩大多边项目规模是比补贴个别项目更能够承担的办法，这对发展中国家来说也是一种更可持续的方法。

多边路线存在一定风险。与发展中国家的个别借款相比，世界银行借款具有规模大、多样化、标准化、借款历史长、流动性高、尽职调查成本低等优点。除此之外，世界银行还受益于富裕国家股东的担保。这就是为什么中国能够以极低的利率从国际金融市场借款，并将节省下来的资金转移给发展中国家政府的重要原因。但这也意味着富裕国家政府可能不得不承担世界银行贷款违约的负担。尽管这种情况非常罕见，但还是会发生，并往往会以援助告终。重债穷国债务减免计划涵盖了不可持续的多边银行和国际货币基金组织的债务，其成本约为 760 亿美元。

另一方面需要注意的是，外国私人投资者要求的回报给公共债务带来了类似的经济压力（如果与主权担保挂钩，或与或有负债挂钩，则几乎完全相同），而公共债务附带的较低偿还要求本身就是一种保护。较低的利率和较长的期限之所以能够降低违约风险，是因为它们降低了还款负担。特别是当许多低收入国家面临创纪录的债务负担时（这主要是由私营部门的可变利率贷款导致的），请富裕国家政府提供更多的低息贷款是有道理的。

要大幅度增加用于可持续发展投资的资金，援助国应支持多边银行大幅度增资，同时向国际开发协会和非洲发展基金等补贴贷款机构提供大量（如果杠杆率较低）赠款。由此产生的信贷可用于支持新的投资，也可用于偿还更昂贵的债务，或收购成本过高的公私合作协议（所有的这些都最好以折扣价出售），为更可持续的投资流动创造空间。这些资金最好是在现有承诺的基础上额外增加的。但鉴于目前只有三分之一的官方发展援助是由接受援助的机构实际执行的，还有相当大的空间可以将现有资源从影响较低的双边援助转向更有可能刺激增长和财政能力的多边援助。

发展金融的数学很简单：以低利率为前提才能实现财务和经济可持续的投资不会有高利率（事实证明，许多绿色投资项目尤其如此）。因此，如果你想让大量资金流向低收入和中等收入国家，并用于投资可持续发展的话，对于受援国和援助国来说，可扩展且能够负担的投融资模式并不是以对个别私营部门项目提供大量补贴为基础的定制方式，而是利用多边开发银行向政府提供低成本融资的批发方式。

本文原题为“[The Simple Math of Development Finance](#)”。本文于2022年7月5日发布全球发展中心（CGD）的网站上。本文作者是 Charles Kenny，其是全球发展中心的高级研究员。[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9月6日的数据。编译如下：

一. 总览

1. 就业增长稳健，失业率上升，实际可支配收入增加，并且核心个人消费支出（PCE）通胀放缓。

2. 第二季度产出下降。

(1) 拖累经济增长的因素包括库存、食品和天然气方面的消费者支出以及住宅投资。

(2) 出口和消费者服务支出推动经济增长。

3. 7月份实际可支配收入增加。

(1) 该水平仍低于其趋势增长路径。

(2) 实际消费者支出小幅上升。

(3) 个人储蓄率保持在较低水平。

4. 就业人数稳步增长，同时由于劳动力数量大幅增加，失业率上升。

5. 7月份核心 PCE 通胀同比增速略微下降，环比增速则大幅下降。

6. 10年期美国国债收益率上升，而标准普尔 500 指数回落，此外美元升值。

(一) 2022 年第二季度产出低于疫情前的趋势路径。

1. 自 2019 年第四季度以来，GDP 的年增长率为 1.0%。

(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%。

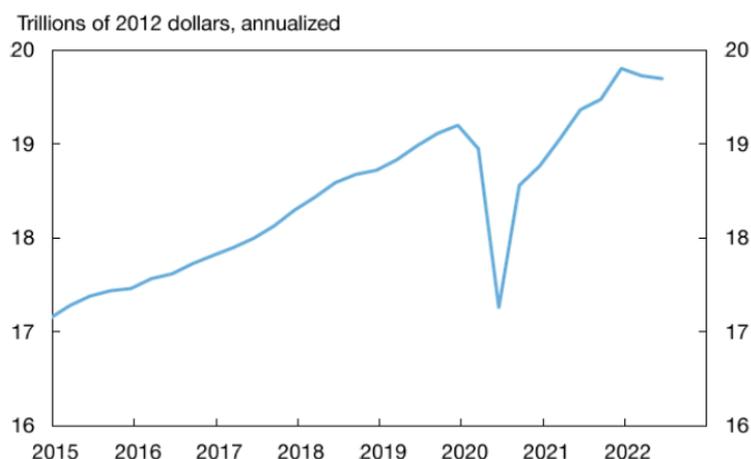
(3) 如果自 2019 年第四季度以来，GDP 增速接近长期预测值，那么当前第二季度的 GDP 水平将比预期水平低了 2%。

2. 失业率低于长期正常水平。

(1) 8 月份 3.7% 的失业率低于蓝筹股调查对 2024-2028 期间平均失业率 3.8% 的预测，低于 SEP 对长期失业率 4.0% 的预测中值。

(2) 8 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

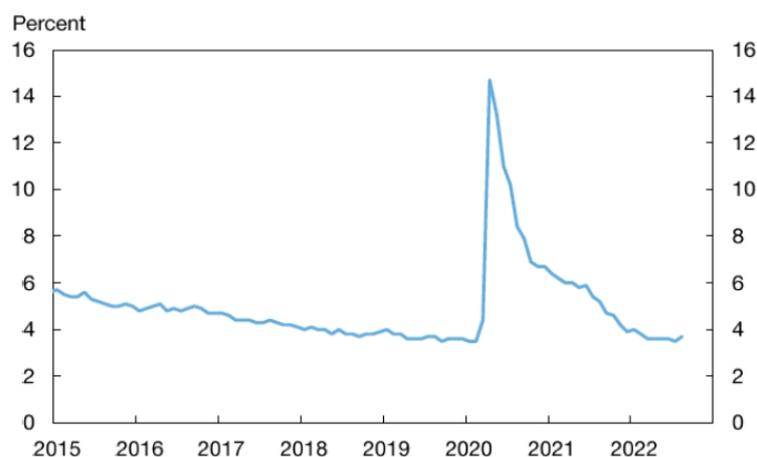


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）失业率上升。

1. 失业率从 7 月份的 3.5% 升至 8 月份的 3.7%，主要是由于劳动力参与率升高。
2. 家庭调查的就业数据增长 31.5 万人。
3. 劳动力参与率从 7 月份的 62.1% 增至 8 月份的 62.4%。

图 2 失业率



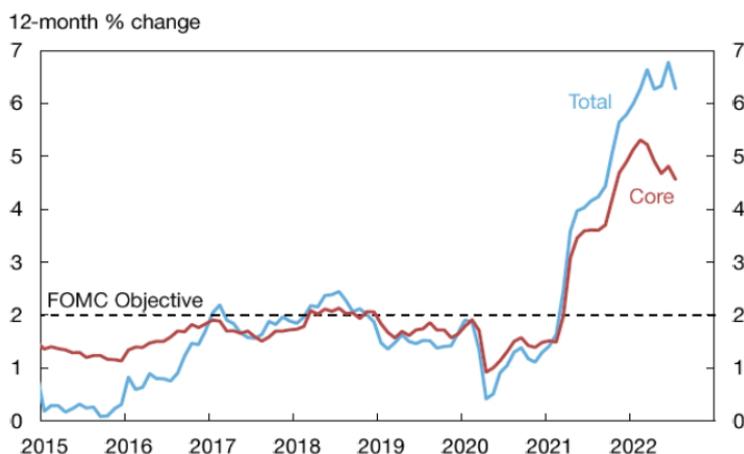
数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

（三）7 月份 PCE 通胀下降。

1. PCE 通胀的同比增速从 6 月份的 6.8% 降至 7 月份的 6.3%。
 - (1) 食品价格上涨 12%，同时能源价格上涨 34%。
2. 核心 PCE 通胀从 6 月份的 4.8% 降至 7 月份的 4.6%。
 - (1) 耐用品通胀从 6.1% 下降至 5.6%。
 - (2) 房屋通胀从 5.5% 升至 5.9%。
3. 核心 PCE 通胀的环比年化增长率从 6 月份的 7.6% 降至 7 月份的 1.0%。

- (1) 耐用品指数在 6 月份上升 7.6% 之后，在 7 月份降至 2.3%（年率）。
- (2) 房屋通胀从 9.0% 下降至 8.1%。

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 年第二季度 GDP 与 GDI 差异进一步扩大。

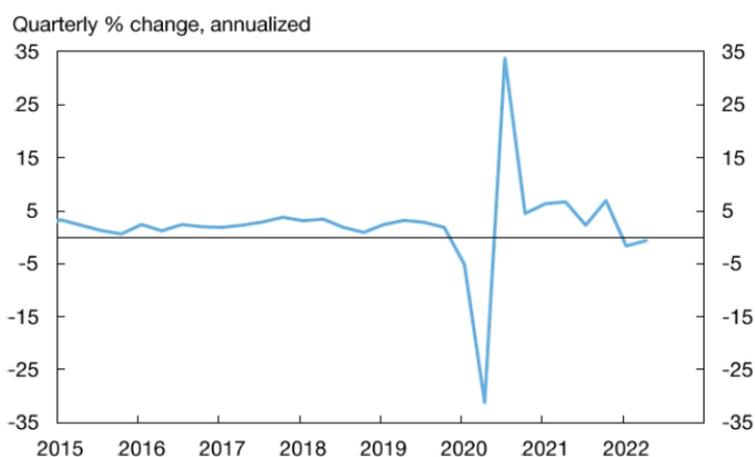
1. 继第一季度下降 1.6%（年率）之后，GDP 在第二季度再次下降 0.6%（年率）。

- (1) 尽管连续两个季度出现下滑，GDP 仍同比增长 1.7%。
- (2) 存货投资是 GDP 下降的主要原因。
- (3) 对私人国内购买者的最终销售（消费加上私人固定投资）在本季度略有上升。

2. 相比之下，实际个人可支配收入（GDI）在第二季度增长 1.4%（按年率）。

- (1) 实际 GDI 同比增长 3.9%。
- (2) 第二季度 GDI 比 GDP 高出近 4%，这是二战以来差距最大的一次。

图 4 GDP 增长



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）7 月份制造业活动反弹。

1. 7 月份制造业指数上升 0.7%。

(1) 总体指数同比上涨 3%，比疫情前的水平高出 4%。

2. 汽车行业的制造业指数上升 6.6%。

(1) 该指数同比上涨 13%并且比疫情前的水平高出 9%。

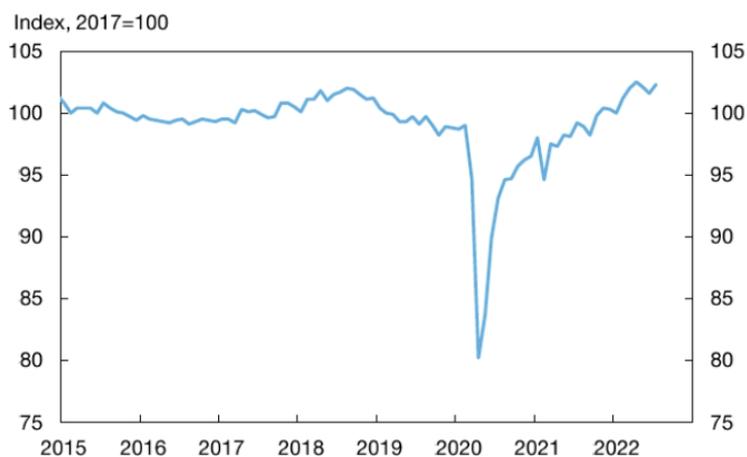
3. 8 月份 ISM 制造业指数表示经济温和增长。

(1) 价格指数大幅下跌，接近历史平均水平。

(2) 新订单分项出现反弹。

(3) 相比 4 月份的低迷，供应商交货指数稳定在一个较好的水平上。

图 5 制造业指数



数据来源：美国联邦储备委员会。

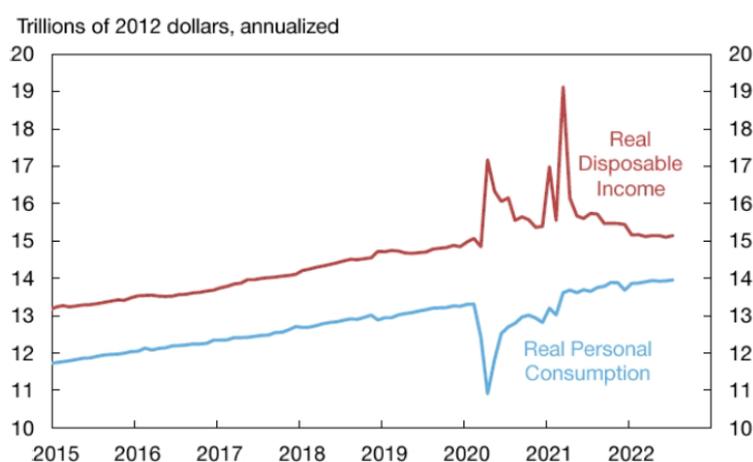
三. 家庭

（一）7 月份实际可支配收入上升。

1. 7 月份实际可支配收入上升 0.3%，同时名义个人收入上涨 0.2%。

- (1) 名义薪酬上涨 0.8%，而经营者收入下降 1.4%。
 - (2) 名义收入同比增 5%，其中薪酬同比增长 9%，经营者收入同比增长 3%，投资收入同比增长 4%，而转移收入同比下降 4%。
 - (3) 到目前为止，2022 年的实际可支配收入基本保持在同一水平。
2. 7 月份实际个人消费支出较上月增长 0.2%，同比增长 2%。
- (1) 自从 2021 年 10 月以来，支出几乎一直保持不变。
 - (2) 个人储蓄率维持在较低水平。

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）7 月消费者支出增加。

1. 实际商品支出增长 0.2%，与去年同期持平。

(1) 自 2021 年年中以来，耐用品支出一直持平，而非耐用品支出自年初以来呈下降趋势。

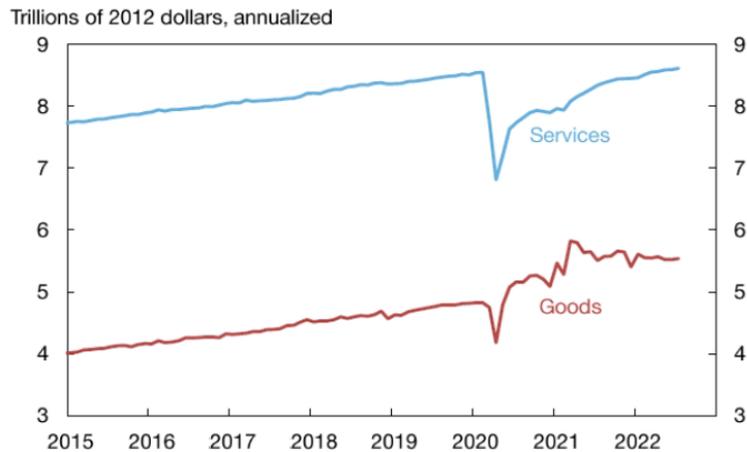
(2) 食品购买已回落至其趋势增长路径，而汽油支出则降至趋势增长路径以下。

(3) 商品支出比其趋势增长路径高出约 5%。

2. 服务业的实际支出增长 0.2%，并且同比增长 3%。

(1) 随着娱乐、医疗、公共交通和个人护理支出的减少，支出比其趋势增长路径低 3%。

图 7 消费者支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

四. 商业部门

（一）2022 年第二季度设备支出有所回落。

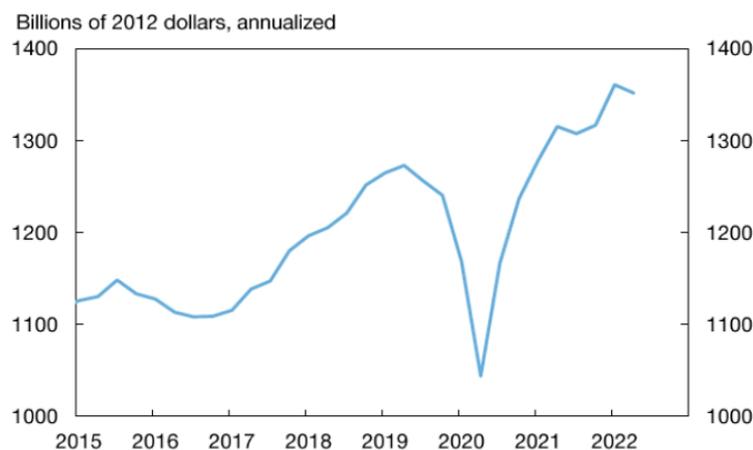
1. 在第一季度快速增长之后，实际商业设备支出在第二季度下降 2.7%（年率）。

- (1) 本季度设备支出使得 GDP 年化增长率下降了 0.2 个百分点。
- (2) 信息和工业类别的支出下降，而运输类别的支出上升。
- (3) 设备支出同比增长 2.8%。

2. 资本货物订单在 7 月略微增长，并且保持在较高水平。

(1) 即便如此，近几个月的订单数据表明，实际设备支出低迷，尤其是最近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



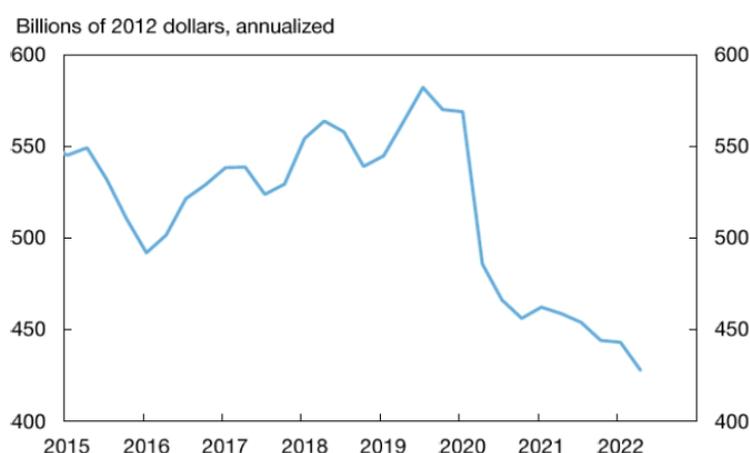
数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）第二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二季度以 13.2% 的年率下降。

- (1) 建筑投资使得 GDP 年化增长率下降了 0.4 个百分点。
- (2) 支出同比下降 7%，自 2019 年第四季度以来下降了 25%。
- 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七个季度。
- (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 12%。
- 3. 7 月份的名义私人非住宅建筑支出略微高于 2021 年 12 月的水平。

图 9 非住宅建筑投资



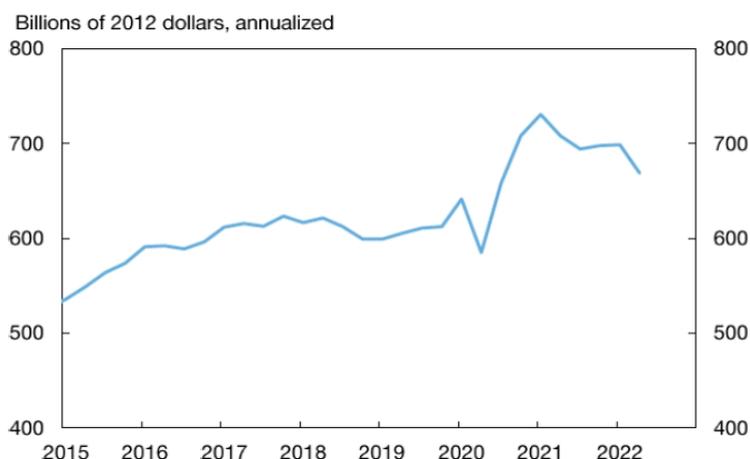
数据来源：经济分析局（BEA）。

五. 房地产行业

(一) 第二季度住宅投资支出大幅下滑。

- 1. 住宅投资使得 GDP 年化增长率下降了 0.8 个百分点，但仍比 2019 年第四季度的水平高出 10%。
- 2. 独户和多户住宅的投资支出表现仍很强劲。
- (1) 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 23% 和 20%。
- (2) 住房改善和佣金支出下降，拖累了整体住宅投资支出的增长。
- 3. 房屋开工量在 7 月份下降 10%。

图 10 住宅投资

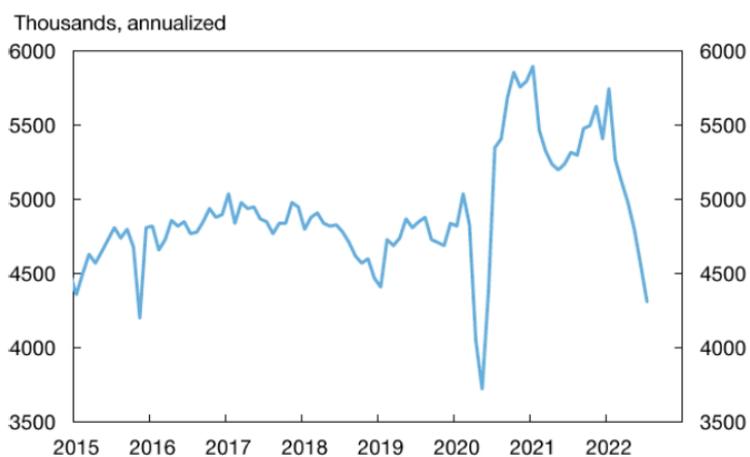


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）7月份房屋销售再次下降。

1. 7月份独户住宅现房销量下降 5%，较 2022 年第一季度下降了 22%。
2. 7月份独户住宅新房销量下降 10%，较 2022 年第一季度的水平低 40%。
3. 6月份房价同比上涨 18%。
 - (1) 6月份房价环比上涨 4%（年率），较 5月份 16%的涨幅有所放缓。

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）第二季度联邦实际支出再次下滑。

1. 联邦政府实际支出使得第二季度 GDP 的年增长率下降了 0.3 个百分点，这是其第四个季度拖累经济增长。

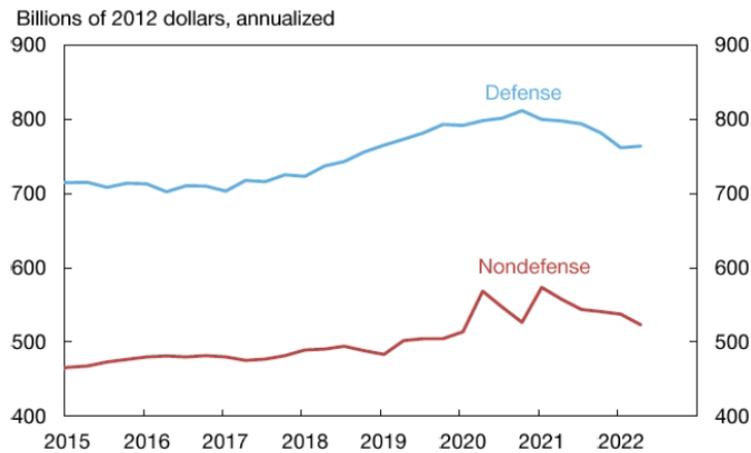
(1) 非国防支出使第二季度 GDP 的年增长率下降 0.3 个百分点，而国防支出保持不变。

(2) 总支出同比下降 5%，其中消费下降 6%，而投资支出保持不变。

2. 来自非国防支出的拖累反映了一个统计上的怪癖。

(1) 联邦政府在战略石油储备 (Strategic Petroleum Reserve) 中出售的石油会从政府消费中扣除, 增加到私人库存, 由此对总产出没有净影响。

图 12 美国联邦政府支出



数据来源: 经济分析局 (BEA)。

(二) 第二季度州和地方政府支出下降。

1. 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。

(1) 支出与上年同季度持平。

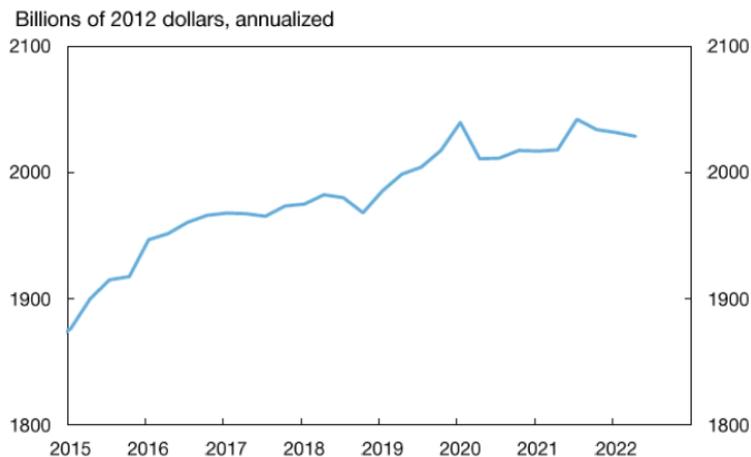
2. 州和地方政府的消费支出与上一季度持平。

(1) 消费支出同比增长 2%。

3. 投资支出下降了 2%，其中建筑支出 3% 的下降和设备采购 1% 的下降抵消了知识产权产品 1% 的增长。

(1) 投资总支出同比下降 7%，同时建筑支出下降了 10%。

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）7月份核心CPI通胀的环比增速大幅下降。

1. 7月份核心通胀的同比增速保持在5.9%。

(1) 核心商品通胀从6月份的7.2%降至7月份的7.0%。

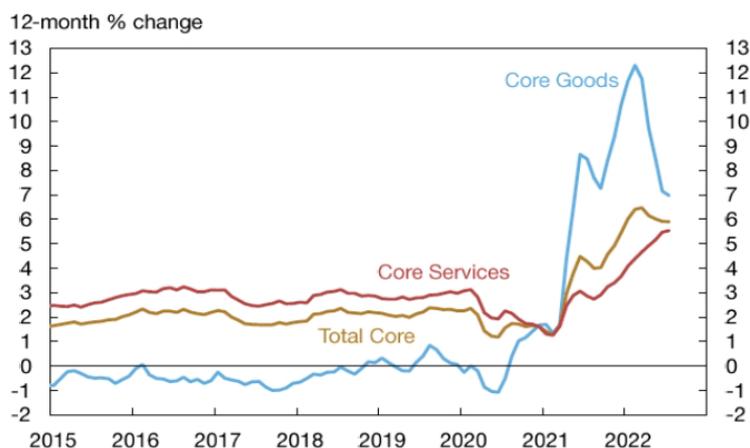
(2) 核心服务通胀保持在5.5%，其中租金通胀从5.8%上升到6.3%。

2. 核心CPI的环比增速为0.3%（年率为3.8%），远低于6月份0.7%的增幅（年率为8.8%）。

(1) 核心商品的月平均通胀率从0.8%降至0.2%。

(2) 核心服务的月平均通胀率从0.7%降至0.4%。

图14 核心CPI通胀率



数据来源：劳工统计局（BLS）。

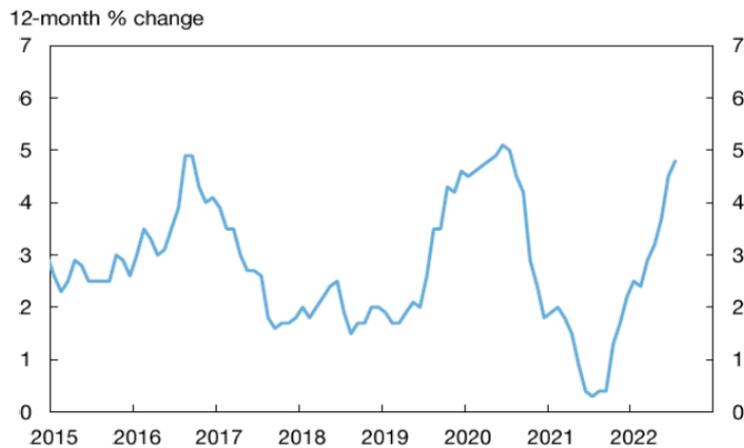
（二）医疗通胀进一步走高。

1. 7月份CPI的医疗分类指数同比增长4.8%，主要是由于健康保险费用上涨了21%。

2. 医院护理服务指数同比上涨4.0%，实体服务指数上涨0.8%，并且药品指数上涨3.5%。

3. 近年来，保险费用发生了很大的波动。在过去的三年里，医疗保险的价格上涨了10%（非年化）。

图 15 CPI 通胀：医疗



数据来源：劳工统计局（BLS）。

八. 劳动力市场

（一）8 月份就业增长稳健。

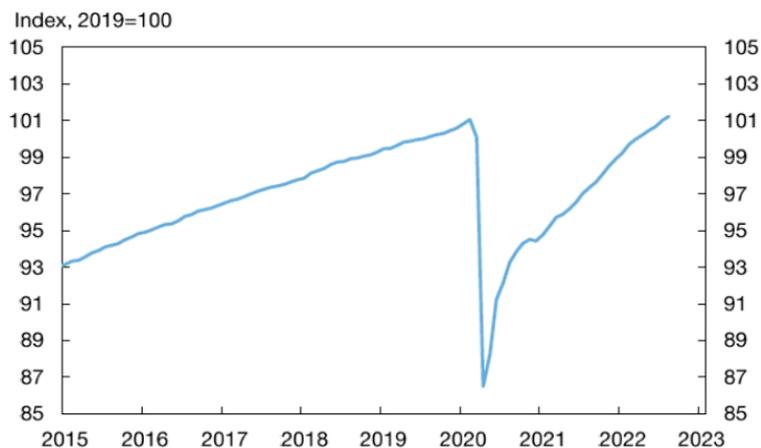
1. 非农就业人数在 8 月增长 31.8 万人。

- (1) 这略低于最近几个月的平均涨幅。
- (2) 专业和商业服务业、医疗保健和零售贸易业的增幅最大。

2. 8 月份家庭调查的就业人口比率为 60.1%，较 7 月上升 0.1 个百分点

- (1) 在过去六个月，这一比率一直保持在 60% 左右的狭窄区间内。
- (2) 黄金年龄比率上升，其中女性的比率高于疫情前的水平，而男性的比率低于疫情前的水平。

图 16 就业情况



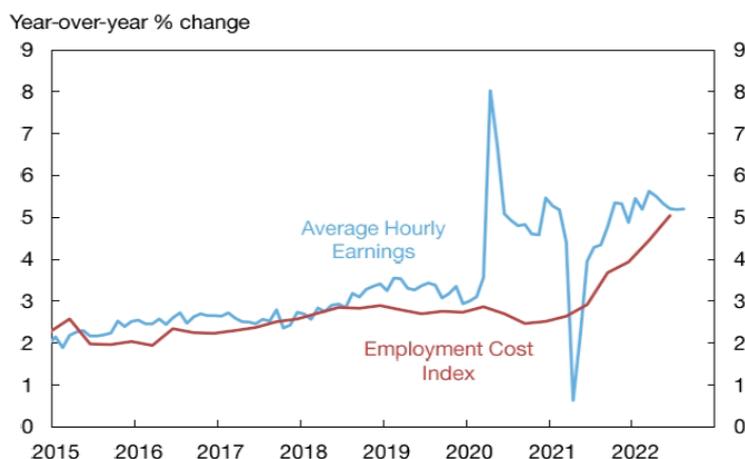
数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）8 月份工资增速放缓。

1. 8 月份平均时薪环比增长 0.3%（年率为 3.8%），低于 7 月份的 0.5%（年率为 5.8%）的增幅。

- (1) 时薪同比增长 5.2%，与 7 月份持平。
 - (2) 在过去的三个月里，收入都以 4.8% 的年率增长。
2. 除了金融和信息服务业，工资增长放缓普遍存在。
 3. 从 3 月到 6 月，就业成本指数的年增长率为 5.4%。

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) 8 月份地区商业活动疲软。

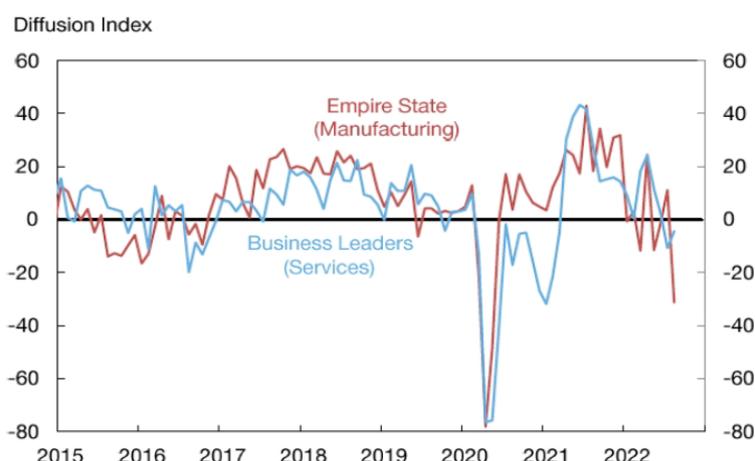
1. 根据 8 月份的地区商业调查，制造业活动大幅下降，服务业活动依然疲软。

(1) 商业领袖调查的整体指数（服务业企业）上升 6 个点，但仍维持在负水平，为-4.4，而帝国州制造业调查的整体指数（制造业企业）暴跌 42 个点至-31.3，是有记录以来的第二大跌幅。

(2) 尽管制造业的每周平均工作时间下降，但这两个行业的就业人数都有小幅增加。

(3) 制造业的投入品价格增长放缓，但其他价格指数几乎没有变化。

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。

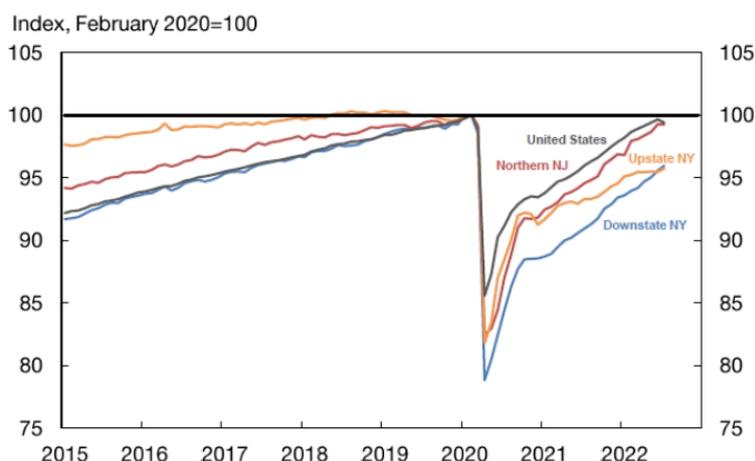
1. 7 月份，纽约州南部、新泽西州北部和波多黎各的就业增长超过全国，但纽约州北部和费尔菲尔德的表现仍不如全国。

(1) 在过去的 12 个月里，纽约州南部的就业率增长了 5.5%，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 2.7%，纽约州北部增长了 2.6%，而全国范围内的就业增长了 4.2%。

(2) 纽约州南部的就业率比疫情前水平低 4.0%，纽约州北部低 4.2%，新泽西州北部低 0.7%，费尔菲尔德低 1.9%，而全国已完全恢复。

(3) 波多黎各 7 月份的就业率同比增长 5.0%，比疫情前水平高出 5.7%。

图 19 地区就业趋势



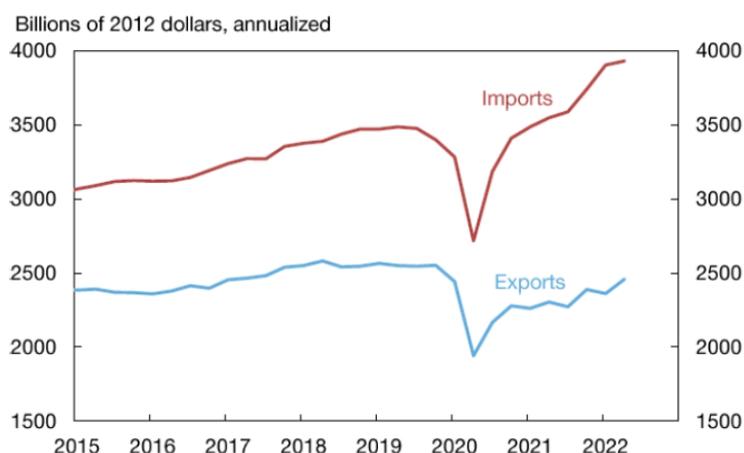
数据来源：美国劳工统计局和穆迪经济网，纽联储的工作人员对这些数据进行了早期校准。

十. 国际进展

（一）净出口推动了第二季度的经济增长。

1. 第二季度进口和出口同时增长。
 - (1) 出口为 GDP 年化增长率贡献了 1.9 个百分点，而进口分别使其降低了 0.5 个百分点。
2. 出口的增长不足以使对外销售恢复到疫情前的水平。
 - (1) 工业用品、耐用消费品和旅游业带动了出口的增长。
3. 进口远高于疫情前的水平。
 - (1) 进口在前两个季度大幅增长后开始放缓。
 - (2) 消费品的进口水平继续远高于其趋势增长路径。

图 20 商品和服务的进出口

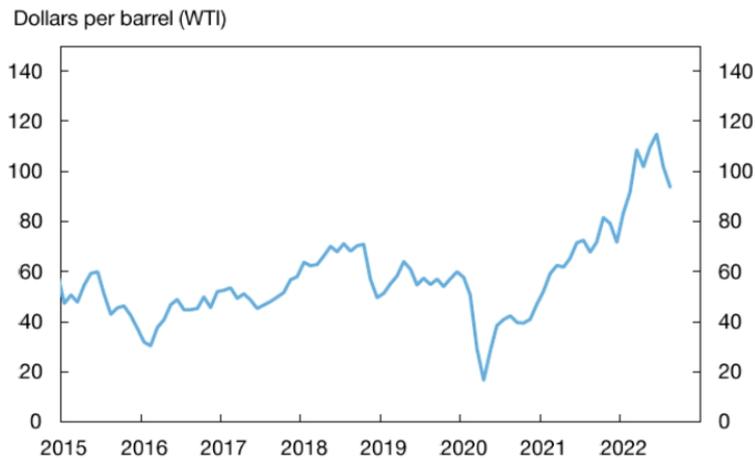


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）8 月份油价下降。

1. 油价（以 WTI 原油为基准）从 7 月份每桶 102 美元降至 8 月的每桶 95 美元。
 - (1) 油价同比增长 38%。
 - (2) 油价最近的峰值出现在 6 月份，当时平均油价达到了每桶 115 美元。
2. 美国能源部 8 月份预测，石油产量将在 2022 年下半年超过需求。
 - (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 2022 年下半年反弹，然后在 2023 年大幅下降。

图 21 原油价格



数据来源：能源信息管理局。

金融市场

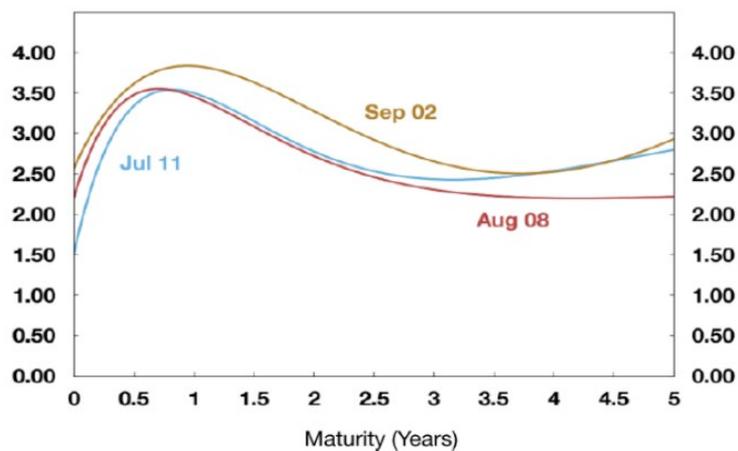
（一）联邦基金利率的隐含路径上升。

1. 2022 年 8 月 8 日至 9 月 2 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均有所上升。

2. 到 2023 年底，市场隐含的联邦基金利率将增至 3.7%，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。

3. 在 5 年期限内，市场隐含的联邦基金利率增至 2.9%，高于 SEP 的长期联邦基金利率中值 2.5%。

图 22 预期联邦基金利率



数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司。

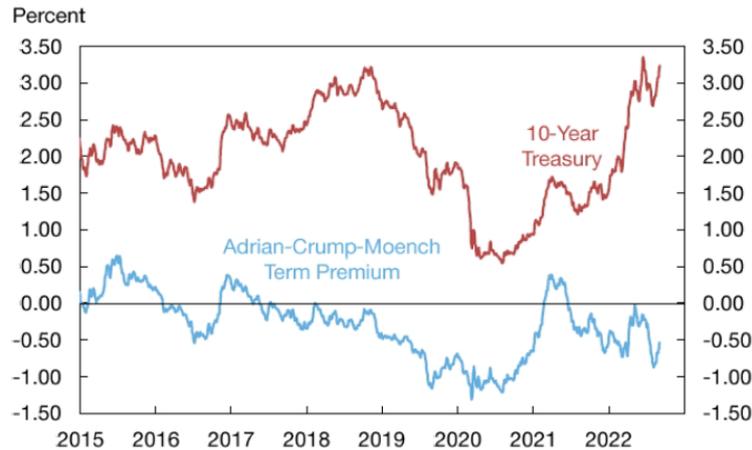
注：估计使用 OIS 报价。

（二）10 年期美国国债收益率走高。

1. 在 9 月 2 日，10 年期美国国债收益率为 3.19%，比 8 月 8 日高出 43 个基点。

- (1) 2020年1月的收益率均值为1.76%。
- (2) 2020年、2021年和2022年前八个月的收益率均值分别为0.89%、1.44%和2.56%。
- (3) 根据Adrian-Crump-Moench期限结构模型的估计，8月8日至9月2日期间，10年期美国国债收益率上涨主要是因为预期利率路径和期限溢价均有所上升。

图 23 10年期美国国债和期限溢价



数据来源：纽约联邦储备银行和联邦储备委员会。

注：5天平均移动值。

（三）美国股价下降。

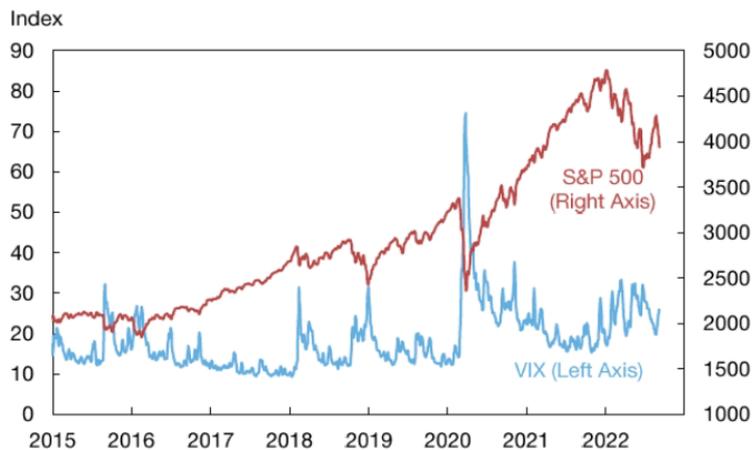
1. 与8月16日的近期高点相比，以标准普尔500指数衡量的美国股价在9月2日下降了9%。

(1) 截至9月2日，标准普尔500指数今年累计下跌了18%，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8月8日的21.3增至9月2日的25.5。

(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



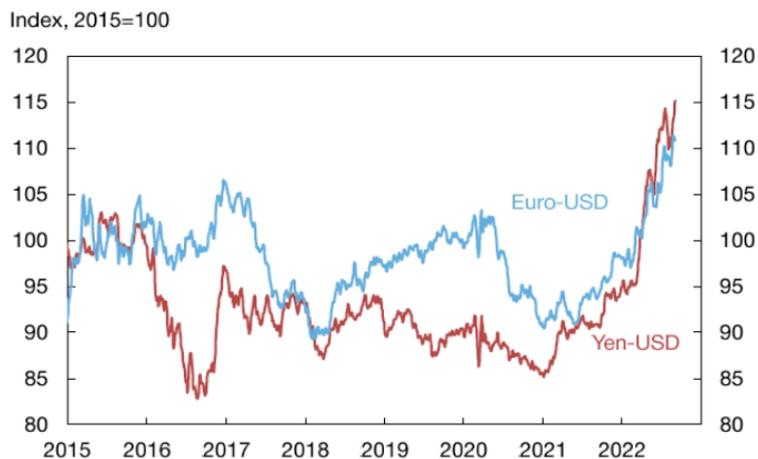
数据来源：S&P 和《华尔街日报》。

注：5 天移动平均值。

（四）美元继续升值。

1. 8 月 8 日至 9 月 2 日期间，美元贸易加权指数上涨 3%。
2. 该指数较 2021 年的平均水平上涨了 18%。
3. 8 月 8 日至 9 月 2 日期间，美元兑欧元上涨 2.4%，兑日元上涨 3.9%。

图 25 美元汇率



数据来源：联邦储备委员会。

注：5 天平均移动值。

本文原题为“U.S. Economy in a Snapshot”。纽约联储银行是组成美联储的 12 家地区联储银行之一，其设立目的亦是為了维护经济、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 9 月刊于 newyorkfed 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

秋季预测：高能源价格推动德国经济陷入衰退

KIEL INSTITUTE & Stefan Kooths/文 廖世伟/编译

导读：根据基尔研究所（Kiel Institute）的最新预测，俄罗斯对乌克兰发动战争的后果将急剧中断德国经济的好转。德国今年国内生产总值预计将增长 1.4%，比 6 月份的预测低 0.7 个百分点。对于明年，基尔研究所将其预测下调了 4 个百分点，而不是强劲的增长，德国经济预计将收缩 0.7%，并预计明年的通货膨胀率将达到 8.7%，高于今年的 8%。在 2023 年，德国应该会继续遵循宪法中的“债务刹车”条款，但到 2024 年就难说了。编译如下：

根据基尔研究所（Kiel Institute）的最新预测，俄罗斯对乌克兰发动战争的后果将急剧中断德国经济的好转。德国今年国内生产总值预计将增长 1.4%，比 6 月份的预测低 0.7 个百分点。对于明年，基尔研究所将其预测下调了 4 个百分点，而不是强劲的增长，德国经济预计将收缩 0.7%，并预计明年的通货膨胀率将达到 8.7%，高于今年的 8%。在 2023 年，德国应该会继续遵循宪法中的“债务刹车”条款，但到 2024 年就难说了。

Key Indicators Germany 2021 – 2024



	2021	2022	2023	2024
Gross domestic product (GDP), price-adjusted ¹	2.6	1.4	-0.7	1.7
Gross domestic product, deflator ¹	3.1	5.3	5.2	2.9
Consumer prices ¹	3.1	8.0	8.7	3.1
Labor productivity (per hour worked) ¹	0.9	-0.6	0.1	1.5
Employment (million)	45.0	45.6	45.6	45.4
Unemployment rate (percent) ²	5.7	5.3	5.6	5.5
<i>Percent of nominal GDP</i>				
Public sector net lending	-3.7	-1.7	-2.2	-2.1
Gross public debt	68.7	66.9	65.9	64.6
Current account balance	7.4	3.8	3.5	4.0

¹Percentage change on previous year. ²As defined by the Federal Employment Agency. | Source: Federal Statistical Office, Fachserie 18, Series 1.2; Federal Employment Agency, Monthly Bulletin, Federal Employment Agency, Employment Statistics, shaded: Kiel Institute forecast, September 08, 2022

ifw-kiel.de

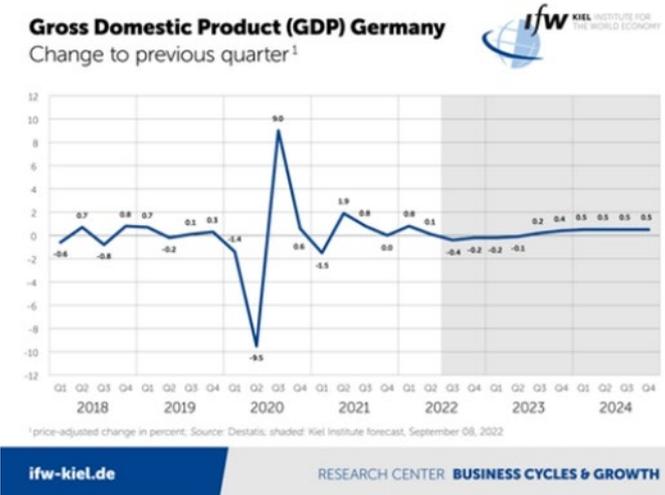
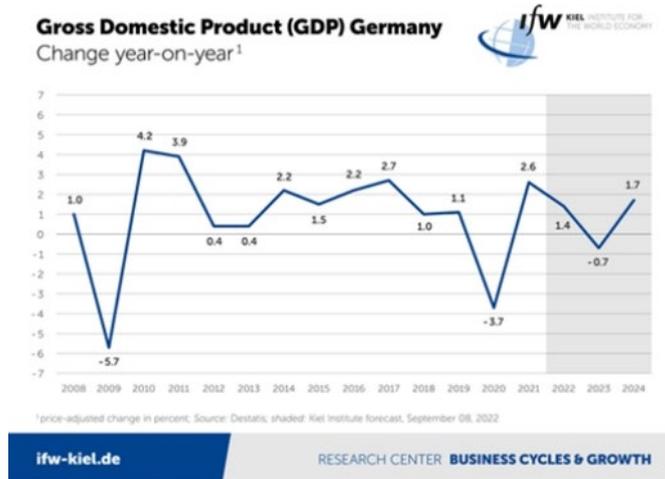
RESEARCH CENTER BUSINESS CYCLES & GROWTH

基尔研究所副总裁兼经济预测主管 Stefan Kooths 在对德国、欧洲和世界经济的最新经济展望中评论道：“随着能源进口价格的上涨，一场经济雪崩正在向德国袭来。生产和消费相关的能源密集型经济部门受到的打击尤其严重。”

德国今年的能源进口账单预计将增加 1230 亿欧元，明年将增加 1360 亿欧元。这些资金在国内消费的缺失，降低了能源密集型企业的盈利能力。因此，德国明年的经济产出将比预期减少 1300 亿欧元。预计明年私人家庭的购买力将下降 4.1%，这是德国统一后有史以来的最大降幅。

Kooths 表示：能源危机正在阻碍疫情大流行后本应强劲的经济复苏。昂贵的能源进口意味着，德国现在必须将比以前更大份额的劳动收入转移到国外。这使得德国整体上更加贫穷。因此，政府的救助计划只能重新分配负担，而不能消除负担。

现在预计国内生产总值（GDP）将一直下降到明年，直到 2023 年第三季度才会再次小幅回升。基尔研究所预计 2024 年国内生产总值将增长 1.7%。



德国的通货膨胀可能会进一步加剧，因为能源价格的高涨只是逐渐反映在终端消费者的关税以及商品和服务上。今年的通货膨胀率预计为 8%，明年为 8.7%。预计到 2024 年，价格压力才会明显缓解，利率将达到 3.1%。

在重新统一后的德国，实际可支配收入的下降速度比以往任何时候都要快，预计今年下降 0.4%后，2023 年将下降 4.1%。他们在 2021 已经下降了 0.9%，预计要到 2024 年才会再次上升。

在本年度私人消费的增长约 4%之后，预计 2023 年将下降 2.1%。除了 2020 年的大流行之外，这将是统一后德国私人消费出现下降幅度最大的一次。根据预测，私人消费将在 2024 年再次小幅增长。

经济衰退，以及最低工资提高到 12 欧元，意味着就业增长可能在未来几个月失去进一步的动力。由于人口因素，明年就业人数将达到 4560 万的峰值。从那时起，离开劳动力市场的人将比进入劳动力市场的人多。失业率预计将从 2022 年的 5.3%上升到 2023 年 5.6%，然后在 2024 年小幅下降至 5.5%。

债务刹车：2023年有可能坚持，2024年就难说了。

尽管有大量额外支出被用以缓冲能源价格高企的影响，但公共部门净贷款可能不会大幅恶化，因为价格高企也带来了高税收。未来两年，这一比例将从今年 1.7% 上升到略高于 2%。联邦政府可以动用高额准备金，例如，最新的救助计划只会增加不到两位数的额外负担。

这意味着明年的预算可能会遵循“债务刹车”条款。然而，在 2024 年，根据其规则，经济好转严重限制了净借款的可能性时，合规可能会变得更加困难。

由于整体的高通胀而导致名义国内生产总值（GDP）膨胀，预计实际上公共债务总额占名义 GDP 中的比例将从 2021 年的 68.7% 下降到 2024 年的 64.6%。

Stefan Kooths 表示：即使最新的一揽子措施缺乏精确性，但帮助低收入家庭从根本上来说也是正确的。但是，制定越来越多的新援助计划并不能替代能源政策的战略调整。德国政府必须迅速澄清长期能源供应的问题。这将决定哪些能源价格上涨是永久性的，哪些是暂时性的。只有后者才能在财政政策方面得到缓解。

欧元区陷入衰退，世界经济明显蒙上阴影

欧元区也正在陷入衰退，当前和未来几个季度都将出现负增长。预计 2022 年 GDP 增长 2.8%，到 2023 年几乎停滞不前，然后 2024 年温和增长 1.6%。

今年欧元区的通货膨胀率预计将上升到 8.1%，这是自货币联盟成立以来的最高水平。2023 年，通货膨胀率可能只会小幅下降至 7.2%，到 2024 年才会大幅放缓，预计能源价格将逐步下降。

世界经济的前景也在明显恶化，预计今年和明年的世界经济的增长率分别为 2.9% 和 2.2%。一个原因还在于，由于严格的零新冠政策和房地产问题，中国经济也正在走弱。

本文原题为 “Autumn Forecast: High Energy Prices Push German Economy into Recession”。本文评论专家 Stefan Kooths 是基尔研究所副所长兼商业周期与增长研究中心主任。2020 年起在柏林 BSP 商法学院任教。他是哈耶克协会的主席、蒙特佩勒林协会的成员、世界经济理事会的董事会成员，并为苏黎世自由学院的学术顾问委员会服务。他的主要专业领域包括宏观经济预测、稳定政策、货币和银行业、全球化和宪法经济学。本文于 2022 年 8 月刊于 KIEL INSTITUTE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

多边开发银行推出政策性担保的时机成熟吗？

Clemence Landers, Rakan Aboneaaj/文 熊春婷/编译

导读：政策性担保（Policy Based Guarantees, PBGs）是多边开发银行通过对部分本金和/或利息提供信用担保来保护私人债权人免受主权债务违约风险影响的金融工具。1999 年国际复兴开发银行（IBRD）首次推出这一工具，旨在帮助各国政府以低成本获得市场贷款。未来 PBGs 或许会成为特别有用的债务管理工具，它能帮助政府以更优惠的条件保持市场准入，重新配置债务，以及为 ESG 项目引入更多私人资金。编译如下：

多边开发银行（MDB）推出政策性担保工具（PBGs）来寻找贷款需求。1999 年国际复兴开发银行（IBRD）首次推出这一工具，旨在帮助各国政府低成本获得市场贷款，不过各国记录层次不齐，获得的市场贷款也有限。多边开发银行的业务模式倾向于直接贷款，而不是非贷款产品，它在推出 PBGs 的过程中也经历了各种坎坷，如 2015 年加纳政府使用 PBGs，引发了关于 PBGs 是否为该国带来实际经济利益的讨论，这可能导致有些国家不再使用该工具。此外，自金融危机以来，全球利率环境普遍向良性发展，政府能够以历史最低利率获得外部商业融资，此时 PBGs 并无太多优势。

但是 PBGs 也有它自己的优势之处，尤其是在市场环境紧张的时候。首先 PBGs 可使发行人免受外部市场动荡的影响，并帮助政府获得更好的贷款条件——政府融资成本平均降低了 330 个基点。其次 PBGs 帮助新发行人建立了市场准入，扩大了投资者基础。再次，PBGs 有助于各国以更有利的条件重新配置商业债务。最后它们帮助各国政府确保私人部门参与重组工作。一些政府已经开始利用 PBGs 为环境、社会和治理计划和项目（以下简称 ESG 项目）筹集资金。事实证明，PBGs 比直接贷款更具有杠杆作用，1 美元 PBGs 平均可调动 1.8 美元的商业融资。

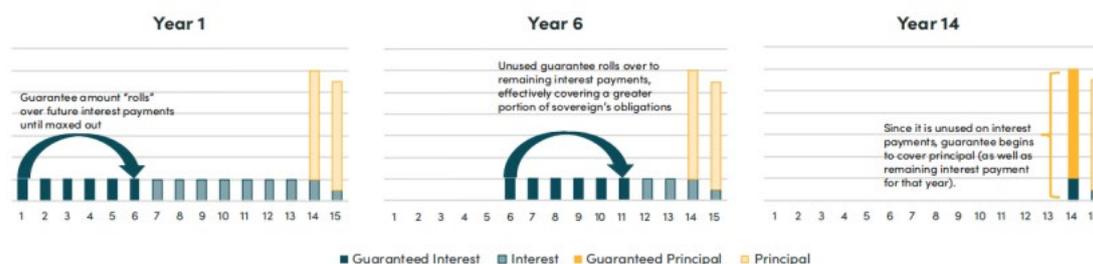
随着多重危机开始显现、资本市场波动加剧、风险厌恶情绪高涨和货币政策逐步收紧，PBGs 会更加有用。事实上，对于未来将面临更多挑战的新兴市场和前沿市场的政府，PBGs 的优势更加突出。未来 PBGs 将成为特别有用的债务管理工具，它帮助政府以更优惠的条件保持市场准入，重新配置债务，同时为 ESG 项目引入更多私人资金。

一、什么是 PBGs？

PBGs 是一种通过对部分本金和/或利息提供信用担保来保护私人贷款人免受主权借款人债务违约风险影响的工具。所有主要的多边开发银行都提供这些贷款，包括国际开发协会（IDA）和非洲发展基金（AfDF）等优惠贷款窗口。在大多数情况下，多边开发银行的担保覆盖的是商业贷款，而不是主权债券。

多边开发银行通常提供部分担保，即它们不覆盖贷款的全部价值。部分担保通常是“滚动”或“后端”的。滚动担保意味着可以在还款计划的任何时间点使用担保。随着主权债务的偿还，滚动担保所“覆盖”的剩余债务比例会增加，债权人蒙受损失的可能性逐渐降低（参见图 1 中滚动保证的结构说明）。“后端”担保只涵盖债务偿还计划最后部分的一组选定的付款。对于滚动结构和后端结构，担保可以覆盖利息和/或本金。

图 1 部分滚动担保的机制



来源：世界银行。 <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/23758>

多边开发银行的担保定价与贷款类似。对于“硬贷款”，PBGs 价格是以多边开发银行的资金成本为基础，再加上包括风险和管理成本在内的合同费用。对于优惠贷款，担保的费用结构与该国的优惠贷款条件相同，此外，一些多边开发银行的担保还包括额外费用，如前端和备用费用。然而，与贷款不同的是，除紧急情况外，多边开发银行一般不需要持有流动性来覆盖 PBGs 对应的风险敞口。

在拨备方面，多边开发银行通常将担保视为贷款。银行按 1: 1 将担保视为贷款，这意味着它们占用的权益资本与直接贷款一样多，尽管担保履行率远低于贷款违约率。此外，从银行的角度来看，担保增加了贷款人和借款人对手方的担保人，增加了交易的复杂性。其结果是，如果拨备下调，多边开发银行无法充分获得担保产生的金融效率收益。值得注意的是，虽然所有的多边开发银行都在其资产负债表上记录了类似于贷款的担保，但一些银行留有窗口允许将 PBGs 和国家的贷款限额按照 1: 4 的比例计算，这降低了一个国家用 PBGs 替代直接贷款的机会成本，增加了 PBG 的吸引力。

二、跟踪记录

历史上，外部融资条件恶劣的中高等收入国家曾使用过 PBGs。1999 年多边开发银行首次为阿根廷设立 PBGs，2002 年该国违约，PBGs 派上用场。此次违约以及之后阿根廷未能在期限内偿还世界银行的贷款，导致世界银行下调了哥伦比亚和泰国未偿还担保债券的评级。这些事件促使世界银行取消可恢复担保

（主权国家偿还多边开发银行的债务后其担保可恢复），并且暂停 PBGs 项目长达 10 年之久。

欧元区发生债务危机后，欧洲新兴市场开始对 PBGs 感兴趣。2002 年欧元区成立后曾有过一段宽松的信贷期，之后 2008 年全球金融危机在欧洲引发了一系列债务危机，人们对欧洲尤其是不成熟经济体的主权债务兴趣大幅下降。在市场准入受限和金融监管收紧的背景下，对于世界银行的许多成员国来说，PBGs 是很有吸引力的工具，黑山、马其顿、塞尔维亚和阿尔巴尼亚都签署了这一协议。

表 1 政策性担保的历史记录

DATE	MDB	COUNTRY	TYPE	PRINCIPAL (\$ MILL)	GUARANTEE (\$ MILL)	MOBILIZATION RATIO	GUARANTEE %
Mar-20	IBRD	Montenegro III	Loan	\$325	\$104	3.1	32
Dec-18	IBRD	Ukraine	Loan	\$1300	\$975	1.3	75
Dec-17	IBRD	Montenegro II	Loan	\$325	\$104	3.1	32
Jun-16	IBRD	Pakistan	Loan	\$700	\$420	1.7	60
Mar-15	IBRD	Albania	Loan	\$325	\$260	1.3	80
Jan-13	IBRD	Macedonia II	Loan	\$325	\$202	1.6	62
Jul-12	IBRD	Montenegro I	Loan	\$130	\$78	1.7	60
Dec-11	IBRD	Macedonia I	Loan	\$169	\$128	1.3	76
Feb-11	IBRD	Serbia	Loan	\$381	\$381	1	100
Sep-18	IDA	Benin	Loan	\$450	\$180	2.5	40
Oct-15	IDA	Ghana	Bond	\$1000	\$400	2.5	40
Feb-10	AfDB	Seychelles	Loan	\$136	\$10	13.6	7
Mar-17	AfDB	Madagascar	Loan	\$67	\$48	1.4	73

然而，尽管 IEG 的一份报告预测“新一代 PBGs 即将出现”，由于全球金融危机及欧洲债务危机，国际复兴开发银行中新兴市场对该工具的兴趣并不大。自 2015 年以来，国际复兴开发银行每年批准的 PBGs 项目平均不到一个。此外，自 2019 新冠疫情以来，国际复兴开发银行从未单独推出过 PBGs 项目，这在很大程度上反映了新兴市场在此期间面临的融资市场条件较好。

在过去十年中，从多边开发银行优惠窗口贷款的国家也可获得 PBGs。2015 年国际开发协会为加纳发行主权债券推出了第一个 PBGs。事实证明，这是一项有争议的行动，因为它似乎没有实质性地降低该国的融资成本。罗斯柴尔德（Rothschild）随后受世界银行的委托撰写了一份报告，他认为，在新兴经济体债券市场资金大规模外流的背景下，PBGs 让加纳保持了市场准入，并最终避免了在外汇储备迅速耗尽的情况下发生主权违约。虽然这是国际开发协会针对主权债券的最后一次推出 PBGs，但之后协会在银团贷款项目上推出的 PBGs 取得了更大的成功，它为贷款的最终条款提供了更多确定性。在为贝宁共和国提供

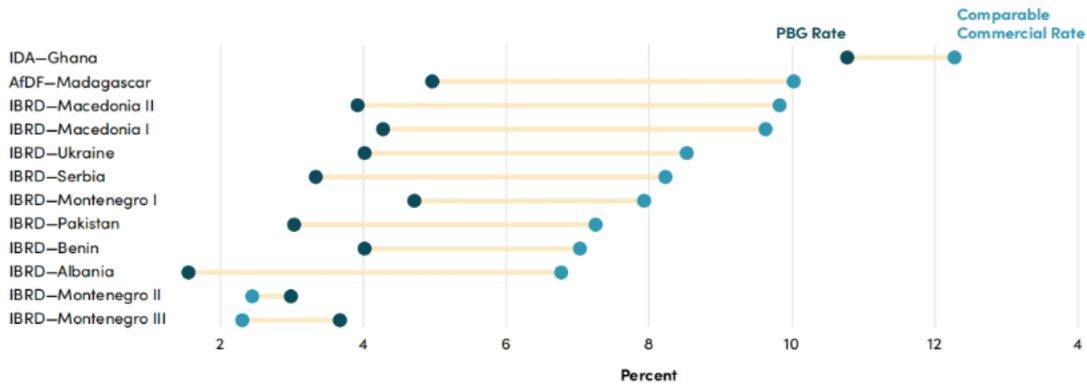
的一套 PBGs 方案中，国际开发协会帮助该国重新规划其对外商业债务，用年利率 4%、成本更低的长期贷款替代年利率超过 7% 的短期商业债务。

PBGs 也被用于外债重组计划。在塞舌尔拖欠欧洲债券利息和其他商业债务后，人们用 PBGs 去协助重组 3.2 亿美元的债务。为了激励债权人按照与巴黎俱乐部达成的 45% 的减值条件参与债务重组计划，政府与非洲开发银行签订了一份 PBGs，以支付重组过程中投标新工具所产生的利息。

三、PBGs 在经济上有吸引力吗？

与未增信的债券融资相比，PBGs 能有效地将一个国家的融资成本平均降低 330 个基点。PBGs 也具有明显的催化作用，我们样本中包含的 40 亿美元担保对应着价值 72 亿美元的商业融资总额，这比使用传统的多边开发银行贷款高出 78%。

图 2 按 PBG 计算的费率折扣



来源：CGD 人员的计算结果，彭博社及项目文件。

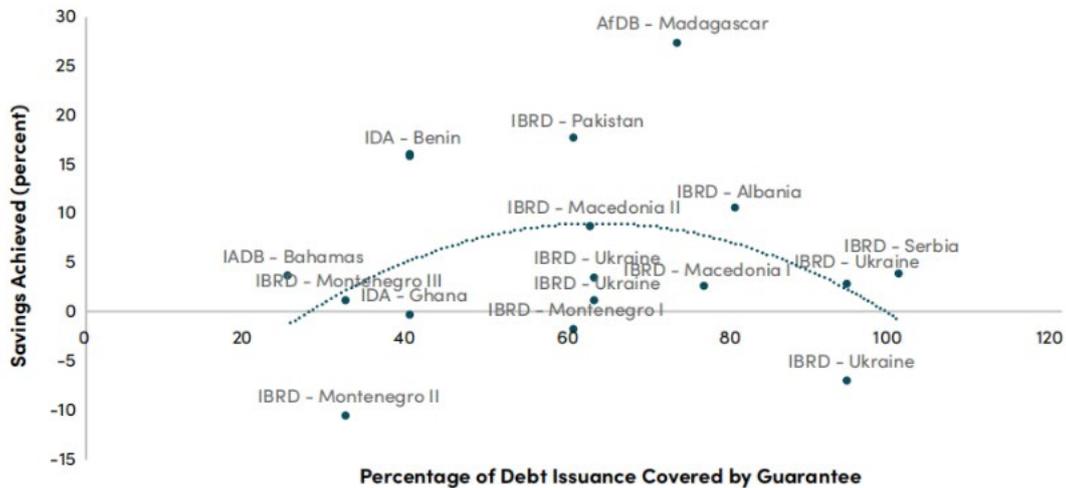
与多边开发银行直接贷款相比，PBGs 通常为主权国家提供良好的财务回报。为了估计这一结果，我们将多边开发银行担保债务的财务成本与同等规模的“假设替代方案”（该方案由多边开发银行直接贷款和商业融资组成）进行了比较。例如，一个为 10 亿美元贷款的 40% 进行部分增信的 PBGs 方案基本等同于一个包括 4 亿美元的 MDB 贷款和 6 亿美元的非增信商业贷款（按现值计算）方案。

但多边开发银行如何处理与国家贷款限额相关的担保决定了担保金融吸引力的大小。在不同的多边开发银行和不同的时期，计入国家贷款限额的方法不同，这对担保的吸引力产生了巨大的影响。例如，使用 1: 4 计数方法分析我们的整个样本集，其中只有四分之一的担保价值计入一个国家的贷款限额，与假设的替代融资方案相比，成本节省 25%，相当于超过 20 亿美元。当使用 1: 1 的方法，即担保和贷款在一国的贷款限额中占同等比例时，节省率下降到

14%——这一数字相当可观，但可能不足以激励人们使用一种相对非传统的工具。

选择银团贷款还是主权债券也至关重要。PBGs 平均产生 345 个基点的利率折扣，而债券的平均利率折扣为 150 个基点。我们将这一巨大差距归因于不同的定价方式。在商业贷款的情况下，主权国家和担保人可以直接与债权人协商最终利率，也可以通过几家银行之间的竞标程序协商最终利率。债券发行的可预测性较差，这可能会限制PBGs的定价收益。此外，投资者评估部分担保价值的经验有限，导致定价混乱。（为此，世界银行制定了一个有用的部分担保定价框架。）

图 3 担保百分比与已实现的节约成本的比例（不包括违约）



来源：CGD 员工计算结果和项目文件。

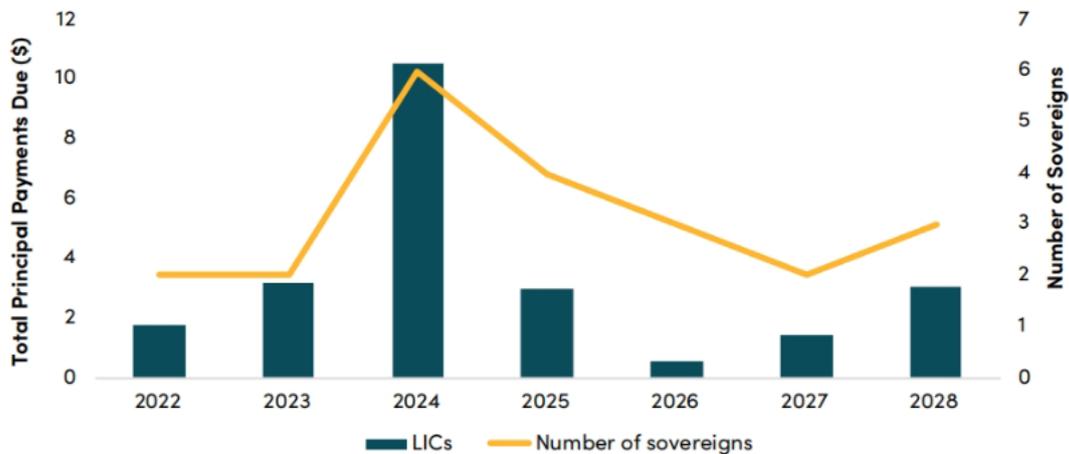
当 PBGs 为总债券的 40%至 80%这一区间提供担保时，通常能产生最大的财务效益。在这一区间以上，担保仍然可以提供财务效益，但这更多地取决于以 1: 4 计算一国贷款限额，而不是担保对利率的影响。当以 1: 1 计算时，全额担保几乎没有价值——即便一个主权国家的全额担保商业债务利率较低，它至少也会比传统的多边开发银行贷款的利率高。而且如果按照 1: 1 计算，担保占用了主权国家贷款限额的相同金额。如果按 1: 4 计算，一个主权国家通过选择担保而获得的多边开发银行的资金是贷款的四倍。因此，尽管商业融资的利率（完全由担保支持）可能远高于主权国家直接从多边开发银行获得的利率，但它仍低于假设的“传统”替代方案的总成本，后者将需要多边开发银行商业融资规模四分之一的贷款进行担保，并在其他三个季度单独发行债务。综上所述，上图 3 显示，即使是接近 100%覆盖率的担保，当按 1: 4 计算国家拨款时，它们仍然比替代方案成本更低。

我们在分析中没有考虑到管理复杂性。即使 PBGs 提供了更有吸引力的融资条件，主权国家也愿意选择独立寻求商业融资，以避免政策条件限制和多方之间冗长的谈判。

四、新一代 PBGs 的改革议程

展望未来，我们认为对那些从世界银行优惠窗口获取贷款的经济体和小型经济体更原意采用 PBGs。在目前的经济背景下，对那些宏观经济基本面良好但面临不利的外部融资条件的国家而言，PBGs 可能特别有用。例如，至少 7 个非洲发行人需要在 2024 年将他们的欧洲债券展期，PBGs 可以帮助他们以更好的利率获得银团贷款。

图 4 低收入国家的欧洲债券本金偿还情况（单位：十亿美元）



在主权债务谈判的背景下，PBGs 可成为吸引私营部门参与的有用工具。虽然仅在 2010 年塞舌尔债务重组时有过一次尝试，但其意义重大。它可以帮助各国减少其商业债务，即进行再融资从而获得成本更低的贷款。虽然迄今为止还没有成功，但近期伯利兹的经验可能是一种可扩展模式。去年，债权人同意进行 5.53 亿美元的重组，同时政府承诺将部分节余资金投资于海洋保护。许多人将这一计划的成功归因于政府现有的本土政策，而不是因为它拥有外部担保。

多边开发银行还可以通过帮助各国建立健全的 ESG 框架和强有力的检查程序，为 ESG 债券增信。例如，厄瓜多尔 Casas para Todos 债券受益于两个并行的检查过程：美洲开发银行自己的监测和评估过程，以及每年的外部审查。这两道程序能确保收益是按照该债券独有的社会债券框架获得的，而该框架是根据国际资本市场协会（ICMA）的社会债券原则制定的。事实上，即使多边开发银行本身没有参与债券发行，他们也能通过支持围绕 ESG 框架进行更广泛的协调和标准化，从而帮助提高 ESG 债券的可信度。例如，2019 年，美洲开发银行为智利首次发行主权绿色债券及其配套的绿色债券框架提供了技术援助。这些

机构最近还推出了一个更广泛的绿色债券透明度平台，该平台允许用户了解拉丁美洲每种绿色债券的收益、影响和方法，并筛选数据，使用不同的标准访问环境表现。无论是否有担保，这些措施可以使该地区扩大绿色债券的发行，其他地区也应考虑这一点。

最后，阻碍世界银行提供担保的一个根本问题是如何在一个国家的总体方案范围内计算担保。多边开发银行的严格贷款窗口应该探索采用一种基于风险的动态的基于风险的拨备方法。优惠窗口可以考虑设立一个专门的 PBGs 窗口，以减轻各国在其常规拨款方案和提供担保之间所作的权衡与牺牲。在国际开发协会中做到这一点的方法之一是完全从私营部门窗口为担保计划提供资金。另一个需要进一步探索的相关领域是，如何为 PBGs 合理定价。

五、结论

PBGs 的主要好处是能够调动私人资本，降低主权国家的融资成本。虽然高收入国家对 PBGs 的需求可能会减少，但随着越来越多的中低收入国家希望能更多进入全球信贷市场并获得更优惠的金融条款，该工具会更加有用。未来关于 PBGs 一个待开发的关键领域是大规模 ESG 项目的需求，多边开发银行具有的广泛工具包为其提供了独特的比较优势。当前全球经济环境动荡、各国对 ESG 融资需求的不断增长，PBGs 将发挥更大的作用。多边开发银行本身就有责任创造一个环境，使 PBGs 等工具能够为有需要的客户提供价值。

本文原题为“MDB Policy-Based Guarantees: Has Their Time Come?”。本文作者 Clemence Landers 是全球发展中心的政策研究员，在美国发展政策中心工作；Rakan Aboneaj 是可持续发展金融团队研究助理，专门研究多边开发银行和发展金融机构改革。本文于 2022 年 7 月刊于 CGD 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

地方政府隐性债务与地方政府融资工具

Laura Xiaolei Liu, Yuanzhen Lyu, Fan Yu/文 桂平舒/编译

导读：为了检测中国地方政府向地方政府融资平台提供的隐性担保，我们创建了一个代理指标来度量地方政府隐性负债率，该指标与地方政府融资平台债券的信用利差相关。更重要的是，该关系会随着政府政策和宏观经济条件的变化而变化，这表明投资者对哪一级政府是隐性担保人的看法会随着时间的推移而变化。编译如下：

不断增加的中国地方政府债务已引起监管机构和投资者对地方政府信用风险的关注。地方政府债务主要有两种类型的债券，地方政府债券（由地方政府发行和背书）和地方政府融资平台债券（简称为“城投债”），后者由地方政府拥有的融资平台发行。1994年中国的分税制改革导致地方政府的财政和行政权力不匹配。此外，由于1995年预算法禁止地方政府发行债券，地方政府成立了大量地方政府融资平台来为基础设施建设融资，特别是在中国政府启动4万亿元投资计划期间。2014年修订的预算法允许地方政府（主要是省级政府）直接发行地方政府债券。但是，地方政府直接发行的债券并没有取代城投债，目前这两种债券在市场上并存。

尽管城投债名义上是公司债券，其价格反映了发行者自身的信用风险，但一个更重要的定价因素是其背后地方政府提供的隐性担保。Chun et al. (2018) 发现，在美国市场上，担保人信用风险越高，担保人支持的市政债券的信用风险就越高。在中国，研究发现地方政府债务的信用风险与地方房地产行业的发展（Ambrose, Deng, and Wu 2015； Ang, Bai, and Zhou 2019）、政策不确定性（Ang, Bai, and Zhou 2019）以及其他因素有关。在本研究中，我们认为地方政府提供担保的能力在很大程度上取决于其负债率。地方政府的隐性债务是否会被用于城投债定价，很大程度上取决于投资者认为哪一级政府是担保人，这可能相当不确定。例如，如果地方政府融资平台无法偿还债券，投资者预计哪一级政府会出手纾困：市政府、省级政府还是中央政府？又或者政府不会出手救助？

我们通过考虑三个衡量地方政府隐性债务负担的指标来解决这个问题，并实证评估了每个指标对2008年5月至2018年4月间城投债（发行和交易）信用利差的影响。结果表明，无论是否存在公司固定效应，地方政府的隐性负债率越高，城投债的信用利差都越大。这一证据证实了尽管城投债名义上是公司债券，但投资者将其视为地方政府隐性债务的一部分。

我们基于两个主要的市场事件进行了时间序列分析，以追踪投资者对隐性担保人识别的变化。2011年4月，云南省公路开发投资有限责任公司通知其债

权银行将无法偿还本金，这引发了投资者对地方政府融资平台信贷风险的普遍担忧，并最终导致投资者恐慌和市场流动性萎缩，促使投资者关注地方政府为自己控制的地方政府融资平台提供隐性担保的能力。因此，我们将样本分为 2011 年 4 月前后两个子样本进行检验。2011 年 4 月之前的子样本回归结果显示政府隐性负债率在统计上不显著，而 2011 年 4 月之后子样本的回归系数显著为正。这说明在城投债市场初期投资者普遍认为中央政府是隐性担保人，但在云南公路违约引发的信贷危机之后，市场开始考虑控股的市级政府的隐性债务。另一种可能的解释是，在早期，投资者认为不管地方政府负债率如何，土地出让收入都足以作为城投债的抵押品。然而，我们发现土地收入占一般预算收入的百分比变量在前期不显著，只有在后期才显著为负。这一证据与投资者早期关心的卖地收入的假设不一致，而更符合中央政府的担保解释。

2014 年 10 月出台的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）提出了一个可持续发展的管理体系以规范地方政府债务的“借、用、还”。它还要求地方政府建立规范的融资体系，将地方政府融资与它们所控制的地方政府融资平台的运作隔离开来，这显著影响了投资者对地方政府隐性债务和债券定价的看法。43 号文明确指出，城投债的偿还是否应由地方政府预算支付，取决于被资助项目的现金流覆盖范围。根据中国信用评级公司公布的数据，截至 2013 年底，中国城投债余额达 2.23 万亿元。然而，国家审计署 2013 年 6 月发布的审计报告显示，地方政府担保或可能担保的债券余额（不含政府债券）只有 1.18 万亿元。因此，这些未偿还债券中至少有 47.03% 将被归类为公司债券，不会被纳入财政预算。由于债券发行资金的使用常常缺乏透明度，而被资助项目的现金流覆盖很少披露，投资者将很难评估哪些债券是由财政预算支持的。然而，无论城投债的偿还是否实际上由财政预算支付，在 43 号文发布后，隐性债务比率在城投债定价中的重要性应会增加。一方面，对于预算覆盖的债券，其信用风险肯定与地方政府的财务状况联系更加紧密。另一方面，对于那些未被覆盖的债券，由于 43 号文鼓励政府向地方政府融资平台注入优质资产，其信贷风险将间接与地方政府挂钩。我们发现，在该文发布后，地方政府隐性负债率变得更加显著，其系数也更高。

与此同时，43 号文鼓励债务置换，允许省级政府发行政府债券，以更高的利率置换地方政府融资平台债务，这将使得地方政府融资平台的一部分债务转移到省级政府的资产负债表上。我们发现，在 43 号文出台前，省级政府隐性负债率在统计上不显著，但在 43 号文出台后，省级政府隐性负债率变得显著。这表明，投资者认为地方政府融资平台债务不仅是地方政府融资平台和直接控制地方政府的地方政府承担的债务，也是省级政府承担的债务。

综上所述，我们通过构建市级和省级政府隐性负债率来分析地方政府隐性债务负担对城投债价格的影响。我们发现，这些比率对城投债定价在统计上显著，且其影响在云南高速公路违约和 43 号文发布后有所增强。研究结果还表明，投资者对提供隐性担保的政府层级的看法随着时间的推移而发生变化，从中央政府到地方政府，再到市级和省级政府。

我们的研究具有重要的政策意义。隐性担保基于投资者的预期，对政策的变化非常敏感，这种预期的频繁变化会增加价格的波动。我们的研究表明，将地方政府担保从隐性（地方政府融资平台债务）转变为显性（地方政府债务），将有助于缓解投资者对各级政府在地方政府债务市场中角色的看法所带来的不确定性。

本文原题为“Local Government Implicit Debt and the Pricing of LGFV Bonds”。本文作者 Laura Xiaolei Liu 是北京大学光华管理学院金融与会计学教授，金融系系主任。Yuanzhen Lyu 是加州大学洛杉矶分校安德森管理学院会计学博士。Fan Yu 是克莱蒙特麦肯纳学院金融经济学 Gordon C. Bjork 教授和 George R. Roberts 研究员。本文于 2022 年 6 月 22 日刊于 VoxChina。 [单击此处可以访问原文链接。](#)

宏观审慎政策对主权债券市场的影响：来自东盟四国的证据

Joshua Aizenman, Gazi Salah. Uddin, Tianqi Luo, Ranadeva Jayasekera & Donghyun Park / 文
张丝雨 / 编译

导读：本文研究了审慎政策是否有助于降低东盟-4 个国家（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国）的主权债券对全球溢出风险的脆弱性。我们在主权债券之间的风险连通性网络中衡量主权债券的脆弱性。其直接影响是，收紧审慎政策的市场对其他地区和全球经济体的国债收益率冲击产生的溢出效应要小得多。间接影响和直接影响的总和表明，审慎政策在长期内降低了主权溢出风险。这些发现表明，审慎政策在主权风险监管和财政部国际化方面具有双重效率。编译如下：

1. 引言

自 2010 年代欧元区债务危机以来，美国国债构成的主权风险一直是金融稳定监管的一个关键目标。在世界的另一方面，东南亚国家联盟（ASEAN）的金融市场正在经历快速增长和国际化，外部资本市场的关注和参与增加（Hofmann、Shim, 和 Shin 2021；Canuto 和 Cavallari 2013；Bacchetta 等人 2021）。在新冠疫情（COVID-19）、地缘政治冲突、通货膨胀和对全球经济衰退的恐惧导致的不确定性加剧下，东盟主权债券可能面临来自区域和国际债券市场的溢出效应的影响（Plummer 和 Click 2005，Gimet 2011，Banerji 等人 2014）。

宏观审慎政策工具被用于促进金融稳定（Hanson 等人 2011；Masciandaro 和 Volpicella 2016；Cerutti 等人 2018，Karamysheva 和 Seregina 2022；Coman and Lloyd 2022）。通过改变最低资本要求和建立银行资本缓冲，审慎政策控制了金融机构之间的溢出效应，并减少了资产价格和信贷之间的前循环反馈。迄今为止，文献的关注点在于慎政策对不同观点的影响，如金融体系中的系统性风险（Claessens 等人 2013，Klingelhofer 和 Sun 2019，Karamysheva 和 Seregina 2022）；其他国家货币政策对新兴市场信贷和房价的溢出冲击（Coman 和 Lloyd 2022）；以及美国（US）利率冲击造成的实际汇率波动（Ouyang 和 Guo 2019）。然而，现有文献尚未探讨宏观审慎政策在缓解主权债券市场脆弱性方面的有效性。

目前学界尚不清楚宏观审慎政策是否会影响东盟市场的主权债券脆弱性或影响哪个方向。从理论上讲，审慎政策对主权债券脆弱性的影响可以分为以下几个方面。首先，主权风险与银行风险高度相关（Li 和 Zinna 2018）。宏观审慎政策降低了杠杆率和银行风险，从而减少了金融体系的漏洞（Farhi 和 Tirole 2012）。因此，主权债券风险很可能会对审慎政策表现出负面反应。第二，审慎政策增强金融市场稳定，防止潜在的经济和金融危机，减少对新兴金融市场

投资的不确定性，增加外部投资者的信心，刺激国际资本流入（Pandolfi 和 Williams 2019；Chari 等人 2022）。更大比例的国际资本增加了东盟主权债券市场对全球市场的敏感性，增加了主权债券的脆弱性。然而，外部投资者日益增长的信心也可以给东盟市场带来更多的外国直接投资和发展机会，从长远来看，这可以增加国际收入，提高债务负担能力。

此外，上调信用评级可能会改变全球债券市场的投资模式，因为在投资组合管理中人们偏好高风险债券与低风险债券。第三，外汇风险是当地货币债券投资中的另一个因素。与此同时，在少数国家，审慎政策在减轻外汇风险的外部溢出效应方面已被证明有效性（Ouyang 和 Guo 2019）。本文中，我们评估了审慎政策是否是减轻东盟主权债券对全球溢出效应的脆弱性的实用工具，并确定了这种溢出效应传播的潜在渠道。

本文利用连通性拓扑网络来衡量债券市场的脆弱性。该网络基于 Diebold 和 Yilmaz（2014）的框架构建，采用向量自回归（VAR）和广义方差分解，被证明是主权风险的有效指标（Hamil 等人 2021）。本文利用国债收益率数据 40 债券（期限 1、3、5 和 10 年）从四个东盟国家（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国），三个非东盟亚洲市场（中国、印度和日本，简称为区域市场），和欧盟、英国和美国（缩写为全球市场）。抽样期间从 2012 年 1 月 4 日至 2022 年 1 月 31 日。从拓扑网络的结果中看，我们发现在东盟四个国家中，信用评级较高的两个国家（泰国和马来西亚）作为连接全球市场和低评级国家的中介渠道。就连通性而言，东盟债券似乎是来自全球市场的净风险接收者。与此同时，除 2017 年中美贸易战和 2020 年新冠疫情爆发外，区域市场大部分时间里都是东盟的净风险传递者。

为了检验审慎政策对主权债券脆弱性的影响，我们使用德里斯科尔-克雷标准误差（Driscoll 和 Kraay 1998）和看似不相关的多介质回归（Zellner 1962）估计了两个模型。据我们所知，本文是首次测试审慎政策对主权债券风险的影响，并调查介质渠道的试验。结果表明，审慎政策降低了其他国家对东盟的溢出风险。本季度实施的审慎政策将在未来显著降低 2-7 个季度的主权风险。有趣的是，我们发现审慎政策降低了主权债券的脆弱性，而审慎政策导致的经济增长和信用评级升级增加了东盟主权债券的脆弱性，导致审慎政策产生的监管效应减弱。

本文的其余部分结构如下。第二节衡量了东盟国家主权债券的脆弱性，第三节讨论了审慎政策对主权脆弱性的直接和间接影响，第四节总结了论文的主要发现。

2. 东盟国家主权债券的脆弱性

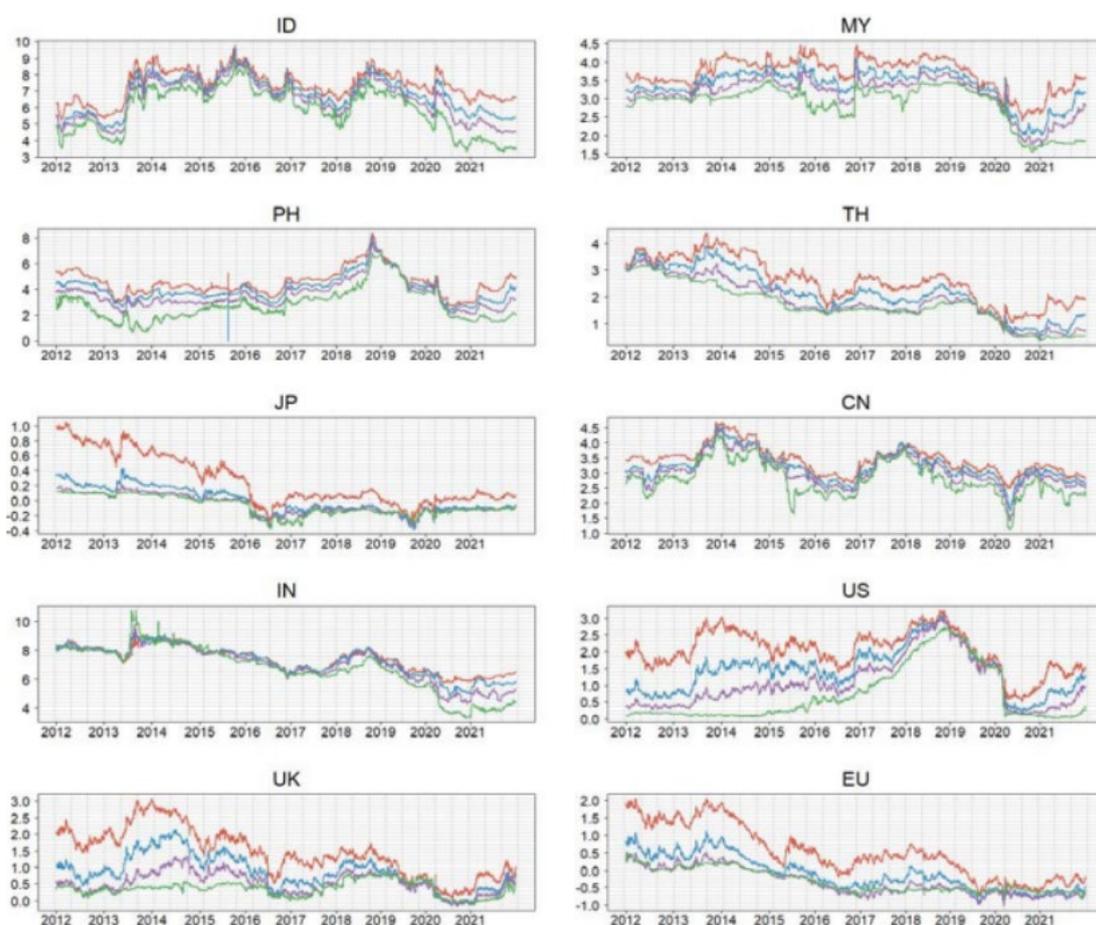
2.1 数据结构

我们的研究涵盖了四个东盟市场（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国），三个非东盟亚洲市场（中国、印度和日本，缩写为区域市场），和欧盟、英国和美国（缩写为全球市场），样本周期为2012年1月4日到2022年1月31日共2491天的每日观察，使用期限为1、3、5和10年期国债的收益率。债券收益率数据来自亚洲开发银行。我们的实证分析基于日收益率的对数回报，计算为 t 和 $t-1$ 时债券收益率的 $100x$ 对数差值。

图 1 显示了来自不同国家的不同期限的债券收益率的动态。由图可见，印尼和菲律宾的债券收益率高于马来西亚和泰国，日本和全球市场的债券收益率都低于东盟国家。与此同时，长期债券在大多数时期的收益率都高于短期债券。2018年1月至2020年12月，样本中的每个东盟国家都出现了类似的趋势。2018年债券收益率上升，这可能与中美贸易战和东盟经济复苏有关。2019-2020年，债券收益率下降，这可能与贸易战的影响减弱有关。2020年初，东盟国家的债券收益率也出现了类似的短期跃升，这可以归因于新冠疫情的爆发，给东盟市场带来了积极的信号。然后，由于疫情对东盟国家的影响的蔓延，市场对经济和投资回报的预期从2020年3月开始崩溃。

图 2 显示了整个审查期间，样本中所有国家的信用等级的变化。图 3 显示了收益率与其对数回报之间的相关性。我们观察到，一个国家内部的相关关系强于国家之间的相互关系。与区域市场和全球市场债券相比，东盟债券的相关性更高。在东盟国家中，泰国债券收益率与印度、中国和美国的相关性最高，而马来西亚债券排名第二。通货紧缩等长期国内基本面受到这一趋势的高度影响。同时，收益率的日变化主要受到竞争市场的资本流入和流出以及共同因素造成的溢出效应（或共同流动）的影响。溢出效应（或共同运动）主导了所有10个经济体中债券之间的关系。

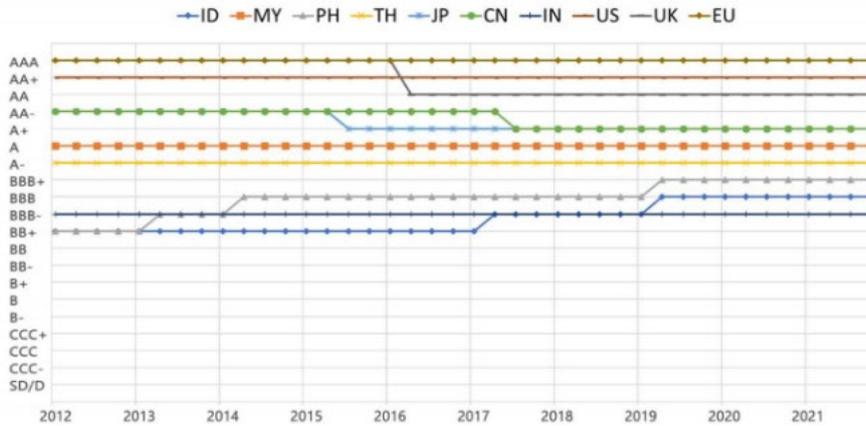
图 1 国债收益率



注：CN=中华人民共和国，EU=欧盟，ID=印度尼西亚，ID=印度，JP=日本，MY=马来西亚，PH=菲律宾，TH=泰国，UK=英国，US=美国。2012年1月4日至2022年1月31日，每日观察债券收益率共2491次。1年期、3年期、5年期和10年期美国国债的收益率分别用红色、蓝色、紫色和绿色表示。

资料来源：彭博社

图 2 长期国债的信用评级



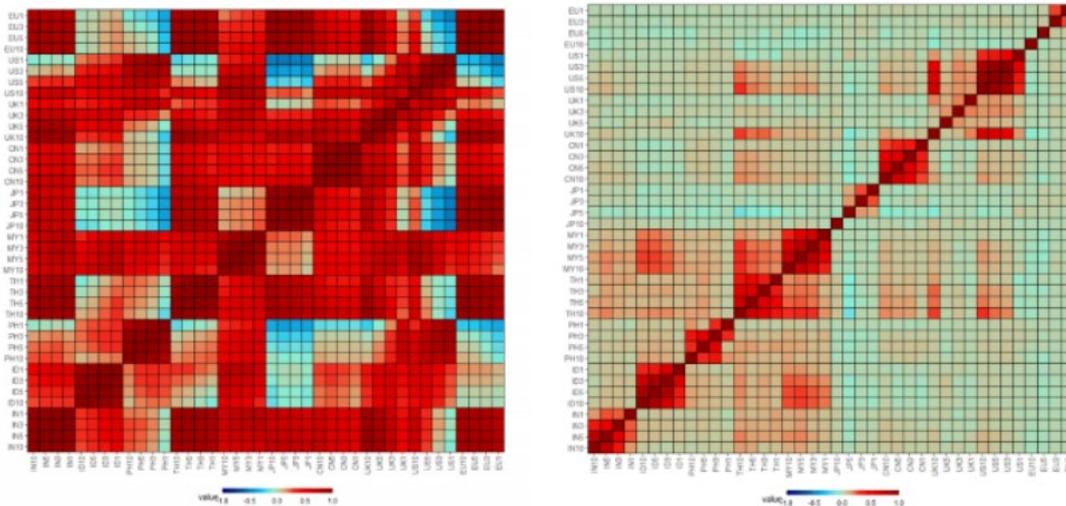
注：该数据报告了 2012 年至 2021 年标准普尔长期发行信用评级的变化。y 轴表示信用评级范围从 SD/D 到 AAA。根据标准普尔全球评级，评级为 BB、B、CCC、CC 和 C 的债务有很大的不确定性或重大风险敞口。CN=中华人民共和国，EU=欧盟，ID=印度尼西亚，ID=印度，JP=日本，MY=马来西亚，PH=菲律宾，TH=泰国，UK=英国，US=美国。。

资料来源：标准普尔全球评级

图 3 关系

(a) 收益率

(b) 收益率回报的对数



注：CN=中华人民共和国，EU=欧盟，ID=印度尼西亚，ID=印度，JP=日本，MY=马来西亚，PH=菲律宾，TH=泰国，UK=英国，US=美国。每日回报的相关性。我们观测了从 2012 年 1 月 4 日至 2022 年 1 月 31 日期间样本的每日数据（2491 次每日观测）。x 轴和 y 轴以债券的“国家到期期”来命名。

本节将讨论我们对审慎政策、国内基本变量和全球变量的衡量标准。本文利用了 Cerutti 等人（2018）的审慎政策数据集。该数据集记录了各种宏观审慎政策的变化，包括资本缓冲、资本要求、银行的集中度限制、银行间风险敞口

限额、贷款价值比率上限和存款准备金要求等。我们利用所有这些变化的累积度量，其中宏观审慎政策的一个更严格（更弱）的变化由一个单位增量（递减）记录下来。关于我们抽样期间审慎政策变化的详细情况列于附录表 A5。

东盟国家的国内控制变量包括国内生产总值（GDP）、消费者价格指数、汇率回报率（Exr）、股票回报（股票）和信用评级升级（CRU）。通胀是发达国家债券风险调查的最重要决定因素之一（Ulrich 2013；Duffee 2018；Breath 等人 2020）。CRU 发行国每季度由标普全球评级公司发布，以长期和短期分类。我们将信用评级设置为数字，从 1（SD/D）到 20（AAA+）。

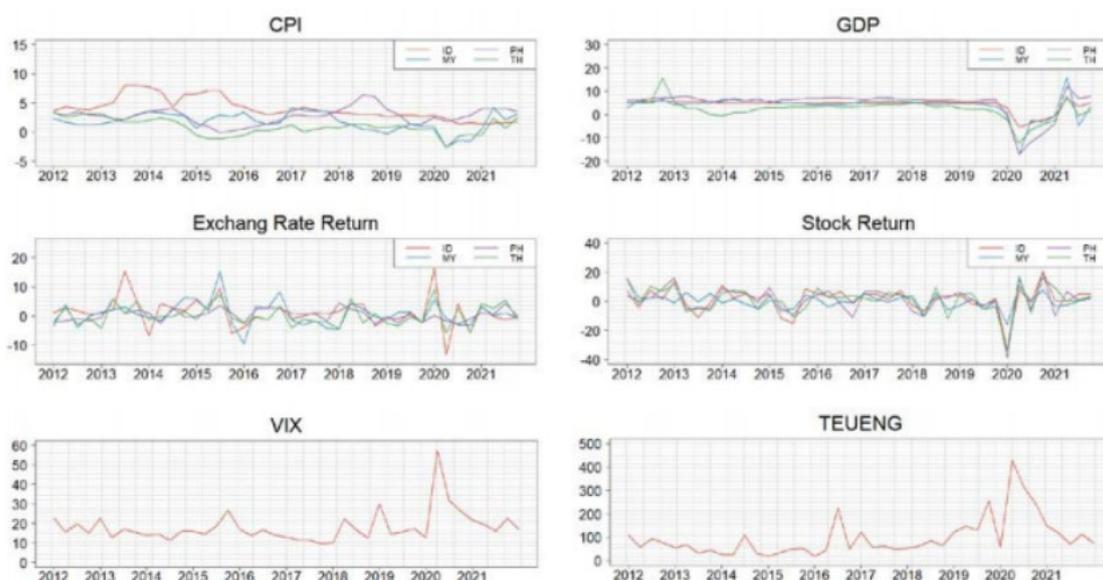
全球控制变量包括芝加哥期权交易所的波动性指数（VIX）和基于推特的不确定性数据（TEUENG）。我们收集每日的 VIX，并按季度取平均值。TEUENG 同时测量了每天同时嵌入不确定性术语和经济术语的英语推文的数量。所检查变量的相关性和动态报告见表 1 和图 9。

表 1 变量的两两相关性

Variables	C	Pru	GDP	Exr	Stock	CPI	VIX	TEUENG	CRU
C	1.000								
Pru	-0.211***	1.000							
GDP	0.000	0.356***	1.000						
Exr	0.015	0.075*	0.137***	1.000					
Stock	-0.050	-0.055	-0.086**	-0.553***	1.000				
CPI	-0.153***	0.407***	0.398***	0.137***	-0.024	1.000			
VIX	0.090**	-0.063	-0.407***	0.229***	-0.524***	-0.192***	1.000		
TEUENG	0.179***	-0.034	-0.535***	0.042	-0.311***	-0.290***	0.725***	1.000	
CRU	0.055	0.031	0.085**	-0.009	0.002	0.077*	-0.076*	-0.024	1.000

注：此表报告了变量的成对相关性。***=P 值<1%，**=P 值<5%，*=P 值<10%。

图 4



注：ID=印度尼西亚，MY=马来西亚，PH=菲律宾，TH=泰国。测量时间从 2012 年到 2021 年，共观察了 40 个季度。CPI 是消费者价格指数，GDP 是国内生产总值。VIX 是 CBOE 波动率指数，VXEEM 是 CBOE 新兴市场 ETF 波动率指数。OVX 是 CBOE 的原油波动率指数。TEUENG 是基于推特的不确定性数据。

资料来源：彭博社

2.2 方法论

对宏观审慎政策对主权债券市场影响的实证评估需要一个脆弱性指标。Hamill 等人（2021）指出了基于 Diebold 和 Yilmaz（2014）统一方法的连通性措施，衡量了主权债务市场的风险水平。我们通过建立一个由东盟、发达市场和亚洲市场的国债组成的拓扑网络来获得连通性。我们使用向量自回归（VAR）过程和广义方差分解来估计每对键之间的连通性。这一框架使我们能够在静态和动态范围内发现溢出风险的方向性联系，并确定净溢出出口国和进口国。

我们估计了一个 p 阶向量自回归（VAR）：

$$y_t = \sum_{k=1}^p A_k y_{t-k} + \varepsilon_t, \varepsilon_t \sim i.i.d(0, \Sigma) \quad (1)$$

其中， $y_t = \{y_{1,t}, y_{2,t}, \dots, y_{N,t}\}$ 为债券收益率的 n 维多元对数回报序列，

A_k 为 k 滞后的 $N \times N$ 参数矩阵， Σ 为误差向量 ε_t 的方差矩阵。通过 h 步超前

广义方差分解，从 j_{th} 键到 i_{th} 键的成对方向连通性为：

$$\theta_{ij}^g(H) = \frac{\sigma_{jj}^{-1} \sum_{h=0}^{H-1} (e_i' \theta_h \Sigma e_j)^2}{\sum_{h=0}^{H-1} (e_i' \theta_h \Sigma \theta_h' e_i)} \quad (2)$$

式中 σ_{jj} 为序列 j_{th} 误差项的标准差，对于元素 j_{th} 来讲 e_i 的选择向量为 1，否则为 0。 $\theta_h = A_1 \theta_{h-1} + A_2 \theta_{h-2} + \dots + A_p \theta_{h-p}$ 为 $h = 0, 1, 2, \dots$ 时的 $N \times N$ 系数矩阵， θ_h 为 $h=0$ 时的单位矩阵，当 $h < 0$ 时为零矩阵。注意，连通性是方向链接，对于不同方向的两个节点之间的连接，大小可能不相等。继 Diebold 和 Yilmaz (2014) 之后，方程 (2) 的结果被归一化

为 $\sum_{j=1}^N \bar{\theta}_{ij}^g(H) = 1$ ，且成对定向连接标准化为 $\bar{\theta}_{ij}^g(H) = \frac{\theta_{ij}^g(H)}{\sum_{j=1}^N \theta_{ij}^g(H)}$ 。

对于一个更明确命名的指数，我们将 $\bar{\theta}_{ij}^g(H)$ 转换为 $C_{i \leftarrow j}^H$ (C 表示连通性)。从所有其他键 j 到键 i 的总连通性为：

$$C_{i \leftarrow}^H = \sum_{j=1, j \neq i}^N \bar{\theta}_{ij}^g(H) = \sum_{j=1, j \neq i}^N \bar{\theta}_{ij}^g(H) \quad (3)$$

从键 i 到所有其他键 j 的总连通性为：

$$C_{\leftarrow i}^H = \sum_{j=1, j \neq i}^N \bar{\theta}_{ji}^g(H) = \sum_{j=1, j \neq i}^N \bar{\theta}_{ji}^g(H) \quad (4)$$

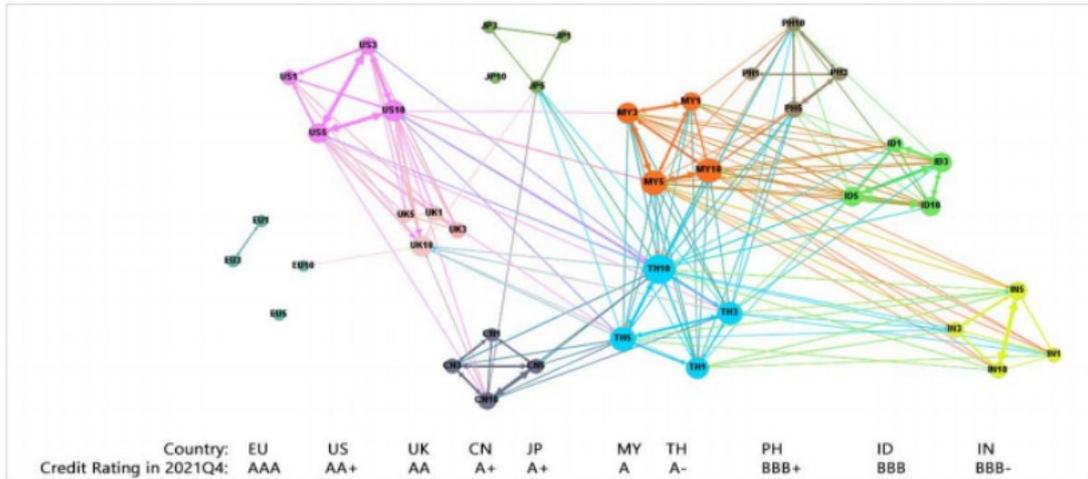
对于网络中的每个链路，都有一个导入节点和一个导出节点，它们分别对应于 $C_{i \leftarrow j}^H$ 中的键 i 和 j 。此外，给定组 M 和 N 组分别作为输入面板和出口面板，测量从 N 组到 M 组溢出的连通性被指定为：

$$C_{M \leftarrow N}^H = \sum_{\substack{j=M \\ i=N \\ j \neq i}} C_{i \leftarrow j}^H \quad (5)$$

2.3 连通性结果

我们首先在静态视野中概述网络关系。图 4 显示了连通性的静态结果，通过方程 (2) 中的广义方差分解估计， T 为 2,491 天， P 为 1， H 为 12。图 6 显示了连通性的拓扑可视化。我们注意到，债券的拓扑网络主要是由主权国家聚集起来的。此外，连通性对于连接两个成熟度差异较小的债券至关重要。这可以

图 6 连接性的拓扑网络



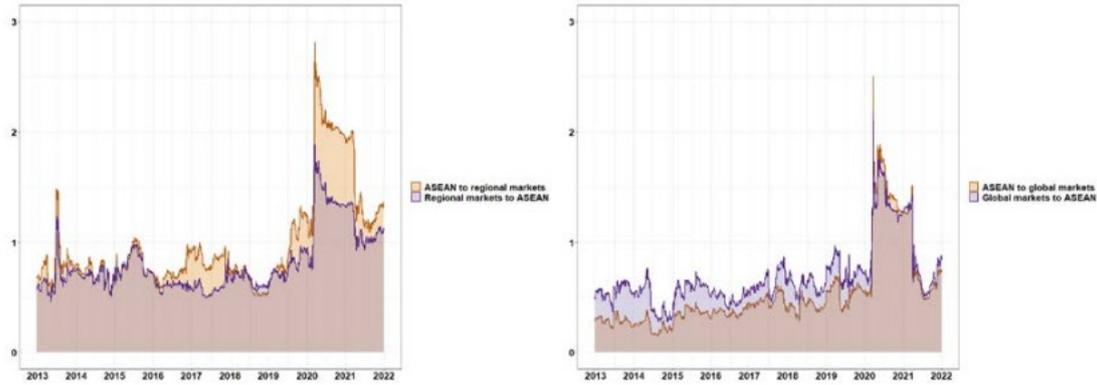
注：CN=中华人民共和国，EU=欧盟，ID=印度尼西亚，ID=印度，JP=日本，MY=马来西亚，PH=菲律宾，TH=泰国，UK=英国，US=美国。该图是一个连通性的拓扑网络表示。箭头的颜色表示连通性的来源国。结果通过方程（2）中的广义方差分解进行估计， $T=2,491$ 天， $P=1$ ， $H=12$ 。为了捕捉网络的本质，我们过滤了小的连通性，只显示了前 300 个链接。箭头较厚的尺寸和较深的颜色反映了较高的连通性值。节点越大，度值越高。这些节点以债券的“国家到期日期”来命名。

资料来源：作者基于 Cerutti 等人（2018）进行的计算。

我们通过使用滚动窗口估计，对债券市场之间的溢出效应进行了更详细的分析。图 7 为国际连通性的动态图。左图显示了东盟和地区市场之间的联系。2017 年之前，东盟与区域市场的溢出效应相等，而 2015 年和 2016 年区域市场对东盟的悲观预期溢出效应与中国股市崩盘有关。2017 年，东盟对区域市场的连通性溢出效应价值更高，而非朝着相反的方向发展。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发同时，东盟对区域市场存在乐观预期，但溢出效应向相反方向下降。

右图显示了东盟和全球市场之间的联系。值得注意的是，东盟债券是溢出风险的接受者，因为大市场总是作为风险出口国。在 2020 年只有一个峰值。新冠疫情爆发后，我们发现东盟对三大发达市场的积极溢出效应激增，并高于相反的方向。这意味着，当全球经济面临严重威胁时，东盟债券向这三大市场注入了积极的溢出效应。

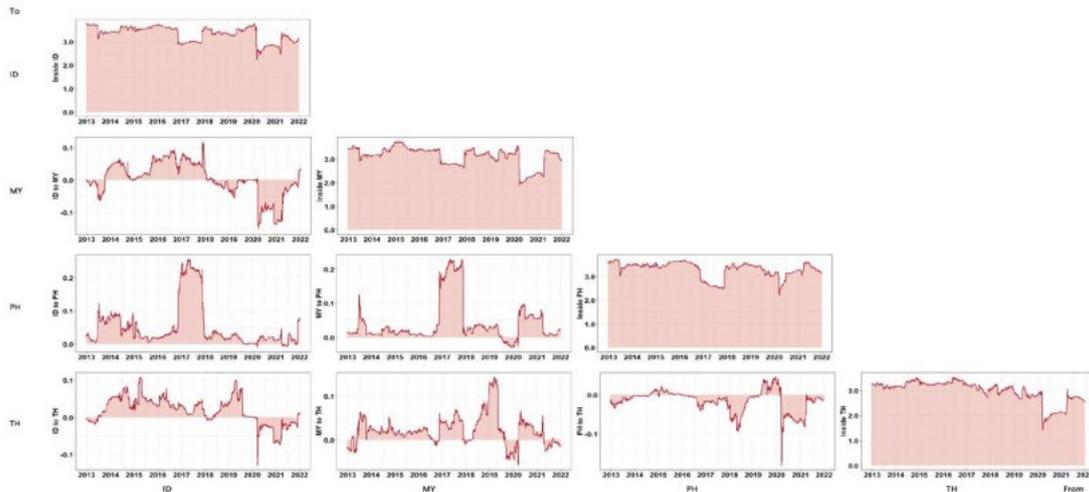
图 7 动态连通性



注：ASEAN=东南亚国家联盟，包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国。区域市场=中国，印度，和日本。全球市场=欧盟、英国和美国。连通性的结果通过公式（2）中的广义方差分解计算，通过回归、正回归和负回归的滚动样本面板估计，使用 $T=250$ 、 $P=1$ 和 $H=12$ 。基于全图、正图和负图的连通性估计分别显示在顶部、中间和底部。左图显示了东盟与地区市场之间的联系，右图显示了东盟与全球市场之间的联系。

图 8 绘制了东盟国家之间的动态。可以看出，2017 年，东盟国家之间的连通性有所下降。考虑到这三大发达市场对东盟的影响增加，我们发现美国贸易政策的巨大冲击削弱了区域债券的连通性。2013 年，印尼债券收益率对其他三个东盟国家产生了积极影响。2014 年后，马来西亚债券在溢出到印尼债券市场方面具有压倒性的优势。2017 年，印尼债券对菲律宾债券产生了积极影响，而菲律宾债券则导致了印尼债券收益率的领先滞后性下降。在新冠疫情期间，泰国债券对东盟其他三个国家产生了积极影响。此外，我们发现东盟债券与区域和全球市场上的其他债券之间的相互联系比东盟内部的连通性更不稳定。

图 8 东盟国家的动态联系



注：ASEAN=东南亚国家联盟，ID=印度尼西亚，MY=马来西亚，PH=菲律宾，TH=泰国。对角线图表示了一个东盟国家的连通性值。对角线下的图显示了两个国家之间的连通性净值，由两个方向的连通性的差值得到。连通性结果通过方程（2）中的广义方差分解计算，通过回归、正回归和负回归的滚动样本面板估计，使用 T=250、P=1 和 H=12。

3. 审慎政策对连通性的影响

3.1 模型设定

在本节中，我们会问：审慎政策对主权债券的脆弱性有什么影响？为此，我们估计了两个模型，使用了具有德里斯科尔-克雷伊标准误差的固定效应回归（Driscoll 和 Kraay 1998）和似乎不相关的多重介质回归（Zellner 1962）。我们首先估计了固定效应面板回归的一个简单规范：

$$C_{it} = \alpha_i + \beta_1 Pru_{it-n} + \beta_X X_{it-n} + year_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

其中 C_{it} 代表东盟国家 i 与其他国家之间的联系，或相反的方向。对于面板回归，我们取滚动窗口连通性结果的季度平均值为 C_{it} 。 Pru_{it-n} 是东盟国家推进的审慎政策，时间范围为 $t-n$ ， n 范围为 0~8。

X_{it-n} 是控制变量，在时间 $t-n$ 中， n 的范围从 0 到 8。根据 Białkowski 等人（2022）的方法， $year_t$ 是控制可能被遗漏的趋势变量的时间趋势变量。回归采用 Driscoll-Kraay 标准误差（Driscoll 和 Kraay 1998）进行回归，以便进一步考虑序列相关性。

之后，我们估计了一个具有多个介质的设定，其关系如图 9 所示。首先，我们考虑了审慎风险对主权债券脆弱性的直接影响，如图 9 的链接 1 所示。绝大多数文献表明，审慎政策旨在监管金融风险 and 增强稳定性。一些论文提出了由于审慎政策而在监管金融不稳定方面的效率效应的证据。研究表明，在发达经济体的金融体系中，宏观审慎政策显著降低了系统性风险（Karamysheva 和 Seregina 2022）。在新兴市场，更严格的审慎政策削弱了美国货币政策冲击所产生的负面溢出效应（Coman 和 Lloyd 2022）。在外汇市场上，反周期宏观审慎政策的实施有效地缓解了美国利率冲击造成的波动（Ouyang 和 Guo 2019）。宏观审慎政策的影响还包括在繁荣时期降低杠杆、资产和非核心到核心负债的增长（Claessens 等人 2013）。有一些论文质疑了审慎政策的影响；例如，通过研究 72 个发达国家和新兴国家，Chari 等人（2022）表明，宏观审慎工具可以提高金融机构的弹性，但同时，也增加了债券流动对全球金融周期的敏感性。

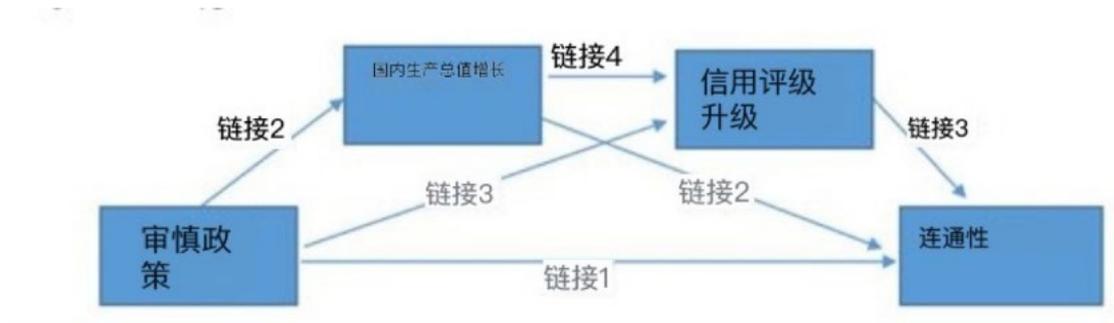
然而，这些文献并没有考虑到主权债券市场，而这里的审慎政策影响十分明显，需要进行检验。

其次，本文考察了审慎政策对 GDP 增长的中介效应，从而缓解了主权脆弱性，如图 9 的链接 2 所示。Agenor 等人（2018）指出，审慎的政策促进了经济的增长和发展。Klingelhofer 和 Sun（2019）对中国的研究发现，宏观审慎政策可以用来在不引发经济放缓的情况下保持金融稳定。Kim 和 Mehrotra（2022）表明，宏观审慎政策对实际 GDP 的影响，而影响没有显著区别于 11 个新兴市场经济（中国、捷克共和国、匈牙利、印尼、大韩西亚、马来西亚、墨西哥、印度、波兰、南非和泰国）。

第三，本文考察了审慎政策对信用评级升级的中间作用，这对主权脆弱性有积极的影响，如图 9 的链接 3 所示。审慎政策可以降低主权风险。信用评级的升级意味着对还款的信心的增强。信用评级的上调可能会改变全球债券市场的投资模式，因为在投资组合管理中对高风险和低风险债券的特殊偏好。目标投资者的改变有可能会改变溢出风险敞口和主权脆弱性。

最后，蓬勃发展的经济吸引了国际资本，增强了外部投资者的信心，可能为东盟市场带来更多外国直接投资和其他发展机会，这反过来又增加了全球收入和长期提高了债务负担能力（即信用评级升级）。这种潜在的关系如图 9 的链接 4 所示。

图 9 介质假设



来源：作者所画

为了测试图 9 中所示的四个潜在关系，我们的中介效应图用四个方程表示了看似不相关的回归（sureg）：

$$CRU_{i,t} = \alpha_{CRU} + \beta_{CRU} Pru_{i,t-n} + \varepsilon_t \quad (7)$$

$$GDP_{i,t} = \alpha_{GDP} + \beta_{GDP} Pru_{i,t-n} + \varepsilon_t \quad (8)$$

$$CRU_{i,t} = \alpha_{GDP} + \beta_{GDP} GDP_{i,t} + \varepsilon_t \quad (9)$$

$$C_{i,t} = \alpha + \beta_1 Pru_{i,t-n} + \beta_2 GDP_{i,t} + \beta_X X_{i,t} + \beta_3 CRU_{i,t} + Year_t + \varepsilon_t \quad (10)$$

其中 $C_{i,t}$ 代表了其他六个国家与东盟国家 i 之间的联系。我们取滚动窗口连通性结果的季度平均值为 $C_{i,t}$ 。 $Pru_{i,t-n}$ 是东盟国家在 $t-n$ 时间内推进的审慎政策。 $X_{i,t-n}$ 是时间 $t-n$ 内的控制变量（国内和国际）。这些列表示审慎政策（Pru）的时间 n ，范围从当前季度 (t_0) 到 8 个季度前 $(t-8)$ 。除 Pru 外的所有其他变量的时间点都被设置为存在（零）。基于 Białkowski 等人（2022）的方法， $year_t$ 是控制潜在被遗漏的趋势变量的时间趋势变量。

3.2 债券市场的宏观审慎性影响

根据表 2 的结果，我们发现审慎政策减轻了其他国家与东盟国家的溢出风险。本季度实施的审慎政策将在未来 2-7 个季度内显著降低主权风险。从表 3 中可以看出，审慎政策降低了主权债券的脆弱性，而审慎政策导致的经济增长和信用评级上调会增加主权债券的风险敞口，从而削弱审慎政策的监管效果。

美国国债的国际化可以归因于投资者信心的增强。不同时间范围的研究结果表明，审慎政策可能对东盟国家的经济增长产生长期影响，并对信用评级升级产生短期影响。虽然审慎政策通过经济增长和信用评级的间接影响是负面的，但审慎政策的总体影响仍然是负面的（如表 3 的最后一行所示）。因此，审慎政策可能会加强主权债券市场的稳定性。我们的研究表明，审慎政策在主权风险监管和美国国债国际化方面具有双重效率。

表 2 审慎政策对连通性的影响

	(1) t_0	(2) t_{-1}	(3) t_{-2}	(4) t_{-3}	(5) t_{-4}	(6) t_{-5}	(7) t_{-6}	(8) t_{-7}	(9) t_{-8}
Pru	-0.00467 (-0.78)	-0.0104 (-1.56)	-0.0220*** (-3.62)	-0.0192*** (-2.84)	-0.0230*** (-3.64)	-0.0185** (-2.65)	-0.0177** (-2.10)	-0.0186* (-2.00)	-0.00994 (-1.22)
GDP	0.00590** (2.17)	0.00220 (1.13)	0.00551** (2.45)	0.00842*** (3.36)	0.00560** (2.32)	0.00406 (1.39)	0.00159 (0.59)	0.00358 (0.44)	0.00762 (0.71)
Exr	0.000389 (0.25)	-0.00251 (-0.86)	0.00275* (1.80)	0.00322 (1.56)	0.00268 (1.13)	-0.000468 (-0.29)	0.000728 (0.36)	-0.00271 (-1.23)	-0.00477*** (-2.82)
Stock	0.000843 (0.65)	-0.0000375 (-0.03)	0.000796 (0.77)	0.00237** (2.42)	0.00229 (1.34)	0.00133 (1.13)	0.00228* (1.89)	-0.000221 (-0.10)	0.000106 (0.09)
CPI	0.00202 (0.45)	-0.00327 (-0.81)	0.00257 (0.52)	0.000912 (0.19)	-0.00379 (-0.65)	-0.00677 (-1.14)	-0.00628 (-0.97)	-0.0000376 (-0.01)	-0.000304 (-0.06)
VIX	-0.000637 (-0.49)	-0.000600 (-0.42)	-0.0000260 (-0.01)	0.00529*** (3.44)	0.00139 (0.87)	0.00190 (0.94)	0.00280* (1.76)	0.000668 (0.35)	0.00132 (0.70)
TEUENG	0.000623*** (4.25)	-0.0000897 (-0.55)	0.000139 (0.52)	-0.0000579 (-0.44)	0.0000618 (0.50)	0.0000606 (0.47)	-0.0000792 (-0.42)	0.000118 (1.06)	-0.000128 (-0.50)
CRU	0.00353 (1.38)	0.00112 (0.36)	0.00413 (1.60)	0.00482*** (2.86)	-0.00189 (-0.70)	-0.00455 (-1.59)	0.0000517 (0.03)	-0.00419** (-2.66)	0.000723 (0.16)
Year	-0.00984* (-1.90)	-0.000425 (-0.08)	0.00229 (0.50)	0.00404 (0.66)	0.00328 (0.55)	-0.000484 (-0.09)	0.00322 (0.58)	0.00127 (0.25)	0.00546 (0.84)
Constant	20.02* (1.92)	1.160 (0.10)	-4.318 (-0.47)	-7.950 (-0.64)	-6.316 (-0.53)	1.262 (0.12)	-6.204 (-0.55)	-2.285 (-0.22)	-10.80 (-0.82)
Within R-squared	0.1335	0.0528	0.0865	0.1412	0.0976	0.0985	0.0861	0.0751	0.0608
FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	492	500	508	516	512	504	496	488	480

注： $C_{i,t}$ 代表其他六个国家与东盟国家 i 的联系。我们取滚动窗口连通性结果的季度平均值为 $C_{i,t}$ 。 $Pru_{i,t-n}$ 是东盟国家 i 在时间 $t-n$ 内推进的审慎政策。 $X_{i,t-n}$ 是时间 $t-n$ 内的控制变量（包括国内和国际）。这些列表示审慎政策（Pru）和所有控制变量的时间 n ，范围从当前季度的（ t_0 ）到 8 个季度前的（ t_{-8} ）。根据 Bialkowski 等人（2022）的方法，Year 是控制可能被遗漏的趋势变量的时间趋势变量。 t 的统计数据报告在括号中。***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上的显著性。

来源：作者基于 Cerutti 等人（2018）进行的计算

表 3 审慎政策对连通性的直接和间接影响

	(1) t_0	(2) t_{-1}	(3) t_{-2}	(4) t_{-3}	(5) t_{-4}	(6) t_{-5}	(7) t_{-6}	(8) t_{-7}	(9) t_{-8}
CRU									
Pru	0.034***	0.031***	0.022***	0.017***	0.012***	0.008*	0.004*	0.003	0.003
Constant	0.207*	0.217*	0.352***	0.368***	0.393***	0.411***	0.321***	0.328***	0.333***
GDP									
Pru	0.528***	0.482***	0.377***	0.307***	0.212***	0.146**	0.143*	0.094	0.077
Constant	1.318***	1.46***	1.919***	2.278***	2.755***	3.06***	3.096***	3.225***	3.243***
CRU									
GDP	0.064***	0.064***	0.058***	0.057***	0.056***	0.057***	0.03***	0.031***	0.032***
Constant	0.123	0.124	0.241**	0.238**	0.238**	0.236**	0.227**	0.228**	0.229**
C									
Pru	-0.009***	-0.011***	-0.012***	-0.012***	-0.012***	-0.011***	-0.012***	-0.012***	-0.013***
GDP	0.006***	0.007***	0.006***	0.006***	0.006***	0.006***	0.006***	0.006***	0.007***
Exr	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
Stock	0.000	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001**
CPI	-0.006**	-0.006**	-0.006**	-0.005**	-0.005**	-0.005**	-0.004*	-0.004	-0.003
VIX	-0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001
TEUENG	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***	0.001***
CRU	0.004**	0.004**	0.002	0.002	0.002	0.002	-0.002	-0.001	-0.001
Year	-0.009***	-0.009***	-0.01***	-0.009***	-0.008***	-0.007***	-0.005**	-0.004	0
Constant	17.702***	19.206***	19.384***	18.755***	15.566***	14.931***	10.817**	7.378	-5.23
Direct	-0.009***	-0.011***	-0.012***	-0.012***	-0.012***	-0.011***	-0.012***	-0.012***	-0.013***
Indirect-CRU	0.0001479**	.0001342**	0.000	0.000	0.000	0.000	0	0	0
Indirect-GDP	0.003***	0.003***	0.002***	0.002***	0.001*	0.001*	0.001*	0.001	0.001
Total	-0.006***	-0.008***	-0.01***	-0.011***	-0.011***	-0.01***	-0.011***	-0.012***	-0.013***

注： $C_{i,t}$ 代表其他六个国家与东盟国家 i 的联系。我们取滚动窗口连通性结果的季度平均值为 $C_{i,t}$ 。 $Pru_{i,t-n}$ 是东盟国家 i 在时间 $t-n$ 内推进的审慎政策。 $X_{i,t-n}$ 是时间 $t-n$ 内的控制变量（包括国内和国际）。这些列表示审慎政策（Pru）和所有控制变量的时间 n ，范围从当前

前季度的 (t_0) 到 8 个季度前的 ($t-8$)。除 Pru 外的所有其他变量的时间点都被设置为存在 (零)。Year 是时间趋势变量。t 的统计数据报告在括号中。***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%水平上的显著性。

资料来源：作者基于 Cerutti 等人 (2018) 的计算

4. 结论

东盟与国际市场之间相互依赖关系的激增，引发了人们对债券溢出效应的性质以及哪些因素可以解释这种溢出效应风险的质疑。本研究调查了四个东盟市场（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国）的债券市场的溢出风险网络；三个非东盟亚洲市场（中国[RPC]、印度和日本，简称为区域市场）和三个发达市场（欧盟[EU]、英国和美国，简称为全球市场）。

我们从静态角度发现证据，表明每个东盟国家内部的国内连通性主导着这个网络。具体来说，我们的研究表明，东盟债券的溢出风险对全球市场的风险暴露要强于区域市场。从拓扑网络的结果来看，我们发现在东盟四国中，信用评级较高的马来西亚和泰国，是将全球市场与低评级国家联系起来的中介渠道。在中美贸易战和新冠疫情期间，脆弱性有所增加。

本文还考察了审慎政策对主权债券脆弱性的影响。其直接影响是，由于审慎政策的国债收益率冲击，收紧严格的市场面临的溢出效应要小得多。虽然存在一条有效的抵消路径，但审慎政策可能导致经济增长和信用评级上调，也会增加主权债券对全球金融冲击的风险溢出敞口。间接影响和直接影响总体表明，审慎政策在长期内降低了主权溢出风险。

本研究对参与主权债券市场的国际和国内投资者具有重要价值。政策制定者可以参考研究结果，其表明在东盟市场，审慎政策在降低主权风险和减少美国国债全球化方面具有双重好处。溢出效应的驱动力还提供了对投资业绩的预测，并在高度不确定性下处理潜在的财务风险。我们的研究结果对宏观审慎政策的应用具有重要意义。我们发现，主权风险对审慎政策变化的反应需要 2-7 个季度，这并不是当即产生的影响，所以我们在设计政策工具时需要加以考虑。未来研究可以涉及面对汇率波动、贸易平衡和通胀风险的影响。

本文原题为“Effect of Macroprudential Policies on Sovereign Bond Markets: Evidence from the ASEAN-4 Countries”。作者 Joshua Aizenman, Gazi Salah. Uddin, Tianqi Luo, Ranadeva Jayasekera 和 Donghyun Park。Joshua Aizenman 是南加州大学经济与国际关系系主任。Gazi Salah. Uddin 研究于林雪平大学管理和工程经济系，Tianqi Luo 与 Ranadeva Jayasekera 研究于都柏林三一学院商学院，Donghyun Park 工作于亚洲开发银行。本文于 2022 年 9 月刊于 NBER 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

企业利润增长和股票回报的长期放缓

Michael Smolyansky / 文 孔祥奕 / 编译

导读：过去二十年，利率下降和税率降低导致上市公司利润大幅提高。本文的主要发现是，利息和税费的减少贡献了标准普尔 500 指数的非金融企业过去二十年全部利润增长的三分之一。本文认为较低的利息和税费持续提振企业利润的可能较小，因此未来企业的利润增长或将会显著放缓，从而导致股票回报率下降。编译如下：

过去二十年，利率下降和税率降低导致上市公司利润大幅提高。本文的主要发现是，利息和税费的减少贡献了标准普尔 500 指数的非金融企业过去二十年全部利润增长的三分之一。本文认为较低的利息和税费持续提振企业利润的可能较小，因此未来企业的利润增长或将会显著放缓，从而导致股票回报率下降。

图 1 显示，自 2005 年以来，标准普尔 500 指数的非金融企业的利息和税费与息税前利润（EBIT，Earnings Before Interests and Taxes）之比稳步下降。金融危机前，这一指标高达 45%。截至 2022 年第一季度，该指标已降至 26%。这说明企业将更少的利润支付给了债权人和税务机关，为股东提供了更多的收益。

图 1 利息和税费占息税前利润的比例



数据来源：Compustat; S&P Dow Jones Indices。

注：标准普尔 500 指数非金融公司的总值。

利率下降是解释利息和税费相对于公司利润下降的原因。图 2 表明，利率的下降很大程度上反映了美国国债收益率持续数十年的稳步下降。金融危机前的 2007 年，标准普尔 500 指数的非金融企业的利息支出与总债务之比约 6%。2019 年底，COVID-19 之前，该指标已下降至约 3.5%，到 2022 年第一季度进一步下降至 3%。

图 2 企业利率

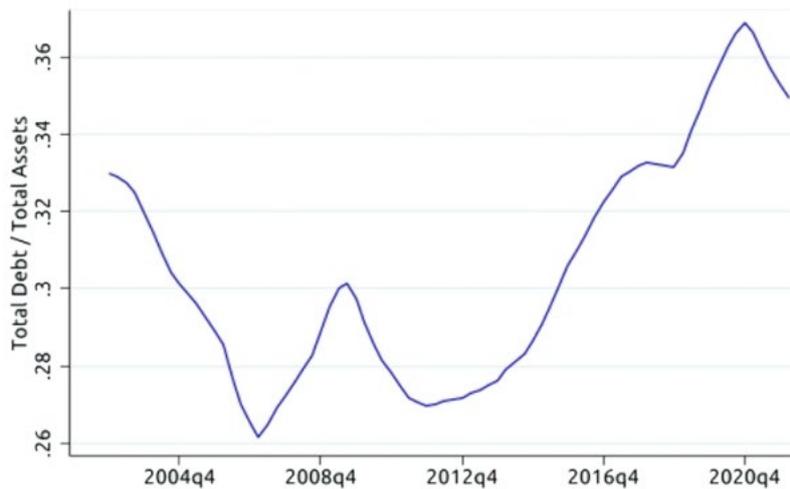


数据来源：Compustat; S&P Dow Jones Indices。

注：标准普尔 500 指数非金融公司的总值。

图 3 表明，企业杠杆率在此期间不断上升。即使在这种情况下，利息支出占利润的比例也随着利率的下降而下降。

图 3 企业杠杆率

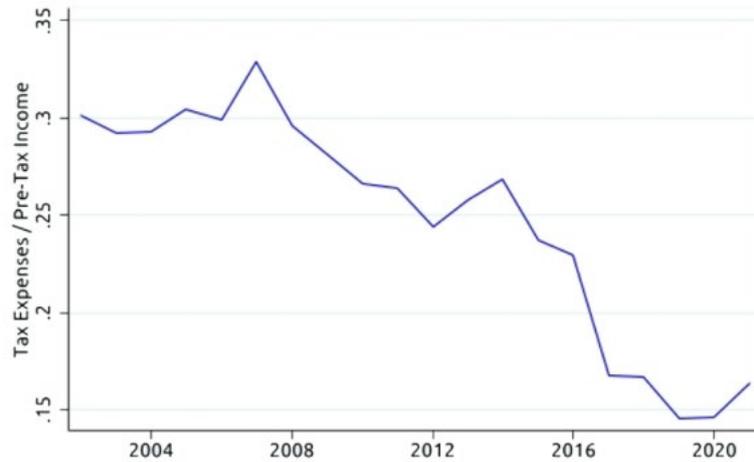


数据来源：Compustat; S&P Dow Jones Indices。

注：标准普尔 500 指数非金融公司的总值。

此外，图 4 指出，有效企业税率也在下降。有效企业税率等于税费除以应税收入。金融危机前，有效企业税率约为 30%。危机后的几年，该指标略有下降。2017 年减税和就业法案将企业税率从 35% 降至 21%，该指标在法案通过后骤降。

图 4 有效企业税率

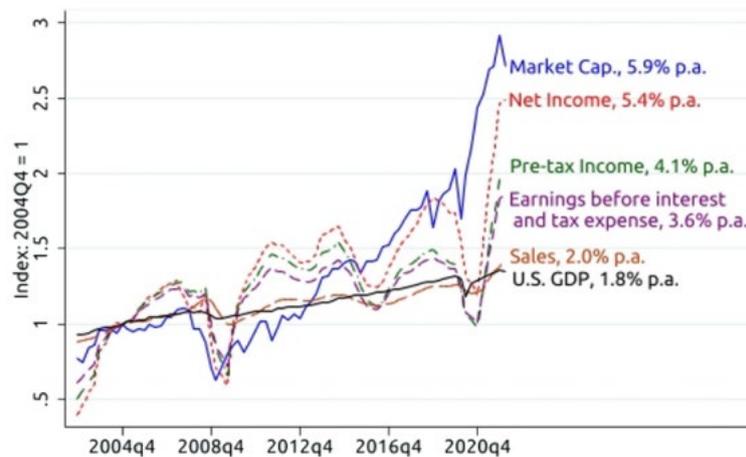


数据来源：Compustat; S&P Dow Jones Indices。

注：标准普尔 500 指数非金融公司的总值。

在过去的二十年里，利息和税费的相对下降对盈利增长做出了巨大贡献。图 5 展示了标准普尔 500 指数非金融公司的各类实际增长指标，所有指标均使用 GDP 平减指数针对通货膨胀进行了调整，均以 2004 年第四季度为基期。图中还报告了 2004 年第四季度至 2022 年第一季度的实际年复合增长率。

图 5 标准普尔 500 指数非金融公司的实际增长指标



数据来源：Compustat; S&P Dow Jones Indices。

注：标准普尔 500 指数非金融公司的总值。

蓝线代表了标准普尔 500 指数非金融公司市值的实际增长，从 2004 年第四季度到 2022 年第一季度，其年增长率为 5.9%。红线代表了净利润，以 5.4% 的增长速度紧随其后。市盈率 (P/E) 的扩大，导致了这两指标增长率的差异。

绿线代表了税前利润，净利润加回税费使得增长率降低至 4.1%。紫线代表了息税前利润，净利润加回利息和税费使得增长率降低至 3.6%。

本文研究发现，低利率和低税率是提高企业盈利能力重要因素。如果图 1 中利息和税费占息税前利润的比例没有下降，那么企业利润的实际增长率每年下降 2%，利息和税费的相对下降是过去 20 年标准普尔 500 指数非金融公司全部利润增长的三分之一。

上面通过直接加减计算的方式判断了利息和税费对利润的影响，忽略了间接影响和一般均衡。低利率和税率预期会刺激经济活动，提高息税前利润。如果利率和税率没有下降，息税前利润和净利润的实际增长率可能会低于 3.6%。

橙色线代表了标准普尔 500 非金融公司的实际销售额增长率，黑线代表了实际 GDP 增长率，复合年增长率分别为 2.0%和 1.8%。GDP 是经济中最终销售额的总和，因此增速是相似的。整体上看，标准普尔 500 非金融公司的销售额和 GDP 的增长速度大致相似。

EBIT 增长率 3.6%和销售增长率 2.0%的差异由利润率提高导致，即成本的增长速度低于销售额的增长速度。全球化程度的不断提高，企业可以从国外采购更便宜的原材料，利润率因而不断提高。此外，美国国内劳动生产率的增长，超过了 2005 年以来实际工资的增长。这意味着，企业的单位劳动力成本投入能够得到更多的产出，利润率提高。

企业利润和股票回报的长期前景

本文指出，利息和税费与息税前利润的比率进一步下降的可能不大。未来可能会出现净利润增长大幅下降，股票回报率下降。本文的分析提炼于短期，侧重于长期。

净利润的增长有以下原因：（1）利息支出相对于息税前利润下降，这由低利率或降低杠杆率推动；（2）有效税率下降；（3）EBIT 提高。

利率进一步跌至超低水平的空间有限。COVID-19 期间，无风险利率达到了有效下限，大大降低了公司利率，公司以历史最低利率融资，利息支出与总债务的比率降至 3.0%的历史低位。在通胀上升、取消货币宽松后，市场利率已显著上升。利率下跌空间有限增加了通过降低杠杆率来减少利息支出的可能性。但是，降杠杆的成本很高，需要发行股票或偿还债务，会造成股权稀释或股东派息减少，从而使得股票回报降低。

降低有效公司税率可以增加净利润。未来降低公司税率的可能性较低。如上所述，2017 年减税和就业法案将法定公司税率从 35%降低到 21%。税法较少发生重大变更。最近通过的《减少通货膨胀法案》将企业最低税降至了 15%。美国债务与 GDP 的比率接近历史最高水平，通胀处于高位，因此通过赤字融资削减企业税率的可能性不大。

如果利率和税率难以进一步下降，那么净利润的增长只能来自息税前利润的增长。如果息税前利润以与过去相同的速度增长，那么净利润的实际增长率约为 3.6%，比过去二十年低 2%。但这种假设有些乐观。一方面，过去的息税前利润增长可能是受到了利率和税率下降的刺激，当利率和税率预计不会进一步下降，对息税前利润增长的刺激不再明显。另一方面，息税前利润的增长来自销售增长或利润率的提高（ $EBIT = Sales \times Profit\ Margin$ ）。长远来看，销售增长率与 GDP 增长率相近。GDP 的增长既可以来自劳动力规模的增加，也可以来自生产力的提高（ $GDP = Total\ Hours\ Worked \times Output\ per\ Hour\ Worked$ ）。人口老龄化和移民率下降会拖累未来几年劳动力的增长，从而会拖累 GDP 和销售的增长。这意味着，要使 EBIT 以与过去相同的速度增长，生产率和利润率需要更快地提高，才能抵消劳动力增长可能放缓的影响。但是，生产力和利润率能否提高是一个很大的未知数。

上述分析表明，企业利润长期实际增长率可能在 3%至 3.5%左右，甚至更低。

下面探讨股票回报的变化。在过去的二十年里，标准普尔 500 指数非金融公司的市值实际增长了近 6%。如果企业利润增长将大幅放缓，那么股价只能靠市盈率不断扩大来维持，但这是不可持续的。如果市盈率保持在当前水平，那么股价只能以与利润相同的速度增长，实际增长率约为 3%至 3.5%。

市盈率倍数是否会在长期内保持当前水平。一方面，标准普尔 500 指数的远期市盈率在撰写本文时约为 17，2002 年以来观察到的历史中值为 16，因此市盈率未来可能将围绕历史中值水平波动。另一方面，如果利润增长比过去更慢，那么市盈率可能会逐渐降低。

市盈率反映了投资者对未来收益的预期。市盈率降低意味着未来收益整体降低，因此投资者愿意为单位收益支付的股票价格也更低。

市盈率也由贴现率决定。贴现率是市场对预期未来收益流进行贴现以得出股票价格的比率。如果贴现率的下降抵消了预期盈利增长的放缓，那么市盈率可能保持不变。贴现率等于无风险利率加上风险溢价，风险溢价补偿了投资者持有股票的风险。如前所述，无风险利率在 COVID-19 期间达到了有效下限，最近已经开始上升。因此，在盈利增长预期放缓的情况下，只有风险溢价大幅下降才能防止市盈率收缩。

本文的结论是，随着预期的利润增长放缓与市盈率的降低，实际的长期股票回报可能会明显低于过往回报。

本文原题为 “The Coming Long-run Slowdown in Corporate Profit Growth and Stock Returns”。本文作者 Michael Smolyansky 是联邦储备系统理事会高级经济师。本文于 2022 年 9 月刊于联邦储备系统理事会官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

追踪回收的特别提款权：寻找“大脚怪”的更多信息

Mark Plant and Lucas Sala/文 李佳欣/编译

导读：大部分特别提款权的再利用（从援助国流向中低收入国家）是通过国际货币基金组织的减贫与增长信托或复原力与可持续发展信托来实现的。本文基于 IMF 目前公开的数据追踪这一情况并做出推断。IMF 在回收的特别提款权方面取得了一些进展。由于诸多数据滞后和缺失，在回收的特别提款权的数量上确定一个明确的数字也存在其他困难。本文建议 IMF 应将有关 PRGT 和 RST 财务的摘要信息合并在一份报告中，每月发布一次，且 IMF 应该更清楚地展示援助国的认捐、承诺款项（签署的协议）和支付情况，公布每份捐助协议的资金如何使用。编译如下：

当 G20 承诺的 1000 亿美元特别提款权（SDR）再利用实现时，毫无疑问将会有很多洋洋自得的庆祝活动。但是，如果特别提款权不进入需要它们的中低收入国家（LMIC），庆祝活动将毫无意义。我们能否判断 SDR 的再利用行动达到了目标？^[1]

在现阶段，大部分的 SDR 再利用似乎是通过国际货币基金组织（IMF）的减贫与增长信托（PRGT）或复原力与可持续发展信托（RST）来完成的。正如我们在其他地方所指出的，跟踪 SDR 的流动类似于跟踪“大脚怪”——你可以看到指纹，但很少看到动物本身。本文解释了我们可以在多大程度上通过 IMF 跟踪从援助国到 LMIC 的回收的特别提款权。

底线（因为细节可能是曲折的）

通过大量的努力，追踪回收的特别提款权是可能的——截至今天，没有一个回收的特别提款权达到中低收入国家！但是，为了让公众不必都变成“大脚怪”的侦探，IMF 可以对这一过程——将援助国提供支持的承诺款项转化为给 LMIC 贷款，提供更清晰、更及时的报告。

两个月结表会有所帮助。

第一张表应明确说明：

1. 捐赠者对 PRGT 和 RST 的承诺。到目前为止，我们所拥有的只是 RST 和各种新闻报道的汇总数据，这些数据并没有被加总起来。

2. 对于每个援助国，已转化为商定的投入和支付金额的承诺款项。到目前为止，这些可以从 IMF 发布的季度表格（滞后 3 到 5 个月）或通过挖掘每月在线数据来推断，这需要付出相当大的努力。

[1] 由于其贡献，西班牙扩大了现有的贷款协议，而加拿大和意大利则签订了新的贷款协议。所有依赖已存在的西班牙协定的 PRGT 付款将被计算为回收付款，因为几乎所有以前的特别提款权都已提取。

第二张表应显示用于资助每笔 PRGT 和 RST 贷款的捐助资源，以便公众了解有多少回收的特别提款权正在流向 LMIC。这将使跟踪特别提款权和回收变得更加容易，因为现在分析师必须猜测哪些捐助资金正在为哪些贷款提供资金。

这些表格的数据是存在的，并且在不同的出版物中报告了不同的部分，通常滞后很长时间。它们应该以一种不需要浏览 IMF 网站上令人生畏的海量数据的方式公开。

曲折的细节

这两个信托下的贷款机制是什么？我们试图衡量什么？

PRGT 和 RST 建立在 IMF 与援助国之间的贷款协议之上。双方同意，根据 IMF 的要求，援助国将以指定货币或特别提款权提供资金，根据与每个信托相关的贷款条款转贷给 LMIC。

这两个信托的贷款账户中没有特别提款权或其他货币。PRGT 和 RST 由几个账户组成，贷款账户中的活动是最有趣的跟踪。（可在此处和此处找到其他账户的说明。）当 LMIC 与 IMF 就其中一个信托的贷款达成一致时，IMF 会联系一个或多个援助国并要求提供适当数量的资金。捐赠者将钱借给信托。然后信托立即将资金转贷给 LMIC。PRGT 或 RST 贷款账户中没有钱——钱只是通过 PRGT 或 RST 贷款账户。

因此，有两种回收的特别提款权的措施是合适的：

- 援助国的承诺款项——它们在 IMF 与援助国签署的协议中被作出。这将衡量 IMF 在 PRGT 和 RST 中可动用的“火力”增加了多少。

- 向 LMIC 支付的款项。IMF 已启动与援助国的协议，该款项是在向 LMIC 提供贷款时支付的。这将衡量如何使用“火力”来帮助 LMIC。

对那些追踪特别提款权分配情况的人来说，问题是：“回收在多大程度上增加了 IMF 的火力，回收的特别提款权如何帮助 LMIC？”

IMF 公开了哪些关于 PRGT/RST 贷款的信息——我们如何追踪回收？

在捐助方方面，IMF 在其财务季度报告中每季度报告与援助国签订的每项贷款协议的日期和规模以及未提取余额。对于 PRGT，IMF 将与援助国的每项贷款安排的日期、承诺的金额和未提取的金额编入目录。如果我们假设在 2021 年 8 月 23 日（新的特别提款权分配的日期）之后做出的所有新的援助国承诺都是“回收的”特别提款权，那么我们可以追踪在 PRGT 下可用于贷款的资金池中有哪些部分是回收的特别提款权；也就是说，回收的特别提款权提升了多少信托的“火力”。但这些信息的提供滞后了三到五个月——截至 8 月下旬，2022 年 4 月底的报告尚未发布。

但我们还需要衡量是否增加的“火力”被使用了，或者有多少回收的特别提款权被分配给 LMIC。这有点复杂。一方面，每项捐助协议都在 IMF 财务季度报告中被跟踪，包括未提取余额，以及通过减法计算的已提取的余额。对于 2021 年 8 月 23 日之后生效的所有协议，我们可以将提取的余额相加，并将其计为已支付的回收的特别提款权。但是，如果在 2021 年 8 月 23 日之前生效的协议中存在未提取余额，那么回收的特别提款权不会增加对 LMIC 的总支出。因此，衡量回收产生的有效“火力”的另一种方法是看总支出超过了没有回收时候的可能支出的多少，即 2021 年 8 月 23 日之前的援助国承诺总额。表 1 应该更清楚地说明这一区别。

对于 RST，由于所有承诺和支付都将在 2021 年 8 月 23 日特别提款权分配之后进行，我们可以假设与援助国的所有贷款协议都由回收的特别提款权或等值外汇支持。如果 IMF 报告与援助国的 RST 贷款协议，就像它与 PRGT 的报告一样，这将使我们能够衡量 RST 下的回收承诺。向 LMIC 提供的所有 RST 贷款都可以计入向 LMIC 发放的回收的特别提款权。此外，当援助国向 RST 作出贷款承诺时，他们被要求预付相当于承诺 20% 的款项。这些存款由 IMF 投资，为 RST 建立准备金，从而降低借贷 RST 时贷方的风险。这些存款也应算作回收的特别提款权。

在 PRGT 和 RST 所支持的安排下，向 LMIC 提供的贷款是分期支付的，通常为三年。未来分期付款的信托资源将被保留，因此无法用于其他 LMIC。这些预留资金不分配给特定的援助国。IMF 在其每周的财务报告中指出了这些金额，这些金额是在援助国之间汇总的。

此外，IMF 将始终避免动用一些援助国的款项，以为未来不可预见的贷款保留缓冲，并使得 PRGT 可以满足贷款人可能的兑现要求。此外，援助国的一些款项具体说明了他们支持的贷款工具，这进一步限制了 IMF 选择援助国来支持向 LMIC 发放贷款。

哪些信息可以帮助我们跟踪特别提款权回收？

这些复杂的安排将使跟踪回收的特别提款权变得困难，但表 1 列出了一个假设的演示，可以很好地了解回收的特别提款权的款项和支付情况。

表 1 假设承诺和支付回收的特别提款权

2021年8月23日前			2021年8月23日后		
捐助者	PRGT贷款协议	PRGT贷款支付	RST贷款协议	RST贷款支付	RST存款账户
x	4,000	3,200	1,000	300	200
y	3,000	1,200	750	120	150
z	5,000	3,700	1,500	350	300
Total	12,000	8,100	3,250	770	650

所有数字均为以百万为单位的特别提款权

在此表中，援助国作出了总额为 210 亿的特别提款权 PRGT 承诺，其中 120 亿特别提款权是在 2021 年 8 月 23 日之前作出的，90 亿特别提款权是在 2021 年之后作出的。因此，PRGT（承诺款项）的“火力”增加了 90 亿回收的特别提款权。

在这些 PRGT 承诺款项中，已支付 128 亿特别提款权，其中 81 亿特别提款权是通过 2021 年 8 月前与援助国的协议调动的，47 亿特别提款权是通过 2021 年 8 月后的协议调动的。那么，LMIC 收到了多少回收的特别提款权？有两种可能的答案：

- 根据 2021 年 8 月后的捐助协议，支付了 **47 亿特别提款权**，因此所有这些特别提款权都可以算作被回收。
- 但是，在 2021 年 8 月 23 日之前，PRGT 总的“火力”为 120 亿特别提款权，而 128 亿特别提款权已借出，因此在没有回收承诺的情况下无法发放的只有 8 亿特别提款权。

如果 IMF 对贷款协议的选择受到某种限制——比如受到货币偏好或期限的限制，并且 2021 年 8 月之前的协议不可用，那么第一个答案是合理的。IMF 没有公开解释其选择使用哪个援助国贷款协议，因此很难知道贷款协议选择在多大程度上受到限制。

如果 IMF 公布每份援助国协议的使用情况，将援助国支付款项与对 LMIC 的特定贷款联系起来，则可以确定一个更精确的数字，特别提款权介于 8 到 47 亿之间。（或者可以衡量 LMIC 方面的贷款收入，当这些收入超过 2021 年 8 月前协议中的可用金额时，超出的部分可归于回收。这是未来的工作，因为在 IMF 没有明确联系的情况下，援助国和受援方的核算非常困难。）

对于 RST，情况要简单一些，假设所有贡献都来自回收的特别提款权。在表 1 中，援助国已向 RST 承诺 32.5 亿特别提款权，并已支付 7 亿特别提款权。

此外，援助国将向 RST 存款账户捐款 6.5 亿特别提款权（32.5 亿特别提款权的 20%）。因此，在这个假设示例中，与 RST 相关的回收将达到 13.5 亿特别提款权。

总体而言，该表显示，两个信托基金回收的特别提款权承诺为 251 亿，支出的特别提款权在 15 亿至 54 亿之间。

我们现在处在哪儿？

要了解我们现在所处的位置，我们首先需要查看 2021 年 8 月 23 日（即特别提款权分配日期）之前的 PRGT 融资状况。2021 年 7 月 31 日的数据见表 2。

[2]

2021 年 7 月 31 日的每周财务报告显示，未提取的捐助资源中有 44 亿特别提款权已通过 PRGT 的贷款给低收入国家，但尚未提取。^[3]因此，当日可用于新贷款的捐助方资源为 **159 亿特别提款权**。^[4]

根据最新数据，IMF 在回收的特别提款权方面取得了一些进展。表 3 总结了 PRGT 贷款能力和活动的变化。可用的 PRGT 贷款资源增加了 38 亿特别提款权。贷款增加了 14 亿特别提款权，而可用于新贷款的捐助资源增加了 24 亿特别提款权。

[2] 对于那些不熟悉特别提款权回收的人，本文可能会有所帮助。

[3] 我们将 2021 年 1 月的 IMF 财务季度报告数据与 IMF 财务数据查询工具和每周财务报告的 7 月底数据相结合，使用 2022 年 7 月底的数据生成表 2 至表 4。

[4] 部分贷款资源已承诺但尚未支付。如上所述，对 LMIC 的支付是随着时间的推移而支付的，因此实际上，一些捐助资源已承诺用于这些未来的支付。然而，当作出承诺时，这些未来的支出不会分配给特定的贷款人，因此只能得到未提取的贷款承诺的总数字。

表 2 8 月 23 日前 PRGT 资源

捐助者	捐助者承诺 贷款总额	总支付额	未提取的 捐助资源
澳大利亚（澳大利亚政府）	500	211	289
比利时（比利时国家银行）	1,050	374	676
巴西（巴西中央银行）	1,000	269	731
加拿大（加拿大政府）	1,500	800	700
中国（中国人民银行）	2,600	1,000	1,600
丹麦（丹麦国家银行）	800	366	434
法国（法国央行）	4,000	661	3,339
德国（联邦德国）	2,496	537	1,959
意大利（意大利银行）	2,067	1,067	1,000
日本（日本政府）	5,400	2,710	2,690
韩国（韩国银行）	1,000	832	168
荷兰（荷兰银行）	1,500	730	770
挪威（挪威王国）	1,000	600	400
沙特阿拉伯（沙特阿拉伯货币局）	500	500	0
西班牙（西班牙银行）	1,605	558	1,047
瑞典（瑞典中央银行）	1,000	223	777
瑞士（瑞士国家银行）	1,500	639	861
英国（英国政府）	5,328	2,721	2,607
总计	34,846	14,798	20,048

资料来源：CF 对 PRGT Finances 财务数据查询工具充分性的审查

表 3 PRGT 贷款能力和活动的变化

	2021.07.31	2022.07.31	变化量
总贷款资源	34.3	38.1	3.8
总贷款承诺	18.4	19.8	1.4
未承诺的贷款资源	15.9	18.3	2.4

数字代表特别提款权，单位：十亿

过去一年，回收了多少特别提款权？从承诺的角度来看，总贷款资源增加的 38 亿特别提款权可以说是被回收的。但是，从 IMF 财务数据查询工具中提取的表 4 所列援助国对 PRGT 承诺的详细资料显示，这个数字更大。去年有四个国家增加了承诺款项：加拿大（5 亿特别提款权）、意大利（10 亿特别提款权）、日本（28 亿特别提款权）和西班牙（3.5 亿特别提款权），总共增加了 46.5 亿特别提款权，比从表 3 推断的数字多出 8.5 亿特别提款权。很难调和这些数字的差异，因为 IMF 没有公布表 3 的详细信息，特别是在会计核算中纳入新贷款和排除已经充分利用的贷款的时间。在这方面，逐笔贷款的会计记录将是 有用的。

除了与 IMF 签署协议的援助国外，许多援助国已承诺通过 PRGT 回收特别提款权。2022 年 4 月关于 PRGT 资源充足性审查的论文对其进行了分类。我们在表 4 的最后一列中包括了这些未实现的认捐，总计 47.5 亿特别提款权。

表 4 2021 年 8 月 23 日前后的 PRGT 资源

捐助者	2021年8月23日前的PRGT资源						2021年8月23日后的PRGT资源	
	积极承诺款项	已提款额	完全提取的承诺款项	总贷款资源	总提款额	可借贷的空间	已承诺资源	认捐额
澳大利亚 (澳大利亚政府)	500	211		500	211	289		250
比利时 (比利时国家银行)	700	24	350	1,050	374	676		250
巴西 (巴西中央银行)	1,000	269		1,000	269	731		
加拿大 (加拿大政府)	1,000	300	500	1,500	800	700	500	
中国 (中国人民银行)	1,800	200	800	2,600	1,000	1,600		1,000
丹麦 (丹麦国家银行)	800	366		800	366	434		
法国 (法国央行)	4,000	661		4,000	661	3,339		1,000
德国 (联邦德国)	2,496	537		2,496	537	1,959		
意大利 (意大利银行)	1,000	0	1,067	2,067	1,067	1,000	1,000	
日本 (日本政府)	5,400	2,710		5,400	2,710	2,690	2,800	
韩国 (韩国银行)	1,000	832		1,000	832	168		450
荷兰 (荷兰银行)	1,500	730		1,500	730	770		300
挪威 (挪威王国)	400	0	600	1,000	600	400		
沙特阿拉伯 (沙特阿拉伯货币局)	0	0	500	500	500	0		
西班牙 (西班牙银行)	1,200	153	405	1,605	558	1,047	350	
瑞典 (瑞典中央银行)	1,000	223		1,000	223	777		150
瑞士 (瑞士国家银行)	1,000	139	500	1,500	639	861		
英国 (英国政府)	4,000	1,393	1,328	5,328	2,721	2,607		1,000
总计	28,796	8,748	6,050	34,846	14,798	20,048	4,650	4,750

如日本 PRGT 评论所示，在回收的特别提款权的数量上确定一个明确的数字（而不是一个范围）也存在其他困难。在公开声明中，日本财务大臣承诺向 PRGT 回收 28 亿特别提款权，其中 18 亿特别提款权已经实现。因此，IMF 将 10 亿特别提款权记录为 2021 年 8 月后的认捐。然而，与日本的现有贷款协议规模在 2022 年 1 月增加了 28 亿特别提款权，因此这可以说全部数量的款项都被回收。这个例子体现了固然地无法区分“旧”特别提款权和“新”特别提款权，以及哪些算作回收，哪些算作不回收。^[5]此外，一旦根据日本协议确定了新的提款额，将无法区分提取的是回收的还是未回收的特别提款权。

没有任何回收的特别提款权被支付。截至 2022 年 7 月底，PRGT 的贷款承诺总额为 198 亿特别提款权，其中 153 亿特别提款权已支付，它们全部来自 2021

[5] 我们从 IMF 的金融数据查询工具中提取了表中的数据。每周财务报告中发布的汇总表显示援助国贷款承诺总额的数字略有不同，这是我们无法调和的。但是援助国的资源可用性是一样的。

年 8 月之前达成的协议。我们从在线数据中可以看出，2021 年 8 月 23 日之后与捐助方达成的四项协议尚未落实。

至少根据公开可用的数据，尚未签署任何协议来为 RST 动员特别提款权。

虽然 IMF 宣布了 370 亿特别提款权的认捐，但他们在任何地方都没有详细说明援助国的认捐情况，尽管在 IMF 的新闻发布会上提到了以下潜在援助国：中国、日本、韩国、意大利、法国、德国、沙特阿拉伯、荷兰、加拿大、英国、瑞士和西班牙。没有与任何潜在贷方相关的金额，虽然后来的新闻报道表明，至少西班牙已承诺提供 19 亿特别提款权。尚未达成与 IMF 就 RST 签署任何协议，也未支付任何款项。

提高 IMF 报告清晰度的一些建议

有关 PRGT 和 RST 财务的摘要信息应合并在一份报告中，每月发布一次。

现在有四个数据来源：关于 PRGT 融资的定期报告；IMF 财务季度报告（滞后三到五个月发布）；每周财务摘要报告（可在此处 [IMFFinances](#) 的“财务活动”下找到）；以及提供当前信息的 IMF 金融数据查询工具。像表 1 这样展示援助国提供贷款情况的汇总表，可以每月发布一次，没有太大困难。

IMF 应该更清楚地展示援助国的认捐、承诺款项（签署的协议）和支付情况。虽然我们认识到援助国和 IMF 从认捐转向支付有一个必要的过程，但没有简单的方法来跟踪这些过程的进展。就目前情况而言，IMF 和援助国可以在特别提款权（例如表 2 中的红色数字）的承诺签署协议之前以及没有资金流向 LMIC 之前，声称在回收的特别提款权方面取得了成功。与此同时，IMF 和援助国都可以将兑现的承诺款项归功于自己。已签署的所有四项援助国承诺均未受到公众关注。透明的展示会让批评者（比如我们，抨击已经发生的明显很缓慢的进展）安静下来。

IMF 应考虑公布每份捐助协议的资金如何使用。PRGT 每一笔支付的资金实际上都是两笔贷款：一笔从捐赠者到 PRGT，第二笔从 PRGT 到 LMIC。从这些交易中看不到任何联系，至少在 IMF 的公开数据中是这样。在某些情况下，它们可以被推断出来。明确这些交易联系将有助于透明地跟踪捐助方资源的使用情况，并确定援助国在回收的特别提款权时有多少“功劳”。

本文原题为“Tracking Recycled SDRs: More on the Hunt for Bigfoot”。本文作者为 Mark Plant 和 Lucas Sala。Mark Plant 是 CGD（Center for Global Development）欧洲首席运营官、发展金融联席总监。Lucas Sala 是助理研究员。本文于 2022 年 8 月 31 日刊于 CGD 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)



上海金融与发展实验室
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT