

联合国贸易和发展会议

贸发会议



# 贸易和发展

报告**2019**年

为全球绿色新政融资



联合国



# 贸易和发展报告 2019年

为全球绿色新政融资

联合国贸易和发展会议  
秘书处的报告



联合国  
2019年，日内瓦

© 2019年，联合国  
全球版权所有

如需摘录或影印，请发送请求至版权许可中心copyright.com。

---

关于权利和许可、包括附属权利的所有其他问题，请咨询：

United Nations Publications,  
300 East 42nd Street,  
New York, New York 10017,  
United States of America

电子邮件： [publications@un.org](mailto:publications@un.org)  
网站： [un.org/publications](http://un.org/publications)

---

本出版物所采用的名称及其图表内的材料的编写方式，并不意味着联合国对于任何国家、领土、城市、地区或其当局的法律地位，或对于其边界或界线的划分，表示任何意见。

本出版物经由外部编辑。

---

联合国贸易和发展会议印发的联合国出版物。

UNCTAD/TDR/2019
eISBN: 978-92-1-004225-3 ISSN: 0251-8015

## 前 言

在大多数发达经济体，全球金融危机对经济和社会造成了深刻而广泛的损害，随之而来的是十年的紧缩、生产率增长缓慢和实际工资停滞不前。大多数发展中国家的增长速度也有所放缓，尽管各地区之间差异很大。随着城市化的迅速进行、去工业化的提前到来和农村的发展停滞，不平等状况日益严重，政治紧张局势加剧，创造良好就业机会的博弈因而变得更加激烈。

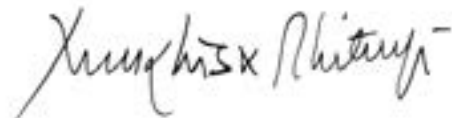
在世界各地，人们对经济状况日益不稳忧心忡忡，更对环境即将崩溃的威胁焦虑不已。政府间气候变化专门委员会最近为了提高风险意识，启动了气候灾难时钟；但是，时间跨度的缩短只能从一方面说明，人们已经日益认识到更广泛和更深层次的生态危机。

为应对这些挑战，国际社会于 2015 年商定了一系列目标和具体目标，以确保所有人和整个地球有一个包容性和可持续的未来。可是，距离实现《2030 年议程》只剩下不到十年的时间，而实现这些目标的进度已经落后，人们普遍认为，现在需要的是在全球公域范围内以前所未有的规模协调投资。据贸发会议估计，融资数字令人望而生畏，从“几十亿到几万亿”，仅在发展中国家，每年就还需要 2.5 万亿美元。

十年前，在伦敦举行的二十国集团 (G20) 峰会上，世界主要经济体齐心协力，一起遏制美国次贷市场崩溃引发的全球金融恐慌，创建一条更为稳定的增长道路。他们谈到重新开始，便是承认现有的多边体系未能提供支撑稳定市场和健康投资环境所需的资源和协调。

十年过去了，这项努力已经陷于停顿，让那些担负实现可持续发展目标重任的人怀疑多边体系究竟是否还能胜任其职。全球经济状况的恶化更加剧了他们的担忧。贸易规则、货币流通和技术流动方面的分歧加剧，助长了不确定性和不稳定性，使人们对多边体系失去信任，而此时此刻，共识和协调正是扩大资源以应对我们大家面临的巨大经济、社会和环境挑战的关键所在。

今年的《贸易和发展报告》表明，要满足《2030 议程》的资金需求，就需要围绕“全球绿色新政”的理念重建多边主义，并追求与过去截然不同的金融未来。要开始建设这样一个未来，首先要认真讨论公共融资选择，以此作为修复社会契约这项更大工程的一部分，在这一进程中，可以涌现出包容性和可持续的成果，也可以让私人资金以更具社会生产力的条件参与进来。



贸发会议秘书长  
穆希萨·基图伊

## 目 录

前 言 .....	iii
解释性说明 .....	x
概 述 .....	I–XIII

## 第一章

全球经济的趋势和挑战 .....	1
A. 全球的紧要关头 .....	1
1. 好日子又来了……又来了……又来了 .....	1
2. 债务依赖型增长的局限性 .....	5
3. 隐藏的威胁 .....	7
4. 我们现在都是“民粹主义者” .....	11
B. 贸易趋势 .....	12
1. 减速模式 .....	12
2. 商业服务贸易 .....	14
C. 初级商品价格趋势 .....	14
D. 区域增长趋势 .....	16
1. 发达国家 .....	16
2. 转型经济体 .....	17
3. 拉丁美洲和加勒比地区 .....	19
4. 非洲 .....	19
5. 亚洲 .....	20
注 .....	21
参考文献 .....	21

## 第二章

利害攸关的问题 .....	25
A. 导言 .....	25
B. 发动私人融资引擎 .....	26
C. 金融化事关重大 .....	27
1. 从仆人到主人 .....	27
2. 金融创新的阴暗世界 .....	28
D. 货币、银行和资源调动：国家的隐性角色 .....	29
E. 被忽悠 .....	31
F. 让金融为所有人服务：发展视角 .....	32
注 .....	34
参考文献 .....	35

### 第三章

全球增长和可持续发展路线图.....	39
A. 导言.....	39
B. 全球经济的倒退趋势.....	39
1. 劳动所占份额下降.....	40
2. 公共支出减少.....	40
3. 投资增长疲软.....	41
4. 大气二氧化碳存量不断增长.....	42
C. 战略框架设计中的主要考虑因素.....	42
1. 财政政策：政府支出和税收.....	44
2. 投资和产业政策.....	47
3. 投资于绿色转型.....	48
4. 投资融资：信贷创造、金融监管和气候保险.....	49
5. 收入再分配.....	50
6. 国际贸易和投资协定.....	50
7. 通过国际协调来促进增长、实现工业化和应对危机.....	51
D. 以实证的方式制定中期战略.....	52
1. 收入再分配.....	53
2. 财政扩张.....	53
3. 更加绿色的前景.....	55
E. 结论：协调是增长、就业和气候稳定的关键.....	59
注.....	60
参考文献.....	61

### 第四章

让债务为发展服务.....	67
A. 导言：昨日的枷锁还是明日的潜力？.....	67
B. 发展与债务业务.....	70
1. 全球背景：私人信贷创造失控.....	70
2. 发展中国家的负债：日益成为“私人事务”？.....	71
3. 发展中国家的外债：债务困扰的门槛越来越低.....	74
4. 后果：偿债负担增加，“自我保险”削弱，除此之外别无所获.....	76
C. 提高标准：发展中国家的债务可持续性与可持续发展目标.....	78
1. 从短期到长期债务可持续性：公共利益与私人利益的再平衡.....	78
2. 实现可持续发展目标与发展：迫切需要采取多边行动.....	80
D. 债务以发展为先.....	85
1. 再看特别提款权和债务减免方案.....	85
2. 加强区域货币合作：区域清算联盟.....	88
3. 推动解决主权债务危机.....	90
E. 结论.....	94
注.....	95
参考文献.....	96

<b>第五章</b>	
<b>让私人资本为发展服务</b> .....	101
<b>A. 导言</b> .....	101
<b>B. 通过税收加强国内资源调动</b> .....	102
1. 跨国企业的非法资金流动与税收损失.....	102
2. 经济交易日益数字化造成的财政收入损失.....	106
<b>C. 通过加强监管从私人资本流动中获益</b> .....	109
1. 发展中国家的私人资本净流入：证据与挑战.....	109
2. 对外资产和对外负债总存量的增加以及相关的资产负债表脆弱性.....	111
3. 机构投资者更多参与的潜在影响.....	117
4. 利用资本管制来调节国际资本流动.....	117
5. 政策影响.....	119
<b>注</b> .....	121
<b>参考文献</b> .....	125
<b>附件</b> .....	130

<b>第六章</b>	
<b>让银行更好地为发展服务</b> .....	133
<b>A. 导言</b> .....	133
<b>B. 公共银行促进发展</b> .....	134
1. 公共银行系统概况.....	134
2. 公共银行面临的联系挑战.....	138
3. 证券化之重负.....	139
<b>C. 银行不急功近利，发挥助推作用 — 公共银行领域的中流砥柱</b> .....	140
1. 央行与“全球绿色新政”：近距离观察.....	140
2. 国家公共银行的潜力.....	145
3. 扩大区域开发银行的规模：新的趋势和机遇.....	148
4. 其他长期资金来源.....	150
5. 让银行业更好地为发展服务：信用评级机构的作用.....	152
<b>D. 发展中国家现在能做什么</b> .....	153
<b>注</b> .....	155
<b>参考文献</b> .....	156



## 图目录

图

1.1	年增长率：发达国家和发展中国家.....	1
1.2	“趋同蓝调”：人均国内生产总值增长率，1971-2019年.....	3
1.3	央行政策利率，2000-2019年.....	4
1.4	部分央行的总资产，2007-2019年.....	4
1.5	美国家庭和非营利组织净投资分解，2001-2019年.....	5
1.6	美国净投资分解，2001-2019年.....	6
1.7	人民币和欧元与美元的走势，2010-2019年.....	8
1.8	按地区分列的私人资本净流量，2007-2018年.....	10
1.9	发展中国家和转型经济体的外债，2000-2018年.....	11
1.10	发展中国家和转型经济体的长期外债结构，2000-2018年.....	11
1.11	季度同比增长率，2001-2019年.....	13
1.12	美中贸易额，2018-2019年.....	13
1.13	按初级商品类别分列的每月商品价格指数，2002年1月至2019年6月.....	15
1.14	部分国家的通货膨胀率，2017-2019年年平均水平.....	17
1.15	中国商品进出口量，2006-2019年.....	17
1.16	季度经常账户余额，2000-2019年.....	18
3.1	发达国家和发展中国家人均国内生产总值.....	39
3.2	劳动所占份额.....	40
3.3	政府的货物和服务支出(包括投资).....	41
3.4	金融和固定资本.....	41
3.5	企业减税，2000-2019年.....	42
3.6	二氧化碳排放量，1970-2018年.....	43
3.7	劳动所占份额：就业收入在国内生产总值中的百分比，2000-2030年.....	53
3.8	政府的商品和服务支出，2000-2030年.....	55
3.9	扣除补贴后的政府转移支付和其他支出，2010-2030年.....	55
3.10	税收总额，2010-2030年.....	56
3.11	全球产出的能源强度(量)，1970-2030年.....	56
3.12	能源生产和排放，1970-2030年.....	57
3.13	另类情景下的油价.....	57
3.14	(私人和公共)总投资增长，2000-2030年.....	58
3.15	(国内和国外)融资需求总额占国内生产总值的份额，不包括中国，2012-2030年.....	58
4.1	全球债务，1960-2017年.....	71
4.2	发达国家和发展中国家债务总额，1960-2017年.....	72
4.3	发达经济体和新兴经济体对非金融部门和企业的信贷总额，2000-2018年.....	73
4.4	谁持有发展中国家政府的债务？部分发展中和新兴经济体的政府债务组成结构 (按债权人分列)，2004-2018年.....	74
4.5	发展中国家的外债(按区域分列)，2008-2018年.....	75

图

4.6	发展中国家主权债券的增加，1970-2017年：长期公共外债的组成结构 (按债权人分列).....	76
4.7	偿债负担缓解的趋势出现逆转。2000年、2012年、2017年公共债务偿债比率.....	77
4.8	国际储备“缓冲”正在萎缩：发展中国家的国际储备，2008-2018年.....	77
4.9	不断增长的私人企业负债会产生发展成果吗？部分发展中国家私人企业债务 和私人资本存量的增长率，2008-2015年.....	78
4.10	发展中国家债务可持续性与发展目标.....	82
4.11	美元霸权.....	86
4.12	区域内和区域外贸易，部分区域组别，1995-2017年.....	89
4.13	区域内净贸易差额，部分区域组别，1995-2017年.....	90
5.1	平均法定企业所得税税率，按国家组分列，2000-2018年.....	104
5.2	资本账户开放性，部分国家组，1970-2016年.....	109
5.3	部分发展中国家：净资本流量，按类别分列，1970-2018年.....	110
5.4	对外资产和负债总存量，部分发展中国家组，1995-2018年.....	111
5.5	所持有的高风险对外资产净值和安全对外资产净值，美国和部分发展中国家， 1970-2018年.....	112
5.6	对外资产总量和对外负债总量的总回报率，部分国家组，1995-2018年.....	116
5.7	部分发展中国家组：对外负债总量的估值效应和MSCI新兴市场指数， 1995-2018年.....	117
5.8	资本流入管制的观察比例，按资产类别和选定国家组分列，1995-2016年.....	118
5.9	资本流入管制观察比例的变化，按资产类别和选定国家组分列， 1995-2004年和2009-2016年.....	118
6.1	气候变化导致经济风险与金融风险之间的负反馈循环.....	134
6.2	向绿色经济过渡会给金融稳定带来不同的风险.....	135
6.3	国家开发银行的作用，部分新兴市场国家，1994-2017年.....	146
6.4	部分国家家庭贷款与企业贷款的比率，2014-2016年平均数.....	148
6.5	区域银行总资产和未偿贷款，2017年.....	150

插文图

4.2.1	美国主权债务诉讼：律师事务所市场集中度的变化.....	92
4.2.2	美国法院主权债务重组案件数量最高的律师事务所赫芬达尔-赫希曼指数， 按判决年份分列.....	92

## 表目录和插文目录

### 表

1.1	世界产出增长, 1991-2019年 .....	2
1.2	货物进出口量, 部分组别和国家, 2016-2018年 .....	12
1.3	世界初级商品价格, 2008-2019年 .....	15
3.1	部分国家劳动所占份额增加对国内生产总值的影响.....	54
3.2	财政乘数(政府的商品和服务支出增加10亿美元后国内生产总值的增长).....	54
4.1	可持续发展目标方案筹资需求.....	83
5.1	企业避税造成的收入损失估算, 部分近期研究.....	102
5.2	对外资产和负债总量收益率, 部分国家, 1995-2018年 .....	113
5.3	对外资产和负债总量总回报率, 部分国家, 1995-2018年 .....	115
5A.1	对外资产总量构成, 部分国家, 1996-2018年 .....	130
5A.2	对外负债总量构成, 部分国家, 1996-2018年 .....	131
5A.3	外国资产净头寸和国际投资收入净值, 部分国家, 1995-2018年 .....	132
6.1	公共开发银行: 部分特征.....	136
6.2	主权财富基金: 部分特征.....	136
6.3	中央银行: 支持绿色经济.....	143
6.4	部分发展中国家的公共银行: 贷款和机构特点, 2017年.....	149

### 插文

1.1	加密货币: 民主化还是自由放任主义骗局? .....	8
3.1	花钱还是不花钱——这是个问题吗? 内生货币、现代货币理论与政府赤字.....	46
4.1	可持续发展目标债务可持续性缺口: 几大方法假设.....	80
4.2	集中、耗资巨大又不透明: 主权债务重组和债务诉讼.....	91
6.1	实现证券化进程中的风险.....	139
6.2	中国和印度的影子银行.....	147

## 解释性说明

### 国家或商品的分类

本报告中对国家的分类仅仅是为了便于统计或分析，并不意味着对某个具体国家或地区所处发展阶段作出任何判断。

在联合国系统中，对于“发展中”、“转型”和“发达”国家或地区的认定没有既定惯例。本报告沿用了《贸发会议 2018 年统计手册》(联合国出版物，出售品编号 E.19.II.D.1)对这三大国家组别的分类(见 [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdstat43\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdstat43_en.pdf))。

为了便于统计，除非另有说明，否则本报告中的区域组别和初级商品类别分类基本沿用《贸发会议 2018 年统计手册》中的用法。中国的数据不包括香港特别行政区(香港特区)、澳门特别行政区(澳门特区)和中国台湾省的数据。

“国家”/“经济体”两个词在适当情况下也指领土或地区。

除非另有说明，否则正文和表格中提到“拉丁美洲”时均包括加勒比各国。

除非另有说明，否则正文和表格中提到“撒哈拉以南非洲”时均包括南非。

### 其他说明

文中提到 TDR 系指(某一特定年份的)《贸易和发展报告》。例如，TDR 2018 系指《2018 年贸易和发展报告》(联合国出版物，出售品编号 C.18.II.D.7)。

文中提到美国系指美利坚合众国；提到英国系指大不列颠及北爱尔兰联合王国。

除非另有说明，否则“美元”(\$)系指美国美元。

“十亿”代表 1,000,000,000。

“万亿”代表 1,000,000,000,000。

“吨”系指公吨。

年增长率和变动率系指复合比率。

除非另有说明，否则出口额按离岸价格、进口额按到岸价格计。

在两个年份之间使用连字符(-)，例如 2016-2018 年，系指所涉整个时期，包括首尾年度。

两个年份之间使用斜线(/)，例如 2017/18 年度，系指财政年度或作物年度。

表中的圆点(.)表示该项不适用。

表中的两点(..)表示没有数据，或没有单独报告。

表中的连字符(-)或零(0)表示数额为零或可忽略不计。

由于采用了四舍五入，因此各项小数和百分数加起来并不一定等于总数。

## 概 述

七十五年前，在新罕布什尔州凉爽的深山中，国际社会为营造一种新的世界秩序齐聚在一起，其核心目标是：限制金融市场的能量而代之以赋予国家权力。布雷顿森林体制机构的近期目标是提供充分就业、保持贸易流动、监管投机资本和防止输入性通缩。该体系将促进政策协调，支持全球经济稳定，阻止可能破坏这种稳定的以邻为壑政策，同时为主权国家追求国家优先目标留出了政策空间。

四十年前，市场力量卷土重来。从二十世纪七十年代初开始，一系列严重的经济打击动摇了战后的政策共识，引发了政治纷争。随着该十年接近尾声，一位新当选的英国首相承诺通过为市场松绑和释放创业活力进而带来和谐和希望；为了强调这样做需要与布雷顿森林时代彻底决裂，她指示内阁同僚重温弗雷德里克·哈耶克的《自由宪法》。

六个月后，华盛顿的一位志同道合者加入了撒切尔夫人的行列，他并不苟同奥地利经济学派的沉思默想，干脆利落地抓住了不断变化的意识形态情绪，宣称“政府不是问题的解决办法，政府恰是问题所在”。

大西洋两岸的芸芸学者和智囊团，已经为每一个现实和想象中的经济问题准备好了顺应市场的政策。他们传递的信息很简单：一切都有价格，倘若由市场自由决定价格，繁荣与社会和谐便会接踵而至。

二十世纪八十年代的债务危机提供了一个向发展中世界传播此种信息的机会，嗣后不久，东欧中央计划经济崩溃的国家也加入了这一行列。公共领域的式微蔓延至全球。

然而，尽管经济理念是新自由主义的火花塞，而新被松绑的金融业则是其引擎。将资本从政府监管和监督的束缚中释放出来，为能量爆棚的银行业开辟了寻租机会，而一套新的贸易规则（涵盖金融服务、投资和知识产权）则为自由资本提供了更大的保护伞。

艾伦·格林斯潘，作为新自由主义作者艾恩·兰德的一时门徒，毫不怀疑地认为，跨境金融的扩张以及新一代创新金融产品将通过改善稀缺资本在全球的配置、拆分和分散风险以及增加对冲机会，为全球经济提供强劲动力。他声称，这是

亚当·斯密所言“无形之手”在国际层面的运作；他认为“不受监管的全球市场运作明晰”，而且“除了极少数例外，可不费吹灰之力从一种均衡状态过渡到另一种均衡状态”。

事情并非像格林斯潘预期的那番顺畅。繁荣—萧条周期循环往复，在2008年达到巅峰，爆发了自二十世纪三十年代以来最为严重的经济危机，揭示了一个由私人信贷创造、监管不力的银行和金融骗局驱动的世界的阴暗面。

事实证明，随着经济自由落体式下跌，政府才是问题的真正解决之道。政府无论是单枪匹马还是借助集体力量（通过二十国集团），都以前所未有的规模投入资源解决这个问题；金融机构得救了，市场稳定了，经济恢复了。在高级政策圈子里，金融贪婪的时代已宣告结束，并承诺用一系列新的优先事项解决猖獗的超全球化带来的不平等和不安全。

国际社会对此做出了回应，提出了一系列雄心勃勃的变革目标，并确定了2030年为确切的达标日期。但在一场戏剧性的命运逆转中，现时却要求造成大规模金融破坏的霸主们避免大规模环境破坏的威胁。

金钱仍然在发号施令，而政府却显然已哑然失声。相反，无论是通过企业的社会责任感、影响力投资还是金融创新，挖掘有钱精英们的心灵、思想和钱包，被视为兑现更具有包容性和可持续未来所需大型投资项目的唯一途径。一切似乎都必须改变，才能维持事物的本来面貌。

这不仅是一厢情愿的经济思维（如果历史可以作为借鉴的话），这是一个让世界变得更不具包容性和可持续性的配方。到2030年实现可持续发展目标所需的公共产品的交付方式是在全球和国家一级创造一个健康、民主和包容的公共领域。

就像布雷顿森林的缔造者们一样，恢复“对政府智慧和权力的信心”需要成为国际社会的第一要务。但这不能简单地框定为回归布雷顿森林时代。原来的项目本身有太多的缺陷；它被当做一个富人俱乐部来经营，扩大了技术差距，未能解决不平等的贸易关系，容忍浪费的军费开支，并且对环境压力漠不关心。

如果我们想要扭转国家内部和国家之间收入的两极分化，创建一个稳定的金融体系，为生产性经济服务，减轻威胁，抓住新技术带来的机遇，并在清洁能源、交通运输和粮食系统方面进行大规模投资，我们就需要有一项全球绿色新政。

## 好时代还是糟糕时代

目前，全球经济前景笼罩在国际贸易紧张局势和地缘政治争端的迷雾中。但是，在二十国集团出手遏制市场恐慌、挽救遭受重创的金融体系十年后，大叙事是，增长未能找到坚实的基础。

美国正处于有史以来最长的复苏期，但也是最弱的复苏期，复苏对收入的影响已经减弱。自2017年减税以来的回升正在消退，几乎看不到承诺的投资繁荣迹象。在其他发达国家，这种回升时间甚至更是昙花一现。欧元区正滑向停滞，德国经济表现出明显的疲软景象；尽管英国脱欧对整个欧洲经济来说是一种烦心的纷扰，但英国似乎注定会在2019年遭受极大的创伤。

有很多猜测认为，衰退之风将在2020年横扫发达经济体，并随后席卷全球经济。主要央行已经暂停了货币正常化，但人们越来越担心，即使是新一轮的量化宽松，也无法为整体需求提供所需要的提振。

踩下货币加速器是否会再次帮助新兴经济体，也是一个悬而未决的问题。2019年的经济放缓在所有发展中地区都很明显，拉丁美洲受到的打击尤为严重。随着发展中经济体包括所谓新兴经济体的迅速反弹，全球金融危机后短暂将喋喋不休的投资者阶层凝聚在一起的“脱钩”和“趋同”的言论已经平息。金砖五国在全球金融危机之后作为一个整体的年平均增长率超过10%，去年的增长率为6.3%。

由于发展中国家整体的债务水平高于以往任何时候，总计约为67万亿美元，保持利率不变将缓解偿债压力。但金融市场变化无常，在错误的情况下可能变得狂野不羁；在不确定性和投资者焦虑不断加剧的背景下，资本从新兴市场逃往相对安全的美国仍可能引发自我强化的通缩螺旋上升。

不足为奇的是，世界各地的政策制定者都在放眼未来，寻找可能的冲击。贸易紧张加剧可能是摩擦增加的原因之一。随着全球需求的减弱，贸易陷入停滞；与2018年同期相比，2019年第一季度的增长率估计仅为0.4%。美国从2018年初开始对特定中国产品单方面提高关税，后来又扩大了从中国进口的征税范围，但并没有起到帮助作用。一些国家的报复行动接踵而至。虽然迄今为止的影响已经得到控制，但如果恢复针锋相对的关税调高，再加上投资进一步放缓，可能会付出极其高昂的代价。

在这些本已混乱不堪的经济水域下面，还有其他危险的暗流涌动。人们越来越意识到，美国与中国之间的争端与其说是关乎关税，不如说是关于一个中等收入发展中国家的技术雄心。获取外国技术曾帮助当今发达经济体攀登发展阶梯，而其通过进一步缩小政策空间来废弃这种阶梯的尝试将面临发展中国家的抵制。这可能会使对多边体系已经减少的信任水平进一步恶化，从而进一步损害全球经济前景。

货币流动增加了人们对经济的焦虑感。在超全球化时代，随着货币市场的金融化，这类走势变得更加变化无常。摩根士丹利新兴市场货币指数在2019年初大幅上涨，但在4月中旬至5月下旬期间大幅下跌，之后再次攀升。这种波动背后有三个因素：阿根廷和土耳其等受危机打击的国家大幅波动；由于发达国家的政策不确定性和新兴市场增长前景羸弱而导致流向新兴市场的资本流动波动起伏；更普遍的压力来自美国政府要求保持美元的“竞争力”。在一个仍然严重依赖美元可预测角色的国际金融体系中，将这种角色——长期以来被认为是一种“过分特权”——转变为经济弹药的来源，可能会带来更多不稳定的后果。许多发展中国家眼下的一个担忧是，在外债迅速增加之后，任何对本国货币信心的急剧丧失，都可能使它们面临更深层次的通缩压力，阿根廷和土耳其已经出现了这种情况。

自金融危机以来，大宗商品市场一直象坐过山车一样大起大落；大宗商品现在正处于疲软阶段，价格远低于危机后的高点。虽然需求低迷是最近几个月许多初级商品市场缺乏价格上涨的原因，

但中期波动受到石油价格大幅波动、初级商品市场金融化和市场力量集中在少数国际贸易公司的影响。

贸发会议商品价格指数从2018年10月的134下降到该年12月的112，此后回升至接近120的水平。燃料价格推动了2018年最后一个季度的指数下跌，燃料价格指数从10月份的149降至12月的115。随后的复苏部分是由于受制裁伊朗影响的油价上涨，部分是由于矿物、矿石和金属价格的温和上涨。

北方的杂乱无章和南方的普遍放缓，以及到处不断攀升的债务水平，正不祥地笼罩着全球经济；这些因素，加上市场波动加剧、多边体系支离破碎以及不确定性不断增加，构成了当前的政策挑战。迄今为止采取的宏观经济政策立场片面倾斜，协调不充分，无法持续刺激总需求，通过削减成本和自由化措施的搭配，将调整交给变幻莫测的市场处置。昙花一现的增长激增和金融动荡是可以预料的结果。然而未来还有更深层次的挑战，这些挑战确实令人类和地球望而生畏。

## 打上时代印记

金融不安全、经济两极分化和环境恶化已成为超全球化时代的特征。此外，这些都是紧密相连和相辅相成的，可能导致经济、社会和环境崩溃的恶性循环。

这种威胁与令人担忧的政治信任遭到侵蚀同时发生，因为所有国家的收入差距都在扩大，政策议程被视为迎合超全球化赢家的利益，而对那些收益有限或更加被甩在后面的大众却鲜有关注。在全球金融危机之前即已产生的高度不平等、不安全和高负债游戏规则，即便在那次危机之后在很大程度上仍然毫发无损，因而增加了更多的怨恨，往往是针对外来者，并扩大了政治分歧。正值所有人建设更美好的未来所需集体行动取决于更大的共同责任分摊和团结一致之际，却偏偏发生了这种信任崩溃。

2015年由联合国商定的可持续发展目标被设计成未来的指南。但是由于目标的完成期（订为2030年）已经落后于原定计划，在不同的政策群体和各级发展中，挫折感日趋强烈。人们看到的问题是缺乏实现扩大投资的资金，而扩大投资是《2030年议程》最终所依赖的。政府由于债台高筑和政治分裂而阻碍了长期规划，财政负担不堪重负，每年将财政支出从数十亿美元推高至数万亿美元，据称不得不依赖挖掘拥有雄厚财富的个人和私人金融机构的资源。

乍一看，这些迹象令人鼓舞。据估计，全球公司坐拥2万亿美元的现金储备，而高净值个人拥有超过60万亿美元的资产。经合组织估计，成员国的机构投资者持有92.6万亿美元的全球资产，虽然发展中国家机构投资者的数据较难掌握，但巴西养老基金持有的资产估计超过2,200亿美元，非洲养老基金的总资产约为3,500亿美元。有观点认为，将这些资源中相对较小的一部分重新规划以实现可持续发展目标，应该能够解决《2030年议程》面临的融资挑战。

在“混合”和“最大化”融资的号召下，已经提出了一系列措施，将公共资金引入“去风险化”大型投资项目，同时采用证券化和对冲手段吸引私人投资者。倘若事情有这么简单就好了；证据表明，混合融资未能降低风险，反而回流到公共财政和纳税人手中。

事实上，大量的公共资源已经被用来拯救银行和其他金融机构，这些银行和其他金融机构在金融危机之前采用了同样的手段放纵疯狂的投机活动，结果证明它们大到不能倒闭。此外，支撑庞大私人资产财富的是一个由融资基金和债务工具交织在一起的错综复杂的网络。将这些资产的一部



分引导到长期生产性投资中，无论是在公共部门还是在私营部门，既不是一个吸引那些管理这类基金的人一秉善意行事的问题，也不是一个打造友善环境让他们放手做生意的问题。

实际上，数十年来，太多的各级政府一直在向国际融资提供激励和保护，以期促进资本形成。相反，它们被卷入了一个不稳定的金融世界，这个世界面向现有资产的短期交易，容易出现繁荣和萧条周期，分配结果有害，债务负担沉重，对实体经济起到持久的拖累作用。若不从根本上改变游戏规则，想要重新设计金融股票和资金流以支持生产性投资（无论是私人投资还是公共投资）都是不可能发生的。

当前的全球经济环境——其中紧缩是宏观经济的默认选择，自由化是影响结构性变化的首选政策工具，债务是增长的主要引擎——在实现《2030年议程》的宏伟目标方面正朝着错误的方向前进。因此，今年的《贸发报告》试图通过由公共部门发挥主导作用的全球绿色新政为实现《2030年议程》提供一个替代案例。

### 促变气候：全球绿色扩展之例

除了可能拖累全球经济的直接风险之外，还有一系列宏观结构性挑战，这些挑战发生在全球金融危机之前，从那以后就基本无人问津了。四大挑战因为彼此高度相互依存而尤为突出：劳动力收入份额不断下降，公共支出减少，生产性投资减弱，以及大气中二氧化碳不可持续的增加。

在国际经济政策会议上，信奉开放边界、资本流动和市场竞争价值往往是参与的一个条件，但在很大程度上忽视了上述挑战。倘若趋势继续沿着目前的方向发展，到2030年全球经济将再次经历一个不达标和增长不稳定的十年，国家内部和国家之间的收入差距将进一步扩大，自然环境将被挤压至临界点。

随着全球劳动力份额持续下降，家庭支出将会减弱，进一步降低投资生产活动的动力。至少，这将意味着发达国家就业岗位创造乏力、工资停滞不前，以及发展中国家国内市场扩张迟缓（或彻底收缩）。倘使政府继续将削减劳动力成本作为选择的调整策略，这两种结果都会恶化。随着政府继续减少社会保障，放弃基础设施投资，总需求将进一步减弱，这也会使供应制约更加严格。不受约束的私人信贷创造和掠夺性金融做法将继续助长破坏稳定的金融交易，同时无法刺激私人生产性投资。与此同时，若没有足够的投资和国际技术转让协议，碳排放量将会把气候推向一个不可逆转的极点。

面对这些趋势，世界各国政府收回政策空间并采取行动提振总需求势在必行。要做到这一点，各国政府必须正面解决收入极端不平等问题，采取更为进取的财政安排，并通过创造就业、体面工作计划和扩大社会保障直接以社会成果为目标。但各国政府也必须带头推动协调投资，特别是通过直接投资（透过公共部门实体）和促进私人对更具生产力和可持续性的经济活动投资，实现经济脱碳化。

全球变暖的威胁要求立即采取行动，减少温室气体排放，稳定地球气候。政府间气候变化专门委员会（气专委）和美国全球变化研究计划等机构最近的研究表明，倘使我们不能改变方向，我们距离灾难性气候导致的损失仅剩几十年的时间了。

成功应对气候危机将带来多重好处，包括环境“共同利益”，如更清洁的空气和海洋以及森林重垦。气候政策的经济影响不那么明显，但也十分重要。气候保护需要新一轮大规模投资，重塑能源和其他碳排放部门。必须在全球范围内创造、配置和维护新的低碳技术。

绿色投资浪潮将是收入和就业增长的主要来源，有助于全球宏观经济复苏。尽管并非全部，但许多绿色投资创造的就业机会本质上属于当地的工作，涉及新技能的培训。最近的讨论回顾二十世纪三十年代的新政曾经在大萧条复苏的背景下，解决了失业和低工资、金融的掠夺本性、基础设施差距和区域不平等问题，而将这一战略与高工资和高标准、社会服务和所有人的就业机会相结合可称之为“绿色新政”。

在能源效率和可再生能源供应方面当然有诸多投资机会，其中许多机会以今天的价格和以高密度、公交便捷的城市化新模式来看，已经具备成本效益。这意味着由更广泛的公共交通连接起来的住房、工作和公共服务设施的新布局。全面过渡到电动汽车还需要更广泛的充电站基础设施，并在降低车辆成本方面继续取得进展。需要尚未商业化的新技术来完成全球经济的脱碳化，同时还需要新的农业措施，以最大限度地减少排放量。公正合理的过渡还需要对依赖资源密集型生计的社区进行大量投资。

发展中国家可能面临较低的转型成本，因为它们仍在建设自身的能源系统。因此，发展中国家从清洁能源中节省的可用资源可能更多。清洁能源对发展中国家具有巨大潜在价值还有另一个原因。如同发达国家通常所做的那样，通过以城市为中心的国家电网向偏远社区输送能源需要大量的长途输电线路费用。发展中国家或许能够直接转向更高效的微电网系统，而省去将电线铺设到偏远地区的沉没成本。尽管如此，它们仍需要国际社会的技术转让和重大财政支持才能实现转型。

这种投资推动要求各国政府使用可支配的所有政策工具，包括财政政策、产业政策、信贷供应、金融监管和福利政策，以及国际贸易和投资政策。国际协调对于抵销资本流动的破坏性影响、遏制经常账户失衡以及支持向低碳经济转型至关重要，对于发展中国家尤为如此。

可持续发展和经济增长的战略可以采取多种途径，但它们都必须纠正目前的总需求模式。利用政府支出和更高劳动收入的乘数效应是一种直截了当的方法。

首先，将劳动收入份额提高到不太久远的过去水平，本身就可以带来显著更快的增长（平均每年0.5%），从而也会增加资本收入。如果所有国家或大多数国家采取协调一致的行动，这种影响将会最强的。

其次，由于财政乘数在1.3至1.8之间（如果许多国家以协调方式进行财政扩张，或者更高），由累进税收增加和信贷创造提供资金的财政通货再膨胀将进一步促进增长。特别是在许多经济体目前需求疲软或不足的情况下，财政刺激很可能会引起私人投资的强烈反响。

第三，有必要对清洁运输和能源系统进行公共投资，以建立低碳增长途径，为不断增长的全球人口转变粮食生产，以及更广泛地解决污染和环境退化问题。这需要设计恰当的产业政策，利用补贴、税收优惠、贷款和担保，以及对研发的投资和新一代知识产权和许可证法律。

根据现有估计，由再分配、财政扩张和国家主导的投资组成的国际协调的一揽子政策，实际上可以使发达经济体的国内生产总值增长率至少比缺乏这一政策的预期高出1%。在中国以外的发展中经济体，增长率将以每年1.5%至2%左右的速度提高。随着中国的增长轴线向家庭倾斜，中

国将出现较温和的加速，其增长率将低于早先东亚四小虎经济体在拥有中国目前人均收入时的增长率。

到 2030 年，发达国家的就业将比目前预测的趋势增加约 2,000 万至 2,500 万个就业机会，发展中国家将增加 1 亿多个就业岗位（其中 2,000 万至 3,000 万将出现在中国）。这些都是保守的估计，可能低估了就业收益，因为现有的基于数十年裁员战略的计量经济学估计，无法将国家主导的投资和社会支出、扩大服务就业和新的能源矩阵为核心的全球协调战略的潜力纳入估计。

关于增长和就业以及环境因素的数据表明，必须做出果敢的努力，以实现经济、社会和环境可持续的全球增长和发展。对全球 20 个最大经济体和其余地区集团乘数的估计表明，这是一个务实的政策选择问题，而不是一成不变的金融制约问题。全球绿色新政将需要额外的财政资源（不到十年），通过国内资源调动和国际合作协议的混合产生。估计还表明，所有国家的社会支出对增长的影响都很大，而累进税制在增长方面无成本或成本很低，这表明未来劳动收入会更高，不平等程度更低，增长更强劲，环境更健康，可以供政策制定者作出选择。

国际协调是调动所需资源和扩大政策空间以管理所涉变化的关键。在这方面，今天的经济和地缘政治紧张局势并不是一个好兆头。但值得记住的是，富兰克林·德拉诺·罗斯福曾把第一次世界大战结束时国际劳工组织的成立称之为“一个疯狂的梦想”；而狂热的梦想家正是实现《2030 年议程》大胆承诺所需要的。

### 全部枯萎且债台高筑

金融是信任问题；而这种信任的核心是信用——它的词源来源于拉丁语动词“相信”。历史证明，信贷在促进经济发展方面是有效的，它通过为投资提供融资，由目前和未来的收入流支撑，而不是靠预先存有的储蓄支撑，从而提高生产率，进而增加可以偿还债务的收入。但债务也有较阴暗的一面，含有更为警世的故事，这对政策制定者构成了持续的挑战。

一旦银行参与到信贷创造的过程中，其经济可能性便开始扩大。几个世纪以来，利用存款（和其他短期贷款）创造长期贷款一直是银行的标准做法。但是，即使现有资产（如土地或房屋）可以作为抵押品被动员起来以支撑借款为投资融资，期限转换本身也是有风险的。这通常意味着商业银行将信贷活动限制在规模较小、较短期的放贷上。大规模长期贷款，特别是对政府和企业的贷款，传统上留给更专业的机构经营。

整个系统是建立在信任的基础上的：借款人将信守承诺，履行未来的还款义务；银行将履行它们的债务；国家将为银行提供安全资产以供其持有，将监督银行行为，如果存在违反信任的行为将对其加以处罚，并在发生无法预见的困难时通过最后贷款人机制提供流动性。

因此，管理债务涉及到将银行作为信贷的创造者，但也需要关注一套强有力的机构成规，这些成规可以帮助在贷款人和借款人之间建立信任，并可以使用监管防火墙和纪律来管控系统。如果不存在这类成规，信贷创造可能会拖累经济陷入繁荣—萧条周期的破坏性时期，并可能助长不负责任或掠夺性行为。至关重要的是，通过管理债务来实现可持续和公平增长的政策，需要一个具有财政能力的国家发行并偿还自身的债务，这些债务可以在不同期限直接从央行借款，并在一定程度上管理资本的流入和流出。这进一步要求国家扩大税基，生产机会由信贷和直接政府支出提供资金。但经济越开放，国内财富基础越有限，对政府财政的约束就越大。放松金融管制长期以来

破坏了一个健康的信贷系统所仰赖的信任，并且在任何情况下都是通过允许不受约束的私人信贷创造过程来实现的。这次也不例外。自二十世纪八十年代放松管制的金融操控超级全球化以来，全球债务已从1980年的16万亿美元增至2017年惊人的213万亿美元，增幅超过13倍，其中私人债务占主导地位，从12万亿美元增至145万亿美元。

私人信贷创造没有促进生产性和包容性增长，而是高度集中于投机活动，通过影子银行做法传导，进而导致更深层次的收入不平等。虽然影子银行的崛起在某些方面被誉为金融创新价值的标志，但在实践中，这些产品已被证明是不稳定的根源。然而，尤其是当信贷的目的是购买金融资产，而这些资产又被用作进一步借款以购买更多金融资产的抵押品时，人们更大的担忧是金融不稳定，而投机过度和对质量不断下降的资产的追求加剧了金融不稳定，随之而来的是借款人不可避免的违约和不断下跌的资产价格。

虽然这些趋势在包括贸发会议在内的国际组织中敲响了警钟，但《2030年议程》的许多支持者仍然转向私人融资，为实现可持续发展目标所需的公共产品和投资提供资金。简而言之，如果不对金融体系进行深层次的改革，这是行不通的；真正的问题是如何使债务更好地促进发展及其在全球绿色新政中可能发挥的作用。

当信贷创造伴随贷款人与借款人之间的长期关系时，信贷创造就能发挥作用，让贷款人了解借款人在用钱做什么，鼓励他们对债务管理有一定程度的耐心，同时也让他们能够通过还贷施加战略压力。当使用信贷创造支持那种稳健的国内利润—投资关系时，情况尤其如此，这种关系一段时期以来是成功的结构转型的一部分。通过提供预付款手段，从而提供购买力，以未来收入债权为支撑的信贷将当前资本积累从过去储蓄的桎梏中解放出来，成为释放未来增长潜力的核心工具。然而，要让信贷发挥这一发展作用，需要国内和国际信贷创造的治理和监管结构，将结构转型的长期要求置于其业务的核心。这反过来又要求决策者有空间建立适当的公共机构，将国内信贷创造引导向生产性投资，并要求国际社会持续努力恢复公众对国际信贷管理的控制，将公共财政转向有利于发展的目标。

相反，目前的发展筹资国际议程将发展政策放在及时偿债和尽量减少未来还款风险之后的次要位置。这一议程旨在通过“金融创新”提高发展中国家吸引私人财富的能力，金融创新通过分散投资者（和债权人）的风险并为其风险投保来为投资者（和债权人）的风险提供保障。虽然提高发展中国家债务数据质量和债务透明度的措施普遍受到欢迎，而且早就应该采取，但发展融资议程的重点是复杂的——而且大多是不透明的——新金融工具和证券化金融，对其以所需规模向最需要的地方提供可靠融资的能力来说并不是一个好的兆头。

这是一个更令人担忧的问题，因为《2030年议程》引发前所未有的投资需求，特别是在发展中国家。贸发会议对31个发展中国家的选样估计，如果按照目前的支出和融资模式，满足与可持续发展目标有关的基本投资要求以解决贫困、营养、卫生和教育目标，将导致公共债务占国内生产总值的比率从目前的约47%增加到平均不低于185%。或者，为了在2030年之前实现这些可持续发展目标，而不增加现有债务与国内生产总值的比率，发展中国家必须实现年均11.9%的经济增长。显然，这两种情况都远不现实。

本报告估计，改善国内资源动员可增加20%至50%的可持续发展目标融资缺口，同时将债务与国内生产总值的比率稳定在目前水平（视具体国家情况而定）。“被撬动的”国际私人融资远未走上正轨，无法提供填补剩余缺口所需的数万亿美元。因此，若要避免发展中国家大规模新的债

务危机并按时实现《2030年议程》，包括通过发展援助和债务减免，大幅度增加国际公共发展融资，应当是一项紧迫的优先任务。

这种对动员国际公共财政的严峻需求，需要国际货币和金融体系为发展中国家发展和管理本身的银行和金融部门开辟更多的政策空间，以利于结构转型。在国际一级，可以利用旧有信用工具来促进发展中国家为减缓气候变化和应对更广泛的环境危机提供更多的流动性和国际资金，从而取得进展。针对具体区域的“以债务换自然保护”的做法已经愈来愈受欢迎，可以进一步将这类区域举措扩大到在国际一级创建“环境特别提款权”。虽然目前似乎缺乏政治意愿使用或扩大这类设施进行短期危机管理，但人们越来越一致地认为，需要管理国际信贷创造，以应对影响到所有人的环境危机。

此外，在缺乏为发展利益管束全球金融食利主义的政治共识的情况下，发展中国家能够而且应该在区域（包括南南）层面利用信贷创造（和债务融资）的力量。这并非是什么新的建议，因为南方地区支付系统和清算联盟在促进公共信用创造和为后期发展提供流动性方面有着相当长的历史。使用某种形式内部清算机制的区域支付系统可以在许多方面发挥作用：它们可以通过允许以本国货币结算相应的金融交易来降低区域内贸易的成本。更雄心勃勃的是，这种安排可以通过合伙经营储备互换，在结算期内提供临时流动性周济，并将信贷额度延长至这类期限以外，以及使用本国货币而非美元进行最终结算，从而支撑国家自我保险以抵御外部金融冲击。最后，成熟的区域清算联盟可以利用本土信贷创造的力量，系统协调区域内赤字与盈余经济体之间的区域调整，从而保护整个发展中地区免受短期食利性国际资本流动的邪恶影响。区域信贷创造如何以及何时能够为发展中国家提供有效的缓冲，使其免受投机性国际金融市场中私人信贷创造的影响，这在很大程度上取决于当前的区域贸易模式以及未来塑造这些模式的政治意愿。

最后，但并非最不重要的是，根据《2030年议程》的要求，债务重组和减免需要重新举行听证会。值得注意的是，鉴于目前高度复杂和支离破碎的债务人——债权人关系已经在整个发展中国家造成债务上升和财政困境，对其管理的讨论却仅限于债务重组和重新谈判。现在需要切实可行的前进道路，以促进公平和高效的主权债务重组，这也可能在未来为管理主权债务重组的国际监管框架铺平道路。

## 全面掌控

如前所述，在《2030年议程》前后的资源缺口故事中，外国私人资本越来越多地被塑造成“见义勇为者”。但金融一体化程度的提高已经让发展中国家面临全球金融周期和动荡的资本流动。这往往会扩大宏观经济失衡，造成金融脆弱性，并损害货币自主权，妨碍生产性投资，特别是公共部门的生产性投资。

根据目前的国际货币和金融安排，发展中国家通过积累外部资产（通常以短期美元计价债券的形式）作为自我保险，以防止资本流动突然逆转和/或遏制其不利影响，寻求某种程度的保护。在某些情况下，国家利用经常账户盈余来建立储备，但在其他许多情况下，它们通过国际资本市场借款来建立储备。然而，为防范带有风险的外部负债而持有的安全外部资产之间的收益差额构成了从发展中国家向发达国家的资源转移，在2000年至2018年期间，本报告所审查的16个发展中国家，每年转移约为4,400亿美元，占这些国家国内生产总值的2.2%。

防止不稳定资本流动的另一种形式是使用资本管制。拥有规定全面资本管制的立法，使政策制定者能够迅速采取行动，避免冗长的辩论和程序，尤其是在宏观经济和金融脆弱性积累最大、反对监管的政治力量往往最强的资本流入激增时期。这种资本管制可以成为改变流动构成的有效工具，以确保对外总资产与负债之间密切匹配，以及进行反周期管理。

国际货币基金组织正在朝着该方向谨慎行事。它现在承认，资本管制是政策工具包的合法组成部分，并指出，资本流动除了潜在的好处外还带有风险，完全自由化并非一向是恰当的目标。它认识到资本账户自由化应该是有序的、循序渐进的，并不是对所有国家在任何时候都是一样的。然而，尽管资本账户自由化与经济增长之间缺乏强有力的关联性，特别是在发展中国家，国际货币基金组织仍然将资本账户自由化作为一项政策目标。

鉴于与超级全球化相关的多重金融脆弱性，发展中国家需要多种工具才能有效融入全球经济，且无使用这些工具的先决条件。这些工具应将确保经济增长和可持续的宏观经济和外部条件的宏观经济政策与审慎的政策、全面和持久的资本管制以及使国内条件与外部产生的破坏稳定的压力隔离开来的其他监管措施结合运用。这种隔离措施，包括资本管制，需要针对具体国家，由一国金融开放的性质和程度及其金融体系的体制结构来决定。

为了提高这些国内政策的效力，在国际一级，两项支持性措施似乎是不可或缺的。首先，决策者使用资本管制的能力要求将资本账户管理排除在区域和双边贸易和投资协定的范围之外，或者至少在这类协定中确立保障措施，允许各国有权在不违背其合同承诺的情况下监管资本流动。

其次，如果资本流动在两端都得到控制，资本控制将会更加有效。这可以通过多边认可的具体合作机制来实现，它将特别有助于能力有限的受援国实施资本管制，这些国家要么是缺乏机构能力，要么是受到法律限制，例如贸易和投资协定。来源国政府或许希望管制资金外流，以便通过将信贷导向本国经济的生产性投资和防止货币受诱惑流入国外金融投资来提高货币政策的有效性。协调资本管制可能会在两端限制水平相对较低的情况下实现资本流动的更大稳定性，而不是在一端实行更严格的管制。认识到这种变化对实现可持续发展目标至关重要，可能会为颁行这类目标提供额外的动力。

外国投资者帮助增加可用于实现可持续发展目标的资源的另一种方式是纳税。据估计，跨国公司的非法资金流动每年剥夺发展中国家 500 亿至 2,000 亿美元的财政收入。国际公司税收规范为这类流动开辟了方便之门，这些规范将跨国公司的附属公司视为独立实体，并将跨国公司不同实体之间的应税交易视为无关联。为取代如此低效的税收制度，现在该是考虑一种单一税收制度的时候了，它承认跨国公司的利润是在集团一级集体产生的，同时对跨国公司的所有利润征收全球最低公司所得有效税率。这一比例可以设定在 20%-25% 左右，这是全球当前名义税率的平均值。为了在各国之间分配这些公司利润税，对发展中国家来说，最有希望的选择是“公式化分配”，即跨国公司集团的税收总额按照商定的公式在各国之间进行分配，理想的是将就业和生产性有形资产置于总销售额之上。

随着数字经济的出现，财政资源出现了另一种流失。发展中国家的损失已经很高，因为它们不太可能拥有数字业务，但往往是数字商品和服务的净进口国。解决这些漏洞需要审查现有国际公司税收规范的几个特点，例如关联规则（确定哪个司法管辖区拥有征税权利）；利润分配规则（决定如何处理跨国公司不同实体之间的跨境交易），以及无形资产在经济交易中具有重要意义和用户成为重要价值来源时价值创造的衡量标准。在数字经济中确定公平征税权需要使用重要经济存

在的概念，如果在数字环境中运营的公司从超过一定水平的销售或交易中获得收入，这将其产生一种应纳税关系。这也有助于对跨国公司进行统一征税，因为它有助于纳入利用公司无形资产和用户生成的内容创造的价值。

在等待国际社会就这一问题达成共识的同时，一些发达国家和发展中国家探讨了数字经济的临时单边国内税收措施。一个例子是若干国家（其中许多是欧洲联盟成员）已经考虑或开始适用的消费税、衡平税或课税。仅对发展中国家而言，这种单边措施可能带来的额外税收简单估计为 110 亿至 280 亿美元之间。同样，虽然世界贸易组织尚未达成共识，但终止暂停征收电子传输关税即可在全球范围内增加 100 多亿美元的财政收入，其中 95% 将流向发展中国家。

总而言之，实施这些不同的建议可使发展中国家每年可获得的资源增加大约 5,100 亿至 6,800 亿美元，这一数额在规模上与其外国直接投资流入总额相当。

### 寄希望于公共银行

在向全球化世界的金融化转型过程中，银行业不再无聊乏味，也不再满足于生产性经济的需求。伴随着金融放松管制和跨境资本流动的激增，银行业转变为一个光鲜亮丽、高收入、全球化的行业。放松管制的结果是，零售银行活动与投资活动相结合，创造了金融巨擘，这些金融巨擘以“发起一分销”的商业模式经营，即贷款证券化，一系列金融服务提高了它们可以赚取的租金。由此产生的对现有资产的包装、重新包装和交易的转变创造了一个系统，其中大部分交易涉及其他金融机构，掠夺性手法变得可以接受，并且加剧了传染效应。

这一系统的脆弱性在全球金融危机期间暴露无遗，估计有 50 万亿美元的资产价值被蒸发殆尽。但救助“大到不能倒”的银行之后的社会成本甚至更具腐蚀性。与此同时，对环境的破坏和减轻这种破坏的成本变得越来越明显，这也有助于将一个广泛的联盟团结在一起探寻新的前进道路和银行界以及其他领域更负责任的做法。

《2030 年议程》要求有史以来最大的投资力度，将要求银行业尽自己的一份力量。银行具有提供规模和覆盖面的好处，因为它们有能力创造信贷，而且其运作方式是与其他金融家和投资者建立伙伴关系。但是，尽管使用纳税人的钱来拯救银行体系，并认识到当前的做法不利于银行系统为生产性经济服务，但自危机以来，还没有进行过认真的银行业改革。这引发了关于如何让银行为人类和地球服务的新问题，人们越来越关注公共银行的潜在作用，因为公共银行与私人银行截然不同，或者就应该有别于私人银行。

重要的区别在于，公共银行的目标包括社会和发展目标，按照商业路线运营的公共银行和发展银行都是如此。当公共银行与其他银行在一个明确的系统内运作，并与政府政策目标和工具密切配合时，它们能够最佳地实现这些目标；然而，即使在缺乏这种衔接的地方，最近的历史表明，尽管如此，公共银行仍有望能够迅速采取行动。在危机时期，当信贷变得稀缺时，它们是第一道防线，提供反周期和额外的融资，以减轻冲击的经济影响。

对于全球绿色新政来说，这项任务更像是一场马拉松而不是短跑。在这方面，公共银行还有另一个优势，因为它们的投资组合更加多样化，对服务不足的地区和经济部门的地理覆盖面也更广，并且（尤其是开发银行）采取了较长期的做法。相比之下，私人银行（尤其是外国银行）以回避这类贷款而闻名，因为它们能在别处采摘有利可图的樱桃。

矛盾之处在于，就在各国政府呼吁进行更多长期投资的同时，却不太愿意给本国的公共银行提供这项任务所需的工具。银行需要能够扩大规模，朝着期望的方向放贷，并通过符合发展任务的绩效指标作出评估。然而，这三件事并非经常同时发生。

大型多边金融机构的主要股东在支持这些银行资本化方面表现平平，并在盈利时继续转移大量收入，而不是将其重新注入股权基础。相反，正在通过证券化和资产负债表优化推动扩大规模，这可能会带来一系列全新的问题。南方国家政府更愿意带头扩大公共银行的作用，部分原因是北方反应欠缺感到沮丧。它们成立了新的公共银行，并扩大了现有的银行，其规模扩大得如此之快，以至于即使它们从二十一世纪初才开始积极参与，已经超越了老牌多边银行。2017年，中国开发银行未偿贷款总额为16,350亿美元，远高于世界银行贷款总额（2017年，国际复兴开发银行和国际开发协会的未偿还贷款净额分别为1,770亿美元和1,380亿美元）。

南方主导的多边倡议也同样重要——金砖国家的新开发银行和亚洲基础设施投资银行只运作了短短几年，但已经开始让人感觉到它们的存在。这些以南方为主导的银行拥有可靠的资金来源，资本充足，这使它们能够拥有更长期的视野，从而为基础设施等长期项目融资，而更商业化的银行可能不太愿意支持这类项目。前者也表现出了更快的反应，从最初的申请开始审批贷款平均需要6个月，而大型多边机构则需要一年甚至两年。虽然北方的一些银行也同样增加了筹码，但为了实现全球绿色新政的愿景，还需要更多的资金。

从银行业生态系统的不同层面，包括央行，都听到了一些令人鼓舞的声音，这些银行可能比有时设想的要有更多的空间来恢复它们的传统作用，为最需要信贷的经济领域创造和引导信贷。事实上，中央银行在一些成功的例子中发挥了这一作用，这些国家设法将本身从农业经济转变为工业经济。直到最近几年，在“独立”的论调下，银行与政府发展目标之间的传统联系才被切断。

政府向“它们的”开发银行提供支持的程度是其成功的重要因素。许多政府要求它们的银行保持较高的信用评级——通常是AAA，即使这高于其自身主权评级。这使银行有了两个主人：它们必须取悦信用评级机构，同时也要满足它们的发展目标，根据定义，这些目标包括风险更高的项目。如果信用评级机构认为政府更愿意“支持”它们的银行，一个更有利的评级会减轻它们的借贷成本，并释放出数千亿美元用于发展贷款。具有讽刺意味的是，由于完全可以预见的紧缩政策的失败，各国政府自己也面临信用评级的下降。紧缩政策的部分目的是为了取悦信用评级机构的预期。这种混乱再次表明，政府与其拥有的银行之间的“独立”概念是一种幻觉，而不是一种可取的概念。贸发会议过去曾呼吁对信用评级机构的权力进行审查，今天的挑战加强了这一点。或许是应该设计出一种新的评估大型公共投资项目指标的时候了，以便更准确地评估其社会和经济层面，而不是基于狭隘的金融措施和意识形态偏见。

同样重要的是，公共银行在经营时所面临的更广泛的监管环境。全球规则也需要根据新的需求进行重构。上文建议，有必要审查限制决策者使用资本管理政策能力的贸易和投资协定。“巴塞尔规范和规则”是一个标准的国际设计的监管框架，几乎被全世界所有国家采用，同样需要更加灵活。目前，他们对所有类型的银行都一视同仁，因此惩罚具有长期或更高风险敞口的机构——这是公共银行，尤其是开发银行通常选择的领域。此外，尽管“巴塞尔规则”被各国司法管辖区采纳，但它们也会影响多边和区域开发银行，至少是间接的。

受影响最大的银行是规模较小的地区性银行，它们最终为其提供的贷款总额持有过多的资本。与此同时，存在一个悖论，即使地区发展需求如此严峻，但为这些地区提供服务的银行往往规模小



到令人沮丧。因此，迫切需要找到办法将这些银行资本化，使它们能够支持国家的需要，也支持区域项目。一种可能的途径是更好地与主权财富基金联合起来，根据最近的估计，这些基金目前持有至少 7 万亿美元的资产，但通常不会用于发展贷款。其他包括通过引入新的国家作为股东来扩大资源池；或者寻求在这类金融机构和区域资本市场之间采取更加一体化的方式，迄今为止，这些机构的潜力还没有得到充分挖掘。

所有这些都需要摒弃“市场一向最清楚”的观念。越来越多的人认识到，政府应该承担风险，坚定不移地堵塞漏洞，填补私人银行业务留下的空白，但事实证明，过去的公共银行业务具有催化和改变游戏规则的作用；而当前的形势再次提供了发挥这一作用的机会。

### 扶起众人，给地球降温

1930 年，约翰·梅纳德·凯恩斯对一百年后“我们孙辈的经济可能性”作出了推测。凯恩斯对眼前的经济前景持悲观态度，但对长期的可能性却要乐观得多。事实上，多亏了复合利好、技术进步和自然界的奉献的结合，凯恩斯相信，那一代人将是拥享特权的一代，他们从经济生活的日常琐事中解脱出来，专注于如何用更有成就感的追求来填补漫长的闲暇时间。

碰巧的是，2030 年正占据那些现居政治影响力和政策制定高位的孙辈们的思想。正如凯恩斯所预见的那样，技术进步在过去的几十年中给经济生产力和日常生活的效率带来巨大的提升。然而，事实证明，技术失业问题并不是他所预期的“失调的暂时阶段”。此外，围绕赚钱的主要社会习俗和经济行为仍与我们密不可分，随之而来的还有凯恩斯预见的不稳定的金融力量和不断扩大的财富与收入的差距。

毫无疑问，凯恩斯会重新思考其本人对自然界漫不经心态度的后果，因为他那个时代的孙辈们开始感受到日益增长的环境崩溃的威胁；这也将提醒他们，一个更具包容性和可持续的世界仍然需要大规模的社会投资，这就需要更加坚定地控制金融业的寻租倾向和大型公共投资项目，正如他凯恩斯在写给罗斯福总统的一封公开信中提到的那样，“要在天黑之前跨过冰山裂隙”。同样，本报告列出了为全球绿色新政融资和兑现《2030 年议程》所需要的一些要素。

但除此之外，还应该增加一个大胆的工业愿景和一种新的社会契约，这种契约不仅仅满足少数人的利益，还要满足大多数人的需求。尽管凯恩斯对罗斯福的《国家工业复苏法案》不那么热心，但该法案提出了这样一种愿景——绿色工业复苏计划，它不仅对于发达国家，而且对于发展中国家来说，似乎都是一条前进的道路。就像 75 年前在布雷顿森林会议上，大胆的思维曾经激发了围绕建立一个多边体系的讨论，该体系将把新政扩展到国际经济，这次再度需要将所有人的繁荣愿望与治愈地球的坚定承诺结合在一起。 ■



# 第一章 全球经济的趋势和挑战

## A. 全球的紧要关头

### 1. 好日子又来了……又来了……又来了

世界经济是否终于摆脱了全球金融危机的魔爪，这个问题又被提了出来。目前尚无共识，答案取决于当前美国经济的强劲增长是否会持续下去。

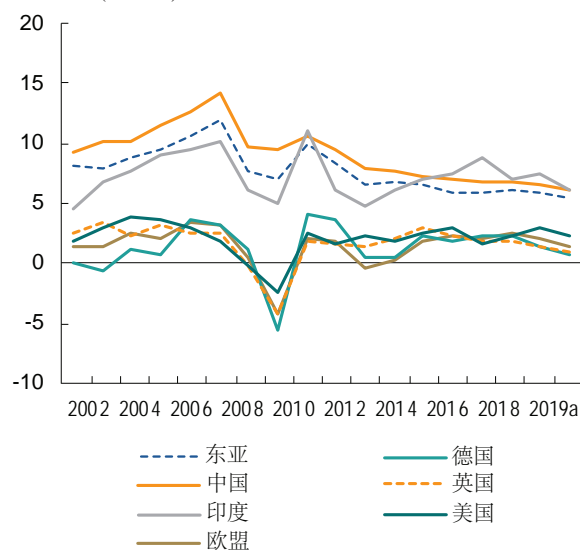
持乐观态度的人认为，自 2017 年中以来季度增长数据强劲，加上失业率创 49 年来最低水平，工资出现重新增长的迹象，股市依然繁荣，房价不断上涨，这一切为乐观情绪提供了坚实的基础。从更悲观的角度来看，增长是一次性减税和不可持续的赤字的产物，私人债务头寸（尤其是企业部门的私人债务头寸）的快速增加使增长变得更加不稳定，而失业数字掩盖了就业不稳定的问题，并挫伤了工人的积极性；在这些趋势下，看起来有可能出现经济放缓，甚至可能是衰退，收益率曲线倒挂（即长期债券收益率低于短期债券收益率）已经迫使美联储发出货币政策正常化逆转的信号。

尽管在美国持乐观态度的人仍在坚持，但在其他发达经济体，情况似乎更令人担忧。在西欧，尽管失业率近年来有所下降，但总体上仍远高于美国；而且，尽管欧元区 and 欧盟 2019 年第一季度的增长率（比上一季度）分别略微上调至 0.4% 和 0.5% (Eurostat, 2019)，但这些数字并不令人放心。此外，面对出口疲软，德国经济步履蹒跚；而法国经济自 2018 年初以来就一直未能摆脱低档运行。欧洲央行已经暗示可能恢复量化宽松，但因领导层即将换届，前景尚不明朗。今年 5 月，英格兰银行 (2019) 将其

对英国 2019 年经济增长的估计值上调至 1.5%，尽管围绕英国脱欧的政治不确定性太大，对任何数据都无法有十足的信心，而且大多数观察人士预计，如果在最近的最后期限之前没有达成协议，则经济增长将会遭受严重打击。外部需求放缓，尤其是来自中国的需求放缓，使日本 2018 年的实际增长率从 2017 年的 1.9% 下滑至 0.8%，预计 2019 年将保持在同一水平附近，而通货膨胀率仍将保持在较低水平 (表 1.1)。

如果说发达国家的增长和就业状况尚且不确定，那么，发展中国家的增长和就业状况肯定就更加脆弱。即使在贸易紧张局势和石油价格开始上升之前，增长率就已在下滑 (图 1.1)，

图 1.1 年增长率：发达国家和发展中国家  
(百分比)



资料来源：同表 1.1。

注：a: 预测。

焦虑程度也在上升，其原因是各大央行宣布退出非常规货币政策后，资本流入放缓，在某些情况下甚至出现资本外流。据国际金融研究所称，2019年1月流入新兴市场的投资组合达510亿美元，随后几个月大幅下降，5月甚至降至负57亿美元(IIF, 2019)。迄今为止，经济表现的不确定性已经超过了各大央行宣布恢复货币宽松政策所带来的任何提升信心的效果。

随着发展中经济体(包括所谓的新兴经济体)迅速复苏，全球金融危机之后，一时间“脱钩”和“趋同”之说将喋喋不休者和投资者阶层团结在一起，但这种说法现在已经不再提起(图1.2)。许多国家确实有可能再受重创。在一些已经接近或陷入衰退的国家，经济和政治不确定性又加剧了现有的脆弱性。在土耳其，在经历了四个季度的负增长后，选举前的支出和国

**表1.1 世界产出增长，1991-2019年**  
(年度百分比变化)

国家或地区	1991- 2001- 2009-														
	2000 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>	2018 <sup>a</sup>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 <sup>b</sup>	
世界	2.8	3.5	2.7	-1.7	4.3	3.2	2.5	2.6	2.8	2.8	2.5	3.1	3.0	2.3	
发达国家	2.6	2.2	1.6	-3.5	2.6	1.5	1.1	1.3	1.9	2.3	1.7	2.3	2.2	1.6	
其中：															
日本	1.2	1.2	1.0	-5.4	4.2	-0.1	1.5	2.0	0.4	1.2	0.6	1.9	0.8	0.8	
美国	3.6	2.6	2.0	-2.5	2.6	1.6	2.3	1.8	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.2	
欧洲联盟(欧盟28国)	2.2	2.2	1.2	-4.3	2.1	1.8	-0.4	0.2	1.8	2.3	2.0	2.5	2.0	1.3	
其中：															
欧元区	2.1	1.9	0.9	-4.5	2.1	1.6	-0.9	-0.2	1.4	2.1	1.9	2.4	1.9	1.1	
法国	2.0	1.8	1.0	-2.9	2.0	2.2	0.3	0.6	1.0	1.1	1.2	2.3	1.6	1.1	
德国	1.7	1.3	1.6	-5.6	4.1	3.7	0.5	0.5	2.2	1.7	2.2	2.2	1.4	0.6	
意大利	1.6	1.0	-0.2	-5.5	1.7	0.6	-2.8	-1.7	0.1	0.9	1.1	1.6	0.9	0.0	
英国	2.8	2.5	1.7	-4.2	1.7	1.6	1.4	2.0	2.9	2.3	1.8	1.8	1.4	0.9	
2004年后的欧盟成员国	1.9	5.0	2.4	-3.4	1.6	3.1	0.7	1.2	3.0	3.9	3.2	4.7	4.3	3.6	
转型经济体	-4.9	7.2	1.6	-6.6	4.5	4.6	3.5	2.4	0.9	-1.9	0.7	2.1	2.8	1.4	
其中：															
俄罗斯联邦	-4.7	6.8	1.2	-7.8	4.5	4.3	3.7	1.8	0.7	-2.5	0.3	1.6	2.3	0.5	
发展中国家	4.8	6.3	4.8	2.7	7.8	6.2	5.0	5.0	4.5	4.0	3.9	4.4	4.2	3.5	
非洲	2.6	5.8	3.1	3.4	5.4	1.4	6.0	2.2	3.5	2.7	1.6	2.7	2.8	2.8	
北非(不包括苏丹和南苏丹)	2.9	5.0	1.6	3.6	4.3	-6.1	9.6	-3.4	0.3	2.5	2.8	3.3	3.7	3.6	
撒哈拉以南非洲(不包括南非)	2.7	7.0	4.5	5.3	7.0	5.1	5.4	5.2	5.6	3.2	1.4	2.7	3.0	3.3	
南非	2.1	4.4	1.8	-1.5	3.0	3.3	2.2	2.5	1.8	1.2	0.4	1.4	0.8	0.3	
拉丁美洲和加勒比地区	3.1	3.8	1.7	-1.9	6.0	4.5	2.8	2.8	1.0	-0.4	-1.5	0.9	0.7	0.2	
加勒比地区	2.2	5.1	2.5	-0.9	3.0	2.3	2.1	2.8	2.8	4.1	1.8	2.1	3.1	2.5	
中美洲(不包括墨西哥)	4.4	4.5	4.0	-0.5	4.0	5.7	5.0	3.8	3.9	4.2	3.9	3.7	2.7	2.6	
墨西哥	3.2	2.2	2.6	-5.3	5.1	3.7	3.6	1.4	2.8	3.3	2.9	2.1	2.0	0.4	
南美洲	3.1	4.3	1.2	-1.0	6.4	4.9	2.5	3.2	0.4	-1.8	-3.2	0.4	0.1	-0.1	
其中：															
巴西	2.8	3.7	1.1	-0.1	7.5	4.1	1.9	3.0	0.5	-3.6	-3.3	1.1	1.1	0.6	
亚洲	6.3	7.5	6.1	4.3	8.8	7.5	5.6	6.1	5.7	5.5	5.8	5.6	5.3	4.5	
东亚	8.8	9.1	6.8	7.0	10.0	8.3	6.6	6.7	6.5	5.9	5.9	6.2	5.9	5.4	
其中：															
中国	10.6	10.9	7.9	9.4	10.6	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.1	
南亚	4.8	6.7	5.8	4.1	8.9	5.4	2.9	4.8	6.0	6.0	8.8	6.3	6.0	4.4	
其中：															
印度	6.0	7.6	7.0	5.0	11.0	6.2	4.8	6.1	7.0	7.5	8.7	6.9	7.4	6.0	
东南亚	4.9	5.6	5.1	2.0	7.8	4.9	6.0	5.0	4.5	4.6	4.7	5.2	5.0	4.5	
西亚	4.1	5.7	4.4	-1.9	5.8	9.1	4.6	6.0	3.4	4.3	3.0	2.8	2.3	0.7	
大洋洲	2.7	2.8	3.1	1.8	5.8	1.7	2.4	2.6	6.6	4.7	1.1	0.9	1.4	2.8	

资料来源：贸发会议秘书处根据以下资料计算的结果：联合国经济和社会事务部，《国民账户主要汇总数据库和世界经济形势与前景：截至2019年中的情况》；拉加经委会，2019年；经合组织。统计数据可查阅：<https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO> (2019年5月29日访问)；基金组织，2019年；《经济学家》资料处，《资料处国家数据库》；摩根大通，《全球数据观察》；及各国资料来源。

注：国家总量根据的是按2010年不变美元计算的国内生产总值。

a 平均值。

b 预测。

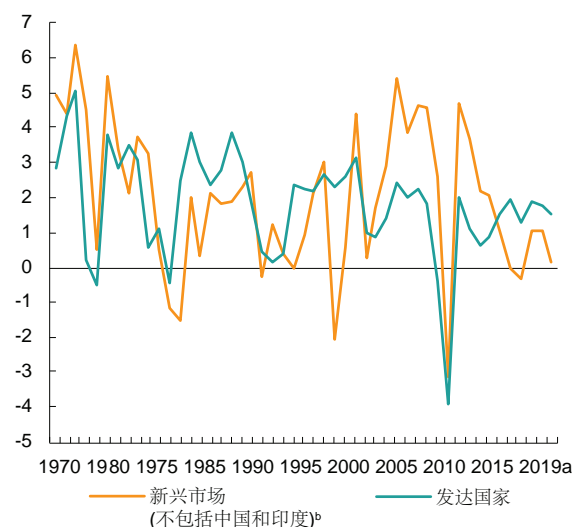
家银行贷款的增加使 2019 年第一季度（相对于上一季度）的经济增长达到 1.3%。但随着选举的结束，预计经济将转向负增长，这可能会对资本流动和利率产生进一步的不利影响，就像最近所发生的情况一样。在拉丁美洲，尽管国际货币基金组织（基金组织）提供了有史以来最大的一笔贷款，但阿根廷已经深陷衰退，而且 2019 年早些时候计划举行选举，投资者的信心似乎不太可能恢复。美洲其他地方的情况也令人沮丧：巴西和墨西哥第一季度的国内生产总值比上一季度下降了 0.2%，一个促成因素便是政治不确定性（OECD, 2019a）。

能源的地缘政治使局势更加复杂，委内瑞拉玻利瓦尔共和国遭到封锁，中东紧张局势加剧，自 2019 年初以来对油价构成了上行压力，扭转了 2018 年最后一个季度的下跌趋势。尽管俄罗斯联邦预计将从油价上涨中受益，但减产和国内需求疲软仍可能使 2019 年的增长率远低于 2018 年的 2.3%。另一方面，油价上涨对巴基斯坦等石油进口经济体的不利影响可能会很大，而巴基斯坦正在为国际货币基金组织商定的调整计划积极准备。

在亚洲其他地方，中国和印度这两个世界上增长最快的经济体都显示出增长势头放缓的迹象。印度的增长预测已经下调，因为 2019 年第一季度（比去年同期）大幅下降至 5.8%（National Statistics Office, 2019）。这延续了始于四年前的减速趋势。与此同时，中国的经济增长率从 2018 年的 6.6% 降至 2019 年第一季度的 6.4% 和第二季度的 6.2%（与去年同期相比）（Yao, 2019），这证实了与美国持续的贸易紧张关系将对 2019 年的经济增长造成压力的预期。此外，国内债务压力仍然是中国政策制定者持续关注的一个问题。鉴于这些高增长国家（尤其是中国）与亚洲其他国家的紧密联系，它们的经济放缓将会对整个地区产生影响。

总而言之，奢谈全球经济新的增长轨迹似乎是一厢情愿的想法。相反，不稳定的增长模式似乎将持续下去，因为金融繁荣和债务低迷相间会导致许多经济体在强度不一的昙花一现和金融紧缩之间摇摆不定。预计 2019 年全球增长

图1.2 “趋同蓝调”：人均国内生产总值增长率，1971-2019年  
(年度百分比变化)



资料来源：贸发会议秘书处根据贸发会议数据库计算的结果；以及表1.1。

注：a: 预测。

b: 根据贸发会议对新兴市场的定义。

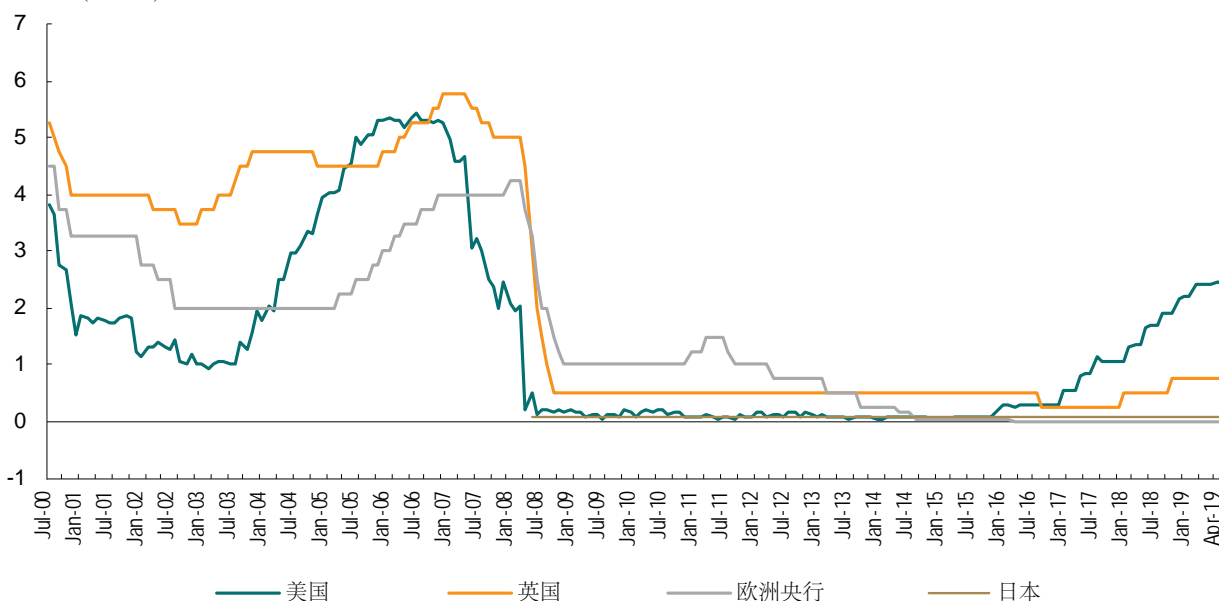
率也将降至 2.3%。即使美国避免进一步提高关税，乐观的预测也可能达不到预期，就如过去一再发生的那样。

眼下令人担忧的是，存在多种脆弱性来源，如不可持续的企业债务、供应链中断、资本流动不稳定和油价上涨——所有这些因素都可能彼此滋长，使增长放缓变成另一场衰退。那些看好全球经济形势的人再次转向悲观，越来越多地谈论起 2020 年的全球经济衰退，这也就不奇怪了。

这种悲观情绪的根源在于，人们认识到，自金融危机以来，在复苏战中受到青睐的政策工具不仅未能实现强劲的增长，而且还面临着收益递减的情形。对此类工具的依赖性很强。如图 1.3 所示，危机发生后不久，央行就大幅下调了政策利率，此后一直维持在或接近于较低水平。量化宽松导致央行资产大幅扩张，尤其是美联储、日本银行和欧洲央行（图 1.4）。

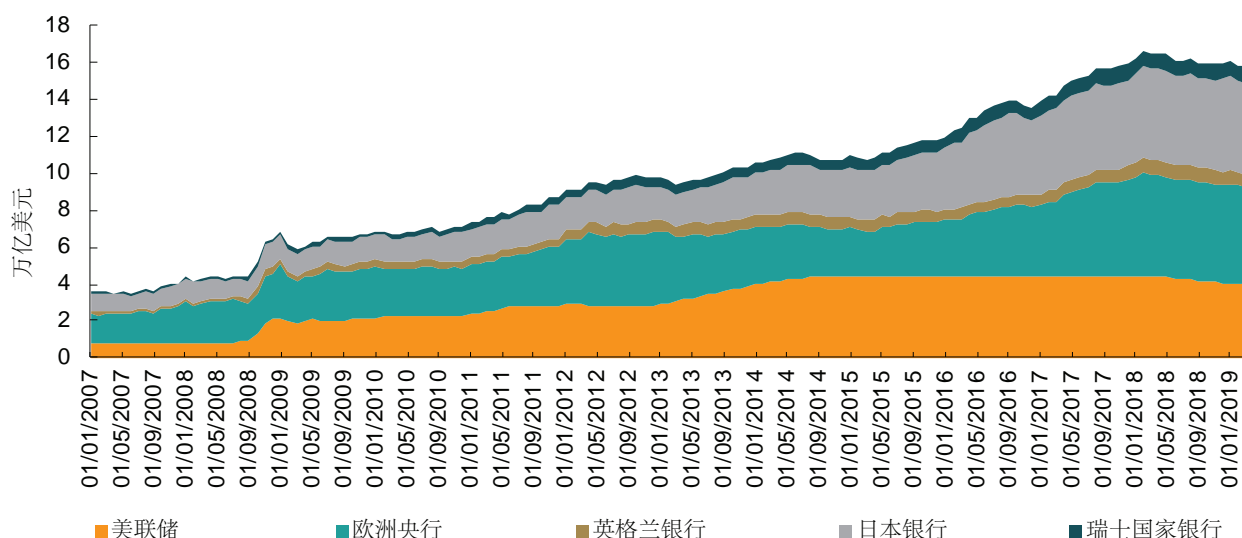
美联储曾在 2018 年 12 月宣布，将选择再加息三次，将利率上调至 3% 至 3.25%，并继续通过每月出售 300 亿至 500 亿美元的债券和证券来进行收缩其资产负债表。2019 年 3

图1.3 央行政策利率，2000-2019年  
(百分比)



资料来源：来自各国央行的CEIC数据。

图1.4 部分央行的总资产，2007-2019年



资料来源：汤森路透Eikon。

月，美联储注意到，“经济活动的增长已经从第四季度的稳健速度开始放缓” (Board of Governors, 2019a)，因此决定停止加息，并缩减计划每月减少的债券持有量。自此以来，美联储内部的这种修正主义立场得到了进一步强化，导致基准短期利率下调了 0.25 个百分点，到 2019 年 7 月底目标区间为 2% 至 2.25%。

尽管经济复苏乏力，但政策界仍坚持宽松的货币条件，避免采取积极的财政措施。其理由是，别无选择，尽管有证据表明，进一步依赖货币工具的空间已经很小。利率接近零或已经为零，央行资产负债表已经膨胀到无法轻易修复。因此，争论的焦点不过是，是否应该取消或撤消所谓的“非常规”货币政策(如果有理由的话)，如果是的话，应该走得多远，在什么时候。

在欧洲，情况也是如此。欧洲央行已正式宣布，不会逆转利率政策，或许还会进一步降息。这意味着银行存款利率为负，而目前为 0.4% 至 0.6%，这会增加银行的成本，并影响银行在当前流动性充裕情况下的盈利能力。欧洲央行也暗示将恢复其债券购买计划（量化宽松），此前该行曾承诺退出这项计划，日本央行也是如此。

## 2. 债务依赖型增长的局限性

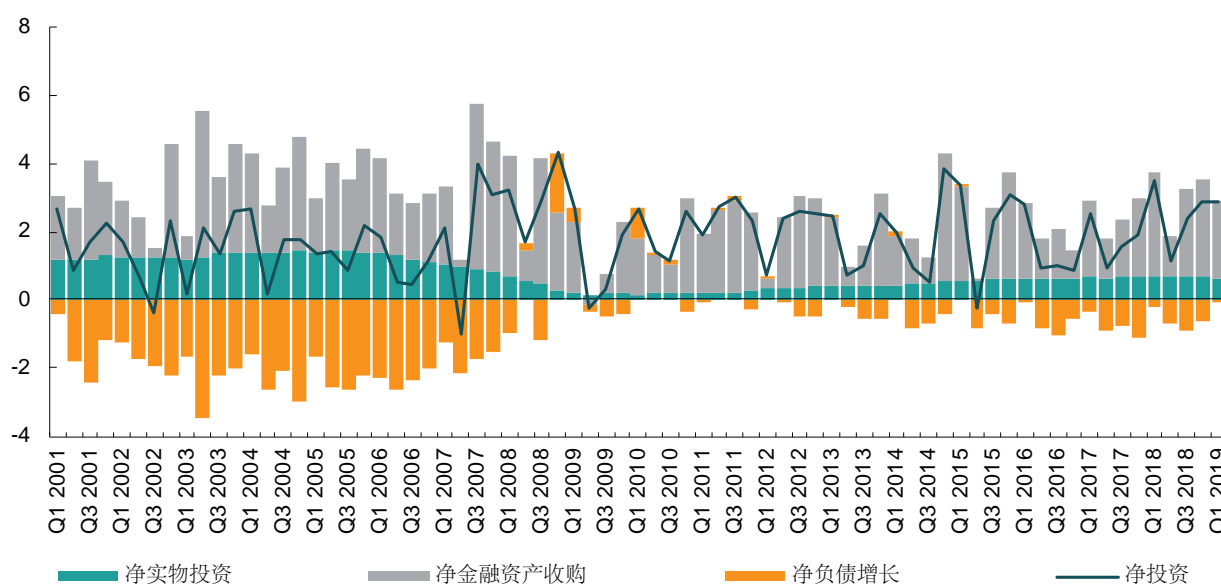
发达国家长期坚持廉价宽松货币政策的一个后果是，股票和债务市场的投资激增。2018 年 8 月，纽约证券交易所历史上最长牛市结束。与 2009 年 3 月 9 日危机后的低值相比，美国股票标准普尔 500 指数在 3,453 天内累计上涨了 300% 以上，其间没有累计下跌过 20%。尽管上涨幅度没有达到以前的记录，但近 10 年的牛市是一个了不起的记录。这尤其是因为，在此期间的大部分时间里，美国经济都在竭力从金融危机造成的经济衰退中复苏。即使在 2018 年 8 月之后，尽管指数仍在波动，但 2019 年 6 月的平均值几乎与 2018 年 8 月和 9 月持平。

2017 年全年，所有主要经济体的股市指数同步大幅上升，2018 年上半年要么稳定在高水平，

要么继续上升（中国除外，中国市场 2018 年全年都在下跌）。随后，这些指数在下半年下跌，但最终再次上涨，扭转了跌势。股票市场的繁荣在一定程度上引发了人们的乐观预期，致使大多数机构一年前发布了令人兴奋的国内生产总值增长预测。与此同时，房价持续上涨推动全球经济许多地区的房地产市场创历史下新高（Evans, 2019）。

正如《2018 年贸发报告》所指出的那样，股市和房价如此剧烈同步上涨背后的原因是，主要经济体过度依赖货币宽松政策作为确保复苏的工具。然而，美国（危机后流动性扩张实验的主要玩家）的资金流动账户显示，家庭购置的有形资产主要是住房投资，基本上与家庭借款相匹配（负债增加），规模相对较小，低于之前的水平（图 1.5）。这表明，由信贷支撑的房地产市场可能不如奢侈品市场和商业房地产市场活跃。另一方面，由于购买的金融资产比负债的增加要多得多，资金必然来储蓄，因此总体家庭净投资提高了许多。家庭储蓄投资于金融资产的证据也说明了不平等加剧的后果，因为富人往往将其收入的很大一部分用于储蓄和购置金融资产。家庭行为的这一特征是金融市场的重要驱动力。

图1.5 美国家庭和非营利组织净投资分解，2001-2019年  
(占国内生产总值的百分比)



资料来源：贸发会议秘书处根据美联储美国金融账户数据库计算的结果。

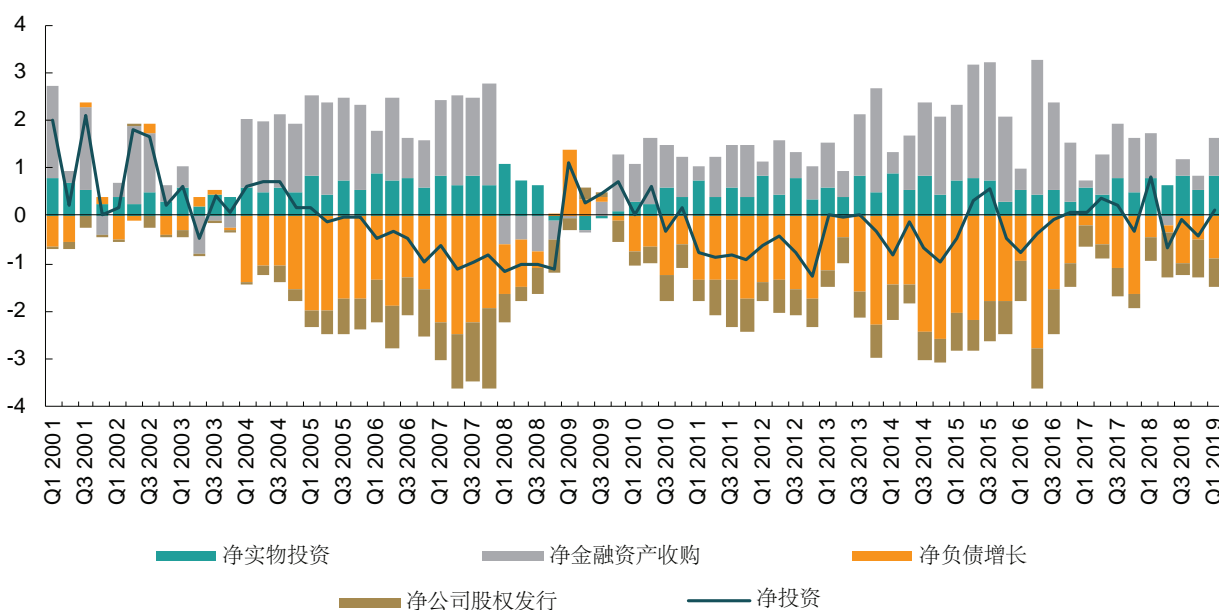
注：图中“净负债增长”为负数。

从美国企业部门的资金分配中可以得出一个更加惊人的结论(图1.6)。企业部门的净(资金)借贷主要用于购买金融资产,而不是进行实物投资。与2008年前的繁荣时期相比,这种模式实际上还在恶化:从2001年第一季度到2007年第四季度,金融投资平均为美国企业部门实物投资的1.78倍,但从2010年第一季度到2019年第一季度,这一数字增至2.11倍。危机后的流动性试验并没有带来更多的生产活动:生产性投资有限,而且大部分由留存利润供资。由于危机后的投机活动特征,企业部门利用自有资金和借入资金开展“股份回购”业务,因此,净股票发行额为负数。<sup>1</sup> 家庭和企业部门均将目光投向收购金融资产(尤其是股权),支撑了股市的强劲趋势。廉价流动性助长了其他形式的投机活动,包括:并购交易增加,杠杆贷款市场增长,向已经负债累累、评级较低的公司放贷等等。根据美国联邦储备委员会的《金融稳定报告》(Board of Governors, 2019b),在过去十年中,美国杠杆贷款业务快速增长,现已达到1.1万亿美元。这种活动实际上成了量化宽松唯一

可观察到的结果,2018年全年继续实行货币扩张政策的其他发达经济体也出现了这种情况。

由债务驱动的低投资增长模式尽管对资产持有者有利,但对大多数依赖劳动收入的人却不利。纵然自金融危机以来经济增长有所回升,但劳动收入仍然落在后面。根据国际劳工组织《2018/19年全球工资报告》(ILO, 2018),2017年,136个国家经通胀调整后的工人平均月收入增长率为2008年以来最低,远低于危机前几年的峰值。此外,如果剔除工资增长迅速、因其规模对全球影响重大的中国,2017年的工资增长(1.1%)远低于包括中国在内的所有国家的工资增长(1.8%)。无论在发达国家还是发展中国家,中国以外的工资增长放缓都是显而易见的。《经合组织2018年就业展望》(OECD, 2018)得出结论认为,在中国以外,鉴于许多新工作属于非正规和不稳定性质,因此工资似乎不再与失业率的下降相称。

图1.6 美国净投资分解, 2001-2019年  
(占国内生产总值的百分比)



资料来源: 贸发会议秘书处根据美联储美国金融账户数据库计算的结果。

注: 图中“净负债增长”为负数。



### 3. 隐藏的威胁

在经济增长道路艰难的这一背景下，政策制定者越来越焦虑，这反映出他们担心，经济暂时不稳可能很快演变成更加恶性的螺旋式下降。

#### (a) 从关税风波到技术震荡

贸易数据表明，世界经济仍处于低增长轨道。例如，世界贸易组织 2019 年 5 月发布的世界贸易展望指标 (WTO, 2019) 为 96.3, 远低于其基线值 100, 这是自 2010 年以来的最低水平，这清楚地表明，世界贸易增长在 2019 年上半年有所下降。这是因为美国以外的大部分世界经济正在放缓，而且除了 2017 年这一异常年份之外，自 2011 年以来，全球贸易相对于国内生产总值一直呈下降趋势 (Shin, 2019)。美国的增长并没有像过去那样有助于提振全球贸易，这一事实不仅表明美国经济复苏不温不火，而且也表明了源自全球体系其他地方的抑制性影响 (包括中国经济放缓) 的拖累。美国政府诉诸关税和制裁措施，对贸易体系造成了额外冲击，又加重了这种影响 (Caceres et al., 2019)。

尽管这一政策转变隐藏在关于贸易不平衡的更广泛的言辞之中 (除此之外还要求重写《北美自由贸易协定》、退出跨太平洋伙伴关系谈判)，但美国政府一直将重点放在与中国的贸易上，特别是与中国的巨额双边贸易赤字上。虽然这在很大程度上是美国国内宏观经济失衡——即国内需求超过国内产出——的结果，但一系列关税上调旨在限制美国从中国的进口，从而引发了中国一系列有分寸的回应。两国之间的大量贸易直接受到影响，并通过全球价值链中的贸易网络波及整个世界经济。<sup>2</sup>

美国和世界其他国家遭受的总体损失取决于消费者对价格上涨的敏感度，取决于是否有公司以及哪些公司能承担关税上涨的部分或大部分影响，以及哪些国家将从贸易转移中获益 (如果可能的话)。毫不奇怪，各方的估计各不相同。<sup>3</sup> 迄今为止，对全球增长的影响还是有限的，但如果关税持续下去，或者更糟糕的是，再针锋相对地实施新一轮关税增加，那么，情况可

能就会不一样。正如《2018 年贸发报告》所指出的那样，这可能会导致投资需求放缓。

这种可能性在今年上半年有所增加，因为人们意识到，贸易措施的目标更多的是技术流动，而不是经常账户失衡，因为美国政府指责中国政府从美国公司窃取知识产权 (USTR, 2018a, 2018b)。抛开这些指控背后的重商主义逻辑，且不谈缺乏明确证据证明使用国家安全措施来管理经济关系是合乎情理的，只要看电子部门和其他高技术部门是全球经济联网最密切的部分这一事实，就知道单边贸易行动会带来经济风险。

试图阻碍中国通过进一步升级和实现经济多样化来突破中等收入陷阱的努力，会引发非常严重的危险，即围绕技术问题的动荡加剧，对多边体系更广泛的运作方式的信任和信心迅速崩塌。此外，中国不仅是亚洲其他国家生产中间产品和零部件的企业最终出口平台，也是许多发展中国家商品需求的主要来源。随着中美之间的紧张关系影响到中国的增长前景、减少了中国的进口并加速了中国作为平衡增长战略的一部分将中心转向国内，一些发展中国家可能面临外部形势的急剧恶化，经济放缓的威胁加大，可能演变为一场更严重的衰退。

#### (b) 从货币冲突到债务崩溃

关税不是影响贸易流动的规模和方向的唯一政策措施，也不受最重要的政策措施。美国政府扩大了它认为从双边贸易中获取不对称利益的国家名单，同时也增加了这些国家为经济利益操纵货币的可能性。

摩根士丹利新兴市场货币指数在 1 月份大幅上涨，但在 4 月中旬至 5 月下旬急剧下跌，随后又再次攀升。这种波动背后有三个因素。首先是指数中有阿根廷和土耳其等受危机冲击的国家，这些货币在不同时间点出现了剧烈波动。第二是资本流向新兴市场的波动性，这是由发达国家货币政策和新兴市场增长前景的不确定性所造成的。最后，美国政府对所有有关方面施加压力，要求美元相对于其贸易伙伴的货币

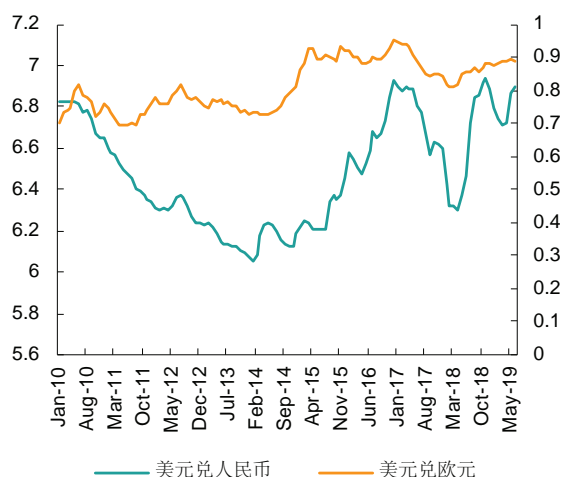
保持“竞争力”(Financial Times, 2019; Sobel, 2019)。在一个仍然严重依赖美元可预测角色的国际金融体系中，将这一角色——被视为“过度特权”——转变为经济武器的来源，可能会带来更多不稳定的后果。

如果中国和德国的贸易顺差是货币操纵的结果，那么，双边名义汇率应该反映出这些货币对美元的异常贬值。图 1.7 显示了中国货币人民币和德国货币欧元相对于美元的走势。

2010 年 1 月至 2014 年 6 月，德国货币(欧元)随着基本稳定的趋势上下波动，随后对美元贬值，随后又出现波动。所以很明显，尽管德国货币的相对价值发生了变化，而不是因为德国货币的相对价值发生了变化，德国对美国贸易顺差出现了增加。

同样，从 2010 年初到 2015 年 9 月左右，人民币对美元持续升值。这是中国对美贸易顺差增加的时期。此后，人民币大幅贬值，部分原因是资本外流。然而，在人民币贬值的这一阶段，中国对美出口及其贸易顺差均停滞不前。事实上，在中国当局干预外汇市场时，他们是试图阻止人民币进一步贬值。

图 1.7 人民币和欧元与美元的走势，2010-2019 年



资料来源：国际清算银行。可查阅<https://www.bis.org/statistics/xrusd.htm?m=6%7C381%7C675>。

注：数轴刻度由上往下递减，因此向上移动表示贬值，向下移动表示升值。

总体而言，影响汇率变动的主要是资本流动，而不仅仅是贸易流动，汇率变动造成了混乱，而且缺乏政策协调来减轻这种混乱，这是国际社会长期担忧的一个问题(第四章)。这种担忧只会随着目前围绕加密货币的“热钱祸害”的降临而加剧 (Foroohar, 2019; 见插文 1.1)。存在货币急剧贬值引发恶性通货紧缩螺旋的真实

### 插文 1.1 加密货币：民主化还是放任主义骗局？

1976 年，弗里德里希·哈耶克 (Friedrich Hayek) 出版了一本薄薄的题为《货币的非国家化》的小书，他在书中主张以一个竞争性私人货币体系取代中央银行对法定货币发行的垄断及其对国有私人银行和金融系统的(所谓的)控制。哈耶克很少关注私人货币的技术和操作细节，而是把重点放在促进私人竞争上，这(对他来说)是经济上占优势的民主市场经济的核心组织原则，他认为这种经济的主要敌人是国家干预和国家创造的垄断力量，主要是工会和中央银行。

几十年后，随着数字技术成为主流，一种类似的思潮——即从国家控制中争夺创造货币的权力，并将其交给相互竞争的点对点数字货币和支付系统——支持了加密货币的涌现。从 2009 年的比特币开始，现在有超过 1,500 种加密货币和相关的数字“代币”投入使用 (Richter, 2018)。

加密货币依赖的是分散的记录系统或“分布式分类账”，其中最著名的是比特币使用的区块链。通过连接的计算机的庞大网络，对交易进行验证并加上时间戳，以使它们不可更改，每笔新交易都作为“块”添加到点对点交易列表(或“链”)中。确认记录的过程称为“挖矿”，而“矿工”公司的工作则以新创造的比特币支付。比特币的代码(或老式术语中的监管)目前规定，为此目的新发行的比特币的上限相当于 2,100 万美元，这一上限现在差不多已经达到，而最初的预期是，这一上限要到 2040 年左右才会达到。新比特币的发行上限为这种数字货币提供了某种“锚”，乍一看与黄金相似。但是，黄金(及其他贵金属)是一个实际的产业，即使失去了作为发行支付手段的“锚”的吸引力，也仍将继续产生某种经济价值，但如果对比特币作为支付手段的信任消失，比特币将随之消失 (Häring, 2018)。

作为去中心化的国家主导货币和银行系统的替代方案，加密货币还声称能在货币交易方面保护公民的隐私（或匿名权）。但是，与其他基于互联网数字货币一样，这种说法依据的是对未经测试的第三方保护以代号和数字运行的数字“钱包”背后的个人信息的意愿和技术能力的假设。要知道，美国国家安全局拥有以太坊区块链代码（仅次于比特币的第二大流行加密货币）的专利，并乐于免费推广使用，这应该让我们停下来思考一下吧（Diedrich, 2016）。从匿名的角度来看，现金是一种更有效的支付机制，它也更方便、更安全，能耗更低。但是，银行和金融科技更热衷于推广企业数字支付系统，因为数字支付系统可以产生更高的费用以及基本免费但却利润丰厚的用户数据，因此，现金对它们来说是一种不便。

实际上，大多数主要的加密货币，包括比特币和以太坊，都不用于日常支付，而是另一种投机性金融资产。2017年和2018年主要是比特币市场的狂潮成为头条新闻，也促使人们将其与自动驾驶汽车进行比较，开始更多地考虑计算机自动生成的金融交易策略对股市波动甚至金融崩溃的影响问题（Tett, 2017）。

无论人们对现有加密货币的声称和现实有何保留，当Facebook在2019年6月宣布计划创建自己的私人货币Libra时，这场辩论的性质从根本上发生了改变。Libra不同于传统的加密货币，不仅是因为Facebook有24亿活跃用户群给它带来了全球影响力，还因为它采用集中的企业运营模式（PayPal是其主要创始成员之一），而且连假装匿名都不必了。如果比特币停摆，损失将由其投资者承担，而Libra将依靠本国货币作为抵押。为了保护Libra的价值，目前的计划是将其与一篮子此类货币挂钩。这意味着，如果Libra出现挤兑，各国政府（及其纳税人）将不得不介入以提供流动性支持。鉴于Libra要发行的规模巨大，一旦Libra出现挤兑，政府不得不提供流动性来支撑这种公司货币，其风险和成本将是巨大的，而且可能是前所未有的（Pistor, 2019）。

尽管有些人把加密货币甚至Libra的发行视为又一项金融创新，但把这些货币当作促进隐私和竞争效率的民主发明这一观点越来越难以站得住脚。相反，金融普惠和金融科技的怀疑者觉得毫不奇怪的是，这种货币正迅速转变为老式的公司寻租行为，目的是创造巨额私人利润，但一旦出现问题，便依靠公共救助。

危险，阿根廷和土耳其已经发生了这种情况。鉴于新兴市场目前的债务状况，它们可能会受到汇率波动的影响最大。

然而，在过去40年里，发达国家之间存在着一种隐性的政策协调，这不是经过明确谈判达成共识的结果，而是由于国际流动金融的兴起所带来的一定程度的政策整合。这种协调包括放弃积极的财政政策，把重点放在管理宏观经济的货币工具上，然后由央行来决定通货膨胀的主要目标是否允许使用货币政策刺激增长。

宽松货币政策最初是为了遏制全球金融危机之后的危机蔓延。这导致了危机后资本重新流向发展中国家，特别是所谓的新兴市场。这种资本激增除了对其中一些国家的货币施加上行压力之外，还很快导致脆弱性加剧，因为随着发

达经济体非常规货币政策的结束，资本有可能转向。这种脆弱性体现在总资本流动的波动中（图1.8），同时影响到股票和债券（IMF 2019）。这种波动还持续存在，2018年第一季度至第四季度流入新兴市场和发展中经济体的净资本流动大幅减少，随后2019年第一季度以外国直接投资和银行贷款形式出现的资本流入出现复苏（IMF 2019）。

依赖廉价资金来推动复苏也产生了不可持续的债务水平回归的附带影响，让人想起全球金融危机前的几年。起初，私人债务头寸的再平衡导致公共债务的堆积，政府借债对银行进行资本重组，拯救金融公司，并通过增加公共支出或大幅减税刺激经济。然而，此后不久，私人债务水平又开始上升。具体而言，二十国集团的私营非金融部门债务从2008年3月占国内

生产总值的 151% 降至 2011 年 12 月的 139%，此后又有所增加，到 2018 年底占到了国内生产总值的 151%。

债务的持续存在既困扰着发达经济体，也困扰着发展中经济体。危机后债务爆炸的一个具体问题是发展中经济体的外债大幅增加，而这是由发达经济体的流动性过剩驱动的（图 1.9 和 1.10）。所有发展中国家和转型经济体的外债总额在 2000 年至 2008 年间翻了一番，达到 4.5 万亿美元，到 2018 年增至 9.7 万亿美元。这一增长不仅仅是由于中等收入发展中国家的借款所致。2000 年至 2008 年，低收入发展中国家的外债存量略有下降，从 2000 年的 880 亿美元降至 2008 年的 830 亿美元，部分原因是根据重债穷国倡议进行了一轮债务注销。但此后它们的债务翻了一倍多，达到 1,730 亿美元。即使在最不发达国家，外债存量也翻了一番多，从 2008 年的 1,560 亿美元增至 2018 年的 3,410 亿美元。

国际清算银行确定的一些新兴市场的情况尤其令人担忧，在这些市场中，私营非金融部门的借款激增，企业债务占国内生产总值的比例从 2008 年第一季度的 83% 上升至 2018 年第一季度的 145%。在本来可以从危机前几年的高点

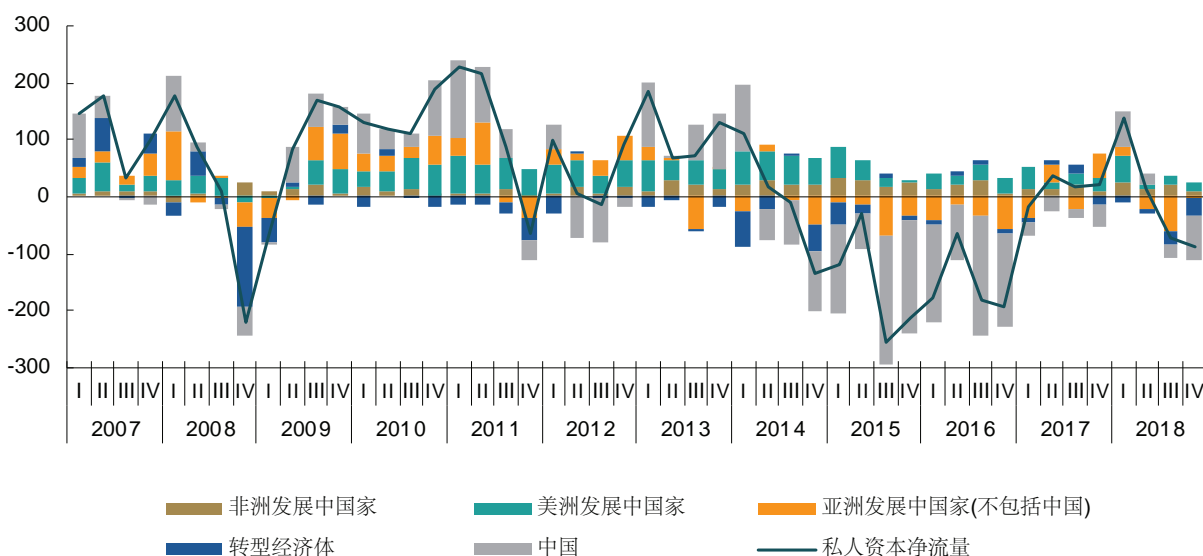
去杠杆化的时期反而债务激增，这导致债务警报四处闪烁。可能发生的还本付息数额上升、货币贬值、经济增长放缓的完美风暴已经让这些经济体的许多政策制定者夜不能寐，其结果既取决于他们自己的行动，也取决于发达经济体央行的决定。

### (c) 从初级商品价格暴跌到环境灾难

在许多发展中国家，自然资源的开采仍然是发展的主要动力，自本世纪初以来，对初级商品的强劲需求推动了迅猛的增长势头。然而，在此期间，由于基础资产的高度金融化，初级商品市场也变得越来越不稳定。由此产生的繁荣与萧条的交替循环阻碍了其中许多经济体的多样化努力，增加了它们面对外部冲击的脆弱性。

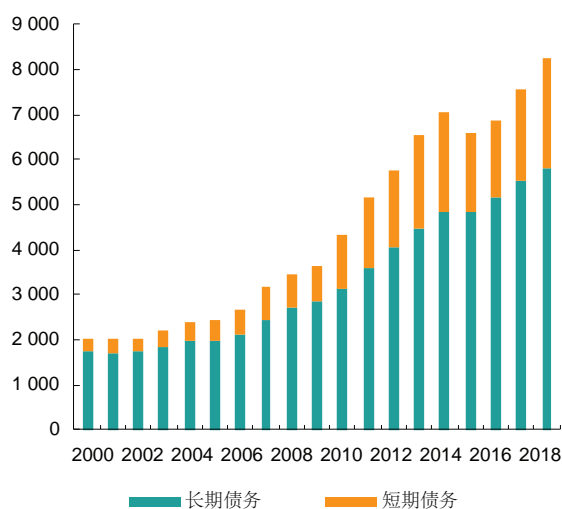
与此同时，全球大部分经济体的增长仍然有赖于对自然资源的密集利用。碳排放量高的增长对全球气温的影响现在已得到充分认识，但这只是自然资源开发造成的更大范围的环境崩溃的一部分；土壤退化、森林砍伐、海洋和大气污染、动物物种消失等等，不仅让人越来越担心地球的健康，而且还带来了越来越高的经济代价 (IPPR, 2018)。

图1.8 按地区列的私人资本净流量，2007-2018年  
(十亿美元)



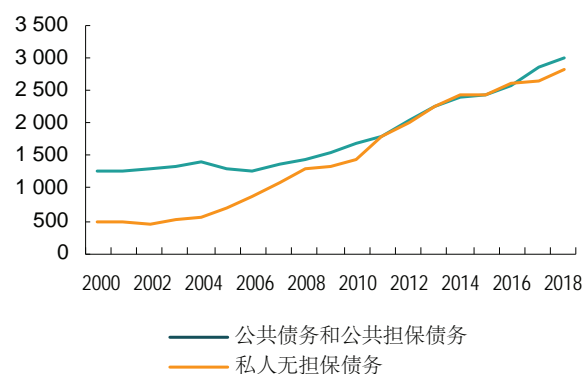
资料来源：贸发会议，基于基金组织的金融统计数据国际收支数据库以及各国央行的数据。

图1.9 发展中国家和转型经济体的外债，2000-2018年  
(十亿美元)



资料来源：贸发会议秘书处根据世界银行、基金组织和国家资料来源计算的结果。

图1.10 发展中国家和转型经济体的长期外债结构，2000-2018年  
(十亿美元)



资料来源：贸发会议秘书处根据世界银行、基金组织和国家资料来源计算的结果。

全球变暖的经济后果已经很明显，受害最大的却是对这个问题责任最小的国家和社区。2010年至2016年间，平均每年约有700起极端事件，平均每年耗资1,270亿美元。这是更大范围的环境破坏模式中最为引人注目之处。例如，空气污染和水污染每年造成900万人死亡。与此同时，金融自由化和债务依赖型增长造成的脆弱性正在削弱各国（不论是富国还是穷国）减轻环境破坏的代价的能力。

#### 4. 我们现在都是“民粹主义者”

如果没有北方国家和南方国家之间大规模的协调投资，没有更好的政策协调和更多的技术转让，就无法应对全球经济面临的各种相互关联的威胁（第三章）。然而，尽管这种合作势在必行，但在缺乏强有力的国际框架和有效的发展合作的情况下，许多国家的政府不愿意应对这一挑战。2019年6月在大阪举行的二十国集团会议暴露了目前各种安排的弱点。

坚持优先控制通胀压力和金融部门利益的政策议程，导致复苏乏力、不平等加重、政治紧张关系加剧。其他政策处方，如要求恢复积极财政政策的作用、退出紧缩方案、采取刺激需求的再分配措施、推动更多的管理贸易作为国家

复兴的手段等等，均被视为“民粹主义者”（无论是右翼还是左翼）企图利用民众的不耐烦，不顾强制性经济和金融约束来获得短期政治利益之举。

但这种短期政治利益的导向同样适用于占主导地位的政策议程。事实上，当今常规经济政策的民粹主义基础常常被人遗忘：贸易自由化、私有化和减税都被吹嘘为能够给大多数人带来巨大利益，但却遭到狭隘自私的利益集团的阻挡，无论他们是政府官僚、有组织的劳工还是受青睐的行业部门。在这一组合中加上非正统的货币政策，尽管用的是技术官僚更常用的语言，但遵循的却是同样的逻辑。

跟老掉牙的“涓滴论”一样，自贸协定、减税和宽松货币相结合所隐含的理由是，对资产持有阶层的激励和奖励也将给他们的大多数同胞带来好处。这种“中间派民粹主义”承诺回归“大温和”，为所有人带来共同利益，而无视对债务缠身的房主、失去信心的工人和被抛弃的当地社区的长期损害。

像其他民粹主义品牌一样，这种民粹主义也有其反派角色。危机发生时，“坏苹果”和“不法交易员”因滥用金融体系而遭到谴责（但很

少受到起诉)，但此后人们的注意力已经转移到了政府身上，据称是政府在破坏基于规则的自由国际秩序的完整性。

这种说法忽视了一点：即以财政和货币政策的形式部署了大量国家资本，才成功缓解了危机引发的衰退，触发了经济复苏。金融公司和企业当然能够利用这种廉价资本，通过发达国家的资产市场投资和新兴市场的套利交易活动来投机获利。但生产性投资几乎没有复苏的迹象。一旦利润恢复到“正常状态”，就会退回到保

守的财政政策，并依赖于向金融体系注入大量廉价流动性，从而使主要央行的资产负债表变得臃肿不堪。

结果是，尽管全球资产市场繁荣，金融租金上涨，大公司利润上升，但工人阶级和中产阶级的收入却受到了挤压，小企业的利润蒸发了，政府支出减少了。因此，总需求未能回升，全球经济缺乏强劲复苏的坚实基础。由此产生的不平等和不稳定正在引发新的经济、社会和政治紧张局势，随后又造成更多的经济不确定性。

## B. 贸易趋势

### 1. 减速模式

世界贸易正处于减速模式。世界进出口平均增长率从2016年的1.3%大幅回升至2017年的4.5%之后，2018年又放缓至2.8%(表1.2)。大多数机构预计，2019年经济增长将进一步放缓，增长率可能远低于世贸组织2019年4月做出的2.6%的预测。这是因为贸易增长在最近几个季度急剧减速。荷兰经济政策分析局(CPB, 2019)的数据显示，季度增长率(相对于上年同

期)从2018年第三季度的3.7%降至2018年第四季度的1.6%和2019年第一季度的0.5%(图1.11)。

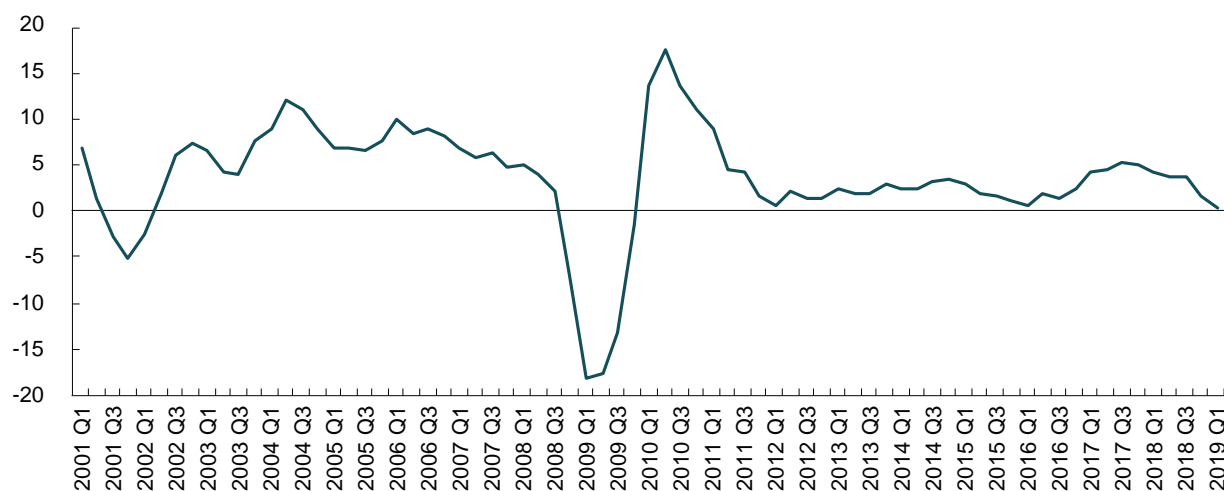
鉴于中美之间在贸易和技术上的紧张局势的加剧，贸易放缓通常被归因于这种对峙造成的破坏。尽管无可否认，美国采取的行动造成了破坏，但有理由相信，这不可能是全部原因，因为世界贸易早在这种贸易紧张局势爆发之前就已开始减速。此外，贸易紧张局势的影响涉及

表1.2 货物进出口量，部分组别和国家，2016-2018年  
(年度百分比变化)

组别/国家	出口量			进口量		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
世界	1.3	4.1	2.5	1.2	4.8	3.1
发达国家	1.0	3.3	2.1	2.2	3.1	2.5
其中：						
日本	2.3	6.0	2.7	0.8	2.8	2.0
美国	-0.2	4.0	4.1	0.5	4.0	5.3
欧盟	1.1	3.6	1.6	3.1	2.6	1.5
转型经济体	0.0	4.5	4.1	5.8	13.0	3.9
其中：						
独联体	-0.3	4.2	4.3	5.1	14.1	3.3
发展中国家	2.0	5.2	2.9	-0.4	6.8	4.0
非洲	0.5	3.7	-0.6	-5.4	-0.4	4.5
撒哈拉以南非洲	0.1	6.1	6.3	-10.4	1.1	2.1
拉丁美洲和加勒比地区	2.5	3.0	2.5	-6.0	5.2	5.9
东亚	1.3	6.5	3.3	1.7	6.9	4.6
其中：						
中国	1.4	7.1	4.1	3.7	8.9	6.4
南亚	5.7	5.8	2.5	1.3	11.5	2.8
其中：						
印度	2.7	6.6	4.3	-1.8	11.7	3.1
东南亚	2.6	8.9	4.6	2.4	9.5	6.8
西亚	2.5	-1.2	2.0	-1.7	2.5	-4.1

资料来源：贸发会议秘书处根据贸发会议数据库计算的结果。

图1.11 季度同比增长率，2001-2019年  
(百分比)



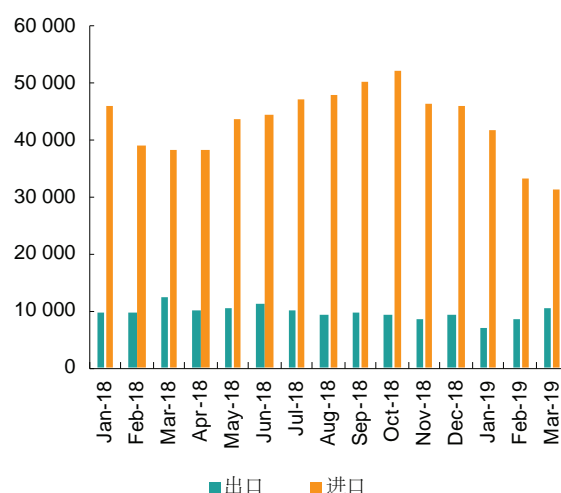
资料来源：CPB世界贸易监测，2019年3月。

多种方面，因此无法确定其对世界贸易量的净负面影响。相反，贸易总体减速反映了全球需求更普遍的放缓，导致增长势头的丧失。贸易增长势头中期减弱的迹象表明，后金融危机时代的全球经济持续脆弱。

中国是贸易紧张局势加剧的主要输家。美国从中国的商品进口从2018年10月的522亿美元降至2019年3月的312亿美元(上年同期为383亿美元)。对美国的绝对影响要小得多，美国对中国的出口从2018年3月的124亿美元下降到2019年3月的104亿美元(图1.12)。部分原因是，尽管中国也在试图实现增长再平衡，将重心从出口转向国内市场，从投资转向国内消费，但鉴于中国自身对外部需求的持续依赖，中国在回应美国政府采取的措施时一直比较谨慎。

除了这种双边行动之外，全球贸易还会受到更广泛的影响。中美紧张关系对两国的总进口需求产生了影响，进而影响到其他贸易伙伴。中国由于经济增长迅速，对原材料和中间产品的需求不断增加，而且是全球生产链的最后阶段出口平台，因此已成为世界经济进口需求的主要来源。为此，中国经济的任何放缓势必都会对世界贸易产生不利影响。此外，美国采取的

图1.12 美中贸易额，2018-2019年  
(百万美元)



资料来源：美国普查局。

措施并不仅限于中国，同时也针对其他国家，比如对墨西哥和欧盟等其他国家也采取了类似措施。

不过，贸易紧张局势也对中国国内和中国以外的增长产生了一些积极影响。首先，出口贸易从中国和美国出口商转向第三国供应商，从而使他们得益。只要存在这种贸易转移，世界贸

易总量就不会受到影响。此外，如果过去受到进口竞争制约的中美生产商受益于新的贸易保护主义，那么，贸易保护主义行动对经济增长的抑制作用就会被抵消。这只会强化这样一种观点，即最近世界贸易的放缓势必在很大程度上可以由贸易紧张局势以外的因素来解释，而贸易紧张局势的影响还没有完全显现出来。除日本和美国之外，其他地区的进口增长都有所放缓，其中欧元区、其他发达经济体、东欧/独立国家联合体和拉丁美洲的增速显著放缓，非洲和中东的进口量停滞不前。按进口额计算的进口增长情况更好，这主要是因为燃料价格在2016年下降了14.6%之后，在2017年和2018年分别出现了22.2%和27.2%的增长。

亚洲和拉丁美洲新兴经济体的进口量增长减速尤为明显，这表明本来有望在2008年危机后成为新增长极的国家失去了势头。减速趋势由中国引领，其2019年第一季度进口同比下降了4.8%。

## 2. 商业服务贸易

服务贸易占全球商品和服务出口的23%，至今依然活跃。据贸发会议数据库估计，以美元价值计算，2018年全球服务出口增长了7.7%，达到5.8万亿美元。在这一复苏出现之前，服务出口刚刚才从2016年的不到5万亿美元上升到2017年的约5.4万亿美元。世界所有地区的服务出口均出现增长，非洲、亚洲和大洋洲表现最好，增长率超过9%。旅游服务、其他商业服务和运输是三大贸易服务。在大多数非洲国家，服务出口由旅游服务主导，亚洲的服务出口构成则更加多样化。

服务贸易的两大组成部分——旅游业和海运贸易——提供数量数据，从而避免了与估值问题

有关的担忧，可以让人更为深入地了解服务贸易趋势。

2019年第一季度，国际游客人数同比增长4.4%，约占全年总增长的五分之一。这低于前两年6.3%的年均增长水平。增长分布在各大地区，中东增长最快(8.2%)，其次是亚洲和太平洋地区(5.8%)、欧洲(3.8%)、非洲(3.6%)和美洲(2.7%)。世旅组织(2019)预测，2019年将增长3%至4%。

国际海运贸易量2018年略有增长，增速为2.7%，达到110亿吨的历史最高水平，但此后便失去了增长动力(贸发会议，即将出版)。这一增速略低于3.0%的历史平均水平，与2017年4.1%的周期性反弹形成鲜明对比。这种下行趋势反映了许多因素，包括全球经济放缓、与此相关的高度不确定性和更多具体的特殊情况。例如，分别占海运贸易总额约30%的主要干散货(铁矿石、煤炭和谷物)和油轮贸易的增长率分别从2017年的4.7%降至1.9%，从2017年的3.0%降至1.5%。干散货贸易的发展趋势突显了中国的核心作用及其经济的再平衡，因为中国进口占世界主要干散货贸易的43%以上，占海运贸易总额的近四分之一。油轮贸易遭遇的逆风主要与原油运输停滞不前有关。从需求方看，特别是由于今年早些时候炼油厂产能受到限制，美国和欧洲的石油进口下降，中国的石油进口减速。从供应方看，委内瑞拉玻利瓦尔共和国和伊朗伊斯兰共和国的出口中断，加上欧佩克主导的减产，给原油运输带来了压力。与此同时，集装箱货物仍然是海运贸易中最具活力的部分，2018年增长了4.3%。不过，与2017年6.4%的增长水平相比，其扩张速度也有所放缓。

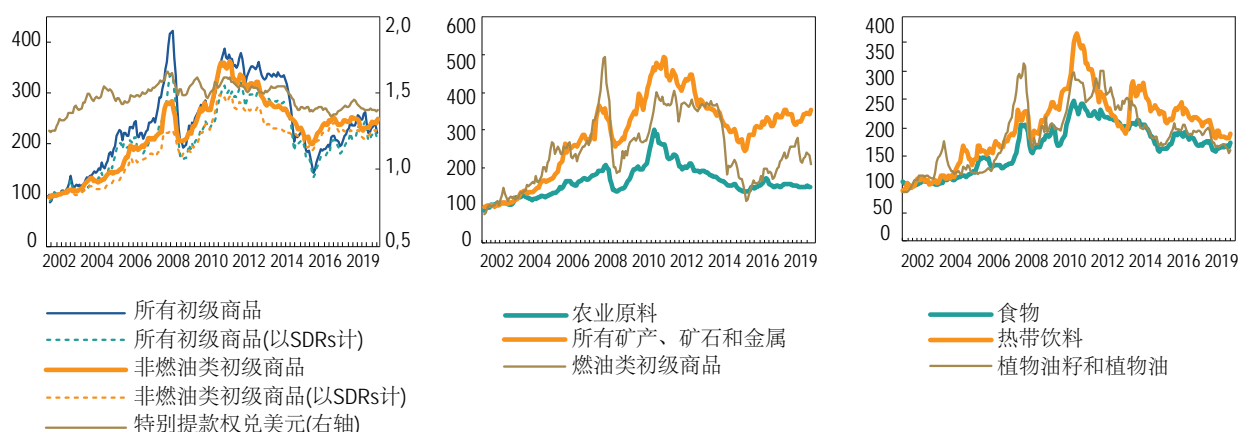
## C. 初级商品价格趋势

随着全球贸易减速，表明全球需求放缓，2017年和2018年分别上涨了17.4%和16%的初级商品价格在2019年前五个月同比下降

了4.3%(表1.3)。从分类层面上看，前两年和2019年前五个月初级商品价格趋势之间的差异更加明显(图1.13)。2017年和2018年，初级



图1.13 按初级商品类别分列的每月商品价格指数，2002年1月至2019年6月  
(指数，2002 = 100)



资料来源：贸发会议秘书处根据贸发会议数据库计算的结果。有关数据来源的更多信息，请查阅<http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/summary.aspx?ReportId=140863>。

注：SDR = 特别提款权。

表1.3 世界初级商品价格，2008-2019年  
(同比百分比变化)

初级商品类别	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 <sup>a</sup>
所有初级商品 <sup>b</sup>	33.4	-31.6	24.3	28.6	-3.0	-3.7	-7.9	-36.2	-9.4	17.4	16.0	-5.7
非燃油类初级商品 <sup>c</sup>	22.2	-17.8	26.1	18.9	-12.7	-6.5	-8.0	-18.9	2.3	9.1	-2.2	-3.8
非燃油类初级商品(以SDRs计) <sup>c</sup>	18.3	-15.8	27.4	14.9	-10.0	-5.7	-8.0	-11.9	3.0	9.4	-4.2	-0.4
所有食物	32.6	-10.4	12.0	24.0	-6.5	-9.6	-0.8	-15.6	3.6	-1.3	-6.5	-8.0
食物和热带饮料	31.1	-2.2	11.6	23.6	-9.9	-9.1	3.8	-14.2	2.2	-1.6	-6.6	-5.1
热带饮料	19.2	1.1	19.8	31.2	-22.4	-19.8	24.1	-10.3	-3.3	-3.1	-8.5	-11.9
食物	34.9	-3.2	9.1	21.1	-5.6	-6.0	-1.2	-15.4	4.0	-1.2	-6.1	-3.1
植物油籽和植物油	35.2	-24.1	13.0	24.8	0.7	-10.5	-9.6	-18.8	7.0	-0.5	-6.2	-14.1
农业原料	8.4	-16.4	37.0	24.5	-19.2	-8.8	-11.8	-13.3	-0.3	5.3	-1.8	-3.8
矿产、矿石和金属	19.7	-12.9	33.6	20.5	-6.9	-9.5	-12.8	-17.2	4.6	11.3	1.3	-0.7
矿产、矿石和非贵金属	17.5	-25.4	39.0	12.2	-16.8	-2.0	-14.6	-24.8	1.4	25.7	2.6	-0.5
贵金属	23.4	7.5	27.5	30.8	3.4	-15.8	-11.0	-9.9	7.1	0.4	0.0	-1.7
燃油类初级商品	37.9	-38.6	23.1	32.0	-0.5	-1.2	-7.5	-44.4	-17.5	25.9	27.5	-7.0
备注：												
制成品 <sup>d</sup>	4.9	-5.6	1.9	10.3	-2.2	4.0	-1.8	-9.5	-1.1	4.7	4.5	n.a.

资料来源：贸发会议秘书处根据贸发会议《在线商品价格统计》和联合国统计司计算的结果。各期统计月报。

注：除非另有说明，否则以现值美元计。

a 2019年1月至6月和2018年1月至6月的平均值的百分比变化。

b 包括燃油类初级商品和贵金属。汇总时采用了2014-2016年的平均权重。

c 不包括燃油类初级商品和贵金属。SDRs = 特别提款权。

d 发达国家制成品出口的单位价值。

商品总价格指数的上升主要是由燃料商品价格上涨推动的，并受到欧佩克、俄罗斯联邦和其他非欧佩克生产国减产、地缘政治因素（特别是美国对伊朗伊斯兰共和国采取的行动）和委内瑞拉玻利瓦尔共和国政治不稳定的影响。矿

物、矿石和非贵金属这一商品类别价格也有所增长，尤其是在2017年。另一方面，2017年，特别是2018年，其他非燃料商品，如食品和热带饮料以及植物油籽和油类的价格出现下跌。

这些趋势一直持续到最近一段时间。贸发会议商品价格指数从2018年10月的134下降到同年12月的112，此后上升到120附近。2018年第四季度，燃油价格推动了该指数的下跌，燃油价格指数从10月份的149降至12月份的115。随后的回升部分是由于美国对伊朗伊斯兰共和国采取行动对石油价格的影响，部分是由于矿物、矿石和金属价格的温和上涨。另一方面，食品、饮料和植物油的价格没有上涨，在某些情况下甚至出现下跌。

虽然需求低迷是近几个月来许多初级商品市场价格没有上涨的根本原因，但中期波动受到石油价格大幅波动、初级商品市场金融化和市场力量集中在少数国际贸易公司的影响。

值得注意的是，2019年初的趋势与上一年相比，商品价格普遍下降，下降范围涵盖燃料商品和所有非燃料商品类别。就石油而言，许多因素汇合起来，扭转了早先强劲的价格趋势。首先，沙特阿拉伯宣布将提高产量，以弥补伊朗伊斯兰共和国的任何供应短缺。第二，欧佩克与非欧佩克产油国，特别是与俄罗斯联邦之间的减产协议没有按原计划执行，延长后保持同样的减产水平。最后，石油价格的上涨足以鼓励美国增加页岩油产量，因为技术发展已经使其可在比以前更低的价格下盈利。这些因素的影响以及对衰退的担忧，引发了2019年前四个月布伦特原油价格出现的逆转。例如，布伦特原油价格从2019年4月底的每桶近75美元跌至6月中的每桶62美元，尽管美国决定终止对某些从伊朗伊斯兰共和国进口石油的国家的制裁豁免。

## D. 区域增长趋势

### 1. 发达国家

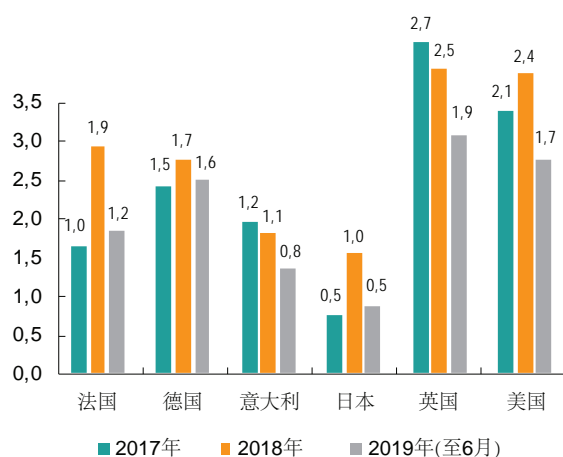
美国在2018年和2019年第一季度增长飙升，成为发达国家增长表现的头条新闻。但发达国家的整体表现并不太好。虽然发达国家2017年和2018年的国内生产总值增长率分别达2.3%和2.2%，但预计2019年将降至1.6%。对主要发达国家的经济增长作一番研究便可以看出，尽管美国设法保持了2%以上的良好增长速度，但其他所有国家的经济增长都出现了下降，一些国家，如意大利等国的增长率急剧下降（表1.1）。而且，与2018年相比，美国2019年的增长率预计也将大幅下降。日本不仅失去了在2017年似乎积聚的增长势头，而且还在费力地将通胀率推至1%以上（图1.14）。发达经济体的总体通胀率都较低，但这似乎是为低利率和政府抑制支出提供了理由。

尽管人们将经济放缓归咎于贸易紧张局势和利率上升所造成的不确定性，但还有其他一些潜在原因。新兴市场，尤其是中国对发达国家出口商品的需求正在放缓，中国商品进口同比

增长率从2018年头第三季度的9.5%左右降至2018年第四季度的-1.9%和2019年第一季度的-3.1%（图1.15）。与此同时，随着贷款人和借款人认识到过度债务敞口可能带来的危险，因信贷价格低廉引发的房地产市场投资和消费支出正在逐渐减少。此外，政府一直不愿动用财政杠杆。发达国家的广义政府债务与国内生产总值的比率要么保持不变，要么像加拿大、德国和英国那样下降。

有趣的是，美国是一个例外。美国政府大幅削减企业税并适度增加支出，推升了该国的预算赤字，预计2020年将超过1万亿美元。美国国会预算办公室预测，2020-2029年期间，平均赤字将占国内生产总值的4.4%，远高于过去50年占国内生产总值2.9%的平均水平。因此，即使全球增长和需求一直在减速，但美国保持了良好的增长率并降低了失业率。然而，收益率曲线倒挂，每月新增就业人数波动，工资增长乏力，这些都表明，复苏脆弱又不稳，预计增长率将从2018年的2.9%降至2019年的2.2%。

图1.14 部分国家的通货膨胀率，2017-2019年年平均水平 (百分比)



资料来源：贸发会议秘书处根据汤森路透Worldscope报告的国家资料来源计算的结果。

注：2019年的通货膨胀率是自年初以来的估计数，即与前一年同期相比的月平均值。

令人惊讶的是，美国的国际收支经常账户仍出现赤字，尽管赤字水平在下降，但也说明出口表现不佳。另一方面，德国和意大利的经常账户出现了大量盈余，法国的经常账户赤字大幅下降(图 1.16)。这表明，欧洲尤其是德国的财政保守主义和投资疲软，是全球低增长新常态的原因之一。

在世界范围内，扩张性财政政策开始得到越来越多的拥护，因为货币政策已被最大限度地利用，但效果不佳(OECD, 2019b; Blanchard and Tashiro, 2019; The Editorial Board, 2019)。但发达经济体的政府和央行继续支持降低利率和恢复量化宽松。这对经济增长没有多大帮助，但可能会助长更多的金融投机活动。

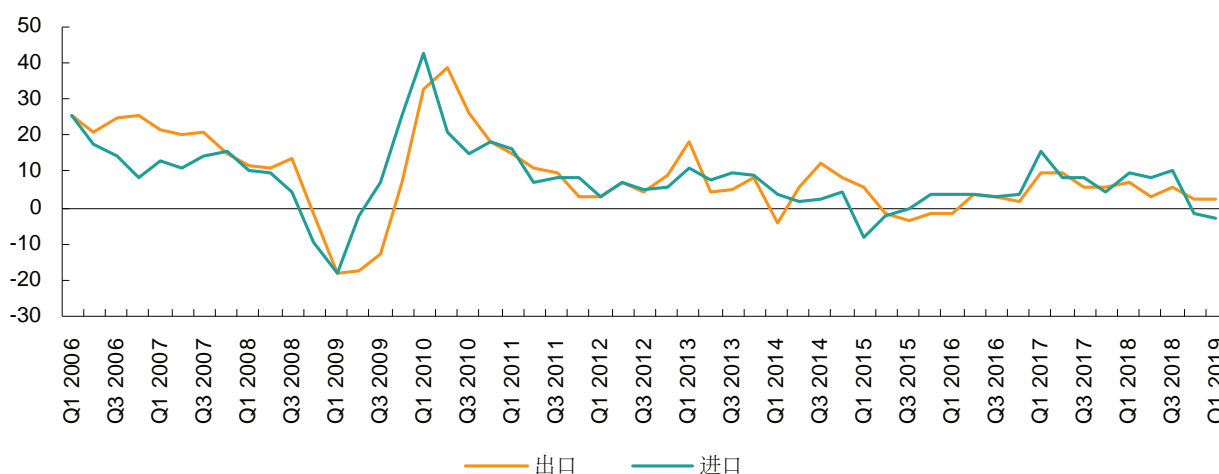
像 2019 年 10 月底英国无协议脱欧之类的破坏性冲击现在似乎更有可能出现。如果发生这种情况，英国第四季度的增长率可能会大幅下降，导致年增长率远低于 1%，因为与欧洲联盟的贸易将陷入停顿，伦敦金融城的金融公司将因失去在欧洲开展业务的通行证权利而出现亏损，而且英国的监管框架不被视为与欧洲市场的监管框架“等同”。这只会扩大美国和其他发达经济体的增长率之间的差距。

## 2. 转型经济体

有两个因素主要影响着作为独立国家联合体成员的转型经济体的经济表现。首先，这些国家通过贸易和汇款收入，与俄罗斯联邦的经济连成一体并依赖俄罗斯联邦。第二，初级商品和石油在各个国家经济中占有重要地位，使初级商品贸易趋势和价格走势成为决定其经济表现的关键因素。

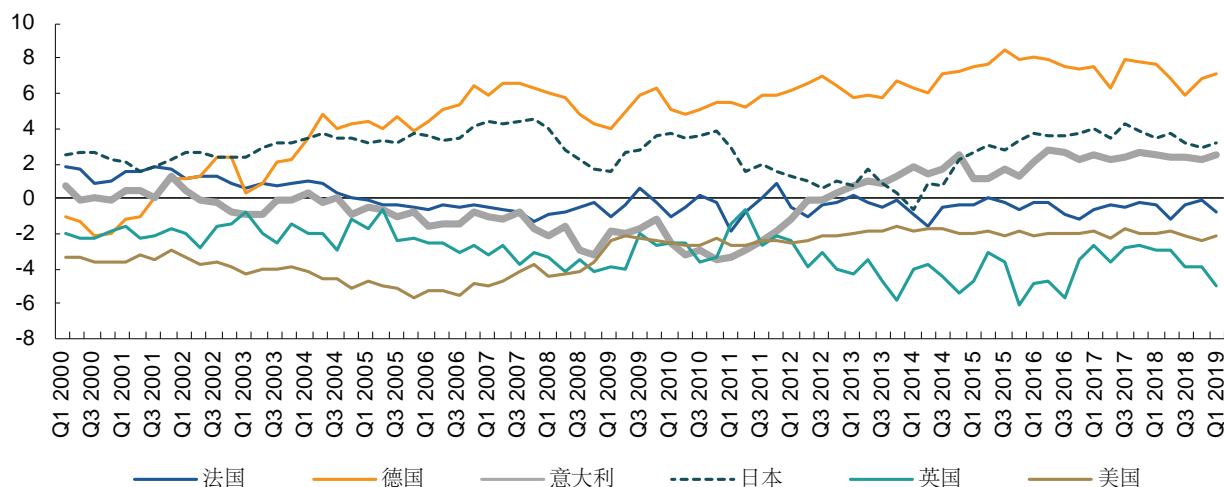
俄罗斯联邦在 2018 年大部分时间里受益于相对较高的油价，但受到了 2018 年最后一个季

图1.15 中国商品进出口量，2006-2019年 (同比增长百分比)



资料来源：贸发会议数据库。

图1.16 季度经常账户余额，2000-2019年  
(占国内生产总值的百分比)



资料来源：汤森路透Worldscope根据国家资料来源得出的标准化数字。

注：按季节调整的数字。

度油价下跌以及与“欧佩克+”石油生产国集团协议减产的不利影响。布伦特原油价格从2018年10月初的每桶85美元左右跌至2018年12月底的每桶50美元左右。然而，到4月底，油价又升至每桶将近75美元。加上石油减产，这些趋势对俄罗斯联邦2018年的经济表现产生了不利影响。俄罗斯国内生产总值增长率从2017年的1.6%增至2018年的2.3%(六年来的最佳表现)，但预计2019年将大幅下降。随着欧佩克、俄罗斯联邦和非欧佩克产油国达成另一项协议，将减产再延长六至九个月，产量出现下降，但价格可能会继续上下波动。

俄罗斯联邦的经济疲弱将影响独立国家联合体其他国家的增长，因此，这些经济体2017年至2018年的国内生产总值整体增长率从2.1%上升到2.7%，预计2019年将放缓至1.3%左右。不过，为增加区域内贸易量而进行的区域一体化努力以及在中国“一带一路”倡议的支持下进行的基础设施投资，正在帮助支撑中亚地区一些国家的增长。哈萨克斯坦在2017年和2018年增长了4.1%，预计2019年将增长3.5%，而占中亚地区近一半人口的另一大经济体乌兹别克斯坦的增长率则从2017年的4.5%增至2018年的5.1%。预计2019年也将有类似的表现。与俄罗斯联邦的紧张关系对乌克兰

的出口产生了不利影响，预计2019年增长将放缓。

东南欧转型经济体(阿尔巴尼亚、波斯尼亚和黑塞哥维那、黑山、北马其顿和塞尔维亚)似乎很好地顶住了全球增长减速的趋势。这组国家的国内生产总值增长率从2017年的2.5%上升到2018年的3.9%，预计2019年将略高于3%。公共支出的增加，包括由“一带一路”倡议支持的基础设施投资，以及一些经济体净出口和旅游收入的上升，导致该地区经济表现相对良好。这些国家已经融入欧洲价值链，它们在没有任何政治不确定性或冲突的时期也获得了相对稳定的外国投资流入，这有助于出口。

引人注目的是，这些国家是在消费价格通胀较低(少数国家低于3%，许多国家低于2%)的环境中取得了令人称道的增长表现。然而，巴尔干地区存在脆弱的迹象。首先，阿尔巴尼亚和黑山的经常账户赤字非常高，波斯尼亚和黑塞哥维那以及塞尔维亚的经常账户赤字令人不安，只有马其顿北部的经常账户赤字受到控制。其次，几乎所有国家的失业率都很高，尽管2019年的失业率预计会比前几年有所下降。由于新的工作机会增长缓慢，年轻人的失业率非常高。部分原因在于，增长模式使得就业率与

国内生产总值增长的对应关系不高。这也导致劳动力减少或积极寻找工作的人数下降。脆弱性的第三个来源是，其中一些经济体的债务不断增长。最后，人口趋势的变化和向欧盟国家的移民正在进一步降低中期增长潜力。

### 3. 拉丁美洲和加勒比地区

拉丁美洲和加勒比地区在过去四年整体陷入停滞，这种糟糕的增长表现预计将持续到2019年全年。拖累这一地区的是南美洲次区域，在截至2019年的五年中，增长率为负数或接近于零。在南美洲，阿根廷、巴西和委内瑞拉玻利瓦尔共和国的增长表现尤其糟糕，而一些国家（如多民族玻利维亚国、圭亚那和秘鲁）预计2019年将增长3%或更多。中美洲预计也将在2019年出现增长减速（受墨西哥和尼加拉瓜驱动），而加勒比地区预计将继续以中等速度增长。整个地区增长最快的两个经济体仍然是多米尼加共和国和巴拿马。过去四年，这两国的平均增长率约为5%，预计2019年它们将分别增长5.2%和4.5%。

初级商品价格总体疲软的趋势削弱了该地区出口部门的表现。这一趋势的两个显著例外是阿根廷和巴西，巴西的铁矿石出口价值和阿根廷大豆出口价值的大幅增长为2019年上半年提供了积极的动力。对阿根廷而言，大豆出口的收入暂时缓解了汇率压力。包括俄罗斯联邦在内的“欧佩克+”集团重新签订了减产协议，强化了最近由政治推动的油价上涨，预计一些国家将从中受益。

该地区的三大经济体正面临着经济冲击和政治不稳定的双面夹击。在阿根廷，采取得到“华盛顿共识”支持的政策，包括减少补贴、取消价格管制、放开外汇市场和解除资本管制，有助于减少2018年的原始赤字，但在阻止比索贬值、控制通胀或启动增长方面收效甚微。相反，2018年，面对比索的大幅贬值和螺旋式通胀，央行被迫突然加息并抛售国际储备。政府随后于2018年选择接受了国际货币基金组织有史以来最大的一笔571亿美元的贷款，这导致阿根廷巨额债务进一步增加，财政更加紧缩。

但这也无济于事。阿根廷发现自己背负着高通货膨胀率（从2018年初的25%增加到每年50%以上）、2018年-2.5%的负增长率、2019年预计为-2.4%的负增长率以及对私人贷款人和国际货币基金组织欠下的巨额债务。与此同时，外国投资和出口增加的承诺并没有实现。最终结果是，失业率超过9%，约三分之一的人口生活在贫困之中。

2019年第一季度，巴西经济环比萎缩0.2%。这非同寻常，因为在2015年至2016年的衰退期间，巴西经济萎缩了将近7%，在两年疲弱的复苏中，产出只增长了2%略多。第一季度的数字表明，国内生产总值同比增长了0.4%，2019年的增长率预计为0.6%。巴西经济长期疲软的一个重要内部原因是，财政保守主义导致公共资本形成水平较低，这体现在设定支出上限的新规定中。2018年联邦政府的投资增长率为0.4%，是十年来的最低水平。然而，据估计，2019年第一季度政府资本支出同比下降了27%。央行从2016年10月至2018年3月共降息775个基点，之后又决定将利率维持在历史最低水平，却无助于刺激私人投资。

拉丁美洲的另一个大型经济体墨西哥第一季度也收缩了0.2%。预计2019年的增长率略高于0.4%，低于2017年和2018年的2%左右。经济疲软的一个重要原因是美国贸易政策转变所产生的不确定性，这种不确定性加上有限的公共投资阻碍了私人投资和增长。

### 4. 非洲

非洲的国内生产总值增长率2017年和2018年分别为2.6%和2.8%，预计2019年将稳定在2.8%。但是，考虑到非洲各国大小不一、情况各异，经济表现差异很大，这是意料之中的事。非洲大陆一些最大的经济体（安哥拉、尼日利亚和南非）经济增长仍然停滞不前。就尼日利亚而言，基础设施短缺、电力不足和信贷条件受限继续拖累增长前景。同样，南非经济陷入低投资陷阱，最近又遭到停电的破坏。停电对采矿业特别有害。安哥拉经济增长不佳，主要是由于该国石油部门投资不足，导致石油产量

下降。另一方面，世界上经济增长率最高的一些国家也在非洲，预计科特迪瓦、埃塞俄比亚和卢旺达 2019 年的增长率将超过 7%。

在次区域一级，东非 (2018 年增长率为 5.5%，2019 年预计为 5.3%) 领先，西非 (分别为 3.2% 和 3.4%) 表现良好，北非 (分别为 3.1% 和 3.0%) 也不错。南部非洲增长缓慢 (分别为 0.9% 和 0.5%)，博茨瓦纳是唯一一个打破这一趋势的经济体 (分别为 4.4% 和 4.3%)。中部非洲的经济增长表现不佳，2017 年萎缩了 0.5%，2018 年增长了 0.8%，预计 2019 年增长率将恢复到 2.1%。但是，非洲许多经济体增长较高的积极影响被低估了，因为非洲两个最大的经济体——尼日利亚和南非——属于增长最慢的经济体之列。2018 年，南非的人均国内生产总值创下了 2012 年以来的最低水平。

政府对基础设施项目的投资，特别是对能源部门的投资，在很大程度上推动了经济的快速增长。与其他地方不同的是，东非普遍出现强劲增长，吉布提、埃塞俄比亚和坦桑尼亚联合共和国以及卢旺达的增长值得称道。这里的一个问题是，大多数经济体依赖初级商品出口，这使它们容易受到出口量和出口价格波动的影响。初级商品价格疲软和尼日利亚石油产量下降是西非落后于东非的原因，但西非的经济表现仍强于中部非洲和南部非洲。不过，贝宁、布基纳法索、科特迪瓦、加纳和塞内加尔 2018 年增长率超过了 6%，预计 2019 年的增长率也将远远高于平均水平。

内部问题是阻碍中部非洲发展的一个重要因素，其中中非共和国、乍得和刚果民主共和国受影响最为严重。加上该次区域对采矿和石油部门的严重依赖 (这往往是争夺控制权的冲突焦点)，导致许多国家陷入贫困、失业和冲突的恶性循环。赤道几内亚石油产量大幅下降，导致经济明显收缩。在南部非洲，该次区域最大的经济体南非经济表现不佳，这反过来也影响到其邻国的经济活动。除了博茨瓦纳 (唯一一个摆脱南部非洲低增长趋势的国家) 以外，该次区域其他国家预计 2019 年的增长率将在 1.0% 至 1.5% 之间。

如前所述，商品价格的疲软趋势是影响非洲大陆前景的另一个因素，因为非洲绝大多数国家都是初级商品净出口国。尽管与 2018 年第四季度相比，2019 年上半年油价略有回升，但仍远低于 2018 年上半年的水平。这对该地区的石油出口国 (安哥拉、刚果民主共和国、赤道几内亚、加蓬和尼日利亚) 的对外收支产生了不利影响。对外赤字不断上升，加上信贷容易，导致外债存量在 2009 年至 2018 年间每年以 9.5% 的速度增长。<sup>4</sup> 2018 年，非洲的债务与国内生产总值的比率估计为 33.6%，偿债与国内生产总值的比率为 3%，远远高于 2009 年的相应水平 (分别为 25.7% 和 1.6%)。初级商品出口的这种普遍趋势的一个显著例外是南非，该国的铁矿石 (2019 年价格大幅上涨的少数初级商品之一) 出口改善了其出口部门的表现。

## 5. 亚洲

亚洲发展中国家的增长率在 2016 年之后一直在放缓，2018 年估计为 5.3%，预计 2019 年将降至 4.5%。东亚、南亚和东南亚的增长放缓幅度较大，而在增长已经缓慢的西亚，放缓幅度也不小。印度在 2017 年至 2018 年期间实现了加速增长，增长率从 6.9% 增至 7.4%，如果没有印度，那么，整个地区的降幅会更大。然而，由于贸易和技术关系紧张，中国经济从 2017 年起增速放缓，预计 2019 年这一情况将更加严重。况且，印度 2019 年的增长率预计也将会放缓，印度近期推出的商品和服务税征税效果低于目标，加上财政压缩努力限制了公共支出，这将进一步减缓整个亚洲地区的增长。

中国贸易增长放缓对其他东亚和东南亚经济体产生了重大影响，因为这些经济体之间与中国挂钩的一体化价值链很可能会中断。此外，日本的自然灾害和大韩国家庭部门的去杠杆等具体因素也限制了增长。日本的增长率从 2017 年的 1.9% 降至 2018 年的 0.8%，预计 2019 年将保持在同一水平。大韩民国的增长率从 2017 年的 3.1% 降至 2018 年的 2.7%，预计 2019 年将进一步降至 1.9%。不过，东南亚一些国家，如印度尼西亚和越南，尽管出口市场疲软，但近年来经济一直表现良好。

与此同时，美国针对伊朗伊斯兰共和国的贸易和金融措施减少了石油收入，造成了短缺和通货膨胀，并限制了生产能力的利用和扩大。在其他地方，欧佩克为防止油价再度下跌而削减产量的努力有助于海湾阿拉伯国家合作委员会成员国巴林、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国增加收入并提高增长率。资本流动的波动和政府将采取的政策立场

的不确定性导致土耳其里拉大幅贬值，迫使政府剧烈拉高利率，对增长产生了不利影响。在孟加拉国等一些南亚经济体，增长相当强劲。但巴基斯坦正处于危机之中：增长率几乎减半，国际收支状况不佳，卢比大幅贬值，外债庞大并且还在不断攀升。尽管中国和沙特阿拉伯的支持以及国际货币基金组织的一大笔贷款帮助解决了眼前的问题，但危机并未解决。 ■

## 注

- 1 值得注意的是，这种股份回购业务在2008年危机爆发之前也占据了重要的位置，2000年代的这段繁荣时期的特点是净投资额下降，因为借款对于企业的实物投资和金融投资以及股份回购意义重大。
- 2 金融状况和最近贸易信贷的紧缩，也可能加剧低需求状况对全球贸易价值链的影响。有人认为是(Shin, 2019: 6)，“只有在当时极为宽松的金融环境下，2006-2007年在全球范围内扩张过度的全球价值链网络才可能具有可持续性”。
- 3 美国消费者和(或)公司因进口价格上涨而遭受的损失估计全年为360亿至688亿美元，在除去生产商和政府全年增加的收益后，美国的总体收入损失全年为78亿至168亿美元(Fajgelbaum et al., 2019; Amiti et al., 2019)。相比之下，卡特里娜飓风给美国造成的损失为1,250亿至2,500亿美元。
- 4 贸发会议秘书处根据世界银行、货币基金组织和国家资料来源计算的结果。

## 参考文献

- Amity M, Redding SJ and Weinstein D (2019). The impact of the 2018 trade war on U.S. prices and welfare. Working Paper No. 25672. National Bureau of Economic Research.
- Bank of England (2019). Prospects for inflation: Section 5 of the inflation report – May 2019. Available at <https://www.bankofengland.co.uk/inflation-report/2019/may-2019/prospects-for-inflation> (accessed 24 July 2019).
- Blanchard O and Tashiro T (2019). Fiscal policy options for Japan. Policy Brief 19-7. Peterson Institute for International Economics. Available at <https://www.piie.com/system/files/documents/pb19-7.pdf> (accessed 24 July 2019).
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2019a). Federal Reserve issues FOMC statement. 20 March. Available at <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20190320a.htm> (accessed 24 July 2019).
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2019b). *Financial Stability Report*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C. Available at <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-201905.pdf> (accessed 24 July 2019).
- Caceres C, Cerdeiro DA and Mano RD (2019). Trade wars and trade deals: Estimated effects using a multi-sector model. Working Paper No. 19/143. International Monetary Fund.
- CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) (2019). World trade monitor. July. Available at <https://www.cpb.nl/en/worldtrademonitor> (accessed 24 July 2019).
- Diedrich H (2016). *Ethereum: Blockchains, Digital Assets, Smart Contracts, Decentralized Autonomous Organisations*. CreateSpace Independent Publishing Platform and Wildfire Publishing. n.p.
- ECLAC (2019). *Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2019: The New Global Financial Context - Effects and Transmission Mechanisms in the Region*. Economic Commission for Latin America and the Caribbean. Santiago. Available at: <https://www.cepal.org/en/publications/44675-economic-survey-latin-america-and-caribbean-2019-new-global-financial-context>
- Eurostat (2019). Euroindicators 76/2019. 30 April. Available at <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/9752703/2-30042019-AP-EN>.

- pdf/df263061-9e85-44fc-8d90-edb3d2860a83 (accessed 24 July 2019).
- Evans J (2019). Real estate: Post-crisis boom draws to a close. *Financial Times*. 18 June. Available at <https://www.ft.com/content/64c381c8-8798-11e9-a028-86cea8523dc2> (accessed 24 July 2019).
- Fajgelbaum PD, Goldberg PK, Kennedy PJ and Khandelwal AK (2019). The return to protectionism. Working Paper No. 25638. National Bureau of Economic Research.
- Financial Times* (2019). The US must avoid igniting a currency war. 8 July. Available at <https://www.ft.com/content/c1fe6abc-9e5c-11e9-9c06-a4640c9feebb> (accessed 29 July 2019).
- Foroohar R (2019). Facebook's libra and the scourge of hot money. *Financial Times*. 28 July. Available at <https://www.ft.com/content/ddeb3418-af81-11e9-8030-530adfa879c2> (accessed 29 July 2019).
- Häring N (2018). *Schönes neues Geld. Paypal, WeChat, Amazon Go: Uns droht eine totalitäre Weltwährung*. Campus. Frankfurt am Main. English synopsis available at <http://norberthaering.de/en/27-german/news/1011-engl-translation-of-schoene-neues-geld-part-2-and-end> (accessed 29 July 2019).
- Hayek FA (1976) *Denationalisation of Money*. Institute of Economic Affairs. London. Available at <https://iea.org.uk/publications/research/denationalisation-of-money> (accessed 29 July 2019).
- IIF (Institute of International Finance) (2019). Capital flows and debt. Available at <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt> (accessed 29 July 2019).
- ILO (2018). *Global Wage Report 2018/19: What Lies Behind Gender Pay Gaps*. International Labour Organization. Geneva.
- IMF (2019). *EM Capital Flows Monitor*. July 3. International Monetary Fund. Washington D.C.
- IPPR (Institute for Public Policy Research) (2018). *Prosperity and justice: A Plan for the New Economy*. The final report of the IPPR Commission on Economic Justice. Polity Press. Cambridge. Available at [https://www.ippr.org/files/2018-08/1535639099\\_prosperity-and-justice-ippr-2018.pdf](https://www.ippr.org/files/2018-08/1535639099_prosperity-and-justice-ippr-2018.pdf).
- National Statistics Office (2019). Press note on provisional estimates of annual national income, 2018–19 and quarterly estimates of gross domestic product for the fourth quarter (Q4) of 2018–19. Government of India. Available at [http://mospi.nic.in/sites/default/files/press\\_release/Press%20Note%20PE%202018-19-31.5.2019-Final.pdf](http://mospi.nic.in/sites/default/files/press_release/Press%20Note%20PE%202018-19-31.5.2019-Final.pdf) (accessed 24 July 2019).
- OECD (2018). *OECD Employment Outlook 2018*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris.
- OECD (2019a). GDP growth in G20 area picks up slightly in the first quarter of 2019. 12 June. Available at <https://www.oecd.org/sdd/na/g20-gdp-growth-Q1-2019.pdf> (accessed 24 July 2019).
- OECD (2019b). *OECD Economic Outlook May 2019*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris.
- Pistor K (2019). Facebook's Libra must be stopped. *Project Syndicate*. 20 June. Available at <https://www.project-syndicate.org/commentary/facebook-libra-must-be-stopped-by-katharina-pistor-2019-06> (accessed 29 July 2019).
- Richter W (2018) Collapse of cryptocurrencies in Q1 – even the biggest crashed 67% to 88%. *Naked Capitalism*. 2 April. Available at <https://www.naked-capitalism.com/2018/04/wolf-richter-collapse-cryptocurrencies-q1-even-biggest-crashed-67-88.html> (accessed 29 July 2019).
- Shin HS (2019). What is behind the recent slowdown? Presentation at the “Public Finance Dialogue” workshop arranged by German Federal Ministry of Finance and Centre for European Economic Research (ZEW). 14 May. Available at <https://www.bis.org/speeches/sp190514.pdf> (accessed 24 July 2019).
- Sobel M (2019). US aggression on the dollar will prove costly. *Financial Times*. 3 July. Available at <https://ftalphaville.ft.com/2019/07/03/1562149846000/US-aggression-on-the-dollar-will-prove-costly/> (accessed 29 July 2019).
- Tett G (2017). Self-driving finance could turn into a runaway train. *Financial Times*. 7 December. Available at <https://www.ft.com/content/e39d2fb4-db44-11e7-a039-c64b1c09b482> (accessed 29 July 2019).
- The Editorial Board (2019). The eurozone needs a dose of fiscal stimulus. *Financial Times*. 27 March. Available at <https://www.ft.com/content/2988fec0-4f22-11e9-b401-8d9ef1626294> (accessed 24 July 2019).
- UNCTAD (forthcoming). *Review of Maritime Transport 2019*. United Nations publication. Geneva.
- UNCTAD (TDR 2018). *Trade and Development Report, 2018: Power, Platforms and the Free Trade Delusion*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.7. New York and Geneva).
- UNWTO (United Nations World Tourism Organization) (2019). *World Tourism Barometer Statistical Annex*. Volume 17. Issues 2. May. Madrid. Available at [http://cf.cdn.unwto.org/sites/all/files/pdf/unwto\\_barom19\\_02\\_may\\_excerpt.pdf](https://http://cf.cdn.unwto.org/sites/all/files/pdf/unwto_barom19_02_may_excerpt.pdf) (accessed 24 July 2019).
- USTR (2018a) Findings of the investigation into China's acts, policies, and practices related to technology transfer, intellectual property, and innovation under section 301 of the Trade Act of 1974. Office of the United States Trade Representative (USTR). Washington D.C.
- USTR (2018b) Update concerning China's acts, policies, and practices related to technology transfer, intellectual property, and innovation. Office of the United States Trade Representative (USTR). Washington D.C.



WTO (World Trade Organization) (2019). World Trade Outlook Indicator: Trade weakness to extend into second quarter, WTO indicator suggests. 20 May. Available at [https://www.wto.org/english/news\\_e/news19\\_e/wtoi\\_20may19\\_e.htm](https://www.wto.org/english/news_e/news19_e/wtoi_20may19_e.htm) (accessed 24 July 2019).

Yao K (2019). China second-quarter GDP growth slows

to 27-year low as trade war bites, more stimulus seen. *Reuters Business News*. 15 July. Available at <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-gdp/china-second-quarter-gdp-growth-slows-to-27-year-low-as-trade-war-bites-more-stimulus-seen-idUSKCN1U90P5> (accessed 24 July 2019).



## 第二章 利害攸关的问题



### A. 引言

全球金融危机给它所触及的社会留下了深刻而持久的伤疤。十年来，政策紧缩，生产率增长缓慢，实际工资停滞不前，家庭和企业债务水平不断上升，不平等加剧，这一切又加深了这些伤疤。财富差距和收入差距越来越大，在超全球化的推波助澜和破坏性力量的作用下，地方社区正在分化。每年都有成千上万的人“死于绝望”(*The Economist*, 2019)，对政治机构的信任已经烟消云散。大多数发展中国家的增长速度已经放缓，尽管各地区之间差异很大。快速的城市化、过早的去工业化和农村的停滞不前扩大了“富人”和“穷人”之间的差距，创造良好就业机会的斗争因而变得更加激烈了。

在全世界范围内，对经济崩溃前景的担忧因环境崩溃的迫在眉睫的威胁愈演愈烈。联合国气候变化专门委员会(2018)提醒人们注意更大的风险：世界只有十年的时间来避免气候灾难；但这只是说明，人们日益认识到，存在一场更广泛、更深刻的生态危机。每年都有成千上万的物种在灭绝，土壤在退化，海洋在酸化，整片整片的地区在荒漠化。

国际社会商定了一系列目标，以确保人类和地球有一个具有包容性和可持续性的未来。但是，距离实现《2030年可持续发展议程》的目标只剩下不到十年的时间了，而这些努力远远没有实现其推崇者的雄心。如今，人们普遍认为，现在只剩下一个选择：在整个全球公域范围内以前所未有的规模开展一项协调投资计划。这些数字令人望而生畏。据世界银行(2015)估计，

成本从“几十亿到几万亿”，据贸发会议估计，仅发展中国家每年就另需3万亿美元。

对许多国家的政策制定者来说，调动如此规模的投资将是一项挑战。在大多数发展中国家，情况的确如此，这些国家的发展雄心长期受到资源匮乏的制约；但近年来，发达经济体政策制定者关注的另一个问题是，投资疲软，尤其是公共部门的投资疲软，许多人承认，基础设施建设严重不足(McKinsey Global Institute, 2017)。此外，任何大规模投资都可能带来宏观经济和财政压力，这需要协调政策，以振兴国际支持与合作，而不仅仅是各国管好自己的事。

十年前，在伦敦举行的二十国集团会议上，世界主要经济体汇聚一堂，力图遏制美国次级抵押贷款市场崩溃引发的全球金融恐慌，建立一条更稳定的未来增长之路。他们谈论新的开始——从萨科齐总统的“国际新秩序”，到布朗首相的“新布雷顿森林体系”——即是承认现有的多边体系未能提供支撑稳定市场和健康投资环境所需的资源和协调。

十年过去了，这项努力一直停滞不前，让那些负责实现可持续发展目标的人心存疑虑，怀疑多边体系究竟是否还能胜任其职。除此之外还令人担忧的是，债务水平上升到金融危机之前的令人晕眩的水平(见第四章)。如果金融分析师和国际会议上的例行警告可信的话，全球对债务的沉迷已不可持续。

债务上升给那些力图实现《2030年议程》的人们带来了挑战。一种共识正在形成，即在公共财政受压的情况下，必须由私营部门提供所需资源。可持续发展目标的倡导者们，无论是通过讲述社会责任来打动他们的“内心的天使”，还是通过利用影响力投资来引导他们自身的经济利益，现在都致力于想方设法吸引高净值个人和公司提供实现这些目标所需的资金。

与此同时，经济、社会和环境挑战的规模之大，要求我们不仅要重新部署现有资源，还要调动新的资源。这意味着接受改革多边体系的呼吁，并在国家和全球层面为公益物寻找新的融资方式。首选的解决方案还是，呼吁私营部门提供这种资源——通常是通过创造金融创新产品来降低大型投资项目的相关风险。对私人融资的偏好仍然没有受到质疑，尽管无论是在私营部门还是公共部门，这种计划始终未能为生产性经济带来理想的结果。

本贸发报告将研究私人融资议程背后的一些建议。报告将表明，对私人融资的偏好得到的实证支持有限，而对由私人信贷创造和不受监管的资本流动主导的世界的危险却未给予足够的重视。因此，正如经合组织负责人安吉尔·古里亚所说，这种方法存在着非常严重的危险，即希望“换汤不换药”（引自 Giridharadas, 2018: 9）。这样做不仅无法产生实现《2030年议程》所需的投资资源，而且极有可能进一步加剧该议程意在消除的不平等和不平衡。

相反，本报告建议，要满足《2030年议程》的融资需求，就需要围绕“全球绿色新政”的理念重建多边主义，这也意味着打造一个与近期截然不同的共同的金融未来。建设这样一个未来的第一步是，认真考虑一系列公共融资方案，作为修复社会契约这一更广泛进程的一部分，包容性和可持续性成果应建立在这一进程的基础上，从中可以产生一种更具社会效益的私人融资方法。

## B. 发动私人融资引擎

如何让全球金融体系为所有人服务，2018年10月发布的《二十国集团全球金融治理知名人士报告》(EPR-GFG) 讨论了这一问题。报告大胆宣称，鉴于《2030年议程》中确定的重叠之处和各项紧迫挑战，认真改革全球金融架构早已迫在眉睫。此外，报告确认，以美国为首西方主导的多边主义为前提的国际体系的结构已经不合时宜，可能还会损害应对这些挑战的努力。

正如报告所强调的那样，在这种情况下，要推行“各国的政策相得益彰，尽量减少负面溢出效应”难度不小。政策制定者必须小心确保“以增长和金融稳定为目标”的国家和国际政策相得益彰，而不是加深分歧、冲突和经济停滞。这就需要“一个[……]框架，以尽可能减少这种溢出效应及其影响”，尤其是避免减少各国的“政策空间”(EPG-GFG, 2018: 12)。

鉴于这些挑战，报告认为，我们应该抵制重返“老的多边主义”的呼声，建立一个符合当今多极世界的“国际合作秩序”。这种新的多边主义的任务应该是，建立一个有抵御能力的健康的投资环境，以释放为应对二十一世纪的重大挑战融资所需的私人资本(EPG-GFG, 2018: 4)。

为此，报告提出了一项三管齐下的战略，报告认为，这为发展融资提供了一种新的模式。首先，通过以下办法增强国家能力：深化国内资本市场，改善税收管理，推广围绕债务可持续性的“发展标准”，采取前后一致的定价政策，并在更广的范围内，通过透明的经济治理和稳健的“国家平台”，创建低风险的国家投资环境。第二，“降低”私人投资的风险，并通过联手区域和全球“平台”来促进投资，办法主要有：创建“基础设施资产”等新的大规模资

产类别，将高风险和低风险贷款捆绑到新的“更安全”的金融产品中，从而实现“证券化”。第三，增强全球金融抵御能力，办法是：改善全球风险监控，改善对具有巨大溢出效应的政策的管理，建立更强大的全球金融安全网，包括建立一个全球流动性融资机制。报告概述了 22 项推进这一战略的建议。<sup>1</sup>

矛盾的是，这 22 项建议既相当激进，又似曾相识。似曾相识在一定程度上是因为，这一模式（特别是对私人资金的倚重）基本上是沿袭国际金融机构一段时间以来一直遵循的路径，二十国集团自 2014 年以来也一直在积极推动这条路径。<sup>2</sup> 该项分析的基本要素是，报告强调“降低”私人投资的风险，这一说法不仅适用于基础设施资产的证券化，也适用于为私人投资者创造安全、低风险的总体投资环境。

如果把重点放在降低风险上，那么，国际金融机构就会有更大的空间来采用各种缓解工具，使公益物和全球公域——例如政府担保、保险计划和共同投资——对私人投资更具吸引力。尽管这为国际金融机构提出了一种新的方法，但它所借鉴的是 1990 年代开始盛行的关于金融市场在促进竞争和创新方面的作用的观点，

这些观点为新一代风险管理工具提供了支持。据称，这些工具使投资者能够在控制复杂的风险的同时，增强贸易和证券投资流动，促进实际资本形成，提高全球生活水平 (Shiller, 2012)。<sup>3</sup>

二十国集团的报告认为，现在围绕实现可持续发展目标的紧迫感，可以为扩大这种创新提供必要的动力，以在更大的范围内，在发展中国家创建对全球投资者具有吸引力的开放、流动的资本市场。这种更广泛范围内的变革包括（但不限于）：使基础设施成为一种资产类别；从目前的非流动资产中创造流动资产（即收入流）；推广“影子银行”的做法，为创造投资经济和社会基础设施的机会；推行公共服务私有化（教育、供水和医疗卫生等公益物由私人投资者提供更好成为正常想法）；用私人融资工具取代救灾；将“小额信贷”扩大到最贫困的家庭等。<sup>4</sup>

采用这种方法来重塑多边金融体系回避了一个显而易见的问题：为什么在 2007-2008 年大崩盘之后，这种模式应该成为实现《2030 年议程》的宏伟目标的首选方式？讨论这个问题需要回顾最近的历史。

## C. 金融化事关重大

### 1. 从仆人到主人

75 年前，当 700 多名国际政策制定者聚集在布雷顿森林之时，他们的任务很明确：让金融成为资本主义的仆人，而不是主人。代表们的目的是构建一种更受规范的资本主义，以提供充分就业、增加收入并支持民主原则。大多数与会者亲眼目睹了过去几十年的经济破坏——这是由反复无常的热钱流动所造成的，也是被顺周期货币政策和财政紧缩所夸大的。人们普遍认为，通过国家和国际两级的金融监督和监管来遏制这种热钱流动是经济稳定、健康的投资环境、开放的市场和有效的国家政策制定的先决条件。<sup>5</sup>

虽然会议的目标明确，但谈判远非那么简单，崛起的美国和衰落的英国之间关系相当紧张。<sup>6</sup> 尽管如此，谈判产生的多边体系仍然使各国能够监管国际市场，奉行更公平的繁荣和发展战略。之所以出现了这样一个体系，是因为当时参加谈判的各国领导人——二战后当选的领导人——相信有管理的资本主义和充分就业。他们在经历了大萧条和法西斯主义的失败之后，寻求建立一个以价值为导向、以规则为基础并具有适当制衡机制的全球经济——用战后英国第一任首相的话来说，这种经济将有利于“主动的生产者，而不是被动的食利者”。

这一体系远远不够完美：南北之间的技术鸿沟持续存在，不平等的贸易关系阻碍了许多发展中国家的经济多样化；在东西方分裂的紧张局势下，浪费型军费开支加剧了代理人战争，使许多贫困地区经济前景黯淡；种族歧视和性别歧视持续存在；一味追求碳密集型增长而忽略了环境成本。不过，其核心原则为在全球相互依存的世界中实现更加平衡的繁荣提供了一个大致的模板 (UNCTAD, 2014; Gallagher and Kozul-Wright, 2019)。

这一体系于 1970 年代初陷入崩溃，当时美国经济难以控制其双赤字，全球银行和企业想方设法规避支撑国内社会契约和国外货币协议的制衡机制。固定汇率制首先受到冲击。随着全球经济放缓、经济冲击频发、国内政策受到日益严格的制约，政治忠诚和意识形态瞬息万变。在这段过渡时期，新自由主义的意识形态日益兴起。新自由主义者认为，国家的作用是支持自由企业的运作，让自由市场去适应任何冲击，直至达到平衡。此后，货币政策收紧，财政紧缩，劳动力市场放松管制 (Glyn, 2006)。

在随后的几十年里，政治人物、政策制定者和公众被骗得相信，对游移不定的金融和国际公司有利的，对其他人也都有利。<sup>7</sup> 鉴于美国的经济实力和美元在国际市场上的主导地位，美国不可避免地成了领头羊。将商业银行和投资银行隔离开来的大萧条时期的法规被取消，针对信用违约掉期等新金融产品的法规也被取消；投资银行被允许大幅提高杠杆率；金融市场的监管监督受到削弱；控制通货膨胀成为政府政策的焦点，坚持国际资本自由流动成为主流意识形态的口号。所有发达国家都实施了类似的政策，尽管程度不同，时间也不一 (Kay, 2015)。<sup>8</sup>

国际上也在发生支持性的变化。《巴塞尔协议》允许银行衡量自己的风险敞口，监管机构则几乎没有试图更新监管规定以跟上大踏步的金融创新。最重要的是，用确保美国的金融市场和机构成为吸引和回收利用游资的吸铁石的办法，保留了美元作为浮动汇率世界中的金融磁石的作用。1979 年至 1987 年担任美联储主

席的保罗·沃尔克坦承，策划了一场“世界经济的受控解体”，以保留美元储备货币地位的过度特权，并为金融机构，尤其是华尔街机构更大程度地左右国内外经济前景方面铺平道路 (Mazower, 2012: 316–317)。<sup>9</sup> 这样做需要美国史无前例地提高利率，而当利率恢复到比较正常的水平时，布雷顿森林体系便已寿终正寝了。<sup>10</sup>

## 2. 金融创新的阴暗世界

支持这种世界新秩序的人声称，放松金融管制可以改善“稀缺资本在全球的分配，并在此过程中 [带来] 风险分散和对冲机会的大幅增加”，因而是释放全球化的好处的最佳途径 (Greenspan, 1997)。到 1980 年代末，通过施压和劝说的共同作用下，新兴经济体开始开放资本账户，并试着欢迎外国投资，从此外国投资开始从北方流向南方，以寻求更高的收益率。<sup>11</sup> 苏联的解体使更多的国家转向放松金融监管的福音。金融化的时代正式来临。

正如我们在以往的《贸易和发展报告》中所指出的那样，金融市场自我监管的兴起导致了不平等加剧，债务（公共债务和私人债务）空前增长，不安全和不稳定局势日趋严重。金融化导致了经济视野急剧缩短、市场支配力集中、寻租行为再现——这些是布雷顿森林体系设计者们的头号大患，而且往往是以高度掠夺性和掠夺性的姿态出现 (Nesvetailova and Palan, 即将出版)。

银行一直是世界经济金融化的核心参与者，其规模和复杂性都在急剧增长。放松管制的结果是，银行将其零售部门和投资银行部门合并到一起，创建了可以采用“发起-分销”模式运作的金融集团，使它们发放贷款并将其证券化，同时还提供其他许多金融服务 (Ahmed, 2018)。银行业务因此转向对现有资产进行打包、重新打包和交易，从而增加了波动性并加剧了传染效应。

事实上，放松金融监管创造了一个全新的金融子系统，恰如其分地被称为“影子银行”，

估计约占全球金融体系的三分之一左右 (Nesvetailova, 2018: xiii)。<sup>12</sup> 影子银行最初是随着 1960 年代欧洲美元市场的创建而出现的 (Guttman, 2018), 如今它由场外市场主导, 场外市场负责协调资产负债表不明的金融交易商和中介机构的巨大网络之间的互动。新的金融产品利用监管漏洞, 为发明者及其客户带来了高额利润。结构性融资的出现使银行及其影子部门能够在所谓证券化的过程中打包和重新打包质量不一的资产。这些产品被反复出售、评级、抵押和保险, 客户链不断拉长。最后, “将 [ 这些产品 ] 与 ‘真实’ 的人联系在一起的链条是如此错综复杂, 以至于任何人——无论是人类学家、经济学家还是信贷专家——都几乎不可能将它融入到一张认知地图中” (Tett, 2009: 299)。不透明和监管规避导致不确定性和脆弱性加剧。

存在已久的机构和市场防火墙以竞争、效率和创新的名义被打破。但从 1970 年代开始的金融创新的主要目的是, 让监管者越来越难控制信贷创造过程。银行开始利用其贷款权力进行神秘的投机活动。随着金融创新的快速发展以及国家监督和管理范围的缩小, 投机性金融市场蓬勃发展, 而流向生产部门的信贷却受到了损害。

在向非居民投资者、外国银行和其他金融机构开放金融市场的发展中经济体, 监管机构的失控尤为严重。有证据表明, 非居民在新兴经济

体的股票市场和主权债务市场中所占份额比在发达经济体要高得多, 随之而来的脆弱性与全球风险偏好、流动性状况和政策立场的变化有关 (Akyüz, 2017)。

这些趋势结合在一起, 削弱了传统的银行与客户之间的关系、为风险评估开展尽职调查的动机以及国家机构的监管监督。取而代之的是一个复杂的、基于市场的金融交易网络, 这种交易通常持续时间很短, 有许多是跨境交易, 而且大多数交易都非常不透明。结果是发展出了一个非常脆弱的体系, 极易受到冲击和传染的侵袭。金融危机是被误称为 “大温和” 时代的一个长期特征, 但到最后, 美国房地产市场的一小部分崩溃引发了一连串连锁反应, 将整个金融体系推向崩溃的边缘 (Admati and Hellwig, 2013; Tooze, 2018)。

金融危机及其后果应该可以驳回以下论点: 即竞争性市场力量、自由化的资金流动和金融创新提供了生产融资、资本投资和经济转型的最佳机制。这场危机一劳永逸地表明, 如果放任自流, 金融市场远远无法达到完美的效率。放松金融管制不能用来产生信贷, 为生产活动融资, 而不损害金融体系本身的完整性。证券化 “确保” 了少数人的暴利, 但却没有降低多数人的金融创新风险。然而, 同样的公式——表现在对 “证券化”、“新资产类别” 和 “金融创新” 的热情上——正是建议将可持续发展目标交付给金融市场的核心所在。

## D. 货币、银行和资源调动: 国家的隐性角色

由于金融化是作为一个自然而不可避免的过程呈现在公众目前的, 因此我们已经不再问自己, 货币和信贷在生产性经济中应该扮演什么角色。货币是一个多面体, 既充当交换手段和记账单位, 也具有价值储存功能。大多数关于货币体系的正统说法都依赖 “物物交换的神话”, 即强调前两种用途。据此, 原始的易货系统先是演变成支付系统, 然后发展成现代银行系统。

这些银行系统的功能是, 通过分配 “可贷资金”, 在储户和借款人之间牵线搭桥。<sup>13</sup>

但是, 物物交换的神话只不过是一个神话而已。经济人类学家长期以来一直认为, 多少个世纪以来, 货币、信贷和债务一直密切相关。现代货币是从用于偿还国家债务和国际债务的体系演变而来的;<sup>14</sup> 因此, 货币和信贷为合同以及

生产和投资提供了稳定的基础，对任何商业经济的运作都至关重要。

如今，银行不仅仅是在储户和借款人之间牵线搭桥——它们有能力以信贷形式发行货币，从而创造新的货币。银行创造货币的能力是国家授予它们的特权，因为国家的信誉支撑着货币的价值。存款是在银行承担这项债务时产生的，所以货币供应基本上是银行贷款决定的结果。虽然传统的说法是银行等待存款，然后将存款分配给贷款（金融中介），但现在人们普遍认为，贷款在先（McLeay et al., 2014; Pettifor, 2016）。换句话说，货币供应是内生的（取决于银行的贷款决定），而不是外生的（由央行决定）。

央行不仅仅通过设定（或确定目标）利率来管理价格稳定。他们还负责管理流动性，从而管理金融稳定，虽然后者不会自动跟随前者。它们促进结构性金融发展，并在危机时期支持国家的融资需求（Goodhart, 2010）。各国央行拥有一系列工具，既可以用来在国内维护金融关系的稳定，也可以通过与其他央行和金融监管机构的互动，在全球范围内维护金融关系的稳定。这些工具包括：银行税收，使用制裁和解决机制来约束与国家或全球金融稳定不符的私营部门行为、管理政府（和公共担保）债务，设定中央银行利率等。作为金融稳定的卫士，央行在确定是金融体系为社会利益服务，还是反过来是社会利益为金融体系服务这一问题上起着至关重要的作用。然而，最近各国央行放弃了它们在促进金融稳定方面的角色，转而将主要精力放在通胀目标上。

传统的银行业务模式是按照“发债和持有”的原则运作的，即银行利用其承销业务的相对优势发放贷款并持有至到期。这就引发了期限错配的问题，因为银行向储户短期借款，却在做长期放贷。这一系统的成功时建立在信任基础上的，即人们相信，银行无论如何都能兑现其债务——但是，当这种信任消失时，银行挤兑就会随之而来。让市场去解决这个问题只会让事情变得更糟。公众信任国家会支持银行，提供安全资产（中央银行的存款、政府债券等）让银行持有，对银行进行监管、监督和监测，

以确保审慎的投资行为；并在出现不可预见的困难时，通过最后贷款人机制提供流动性（在挤兑风险消失后收回）。随着商业银行放松管制，信贷供应大幅增加，因此货币供应也同样增加。

金融放松管制意味着，随着银行开始将其资产转换为可以在金融市场上交易的金融证券，而金融证券又可用作进一步贷款的抵押品，银行的重心由“发债到持有”模式转向了“发债到分销”模式。银行通常会建立独立于自身的影子银行实体，以保证它们新建的证券“留在表外”，并使它们免受监管监督。虽然这些流程被某些人称赞为金融创新力量的证据，但实际上，这些产品是不稳定加剧的根源（Carney, 2015）。特别是，当为了购买金融资产而创造信贷，而这些资产又被用作进一步借款的抵押品，以购买更多的金融资产时，投资者追捧的资产质量下降，由此产生的金融不稳定可能最终导致违约潮和“债务通缩”的螺旋式上升。当发生这种危机时，货币和信贷对国家的作用的依赖就暴露无遗，因为国家不得不援救金融机构以减轻对实体经济的损害。

要正确管理金融体系，就需要认识到银行创造顺周期信贷的作用，并采取反周期的措施来减轻这种趋势。在缺乏这种保障措施的情况下，《经济学人》（2012）所谓的“腐败的金融之心”很容易通过这种或那种不负责任或掠夺性的行为浮出水面。充分的金融监管是财政状况良好的国家——即那些有财政能力自己发行和偿还债务的国家——的专利（Greenspan, 1997; McLeay et al., 2014）。财政状况良好的国家必须确保其税基随着由信贷和政府直接支出提供资金的生产机会而扩大。金融开放程度越高，国内财富积累越少，政府财政面临的制约就越大。有时，这些国家面临恶性循环的危险，即政府财政虚弱会降低对国内主权债务的信心，进而降低对国内金融体系的信心，增加流动性偏好，鼓励资本外流，阻止资本流入，从而进一步抑制管理信贷的努力。在某些情况下，这可能导致发展中经济体（包括最不发达国家）成为净国际贷方的反常现象（见第一章和第五章）。



## E. 被忽悠

不久前，经济学家贾格迪什·巴格沃蒂 (1998) 抱怨说，“围绕着资本自由流动的令人难以置信的迷雾 [……] 被用来忽悠我们去庆祝在一个无国界的世界里每天有数万亿美元在流动的新世界”。这数万亿美元现在吸引了那些希望实现可持续发展目标的政策制定者的目光。<sup>15</sup> 但这些政策制定者也往往忽略当代金融市场对廉价信贷的依赖、支撑信贷体系的资产的脆弱性、许多金融行为者的不当动机和过度冒险，以及由此导致的整个金融体系的脆弱性。误把债务积累当作资本积累，这可不是实现可持续发展目标的良好基础。

从发展中国家政策制定者对资本账户管理的态度可以看出，他们对这种对金融一体化破坏稳定的潜力一无所知。几十年来，经济学家们一直认为，向世界其他地方“开放”金融市场是可持续发展的关键因素。但是，这种说法仍然没有多少证据。

金融自由化并没有始终如一地为生产性投资带来更多信贷 (Alper and Hommes, 2013)。相反，在金融狂欢时期，获得信贷的机会增加推动了投机活动的增长，而不是生产性投资的增长。即使银行信贷扩展到非金融企业，它也被用来为不属于建立新的生产能力的活动 (如并购和股票回购) 提供资金 (Durand, 2017: 4; *TDR 2015*)。尽管其中一些活动确实在资产价格上涨时期刺激了经济增长——通过“财富效应”导致商品和服务支出增加——但这些活动也减慢了产出和生产率的长期增长 (Cecchetti and Kharroubi, 2012, 2015; Borio et al., 2016; Jordà et al., 2017; Comin and Nanda, 2019)。

私有化信贷体系的出现让金融部门能够越来越多地与自己交易，创造了一个由债务人和债权人之间的紧密关系组成的复杂网络，如果不从根本上重组金融体系，就无法轻易将其改为生产性投资 (不论是私人投资还是公共投资)。与此同时，这种资本流动产生了一个高度不稳定的环境，容易受到短期投机交易、繁荣和萧条周期以及高度不平等的收入分配模式的影响。

当价格不可避免地下跌时，金融繁荣会留下大量债务积压，从而延迟实体经济的复苏，有时长达数十年。

此外，有大量实证表明，对国内公益物特别是基础设施而言，公共融资更便宜、更可持续，也更有利于金融稳定。这并不奇怪，因为大型基础设施项目风险高而经济回报相对较低，为其融资所需的长期投资对私人投资者没有吸引力。纯粹商业性的基础设施项目的机会很少，即使有也往往需要公共投资的补充 (*TDR 2018*; Griffiths and Romero, 2018)。

还有明确的证据表明，过去几年来，旨在鼓励私人投资基础设施的公共奖励措施 (如补贴和风险担保) 以及公共资源与私人资源 (通过公私伙伴关系和混合融资) 相结合的努力均未能撬动可用的私人资本池 (*TDR 2015*; Eurodad, 2018; European Union, 2018)。世界经济论坛对 40 个大型基础设施参与方的调查显示，人们对风险分担工具明显缺乏热情——不到 20% 的人认为，多边开发银行部署的风险缓解工具对基础设施项目中的公私伙伴双方都是成功的 (Lee, 2017: 13)。因此，在当今高度金融化的世界里，扩展此类工具似乎不太可能产生更多的成果，特别是在被视为风险最高的环境中 (例如在最不发达国家或与气候相关的挑战中)。即使在最好的情况下，此类工具也很可能只是增加对“大型项目”，而不是对规模较小、更具包容性和环境可持续性的项目的资金投入。

公私基础设施融资往往比单独的公共融资更加昂贵。因此，对私人投资者的补贴和风险担保会浪费多边开发银行和 (或) 东道国政府的稀缺资源。在许多情况下，公共部门和东道国政府一反常态地承担了应由私人投资者承担的风险，从而引起了道德风险问题 (Griffiths and Romero, 2018)。有时失败的公私伙伴关系项目不得不收回公共所有，但各国政府还是常常发现自己承担了有约束力的财政义务 (*TDR 2015*)。

世界银行承认，尽管它做出了努力，但公私伙伴关系吸引的私人投资却很少。即使在比较成功的地方，风险通常也由世界银行和东道国政府承担 (IEG of the World Bank, 2014)。此外，基础设施中的公私伙伴关系损害了透明度和公共问责制，因为它们经常被视为“表外”交易。基础设施是一种公益物，必须能够广泛使用，但可以广泛使用和包容性强的基础设施可能与私人投资者的目标相冲突，因为它们寻求的是通过使用费和其他费用收回前期投资成本。混合融资引入了额外的机会成本。它越来越多地被用作援助，这通常有利于捐助国的私人伙伴，同时受利润而非公共利益的驱动 (*The Economist*, 2016)。

私人参与基础设施建设不仅成本高昂，而且高度集中在某些地区和部门。它集中在具有商业吸引力的部门和更有可能提供所谓“银行可担保”的机会的国家 (这些国家很少是低收入国家) (Tyson, 2018: 11; *TDR 2018*)。2008年至2017年，中等收入国家获得了所有私人基础设施融资的约98%，其中63%流向了中上收入国家 (Tyson, 2018: 11)。在过去十年中，对基础设施发展需求最大的低收入国家获得的基础设施私人投资不到投资总额的2% (同上: 12)。2011年至2015年，国际开发协会 (开发协会)

国家获得的私人投资不到发展中国家基础设施项目价值的4% (Lee, 2017: 7)。

基础设施的私人融资也高度集中在某些部门。2008年至2017年，能源以及信息和通信部门分别获得了总资金流的37%和30% (Tyson, 2018: 11)。在截至2017年的十年中，水和卫生设施仅获得私人融资总额的7% (同上: 12)。发展中国家的公路也是如此，那里的私人投资者远不如其他地区活跃。电力部门的公私伙伴关系是运输部门的三倍。事实上，私人对公路的投资已经降至十年来的最低水平，并且高度集中在中等收入国家。在低收入国家，只有不到1%的公路项目有私人参与 (Pulido, 2018)。

例如，2018年《二十国集团全球金融治理知名人士报告》所反映的围绕私人资本的乐观情绪在一定程度上反映了危机后世界的状况，当时“对收益率的追求”将投资者带到发展中国家。在2008年至2014年的独特环境中，进入基础设施的私人资金平均达到每年1,500亿美元 (Tyson, 2018: 12)。由于一些富裕经济体 (尤其是美国) 的货币政策已经“正常化”，<sup>16</sup> 投资者已经放弃了发展中国家的市场 (包括基础设施，投资已减少了一半，平均每年只有750亿美元) (同上)。<sup>17</sup>

## F. 让金融为所有人服务：发展视角

全球金融危机显示，放松金融管制和金融一体化会将金融体系置于极其脆弱的境地。这些趋势还会影响透明度，挫败评估金融体系风险的尝试。金融市场自由化不可避免地引发的危机屡屡突然地提醒人们，这些资产的价值蒸发得有多快。<sup>18</sup> 而危机后提供的救助往往会产生扭曲的分配结果，让社会承担了私人风险。这种分析应该使人们对私人融资作为实现可持续发展目标的主要机制的可取性产生严重怀疑。

当然，毫无疑问，《2030年议程》如果要从夸夸其谈变成实际成果，多边贸易、投资和货币制度就亟需改革。十年前在伦敦举行的二十

国集团会议上曾承诺进行改革。但是，诚如马丁·沃尔夫 (2018) 所承认的那样，“迄今为止，大多数努力都是想回到更美好过去；政策讨论主要集中在减税和放松对劳动力市场的管制，增长仍然有赖于不断债务和资产价格的上升，垄断和‘零和’活动无处不在。几乎没有人怀疑另一场大危机离我们并不遥远”。

而且，对危机的反应进一步加大了收入差距。财政紧缩对社会福利方案产生了不成比例的影响，而旨在减轻高债务影响的宽松货币政策却提振了资产价格，从而推高了富人的财富 (*TDR 2017*; Stiglitz, 2019)。即使失业率下降了，但

灵活的劳动力市场上实际工资仍然停滞不前。大到不能倒的银行规模更大了(不过资本有所增加),而金融服务已经成为少数几家资产管理、信用评级、会计、商业咨询等领域的大公司的专利。在这种情况下,很难看出延伸这种市场办法如何能带来更具包容性和可持续性的结果。

逆转金融化常常被不经意地斥为“旧思维”或“向后看”——与二十一世纪的技术机遇背道而驰。然而,超全球化的世界并不是技术进步或脱离实体的市场力量的必然产物,而是意识形态说教、体制改革和政策选择的产物。这些曾经被用来推进金融化的压力现在必须被用来逆转金融化,以达成一项能够阻止环境灾难和经济两极分化的全球新政,建立一种以可持续发展为核心的新的社会契约。

20世纪30年代在美国推出的“新政”以不同的方式被其他工业化国家仿效,逆转了两次世界大战之间的自由放任模式,并在此过程中建立了新的社会契约,带来了数十年的平等和可持续增长。这种社会契约主要有四大要素:缓解大规模失业;实现持续的经济复苏;实行金融监管;进行收入再分配。这些要素与针对特定经济和政治环境的具体政策重点相符。但总之,战后的“新政”政策形成了一种创造就业、扩大生产性投资、加快生产率增长和提高工资的良性循环。

通过布雷顿森林体系将“新政”国际化只是部分针对发展和环境挑战,当然没有今天所要求的紧迫性和规模。“全球绿色新政”必须从其前身的错误和成功中吸取经验教训(Gallagher and Kozul-Wright, 2019)。

根据“全球绿色新政”,各国将有更大的空间来实施积极的公共政策,以推动投资、提高生活水平。这种政策空间也是鼓励各国酌情将主权让与国际机构、以制定国际规则并采取集体行动支持全球公域的前提。与布雷顿森林机构相比,建立这项“全球绿色新政”来实现可持续发展目标的宏图,无疑需要发展中国家更多地参与国际决策。

与以往一样,“全球绿色新政”将由公共行动空间的扩大推动,即“在选民和当选官员之间、工人和公司之间以及贫富之间的新的社会契约的基础上,以排除意识形态的务实方式做出尝试,恢复政府、市场与民间社会之间的力量平衡”(Stiglitz, 2019)。金融部门改革对这一项目至关重要。正如詹姆士·托宾(1984)30多年前预测的那样,许多金融活动的私人回报与其社会生产力脱节,这不仅耗尽了金融部门的有用目的,而且导致了非生产性目的、有时甚至是掠夺性目的泛滥,从而产生了一场又一场的破坏性危机。

复兴金融领域的公共选项的本意不是消灭私人资本,而是找到务实的方法,使其重新为公共利益服务(TDR 2017; Foroohar, 2019)。去金融化无疑会在不同国家采取不同的形式,但基本目标是“一个更小、更简单、能更好地适应非金融经济的需求的金融服务系统”(Kay, 2015: 306)。规范私人资金流动对于引导私人资金走向社会目标至关重要,而控制掠夺性和限制性商业做法对于遏制食利主义和让私人投资挤入包括绿色经济在内的生产活动至关重要。但同样重要的是,这需要推广别样融资机制,以支持更具包容性和可持续性的增长路径。

开展此类改革议程的一个先决条件是健康的全球经济——而这却不是理所当然。第三章回顾了世界经济状况,并强调指出,政府支出疲软、工资份额压缩和金融化共同抑制了私人投资、就业机会和经济发展。作为替代办法,该章提出了一项全球协调的通货再膨胀战略,其重点是发展和环境恢复,而公共部门在这项战略中的作用举足轻重。一种显著、计划周密和稳定的公共支出模式可以对私人投资产生持久和积极的效应(挤入效应),支持创造就业机会、体面的工作条件和工资,并触发技术进步以实现“绿色”生产转型。此外,一个有效的公共部门可以帮助解除供应方面的制约,在发展中经济体尤其如此,并确保信贷创造和金融条件为实体经济服务,而不是相反。政策协调对于权衡增长目标、金融稳定 and 环境保护之间的利弊、防止可能引发降低监管的竞赛的国家政策行动至关重要。

要支持如此大规模的投资，信贷是根本，而主权债务的可持续性则是实现经济平衡的关键。如第四章所述，如果国际社会真想按时实现可持续发展目标，那么，就必须通过增加官方发展援助和债务重组，迅速而顺利地解决当前外债的可持续性所面临的挑战。如本章所示，在此时间框架内没有“私人”选项。专注于“去风险”其实只会加深当前外债的脆弱性。从长远来看，发展中国家必须继续建立记录和监测国债的能力，并应通过加强区域公共系统，促进跨境支付和流动性供应，汇集其不断增长的专门知识，来应对一个支离破碎并日益私有化的国际货币和金融体系。它们也可以积累专门知识，集体解决，而不是逐案解决主权债务重组进程。

考虑到私人资本的顺周期性、金融市场固有的波动性以及金融机构的掠夺性行为，私人资本流动既可以为生产性经济部门添加资源，同样也可以从生产性经济部门提取资源。发展中国家比发达国家更容易受到这种后果的影响，但这种威胁无处不在。第五章讨论了如何减轻这一危险并建立一个更长期、更稳定的资本流动制度。为了减轻这种风险，许多发展中国家积累了大量外汇储备。这种战略的机会成本很高，会导致资

源从发展中国家转移到发达国家，扩大而不是缩小金融差距。此外，由于跨国企业通过将其利润转移到设在避税天堂的子公司，或利用国内立法或国际税务条约中的税收漏洞，减少了公司缴纳的所得税，因此，各国政府从所谓的“税收驱动的非资金流动”中损失了大量财政收入。数字化经济交易又进一步加剧了这种流失，使现行的企业所得税准则越来越难以确定应纳税价值在哪里产生以及如何在国家之间计算和分配这种价值。对这些规范进行彻底改革可以大大提高各国调动国内资源的能力。

需要一个雄心勃勃的金融改革方案来将重点从金融投机转向生产性融资。在一个比较稳定的金融框架内，国家可以用多种方式管理信贷。在“有效市场”时代，直接的信贷管制变得不合时宜。然而，激励措施（如存放政府存款）和抑制措施（如限制投资组合）可以有效地将信贷引向最具生产力的投资机会。政府可以建立自己的开发银行，更直接地实现这一目标，开发银行比零售银行有更大的提供“耐心贷款”的能力。与此同时，政府可以积极推广传统银行业务以外的其他选项，以发掘新的发展机会，同时促进更为公平的发展。第六章讨论了这些选项。 ■

## 注

- 1 国际金融机构(见World Bank, 2015)、经合组织(2018)和无数智囊团(见Lee, 2017)曾为可持续发展目标的融资活动提出过类似的建议。
- 2 尽管自金融危机以来，国际金融机构采取的立场不一定连贯，但通过透明化、证券化、资本账户自由化、公私伙伴关系等方式释放金融市场潜力的措施在过去一、二十年或更长的时间里已成为“华盛顿共识”的一部分。关于国际金融机构发展融资方法的连贯性和不连贯性混杂情况的演变，见Gabor, 2010; Helleiner, 2014; Grabel, 2017。
- 3 关于新自由主义的各种意识形态根源，见Turner, 2008和Slobodian, 2018；关于新自由主义向金融的扩展，见Shaxson, 2018和Storm, 2018。
- 4 2017年，世界银行发行了第一批大流行病债券，从私人投资者那里筹集了3.2亿美元，以帮助发展中国家应对传染病的严重爆发。前世行行长金墉表示，这是“利用我们的资本市场专业知识”“……“为世界上最贫困的人群服务”的一种方式。关于这一点以及用私人资金取代救灾援助的广泛趋势，见Ralph, 2018, Keucheyan, 2018和Allen, 2019。关于小额信贷的局限性和危险性，见Bateman et al., 2018的各项论文。
- 5 富兰克林·罗斯福总统在1933年的就职演说中坚决认为，“无良钱商的行为受到民意法庭的起诉，为人们的心灵所摒弃”。十年后，罗斯福的财政部长亨利·摩根索在布雷顿森林会议上明确表示，会议的工作是“将高利贷者逐

- 出国际金融殿堂”。凯恩斯早些时候曾以类似的、尽管更为病态的方式，呼吁设计这样一种货币政策，让“食利者安乐死”，他在布雷顿森林体系中明确指出，他的提议目的是在国际层面完成这项工作。
- 6 关于布雷顿森林谈判的生动描述，见Conway, 2014年。
  - 7 国际货币基金组织前首席经济学家西蒙·约翰逊2009年将对政府的这种控制形容为“无声的改变”。
  - 8 如Glyn (2006: 65)所述，“在19个经合组织国家中，有5个在1976年被国际货币基金组织列为资本市场开放国家，其中包括美国和德国。英国和日本到1980年紧随其后。到1988年，只有一个经合组织国家被列为占了五个大类控制措施之一，而1973年这类国家占了一半。1980年代末和1990年代初，经合组织的其他成员国实行了自由化，挪威是最后一个社会民主党的堡垒，最终于1995年屈服”。
  - 9 正如沃尔克后来所说，在新的国际制度下，“外部融资约束是普通国家不得不担心的事情，而自由世界无可置疑的领袖则不必担心，因为每个人都想要它的货币”；引自Varoufakis, 2013: 102。
  - 10 这些加息对高负债发展中国家和苏联的卫星国家造成的损害还带来了深远的地缘政治后果，破坏了国际经济新秩序的议程，为“华盛顿共识”的兴起奠定了基础，并为国际流资开辟了更多的经济空间；见UNCTAD, 2014。
  - 11 1970年代中期，南锥体的拉丁美洲各国政府采取了符合新自由主义议程的政策，但此举以失败告终；见Alejandro-Diaz, 1985和TDR 1991。
  - 12 尽管这个术语是在2007年才被创造出来的，但它所描述的做法可以追溯到更早以前。根据伯南克2013年的观点，“通常定义的影子银行由一系列不同的机构和市场组成，这些机构和市场共同执行传统的银行职能——但在传统的受监管存款机构系统之外，或者仅仅在某种程度上与传统系统松散地联系在一起。影子银行系统的重要组成部分有：证券化工具、资产支持商业票据渠道、货币市场基金、回购协议市场、投资银行和抵押贷款公司”。
  - 13 大多数传统的经济模型将世界分为货币和实体两部分。这通常被认为是获取“基本面”的有用策略。尽管这从来都不是一个特别有说服力的推理方法，但在当今高度金融化的世界，这是一种绝对不切实际的方法，不仅让经济学家在危机来袭时感到困惑，而且削弱了他们为有效的复苏政策献计献策的能力(见Galbraith, 2014)。然而，正如斯蒂格利茨(2017)等人所认识到的那样，将这些组件整合在一起是一项艰巨的任务。
  - 14 从这个角度来看，弗格森恰当地将货币定义为“债权人与债务人之间的结晶关系”(2008: 30)。
  - 15 例如，据经合组织估计，成员国的机构投资者持有的全球资产达92.6万亿美元(Lee, 2017: 8)，“如果仅将中的1%投资于发展中国家的基础设施便可大有作为”(同上)。同样，据估计，在全球范围内，企业部门坐拥大量现金(据标普全球称超过2万亿美元)，这些现金也可以用来填补融资缺口(Global Finance, 2018)。
  - 16 2019年3月，欧洲央行脱离货币正常化进程，宣布恢复扩张性政策。
  - 17 事实上，自2012年以来，私人参与的基础设施一直呈下降趋势，当时私人参与基础设施的价值为2,106亿美元，2013年为1,550亿美元，2014年为1,658亿美元，2015年为1,178亿美元，2016年降至760亿美元(Lee, 2017: 8)。
  - 18 在2008-2009年金融危机期间，估计资产市值蒸发了50万亿美元。

## 参考文献

- Admati A and Hellwig M (2013). *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It?* Princeton University Press. Princeton, NJ.
- Ahmed S (2018). *Ruling or Serving Society? The Case for Reforming Financial Services*. Palgrave Macmillan. Cham.
- Akyüz Y (2017). *Playing with Fire: Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*. Oxford University Press. Oxford.
- Alejandro-Diaz C (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*. 19(1/2):1-24.
- Allen K (2019). World Bank's "pandemic bonds" under scrutiny after failing to pay out on Ebola. *Financial Times*. 20 February. Available at <https://www.ft.com/content/c3a805de-3058-11e9-ba00-0251022932c8>

- (accessed 17 June 2019).
- Alper OPA and Hommes M (2013). Access to credit among micro, small, and medium enterprises. August. The World Bank. Washington, D.C. Available at <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/1f2c968041689903950bb79e78015671/AccessCreditMSME-Brochure-Final.pdf?MOD=AJPERES> (accessed 17 June 2019).
- Bateman M, Blankenburg S and Kozul-Wright R, eds. (2018). *The Rise and Fall of Global Microcredit: Development, Debt and Disillusion*. Routledge. Abingdon.
- Bernanke BS (2013). The crisis as a classic financial panic: A speech at the Fourteenth Jacques Polak Annual Research Conference. Washington, D.C. 8 November. Speech 614, Board of Governors of the Federal Reserve System (US). Available at <https://ideas.repec.org/p/fip/fedgsq/614.html> (accessed 17 June 2019).
- Bhagwati JN (1998). The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars. *Foreign Affairs*. May/June. Available at <https://www.foreignaffairs.com/articles/asia/1998-05-01/capital-myth-difference-between-trade-widgets-and-dollars> (accessed 17 June 2019).
- Borio C, Kharroubi E, Upper C and Zampolli F (2016). Labour reallocation and productivity dynamics: Financial causes, real consequences. Working Papers No. 534. Bank for International Settlements.
- Carney M (2015). Fortune favours the bold. Lecture to honour the memory of the Honourable James Michael Flaherty. 28 January. Dublin. Iveagh House. Available at <https://www.youtube.com/watch?v=zGfZxgzPBJg> (accessed 17 June 2019).
- Cecchetti SG and Kharroubi E (2012). Reassessing the impact of finance on growth. Working Papers No. 381. Bank for International Settlements.
- Cecchetti SG and Kharroubi E (2015). Why does financial sector growth crowd out real economic growth? Working Papers No. 490. Bank for International Settlements.
- Comin D and Nanda R (2019). Financial development and technology diffusion. *IMF Economic Review*. 67(2):395–419.
- Conway E (2014). *The Summit – Bretton Woods 1944: J.M. Keynes and the Reshaping of the Global Economy*. Pegasus Books. New York, NY.
- Durand C (2017). *Fictitious Capital: How Finance Is Appropriating Our Future*. Verso. London.
- EPG-GFG (2018). *Making the Global Financial System Work for All: Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance*. October. Available at <https://www.globalfinancialgovernance.org> (accessed 17 June 2019).
- Eurodad (2018). *History RePPPeated: How Public Private Partnerships Are Failing*. Eurodad. Brussels. Available at <https://eurodad.org/HistoryRePPPeated> (accessed 17 June 2019).
- European Union (2018). *Special Report 09/2018 – Public Private Partnerships in the EU: Widespread Shortcomings and Limited Benefits*. European Court of Auditors. Luxembourg.
- Ferguson N (2008). *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. Penguin. New York.
- Foroohar R (2019). Old economists can teach us new tricks. *Financial Times*. 2 June. Available at <https://www.ft.com/content/ece567f4-83c1-11e9-b592-5fe435b57a3b> (accessed 17 June 2019).
- Gabor D (2010). The International Monetary Fund and its new economics. *Development and Change*. 41(5):805–830.
- Galbraith JK (2014). *The End of Normal: The Great Crisis and the Future of Growth*. Simon & Schuster. New York, NY.
- Gallagher KP and Kozul-Wright R (2019). *A New Multilateralism for Shared Prosperity: Geneva Principles for a Global Green New Deal*. Boston University Global Development Policy Center and UNCTAD. Available at <http://www.bu.edu/gdp/a-new-multilateralism-for-shared-prosperity/> (accessed 17 June 2019).
- Giridharadas A (2018). *Winners Take All: The Elite Charade of Changing the World*. Allen Lane. New York, NY.
- Global Finance* (2018). The world's richest companies 2018: Global finance cash 25. 1 September. Available at <https://www.gfmag.com/magazine/september-2018/global-finance-cash-25-2018> (accessed 17 June 2019).
- Glyn A (2006). *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization and Welfare*. Oxford University Press. Oxford.
- Goodhart CAE (2010). The changing role of central banks. Working Papers No. 326. Bank for International Settlements.
- Gabel I (2017). *When Things Don't Fall Apart: Global Financial Governance and Developmental Finance in an Age of Productive Incoherence*. MIT Press. Cambridge, MA.
- Greenspan A (1997). Globalization of Finance. Remarks at the 15th Annual Monetary Conference of the Cato Institute, Washington, D.C. 14 October. Available at <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19971014.htm> (accessed 17 June 2019).
- Griffiths J and Romero MJ (2018). Three compelling reasons why the G20's plan for an infrastructure asset class is fundamentally flawed. European Network on Debt and Development. Available at <https://eurodad.org/asset-class-report> (accessed 17 June 2019).
- Guttman R (2018). The transformation of banking. In: Nesvetailova A, ed. *Shadow Banking: Scope, Origins and Theories*. Routledge. Abingdon: 25–39.
- Helleiner E (2014). *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown*. Oxford University Press. Oxford.
- IEG of the World Bank (2014). *World Bank Group Support to Public-Private Partnerships: Lessons From Experience in Client Countries FY2002–12*. Independent

- Evaluation Group, World Bank. Washington, D.C.
- IPCC (2018). *Global warming of 1.5°C: An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty*. Intergovernmental Panel on Climate Change. Geneva. Available at <https://www.ipcc.ch/sr15/> (accessed 25 June 2019).
- Johnson S (2009). The quiet coup. *The Atlantic*. May. Available at <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/05/the-quiet-coup/307364/> (accessed 17 June 2019).
- Jordà Ò, Schularick M and Taylor AM (2017). Macrofinancial history and the new business cycle facts. *NBER Macroeconomics Annual*. 31(1):213–263.
- Kay J (2015). *Other People's Money: The Real Business of Finance*. Profile Books. London.
- Keucheyan R (2018). Insuring climate change: New risks and the financialization of nature. *Development and Change*. 49(2):484–501.
- Lee N (2017). Billions to trillions? Issues on the role of development banks in mobilizing private finance. Center for Global Development. Washington, D.C. 17 November. Available at <https://www.cgdev.org/publication/billions-trillions-issues-role-development-banks-mobilizing-private-finance> (accessed 12 March 2019).
- Mazower M (2012). *Governing the World: The History of an Idea, 1815 to the Present*. Penguin. New York, NY.
- McKinsey Global Institute (2017). Bridging infrastructure gaps: Has the world made progress? October. Available at <https://www.mckinsey.com/industries/capital-projects-and-infrastructure/our-insights/bridging-infrastructure-gaps-has-the-world-made-progress> (accessed 17 June 2019).
- McLeay M, Radia A and Thomas R (2014). Money in the modern economy: An introduction. *Bank of England Quarterly Bulletin*. 54(Q1):4–13. Available at <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2014/q1/money-in-the-modern-economy-an-introduction> (accessed 17 June 2019).
- Nesvetailova A, ed. (2018). *Shadow Banking: Scope, Origins and Theories*. Routledge. Abingdon.
- Nesvetailova A and Palan R (forthcoming). *Sabotage: The Business of Finance*. Penguin. London.
- OECD (2018). *Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2019: Time to Face the Challenge*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris.
- Pettifor A (2016). *The Production of Money: How to Break the Power of Bankers*. Verso. London.
- Pulido D (2018). Maximizing finance for safe and resilient roads. World Bank Transport for Development. Blog. 27 March. Available at <https://blogs.worldbank.org/transport/maximizing-finance-safe-and-resilient-roads> (accessed 12 March 2019).
- Ralph O (2018). Catastrophe bond losses force investors to reassess risk. *Financial Times*. 28 November. Available at <https://www.ft.com/content/9dc2441c-f23a-11e8-9623-d7f9881e729f> (accessed 17 June 2019).
- Shaxson N (2018). *The Finance Curse: How Global Finance Is Making Us All Poorer*. Bodley Head. London.
- Shiller RJ (2012). *Finance and the Good Society*. Princeton University Press. Princeton, NJ.
- Slobodian Q (2018). *Globalists: The End of Empire and the Birth of Neoliberalism*. Harvard University Press. Cambridge, MA.
- Stiglitz J (2017). Where modern macroeconomics went wrong. Working Paper No. 23795. National Bureau of Economic Research.
- Stiglitz J (2019). Public options are the key to restoring the middle-class life. *Financial Times*. 7 May. Available at <https://www.ft.com/content/42915ad4-6cc3-11e9-9ff9-8c855179f1c4> (accessed 17 June 2019).
- Storm S (2018). Financialization and economic development: A debate on the social efficiency of modern finance. *Development and Change*. 49(2):302–329.
- Tett G (2009). *Fool's Gold: How Unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and Unleashed a Catastrophe*. Little, Brown. London.
- The Economist* (2012). The rotten heart of finance. 7 July. Available at <https://www.economist.com/briefing/2012/07/07/the-rotten-heart-of-finance> (accessed 17 June 2019).
- The Economist* (2016). Trending: Blending. 23 April. Available at <https://www.economist.com/finance-and-economics/2016/04/23/trending-blending> (accessed 17 June 2019).
- The Economist* (2019). Deaths of despair, once an American phenomenon, now haunt Britain. 14 May. Available at <https://www.economist.com/britain/2019/05/14/deaths-of-despair-once-an-american-phenomenon-now-haunt-britain> (accessed 17 June 2019).
- Tobin J (1984). On the efficiency of the financial system. *Lloyds Bank Review*. 153:16.
- Tooze A (2018). *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*. Viking. New York, NY.
- Turner RS (2008). *Neo-liberal Ideology: History, Concepts and Ideology*. Edinburgh University Press. Edinburgh.
- Tyson JE (2018). Private infrastructure financing in developing countries: Five challenges, five solutions. Overseas Development Institute. Working Paper No. 536. Available at <https://www.odi.org/sites/odi.org.uk/files/resource-documents/12366.pdf> (accessed 17 June 2019).
- UNCTAD (2014). *World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan*. (United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.1. New York and Geneva).

- UNCTAD (TDR 1991). *Trade and Development Report, 1991*. (United Nations publication. Sales No. E.91.II.D.15. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2015). *Trade and Development Report, 2015: Making the International Financial Architecture Work for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.15.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2017). *Trade and Development Report, 2017: Beyond Austerity: Towards a Global New Deal*. (United Nations publication. Sales No. E.17.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2018). *Trade and Development Report, 2018: Power, Platforms and the Free Trade Delusion*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.7. New York and Geneva).
- Varoufakis Y (2013). *The Global Minotaur: America, Europe and the Future of the Global Economy*. Zed Books. London.
- Wolf M (2018). Why so little has changed since the financial crash. *Financial Times*. 4 September. Available at <https://www.ft.com/content/c85b9792-aad1-11e8-94bd-cba20d67390c> (accessed 17 June 2019).
- World Bank (2015). From billions to trillions: Transforming development finance post-2015 financing for development: Multilateral development finance. Development Committee Discussion Note. July. World Bank. Washington, D.C. Available at [https://siteresources.worldbank.org/DEVCOMMINT/Documentation/23659446/DC2015-0002\(E\)FinancingforDevelopment.pdf](https://siteresources.worldbank.org/DEVCOMMINT/Documentation/23659446/DC2015-0002(E)FinancingforDevelopment.pdf) (accessed 17 June 2019).



# 第三章 全球增长和可持续发展路线图



## A. 引言

本章提出了一项宏观经济战略，以恢复全球增长，加强南方的工业化，同时减少碳排放、不平等和不稳定。这项战略立足于基本上尚未发掘的国际协调的力量，通过这种协调，能够扩大各国的政策选择，而且实证分析表明，还能使全球经济走上经济、社会和环境可持续性的道路。本章无意提出具体的政策

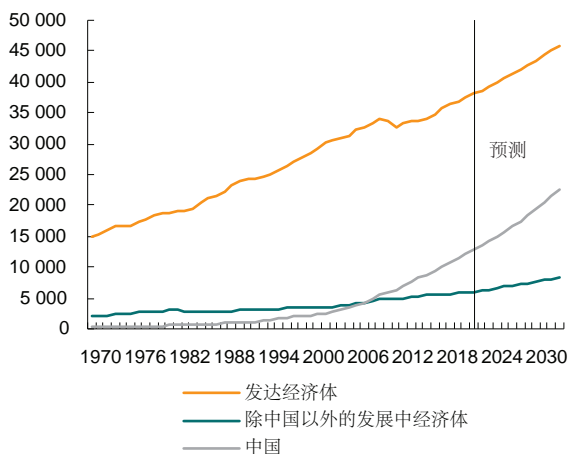
建议，而是强调宏观经济的导向，任何具体的政策建议都必须支持这种导向以实现可持续的全球增长。本章首先指出全球经济面临的结构性挑战，然后讨论关键政策领域的必要变革和国际协调的“红利”，最后通过一项实证分析描绘出全球实现《2030年议程》的可行之路。

## B. 全球经济的倒退趋势

全球经济没有平等地为全球人口服务。在当前的政策、规则、市场动态和企业权力格局下，经济差距可能还会加大。从全球来看，不仅发达国家的人均国内生产总值水平比发展中国家高出近6倍，而且大多数国家的绝对收入差距也在扩大 (TDR 2016: 2)。这种趋势也

有例外，中国是唯一一个对发展中国家的平均水平有所影响的国家，但很明显，全球增长模式仍然高度不平等 (图 3.1)。

图3.1 发达国家和发展中国家人均国内生产总值  
(以2005年不变购买力平价美元计)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

实现可持续的全球增长、收入趋同和发展需要解决深层次的结构性挑战。然而，人们对这些挑战的本质的看法不尽相同。在许多政策讨论中，长期挑战被狭隘地认为是市场僵化，而“结构性改革”等同于劳动力、产品和金融市场的进一步自由化 (Lin, 2012; OECD, 2017b)。但是，这种方法忽略了国家经济结构的某些方面——如总需求和生产的构成、薄弱的劳动力市场机构、无形资产产生的市场支配力、收入分配对需求的影响——以及国家以不对称的方式融入国际贸易和金融体系所带来的制约。上述因素结合起来产生了四大全球性趋势，阻碍着可持续发展目标的实现。这四大趋势是：劳动力在全球收入中所占份额下降，公共支出减少，生产性投资减弱，大气中二氧化碳的增加达到了不可持续的程度。

## 1. 劳动所占份额下降

几乎没有哪个全球趋势像收入分配扭曲这样明显：自1980年代以来，在所有区域和几乎每个国家，劳动所得的国民收入所占份额都有所下降，而利润份额则相应增加(图3.2)。这种再分配现象在发达国家更为普遍，偶尔还会出现极端情况(在澳大利亚、意大利和日本，有10%或更多的国内生产总值从工人手中转移到资本家手中)，但这一趋势在发展中国家也很明显，凸显出在劳动力成本上出现全球“逐底竞争”的态势。最直接的原因是工资压缩，这使工资跟不上生活成本和生产率的提高。而更深层次和更具根本性的因素有：工会入会率下降、社会保障受到侵蚀、市场集中度上升以及外包行为在全球价值链中蔓延(Izurietta et al., 2018; TDR 2017; TDR 2018)，所有这些都削弱了劳动力的议价能力。<sup>1</sup>

工人在总收入中所占份额不断下降，同时也更加缺乏保障。在发达国家，议价能力的丧失导致不稳定就业合同日益普遍。在许多发展中国家，去工业化和劳动力市场自由化的压力使全职正规就业的前景变得日益渺茫(UNIDO, 2013)。因此，家庭支出中来自借款而非实际收入的比例越来越大。总体而言，家庭消费和投资放缓削弱了总需求，对企业投资和生产率增长产生负面影响，从而加大了工资和就业增长的下行压力。从1990年代中期开始，墨西哥、东亚、俄罗斯联邦、土耳其、阿根廷、北美和欧洲的一场场金融危机进一步削弱了劳动所占

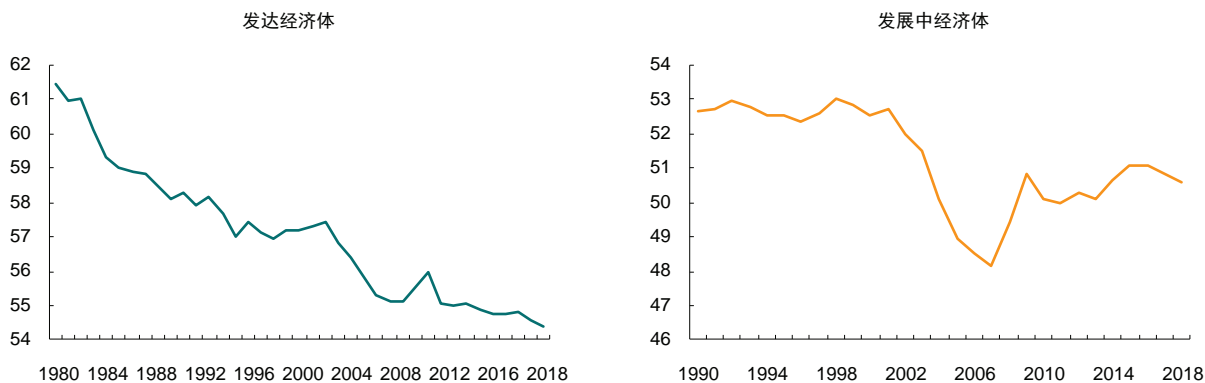
份额，既抑制了就业，又为出口导向政策铺平了道路，随之而来的逐底竞争成了唯一的长期增长战略。

## 2. 公共支出减少

几十年来，大多数国家的财政政策一直处于紧缩或收缩的轨道上。这一显著下行趋势的中断出现在21世纪初美国经济轻度衰退之后，在全球金融危机之后则更加明显。大衰退后，几个国家立即出台了财政刺激计划，但从2010年开始又急剧收紧(Devries et al., 2011)。紧缩的形式包括削减支出(图3.3)和增加增值税，目的是削减政府债务相对于国内生产总值的比例。在大多数国家，这一削减冲击到社会保护系统(ILO, 2017)和公共投资(Oxford Economics, 2017; OECD, 2017a; Bhattacharya et al., 2019)，造成的进一步损害表现为不平等扩大(Popov and Sundaram, 2015; OHCHR, 2013; Perugini et al., 2019)，缺乏保障问题加剧，未来增长前景黯淡(Ostry et al., 2016)。

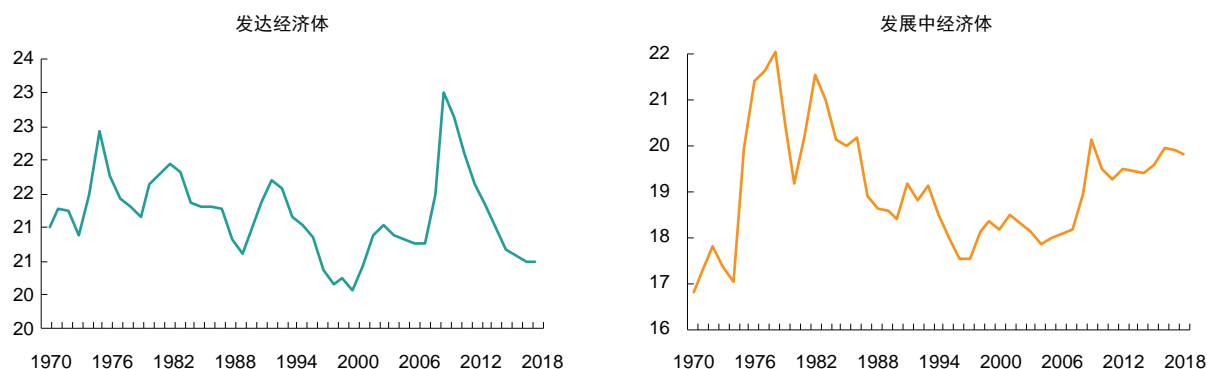
虽然发达国家和发展中国家的公共支出在2008年之前一直呈明显下行趋势，但其构成发生了变化(Ortiz et al., 2015)。在普遍的财政“整顿”中，公共支出日益从社会转移支付(图3.3中未计入)和公共投资转向偿债付息。这一趋势在2008-2012年间有过短暂中断，当时由于刺激方案、自动稳定器以及对企业和银行的救助而出现支出增加(Acharya et al., 2014; Balteanu and Erce, 2017)，但在这之后，主要是在发达经济体，下行趋势似乎已经迅速回归。

图3.2 劳动所占份额  
(就业收入占国内生产总值的百分比)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

**图3.3 政府的货物和服务支出(包括投资)**  
(占国内生产总值的百分比)



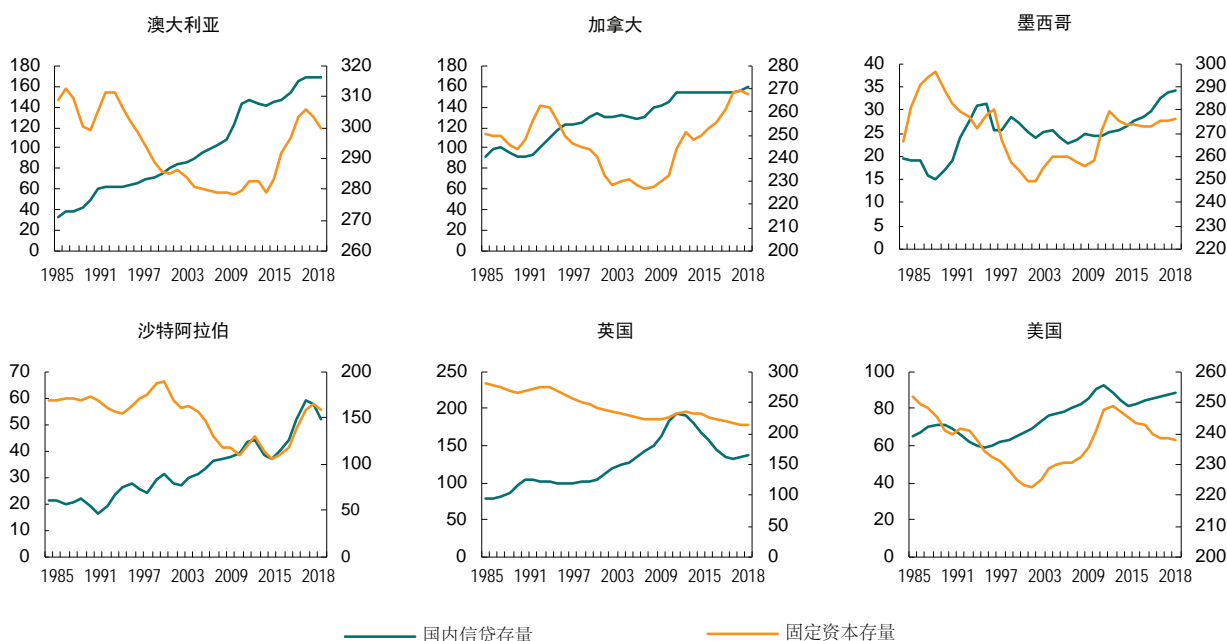
资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

### 3. 投资增长疲软

至少自 1980 年代以来，许多国家在没有相应固定资本积累的情况下开始信贷扩张(图 3.4)，有时持续很长时间，直至出现信贷紧缩。大多数发达国家和发展中国家都出现了这一趋势，而在澳大利亚、加拿大、墨西哥、英国和美国以及在沙特阿拉伯、南非和加勒比地区尤为明显。这就意味着，在扩张时期，信贷被用于金融公司和非金融公司的投机活动(Schularick and Taylor, 2012; TDR 2015: 2)。生产性投资受到两方面的影响。一方面，由于非金融公司能

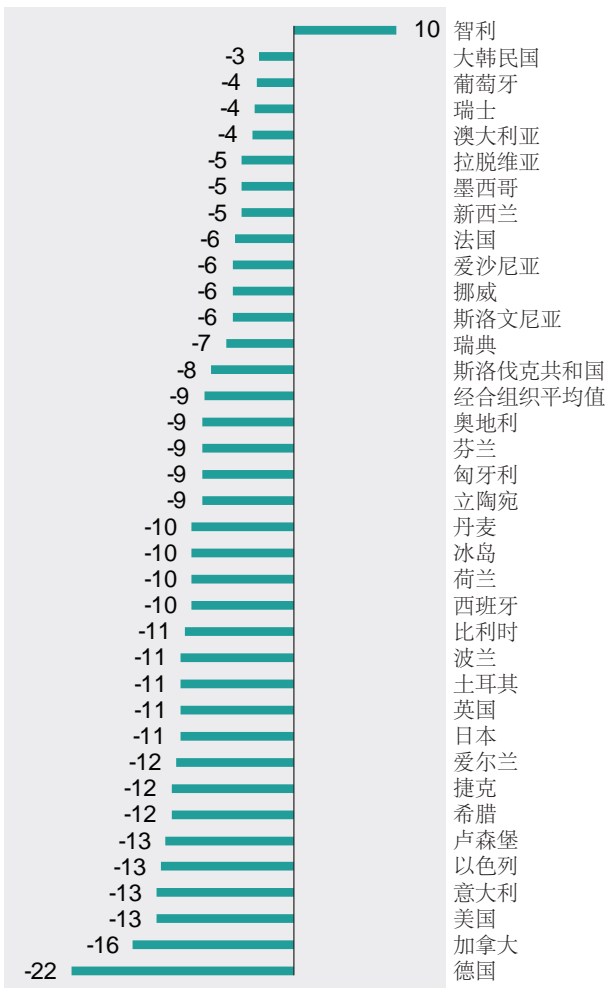
够利用信贷为金融业务提供资金，它们有强烈的动机放弃生产性投资，因为生产性投资周期长，流动性低，而且收益率往往较低。另一方面，由信贷推动的巨额金融负债积累引发了金融危机和经济衰退，阻碍了生产性投资。总的来说，尽管发达经济体和新兴经济体多次出现信贷扩张、利润份额增加和企业减税，但全球生产性投资并未激增。目前，除智利一个国家外，所有经合组织国家的企业税率都比 2000 年低，减税幅度从大韩民国的 3 个百分点到德国的 22 个百分点不等(图 3.5)。

**图3.4 金融和固定资本**  
(占国内生产总值的百分比)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

图3.5 企业减税，2000-2019年  
(19年间税率的差异)



资料来源：经合组织税收数据库，法定企业所得税税率，表二.1。

收益率较低、周期较长的基础设施投资受影响尤甚 (Bhattacharya et al., 2019)，这对发展中国家的工业化以及世界各地的生产率增长都产生了负面影响。数据显示，尽管各地都持续出现信贷扩张，但在许多国家，固定资本投资却收缩了。这一现象在英国和美国等发达经济体尤其突出，而在其他发达国家和发展中国家也颇为明显 (图 3.4)。

#### 4. 大气二氧化碳存量不断增长

数据表明，全球变暖的罪魁祸首大气二氧化碳 (CO<sub>2</sub>) 存量继续增加，气温上升趋势必须尽快停止并扭转，以防止其发展到可以自我维持的程度 (IPCC, 2018)。技术解决方案比比皆是 (Steffen et al., 2018)，但大规模采用这些方案与当前普遍的经济增长模式相悖。到目前为止，使碳密集型投资比绿色投资更昂贵的市场化尝试都以失败告终 (Storm, 2017b)。

发展中国家每年的碳排放还在加速，而发达国家似乎已经稳定下来 (图 3.6)。从表面上看，这似乎表明，现在该由发展中国家采取必要的标准，特别是能源效率标准，以阻止气候变化。但是如果更仔细地研读数据，则并不支持这一结论。一方面，如果将人口规模考虑进来，则发展中国家产生的二氧化碳比发达国家少得多，按人均计算约少 80%。另一方面，国内生产总值的碳强度和二氧化碳的增长弹性表明，发展中国家利用碳能源的效率也越来越高。此外，发达国家的效率提高并不等于向无碳消费和投资的实际转型。相反，这是几十年来将工业活动外包给发展中国家的结果 (Schröder and Storm, 2018)。发达国家通过国际贸易和价值链的全球化得以维持其消费模式，同时将部分生产和排放转移到发展中国家。显然，发达国家的消费模式与不可再生资源之间依然脱节。

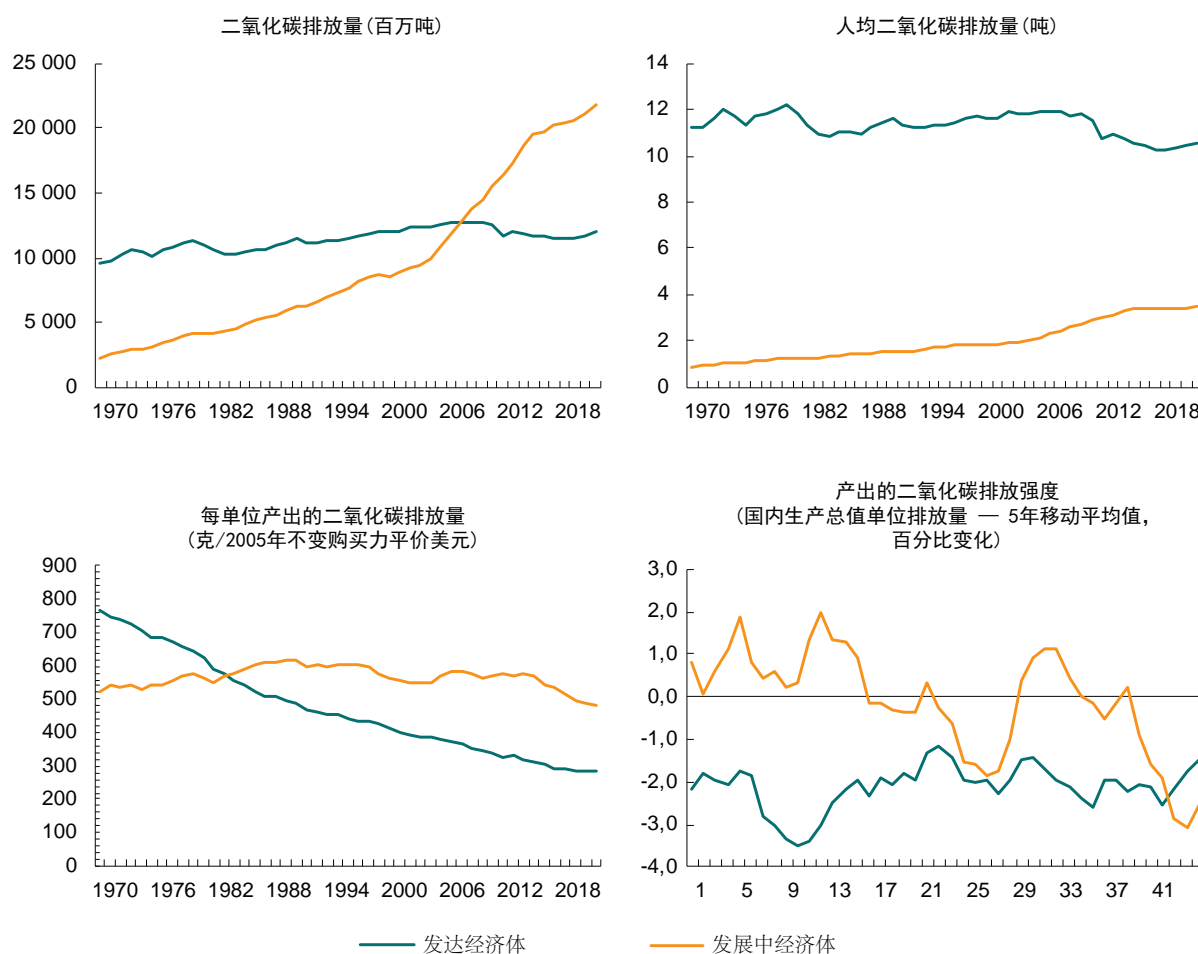
此外，不平等加剧和气温上升之间的联系虽然复杂，却不容忽视。大气碳含量升高导致气温上升的威胁在很大程度上是由于全球最富有的 10% 的人口的排放造成的，而在企业层面，近几十年来，少数巨型企业的碳足迹主导了排放量的上升。还有大量证据表明，气候变化正在加剧前面讨论过的导致不平等恶化的因素：气温上升对穷国和穷人的打击最大 (Diffenbaugh and Burke, 2019)。

### C. 战略框架设计中的主要考虑因素

全球经济面临的结构性挑战源于一个共同的问题：政策制订者对私营部门实现可持续增长和

发展的能力抱有不切实际的期望。经过三十年专注于“价格稳定”、“自由贸易”和“自由

图3.6 二氧化碳排放量，1970-2018年



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

企业”的政策改革，证据表明这种战略未能兑现其承诺 (Glyn, 2007; Palma, 2009; Storm and Naastepad, 2012: 1)。全球增长未能回到战后时代的高点，在绝大多数国家，增长一直不稳，经济和金融危机持续存在，生产性投资停滞不前，不平等现象加剧。在发达国家，缺乏经济保障已成为许多工人的常态；而发展中国家中大多数国家的工业化停滞不前，有些国家过早地开始去工业化。明显背离上述趋势的一个国家是中国，它是靠着保护积极国家干预的空间才做到这一点的。

在这种背景下，世界各国政府必须收回自己的政策空间，采取行动提振总需求。为此，它们应发挥主导作用，以协调统一的方式推动投资，既可以（通过公共部门实体）直接投资，也可以为私营部门的生产性投资创造条件。与此同

时，各国政府要应对包容性和可持续性方面的挑战，以促进增长的方式重新分配收入，并通过就业措施、体面工作方案和扩大社会保险直接指向社会成果。

尽管各国因国情不同而存在差异，但在所有情况下都需要广泛的政策工具，包括财政政策、产业政策、信贷政策、金融监管和福利政策以及国际贸易和投资政策 (TDR 2016)。还需要适当的国际协调，以对抗资本流动的破坏性影响（资本流动会破坏任何孤立的扩张战略），遏制经常账户失衡，支持向低碳经济转型，特别是在发展中国家。

巨大而持久的全球失衡是不可持续的，因为会导致外债积累，这一过程经常引发货币危机，而政府往往试图（或必须）通过削减国内支出

来单方面地解决这种危机。外部赤字最终会减下来，但代价却是经济衰退，尤其是当危机蔓延时，受影响国家和全球需求将受到持久影响。一个协调统一的替代方案是，所有国家维持国内支出，盈余国家加快支出，这样就可以在国家和全球付出有限代价的情况下实现再平衡 (UNCTAD, 2014)。

同样，不协调的碳排放政策未能稳定气候 (IPCC, 2018)。如果发展优先事项依赖矿物燃料的开采，并且对清洁技术用户（根据国际贸易协定）收取市场价格，那么，拥有丰富矿物燃料储备的发展中国家将继续利用这些资源。只有多边协调才能充分发挥气候稳定的价值，促进向低碳（或零碳）增长道路转型的技术转让和投资。

### 1. 财政政策：政府支出和税收

自 1980 年代初以来，尽管许多国家试图紧缩开支，但债务比率并没有下降，因为国内生产总值的收缩速度与债务一样快，甚至更快。这凸显出财政政策在经济增长过程中的关键作用。

支持紧缩的两个主要论点——“扩张性收缩”和“债务门槛”——已被证明是站不住脚的，因其关于金融市场和政府支出对经济的影响的错误假设而存在缺陷 (Boyer, 2012; Skidelsky and Fraccaroli, 2017)。“扩张性收缩”的论点假定公共支出削减会降低债券市场对资金的需求，从而拉低利率，而利率降低反过来会导致私人投资的提高。<sup>2</sup> 该论点还假定政府支出削减对总需求的负面影响相对很小。实际上，利率对资金需求没有那么敏感 (Taylor, 2017)，投资对利率也不太敏感 (Levrero, 2019; Storm, 2017a)。与此同时，事实证明，政府支出对产出的直接影响大于预期 (Blanchard and Leigh, 2013; IMF, 2012; Guajardo et al., 2011; TDR 2011; TDR 2017; UN DESA, 2008, 2011: 42–43)，尤其是在经济衰退期间和在受到超全球化的压力之时 (Capaldo and Izurieta, 2013)。政策制订者和权威媒体 (*Financial Times*, 2010) 非常青睐的“门槛”论认为，存在一个恒定的债务与国内生产

总值的比率，只要超过这个比率，所有国家都将面临利率上升、不稳定加剧和经济衰退。然而，虽然经济衰退、利率上升和高债务水平可能同时发生，但因果关系可能指向不同的方向 (Irons and Bivens, 2010)，而试图确定假想门槛的努力因存在各种错误和选择性数据使用而问题重重 (Herndon et al., 2014; IMF, 2010b)。债券持有人的预期和投资组合选择受到各种信息的影响，其中可能包括也可能不包括债务与国内生产总值的比率。

全球增长持续疲软，支持紧缩的观点存在缺陷，这就要求我们改变路线。事实上，证明扩张性收缩存在问题的那些证据同时也支持直截了当的扩张性财政政策。在这种扩张中，公共支出和税收将发挥不同的作用。

政府对商品和服务的支出是总需求的主要组成部分，在发达国家和发展中国家平均都占到国内生产总值的 20%。从这个角度来看，作为国内需求的另外两个组成部分，私人消费和投资分别为国内生产总值平均贡献 55 至 60 个百分点和 18 至 25 个百分点。通过刺激对商品和服务的需求，包括由政府雇员生产或提供的商品和服务，政府支出对总需求的贡献与私人投资一样多或者更多。

如果说税收减少了可支配收入从而影响了私人消费和投资，那么，它最终导致的是消费潜力的“漏损” (TDR 2018)。本可以用来消费或储蓄的私人收入被转移给政府，而这种转移对总需求的影响取决于政府如何使用这笔钱。如果政府将它完全花在商品和服务上，则总需求不会减少。如果税收收入本来是准备用于储蓄的，而由此产生的政府支出带来私营部门的额外消费，那么，总需求甚至还可能增加。但是，如果政府将收入储蓄起来（如在公司救助计划下购买股票），或者用它来偿还债务，那么，就没有额外的商品和服务支出来弥补税收漏损。在这些情况下，总需求不一定会增加。

在评估财政政策是否有助于总需求的稳定增长时，一个关键因素是如何评估各种形式的公共支出和财政创收的乘数效应 (Mittnik and

Semmler, 2012; Blanchard and Leigh, 2013; Kraay, 2014)。增加低收入群体(其消费倾向更高)的收入以及对国内企业产品的需求,其乘数效应最强。公共投资决策也会有助于建设生产能力和提高总体效率,从而鼓励私人活动。当税收针对高收入(其中大部分被储蓄起来)和投机活动时,它在推动需求增长和经济稳定方面的潜力最大。间接税,尤其是增值税,则往往会对总需求产生不利影响,因为它严重影响用于消费的收入(如最贫困群体的收入),而不是用于储蓄的收入(如最富裕群体的收入)。

此外,财政政策在决定经济的两个重要特征上具有关键作用:一是经济波动幅度(包括经济衰退的持续时间和深度),二是长期增长表现。财政政策通过自动和自由支出来稳定需求的波动。在大多数情况下,没有这种支持,经济复苏就无从谈起(Boyd et al., 2005; Cerra and Saxena, 2008)。“自动”部分是反周期的税收和转移支付(如失业保险金和其他社会保障福利)。当经济收缩下行时,税收收入减少,转移支付增加。这在发达国家尤为重要,因为这些国家普遍征收所得税,社会保障制度覆盖面较广。用于购买和生产商品或用于就业方案的公共支出(Wray, 2007)既可以支持稳定功能(如中国以及大衰退时期的德国和美国的情况),也可以破坏这项功能(如2012年之后的阿根廷、希腊、意大利、西班牙和其他国家的情况),其整体效应是通过实体渠道和金融渠道产生的(Boushey et al., 2019)。在金融方面,经济衰退期间的政府赤字可以支持企业现金流,防止企业(部分或全部)失去获得信贷的机会,遏制投资,这种影响在更多依赖债务融资的国家更为明显。此外,政府债务为储户提供了相对安全的金融资产,增加金融体系的流动性。正如海曼·明斯基(Hyman Minsky)所言,“大政府的效率可以被质疑,但它防止天塌下来的功效是不容置疑的”(Minsky, 2008: 34)。

同样重要的是,财政政策不仅持续支持总需求,还通过战略性投资决策对经济长期增长表现发挥影响,而这一影响在公开讨论中没有得到充分重视。支持总需求以增加就业可以维系消费

和投资产品市场的扩张,从而使企业能够利用静态和动态规模经济效应。这就带来了持续的生产率增长这一经济长期增长最直接的决定因素(Storm, 2017a)。但是要使这一过程能够可持续,就必须对生产率增长的收益进行适当的分配,后文将论述这一点。与此同时,政府的独特地位可使其进行对长期增长至关重要的战略投资,如有形基础设施、教育、公共卫生和其他社会保障投资。这些投资在发达国家和发展中国家通常是不同的,但是在所有国家,只要扩张性财政政策适合本国需要,就可以成为增长的有力工具。

马上会有人提出这样一个问题:一个国家是否能够“负担得起”扩张性财政政策。应当明确的是,在任何经济体中,财政空间都不能被视为预先确定的资源水平。相反,它取决于过去和当前的财政政策选择,如政府支出的规模、储蓄和债务相对于国内生产总值的水平等。最重要的是一段时期内税收和支出变化给政府带来的财政收入流及其随后通过财政乘数效应对国内生产总值产生的影响<sup>3</sup>。虽然从这个意义上说,财政空间是“内生的”,但它仍可能受到生产能力限制的重大制约,而这可以随着时间发生动态变化。如果尽管存在失业,但生产依然无法扩大,这通常是因为其他因素或融资方面的瓶颈(下文将作进一步讨论),那么,财政政策对总需求的影响也会受到相应的限制。

因此,扩张性财政政策需要谨慎对待。当生产能力得到充分利用或企业面临外部制约(如外汇短缺)时,直接或间接来自政府支出增加的支出注入会导致通货膨胀压力,并导致实际收入从工资转向利润,<sup>4</sup>从而对私人支出产生负面影响。<sup>5</sup>采取谨慎态度的另一个理由是,主权债务的快速积累会导致加息、偿债成本高企和债务水平本身所带来的问题重重的反馈效应(另见第四章)。

当扩张性财政政策成为全球(或区域)协调战略的一部分时,这些风险便可以降低,对此下文将作进一步讨论。协调有助于通过缓解外部制约因素、实现国内目标,同时可以实施体现每个经济体特定结构条件的财政政策战略。

财政协调对发展融资尤其重要。如果其他国家不合作，如参与税收竞争、不分享数据、不给予市场准入、不支持长期融资，那么，发展中国家为实现工业化和福利扩张获得资金的手段——主要是对外国公司和高收入征税以及出口收入——就无法切实发挥作用。最重要的是，如果每个国家都支持扩大其国内需求，便可以带来全球需求的强劲增长。

然而，发达国家和发展中国家促进以公共支出为中心的全球通货再膨胀的能力差异巨大。显然，货币得到广泛接受的发达经济体（尤其是享有美元标准这一“过度特权”的美国）比大多数发展中国家更有能力为财政通货再膨胀融资。这就提出了“功能财政”（更普遍而言是“现代货币理论”）能否为推进扩张战略提供有益框架的问题。插文 3.1 对此作了简要分析。

### 插文3.1 花钱还是不花钱——这是个问题吗？内生货币、现代货币理论与政府赤字

现代货币理论是货币供应是经济体系和政府政策运行的内生因素这一概念的延伸。它源于最初由阿巴·勒纳 (Abba Lerner, 1943 年) 提出的关于“功能财政”的论点。最简单来说，货币理论认为，法定货币的存在从根本上说是由于政府的支持而得以实现，因为政府要求用这一货币向国家支付税款和其他应付款项。因此，政府收入不仅仅是一种为公共支出提供资金的手段；更进一步说，公共赤字或盈余是一种政策工具，可以用来调节就业和通货膨胀水平，因为政府可以通过简单地发行货币来为增加的公共支出提供资金。除非存在供给侧的制约因素，使产出无法随着需求的增加而增加，否则不会引发通货膨胀。当政策目标是推动实体经济扩张、增加就业和收入时，这一工具可直接适用。这是对抗“赤字鹰派”过度强调财政紧缩的一个有效办法。这也清楚地表明，可以采取与当前流行的政策大相径庭的政策组合，前者旨在通过量化宽松措施创造流动性来重振经济，但通常与同时削弱总需求的财政紧缩和 / 或劳动力市场灵活化政策相结合。

现代货币理论的基本主张大体符合现代经济的货币创造过程以及财政政策的相关作用。而且，该理论还重申了一个重要观点，即采取积极主动的财政立场的金融空间比人们普遍想象的要大得多。事实上，凯恩斯主义经济学家长期以来一直主张，政府赤字可以而且应该被用来对抗经济衰退、为基础设施融资乃至支付一些被认为具有社会价值的持续经常性支出。因此，显然有理由在美国实施这样一种功能财政方案，而且有人已经在大力提倡这样做了 (Bell, 1998; Wray, 1998, 2015; Mosler, 2004; Tymoigne, 2014; Mitchell, 2016; Nersisyan and Wray, 2019)。这种策略特别适合美国，因为美国政府也是全球储备货币的发行者；显然，这要求美元继续被接纳为全球储备货币，这样一来，国内扩张所带来的额外进口需求可以很容易地得到满足。美国还有其他的关切问题需要处理，如自行规定的政府债务上限、关于中央银行独立性的主张以及增加公共支出模式可能导致的劳资分配关系紧张。对现代货币政策提出的一些关切 (López-Gallardo and Reyes-Ortiz, 2011; Lavoie, 2013; Taylor, 2019) 指向体制制约和实际资源制约的问题，包括特定部门出现供应瓶颈的可能性，这可能会导致通货膨胀。即使有这些问题，美国显然也仍然可以实施一项实现充分就业的成功的功能财政战略，或“绿色新政”。这就能为全球需求做出显著贡献，同样也将有助于全球通货再膨胀，而如果公共支出的重点是向绿色经济转型，这样做还会对其他国家产生技术转让和规模经济等重要的溢出效应。

然而，在其他经济体内，这种基于货币创造的公共支出方案面临更严峻的挑战。其他发达经济体不能指望自己的货币享有与美元同等的接受程度，因此这种功能财政战略需要各国央行之间加强协调，以防止投机性攻击和剧烈的汇率波动。这些问题对发展中国家来说更为严重，因为发展中国家通常受到更大的外部制约，生产结构和金融结构高度依赖世界其他地区。不可能指望通过发行主权货币带来的需求增长能够完全得到国内供应提升的配合。发展中国家的进口需求弹性通常很高，要实现工业化，就需要进口无法用本国货币支付的资本设备和专门知识。这种以发行货币融资的扩张会导致贸易赤字扩大，因此外债就会相应增加，使这些国家更加脆弱。此外，由国内供应制约或诱发贬值引发的潜在通胀态势将导致分配上的冲突，使福利改善难以实现。在这些国家，通过逐步改革税收制度（包括对富人和采掘业利润征税）来弥补相当一部分赤字更符合改善福利的努力。



此外，依靠扩大出口市场准入和补充建立区域清算联盟系统和其他形式的金融合作来创造外汇更符合结构转型方案（见第四章）。最后，现代货币理论支持者的一个正式假设是，货币主权只能通过灵活的汇率来维持。对今天的大多数发展中国家来说，这个代价太高了。这些国家经常受到贸易条件和汇率波动的双重冲击，而这些冲击大多是外来的，超出了它们的干预手段。对这些国家来说，资本管制和汇率管理提供了比灵活汇率与功能财政相结合更有效的政策主权。

更普遍的一种观点是，税收和公共支出政策都有显著的分配结果，而这不能脱离更广泛的社会目标，包括“绿色新政”所含的目标。理想情况下，这种战略应该有一个强大的分配要素，强调对收入和资产实行累进税率在减少不平等方面的作用，并确定最有可能产生更加可持续性和公平的结果的支出模式。

## 2. 投资和产业政策

政府支出可以调整，从而发挥反周期作用，但私人投资往往会放大商业周期，在经济衰退期间尤其会产生负面影响。这使积极的投资政策成为经济增长和发展战略的一项关键内容，前些年的《贸发报告》（1994, 1996, 2003, 2007, 2016）对此进行了充分的讨论。然而，发展中国家和发达国家的投资政策越来越注重扶持私人投资和吸引外部资金，从而推动各国普遍采用通货膨胀目标作为宏观经济政策的指南，并期望价格稳定和低利率为私人资本积累创造适宜的环境。与此同时，还采取了一些措施，旨在通过放松管制、降低企业税、国有资产私有化、签署投资条约等方式，降低“做生意”的成本。

这些政策总体上实现了提高私人资本盈利能力的近期目标，但未能使生产性投资达到前几十年的规模，更遑论达到实现充分就业和结构变革所需的投资水平（UNCTAD, 2018）。相反，这些政策使得企业利润越来越多地流向金融部门，这证实了批评者的警告，即寻租行为的兴起取代了利润与投资之间强劲的纽带关系（TDR 2003; TDR 2016; TDR 2017）。<sup>6</sup> 被忽视的教训是，持续增长和结构转型需要国家通过政府投资和管理私人投资来“定向推进”（Wade, 2014），这两项活动对支持生产多样化和技术进步至关重要（IMF, 2018）。

长期的实证研究传统表明，并非所有经济部门都有同样的潜力来提高收入和生活水平，特别是在发展中国家。战后初期几十年的正面发展

经验与1980和1990年代“失去的二十年”的负面发展经验尤其证实了产业部门的关键作用，因为它与其他经济部门有广泛的后向和前向联系。<sup>7</sup> 服务业的扩张虽然也是成功的现代经济的一个特征，但它往往是发展的一个标志而非发展的原因，因为来自产业部门的需求往往推动服务业增长，即使在印度数字服务繁荣发展等案例中也是如此（Ghose, 2014）。

工业化（和过早去工业化）的实际经验凸显出国家在制定综合产业政策以应对一系列关键挑战方面的作用（Storm and Naastepad, 2005; TDR 2016），其中包括人们熟知的下述各种因素带来的一系列协调方面的挑战：市场失灵及私人回报与社会回报脱节；未能利用与规模收益增加相关的动态收益；过度竞争导致价格战、破产和社会成本高昂的资源再分配，从而造成资源浪费，产生损害；变革造成暂时失业和利润损失，因此受到抵制，产生经济僵化的威胁。

总投资通过拉动总收入和总利润从而拉动储蓄来产生所需的资源。<sup>8</sup> 总投资不受经济中现有储蓄流的限制，但它确实要求通过信贷创造或其他形式的融资提前获得未来的储蓄。尽管总储蓄服务于投资支出，但家庭、企业、政府和外部资源对这类储蓄的贡献程度和方式也很重要，并会对增长和分配产生影响。同样，金融体系将信贷引向生产性投资和其他投资的方式也会产生影响，特别是对长期投资产生影响（第六章）。但是，要建立有利于长期、创新和生产性投资的融资选择，须调节利率、分配信贷并有外国直接投资流入，所有这些都需某种程度的资本管制和汇率管理（第四章和第五

章)。鉴于所有经济体都高度依赖国际资本市场，一项能够引导增长走上可持续道路的产业政策需要一项适当的金融政策。

产业能力投资应该与基础设施投资齐头并进。由于公共部门基础设施投资规模庞大，并能对其他投资产生“挤入”效应（即对新的经济活动的刺激效应对现有经济活动的扩展效应），因此在每个经济体中都发挥着重要作用。<sup>9</sup> 基础设施投资的战略作用和社会价值意味着，其收入很难由私人投资者完全占用，因此必须有政府的参与才能使之达到理想水平（Aghion and Howitt, 2006）。然而，近几十年来，许多国家的基础设施支出不足（TDR 2018）。一个原因是资金不足，尤其是当政府面临削减预算的压力和政策主权受到挑战时。为了调动私人资本，大多数国家尝试了各种形式的公私伙伴关系，但正如上一章所述，在许多公私伙伴关系中，收入和风险分配不均，收入主要归于私人投资者，而风险大多由政府承担。诸如国家开发银行的长期贷款一类的非市场融资办法能够更有效地为有利于可持续发展的具有战略重要性的投资提供资金（见第六章）。

### 3. 投资于绿色转型

基础设施投资为向碳密度较低或“脱碳”的全球经济转型提供了一个独特的机会。气候保护需要尽快启动新一轮大规模投资，并且不仅限于基础设施、能源改造和其他碳排放部门（Steffen et al., 2018; IPCC, 2018）。所有国家都必须创造、安装和维护新的低碳技术（Bovari et al., 2018; Millar et al., 2017; Geels et al., 2017; Steffen et al., 2018; Fankhauser and Jotzo, 2018），特别是由于还存在着碳密集型全球化价值链。<sup>10</sup>

在能源效率和可再生能源供应方面有众多投资机会，其中许多机会以今天的价格而言已经具有成本效益，<sup>11</sup> 还有许多机会尚未商业化，但对全球经济彻底脱碳来说同样是必要的。<sup>12</sup>

对发展中国家而言，绿色投资带来了发达国家工业化时所没有的挑战和机遇。尽管所有国家

都必须安装新的基础设施，但大多数发达国家可能已经安装了陈旧低效的基础设施。在能源基础设施方面，两个突出的例子是调峰设施和远距离输电。

收入的增加意味着高密度城市地区向住宅电力需求模式的转变，本世纪大部分人口、收入和基础设施的增长都将发生在这些地区。空调和照明都需要在每天晚上大幅提高能量输出，这是由大部分时间闲置的调峰设施来满足的。高收入国家一般都经历了开发足以满足电网最大需求的调峰设施的过程。相比之下，许多发展中国家仍在规划和创建自己的能源系统。因此，在一些发展中国家，清洁能源节省的可用资源更多：在发达国家，采用节能灯泡等新技术可以省下现有调峰设施的燃料成本，但不能省下其资本成本；在发展中国家，同样的技术选择既可以省下新调峰设施的资本成本，又可以省下其燃料成本。

同样，通过以城市为中心的国家电网向偏远社区输送能源，需要大笔长途传输费用。这方面也是一样，包括加拿大和美国在内的许多发达国家已经对这些长途连接进行了投资。在这种情况下，清洁能源可以避免与化石燃料相关的燃料成本和排放，但不能避免（已经沉没的）将电线延伸到农村的资本成本。对于未接入电网的偏远社区，可节约的成本可能更大。所谓的“微电网”系统将小规模电源与当地客户的需求联系起来，这种系统可以提供更好的社区能源服务，但不试图进行接入统一国家电网所需的更大投资（IRENA, 2018a）。

事实上，一个大国的最佳能源系统可能是一个微电网结构，而不论人口密度或收入如何。在这种情况下，发展中国家可以跳过开发单一国家电网这一昂贵阶段，跃进到基于微电网的分散结构。就像手机技术让发展中国家“跳过”创建固话系统的费用一样（Aker and Mbiti, 2010），微电网技术也能让它们跳过创建和扩展统一国家电网的费用。

这种“绿色”投资为“全球绿色新政”提供了机会，在全球范围内重塑大萧条时代的标志性

政策，有可能带来收入和就业增长以及气候稳定、清洁空气和其他环境效益。收入分配也将得到改善，因为绿色投资创造的许多就业机会必然属于投资地 (ILO, 2018)。这一进程可以推动发达国家更接近充分就业，并帮助发展中国家改善工作条件。

有各种关于绿色转型的就业影响的估算，详细分析表明，如果将创造和失去的就业机会都考虑进来，各部门总共将净增加 1,800 万个就业机会 (ILO, 2018)。能源部门尤其有可能成为创造就业的主要引擎。2017 年，可再生能源行业的全球就业人数达到 1,030 万 (IRENA, 2018b)。就业进一步增长的机会很大，因为现有的就业机会集中在迄今为止推广可再生能源的少数国家。为扩大清洁能源和就业还有很多工作可以做，即使在已经开始采用可再生能源的国家也是如此。在欧盟，1995 年至 2009 年向清洁能源的转型创造了 530,000 个新的就业机会，按国家分布数目不均；三分之一的新工作是一个欧盟国家的政策对另一个国家的跨界影响的结果 (Markandya et al., 2016)。

清洁能源创造的就业机会既包括建筑和安装所需的劳动力，也包括供应能源部门的基础材料行业的工作 (Pollin, 2015)。2011 年的一项研究估计了美国到 2030 年实现 20% 的电力来自风力发电所需的材料，发现每年需要增加 680 万吨混凝土和 180 万吨钢铁的消耗量 (Wilburn, 2011)。

节能还通过另一种机制创造就业机会。当节能措施减少或消除能源消耗时，通常会降低家庭能源成本。除了最富裕的家庭之外，这会释放部分收入，用于增加其他商品和服务的支出，间接创造许多经济部门的就业机会。

投入产出分析发现，可再生能源和节能可以比化石燃料行业创造多得多的就业机会——最近的一项研究 (Garrett-Peltier, 2017) 认为，每百万美元支出创造的就业机会几乎是后者的三倍。就美国而言，当前能源系统的低效率和清洁能源成本的大幅下降意味着，到 2050 年，温室气体排放量有可能减少 80% (GHG)，而能

源成本不会净增加，就业机会却会大幅增加 (Ackerman et al., 2015)。在这种情景下创造的 55 万个净新工作岗位中，超过四分之三在建筑业和制造业。基于更零碎数据作出的关于非洲的一项投入产出分析也表明，清洁能源有类似的创造就业机会的潜力，而且减少温室气体的力度会更大，同时还会降低每份工作的成本 (Cantore et al., 2017)。

随着清洁能源倡议和温室气体减排政策带来大量就业机会，人们很容易将它们视为当地工业发展的潜在基础。例如，印度于 2011 年积极开启太阳能产业，并建立了国内生产激励机制。然而，这违反了世贸组织的规则，该规则禁止向国内生产者提供优惠支持。如果贸易规则继续压倒环境和发展问题，便很难充分实现“全球绿色新政”的潜力。绿色投资的可交易部分，包括光伏电池和组件，可以被低成本生产者垄断和出口，例如目前的中国。然而，清洁能源创造的大部分就业机会必然是本地的，要么是无法卖给外地的建筑和安装工作，要么是制造风力涡轮机等大型部件，这些部件对于长途运输来说过于昂贵 (ILO, 2018)。

#### 4. 投资融资：信贷创造、金融监管和气候保险

信贷创造和生产性投资的脱钩表明，扩大生产性投资需要谨慎监管信贷，既要支持生产性活动，又要避免助长引发不稳定的活动。

生产性投资，特别是基础设施投资，主要是长期投资，需要金融系统可靠地提前供应未来的储蓄，特别是以长期信贷的形式。<sup>13</sup> 资金需求量可能很大。例如，研究表明，经济的快速脱碳将需要连续几十年增加相当于国内生产总值 1-2% 的投资 (Williams et al., 2014; Agora Energiewende, 2018; Pollin, 2018)。如果将其视为对灾难性损失的保险，这就是个小数目 (Ackerman, 2017)，但却足以让许多企业的企业和政府资产负债表吃紧。虽然阻止气候变化并没有实际成本，因为它会永久地延长和改善全球经济的生产寿命 (Rezai et al., 2012)，但资金不足会阻碍必要的投资 (Baer et al., 2009; Mazzucato and Semieniuk, 2018)。<sup>14</sup>

总体而言，成功的融资战略需要一定程度的规划。如第六章所述，国家开发银行和其他直接信贷机构通常更有能力支持长期融资。央行可以提供帮助，发挥最后贷款人的作用，并监控银行的杠杆和放贷行为（包括任何放贷目标）。

可持续的全球增长要求包括中央银行和金融市场主管当局在内的金融监管机构遏制引发不稳定的金融交易，使金融回归为生产性投资提供资金的对社会有益的功能（Storm, 2018）。从执行的角度来看，正如后面几章将要讨论的那样，问题是这种“生产主义”融资方式需要在许多方面采取互补政策，包括国际资本管制（IMF, 2010a, 2011）、汇率管理、银行兼并不得影响金融稳定以及建立国际协议以解决主权债务危机和避免掠夺性金融行为等项政策。

总之，适当的信贷政策可以通过降低投资风险来刺激投资。但是，还有一些不确定因素是无法仅靠这些政策来消除的。汇率是一个主要因素，特别是对于制造业需要进口原材料和中间产品的发展中国家而言。在这些国家，汇率套期保值可以帮助减少货币错配，如果需求增长强劲，还可以促进投资。然而，如果总需求萎靡不振，则仅靠任何金融工具本身都无法刺激投资。尽管信贷和汇率政策可以解决关键瓶颈，但如果经济遭遇总需求不足的问题，那么，刺激增长的唯一途径只有直接开辟实际支出来源（TDR 2015）。

## 5. 收入再分配

工资、利润（及租金）和税收之间的收入分配是受政府政策左右和驱动的谈判过程的结果。<sup>15</sup>这是经济增长的关键，原因有二。首先，它可以决定工资收入相对于利润收入和租金的比重。由于工人的储蓄率低于资本家和食利阶层，因此，偏向劳动力的收入再分配通常会推动消费支出。原则上，视需求和分配之间的动态相互关系而定，这可能会也可能不会带来更高的增长和就业。实际上，由于全球经济至少在过去十年中需求不足，再分配是重振增长和创造更多就业机会所必需的。其次，工资不仅是生产成本的主要决定因素，而且也影响技术

进步，因为劳动力所占份额实际上是一个国家的企业面临的平均单位劳动力成本。较高的单位劳动力成本使企业有强大的动力投资于节省劳动力的技术（这会暂时产生更高的利润份额，直至工资重新谈判）和利润率更高的高端产品（Storm and Capaldo, 2018）。因此，从中期来看，收入再分配可以触发积极的动态变化，解除先前存在的技术边界对供应的限制。

特别是在发展中国家，供应侧的制约（与生产要素稀缺有关）是扩大产出和结构变革战略的主要障碍。但是，如果采取以供应为中心的对策，希望通过扩大稀缺要素的可得性来缓解制约，其结果可能适得其反，因为会对分配产生不利影响。相对价格，包括制成品和初级商品之间的贸易条件以及可贸易和不可贸易商品的相对价格，在发展进程中具有重要意义。这些价格的变化如果不协调一致，便会限制一个或多个工人群体的支出，从而限制总需求，产生通胀螺旋，或两者兼而有之。而问题是，在这些情况下，财政和货币政策无能为力，因此，将总需求恢复或增加到充分就业水平需要解决潜在的结构性问题（Ros, 2013: 259）。

## 6. 国际贸易和投资协定

国际贸易可以成为经济发展的强大推动力。国际条约有助于释放这种力量，但如果设计不当，也可能损害增长、就业和发展（Capaldo, 2015; Capaldo and Izurieta, 2018; Izurieta et al., 2018; Kohler and Cripps, 2018）。国际条约的最终效果取决于它们是加强贸易支持发展的渠道，还是使贸易从属于外国投资和国际资本市场。

《哈瓦那宪章》提议成立一个国际贸易组织来管理战后世界的国际贸易，认为贸易作为工业化和创造就业的工具可以发挥核心作用。出口通过两个主要渠道来支持经济发展：扩大总需求，与之相关的是规模经济和范围经济以及创新带来生产率的提高；提供外汇来源，便于从国外购买资本货物、原材料和中间投入，否则这些可能成为投资瓶颈。然而，近期对出口导向型经济增长的一味强调加上对贸易自由化想当然的各种优势都被用作必须在外贸以及投资

和金融领域进行监管改革的理由。这反映在目前走向“全面”的双边和诸边贸易协定<sup>16</sup>的趋势中，其中包括关于投资、金融和知识产权以及卫生、劳工和环境标准的章节。这些条款限制政府在产业政策、公共投资、金融监管和其他关键政策领域的选择，从而损害了国家政策主权(TDR 2014)。寻求通过国际贸易扩大经济增长和发展的国际协定事实上可能会限制经济增长和发展，因为它们对收入分配和政策空间会产生负面影响。这些协定还转移了人们对可接受的贸易壁垒的定义等重要的贸易监管问题的注意。公众对这种协定产生的结果不满，导致越来越多的反对意见，包括在美国反对“跨太平洋伙伴关系”，在比利时反对“全面经济和贸易协定”，在欧盟反对“跨大西洋贸易和投资伙伴关系”。发挥国际贸易优势同时控制其风险的一个更明智的办法是，谈判只涉及贸易条款(主要是关税、补贴、配额和优惠采购)的贸易协定，而将投资和金融问题留给另外的协定处理。这种协定将考虑到人均收入和就业多样化水平不一的各贸易伙伴特定的社会、经济和发展要求。

国际投资可以成为外汇来源和技术转让渠道，对工业化产生积极影响。但全面协定的谈判往往夸大这些好处，而淡化风险。例如，本来没有打算采取金融自由化措施的国家为了让本国出口进入外国市场、试图放松外汇限制，可能会同意采取金融自由化措施。但这种自由化可能会损害贸易谈判本应支持的产业；而且有可能实行自由化后也未必能吸引到预期的外国直接投资。在实践中，外国直接投资已被证明充其量只是一个有限的外汇来源，原因至少有二。首先，为开设新的活动而支付的款项通常采用已在该国开设的子公司的信贷形式，而不涉及外汇转移。第二，带来产业活动运作的外国直接投资最终也会带来外汇外流，因为要进口中间产品、支付特许权使用费和技术费用，还要实现利润回流(Ocampo et al., 2009: 3)。

## 7. 通过国际协调来促进增长、实现工业化和应对危机

没有明确的国际协调，通货再膨胀战略就无法发挥预期的作用。不加协调的政策忽视全球聚

合效应，会遭遇多重制约(如不可持续的对外逆差，迫切需要在减排与发展优先事项之间进行权衡取舍)，而协调则可以扩大政策空间，使不同国家面临的激励措施趋于统一。

相比之下，直截了当的出口导向型经济增长看起来唾手可得。其主要手段是削减单位劳动力成本，如今所有国家都被鼓励采用这一手段。这可能在中期内有所回报，但代价是带来长期问题。削减单位劳动力成本意味着损害实际工资增长，最终损害总需求。即使一个国家最初成功地扩大了出口和出口导向型就业，但工资停滞也意味着国内需求将踟躇不前，使经济增长依赖国外市场的持续扩张。此外，这一战略还会引发其他国家的竞争，从而形成全球性的“逐底竞争”。随着劳动力成本在全球范围内的削减，寻找不断扩大的市场来维持增长变得越来越难。各国在增加出口份额方面可能成功，也可能失败，但它们肯定会付出高昂的代价，具体表现为收入从工资转向利润，增长放缓，不稳定加剧，工业化前景减弱。

中期收益也不一定能够保证，因为在新自由主义时代，竞争性出口导向型经济增长并不是一场公平的游戏。只有生产系统不需要当前国际贸易和投资法律框架所限制的投入(如技术转让和基础设施公共投资)的国家，才能从利用静态比较优势中获得短期收益。此外，变化无常的跨境资本流动可能导致无端的汇率变动，不利于实现促进出口的中期目标。在当前的国际规则框架下，逆差国很少不经历经济衰退就能转向顺差国。因此，经常账户失衡往往会持续下去，并累积成不可持续的外债，成为一个反复出现的全球挑战。这就不可避免地需要国际政策协调，但采取的却是带有严格政策条件的救助计划这种不合情理的形式。在这种情况下，所有国家，但尤其是发展中国家，都有必要从政治上进行投入，建立各种形式的协调，以维护其政策主权，同时支持全球总需求和金融稳定(Helleiner, 2014, 2019)。

因此，国际协调至少有三项建设性功能。首先，它有助于抵消国际资本流动给国内政策带来的压力。商定的资本管制标准如果得到广泛采用，

将有助于在面临经济和金融紧张以及相关汇率压力时减少资本外逃。协调机制也可以提供缓冲，在汇率受到压力时能够承受得住。第二也是更为根本的是，国际协调可以防止经常账户长期失衡，同时保护全球需求，例如，设立要求所有国家扩大国内支出、并要求顺差国更快地增加支出的机制 (Keynes, 1929; UNCTAD, 2014)。各清算联盟可以实施“回收利用”对外顺差的机制，采取稳定门槛的规则，使用名义货币衡量失衡，通过贷款机制消除失衡。清算联盟对发展中国家特别有用，因为它们为可能的对外逆差融资问题提供了一个有效的解决方案。第三，正如第五章所指出的，税收政策的协调能够极为有效地增加所有国家的财政收入。

协调显然也是全球气候行动政策取得成功的根本前提。不协调的环境政策已经失败并且还会继续失败，无法稳定气候和阻止环境退化 (IPCC, 2018)。除非有可行的替代办法，否则拥有丰富碳能源的发展中国家在面临紧迫的发展优先事项和粮食不安全等更紧迫的挑战时，将会继续利用碳能源。根据国际贸易和投资条约的现行标准，绿色技术转让通常被视为侵犯知识产权，从而使气候政策谈判陷入僵局。虽然许多发达国家已经变得更加节能，但它们继续支持一个提供（并实施）低成本和低标准制成品的贸易体系 (Schröder and Storm, 2018)。显然，

只有通过明确的协调，谈判支持采用必要的能源使用标准，才能在此基础上使每个国家面临的激励措施趋于统一。

国家增长战略如能在全球范围内保持一致，那么成功的机会就更大。危机应对工作如能协调一致，效力和效率也会更高。一方面，（经济、金融、环境）危机往往在不同的时间侵袭不同的国家，因此总体而言，让那些幸免于此的国家承担一些应对危机的责任会更有效率。例如，外汇储备是全球需求的“漏损”，但在货币或国际收支危机期间，外汇储备也是一个重要的缓冲。如果能够就外汇互助作出可信的承诺，例如通过正式的货币互换协议或通过汇集并借出储备的机构，就可以控制货币危机，而无需更多的储备积累，并能减轻发展中国家（第五章）和全球经济的负担。正是这一理念启发出了布雷顿森林体系。同样，发达国家可以支持发展中国家扩大政策空间，以支持它们投资于气候稳定的能力。

国际协调作为支持长期增长战略的机制和应对危机的工具，参与的国家越多，效率就越高。但在某些情况下，较小的协调安排也是有益的——例如，许多区域基金、区域支付系统和为遏制汇率波动风险而建立的汇率协议就证明了这一点（第四章）。

## D. 以实证的方式制定中期战略

为使前述讨论更加具体，本节对2030年之前全球经济可能如何运行作了一番实证评估。首先，有必要根据看得到的趋势思考当前政策将走向何方。其次，可以大致列出B节所述政策变化会带来哪些不一样的结果。

如果继续采取当前的政策立场，从现在到2030年，全球经济将面临更慢的增长和更高的不稳定性。随着全球劳动力所占份额持续下降，家庭支出将会减少，从而进一步降低投资生产活动的动力。至少，这将意味着发达国家就业创造乏善可陈、工资停滞不前，发展中国家国内市场扩张缓慢（或出现负增长）。随着各国政府

继续加入全球“逐底竞争”，这两种结果都将恶化，从而推动劳动力成本的进一步削减。总需求扩张将进一步放缓，因为政府继续减少社会保障福利，放弃基础设施投资，这也将使供应制约更加吃紧。与此同时，放任信贷创造将继续助长引发不稳定的金融交易，同时又无法刺激私人生产性投资。最后，由于缺乏足够的投资和国际技术转让协议，碳排放将继续超过巴黎目标。

本节一反当前趋势，讨论如果采取一套国际协调政策，包括收入再分配、财政扩张和以经济发展、社会保障及绿色技术为核心的国家主导

投资，经济增长、就业、劳动收入和碳排放方面可能产生何种结果。所述结果为所述选项范围内的现实结果，根据对每项政策的效果进行严格估算后得出。

## 1. 收入再分配

为了扭转收入分配的倒退趋势，劳动力所占份额必须恢复到 1990 年代中期的较高水平。在中期内，这可以通过支持员工薪酬同时限制利润增长的劳动力市场监管逐步实现。主要手段有：提高最低工资，加强集体谈判机构，以及增加雇主的社会保障缴款。实际上，数据表明，现实地看，发达国家的劳动力到 2030 年可以至少恢复自 1990 年代末以来损失的收入份额的一半，而这一份额在发展中国家可以增长得更快，以更显著地推升国内需求，并最大限度地减少与发达国家的劳动力成本竞争(图 3.7)。

如上一节所述，劳动力所占份额的增加将主要通过支持家庭支出和间接支持企业投资，推动国内生产总值增长。为吸引所有国家采取必要的政策，国际协调至关重要。没有协调，提高劳动力所占份额的国家便将面临竞争力下降的前景，哪怕只是从狭义的劳动力成本水平上面临竞争力下降，也可能足以使这些国家远离这种政策。

表 3.1 中的系数是对劳动力所占份额增加的扩张效应的现实估算，这与其他实证研究的结果一致(Lavoie and Stockhammer, 2013;

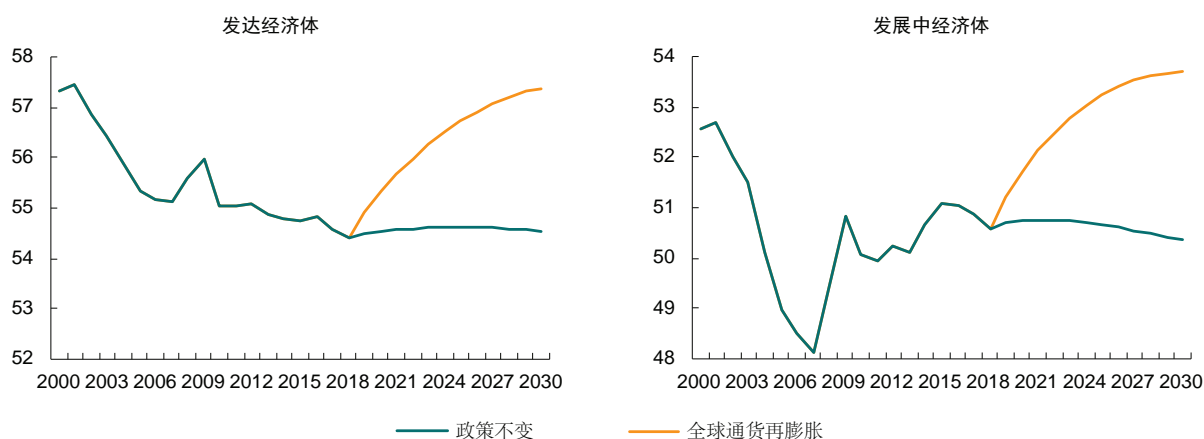
Stockhammer and Onaran, 2013; Storm and Naastepad, 2012: 5)。这些系数表明，劳动力所占份额增长 1% 之后，国内生产总值会出现的增长额，但未考虑来自其他国家的任何反馈效应。因此，例如在美国，劳动力所占份额增加 1%，国内生产总值估计将增长 0.38%。协调一致的政策的效果还要高于这些数字。

## 2. 财政扩张

为了维持全球需求，发达国家和发展中国家都必须继续扩大政府支出，但支出的成分在不同背景下发挥的作用不尽相同。总体而言，在发达国家，必须大幅增加商品和服务支出，才能满足对公共投资的需求，特别是对绿色基础设施的投资需求(图 3.8)。本文所列战略表明，国内生产总值平均增长 2% 应是一个合理的数字。也需要增加政府转移支付(如政府雇员的养老金、失业救济金、公共卫生系统的资金供给、食品补贴、生产补贴等)，以满足人口老龄化的需求(图 3.9)。这与当前政府转移支付下降的趋势形成鲜明对比。在发展中国家，必须加快速度增加政府转移支付，以抵消长期紧缩的影响，并建立更强大的社会保障体系。这些国家的商品和服务支出从绝对数额上必须继续增长，但在国内生产总值中所占份额必须略有下降，以尽量减少通货膨胀压力和公共预算压力。

政府支出估计乘数表明，这种扩张将通过提高国内生产总值和(在其他条件相同的情况下)

图3.7 劳动所占份额：就业收入在国内生产总值中的百分比，2000-2030年



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

**表3.1** 部分国家劳动所占份额增加对国内生产总值的影响

(工资份额增加1%后国内生产总值的百分比变化)

	直接税
阿根廷	0.32
澳大利亚	0.30
巴西	0.34
加拿大	0.28
加勒比	0.28
中国	0.26
法国	0.30
德国	0.26
印度	0.23
印度尼西亚	0.29
意大利	0.30
日本	0.34
大韩民国	0.22
墨西哥	0.24
其他欧盟经济体	0.28
俄罗斯联邦	0.31
沙特阿拉伯	0.21
南非	0.25
土耳其	0.21
英国	0.27
美国	0.38
北非	0.19
其他非洲经济体	0.23
其他转型经济体	0.22
其他发达经济体	0.25
其他东亚经济体	0.20
除欧盟之外的其他欧洲经济体	0.25
其他南美洲经济体	0.32
其他南亚经济体	0.47
其他西亚经济体	0.20

资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

注：数字表明工资份额增加一年内产生的影响；其他东亚经济体包括朝鲜民主主义人民共和国、中国香港、马来西亚、蒙古和新加坡；除欧盟之外的其他欧洲经济体包括挪威、塞尔维亚和瑞士；加勒比包括哥斯达黎加、多米尼加共和国和牙买加；其他欧盟经济体包括克罗地亚、爱沙尼亚、希腊、荷兰、挪威、葡萄牙、西班牙和瑞典；其他西亚经济体包括伊拉克、黎巴嫩和阿拉伯联合酋长国；北非包括阿尔及利亚、埃及、利比亚、摩洛哥和突尼斯；其他转型经济体包括格鲁吉亚、哈萨克斯坦和乌克兰；其他发达经济体包括以色列和新西兰；其他南美洲经济体包括智利、哥伦比亚、厄瓜多尔和秘鲁；其他南亚经济体包括阿富汗、孟加拉国、伊朗伊斯兰共和国和巴基斯坦；其他撒哈拉以南非洲经济体包括安哥拉、刚果民主共和国、肯尼亚、尼日利亚以及除南非之外的撒哈拉以南非洲国家。

增加税收来收回部分成本(表3.2)。但在所有国家，税收政策都将通过提高个人和企业所得税的边际税率，在支持再分配，并在确保政府赤字的可持续性方面发挥重要作用(图3.10)。直接税估计乘数(表3.2)表明，累进税的增加

**表3.2** 财政乘数(政府的商品和服务支出增加10亿美元后国内生产总值的增长)(百万美元)

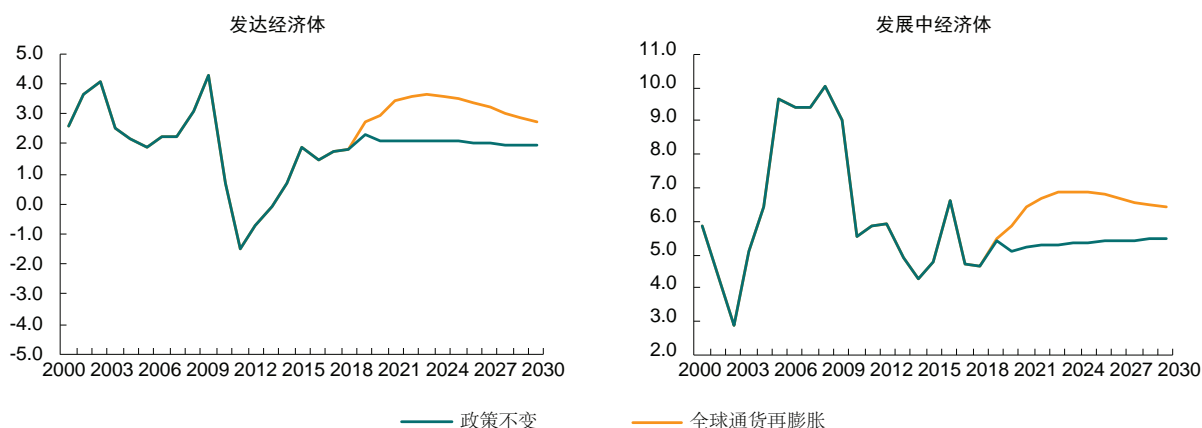
	政府支出	直接税
阿根廷	1.618	-204
澳大利亚	1.525	-122
巴西	1.671	-189
加拿大	1.360	-73
加勒比	1.522	-207
中国	1.724	-206
法国	1.340	-80
德国	1.291	-85
印度	1.505	-223
印度尼西亚	1.779	-252
意大利	1.408	-154
日本	1.646	-181
大韩民国	1.315	-129
墨西哥	1.428	-212
其他欧盟经济体	1.326	-104
俄罗斯联邦	1.602	-145
沙特阿拉伯	1.282	-102
南非	1.469	-209
土耳其	1.421	-207
英国	1.374	-119
美国	1.752	-218
北非	1.316	-141
其他非洲经济体	1.455	-203
其他转型经济体	1.442	-183
其他发达经济体	1.391	-124
其他东亚经济体	1.181	-114
除欧盟之外的其他欧洲经济体	1.302	-88
其他南美洲经济体	1.606	-183
其他南亚经济体	1.489	-192
其他西亚经济体	1.297	-104

资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

注：见表3.1。

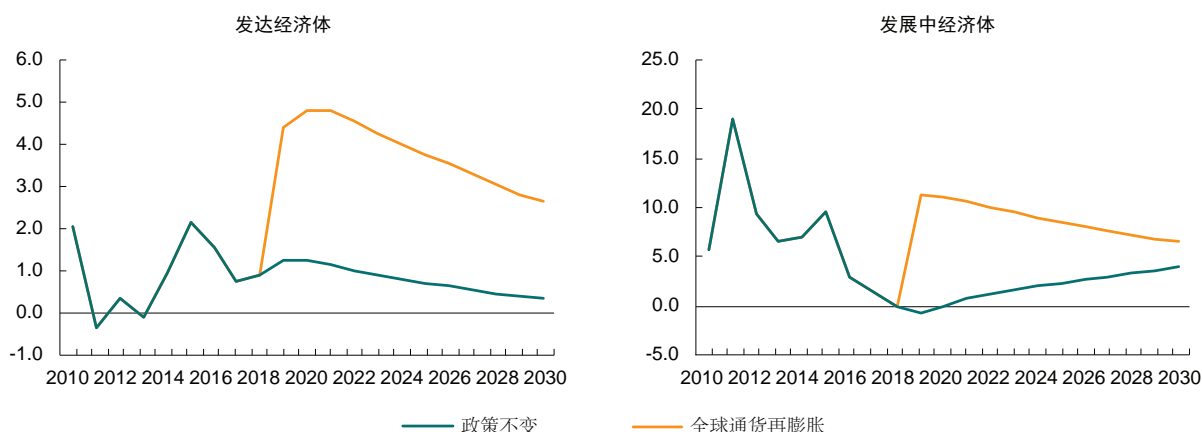


**图3.8 政府的商品和服务支出，2000-2030年**  
(以2005年不变购买力平价美元计的同比百分比变化)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

**图3.9 扣除补贴后的政府转移支付和其他支出，2010-2030年**  
(以2005年不变购买力平价美元计的同比百分比变化)



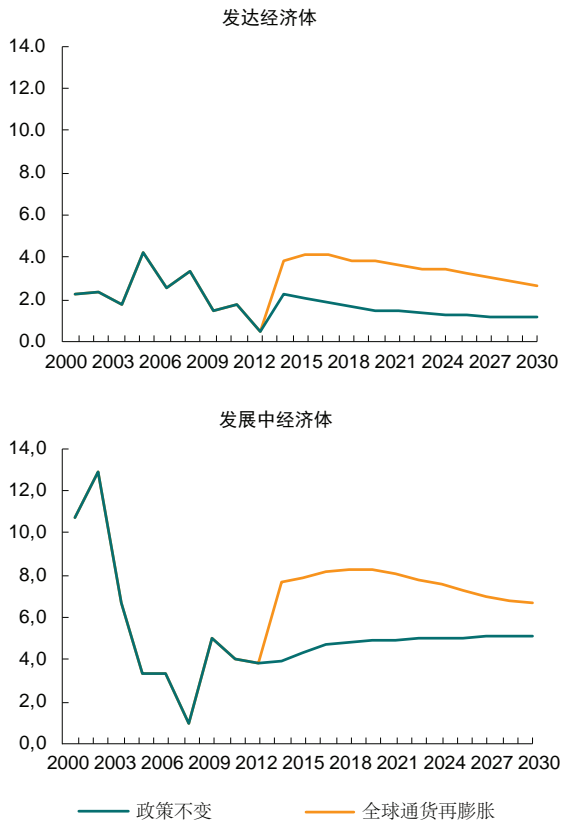
资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

对总需求几乎没有负面影响，反之，减税几乎没有正面影响（当减税只惠及企业和富人时，这种影响可以忽略不计）。因此，在发达国家和发展中国家，提高直接税的累进性与扩大政府支出和逐步减少政府赤字并不相悖。在这一领域，国际协调非常重要，正如在再分配政策上一样，因为考虑到税收竞争的可能性，政府很容易放弃提高直接税。此外，如插文 3.1 所述，发行储备货币的国家——特别是美国，一定程度上也包括发行主要货币的其他发达经济体（如日本和英国）——可能将提高税率与某种“功能财政”结合起来，作为政府支出扩张的融资手段。

### 3. 更加绿色的前景

全球实现可持续发展目标的努力因环境目标而变得尤其具有挑战性。本章提出的发展议程需要发达国家和发展中国家的产出和需求持续增长，这意味着对能源和初级商品的需求大幅增加。在这方面，实现环境目标需要在三个层面做出努力：(a) 大幅提高能源效率，这可以有效降低能源需求对经济增长的敏感度；(b) 减少碳能源生产，通过增加非碳能源生产来部分予以补偿；(c) 进行支持能源转型的技术和资金转让。最后一点对发展中国家尤为重要，目前预计发展中国家在未来几十年将比发达国家增长

**图3.10 税收总额，2010-2030年**  
(以2005年不变购买力平价美元计的同比百分比变化)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

更快，但它们在采用绿色技术方面却普遍落后，而且往往依赖碳能源出口来获取外汇。国际协调对于打破这种依赖具有决定性作用。

**(a) 能源需求**

自1970年以来，全球能源需求占全球国内生产总值的比例以平均每年1%的速度下降(按实际价值计算)，但能源需求水平却有所提高。如果这一趋势持续下去，全球经济如上所述继续增长，那么，到2030年，全球能源需求将比2010年高出近60%。这将意味着环境超标。事实上，气专委设想的最糟糕情景假设的是全球需求仅增长44%(IPCC, 2018: 14)<sup>17</sup>。此外，气专委认为可接受的所有情景都假设，全球国内生产总值适度增长(接近上述基线，每年约3.5%)，而不是快速增长。

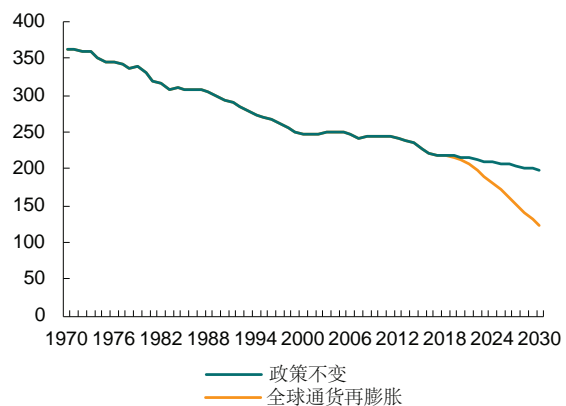
实证证据表明，本章提出的可持续增长战略适合到2030年全球能源需求比2010年增长约

14%的情景。由于这项战略会带来更快的国内生产总值增长(每年约4.7%)，因此，每单位产出的能源需求必须平均每年下降约4.5%。与目前1%的趋势相比，这显然是相当雄心勃勃的(见图3.11)。但国际证据表明，这是可行的。例如，在第二次国际石油危机的压力下，法国、日本、美国和西德的能源效率在五年甚至更长一段时期中每年提高了4%甚至更多。一些发展中国家原来效率水平较低，后来也实现了持续提高。在整个1980年代和1990年代，中国的能效平均每年提高近6%，2012年以后每年提高近7%。与此同时，在2000年代，当油价持续上涨时，印度的能效以平均每年近3%的速度得到提高。

**(b) 能源生产和二氧化碳排放**

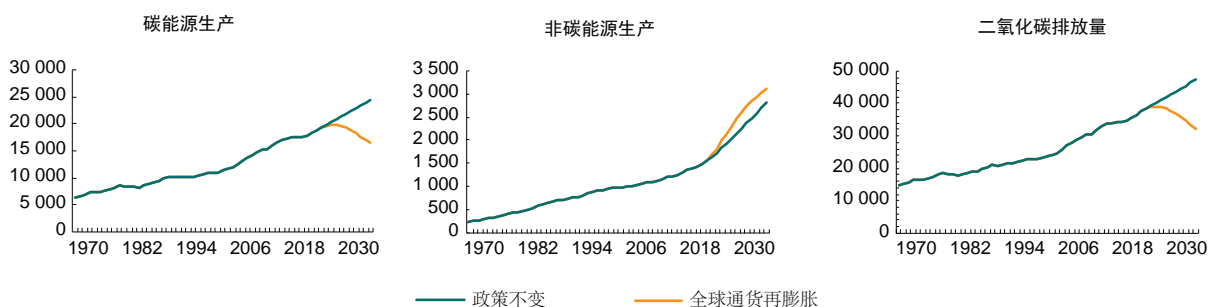
提高整体能源效率只是挑战的一个方面。另一方面的挑战是从碳能源转向非碳能源。目前全球能源总产量约为200亿吨石油当量，其中约8%来自可再生能源。这种构成使二氧化碳排放总量达到360亿吨的水平。如果预计未来继续沿用当前的生产模式，那么，即便考虑到非碳能源生产的适度加速，到2030年二氧化碳总排放量也将达到475亿吨，这意味着全球碳能源和非碳能源产量分别将达到240亿吨石油当量和30亿吨石油当量。另外一种可能是，为了到2030年达到最低限度可接受的环境目标，气专委在一个比较温和的设想方案中提议，2030年二氧化碳总排放量比2010年减

**图3.11 全球产出的能源强度(量)，1970-2030年**  
(克石油当量)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

图3.12 能源生产和排放，1970-2030年



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

注：MTOE = 百万吨石油当量。

少 41%，同时假定能源生产总量增加 21%。这就需要完成向非碳能源转型这一极其艰巨的任务。经过各种情景的试验，看来只有比较温和的改善才可能符合在全球范围内实现化石燃料产量下降和非碳能源产量显著增加这一相对成功的国家模式。更具体地说，可以假设碳能源生产迅速减速和连续下降，从目前的 180 亿吨以上下降到 2030 年的 150 亿吨石油当量，同时可再生能源生产显著加速，从 15 亿吨增加到约 35 亿吨。这种结合将使二氧化碳总排放量到 2030 年下降到约 300 至 320 亿吨（见图 3.12）。这可能对应着位于气专委所述“无超标或有限超标”与“大幅超标”之间的一个情景。然而，实现这一目标所需的政策变革程度不可小觑。

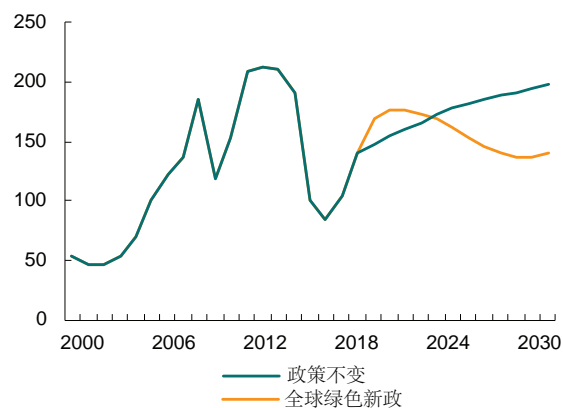
(c) 进一步要求：应对贸易条件冲击、投资与金融

这样一个全球规模的变革性议程即使只能带来有限的结果，却极具挑战性。能源效率的提高和向非碳能源的转变需要技术共享和财政支持，投资活动，包括上文讨论的对有形基础设施和社会基础设施的公共投资，也需要以此为基础。技术共享至关重要，因为只有少数经济体在生产新形式的能源方面取得了足够的进展，达到了成本效益要求的规模。对其他许多经济体来说，门槛太高，最可取的做法可能是不加入“绿色”议程，因为它们缺乏适当的技术和财政资源来支付其费用。此外，全球范围

内对化石燃料能源的远离，以及全球能源需求相对于产出的下降推定，意味着全球化石燃料产品的价格将持续面临下行压力，即便全球财政再膨胀和大举投资最初将导致某种程度的油价上涨。

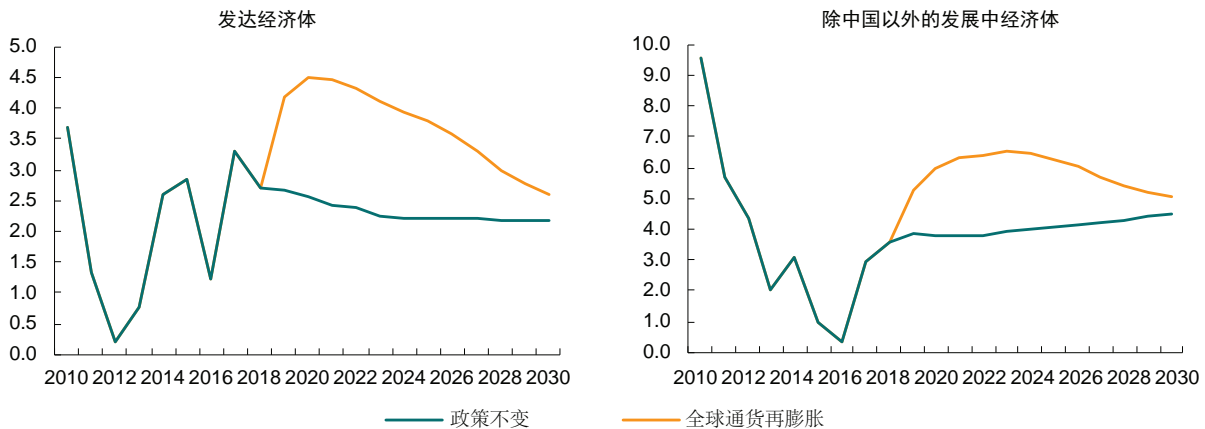
在这种情况下，石油价格——与从当前趋势得出的预测相比——可能会发生如图 3.13 所示的变化。视未来的环境议程在多大程度上将纳入其他初级商品在生产和可重复使用方面的改进以及提高能源效率的技术而定，这一议程很可能会使大多数发展中经济体的贸易条件严重受损，因为这些经济体的外汇收入仍然严重依赖初级商品。事实上，研究表明，实现排放目标不仅需要减少对石油的依赖，而且还需要减少对初级商品的依赖 (Izurieta and Singh, 2010)。

图3.13 另类情景下的油价 (指数，2005 = 100)



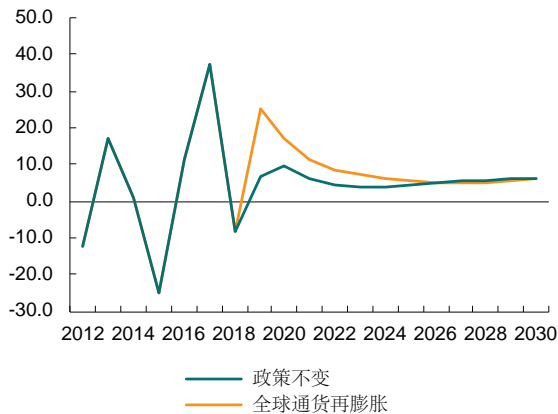
资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

**图3.14 (私人和公共)总投资增长，2000-2030年**  
(以2005年不变购买力平价美元计的同比百分比)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

**图3.15 (国内和国外)融资需求总额占国内生产总值的份额，不包括中国，2012-2030年**  
(以2005年不变购买力平价美元计的百分比)



资料来源：贸发会议秘书处的计算结果和联合国全球政策模型。

也就是说，一方面，假定的快速增长和可持续发展战略要求发达经济体和发展中经济体无论可行与否，都要大力推动公共投资和私人投资（见图 3.14）。这意味着，在这两组国家中，推动长期投资的国内资金需求相当巨大。

另一方面，对大多数发展中国家来说，财政可能非常拮据。实行一项有利于减缓气候变化所

需技术转让的全球协调议程将部分缓解这一问题。还可以认为，从上述石油价格的预期模式（一些供应基础设施和固定资本生产的初级商品也可能表现出这一模式）来看，至少在最初，出口国会有更多的外汇来源。但最终这一战略将要求发展中国家在国内和国外融资方面大幅增加对资源的需求，在头四、五年里，每年的增长幅度大约在 10% 以上，此后每年的增长幅度将降至 4-5%（见图 3.15）。诚然，2016-2017 年资金需求也大幅增长，但这主要是由于 2013 年“缩减恐慌”后从资金需求从下跌后复苏所致。此外，2012 至 2018 年间，金融需求的主要驱动力是量化宽松引发的投机。相比之下，2019 年后由全球协调战略产生的增长将主要由生产性投资和基础设施融资推动。

当然，以上所述是关于预测的实证估算，这种预测的前提条件是打造真正的可持续发展议程的一套政策假设。但是，应该明确的一点是，增长和发展战略本身已经极具挑战性，而且又加进了环境目标，因此，需要在国家和国际两级付出巨大的努力。问题是，即使是轻度减缓气候变化所需的假定变化，是否也能带来增长和就业。

## E. 结论：协调是增长、就业和气候稳定的关键

实现可持续发展和经济增长的战略可以有多种途径，这要视每个国家的结构条件和制约因素而定。但是要考虑的主要因素可以从上述乘数分析（表 3.1 和表 3.2）中得出。如果政策制定者成功地将劳动收入所占份额提高到不久前的水平，那么，经济增长每年将增加 0.25% 到 0.75%，因国家而异。如果所有国家或大多数国家都朝着同一方向行动，那么，反馈效应将带来更快和更持久的增长。国际协调是确保所有国家都接受的关键，也是通过加强贸易和金融网络来促进需求和生产率效应传递的关键。

如果对由增加累进税和信贷创造融资的联合财政通货再膨胀的影响进行评估，也可以得出类似的结论。单个国家的政府支出乘数从 1.3 到 1.8 不等。在全球或区域协调的议程中，这些效应会被放大。尤其重要的是初始财政推动能在何种程度上刺激私人投资（挤入效应）。考虑到许多经济体目前的需求疲软或不足，预计财政刺激将导致私人投资大幅增加，从而能比延续当前政策立场的做法更快地提高生产率。

为了建立低碳增长路线，为日益增长的全球人口实现粮食生产转型，更广泛地解决污染和环境退化问题，必须对清洁交通和能源系统进行大量公共投资。这就需要得到有效的产业政策的支持，综合运用普遍和有针对性的补贴、税收激励、贷款和担保措施，加速对研究、开发和技术改造的投资，通过新一代的知识产权法和许可法。发展中国家需要有特定的措施和支持，以帮助它们跨越当今发达经济体所走过的不清洁的老式发展道路。

在这种情况下，协调是关键所在，这有两个原因。首先，对许多国家特别是发展中国家

而言，对增长的制约可能不是来自需求，而是来自特定部门的供应瓶颈或外来资金的缺乏。需要采取协调一致的战略，确保任何此类冲击不会引发资本外逃，并通过贸易弥补国内供应不足。其次，许多发展中国家生产率增长的一个关键限制来自技术、专门知识和尖端资本设备。在许多情况下，这些国家将无法成功达到腾飞和实现成本效益所需规模经济的初始条件。开展协调支持技术转让和市场准入至关重要。

考虑到前述估算数字，并假定国际政策协调（包括南南合作）达到有效程度，似乎可以现实地设想，由再分配、财政扩张和国家主导的大举投资组成的一揽子政策将使发达经济体的国内生产总值持续增长率比维持当前模式下的结果提高 1% 至 1.5%。对于除中国以外的发展中经济体而言，增长率每年将比延续当前模式的预测水平高出 1.5% 至 2%。中国超出基线的增长可能会少一些，接近每年 1% 的水平。

根据目前创造就业的趋势，到 2030 年，这种成功的全球增长战略将在发达国家增加约 2,600 万个就业机会，在发展中国家增加 1.46 亿个就业机会（其中 4,000 万个将在中国）。与预计将达到 41 亿的全球劳动力总数相比，这些数字不大，特别是因为过去的经济增长对就业的影响更大。但是，由于服务业就业扩大，以国家主导的投资和社会支出为中心的协调战略产生的影响可能比本文预计的结果要大得多。因此，关于增长和就业以及环境结果的预测显然表明，要实现经济、社会和环境可持续的全球增长和发展，需要作出比本文所述更加果决的努力。然而，本节讨论的政策将切实推动全球经济朝着正确的方向发展。 ■

## 注

- 1 削减成本受到推崇，被视为启动经济增长的万灵药，其依据的研究表明，劳动力市场监管损害经济增长，而削减劳动力成本会促进私人投资(Besley and Burgess, 2004; Bernal-Verdugo et al., 2012; IMF, 2013a, 2013b; World Bank, 2008, 2019)。这种观点影响了政策建议(IMF, 2013a, 2017)、财政援助条件(European Commission, 2010, 2012, 2015)和国家排名(World Bank, 2018; World Economic Forum, 2017)。事实表明，劳动力市场灵活化的基本原理由于不现实的假设而存在偏见和缺陷，最近的一个例子便是从大衰退缓慢复苏的情景(见B节)。
- 2 在发展政策方面，这一观点在1950年代流行起来，影响了货币基金组织早期提出的条件(Polak, 1957)，并在1980年代和1990年代被纳入“华盛顿共识”、转型经济体的“休克疗法”方案(Lipton et al., 1990; *Financial Times*, 1992)和新兴市场金融危机的应对措施(IMF, 1998; World Bank, 1999)。
- 3 在政策讨论中，“财政空间”往往还有另一个内涵，指的是政策制订者害怕受到国内和国际投资者的惩罚，这些投资者往往认为，一切形式的公共部门行动都是“不负责任的”或“挥霍无度的”。但这不能成为主权国家财政政策行动的指南。
- 4 被称为“强制储蓄”的调整过程。在存在严格制约(如存在投资瓶颈或经济达到最大产能)的情况下扩大需求可能导致价格上涨，从而降低实际工资并增加实际利润，等于将收入从工人手中转移到盈利者手中。由于盈利者用于储蓄的收入份额比工人高，因此这种转移导致消费净减少，“迫使”国民收入中储蓄份额提高。
- 5 只要工资收入与物价指数挂钩，适度的通货膨胀就会降低债务的实际价值，从而将财富从债权人手中重新分配给债务人。这尤其有利于促进中小企业家的活动，他们往往遭遇信贷限制。这种情况下的政策关注点是，最初的扩张性推动是否能带动生产能力的充分迅速和可靠增长，从而消除制约因素。在这种情况下，每年10%至20%的通货膨胀率可能有利于持续增长和发展(UN DESA, 2008: chap. 1)。但是，如果产能没有增加，或者通货膨胀过快，结果就是工资和价格竞相上涨的恶性循环，导致不稳定和经济冲击。
- 6 早在大萧条时期，低利率总会促进生产性投资的观点已经被证明是错误的(Keynes, 1936)，但这一观点在过去几十年的学术文献中再次出现，并与“大缓和”观点联系在一起(Bernanke, 2004)。尽管这在大衰退前后几次被证伪(Godley and Lavoie, 2007; Storm, 2017a; Taylor, 2017)，但却依然流行。
- 7 目前正在进行关于部门活力的讨论(*TDR 2016*)。发展分析中最新的“制造业复兴”观点重新强调工业企业在当地集中的好处。阿尔弗雷德·马歇尔(Alfred Marshall)对工业区的分析(Marshall, 1920: 222)在“产业公地”的概念中得到再现、更新和扩展(Andreoni and Gregory, 2013; Best, 1999)。
- 8 凯恩斯(Keynes)因以下观点而一举成名(Keynes, 1936: 84)：总的来说，储蓄增加导致需求和收入下降。增加总投资的唯一方法是减少总储蓄，而这需要借款。关于当今金融体系背景下对这些关系的分析，见Wray, 2012。
- 9 关于挤入效应的文献已得到充分的讨论(Erenburg, 1993)，包括针对发展中国家的情况(Taylor, 1994)，联系政府投资低下(政府储蓄与投资之间的财政缺口)的问题，对私人投资不足现象进行了分析。
- 10 由于制造业在地理上的分散，排放数据会给人造成一种假象，即一些发达经济体减少了排放，而事实上，它们大多外包了碳密集型任务(Peters et al., 2017; Semieniuk, 2018; Schröder and Storm, 2018)。
- 11 经常讨论的例子有：节能措施(Panwar et al., 2011)、风力发电(Guezuraga et al., 2012; Lazard, 2018)、太阳能发电(IRENA, 2018a; Bloomberg New Energy Finance, 2018)、新型电池(*Greentech Media*, 2019)、电动汽车(Hao et al., 2017)和热泵等。
- 12 其中包括可再生液体或气体燃料、制造水泥的新配方和其他减少工艺碳排放的特定行业技术、气候智能型农业(de Oliveira Silva et al., 2016)和以公交为中心的高密度城市发展新模式。
- 13 仍然需要短期信贷来为企业支付工资和流动资金提供资金(Godley and Lavoie, 2007: 49–51)。
- 14 《巴黎协定》综合了成员国对减排的自愿承诺，呼吁到2025年每年捐款1,000亿美元，之

- 后捐款可能还会增加(Meltzer, 2016)。一方面, 这个数目对于实现气候稳定和可持续性来说太少; 每年需要的捐款以万亿美元计, 而不是以十亿百亿或千亿美元计。另一方面, 这个数目已经超过了《巴黎协定》缔约方实际上愿意提供的数额。2014年, 发达国家政府只同意向绿色气候基金认捐103亿美元(Waslander and Amerasinghe, 2019)。据世界资源学会称, 采用未来可能捐款的五种不同方法, 估计每年能得到140亿至660亿美元不等的捐款。对发达国家的捐款的争议部分反映了气候变化初始阶段的历史责任。一些分析框架试图为过去的排放和大气中温室气体的升高分配责任。这些框架往往推测, 在化石燃料经济发展中起步早得多的欧洲和北美的责任远远不止于国内气候损害(Baer et al., 2009)。
- 15 这被称为“初级”分配, 由此产生的收入(净工资、净利润和税收)被称为初级收入。除社会实物转移外, 货币和实物转移形成“二级”分配, 其结果便是“可支配”收入。剩余的转移支付产生“调整后”的可支配收入(United Nations, 2009)。
- 16 其中包括北美自由贸易协定(NAFTA)、全面与进步跨太平洋伙伴关系协定(CPTPP)、跨大西洋贸易和投资伙伴关系(TTIP)、欧盟一加拿大全面经济和贸易协定(CETA)和非洲大陆自由贸易区(AfCFTA)。
- 17 1970年代, 1美元的全球产出需要大约363克“石油当量”能源, 而2005年时只需要250克(产出以2005年不变美元表示)。到2018年, 每不变单位产出的能源需求已降至约218克。原油的平均密度为0.87克/毫升, 这意味着生产额外的一美元产出目前相当于燃烧近三分之一升的石油。每销售3美元(购买力平价), 世界上就有大约1升石油被烧掉。如果这一趋势继续下去, 到2030年, 每1美元(以2005年美元计)全球产出将需要大约195克石油当量或0.22升石油。

## 参考文献

- Acharya V, Drechsler I and Schnabl P (2014). A Pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk. *The Journal of Finance*. 69(6):2689–2739.
- Ackerman F (2017). *Worst-Case Economics: Extreme Events in Climate and Finance*. Anthem Press. London.
- Ackerman F, Comings T and Fields S (2015). *The Clean Energy Future: Protecting the Climate, Creating Jobs, and Saving Money*. Synapse Energy Economics. Cambridge, MA.
- Aghion P and Howitt P (2006). Appropriate growth policy: A unifying framework. *Journal of the European Economic Association*. 4(2/3):269–314.
- Agora Energiewende (2018). Energiewende 2030: The big picture – megatrends, targets, strategies and a 10-point agenda for the second phase of Germany’s energy transition. Berlin. Available at [https://www.agora-energiewende.de/fileadmin2/Projekte/2017/Big\\_Picture/134\\_Big-Picture\\_EN\\_WEB.pdf](https://www.agora-energiewende.de/fileadmin2/Projekte/2017/Big_Picture/134_Big-Picture_EN_WEB.pdf) (accessed 5 July 2019).
- Aker JC and Mbiti IM (2010). Mobile phones and economic development in Africa. *Journal of Economic Perspectives*. 24(3):207–232.
- Andreoni A and Gregory M (2013). Why and how does manufacturing still matter: Old rationales, new realities. *Revue d’économie industrielle*. 144(4):21–57.
- Baer P, Kartha S, Athanasiou T and Kemp-Benedict E (2009). The Greenhouse Development Rights Framework: Drawing attention to inequality within nations in the global climate policy debate. *Development and Change*. 40(6):1121–1138.
- Balteanu I and Erce A (2017). Linking bank crises and sovereign defaults: Evidence from emerging markets. Working Paper Series No. 22. European Stability Mechanism.
- Bell SA (1998). Can taxes and bonds finance government spending? Working Paper No. 244. Levy Economics Institute of Bard College.
- Bernal-Verdugo LE, Furceri D and Guillaume DM (2012). Labor market flexibility and unemployment: New empirical evidence of static and dynamic effects. Working Paper No. 12/64. International Monetary Fund.
- Bernanke BS (2004). The great moderation. Washington, D.C. 20 February. Available at <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/> (accessed 5 July 2019).
- Besley T and Burgess R (2004). Can labor regulation hinder economic performance? Evidence from India. *The Quarterly Journal of Economics*. 119(1):91–134.
- Best MH (1999). Regional growth dynamics: A capabilities perspective. *Contributions to Political Economy*. 18(1):105–119.
- Bhattacharya A, Gallagher KP, Muñoz Cabré M, Jeong M and Ma X (2019). Aligning G20 infrastructure investment with climate goals & the 2030 Agenda: A report to the G20. Foundations 20 Platform. Brookings. Washington, D.C. / Boston University.

- Boston, MA.
- Blanchard O and Leigh D (2013). Growth forecast errors and fiscal multipliers. Working Papers No. 13/1. International Monetary Fund.
- Bloomberg New Energy Finance (2018). *New Energy Outlook 2018*. Bloomberg. New York, NY.
- Boushey H, Nunn R and Shambaugh J, eds. (2019). *Recession Ready: Fiscal Policies to Stabilize the American Economy*. Brookings. Washington, D.C.
- Bovari E, Giraud G and Mc Isaac F (2018). Coping with collapse: A stock-flow consistent monetary macro-dynamics of global warming. *Ecological Economics*. 147:383–398.
- Boyd JH, Kwak S and Smith B (2005). The real output losses associated with modern banking crises. *Journal of Money, Credit and Banking*. 37(6):977–999.
- Boyer R (2012). The four fallacies of contemporary austerity policies: The lost Keynesian legacy. *Cambridge Journal of Economics*. 36(1):283–312.
- Cantore N, Nussbaumer P, Wei M and Kammen DM (2017). Promoting renewable energy and energy efficiency in Africa: A framework to evaluate employment generation and cost effectiveness. *Environmental Research Letters*. 12(3):035008. Available at <https://iopscience.iop.org/article/10.1088/1748-9326/aa51da/meta> (accessed 5 July 2019).
- Capaldo J (2015). The Trans-Atlantic Trade and Investment Partnership: European disintegration, unemployment and instability. *Economia e Lavoro*. 49(2):35–56.
- Capaldo J and Izurieta A (2013). The imprudence of labour market flexibilization in a fiscally austere world. *International Labour Review*. 152(1):1–26.
- Capaldo J and Izurieta A (2018). Macroeconomic effects of 21st century trade and investment agreements: The case of the Trans-Pacific Partnership. *Development and Change*. 49(4):951–977.
- Cerra V and Saxena SC (2008). Growth dynamics: The myth of economic recovery. *American Economic Review*. 98(1):439–457.
- Chang HJ (2003). *Rethinking Development Economics*. Anthem Press. London.
- de Oliveira Silva R, Barioni LG, Hall JAJ, Folegatti Matsuura M, Zanett Albertini T, Fernandes FA and Moran D (2016). Increasing beef production could lower greenhouse gas emissions in Brazil if decoupled from deforestation. *Nature Climate Change*. 6(5):493–497.
- Devries P, Guajardo J, Leigh D and Pescatori A (2011). A new action-based dataset of fiscal consolidation. Working Paper No. 11/128. International Monetary Fund.
- Diffenbaugh NS and Burke M (2019). Global warming has increased global economic inequality. *Proceedings of the National Academy of Sciences*. 116(20):9808–9813.
- Erenburg SJ (1993). The relationships between public and private investment. Working Paper No. 85. Levy Economics Institute of Bard College.
- European Commission (2010). The economic adjustment programme for Greece. Occasional Papers No. 61. European Commission. Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- European Commission (2012). The second economic adjustment programme for Greece. Occasional Papers No. 94. European Commission. Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- European Commission (2015). Greece: Assessment of the Commission, in liaison with the ECB, of the request for stability support in the form of an ESM loan, in compliance with Art 13 of ESM Treaty. European Commission. Available at [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2015-07-10\\_greece\\_art\\_13\\_eligibility\\_assessment\\_esm\\_en1.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2015-07-10_greece_art_13_eligibility_assessment_esm_en1.pdf) (accessed 11 July 2019).
- Fankhauser S and Jotzo F (2018). Economic growth and development with low-carbon energy. *Wiley Interdisciplinary Reviews: Climate Change*. 9(1):e495.
- Financial Times* (1992). Russia on the brink. 16 October. Available at [http://earth.columbia.edu/sitefiles/file/Sachs%20Writing/1992/FinancialTimes\\_1992\\_RussiaontheBrink\\_10\\_16\\_92.pdf](http://earth.columbia.edu/sitefiles/file/Sachs%20Writing/1992/FinancialTimes_1992_RussiaontheBrink_10_16_92.pdf) (accessed 5 July 2019).
- Financial Times* (2010). Maligned Germany is right to cut spending. 24 June. Available at <https://www.ft.com/content/216daeba-7f0c-11df-84a3-00144feabdc0> (accessed 11 July 2019).
- Garrett-Peltier H (2017). Green versus brown: Comparing the employment impacts of energy efficiency, renewable energy, and fossil fuels using an input-output model. *Economic Modelling*. 61:439–447.
- Geels FW, Sovacool BK, Schwanen T and Sorrell S (2017). Sociotechnical transitions for deep decarbonization. *Science*. 357(6357):1242–1244.
- Ghose AK (2014). India's services-led growth. Working Paper No. 01/2014. Institute for Human Development.
- Glyn A (2007). *Capitalism Unleashed: Finance, Globalization, and Welfare*. Oxford University Press. Oxford.
- Godley W and Lavoie M (2007). *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*. Palgrave Macmillan. New York, NY.
- Greentech Media* (2019). Hawaiian Electric announces “mind-blowing” solar-plus-storage contracts. 4 January. Available at <https://www.greentechmedia.com/articles/read/hawaiian-electric-industries-announces-mind-blowing-solar-plus-storage-cont#gs.nm751c> (accessed 5 July 2019).
- Guajardo J, Leigh D and Pescatori A (2011). Expansionary austerity: New international evidence. Working Papers No. 11/158. International Monetary Fund.
- Guezuraga B, Zauner R and Pölz W (2012). Life cycle assessment of two different 2 MW class wind turbines. *Renewable Energy*. 37(1):37–44.
- Hao H, Qiao Q, Liu Z and Zhao F (2017). Impact of



- recycling on energy consumption and greenhouse gas emissions from electric vehicle production: The China 2025 case. *Resources, Conservation and Recycling*. 122:114–125.
- Helleiner E (2014). Southern pioneers of international development. *Global Governance: A Review of Multilateralism and International Organizations*. 20(3):375–388.
- Helleiner E (2019). Multilateral development finance in non-Western thought: From before Bretton Woods to beyond. *Development and Change*. 50(1):144–163.
- Herndon T, Ash M and Pollin R (2014). Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*. 38(2):257–279.
- ILO (2017). *World Social Protection Report 2017/19: Universal Social Protection to Achieve the Sustainable Development Goals*. International Labour Office. Geneva.
- ILO (2018). *World Employment and Social Outlook 2018: Greening with Jobs*. International Labour Office. Geneva.
- IMF (1998). *World Economic Outlook: Financial Turbulence and the World Economy*. International Monetary Fund . Washington, D.C.
- IMF (2010a). Capital inflows: The role of controls. IMF Staff Position Note SPN/10/04. International Monetary Fund .
- IMF (2010b). *World Economic Outlook: Recovery, Risk, and Rebalancing*. International Monetary Fund . Washington, D.C.
- IMF (2011). Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s. Working Papers No. 11/281. International Monetary Fund.
- IMF (2012). *World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth*. International Monetary Fund . Washington, D.C.
- IMF (2013a). Jobs and growth: Analytical and operational considerations for the Fund. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/031413.pdf> (accessed 5 July 2019).
- IMF (2013b). Guidance note on jobs and growth issues in surveillance and program work. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/092713a.pdf> (accessed 5 July 2019).
- IMF (2017). Spain: 2017 Article IV Consultation. Country Report No. 17/319. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/10/06/Spain-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-Executive-45319> (accessed 5 July 2019).
- IMF (2018). G-20 Report on strong, sustainable, balanced, and inclusive growth. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2018/111918.pdf> (accessed 11 July 2019).
- IPCC (2018). Global Warming of 1.5°C: An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty. Intergovernmental Panel on Climate Change . Geneva. Available at: <https://www.ipcc.ch/sr15/> (accessed 25 June 2019).
- IRENA (2018a). *Renewable Power Generation Costs in 2017*. International Renewable Energy Agency. Abu Dhabi. Available at <https://www.irena.org/publications/2018/Jan/Renewable-power-generation-costs-in-2017> (accessed 5 July 2019).
- IRENA (2018b). *Renewable Energy and Jobs: Annual Review 2018*. International Renewable Energy Agency. Abu Dhabi. Available at <https://www.irena.org/publications/2018/May/Renewable-Energy-and-Jobs-Annual-Review-2018> (accessed 5 July 2019).
- Irons J and Bivens J (2010). Government debt and economic growth. Briefing Paper No. 271. Economic Policy Institute.
- Izurieta A and Singh A (2010). Does fast growth in India and China help or harm US workers? *Journal of Human Development and Capabilities*. 11(1):115–141.
- Izurieta A, Kohler P and Pizarro J (2018). Financialization, trade, and investment agreements: Through the looking glass or through the realities of income distribution and government policy? Working Paper No. 18-02. Global Development and Environment Institute.
- Keynes JM (1929). The German transfer problem. *The Economic Journal*. 39(153):1–7.
- Keynes JM (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan & Co. London.
- Kohler P and Cripps F (2018). Do trade and investment (agreements) foster development or inequality? Working Paper No. 18-03. Global Development and Environment Institute.
- Kraay A (2014). Government spending multipliers in developing countries: Evidence from lending by official creditors. *American Economic Journal: Macroeconomics*. 6(4):170–208.
- Lavoie M (2013). The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: A friendly critique. *Journal of Economic Issues*. 47(1):1–32.
- Lavoie M and Stockhammer E, eds. (2013). *Wage-Led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*. Advances in Labour Studies. Palgrave Macmillan. Basingstoke.
- Lazard (2018). Lazard’s Levelized Cost of Energy Analysis – Version 12.0. Lazard. November. Available at <https://www.lazard.com/media/450784/lazards-levelized-cost-of-energy-version-120-vfinal.pdf> (accessed 8 July 2019).
- Lerner AP (1943). Functional finance and the federal debt. *Social Research*. 10(1):38–51.
- Leverero ES (2019). Estimates of the natural rate of interest

- and the stance of monetary policies: A critical assessment. Working Paper No. 88. Institute for New Economic Thinking.
- Lin JY (2012). *New Structural Economics: A Framework for Rethinking Development and Policy*. World Bank. Washington, D.C.
- Lipton D and Sachs JD (1990). Creating a market economy in Eastern Europe: The case of Poland. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1990(1):75–147. Available at <https://www.brookings.edu/bpea-articles/creating-a-market-economy-in-eastern-europe-the-case-of-poland/> (accessed 8 July 2019).
- López-Gallardo J and Reyes-Ortiz L (2011). Effective demand in the recent evolution of the US economy. Working Papers No. 673. Levy Economics Institute of Bard College.
- Markandya A, Arto I, González-Eguino M and Román MV (2016). Towards a green energy economy? Tracking the employment effects of low-carbon technologies in the European Union. *Applied Energy*. 179:1342–1350.
- Marshall A (1920). *Principles of Economics*. Macmillan & Co. London.
- Mazzucato M and Semieniuk G (2018). Financing renewable energy: Who is financing what and why it matters. *Technological Forecasting and Social Change*. 127:8–22.
- Meltzer JP (2016). Financing low carbon, climate resilient infrastructure: The role of climate finance and green financial systems. Global Economy & Development Working Paper No. 96. Brookings Institution.
- Millar RJ, Fuglestedt JS, Friedlingstein P, Rogelj J, Grubb MJ, Matthews HD, Skeie RB, Forster PM, Frame DJ and Allen MR (2017). Emission budgets and pathways consistent with limiting warming to 1.5°C. *Nature Geoscience*. 10:741–747.
- Minsky HP (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. McGraw-Hill. New York, NY.
- Mitchell W (2016). Modern monetary theory – what is new about it? 22 August. Available at <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=34200> (accessed 1 July 2019).
- Mittnik S and Semmler W (2012). Regime dependence of the fiscal multiplier. *Journal of Economic Behavior & Organization*. 83(3):502–522.
- Mosler W (2004). *Seven Deadly Innocent Frauds of Economic Policy*. Valance Co. Christiansburg, VA.
- Nersisyan Y and Wray LR (2019). How to pay for the Green New Deal. Working Paper No. 931. Levy Economics Institute of Bard College.
- Ocampo JA, Rada C and Taylor L (2009). *Growth and Policy in Developing Countries: A Structuralist Approach*. Columbia University Press. New York, NY.
- OECD (2017a). *Investing in Climate, Investing in Growth*. Organisation for Economic Development and Cooperation. Paris.
- OECD (2017b). OECD Technical Report on Progress on Structural Reform Under the G20 ESRA. April. Organisation for Economic Development and Cooperation. Paris.
- OHCHR (2013). *Report on Austerity Measures and Economic and Social Rights*. Office of the United Nations High Commissioner for Human Rights. Geneva.
- Ortiz I, Cummins M, Capaldo J and Karunanethy K (2015). The decade of adjustment: A review of austerity trends 2010–2020 in 187 countries. ESS Working Papers No. 53. Extension of Social Security (ESS).
- Ostry JD, Loungani P and Furceri D (2016). Neoliberalism: Oversold? *Finance and Development*. 53(2):38–41. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/06/ostry.htm> (accessed 5 July 2019).
- Oxford Economics (2017). *Global Infrastructure Outlook 2017: Infrastructure Investment Needs 50 Countries, 7 Sectors to 2040*. Oxford Economics. Oxford.
- Palma JG (2009). The revenge of the market on the rentiers: Why neo-liberal reports of the end of history turned out to be premature. *Cambridge Journal of Economics*. 33(4):829–869.
- Panwar NL, Kaushik SC and Kothari S (2011). Role of renewable energy sources in environmental protection: A review. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*. 15(3):1513–1524.
- Perugini C, Žarković Rakić J and Vladislavljević M (2019). Austerity and gender inequalities in Europe in times of crisis. *Cambridge Journal of Economics*. 43(3):733–767.
- Peters GP, Andrew RM, Canadell JG, Fuß S, Jackson RB, Korsbakken JI, Le Quéré C and Nakicenovic N (2017). Key indicators to track current progress and future ambition of the Paris Agreement. *Nature Climate Change*. 7(2):118–122.
- Polak JJ (1957). Monetary analysis of income formation and payments problems. *IMF Staff Papers*. 6(1):1–50.
- Pollin R (2015). *Greening the Global Economy*. MIT Press. Cambridge, MA.
- Pollin R (2018). De-growth vs a Green New Deal. *New Left Review*. 112(July–August):21. Available at <https://newleftreview.org/issues/II112/articles/robert-pollin-de-growth-vs-a-green-new-deal> (accessed 8 July 2019).
- Popov V and Sundaram JK (2015). Income inequalities in perspective. *Development*. 58(2/3):196–205.
- Rezai A, Foley DK and Taylor L (2012). Global warming and economic externalities. *Economic Theory*. 49(2):329–351.
- Ros J (2013). *Rethinking Economic Development, Growth, and Institutions*. Oxford University Press. New York, NY.
- Schröder E and Storm S (2018). Economic growth and carbon emissions: The road to “Hothouse Earth” is paved with good intentions. Working Paper No. 84. Institute for New Economic Thinking.
- Schularick M and Taylor AM (2012). Credit booms gone

- bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870–2008. *American Economic Review*. 102(2):1029–1061.
- Semieniuk G (2018). Energy in economic growth: Is faster growth greener? Department of Economics Working Paper Series No. 208. SOAS University of London.
- Skidelsky R and Fraccharoli N (2017). *Austerity vs Stimulus: The Political Future of Economic Recovery*. Palgrave Macmillan. Cham.
- Steffen W, Rockström J, Richardson K, Lenton TM, Folke C, Liverman D, Summerhayes CP, Barnosky AD, Cornell SE, Crucifix M, Donges JF, Fetzer I, Lade SJ, Scheffer M, Winkelmann R and Schellnhuber HJ (2018). Trajectories of the Earth system in the Anthropocene. *Proceedings of the National Academy of Sciences*. 115(33):8252–8259.
- Stockhammer E and Onaran O (2013). Wage-led growth: Theory, evidence, policy. *Review of Keynesian Economics*. 1(1):61–78.
- Storm S (2017a). The new normal: Demand, secular stagnation and the vanishing middle-class. *International Journal of Political Economy*. 46(4):169–210.
- Storm S (2017b). How the Invisible Hand is supposed to adjust the natural thermostat: A guide for the perplexed. *Science and Engineering Ethics*. 23(5):1307–1331.
- Storm S (2018). Financialization and economic development: A debate on the social efficiency of modern finance. *Development and Change*. 49(2):302–329.
- Storm S and Capaldo J (2018). Labor institutions and development under globalization. Working Paper No. 76. Institute for New Economic Thinking.
- Storm S and Naastepad CWM (2005). Strategic factors in economic development: East Asian industrialization 1950–2003. *Development and Change*. 36(6):1059–1094.
- Storm S and Naastepad CWM (2012). *Macroeconomics Beyond the NAIRU*. Harvard University Press. Cambridge, MA.
- Taylor L (1994). Gap models. *Journal of Development Economics*. 45(1):17–34.
- Taylor L (2017). The “natural” interest rate and secular stagnation: Loanable funds macro models don’t fit today’s institutions or data. *Challenge*. 60(1):27–39.
- Taylor L (2019). Macroeconomic stimulus à la MMT. Institute for New Economic Thinking. 30 April. Available at <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/macro-economic-stimulus-a-la-mmt> (accessed 1 July 2019).
- Tymoigne E (2014). Modern money theory and interrelations between the Treasury and the Central Bank: The case of the United States. Working Paper No. 788. Levy Economics Institute of Bard College.
- UN DESA (2008). *National Development Strategies – Policy Notes*. United Nations Department of Economic and Social Affairs. New York. Available at <https://www.un.org/en/development/desa/policynotes.html> (accessed 11 July 2019).
- UN DESA (2011). *The World Economic Situation and Prospects 2011*. United Nations Department of Economic and Social Affairs. (United Nations publication. Sales No. E.11.II.C.2. New York and Geneva).
- UNCTAD (2014). Background note: Macroeconomic strategies and trade from a global perspective. UNCTAD contribution to the G20 Framework Working Group. United Nations. New York and Geneva. Available at [https://unctad.org/en/Docs/webgds2014\\_g20d01\\_en.pdf](https://unctad.org/en/Docs/webgds2014_g20d01_en.pdf) (accessed 8 July 2019).
- UNCTAD (2018). *World Investment Report 2018: Investment and New Industrial Policies*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 1994). *Trade and Development Report 1994*. (United Nations publication. Sales No. E.94.II.D.26. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 1996). *Trade and Development Report 1996*. (United Nations publication. Sales No. E.96.II.D.6. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2003). *Trade and Development Report 2003: Capital Accumulation, Growth and Structural Change*. (United Nations publication. Sales No. E.03.II.D.7. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2007). *Trade and Development Report 2007: Regional Cooperation for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.07.II.D.11. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2011). *Trade and Development Report 2011: Post-crisis Policy Challenges in the World Economy*. (United Nations publication. Sales No. E.11.II.D.3. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report 2014: Global Governance and Policy Space for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2015). *Trade and Development Report, 2015: Making the International Financial Architecture Work for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.15.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2016). *Trade and Development Report 2016: Structural Transformation for Inclusive and Sustained Growth*. (United Nations publication. Sales No. E.16.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2017). *Trade and Development Report, 2017: Beyond Austerity: Towards a Global New Deal*. (United Nations publication. Sales No. E.17.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2018). *Trade and Development Report, 2018: Power, Platforms and the Free Trade Delusion*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.7. New York and Geneva).
- UNIDO (United Nations Industrial Development Organization) (2013). *Industrial Development Report 2013: Sustaining Employment Growth – The Role of Manufacturing and Structural Change*. (United Nations publication. Sales No. E.13.II.B.46. Vienna).
- United Nations (2009). *System of National Accounts 2008*.

- (Sales No. E.08.XVII.29. New York).
- Wade RH (2014). “Market versus state” or “market with state”: How to impart directional thrust. *Development and Change*. 45(4):777–798.
- Waslander J and Amerasinghe NM (2019). How much should countries contribute to the Green Climate Fund’s Replenishment? World Resources Institute blog. 3 April. Available at <https://www.wri.org/blog/2019/04/how-much-should-countries-contribute-green-climate-funds-replenishment> (accessed 30 May 2019).
- Wilburn DR (2011). *Wind Energy in the United States and Materials Required for the Land-Based Wind Turbine Industry From 2010 Through 2030*. U.S. Geological Survey. Reston, VA.
- Williams JH, Haley B, Kahl F, Moore J, Jones AD, Torn MS and McJeon H (2014). *Pathways to Deep Decarbonization in the United States*. The U.S. report of the Deep Decarbonization Pathways Project of the Sustainable Development Solutions Network and the Institute for Sustainable Development and International Relations. Revision with technical supplement, 16 November 2015. San Francisco, CA. Available at <https://usddpp.org/downloads/2014-technical-report.pdf> (accessed 11 July 2019).
- World Bank (1999). *World Development Report 1999/2000: Entering the 21st Century*. Oxford University Press. New York, NY.
- World Bank (2008). *World Development Report 2008: Agriculture for Development*. World Bank. Washington, D.C.
- World Bank (2018). *Doing Business Report 2019: Training for Reform*. World Bank. Washington, D.C.
- World Bank (2019). *World Development Report 2019: The Changing Nature of Work*. World Bank. Washington, D.C.
- World Economic Forum (2017). *The Global Competitiveness Report 2017–2018*. World Economic Forum. Geneva.
- Wray LR (1998). *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Edward Elgar. Cheltenham.
- Wray LR (2007). Minsky’s approach to employment policy and poverty: Employer of last resort and the war on poverty. Working Paper No. 515. Levy Economics Institute of Bard College.
- Wray LR (2012). Money in finance. In: Toporowski J and Michell J, eds. *Handbook of Critical Issues in Finance*. Edward Elgar. Cheltenham: 243–253.
- Wray LR (2015). *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. Palgrave Macmillan. Basingstoke.

### A. 导言：昨日的枷锁还是明日的潜力？

如前一章所述，要实现“全球绿色新政”所隐含的结构转型及实现《2030年议程》的各项目标，发展中国家需要在国际社会的支持下，以前所未有的规模在新的生产性活动领域和基础设施建设两个方面扩大投资。要作出任何此类努力，其核心问题就在于如何创造信贷和清偿债务，因为这两者既可以增加、也可以限制公共机构和私营机构都需要的大规模资源调动。

现代银行和金融系统是清算和结算信贷与债务的会计制度。信贷提供了预先支付手段，从而提供了购买力，而支撑信贷的仅仅是对当前和未来收入的债权，或称债务 (Schumpeter, 2008 [1934]: 107)。正如凯恩斯所坚信的那样，信贷制度的主要作用应该是增强社会的生产力：“信贷是生产流动的通道，银行家如果知道自己的职责，就会恰到好处地提供所需的运输设施，以便充分利用社会的生产力” (Keynes, 1930: 219–220)。然而，正如他所暗示的那样，无法保证银行家确实知道自身的职责，因此便无法保证一个在很大程度上私有化、分散化的信贷创造体系会自动带来共同繁荣，这是30年来付出巨大代价后才发现的。

从经济发展的角度来看，信贷有三个主要影响。首先，信贷的基本作用在于将当前的投资从以往累积储蓄的枷锁中解放出来，使提高生产率的投资活动得以加快。其次，信贷创造的速度和方向取决于贷款人对债务偿还的信心，更广义而言就是对金融资产和银行资产价值的信

心。因此，它最终取决于管理信贷创造的体制结构和监管结构的信誉和效力。第三，信贷与生产性投资脱钩，会产生与可持续经济增长背道而驰的经济病症。

进行私人投资决策，要看对销售前景和未来利润作何预期。对利润的预期高，就会激励企业进行投资。企业的综合投资决策不仅能够提振总需求，还能使单个企业实现利润预期，同时应计利润也提高了企业利用留存收益为未来投资提供资金的能力 (TDR 2008: chap. IV, TDR 2016: chap. V)。这一预期还会产生在实现利润前启动投资势头的信贷需求，鼓励银行扩大信贷规模。同样，进行公共投资决策，通常 (或应该) 不仅要看希望取得何种社会效益，而且要看此类决策能否在未来产生更高的收入，而高收入又会带来更高的税收并吸引大量私人投资。

因此，无论是发达国家还是发展中国家，成功调动国内资源要依靠信贷、投资和利润三者之间强大而又可靠的联系，其中利润“既是投资动机、投资来源，同时也是投资结果” (Akyüz and Gore, 1996: 461)。以这种“利润—投资联系”为基础，可以触发生产率快速增长—收入提高—国内外市场扩大的良性循环，进而提高国内投资水平并进一步提升生产率。虽然强劲的“利润—投资联系”意味着可以越来越多地用留存收益为领先行业的投资提供资金，但随着总体资本积累速度加快、国家生产体系发生演变并融入不断变化的国际生产链，在经济动态

增长和发展轨迹中必须保留定向信贷创造（或债务融资）这一必要且有益的“常数”。

但是，债务融资并非通过某种自发过程在国内经济发展中发挥这种积极作用。事实上，正如前一章所指出的，前几份《贸发报告》也对此进行了广泛探讨——在超全球化背景下，许多国家的“利润—投资联系”已经断裂，利润被用于增加股息、回购股票和收购其他企业，而且往往利用不透明的金融机制来掩盖利润的使用情况（*TDR 2015*、*TDR 2017*和第五章）。在“利润—投资联系”断裂的情况下扩大信贷，可能更会加剧不平等和不稳定。

此外，债务是一种社会关系和制度关系，其基础在于债务人和债权人之间的信任以及信息共享和共同预期。因此，需要贷款人和借款人都相信，国内银行体系和金融体系以及货币管理部门和国家有能力履行承诺，保持金融资产和银行资产的价值，控制信贷创造的速度和方向，使之有利于金融稳定和结构转型。这殊非易事，因为结构转型不可避免地伴随着社会和经济动荡，很容易破坏金融稳定。

在这方面取得成功的国家通常会干预私人信贷创造，为此建立部门、区域及地方各级信贷机构和银行网络——这些机构和银行常为国有，但也有例外——其任务是实现社会目的融资民主化和为转型投资项目融资提供便利，这些项目长期社会回报高，但短期私人盈利能力不确定，私人风险又高得令人望而却步（见第六章）。但总体而言，信贷创造对经济中的财富创造、生产力发展和社会公平具有巨大影响，而这种权力过去和现在都掌握在各自为政的私人银行和金融系统手中。由此产生的效果不尽相同。有时，信贷创造通过金融创新来增加资本市场中获取长期债务的机会，并降低由债务融资的私人投资的短期风险，从而促进为生产目的调动财政资源。但这也意味着经济增长频频因银行和金融危机而中断，这种现象通常发生在资本流动性高而监管约束薄弱的时期，结果私人信贷创造过剩，追求短期投机金融收益的“金融创新”过多（Reinhart and Rogoff, 2009: 156; *TDR 2015*）。

银行和金融系统各自为政、监管不足或不受监管的主要危险恰恰在于，商业银行和私人金融机构的信贷（和流动性）创造不受限制，因此不再与更广泛的社会目标或集体经济目标相关联，反而成为一种为私人盈利服务的“业务”。管理信贷创造，以利于社会生产潜力得到充分和公平的发展，这终究是一项公益物；是否需要对其进行更加全方位的公共管理，关于这个问题的辩论本来就屡见不鲜。然而，全球金融危机之后，相关辩论再度掀起热潮，这也就不足为奇了（Pettifor, 2017）。

从发展中国家的角度来看，政府在国内面临的主要任务是如何引导现有金融基础设施，支持国内的“利润—投资联系”发挥作用。这就要求国家承担起公开的角色，主要依靠从央行借款调动公共信贷创造的能力，以及在出现或创造出新的生产性投资机会时，通过加强财政能力和扩大税基来偿还本国债务的能力。要保持资本加速积累，通过监管完善的国内银行和金融系统创造私人信贷就会逐渐变得重要起来。各国需要调整其管理能力，采用具有针对性且日益复杂的金融和债务工具及其他办法，协调公共和私人信贷创造。与此同时，必须相应提高公共规划和政策设计能力，以实施产业政策框架和多样化战略，促进技术获取和技术学习，减轻收入不平等，进一步促进生产力良性循环和结构转型进程。

大部分发展中国家都已具备金融基础设施的基本要素，如中央银行、商业银行和开发银行，当然深度和复杂程度各不相同。尽管如此，要在一个现实的时限内实现结构转型和可持续发展，发展中国家势必需要大量的生产性投资；投资规模如此之巨，它们只有依靠外部资金，包括外债。发展中国家的发展起步较迟，其债务往往涉及政府欠外国、私人 and 官方债权人的主权外债，通常以外币计价。此外，超全球化和随之而来的对跨境金融交易的管制放松，愈发为以外币计价的私人债务打开了方便之门，即使最贫穷的发展中国家也是如此。

因此，发展中国家管理公共和私人信贷创造以促进发展的能力仍严重依赖于发达经济体的信

贷创造管理和国际金融组织的流动性供应，对此它们几乎没有任何控制权。发达经济体的货币政策基本上是为了迎合发达经济体国内的政策关切以及私人债权人和金融游说团体的利益，而不是发展中国家的长期利益。正如第五章所述，驱动私人资本流动的是投资者对全球经济动态、而不是具体国家经济动态的短期预期；在这种极不稳定的私人资本流动面前，发展中国家处境十分脆弱。私人资本流入若突然回流，可能对发展中国家产生不利影响，哪怕这些国家经济“基本面”稳定，如公共债务较低、预算赤字较少、通货膨胀率较低且所持储备较为充裕 (Eichengreen et al., 2017)。发展中经济体开放程度越高，所产生的国内财富基础越有限，其财政基础便越薄弱，因而利用国内信贷创造促进结构转型的能力也就越低。政府财力不足又会降低国际投资者（和债权人）的信心，刺激跨境资本外流。由此导致汇率贬值、以外币计价的债务负担增加、长期和短期资产与负债之间的不匹配现象加剧，这些问题都会削弱外债的可持续性，使金融和债务困境更为严峻。发展中国家政府不应采取“救火”策略，仓促应对眼前的流动性制约，对冲未来的流动性风险，承担相关的国际铸币税损失，而应把重点放在调整本国的金融基础设施以适应当地的需求和条件，并为产生可持续的国内“利润—投资联系”提供支持，第五章对此进行了讨论。

协调有序地调整对国际信贷创造和流动性供应的管理办法，以支持发展中国家努力管理其公共和私人信贷创造，进而促进发展，这样做将产生若干积极影响，减少发展中国家遭受有害的外部金融冲击和宏观经济冲击的风险，而且如本章 C 节所述，还将有助于在实现《2030 年议程》方面取得更大进展。

如第二章所述，当前的国际发展筹资议程几乎没有考虑到上述因素，反而将扩大发展筹资视为一项基本静止不动的再分配过程，将现有财政资源（或储蓄）用于实现可持续发展目标。该议程的核心想法是，现有的公共资金应该用于给国际私人资金“加杠杆”，办法是利用混合融资工具使投资者能够对冲风险，更广泛地

说，是通过“启动全系统保险并分散风险，来创造一个大规模资产类别，并调动私营部门大幅度地提高参与水平” (EPG-GFG, 2018: 30)。从这个角度看，该议程强调的似乎是，发展中国家的债务并不是“免费午餐” (World Bank, 2019: 11–17)，其潜在益处——如缓解短期宏观经济波动和帮助满足不断增加的投资需求——可能低于其潜在成本——在国际金融市场上造成“财政不健全”的形象、削弱投资者的信心、最终“挤出”私人投资，而偿债成本和国内利率也会因此升高。

在当前的超全球化时代，金融网络任意扩张、不受管制，资本账户开放。在这种条件下，发展中国家的债务，无论是私债还是公债、内债还是外债，无疑最终都可能成为“天价午餐”，为此包括贸发会议在内的各国际组织一直在发出警告 (*TDR 2015*; *TDR 2017*)。<sup>1</sup> 但是，认识到这一点之后还需要考虑这一问题：鉴于各国目前面临多重经济、社会和环境问题，如何才能使债务更好地促进发展。目前的情况是，国际发展筹资议程将发展政策置于按时偿债和尽量减少未来还款风险之后。该议程并不鼓励发展中国家建立能够管理国内信贷创造以促进发展的国内银行和金融系统，也不倡导采取措施，让这些国家更少地承受国际金融市场动荡的风险，而是侧重于如何以最佳方式提高发展中国家对全球私人财富持有者的吸引力，防范国际投资者（和债权人）承担的风险，方法是以“金融创新”手段“在全系统”分散此类风险并为之保险。最近的研究表明，这实际上相当于将大部分风险转移到公共领域 (Attridge and Engen, 2019)。

当金融和债务困扰达到需要干预的程度，有效而公平的主权债务重组机制对于保障发展型信贷创造和债务在未来继续发挥建设性作用至关重要。目前的临时主权债务重组框架成本高昂、支离破碎且效率低下，充满不当的激励措施，在很大程度上使权力向债权人倾斜 (*TDR 2015: chap. VI*; Guzman et al., 2016)。这往往会将主权债务人留在一个“监狱世界”内，承受事实违约的所有耻辱，丧失今后获得负担得起的融资机会，即使他们并没有享受到大规模债务减

免和金融重组的好处，使其经济得到复苏并避免未来的债务困扰。这种逻辑令其心生恐惧，而不能激发其未来的潜能。这与查尔斯·狄更斯的《小杜丽》中描述的十九世纪债务人监狱的情况如出一辙。尽管各方长期以来认识到这种状况不尽如人意 (Gelpern, 2016)，并且就此提出了许多实质性改革建议，<sup>2</sup> 但无论是目前的国际发展筹资议程还是二十国集团，都没有真正处理这一问题。鉴于实施“全球绿色新政”需要进行大规模的公共和私人投资，“一切照旧”显然不是管理信贷创造的正确办法，需要采取新的方法来支持必要的资源调动，在发展中国家尤其如此。

本章 B 节综述了发展中国家债务的演变情况、这些国家在金融超全球化背景下快速增长的脆弱性以及最近的主要趋势。C 节论述了可持续发展目标和按期执行《2030 年议程》所产生的

投资需要对发展中国家债务可持续性的影响。结论是，即使仅仅是按期实现关于贫困、营养、健康和教育需求的前四项可持续发展目标，同时避免使发展中国家债务与国内生产总值的比率进一步恶化，就需要采取相当激烈的国际公共干预手段，增加官方发展援助和与可持续发展目标相关的债务减免。D 节假设目前对这种激烈的公共干预手段缺乏国际共识，探讨了其他可选择却又互补的途径——在区域和国际层面利用公共部门控制的信贷创造权力促进发展。相关提议包括：扩大特别提款权，以便更系统地减缓气候变化提供资金；发展中国家采取区域战略，利用自身的信贷创造权力促进发展；在需要对主权债务进行重组时，采取若干初步步骤，既保护主权债务人及其国民未来的增长潜力，又保护债权人的长期利益，使主权债务重组摆脱迅速扩张且分散的债权人利益的纠缠。

## B. 发展与债务业务

### 1. 全球背景：私人信贷创造失控

2017 年底，全球债务存量高达 213 万亿美元，而 2008 年只有 152 万亿美元，1980 年还不到 16 万亿美元。2017 年，全球债务占全球国内生产总值的比例攀升至 262%，这一比例在全球金融危机爆发时为 240%，1980 年为 140%。这种非同寻常的增长在很大程度上由私人债务积累推动，自 1980 年代初以来，私人债务增长了 12 倍以上，2017 年占全球债务总量三分之二强。公共债务也大幅增长，金融危机过后的十年内翻了一番，达到全球国内生产总值的 84% (图 4.1)。

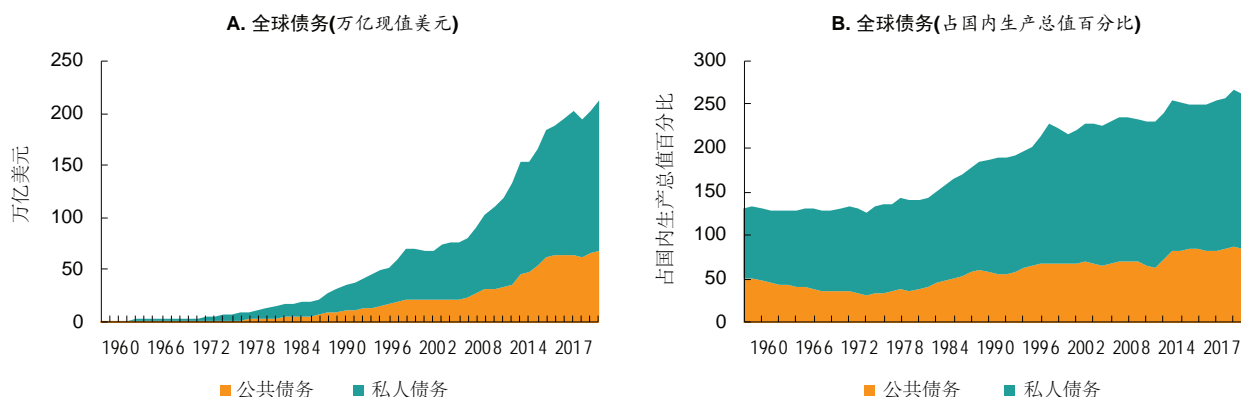
全球私人债务自 1980 年代初期开始，无论是绝对值还是相对于国内生产总值而言，均呈爆炸性增长，这反映了发达经济体三十多年来金融管制放松，信贷创造和金融中介高度私有化。发达经济体私人债务占国内生产总值的比例由 1980 年的 115% 攀升到 2017 年的超过 200%。相比之下，发达国家公共债务占国内

生产总值的比例在整个 1980 年代和 1990 年代一直相当稳定，保持在 50% 至 70% 之间，在全球金融危机过后才激增至 100% 以上 (图 4.2 A)。

从美国 1980 年《存款机构放松管制和货币控制法》开始，放松金融管制导致数次银行合并浪潮，金融中心内部“大到不能倒”的银行由此产生，金融逐渐转向市场化。1989 年，关于欧洲共同体经济和货币联盟的《德洛尔报告》呼吁“资本交易完全自由化，银行和其他金融市场充分一体化” (Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989: 15)，试图加紧创立与美国“巨型银行”相当的欧洲银行，并促进欧洲非银行金融市场的增长。1999 年，美国废除了《格拉斯—斯蒂格尔法》，允许银行将商业借贷和存款功能与更具投机性的投资活动结合起来 (成为所谓的全能银行)，最终彻底解除了对新的全球金融体系的一切真正意义上的监管限制。新体系中巨型银行与飞速扩张的非银行金融中介网络并驾齐驱，而后者因其



图4.1 全球债务，1960-2017年



资料来源：贸发会议秘书处根据国际货币基金组织全球债务数据库计算的结果。

金融交易高度不透明被称为“影子银行”部门 (Dymski, 2018; 另见本报告第二章)。

这一新体系的蓬勃发展得益于银行和非银行金融部门大量的“金融创新”，如证券化、信用衍生产品和特殊目的载体；这些金融创新通过将非交易性金融资产转化为交易性证券、将负债风险转化为金融票据以及分散个人债权人的风险，增加了信贷的提供量。为应对越来越频繁的股市“恐慌”事件，当然也是为了应对全球金融危机，各国反复采用宽松的货币政策，进一步为投机性的私人信贷创造和金融中介活动推波助澜。2008年危机后试图恢复监管的努力基本不起作用 (TDR 2015; Engelen, 2018)，影子银行或“地下信贷系统” (包括经纪交易商、货币市场共同基金、对冲基金和保险公司等) (Guttman, 2018: 26) 有增无减。自全球金融危机以来，非银行金融中介的增长速度是传统银行和公共银行的一倍，因此在全球金融总资产中所占的份额 (48.2%) 现已超过商业银行和公共金融机构 (43.9%) (FSB, 2019)。

这一波信贷创造和金融中介的私有化浪潮对发展中国家造成了毁灭性冲击，严重影响了这些国家抵御寻求短期高收益的投机性金融利益大量涌入“本土”的能力，特别是在发展中国家资本账户普遍自由化的情况下 (见第五章)。1980年代拉丁美洲债务危机和1997年亚洲金融危机都是巨型银行过度的海外放贷引起的，这些银行相互竞争，并与新兴的影子银行实

体竞争，争夺新客户和处女地 (Dymski, 2018; Palma, 2002)。

全球金融危机之后似乎形成了一种“新常态”，即发展中国家的债务已成为寻求短期高收益率的金融投资者追逐的对象。鉴于发展中国家政府竭力应对大范围汇率波动、全球经济复苏乏力、初级商品价格毫无起色、跨境资本流动反复无常，有可能出现最糟糕的局面——发展中国家的政府在国际金融市场承担昂贵的债务，以应对紧急的流动性制约，而私人行为方也承担此类债务，以弥补国内创造信贷的制约，尽管其中蕴含巨大风险。

## 2. 发展中国家的负债：日益成为“私人事务”？

2017年，发展中国家的债务总额创历史最高水平，占国内生产总值的190% (图4.2 B)。全球金融危机后私人债务剧增，占国内生产总值的比例由2008年的79%增至2017年的139%。相比之下，公共部门债务占国内生产总值的比例在1980年代末曾达到63%的峰值，到2008年降至34%。2017年，发展中国家公共债务占比再次升至51%，尽管这令人担忧 (原因将在下文讨论)，但私人债务史无前例的爆炸性增长显然最令人惊心。若出现债务危机，这也构成公共债务之外的最大一宗或有负债。

这些私债大部分在高收入发展中国家积累形成，这些国家拥有相对纵深的金融和银行体系，

进入国际金融市场也比较容易。但是，在全球金融危机后，高收入发展中国家私人债务占国内生产总值的比例也大幅上升，2017年达到165%。高收入发展中国家公共债务占国内生产总值的比例由2008年的34%上升到2017年的50%。因此，2017年这些国家的总负债达到国内生产总值的215%，是图表涵盖期内的最高值，主要原因是全球金融危机后私人债务激增(图4.2 C)。

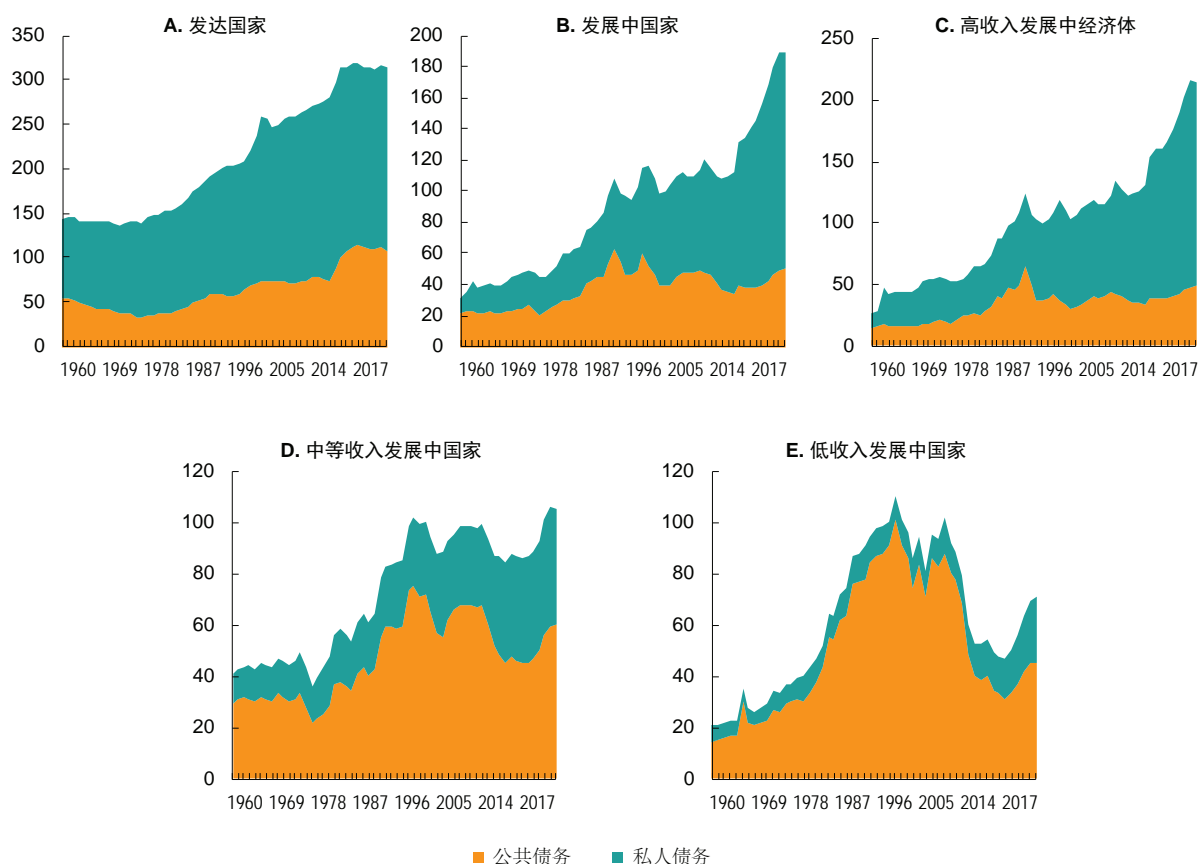
自2012年以来，中等收入和低收入发展中国家的总负债也呈迅速上升趋势。这一拐点与同年初级商品价格开始暴跌相吻合，由燃料价格带动的初级商品价格直到2016年后才趋于稳定，但绝大多数产品类别的价格仍远低于2011年的峰值(UNCTAD, 2019a)。这两类国家近期总负债增长的主要特点也是，私人债务较公共债务增长更为迅速，不过私人债务在其国内生

产总值中所占比例仍远低于高收入发展中国家的水平。

2016年和2017年，中等收入发展中国家的总负债达到其国内生产总值的106%，首次超过1990年代中期和二十一世纪初约为100%的峰值。在前几次严重的债务和金融危机期间，总负债增加主要是由公共部门债务所致，而私营部门债务增长极为缓慢，从1980年的20%增长至二十一世纪初的30%左右。相比之下，在债务负担不断增加的现阶段，私人债务到2017年迅速增至国内生产总值的45%，而公共债务占国内生产总值的比例从2015年起才开始较为明显地增加，到2017年略高于60%(图4.2 D)。

低收入发展中国家目前的总负债尚未达到1990年代中期的高位(1993年占国内生产总值111%)，但2017年占到国内生产总值的92%，

图4.2 发达国家和发展中国家债务总额，1960-2017年  
(占国内生产总值百分比)



资料来源：贸发会议秘书处根据国际货币基金组织全球债务数据库计算的结果。

注：国家组别采用贸发会议数据库的经济(收入)组别分类，见：<https://unctadstat.unctad.org/EN/Classifications.html> (2019年8月2日访问)。

已经接近最高水平。这表明，1990年代和二十一世纪初的债务减免方案，如“重债穷国倡议”和“多边债务减免倡议”所产生的积极影响显然已被抵消。低收入发展中国家的公共债务虽然仍然占主体，但与中等收入发展中国家一样，<sup>3</sup> 私营部门债务占国内生产总值的比例较公共部门债务增长得更快。1990年代中期低收入发展中国家债务危机最严重的时候，公共债务占其国内生产总值的比例达到101%，而私营部门债务的比例仅略高于9%。到2017年，公共债务占国内生产总值的46%，而私人债务占国内生产总值的比例从全球金融危机之前的12%跃升至26%(图4.2 E)。

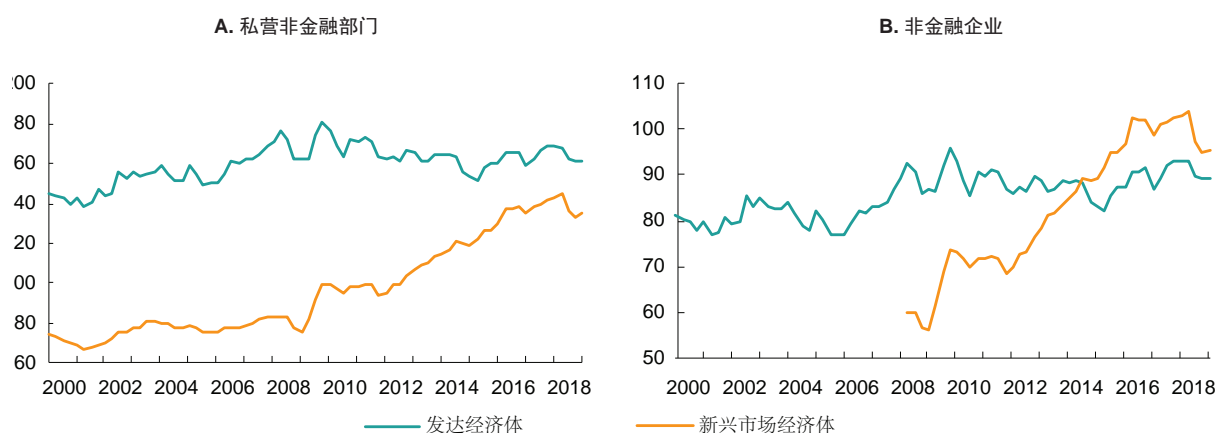
在所有人均收入组别的发展中国家债务中，私营部门的参与近期陡然增加，原因显然不是2008年后这些国家的国内银行和金融体系得到突然改善，其幕后推手更有可能是全球范围内的“推动因素”，尤其是全球金融投资者一味追求高风险、高收益的短期(预期)回报。图4.3 A说明了近年来在新兴市场经济体中，放松管制后的信贷创造和金融中介集中进入私营非金融部门的程度。

在新兴经济体，虽然家庭债务也有所增加，占国内生产总值的比例由2011年的25.4%增至2018年的40%，<sup>4</sup> 但这些经济体中对私营非金

融部门总贷款增长的部分，大多借给了非金融公司。此类贷款占国内生产总值的比例在全球金融危机之前约为60%，到2017年已超过了100%，直到近期才因其中一些经济体金融危机加剧而有所下降(图4.3 B)。此类贷款自2012年前后开始陡然增加，恰好证明了“推动因素”在起作用。此处，发达经济体的原始和杠杆化量化宽松通过若干渠道体现在了新兴市场经济体的公司资产负债表上。发达经济体的中央银行通过抑制短期国库债券等安全金融资产的收益率，迫使资产管理公司及其客户四处寻求高收益、高风险的投资，如新兴市场的公司债券。此外，中央银行还向商业银行购买短期国库债券和资产担保证券，而商业银行再借钱给影子银行机构，如采用高风险投资战略的对冲基金。最后，量化宽松出来的现金还通过外国直接投资的方式，特别是以公司内部贷款的形式进入新兴经济体。此类贷款约占中国和巴西等国2014年外国直接投资总额的40%左右(Chui et al., 2016)。

与早期严重的金融和债务危机相比，发展中国家公共债务的增长在当前发展中国家总负债不断积累的背景下并不十分突出，主要原因是国际金融机构施加压力，要求遏制这种增长趋势。即便如此，发展中国家公共(或中央政府)债务还是因债务所有权不断改变，而变得更容易

图4.3 发达经济体和新兴经济体对非金融部门和企业的信贷总额，2000-2018年  
(占国内生产总值百分比)



资料来源：贸发会议秘书处根据国际清算银行信贷统计数据计算的结果。对非金融部门和非金融企业的信贷包括所有部门，以市场价值计算。

注：新兴市场经济体包括：阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、以色列、马来西亚、墨西哥、波兰、大韩民国、俄罗斯联邦、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其。发达经济体包括：澳大利亚、加拿大、丹麦、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国、美国和欧元区。

受到国际金融市场和“地下信贷系统”风云变幻的影响。

如图 4.4 所示，短短十几年内，主要发展中国家的中央政府债务就变了一番景象：这些债务原来由发展中国家本国的银行系统和外国官方债权人持有；现在虽然没有完全被外国影子银行部门（非银行机构）掌控，但起码在很大程度上已经是这样，还有一部分被国内影子银行部门持有。发展中国家中央政府债务的所有权出现这种相当剧烈的变化，显示出发展中国家政府对本国经济中信贷创造的速度和方向严重失控，而发展中国家私营部门越来越容易受到短期金融投资者和债权人利益的影响，又加剧了这种失控状态。

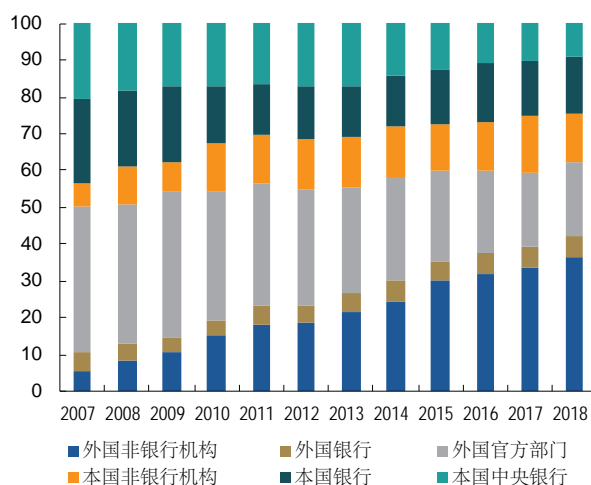
### 3. 发展中国家的外债：债务困扰的门槛越来越低

以外币发行外债为发展中国家债务国带来特殊挑战，因为它们必须创造出口收入来偿还这些公共外债或私人外债。在浮动汇率制度下，汇率波动对外债务的价值和出口收入的价值的影响是相反的。此外，如果大部分公共外债由寻求短期投机利益的国际私人债权人持有，而且越来越多的外债直接由国内私人实体而不是由政府持有，那么，发展中国家可能真正面临系统性债务压力。

2008 年至 2018 年，发展中国家外债存量增加了一倍以上，由 3.5 万亿美元增至 8.8 万亿美元（估计值）（图 4.5 A）。同期国内生产总值的增长无法与之相抵，因此，外债总额与国内生产总值的比率日益恶化，2008 年不到 22%，2018 年达到了 29%（图 4.5 B）。如果不计入中国经济，这个数字将升至 36%。2008 至 2018 年间，中国外债存量的增长速度略高于所有发展中国家的平均水平，不过 2018 年仍仅占其国内生产总值的 15.1%（图 4.5 C）。到 2018 年，中国占发展中国家外债总额的 25.5%，国内生产总值总和的 45%。

发展中国家近三年的外债存量也超过其出口收入，自 2016 年以来外债与出口的比率平均达到 108%，而过去十年的总平均值为 92%，这表明

图 4.4 谁持有发展中国家政府的债务？部分发展中国家和新兴经济体的政府债务组成结构(按债权人分列)，2004-2018 年



资料来源：贸发会议秘书处根据国际货币基金组织新兴市场主权投资者基础数据集和世界银行世界发展指标计算的结果。

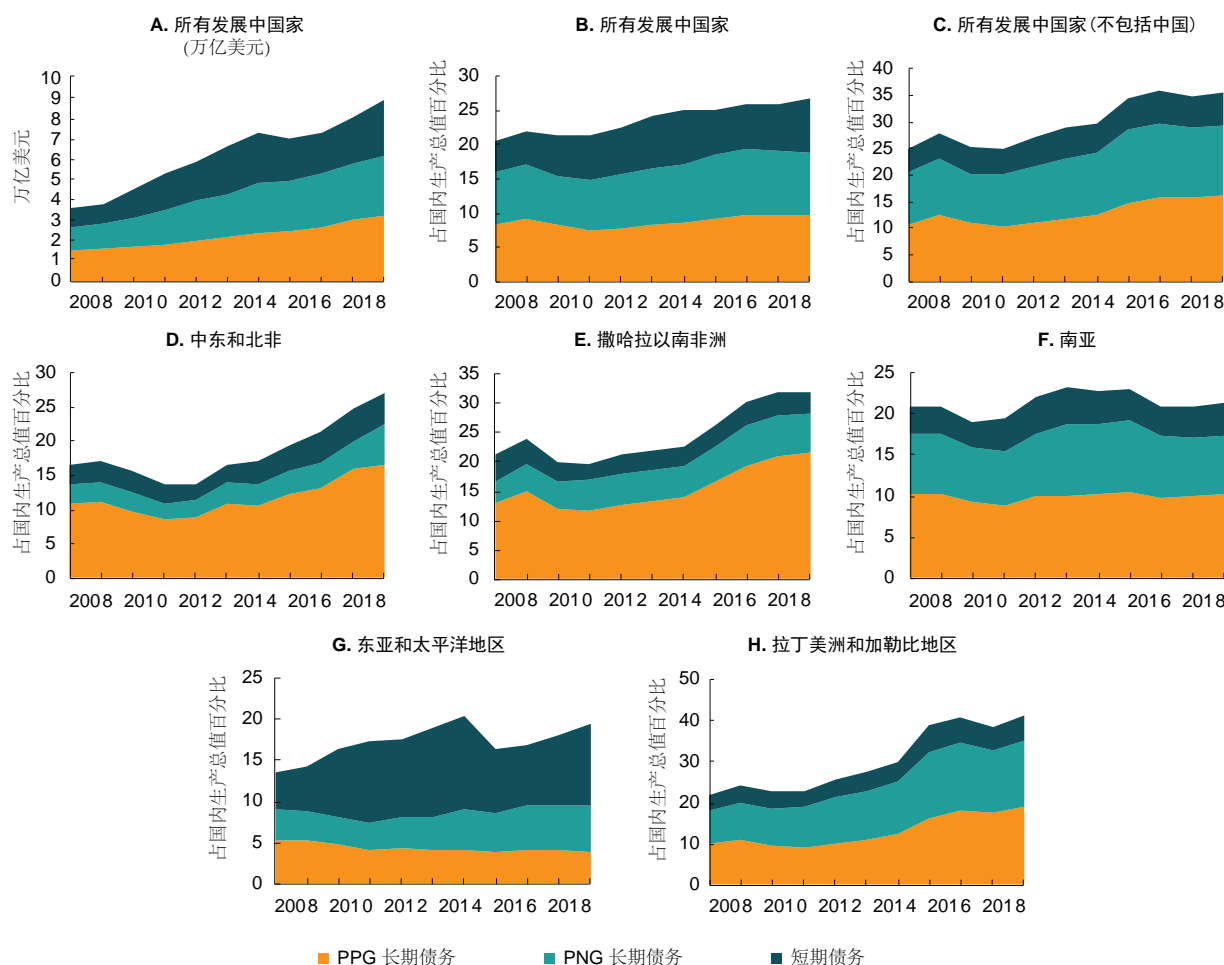
注：国家包括：阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、埃及、印度、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、俄罗斯联邦、南非、泰国、土耳其、乌克兰和乌拉圭。

脆弱性在不断增加。此外，2018 年，外债总额中长期债权人所持份额缩减至仅略高于三分之二（68%），其中公共外债和公共担保外债与私人无担保外债的份额几乎持平，分别为 51.8% 和 48.2%。2018 年，短期外债占发展中国家外债总额的 30% 以上，高于 2008 年的 24.5%（图 4.5 B）。这与本世纪初相差甚远，当时长期债务占发展中国家外债存量总额的 87%，其中四分之三为公共外债和公共担保债务。

从区域趋势来看，最显著的特点是，拉丁美洲和加勒比区域的公共和私营部门外债均在增长，非洲区域的私营部门外债增多（尽管原有水平较低），东亚和太平洋区域的短期外债再度出现迅速增长。

上述区域趋势所显示的轨迹不同，但越来越多的发展中国家尽管外债与国内生产总值的比率相对较低，仍面临严峻的债务和金融压力。根据国际货币基金组织的统计，<sup>5</sup> 截至 2019 年年中，极有可能陷入或已经陷入债务困扰的低收入国家数量增加了近两倍，从 2013 年的 13 个增加到 2019 年的 32 个（25 国处于高风险状态，7 国已经陷入债务困扰），其中有 14 国属于此前通过“重债穷国倡议”或“多边债务减免倡

图4.5 发展中国家的外债(按区域分列), 2008-2018年<sup>a</sup>  
(万亿现值美元和占国内生产总值百分比)



资料来源：贸发会议秘书处根据世界发展指标、国际货币基金组织世界经济展望数据库、《经济学人》信息部数据库和世界银行季度外债统计数据库计算的结果。

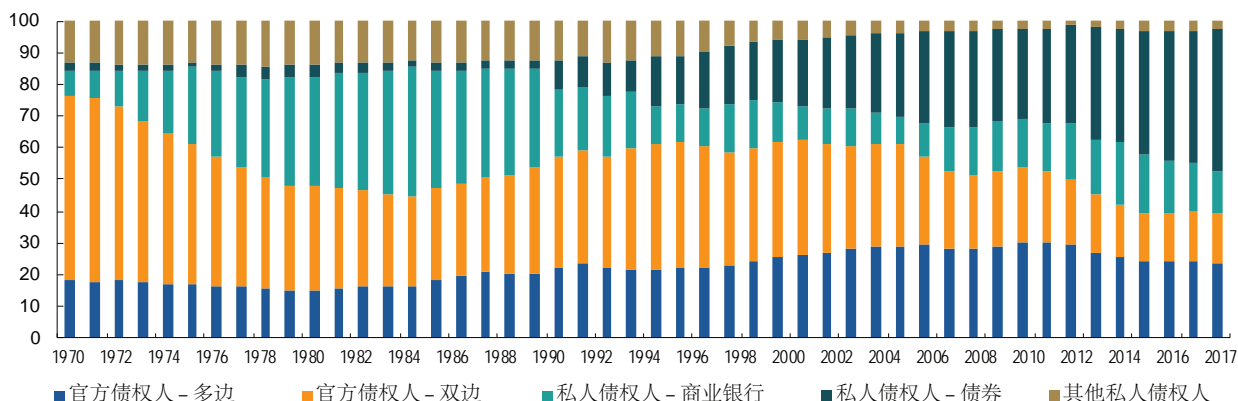
注：PPG = 公共债务和公共担保债务；PNG = 私人无担保债务。区域组别采用贸发会议数据库的分类，见：<https://unctadstat.unctad.org/EN/Classifications.html>。

a 2018年数据为估计值。

议”获得债务减免的34个低收入国家之列。与此同时，越来越多的高收入和中等收入发展中国家或已经历严重的货币和债务危机（最著名的是阿根廷和土耳其），或正徘徊在金融和债务困扰的边缘，其中包括许多加勒比小岛屿发展中国家及南亚和非洲的发展中经济体。对于规模较大和收入较高的发展中经济体而言，2013年似乎是一个转折点，在此之后这些国家遭遇的金融压力事件急剧增多，因为全球金融不稳定通过各种渠道对其国内金融局势形成冲击，例如逆向资本流动、初级商品价格和汇率波动以及私人外债风险加大等等（UNCTAD, 2019b）。

与发展中国家总债务的情形类似的是，形成这种局面在很大程度上是因为发展中国家外债的所有权模式不断改变。1970年，多边和双边官方债权人持有发展中国家公共债务和公共担保债务的近80%，但到2018年，这一比例降至仅40%。1980年代，其余债务由商业银行贷款补足，但如今这已在很大程度上被国际金融市场的债券融资所取代；2017年债券融资几乎占据发展中国家公共债务和公共担保债务的一半份额（图4.6）。与此同时，私人债务在发展中国家外债总额中的比例已增至将近一半，而在私人无担保债务总额中，债券融资稳固保持在20%左右。

图4.6 发展中国家主权债券的增加，1970-2017年：长期公共外债的组成结构(按债权人分列)  
(百分比)



资料来源：贸发会议秘书处根据世界银行国际债务统计数据库计算的结果。

发展中国家的外债构成不断变化，与之相关的风险增加，这是债务困扰门槛相对于外债总额与国内生产总值比率出现提升的一个主要原因。各国政府不仅遭遇市场化公共债务和公共担保债务成本突然激增的风险，而且面对着2010年代初期以来在国际金融市场订立的“债务高墙”，这些债务将于2020年代前半段到期。此外，国内企业不受约束地发行外债造成系统性问题。中国的企业债券主要由国内持有，而中国以外的其他发展中国家大型企业极少能够以海外持有的资产适当对冲其外币债务风险敞口。因此，这些国家的负债最终要靠国内经济中的外汇储备支撑。如果这种债务变得不可持续且达到足够规模，政府将别无选择，只能将大部分债务转移到公共资产负债表上，从而使本国的处境更加脆弱。

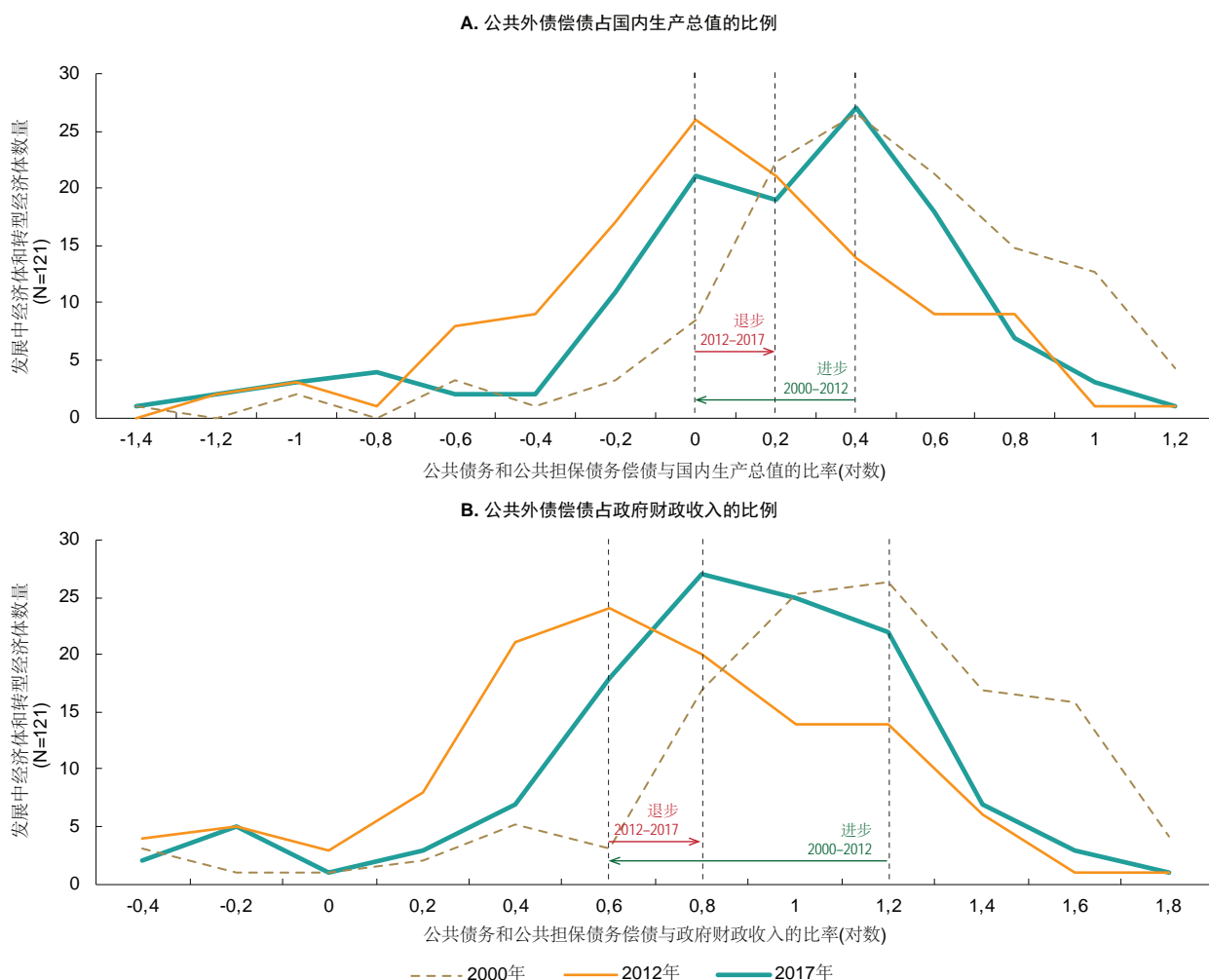
为应对这一问题，许多发展中国家政府转而发行本币内债。但出于多种原因，这并非万应灵药。许多发展中国家一方面缺乏以可持续利率发行长期政府证券的金融基础设施，另一方面仍需要偿还或展期到期的短期债务。因此，他们可能只是把汇率问题换成了期限错配问题。此外，发展中国家的本币内债也不能避免被外国短期私人投资利益购买。国际货币基金组织的研究表明，2010年代初期，印度尼西亚、秘鲁和南非的本币政府债务总额中40%或以上由外国持有，其他中等收入发展中国家的这一比例为20%至30%(Arslanalp and Tsuda, 2014)。

#### 4. 后果：偿债负担增加，“自我保险”削弱，除此之外别无所获

由于债务负担增加，而且这种债务带有更多风险，因此，公共外债偿债成本从2012年左右开始上升。图4.7显示了2000年、2012年和2017年发展中国家偿债负担的分布情况。2012年明显是一个拐点，因为自2000年起(相对于国内生产总值和政府收入)持续下降的偿债负担从这一年开始再次增加。<sup>6</sup>在最初阶段，公共债务和公共担保债务的偿债成本相对于政府收入的下降趋势比所有外债的偿债成本相对于国内生产总值的下降趋势更为明显。然而，这一下降趋势在各国之间的差异也在扩大，主要由低收入国家组成的一组国家进展较慢。2012年后，偿债成本再次上升，如图4.7中的分布右移所示，无论是外债总额占国内生产总值的比例还是公共债务和公共担保债务占政府收入的比例都有所增加。与这一变化同时发生的是美国量化宽松政策结束、净资本出现负流动、初级商品价格带来不利冲击以及汇率波动加剧。到2017年，虽然拐点之后出现的变化并没有将之前取得的进展全部抵消，但这一趋势已经显而易见——仅在5年之内，就外债偿债总额占国内生产总值比例而言抵消了一半左右，就公共债务和公共担保债务偿债占政府收入的比例而言抵消了三分之一左右。

发展中国家作为一个整体，从2012年至2017年，其长期公共外债偿债总额占国内生产总值

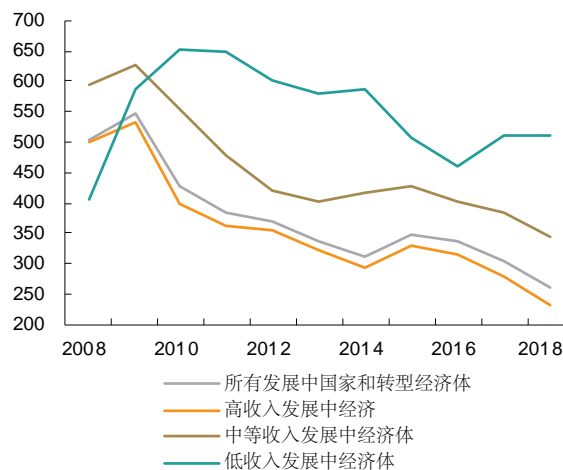
图4.7 偿债负担缓解的趋势出现逆转。2000年、2012年、2017年公共债务偿债比率



资料来源：同图4.5。

的比例由 2.6% 增加到 3.7%。这仍然低于本世纪初约 5% 的水平，但已显示出明显的上升趋势。同样，2012 年，发展中国家政府长期公共外债的偿债成本占其政府收入的 9.5%，但 2017 年达到了 12.7%。2012 年，这些偿债成本吸纳了发展中国家出口收入的 7.5%，2017 年为 12.7%。目前虽然尚未达到本世纪初的水平（约 24% 的政府收入、15% 的出口收入用于偿还公共债务和公共担保债务），但仅几年功夫就将 2012 年之前取得的改善消耗大半，这种趋势应引起关注，尤其是因为最严重的逆转发生在较贫困的经济体。例如，欠发达国家公共债务和公共担保债务偿债成本占其政府收入的比例增加了两倍以上，从 2011 年至 2018 年由 4.1% 上升到 15%。

图4.8 国际储备“缓冲”正在萎缩：发展中国家的国际储备，2008-2018年（短期外债百分比）



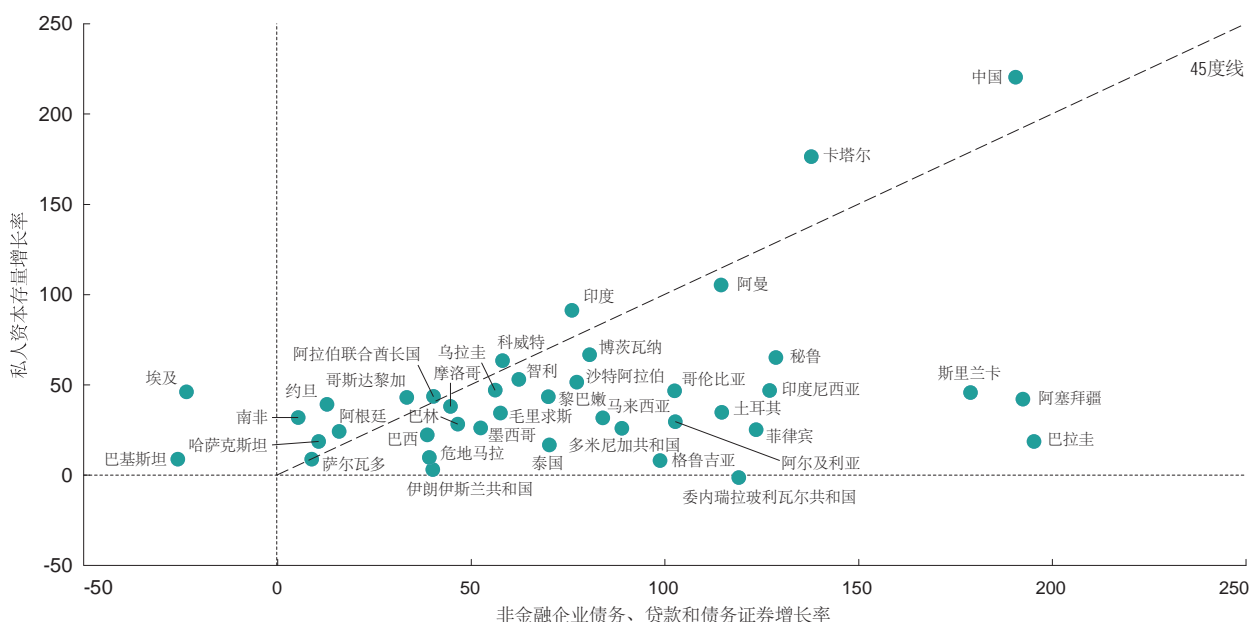
资料来源：同图4.5。

与此同时，在过去十年中，发展中国家面对国际金融市场的风云变幻和防范本国经济受到外部冲击的自我保险能力迅速恶化(图4.8)。国际储备与短期债务的比率是自我保险能力的标准指标。如图4.8所示，自2009年以来，发展中国家的这一指标急剧下降。高收入和中等收入发展中国家首当其冲，而低收入发展中国家由于融入国际金融市场虽然较晚但非常迅速，一旦初级商品价格下跌的影响全部显现，且这些国家日益暴露于市场风险之中，便也步其后尘。此后低收入发展中国家试图通过重新积累

国际储备来恢复一定的自我保险能力，但如第五章所述，这样做的财政和经济成本不菲。

最后浮现出一个问题，即发展中国家私人负债(主要是非金融公司负债)的增长，是否在为长期生产性投资项目提供资源方面取得了成效。图4.9显示，并没有取得什么效果。2008年至2015年，在可获得此类数据的绝大多数发展中国家，非金融公司债务的增速远远超过实物资本存量投资的增速(图中位于45度线以下的的所有观察数据显示了这一点)。

图4.9 不断增长的私人企业负债会产生发展成果吗？部分发展中国家私人企业债务和私人资本存量的增长率，2008-2015年



资料来源：贸发会议秘书处根据国际货币基金组织全球债务数据库和国际货币基金组织投资与资本存量数据计算的结果。

## C. 提高标准：发展中国家的债务可持续性与可持续发展目标

### 1. 从短期到长期债务可持续性：公共利益与私人利益的再平衡

前一节概述了债务(既包括公共部门债务也包括私营部门债务)已在何种程度上成为超全球化时代的主导特征。然而，在许多国家，无论是发达国家还是发展中国家，债务水平上升都未能引发强劲的投资增长。这尤为令人关切，因为“全球绿色新政”意味着在大规模投资的驱动下实现结构转型，可持续发展目标也体现了转型的需要。本报告第三章估计，全球收入

中用于绿色投资的份额将增加1至2个百分点，而贸发会议曾根据二级来源做出研究估计，发展中国家在可持续发展目标相关部门的年度投资缺口为2.5万亿美元(UNCTAD, 2014)。上述估计结果显示，投资规模需要扩大，这就不可避免地引出了发展中国家债务的可持续性问题，特别是公共债务水平的可持续性问题。

债务可持续性是一个难以把握的概念，其原因主要有二。首先，评估一项债务是否可持续，



顾名思义，是一项前瞻性工作，充满对核心宏观经济变量未来长期轨迹及其相互作用的不确定性。小额债务可能很快变得不可持续，大额债务也可能长期可持续，这取决于一系列全球因素和具体国情。其次，债务可持续性分析也是一项内在的规范性工作，是在考虑到更广泛的政策目标如实现可持续发展目标的情况下，思考何种债务应该可持续的问题。

国际货币基金组织和世界银行的债务可持续性联合框架所体现的主流债务可持续性分析理论认为，在发展增长道路上应始终确保借款人的偿付能力<sup>7</sup>。该理论对债务可持续性的定义相当宽泛，指的是一套宏观经济和政策变量，根据这些变量可排除被视为发出强烈破产信号的一些事件。其中显然包括主权违约，但也包括违约前重组主权债务的必要性、展期风险的增加，以及关于是否会做出“不大可能”的大规模财政和经常账户调整以避免此类事件的预期 (IMF, 2013b: 4)。按照这种方法，一项债务是否可持续是一个能否达到绩效基准的短期问题，这些基准的界定不涉及长期发展目标，无论是提高生活水平的总体目标还是如可持续发展目标这样更具体的目标。因此，国内政策空间，特别是财政政策，永远受制于努力确保短期债务可持续性这一目标。

国际货币基金组织债务可持续性框架的分析基础和操作细节受到广泛批评 (例如, Akyüz, 2007; Wyplosz, 2011; Guzman and Heymann, 2015)。为此，国际货币基金组织已进行了几轮修订工作。最近一次是在 2017 年修订了国际货币基金组织和世界银行的低收入发展中国家债务可持续性联合框架，更明确地考量了这些经济体中债务脆弱性不断变化的各方面因素，包括国内债务市场的作用，并提高了框架核心要素 (如基线情景预测、标准化压力测试和一国债务承受能力分类) 的灵活性，对它们进行了微调。<sup>8</sup> 但是，调整国内资源使用以每次按期偿还外债优先于长期国家发展战略这一基本理念，仍然保持不变。

在联合国千年发展目标的背景下提出了另一种办法，重点将债务可持续性作为长期国家

发展战略的组成部分。随着目标更为远大的《2030 年议程》的出现，这种办法再次受到关注 (Kregel, 2006; Pinto, 2018)。根据这一观点，对于发展中国家的债务可持续性，应在整个发展周期内评估，而不是在发展增长道路上的每个节点进行评估。在发展的早期阶段——或者是为实现可持续发展目标而需要大量投资的时候——内债和外债相对于整体经济表现均应有所增长，这正是为了利用信贷创造力量来推进发展目标。因此，债务比率不断恶化是这些早期阶段正常的必要特征。只有在发展目标即将实现时，债务比率才能再次下降，累积的偿债义务才能得到履行而不会削弱政府偿债能力的根本来源，即本国经济的生产力和收入增长及随之而来的税收和外部收入的增长。

但是，若要在早期发展阶段维持大规模投资的动力而不受重大债务危机的干扰，需要债权人愿意展期现有债务并提供新的外部融资，而不仅仅局限于克服短期流动性制约这一目标。正如前任秘书长科菲·安南在 2005 年所提议的那样，债务可持续性应相对于总体发展目标而定，或者将其定义为“一国能藉以实现千年发展目标且到 2015 年不增加债务比率的债务水平” (United Nations, 2005: 2)。如今已进入《2030 年议程》时代，但挑战依旧：如何在提供临时资金帮助发展中国家实现发展目标的同时，保障债务的长期可持续性。

对发展中国家债务可持续性采取这种长期 (和跨时间) 的办法更有意义，因为许多可持续发展目标——如消除贫困、营养、卫生、教育、气候行动、清洁水和能源——所需的开支不仅能为发展中国家的公民也能为所有人带来很高的社会回报，但私人经济回报却遥遥无期而且并不确定。这种支出也不会立即提升出口能力。因此，为发展中国家提供负担得起的外部资金，支持其实现长期债务可持续性，同时考虑到这些国家在与可持续发展目标相关的整个投资周期中其债务动态必然经历变化，这并非不计后果的慈善行为，而是集体理性的做法。相比之下，目前对发展中国家债务可持续性采取的短期视角，令发展中国家陷入一种几乎恒久不变的公共债务伴随低增长的情景，带来投资不足

的系统性风险，特别是对可能产生最高社会收益的可持续发展目标的投资不足的风险。

## 2. 实现可持续发展目标与发展：迫切需要采取多边行动

本节以下部分简要分析了在不同融资选择下，仅实现 17 项可持续发展目标中的前四项目标（可持续发展目标 1-4：消除贫困、营养、良好健康和优质教育）对发展中国家债务可持续性的影响。这几项可持续发展目标是公共部门必须充分实现的目标（Schmidt-Traub, 2015）。此项分析基于发展中区域 30 个低收入国家和中等收入国家的样本，由三部分组成（详见插文 4.1）。第一部分预测了到 2030 年上述四项可

持续发展目标所需投资对发展中国家公共债务（中央政府总债务）变化趋势的影响。由于近十年来，所有收入组别的发展中国家的公共债务总额在国内生产总值中所占比例均持续提高（见图 4.2），仅聚焦公共外债无法完整展现当前的债务脆弱性。第二部分估计了到 2030 年在提高公共债务比率的情况下，实现这些可持续发展目标会带来的资源挑战，为此采用了 C.1 节提出的债务可持续性的另一种长期定义。第三部分概述了为按时填补“可持续发展目标债务可持续性缺口”可采用的国内和国际融资互补的选择。这三个部分结合起来，可以全面概括《2030 年议程》为发展中国家债务可持续性带来的金融挑战。

### 插文 4.1 可持续发展目标债务可持续性缺口：几大方法假设

本章的债务可持续性分析采用并更新了前秘书长科菲·安南 2005 年提出的债务可持续性定义（United Nations, 2005）。从千年发展目标前进到《2030 年议程》，这里将债务可持续性的定义更新为，一国能藉以到 2030 年实现可持续发展目标而不增加债务比率的一套政策。该定义优先考虑《2030 年议程》的融资需要，并规定须将债务可持续性视为对一个长期进程的支持（Kregel, 2006）。

这一分析以公共债务（内债和外债）总额的长期变化趋势为核心目标变量。如前所述，国际货币基金组织/世界银行对低收入发展中国家债务可持续性框架做了最新修订，将公共内债与公共外债同时纳入其中；尽管如此，但目前国际金融机构的正式和短期债务可持续性评估仍然主要侧重于在何种程度上可以持续达到外国债权人和国际金融机构的绩效基准，以维持外币计价的私人或公共外汇储蓄的对外转移。与之相比，本项分析系统地纳入了过去十年来在所有收入水平的发展中国家均持续增长的公共内债日益增的作用（见图 4.2）。另一个考量因素是，分析中采用的可持续发展目标具有强烈的不可辩驳的公益性质，因而特别依赖于（国内和国外）公共融资。这些目标包括：可持续发展目标 1（“在全世界消除一切形式的贫困”）、可持续发展目标 2（“消除饥饿，实现粮食安全，改善营养状况和促进可持续农业”）、可持续发展目标 3（“确保各年龄段人群的健康生活方式，促进他们的福祉”）和可持续发展目标 4（“确保包容和公平的优质教育，让全民终身享有学习机会”）。实现每项目标的预计成本来自粮农组织等（2015）<sup>a</sup>、Stenberg 等人（2017）<sup>b</sup> 和教科文组织（2016）<sup>c</sup> 开展的研究。

本项分析包括三个主要部分。第一部分预测公共债务在两种情景下的演变趋势：一种是不包括可持续发展目标相关支出的“基线情景”，另一种是 2018-2030 年实现选定的四项可持续发展目标的“可持续发展目标情景”。分析的第二部分预测了资源缺口，即达到目前的债务可持续性标准（不增加公共债务负担）所需的额外国内生产总值（“可持续发展目标债务可持续性缺口”）。第三也是最后一部分分析了旨在填补“可持续发展目标债务可持续性缺口”的各种不同但互补的国内和多边政策的成本和影响。

分析的第一部分主要关注相对较短时间范围内发展中国家公共债务总额和可持续发展目标的投资要求，因此在预测公共债务趋势时所依据的宏观经济框架优先考虑的是债务可持续性的金融层面，体现为利率和国内生产总值增长率之间的差额。具体而言，公共债务动态受到国内外利率、国内生产总值增长率、国内生产总值平减指数变化、汇率变化和政府基本财政余额的驱动。中期预测（五

年之内)严格基于现有数据进行。较长期预测根据各个国家的现有预测(若具备)或最新可用数据的五年均值做出。

分析第二部分中“可持续发展目标债务可持续性缺口”的定义是:符合按时实现四项选定可持续发展目标要求的基本财政余额与达到在可持续发展目标相关的发展周期内不增加公共债务与国内生产总值比率这一长期债务可持续性标准所需的基本财政余额之间的差额。

第三部分研究了为填补“可持续发展目标债务可持续性缺口”可采取的国内和多边融资办法的成本和相对影响,根据实证证据(Gaspar et al., 2016, 2019; Manuel et al., 2018),就发展中国家国内资源调动可做出的最大贡献提出了一些基本假设。分析中考虑了一些基本门槛,如能越过这些门槛,国内生产总值预计将大幅加速增长;其中包括超越税收收入与国内生产总值比率约13%至15%的上限,以及在未来五年内将税收与国内生产总值比率提高5%的能力。在税收与国内生产总值比率已经超过15%的国家,该框架假设政府收入在未来五年呈线性增长。鉴于许多抽样发展中国家目前税基狭窄、非正规经济占比较高而且严重依赖自然资源收入,这些假设显得比较简单化而且高度乐观。

可持续发展目标相关多边减让和减免方案用于支持最大限度地调动国内资源,对这些方案所做的估计,遵循一个简单的逻辑顺序:可持续发展目标相关官方发展援助方案将通过减让性贷款,提供负担得起的资金,以满足低收入发展中国家国内资源调动无法提供的50%的投资需求,这一比例在中低收入发展中国家约为35%,在中高收入发展中国家约为17%。而可持续发展目标相关债务减免方案将处理剩余问题,提供债务减免,填补国内资源调动和特别官方发展援助无法填补的“可持续发展目标债务可持续性缺口”。

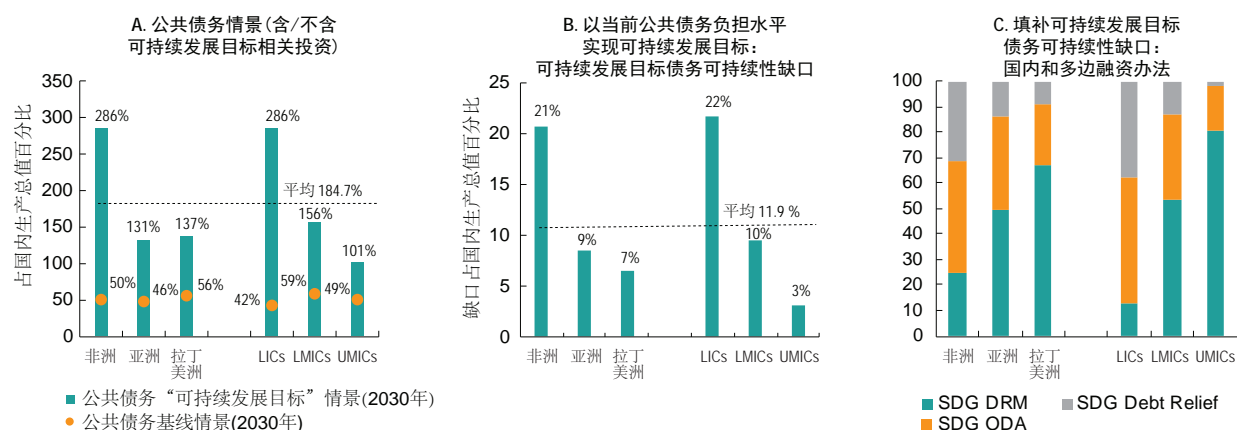
- a 粮农组织等(2015)估计了实现可持续发展目标1和2所需的资源。分析中的成本假设指的是,旨在将一国全民收入提高至1.75美元/天的购买力平价线以上的贫困差距转移方案,以及在结构上克服极端贫困所需的额外投资。
- b Stenberg等人(2017)估计了实现全民健康覆盖所需的资源。全面健康覆盖的定义是所有人都和所有社区都获得其需要的服务,而没有经济困难。模型中的成本假设指的是,在世界卫生组织使用的基线情景中实现这一目标所需资金总额中的公共部门资金。
- c 《2030年教育行动框架》为国内教育筹资设定了两个基准:国内生产总值的4%至6%和公共支出的15%至20%(UNESCO, 2016)。这是确保低收入和中低收入发展中国家每个少年儿童从学前到高中都能获得优质教育所需的资源范围。本评估中的费用假设指的是该范围的下限(国内生产总值的4%和公共支出的15%)。

分析的第一部分比较了未来十年的两种不同情景。“一切照旧”或基线情景假设,各国保持目前的支出模式,短期债务可持续性的要求保持不变,这样各国政府将继续调整内部资源使用,以持续偿还外债。根据这一假设(图4.10 A中的可持续发展目标基线情景),预计抽样调查中的发展中国家公共债务占国内生产总值的平均比例将由2018年的47%增加到2030年的51%。第二种情景是,各国政府办事不再“一切照旧”,而是在除目前的官方发展援助赠款外没有其他外部援助的情况下,按时实现可持续发展目标1至4(图4.10 A中的可持续发展目标公共债务情景)。达到这些可持续发展目

标的投资要求将对公共债务产生重大影响,对低收入和中等收入发展中国家这两组抽样国家而言,到2030年,公共债务占国内生产总值的平均比例将增至184.7%。

在可持续发展目标公共债务情景下,低收入发展中国家的公共债务比率将毫无意外增长得最为迅速,到2030年将达到其国内生产总值的286%(图4.10 A)。这反映出实现选定的四项可持续发展目标所需的投资水平特别高。此外,鉴于目前的实际情况是,税收制度相对薄弱,官方发展援助水平不足,为此,公共债务承担了更多额外投资需求的重担。因此,这一情景

图4.10 发展中国家债务可持续性与可持续发展目标



资料来源：贸发会议秘书处根据国际货币基金组织世界经济展望、世界发展指标、季度外债统计数据库、粮农组织(2015)、Stenberg等人(2017)、教科文组织(2016)和各国数据计算的结果。

注：LICs = 低收入国家；LMICs = 中低收入国家；UMICs = 中高收入国家。SDG DRM = 可持续发展目标国内资源调动；SDG ODA = 可持续发展目标官方发展援助；SDG Debt Relief = 可持续发展目标债务减免。采用世界银行的方式分类，所列国家分类与贸发会议相同，但另细分为中高和中低收入国家。见<https://unctadstat.unctad.org/EN/Classifications.html>。数字代表每个国家组别的未加权平均数。样本按地区和收入类别组成如下：非洲：贝宁(LIC)、埃塞俄比亚(LIC)、马拉维(LIC)、马里(LIC)、莫桑比克(LIC)、乌干达(LIC)、坦桑尼亚联合共和国(LIC)、阿尔及利亚(LMIC)、喀麦隆(LMIC)和肯尼亚(LMIC)。亚洲：阿富汗(LIC)、尼泊尔(LIC)、孟加拉国(LMIC)、柬埔寨(LMIC)、印度(LMIC)、印度尼西亚(LMIC)、缅甸(LMIC)、巴基斯坦(LMIC)、越南(LMIC)、泰国(UMIC)。拉丁美洲和加勒比地区：海地(LIC)、多民族玻利维亚国(LMIC)和尼加拉瓜(LMIC)；巴西(UMIC)、哥伦比亚(UMIC)、多米尼加共和国(UMIC)、厄瓜多尔(UMIC)、牙买加(UMIC)、墨西哥(UMIC)和秘鲁(UMIC)。

体现了各方日益严重的关切，即最脆弱国家和最急需投资来实现可持续发展目标的国家，却最不可能在不引发债务危机的情况下负担这些投资。

但是，中低和中高收入发展中国家同样面临着巨大挑战。根据可持续发展目标公共债务情景，按收入组别分类的这些经济体到2030年的公共债务水平将达到其国内生产总值的100%至150%。亚洲和拉丁美洲的公共债务水平将达到国内生产总值的130%至140%，而从区域角度来看，这两个区域的中低和中高收入发展中国家多于低收入发展中国家(图4.10 A)。<sup>9</sup>虽然这些数值可能只有低收入发展中国家预计公共债务比率的一半，但并不因此更具有可持续性。

分析第二部分研究的是，要在不增加当前公共债务负担的情况下实现四项可持续发展目标会出现多大的资源缺口。这一统计数据被定义为“可持续发展目标债务可持续性缺口”，衡量的是符合到2030年实现四项选定可持续发展目标要求的基本财政余额，与保持稳定的公共债务比率所需的基本财政余额这两者之间的差

额。从这一角度看，发展中国家平均每年需要的额外资源达到其国内生产总值的11.9%。各收入组别和各区域国家的需求各不相同，低收入发展中国家平均每年需要的额外资源相当于其当前国内生产总值的21.6%，而中低和中高收入发展中国家平均每年需要的额外资源分别只有其当前国内生产总值的9.6%和3.3%(图4.10 B)。“可持续发展目标债务可持续性缺口”简要概括了抽样国家在平衡兼顾可持续发展目标投资要求与债务可持续性和金融稳定方面所面临的挑战和权衡，并可为综合国家融资框架提供有益的信息，该框架旨在促进制定国家自主融资战略以落实可持续发展目标(IATF, 2019: chap. II)。

分析的最后一部分考虑了可采取的国内和外部融资办法，以便在2030年前补足“可持续发展目标债务可持续性缺口”，避免债务危机在发展中国家蔓延。如图4.10 C所示，这需要大量外部援助，特别是对低收入发展中国家的援助。估计未来十年内，低收入发展中国家改进国内资源调动后最多能提供13%的所需资源，在中低和中高收入发展中国家，这一比例分别上升至53%和80%。对用于填补“可持续发展

目标债务可持续性缺口”的国内资源调动部分的估计数据，反映了税收和预算管理的体制能力以及可持续发展目标所需投资规模等初始条件。当前的税收与国内生产总值比率越高，政府为体现更长期的可持续发展目标承诺而对公共支出构成所做的调整越多，政府为打击其经济中的非法资金外流所作的努力取得的成效越大，那么，预计未来十年内国内资源调动所做的贡献就会越大。在目前税收能力较低的贫穷经济体中，可能存在更大的改进余地，但出于上述原因，这可能不易做到，或者只能在落实可持续发展目标所余期限即将结束时才能取得效果。即便如此，国内资源调动情景在这方面宁愿保持乐观，假设贫穷经济体在未来五年内确实可以达到税收约占国内生产总值 15% 的关键临界点，以支持国内生产总值大幅加速增长（见插图 4.1）。另一方面，在以可持续发展目标为导向调动国内资源方面已经取得的进步，只能为进一步的改善提供有限指导，因为这还取决于所需可持续发展目标相关投资的规模。例如，有些地方已经竭尽全力，到 2017 年拨出了近一半的公共支出用于实现选定的可持续发展目标，但是，若要到 2030 年实现这些可持续发展目标，仍需在未来几年内将这一比例提高至所有公共支出的四分之三。

因此，毋庸置疑，要按时实现前四项可持续发展目标而又不引起发展中世界广泛的债务危机，需要有实质性和负担得起的外部财政援助。无论混合融资能在风险管理方面做出何种神奇表现，为《2030 年议程》吸引私人资金，但如前所述，这几项可持续发展目标的长期社会回报极高，但短期私人回报却低得令人望而却步，既不可能也不会吸引到私人资金。因此，本项分析讨论了两种互补的多边公共筹资办法。第一，特别官方发展援助方案，用于与可持续发展目标相关的公共投资，将为参与国提供优惠资金，补充经国内资源调动后仍然需要的投资；这一比例在低收入发展中国家约为一半，在中低收入发展中国家约为 35%，在中高收入发展中国家约为 17%。实行这项特别方案必将提高官方发展援助，这符合发达国家在《亚的斯亚贝巴行动议程》中再次做出的承诺，即实现将其国民总收入的 0.7% 用于官方发展援助这一

目标，而且假设这些官方发展援助资源将用于支助预算，而不是支助具体项目。<sup>10</sup>

第二，要为发展中国家努力实现基本的可持续发展目标提供多边金融支持，但又不引发破坏性债务危机，还需要在可持续发展目标相关债务减免方面作出进一步努力。无论官方发展援助贷款的条件多么优惠，它仍然是产生债务的资本流入，而且近年来贷款相对于赠款稳步攀升 (OECD, 2019)。本章设想的情景所依据的是相当乐观的假设，即国内资源调动能力以及官方发展援助的模式和规模都有所改善。即便如此，债务减免仍然是一个明显的必要条件，到 2010 年仅实现前四项可持续发展目标所需的公共开支中，债务减免需要提供的比例在低收入发展中国家约为 37%，在中低收入发展中国家约为 13%，在中高收入发展中国家不到 2%。

表 4.1 汇总了各区域和各收入水平的国家的拟议可持续发展目标方案的相对成本。从以上评估可见，为达到债务可持续性标准，低收入发展中国家必然需要最多以额外官方发展援助和债务减免形式提供的多边支持，到 2030 年通过额外官方发展援助每年接受相当于国内生产总值的 10.8% 的转移支付，以及相当于国内生产总值的 93.4% 的债务减记。与此同时，中低和中高收入发展中国家的相对成本也仍然很高。即使增加国内资源调动的努力能够取得成效，到 2030 年中低收入发展中国家仍然需要通过额外官方发展援助每年接受相当于国内生

表 4.1 可持续发展目标方案筹资需求

	2030年可持续发展目标债务减免方案 (占国内生产总值百分比)	可持续发展目标官方发展援助方案 (年度转移占国内生产总值百分比)
非洲	87.3	10.0
亚洲	13.2	2.7
拉丁美洲	15.7	2.1
低收入发展中国家	93.4	10.8
中低收入发展中国家	17.7	2.9
中高收入发展中国家	1.9	0.6

资料来源：同图 4.10。

生产总值的2.9%的转移支付，以及相当于国内生产总值17.7%的债务减记。这些数字清醒地评估了满足《2030年议程》的融资需求所需的力度，而且，如前所述，若将债务可持续性分析的出发点定为使发展中国家能够在可持续基础上实现发展目标，那就更是如此。

提议的框架目的是在实现可持续发展目标的同时，确保今后十年发展中国家的债务具有可持续性，其政策和研究影响有以下几点。首先，所做的评估仅涉及17项可持续发展目标中的四项，因而对于在增加国内资源调动的同时与各国协调采取多边行动的必要性强调得远远不够。如前所述，本项分析中考量的四项可持续发展目标的公益性质无可争议，因此预计将完全由公共资金供资。然而，尚不明确能够在多大程度上可靠地对私人融资“加杠杆”并使其达到足够规模，以实现同样具有强大公益特征的其他可持续发展目标，如保护环境和减缓气候变化或“基础设施”投资——需要投资的范畴过于广泛，而且其中许多投资不易像二十国集团建议的那样，转化为可交易和可实现私人盈利的“资产类别”（EPG-GFG, 2018）。因此，若要按时实现《2030年议程》，也许必须考虑制定较此处建议的方案规模更大的可持续发展目标相关多边方案。

其次，提议的框架做出了若干假设，而这些假设可能从相反的方向影响分析结果。框架假设抽样发展中国家无论其公共债务水平如何，都能够在分析涵盖的整个期间在国内和国外市场进行商业再融资，从而排除了面临严重债务压力和丧失市场准入的可能性。如本章B节所示，一些发展中国家已经面临债务困境，若要保有或重新获得市场准入，就必须降低目前的公共（和私人）债务水平。这导致框架中的估计值偏低，因为随着发展中国家债务危机出现或加剧，“可持续发展目标债务可持续性缺口”将扩大，对外部财政援助的需求也会增加。另一方面，该框架没有考虑预计政府支出大幅增加对国内总需求和长期生产率增长的影响。显然，这种情况可以减轻未来的公共债务负担，而且随着时间的推移，通过多边方案获得可负担的外部财政援助的需求也会降低，进而造成目前的估计值偏高。不能假定反方向的两个估值偏差会

相互抵消，因为它们高度依赖复杂的国情及其与全球经济动态的相互作用。然而，时间是一个决定性因素。该框架考虑的是从现在到2030年之前的情况，在这个十年零一点的相对较短的时期内，也许总需求和生产率会逐步提高，但即使不算太晚，也是姗姗来迟，不足以大幅减轻当前的公共债务负担。与此同时，目前极有可能出现的情况仍然是，发展中国家进一步遭遇更深层次的债务危机。当然，目前的多边财政援助越迅速越果断，就越有可能及时逆转这一前景。尽管如此，显然需要一个更全面的动态债务可持续性框架，其中包括对生产能力、基础设施和人力资本投资反馈效应的计算（Guzman, 2018），而且不只是局限于实现《2030年议程》的迫切要求。

最后，目前的框架强调，需要将发展中国家的长期债务可持续性理解为国家之间的相互责任和多边责任，这不仅是为了《2030年议程》本身，也是为了更遥远的未来。发展中国家必须作为最优先事项，致力于改善国内资源调动，强化国内的“利润—投资联系”，并为这一目的利用信贷（债务）的杠杆作用。但发展中国家是否具备这种能力，仍然取决于其发展伙伴是否具有政治意愿，以支持这种国内努力的方式管理全球经济。因此，如第五章所述，迫切需要开展国际合作，以便能够更好地调动税收，并避免浪费在资本流动不稳定的情况下“自我保险”所需的国内资源。这些措施将有助于缓解对可能变得不可持续的公共债务的额外需求。

本章D节更广泛地讨论了利用多边金融支持促进发展中国家长期债务可持续性的制约因素和可能性，并考虑了一些具体的融资办法和方案设计，这些融资办法和方案设计既有助于支持发展融资，也服务于地球和我们共同拥有的自然环境，非常符合贸发会议提出的“全球绿色新政”的精神。此外，文中还讨论了发展中国家为满足其发展需求而增强自身金融力量的可选办法。最后，发展中国家债务危机已然显现，如前所述，无法排除进一步发生危机的可能。因此，后面一节还探讨了如何改变现有主权债务重组进程，以限制对主权债务人和债权人的不利影响。

## D. 债务以发展为先

发展中国家若要改善条件、获得更好的政策选择和实施政策的空间，为实现发展目标加强财政资源调动，那么，为此制订的议程必须努力应对债务可持续性带来的重大挑战。考虑到上一节指出，在努力实现《2030年议程》方面可能出现资金缺口，因此这一问题的紧迫性显而易见。

此外，从上一节的讨论中也可以清楚地看到，发展中国家的债务是否可以持续根本不是掌握在受影响的主权国家手中。在全球高度金融化和相互依存的环境里，若初级商品价格下跌且发达经济体增长疲软，则脆弱性可以迅速变成困境。如果发达经济体的货币政策决定突然推高借贷成本，新兴市场和其他发展中国家此前似乎可控的债务状况可能迅速变得不可持续。资本流动的顺周期性——繁荣时期价格低廉，衰退时期价格昂贵——并不是唯一的弊端。一旦危机爆发，为改善出口前景而实行货币贬值会同时增加外币计价债务的价值。初级商品出口国需要满足不断增长的偿债要求，从而产生了扩大生产的压力，这有可能加剧供应过剩现象，并进一步压低初级商品价格。当前的全球金融环境不经改革，各国就没有多少余地来决定自己的战略和增长路径。政策决定反而要暗中服从于金融市场逻辑，尽管发生了灾难性的全球金融危机，但金融市场逻辑的优先地位在某些领域丝毫未受损害，它仍然是确定有效成果的主要标准。

因此，与努力扩大发展筹资以实现可持续发展目标密切相关的是，需要尽可能使发展中国家更少地面对外部冲击、自由跨境资本流动和外债偿还负担。改革国际金融架构，以便更好地管理宏观经济失衡并应对债务压力和可能出现的危机，这是一项迫切需要列入国际政策议程的工作。本节将讨论可能进行的一些改革。然而，在目前尚不具备一个支持发展中国家调动发展资金努力的国际货币体系的情况下，发展中国家还应寻求区域和南南金融合作及经济合作，并确保地方、国家和区域政策举措之间的

相互联系和协调，以限制全球金融化的破坏性影响。因此，必须首先加强发展中国家筹集国内公共资金的公共政策空间和能力，并确保国内和外国私人资本都能可靠地流入发展投资项目，尽管这些项目的短期至中期私人盈利能力尚不确定。要争取的并不是随便什么私人资本，而是“耐心”资本。相较于对国际金融体系进行更全面的有利于发展的改革，这也许只是一个次优（自下而上的）选择，但其优势不仅在于开始扩大生产性发展融资，而且在于最终迫使国际经济治理改革重新回到多边议程之上（Blankenburg, 2019）。

### 1. 再看特别提款权和债务减免方案

理想情况下，一个有利于发展的国际货币体系应确保生产力高的顺差经济体应通过在国内采取扩张性政策，刺激国内对生产力较低的逆差经济体的进口需求，投资于这些经济体，并以合理或更优惠的条件向其贷款，从而系统地将顺差“循环”到生产力较低的国家。

在许多方面，这正是1953年德国及其债权人在谈判《伦敦协定》时所追求的理想，该协定大幅度减少了德国的债务总额，并将偿债要求限制在年度出口值3%的范围内（UNCTAD, 2015: 134）。虽然《伦敦协定》是一项债务减免安排，但在布雷顿森林机构的最初构想中隐含了顺差国和逆差国之间可以进行协调的概念（Kregel, 2018: 89）。更广泛的含义是，这样一个体系必须要承受住严重的宏观经济失衡，使国内发展战略能得以推进，至少能够创造出履行外债义务所需的出口收入。

在第二次世界大战进行得正酣之时，凯恩斯却在思考如何重建一个能够促进全球经济繁荣与和平的战后国际货币体系，他提议建立一个国际清算联盟，来管理他称为“班科”的国际记账货币（Keynes, 1973）。<sup>11</sup>这一提议重点提出了指导国际货币合作的两项主要原则。第一，应尊重发达经济体和发展中经济体的国家政策自主权并支持国家增长战略。第二，应避免国际

经济中的通缩偏向，让顺差国和逆差国共同承担调整国际失衡的责任。

国际记账货币（和清算联盟）的提议对于实现上述目标至关重要，因为这意味着提供国际流动性和管理国际失衡不会继续受制于国际储备资产发行国的内部约束和利益，而是转由多边规则管理。用凯恩斯的话说，“这一联盟永远不会在兑现支票方面存在任何困难。联盟可按其意愿向任何成员预支款项，并保证收益只能转入另一成员的清算账户。联盟唯一的任务是确保其成员遵守规则，并确保向各成员的预支款项对整个联盟而言是审慎和明智的”（Keynes, 1973: 171）。凯恩斯关于在国际货币事务中实行多边主义的提议未受采纳，各国决定继续保留全球储备体系，这是一个重要因素，导致国际货币体系背离了支持国家增长和发展战略的方向，转而优先考虑国际储备货币主要发行国的政策选择。

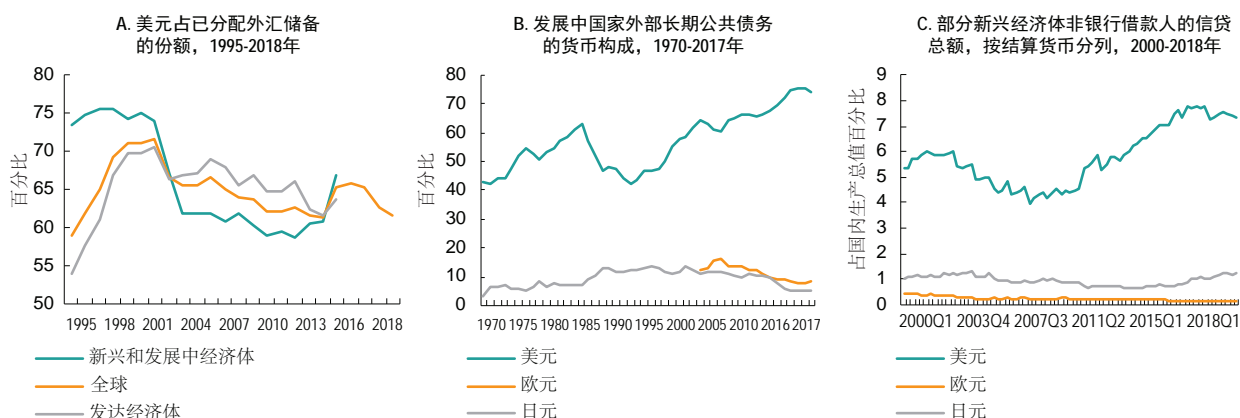
对于美元今后是否能稳定保持全球霸权地位，专家意见并不统一。关于这一问题的实证观点强调，美元在全球外汇储备（见图 4.11 A）、银行外币资产和负债以及以美元计价的世界贸易量中一直占有很大份额（Gopinath, 2015）。还有人认为，国际货币治理体系呈现多极状态而不是由单一主导货币占据优势地位，这一现象在

历史上存在更久，并将再次出现（Eichengreen, 2019）。利用新技术创造的私人货币（或加密货币）及其在国际市场的不断扩张，又带来另一种极为不同的挑战（见第一章插文 1.1）。

无论如何，发展中国家现有的证据表明，美元霸权目前已经根深蒂固（图 4.11）。如前所述，虽然美元在全球外汇储备中的份额经历了起伏，但仍占据约 60% 这样大的比例。尽管发展中国家将国际货币储备用作“保险单”的能力总体下降（见图 4.8），但美元占发展中经济体和新兴经济体外汇储备的比例却在近年来再次上升（据现有数据显示；见图 4.11 A）。与此同时，美元不仅在发展中国家的公共和公共担保长期外债中占据了主导地位，而且这一势头还在增强（图 4.11 B），在较大发展中经济体和新兴经济体兴起的影子银行业务中，美元也是一马当先（图 4.11 C）。

关于如何打破美元霸权，经过长期讨论且部分可行的一个选择是，提高所谓特别提款权在全球外汇储备中的作用。特别提款权是一种国际储备资产，其价值基于一篮子主要国际货币，可以充当对国际货币基金组织储备货币的债权（D’Arista, 2009; Ocampo, 2011; TDR 2015）。特别提款权于 1960 年代开始实行，目的是补充预期的美元和黄金国际流动性的不足。特别提

图4.11 美元霸权



资料来源：贸发会议秘书处根据以下数据计算的结果：国际货币基金组织官方外汇储备货币构成数据库(数据A)、世界银行国际债务统计数据(数据B)、国际清算银行全球流动性指标(数据C)。

注：图中数据C包括阿根廷、巴西、智利、中国、印度、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、大韩民国、俄罗斯联邦、沙特阿拉伯、南非、土耳其和中国台湾省。



款权的借款限额按各国以特别提款权计价的配额决定。继 2015 年和 2016 年最新一轮增加配额后，特别提款权目前约为 6,700 亿美元。最近的一项提议 (Akiki, 2019) 是，将特别提款权与得到大量集体和多边支持的环境目标直接挂钩，具体而言是与将全球变暖控制在工业化前水平以上 1.5°C 之内这一目标挂钩，以便为扩大特别提款权再次输入动力。根据这项提议，参与国政府将与国际货币基金组织合作，制定长期的环境和国别调整计划，包括环保目标和减排行动，以及实现这些目标所需的投资和预算。虽然有些国家也许能够自筹资金实施这些计划，但基金组织将设立无息贷款融资机制，特别是为发展中国家提供贷款。将使用特别环境提款权来衡量最大供资能力，特别环境提款权代表着对国际货币基金组织气候融资可自由使用货币的无限期潜在债权。

这一提议为贸发会议和其他机构要求设立全球环境保护基金的长期呼吁提供了一个灵活的、原则上无限制的筹资机制，该基金能够提供可预测、稳定的应急资金，而无需设置严格的政策条件或限制性的资格标准。此外，目前经常遭受与气候变化有关的自然灾害的许多贫穷的发展中国家和小岛屿发展中国家，将需要临时暂停偿债和延长此类暂停偿债期限的自动机制，以便在发生灾害事件时保障政府在医疗卫生、教育和卫生设施等方面的基本社会支出。目前，国际社会援助仍然主要由以下三种形式提供：短期援助、财政整顿的长期条件和针对灾难性风险的预防性自我保险计划。然而，令人遗憾的是，这不足以应对反复且日益频繁地出现的与气候变化相关的冲击造成的系统性影响。

2010 年 1 月 12 日海地地震发生后，贸发会议 (2010) 立即与其他组织一道，呼吁立即暂停偿债，然后尽快取消债务。当时海地的一些双边债权人确实同意暂停偿债，世界银行和委内瑞拉玻利瓦尔共和国最终也免除了剩余债务。但是，贸发会议意义更为深远的呼吁却没有引起重视，即要求未来采取协调一致的灾害管理办法，包括建立全球灾害基金、提供让自然灾害受灾国暂停偿债的自动机制以及让债务合同中

的内置保险条款涵盖灾难性风险。时间已经过去了将近十年，世界依然和从前一样疏于准备，难以应对环境脆弱的发展中国家的恶性债务循环。许多受影响国家都有着复杂的外债史，例如 2019 年 3 月遭受“伊代”气旋袭击的莫桑比克和津巴布韦。但是，在更广泛的意义上，建立以特别提款权为基础的全球基金，利用环境储备资产保护环境，可以提供可靠而稳定的融资机制，同时应对气候变化相关冲击对发展中经济体债务可持续性的二级和三级影响。贸发会议 2010 年的一项研究显示，就 1980 年至 2008 年袭击低收入国家的 21 次大规模自然灾害而言，这种大规模冲击在事件发生后三年内平均会使受影响国家的债务与国内生产总值的比率上升 24 个百分点。如果灾害事件后外部援助没有迅速增加，这一数字可高达 43 个百分点 (UNCTAD 2010)。受自然灾害冲击的穷国乃至中等收入发展中国家仍可能陷入长期债务陷阱，因为利用公共债务和新的外部借款来抵消自然灾害的影响会导致更沉重的偿债负担，并限制为减缓气候变化进行长期投资的能力。每发生一起新的灾难，金融脆弱性便会增加，国内应对能力也会随之减弱。

此外，且如本章 C 节所建议的那样，即使只是为了实现《2030 年议程》最基本的目标，也应考虑为低收入和中低收入发展中国家制定与可持续发展目标相关的全球优惠贷款方案。一种提议 (Munevar, 2019) 是将此类优惠贷款方案分为两个部分：第一，一个再融资机制，目的是让参与国能够以优惠条件借款，并在短期（如三年）内逐步回购以商业条件发行的未偿公共外债；第二，一个额外的贷款机制，用于满足公共部门到 2030 年总融资需求的外债部分。这类方案将为参与国带来若干益处。外债实际利率降低和期限的延长将改善名义上的长期动态，同时减少未偿债务的净现值。此外，提供稳定的长期和低成本资金会使国家当局得以集中精力有效部署资源来实现可持续发展目标。

理想情况下，也可通过利用特别提款权或扩大特别提款权同时将债权与可持续发展目标相关投资及国别投资和预算计划直接挂钩的方式，为这种与可持续发展目标相关的优惠贷款筹措

资金。此外，全球（可持续发展目标）发展基金可以通过由捐助国兑现尚未履行的官方发展援助占国民总收入 0.7% 的承诺这一方式进行充资，并提供专用资源来弥补过去几十年中仅部分兑现的承诺。<sup>12</sup> 一种更加基于市场和合同的补充融资机制是债务互换方案，如拉加经委会气候复原力基金债务转换提议（ECLAC, 2016）。同样，可持续发展目标债务转换提议希望建立一个专门的可持续发展目标投资基金，以支持可持续发展目标投资并缓解发展中国家的债务脆弱性。该基金将要求国际社会提供初始捐款，在大约三年左右的短期内购买私人债权人持有的公共外债份额。受益国将承诺向可持续发展目标投资基金支付其本应付给前债权人的偿债金额。对可持续发展目标投资基金的此类支付将持续 10 年，期间对基金的基础负债将按滚动方式支付。该基金将利用受益国的付款推动对可持续发展目标相关项目的投资，同时提供技术支持和援助。这种基于债务转换的方案虽然值得欢迎，但也存在若干弊端。该方案需要根据每项合同逐一操作，通常速度缓慢、耗资巨大，且受制于部分权益，而购买国债时可能危机已然迫近或已逐渐显现，政府债券在交易时大幅折价。这种方案也没有对逐步实现共同的环境和发展目标作出明确的长期承诺。正如 Akiki (2019: 18-19) 指出的那样，作为一种以环境保护为条件的债务减免工具，“债务换自然”方案一直很受欢迎，一个重要原因是这种方案也能让参与此类举措的私人企业利益在很大程度上承担环保责任。

## 2. 加强区域货币合作：区域清算联盟

是否有可能利用特别提款权而不是债务转换方案等多边性较弱、市场性更强的融资机制来促进环境保护和发展，还有待观察。与此同时，对发展中国家而言，另外一个重要的备选办法是，通过加强区域货币合作及运用本国的金融力量，至少部分摆脱美元霸权，以缓解当前受债务驱动并以美元为基础的金融化全球经济对其发展的制约。应当注意的是，这无关于通过大规模贷款方案支持发展融资的长期南南合作（如中国的“一带一路”倡议），尽管鉴于发达国家的发展融资倡议缩

手缩脚、范围有限且往往不可预测，这种合作十分必要，并值得欢迎。发展中国家之间的这种区域货币合作，若能大幅提高发展中区域再融资、促进区域内贸易以及自筹资金发展区域内价值链的能力，则可对更长期的南南金融合作形成补充和支持。

正如其他分析已经指出的那样（TDR 2015; Blankenburg, 2019），区域货币安排与国际层面的安排一样，其范围和效力取决于所商定的目标。这种货币安排包括在出现流动性约束时为克服这种约束而采取简单的区域储备互换和共享协议，还包括在更大范围内发展区域支付系统和内部清算联盟。后者通过定期抵消成员之间累积的（与贸易有关的）债务和债权，向其成员提供信用，从而至少在部分程度上用内部创造的金融资源取代对外币计价的外部金融资源的依赖和相关汇率波动。这需要一种不可交易的区域记账单位，就像凯恩斯提出的用于管理国际货币体系的国际记账货币，只允许以相对于区域记账单位的固定区域内汇率，通过从成员国进口或对成员国进行外国直接投资，来抵消区域清算机制内的累计债权，从而促进区域内贸易（Kregel, 2018）。

1964 年贸发会议成立大会（贸发一大）首次提出实施区域货币合作以支持发展的重要性。因此，1968 年贸发二大设立了一个专家组，还提出设立一个向所有发展中国家开放的支付联盟框架的建议。当时主导国际货币体系的是贸易而不是金融流动，同时实行资本管制和钉住汇率制度。在此背景下，上述提议的主要目标并不在于摆脱美元霸权，而在于促进区域内贸易，主要手段是：降低区域内贸易以可兑换货币计的交易成本，建立自动信贷机制以鼓励联盟内贸易，激励区域内的顺差国纠正顺差，并采取相关的有力保障措施防止违约；同时为发达国家保留以下参与途径：为发展中国家的工业出口提供优惠的市场准入，并将其国民总收入中商定的比例用于对发展中国家的外援。为确保此支付联盟一直具备充足储备以支付债务，联盟应在国际货币基金组织获得成员地位和特别提款权。<sup>13</sup>

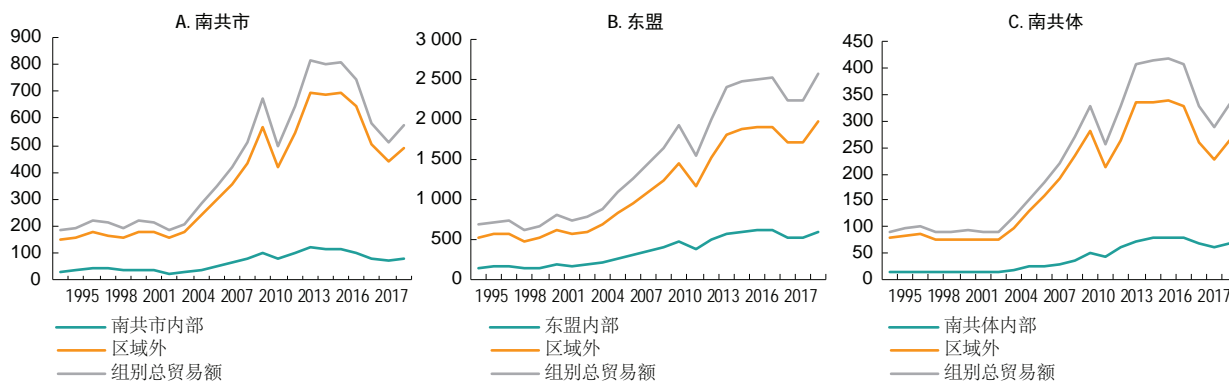
这一提议表明，发展中国家从一开始就十分重视区域支付系统和清算机制。但事实证明，该提议在当时过于雄心勃勃，结果是整个1970年代发展中国家之间出现了一些规模较小的区域清算联盟和支付安排。随着发展中国家央行抵御债务危机的压力越来越大，这些安排最终也逐渐消失或丧失了意义。此外，发展中国家的公共部门和私营部门都未能抵制住1980年代末以来国际金融市场上价格明显低廉的信贷的诱惑。正如我们所见，自那时起，在以开放资本账户、浮动汇率和放松金融监管为标志的持续超全球化背景下，美元一直处于霸权地位；而美元霸权发挥了根本性的作用，推动塑造了一个以系统方式提升短期的金融利益和公司利益而牺牲发展利益的国际货币体系。

这也促使发展中国家审时度势，再度考虑扩大区域货币一体化和推动区域信贷创造，以促进区域发展，限制美元霸权对其经济的不利影响。为应对1990年代亚洲金融危机及其他发展中国家的危机，出现了各种多边和区域货币互换协议，其中最著名的是“清迈倡议多边化协议”（TDR 2015）。能否以支付系统和清算机制的形式加深货币一体化，在很大程度上取决于潜在成员国的初始贸易模式和头寸，因为可在何种程度上利用区域内信贷创造和清算替代外部金融资源，取决于各国提供信贷的能力。

简要回顾一下南共市（南方共同市场）、东盟（东南亚国家联盟）和南共体（南部非洲发展共同体）这三个主要发展中国家贸易区当前贸易状况的基本特征，便可初步揭示采用内部清算机制的可行性和潜在益处。首先是区域内商业贸易占成员国商业贸易总额的比例。区域内贸易所占比例越高，区域内货币安排推动扩大这一比例的余地就越大。如图4.12所示，在拉丁美洲、亚洲和非洲这三个曾出现经济一体化的发展中国家组别，虽然这一比例总体上仍然相对较低，但在东盟和南共体均稳步上升，只有南共市上升的势头较弱。

第二，国家组别内部的商业贸易净差额也很重要，因为区域清算联盟的目的恰恰是通过向联盟中的逆差国提供贸易信贷，取代以补充外部资本流入来弥补贸易不平衡的做法。图4.13突出表明，区域内的动态各不相同。对南共市而言，阿根廷和巴西显然是能够提供区域内信贷的净顺差经济体，至少在2018年阿根廷出现金融危机之前是这样。但由于该区域其他南共市国家净逆差规模相对较小，因此区域集团内部清算虽仍具有作用，但作用受到了限制。东盟自2000年代中期以来，区域内贸易净差额明显扩大。这表明，区域清算也许会有所助益，越来越多的逆差国可能藉此获得资金开展区域内贸易。但是，除菲律宾和泰国外，该区域相对世界其他地区在总体上属于顺差区域，因此，

图4.12 区域内和区域外贸易，部分区域组别，1995-2017年  
(百万美元)



资料来源：贸发会议秘书处根据贸发会议数据库国际货物贸易和服务贸易数据中心计算的结果。

注：南共市包括：阿根廷、巴西、巴拉圭、乌拉圭和委内瑞拉玻利瓦尔共和国。东盟包括：文莱达鲁萨兰国、柬埔寨、印度尼西亚、老挝人民民主共和国、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国和越南。南共体包括：安哥拉、博茨瓦纳、科摩罗、刚果民主共和国、斯威士兰、莱索托、马达加斯加、马拉维、毛里求斯、莫桑比克、纳米比亚、塞舌尔、南非、坦桑尼亚联合共和国、赞比亚和津巴布韦。

区域内清算对大多数成员国来说并非优先事项。相比之下，南共体的情况更加困难：除石油出口国安哥拉之外，南共同体相对世界其他地区都属于逆差区域。实行区域内清算，减少通过外部资本流动弥补贸易不平衡状态的需求，并代之以提供区域内贸易信贷，这种做法在原则上将有所助益。但尽管如此，目前该区域的内部贸易动态并不乐观。除南非之外的大多数成员国在该区域都有顺差，这限制了更多成员国目前从内部清算中受益的机会。

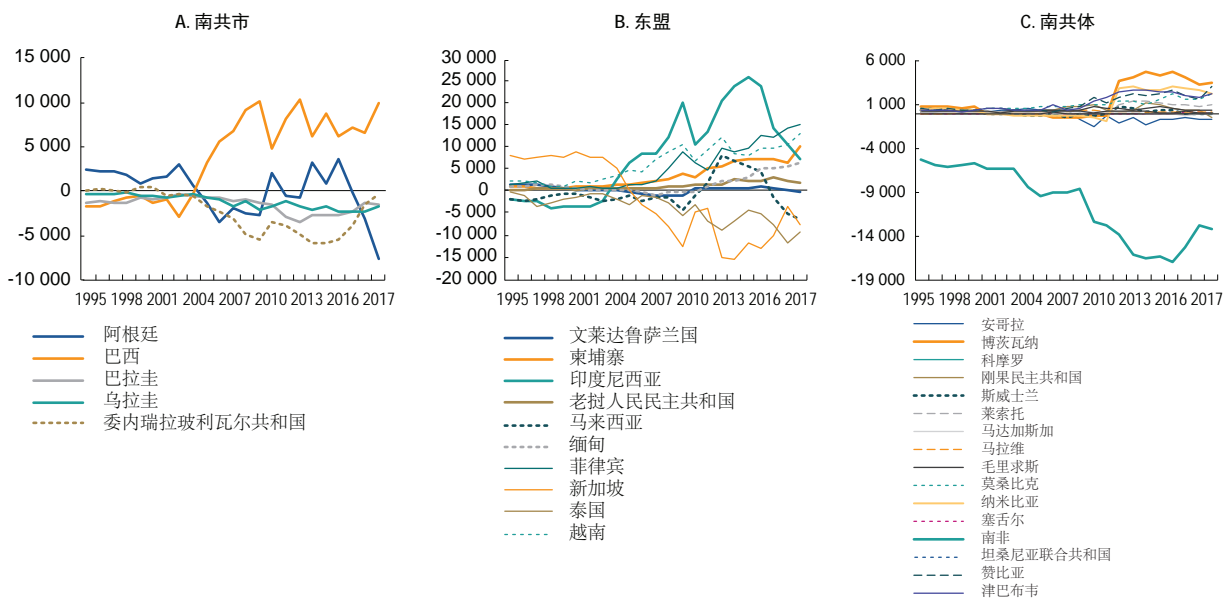
因此，透过各区域当前贸易模式的核心特征可以看出，使用区域清算可带来的益处不尽相同。在有些区域（南共市、东盟）可立竿见影，但受益程度或许不同，而其他区域（南共同体）则面临更大障碍。然而，此类清算安排的目的当然还包括，增加区域内贸易相对于区域外贸易的比例，从而改变目前的贸易模式，而这又需要政治意愿。区域清算联盟要正常运作，便于释放自身的财政资源和政策空间用以实现国家发展战略，就必须优先考虑区域利益，有时要将区域利益置于眼前的国家利益之上。必须了解的一点是，若使国家利益凌驾于区域利益之上，最终不仅会损害集体发展目标，国家发展目标也难以保全。

### 3. 推动解决主权债务危机

随着债权人的构成不断变化，金融创新也以复杂的新型债务工具的形式纷纷出现，发展中国家的债务脆弱性日益增加。为应对这一问题，国际货币基金组织和世界银行最近开展协调努力，促进提高公共债务的透明度 (IMF and World Bank Group, 2018)，特别是低收入发展中国家公共债务的透明度。与此同时，国际金融协会代表全球金融业制定了“债务透明度自愿原则”草案，以促进私人债权人自愿披露债务工具信息 (IIF, 2019)。<sup>14</sup> 这两项举措均获得了二十国集团的关注。<sup>15</sup>

这些举措在很大程度上认识到，高质量的债务数据是一项不可或缺的先决条件，只有获得这些数据，各国政府和国际社会才有能力将债务危机风险降至最低，并在发生危机时及时采取补救行动。除此之外，国际货币基金组织和世界银行联合采取的新的“解决新出现的债务脆弱性问题多管齐下方法”实行更广泛的监督方案，内容包括改进债务分析和预警系统、提供宏观财政政策框架指导及由国际金融机构对国家债务政策进行审查；其中还包括提供更有力的支持，以加强下游债务管理能力，如

图4.13 区域内净贸易差额，部分区域组别，1995-2017年  
(百万美元)



资料来源：同图4.12。

公共债务报告、记录和监测能力 (Nishio and Bredenkamp, 2018)。更全面、更准确和更及时的公共债务数据对各国政府大有益处，也有利于国际数据库的对外报告，这一点虽然无可争议，但这一政策重点尚不足以解决发展中国家债务危机目前的主要根源，即发展中国家往往过早融入国际金融市场，而且日益暴露在市场风险之中。正如贸发会议长期以来所主张的那样 (UNCTAD, 2012)，透明度 (包括但不限于数据) 是通过负责任的主权借贷成功预防债务危机的一项基本原则，其他核心原则还有公正、诚信、合法性和可持续性。

虽然预防债务危机至关重要，但同样迫在眉睫的是，在解决已出现的主权外债危机时，要促进经济快速复苏，避免在出现事实违约后发生金融危机。这方面的现状不尽人意，对此各方早已有所认识，包括贸发会议在内 (TDR 2015)。随着私营部门越来越多地参与主权债务再融资 (见 B 节)，本已支离破碎、不成体系的主权违约情况处理制度进一步瓦解。

对于面临金融高度不稳定的经济体，外债往往是其致命弱点，而目前处理主权债务问题的安排毫无章法可言，出现困难时对不同类型的主权外债 (双边债务、多边债务和对私人债权人的债务) 采取不同的程序。几十年来，债务由官方转向私人，由银团贷款转向债券融资 (见图 4.4 和 4.6)，这种转变导致债务重组变得更为复杂，而非居民持有的国内发行债务又加剧

了债务重组的复杂性，引发了主权债务重组中是否要对持有当地货币债务的居民和非居民加以区分等棘手的问题。

这又再次加深了各方对主权债务重组办法“规模太小、时间太晚”的担忧，因为在这种办法下，私人债权人和主权债务人都具备强烈动机，希望推迟正式违约程序并最大限度地减少重组要求，无论是为了避免启动正式违约程序后金融危机和经济危机的预言自我应验，还是为了保护债权人的利益，因为若宣布违约，债权人利益将蒙受损失。结果是，解决债务困扰的办法效率低下且有失均衡，也导致不对称和顺周期的结果，而且容易受到“钉子户”债权人的干扰，常常让寻求重组债务的国家付出高昂的代价。如 Guzman 和 Lombardi (2017) 所述，1970 年以来涉及私人债权人的主权债务重组事件中，有一半在三至七年的时间内再次违约，有 60% 随后又经历再次重组。

此外，主权债务重组难度进一步加大是原因还在于许多国际投资协定纳入了主权重组争端仲裁条款，造成在以公法 (通过国际投资争端解决中心) 还是以私法 (在主权债券合同指定的受理诉讼的国家法院) 解决争端的问题上一一直模糊不清，没有定论 (Li, 2018)。最后，由于主权债务重组日益复杂，因此向主权借款人提供咨询和法律服务成了一项利润丰厚、日益集中的业务，令债务国承受巨大开支 (见插文 4.2)。

#### 插文 4.2 集中、耗资巨大又不透明：主权债务重组和债务诉讼

对主权国家来说，主权债务重组进程日益集中、耗资巨大而又麻烦重重。主权债务工具变得越来越复杂，债权人也日益多样化，预期的财务回报促使债权人——甚至包括债权国——对主权国家提起诉讼。自 2001 年阿根廷债务危机以来，近年来一半以上的主权债务危机均在外国法院提起诉讼 (Schumacher et al., 2018)。而且，债务国既要选择适当的律师事务所代理诉讼，还要选择主权顾问，这都是困难的抉择。

主权顾问事务所不同于在法庭上代表主权国家及其债权人的律师事务所。顾问事务所就主权债务重组的金融、政策和法律问题为借款人提供指导，但不参与诉讼本身。此外，大多数国家的政府聘用单独的金融和法律顾问。这些顾问依据具体情况共同制定和实施债务重组的条款和程序。

顾问事务所就主权债务重组这一高度专业化的问题提供专业知识和市场意识，而政府内部缺乏这方面的技能。利用事务所的专业技能是为了在与同样具备高水平技能的债权人打交道时不处于下风。

此外，现行主权债务重组框架规定要指派外部顾问，因为根据国际货币基金组织的融资担保政策，债务国聘请法律和金融顾问是一个相关指标，用于评估是否正在开展可靠的重组进程并酌情提供财政支持 (IMF, 2013c: 45)。

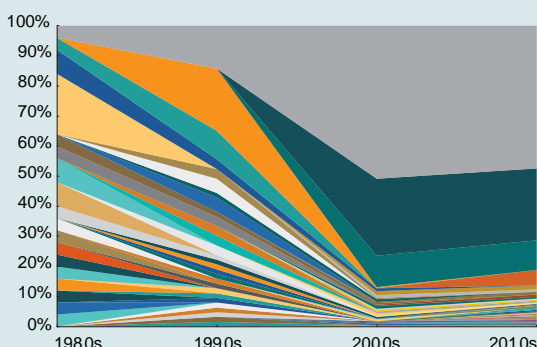
主权顾问事务所对债务重组进程具有重大影响——它们收集必要信息提供给债权人，对这些信息进行分析并提出替代性债务重组战略 (见 Asonuma et al., 2018; Buchheit, 2019)。此外，通常是由顾问与国际货币基金组织一道决定债务减免的必要数额 (Abbas et al., 2019)。考虑到顾问事务所对陷入困境的主权国家公共财政命运所起的作用，它们的角色显然不够透明，也缺乏公众监督。例如，无法监控甚至也无法了解到顾问事务所向债权人和债务人提供服务时的利益冲突，不同案件之间也可能存在冲突。为债务危机国提供建议的总是那一小撮事务所：2005 年以来与商业债权人进行的 25 起主权债务重组中，有 20 起是由 4 家金融顾问事务所完成的。法律顾问领域的集中现象甚至更为严重，2005 年以来所有的主权债务重组中，近三分之二是由同一家公司担任法律顾问 (Smith, 2019)。

从全球五大律师事务所的市场份额可见，主权债务诉讼市场似乎也高度集中，至少在美国如此。<sup>a</sup> 虽然有 70 家律师事务所跨越了有全球业务等所谓的进入壁垒，而且自 1976 年《外国主权豁免法》实施后为 44 个国家代理诉讼，但主导市场的仍只是少数几家律师事务所。

图 4.2.1 显示，过去 40 年主权债务诉讼的市场集中度逐步提高，二十一世纪初又因阿根廷债务诉讼发生重大变化，其中涉及的几十起诉讼主要由一家律师事务所处理，该事务所也是目前的行业龙头。阿根廷诉讼的规模和知名度似乎使一些律师事务所获得并巩固了主权债务争端“可信赖”的事务所的地位，导致五大律师事务所的“赫芬达尔-赫希曼指数”(HHI) 高度集中，前五大律师事务所 (Herfindahl-5) 占的诉讼份额高达 87% (图 4.2.2)。

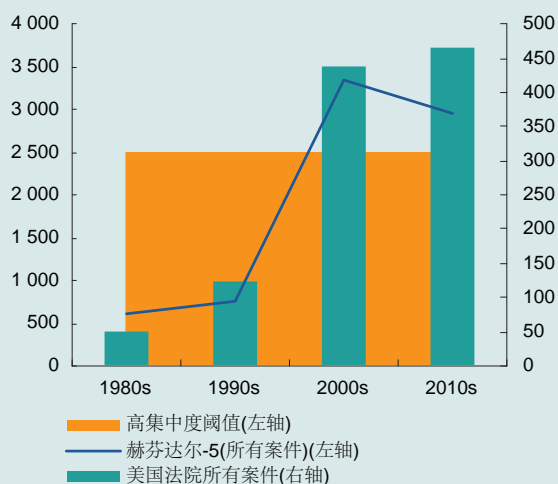
阿根廷重新谈判债务时对债权人采取毫不退让的态度，致使债权人纷纷涌向美国法院 (见图 4.2.2)；这也可能是一个分水岭，自此之后，债权人更愿意依靠诉讼而不是合作来解决债务问题。经过长达 10 多年的诉讼，阿根廷同意与“钉子户”债权人结案，提议将从纽约法院获得同权禁令的债权人与未获得禁令的债权人区分开来。对持有同权禁令的债权人而言，条件要有利得多——其中一名

图4.2.1 美国主权债务诉讼：律师事务所市场集中度的变化



注：每个彩色线条代表一家在美国法院充当主权借款人代理的律师事务所。数据仅包括明确属于债权人和国家之间的诉讼案件。

图4.2.2 美国法院主权债务重组案件数量最高的律师事务所赫芬达尔-赫希曼指数，按判决年份分列



注：市场集中度指赫芬达尔-赫希曼指数(HHI)。

债权人获得了相当于债券原值 392% 的回报。阿根廷主权债务诉讼产生的另一个重大影响是，主权债券诉讼中的集体诉讼程序得到了“微调”，很可能在未来的主权债务危机中会被频繁使用。散户投资者以这种方式在集体诉讼中叠加诉讼，可能会对主权债务重组产生系统性影响。

接受外国相关法律和外国法院的管辖对于确定和解释主权债务的合同关系具有重要影响，因为外国法律和法院能够保证主权债务人无法干预适用于债权人债务人关系的规则。债权人拥有法律优势，使主权债务工具容易陷入复杂而又旷日持久的诉讼，从而干扰债务重组进程。最受欢迎的处理国际主权债务的外国法院正好位于纽约和伦敦这两个全球金融中心——两地管理着约 96% 的国际主权债券总存量，份额相差无几 (IMF, 2015: 3)。然而，提交英国法院的纠纷数量较提交美国法院的少很多倍——除案件具体原由所致，这还可解释为不同司法管辖区理念上的差异。私人执法在美国法律体系中占有显著地位，但英国法律体系对纠纷采取更为谨慎与合作的态度。

向主权借款人提供咨询和法律服务对相关专业公司来说是一项利润丰厚的业务。每起诉讼中有争议债务的面值最低 6 万美元，最高可达 90 亿美元，中间值约为 1,730 万美元。法院记录显示，由于美国法院主权债务纠纷诉讼十分复杂而且耗时甚久——平均历时四年半，律师费可高达数百万美元之巨。此外，委托财务和法律顾问及律师事务所的过程及费用谈判，均不公开。据传，资本风险为零的主权顾问事务所获得了丰厚的绩效薪酬 (Smith, 2019; Chung and Fidler, 2006)。

总而言之，主权债务重组既复杂又耗资巨大，顾问公司和法律事务所扮演的角色对债务国及其公民毫不透明。可以采取的见效快的临时措施有：应按照公共采购措施选择主权顾问；法律顾问应优先采用契约工具，为有序的债务重组提供框架；应谨慎起草新债务工具和债务管理进程的集体行动条款；发行债券应采用信托安排，而不是财政代理结构；若诉讼不可避免，应使用创造性的公益辩护。

然而，这些措施既不能解决缺乏透明度、市场高度集中以及顾问和债务国之间固有的信息不对称的根本问题，也无法缓解主权债务诉讼进程耗资巨大、困难重重的现状，或者说实际上也无法纠正法院对主权债务重组的根本处理办法——即将契约的神圣性凌驾于公共利益之上。虽然专业事务所本身提供了高技术水平的服务，但目前主权债务重组中普遍存在的混乱和不透明状态才是它们赖以生存的根本。<sup>b</sup> 只有设立一个国际公共机构，向有需要的政府提供主权债务重组方面的财务和法律咨询，同时建立一个多边债务解决框架，才有望开始恢复平衡。

a 英国的法律服务市场较美国更为分散，在英国没有明显的行业龙头。然而，精英律师事务所主宰着市场，债务国通常由具备“皇室法律顾问”头衔的律师代理，这意味着诉讼当事人要支付很高的费用。

b 市场专家本身也强调必须聘请法律顾问。见 Buchheit, 2019。

各方已作出种种努力加强基于市场的债务重组办法，特别是解决“钉子户”问题和保护债务人在基于市场的重组中免受诉讼。尽管这些努力代表着进步，但贸发会议 (2015) 曾经指出，这并不足以应对现有的债务脆弱性，更难以应对为实现可持续发展目标进行外部借款而产生的债务脆弱性。在这方面需要替代机制。一种办法是确立国际商定的原则，相较于基于市场的契约式办法，规定进行更高层次的协调或是集中。这些原则将以国际

公法为基础，采取“软法”原则或准则的形式，如联合国大会 2015 年 9 月通过的《主权债务重组进程的基本原则》(United Nations General Assembly, 2015)。联合国大会关于外债与发展的决议也一再呼吁在债权人和债务人的广泛参与下，在现有框架和原则的基础上考虑对主权债务重组机制采取这种强化办法。<sup>16</sup> 此类原则的一个例子是贸发会议主权债务解决方案路线图和指南 (UNCTAD, 2015；另见 Guzman and Stiglitz, 2016)。

倡导这种基于一般原则的半制度化方法的有关人士已经拟订了一系列建议，探讨如何构建制度安排，以推广关于主权债务重组的一般原则或准则。一种办法是，继续在现有论坛举行或临时举行债务重组谈判，但由一个新的独立机构进行监督和协调，如私营组织“主权债务论坛”或经多边进程认可的“债务解决研究所”。<sup>17</sup> 另一种补充性的办法是，在没有多边条约的情况下，强调在裁决或仲裁一级将主权债务重组机制半制度化的益处。这主要包括在整个临时仲裁过程中推广和使用特定的规则和程序，或适用一般原则。

多边债务解决程序的倡导者经常提请注意一种不对称现象：即国家执行严格的破产法，这是健康市场经济的必要组成部分；而在处理主权债务重组方面没有任何与之相对应的法律。贸发会议是率先建议借鉴《美国破产法》第11章，采取更加有序、公平、基于规则的框架的国际机构之一。

鉴于主权行为体在经济、法律和政治成果方面的独特作用，任何此类框架都应满足两个目标。一方面，框架应有助于防止面临外债偿付困难的国家发生金融崩溃，因为金融崩溃往往导致市场信心丧失、货币崩溃和利率飙升，对公共和私人资产负债表造成严重损害，并导致产出和就业蒙受巨大损失，贫困现象剧增。另一方面，框架应提供机制，促进公平重组已无法按原始合同偿还的债务。要实现上述目标，需采用几项简单的原则：

- 执行债务冻结，无论是公共债务还是私人债务，也无论偿债困难源自偿付能力还是流动性问题（二者的区别有时并不明确）。为避免利益冲突，债务冻结应由债务国单方面决定，并由一个独立小组而不是国际货币基金组织批准，因为受影响的国家是基金组织的股东，而且基金组织本身也是债权人。这将在指定期限内自动中止债权人的诉讼。
- 冻结的同时应实行汇率管制，包括暂停兑换居民和非居民持有的外币存款和其他资产。
- 提供债务人持有资产融资，对实行债务冻结后承借的债务自动给予优先地位，同时普遍实行基金组织目前的政策：向偿债滞后的国家提供贷款，为其进口和其他必不可少的经常账户交易提供资金。<sup>18</sup>
- 依据债务方和债权方之间的谈判情况，并通过在债务合同中列入自动展期和集体行动条款，促进债务重组（包括展期和注销）。

所有建议通过法律解决主权债务重组问题的提案都具备一个基本特点，即债务重组案件中的法律决定将受事先商定的一套国际法管辖，这套法律是国际债务解决机制的一部分，而且任何主权债务重组机制或法庭的核心目的都是提供透明、可预测、公平和有效的债务解决办法，其决定对所有各方都具有约束力，并具有普遍执行力，无论属何处管辖。

## E. 结论

本章论述的观点是，无论是外债还是内债、公债还是私债，债务要发挥前瞻性的发展作用，就必须将其纳入扩大发展融资这一更广泛的努力。这便要求通过更稳健的国内金融和银行体系，加强公共部门对信贷创造速度和方向的把握，用债务支持提高生产力的投资。然而，无法保证债务必将发挥这种发展作用。

如本章B节所示，目前发达国家和发展中国家债务的总额均出现激增，这主要是由私营部门债务增加所致。尽管这主要是发达经济体和高收入发展中国家的情况，但一些最贫穷的发展中经济体也出现了这一趋势。现有证据表明，私人债务激增并没有促进生产性投资。与此同时，目前发展中国家的很大一部分公共债务是



欠给包括“影子银行”在内的私人债权人的，而且这一比例还在不断上升。这尤其导致公共外债偿债成本大幅增加。在上述趋势的影响下，债务难以发挥应有的发展作用。在这个超全球化的世界里，日益增长的全球“债务业务”所遵循的逻辑反而是短期私人盈利能力和风险管理，而不是更广泛和更长期的集体经济目标以及保障这些目标所需的公共风险管理。

由于《2030年议程》产生了前所未有的投资需要，而且若依然采取“一切照旧”的做法，这些投资需要在可预见的未来可能影响发展中国家的债务可持续性，因此，上述趋势更加堪忧。本章C节按不同的政策情景估计了实现仅占该议程一小部分但本质上属于公益性质的几项目标所需要的投资，将如何影响发展中国家公共债务占国内生产总值比例的轨迹。得出的结论是，若不大幅度提高外来公共财政援助并切实将其用于实现这些发展目标，这项议程就无法实现。

国际货币体系日益为促进资本自由流动服务，并过度依赖美元作为国际流动性来源；在这一体系的限制范围内，应重新考虑大幅增加特别提款权作为发展资金来源，并将这一做法与“全球绿色新政”的核心目标联系起来，因为其中的环境目标和发展目标相辅相成。与此同时，

其他可供选择且又互补的办法是，立即大幅度增加官方发展援助，即使只是为了弥补先前未兑现的承诺，并实行新的债务减免方案。

还应取得一些实际进展，将发展中国家从当前这种愈发不透明、持续分散、基于市场、无约束力而且各自为政的主权债务重组办法中解救出来。值得注意的是，尽管人们长期认识到目前的状况差强人意，虽然也提出了许多实质性改革建议，但当前的国际发展筹资议程和二十国集团均未予以采纳。不过，本章还是提出了一些具体步骤，若能取得一致意见并加以实施，至少可以确保发展中国家不会被关进“债务人监狱”，这样还可以进一步推进以规则为基础的主权债务重组机制，以更系统的方式纳入集体关切与发展关切。

与此同时，发展中国家也许必须更有力度地寻求加强区域货币一体化，以便优先考虑自身的发展利益。扩大或实行区域内支付计划及与贸易有关的清算机制，原则上可以合理利用区域信贷创造来促进区域内贸易，促进本区域的长期增长和发展动态。多边层面上难以实现的目标，在区域层面上也许同样难以实现。但是，在多边治理日渐分崩离析的领域——货币领域陷入这种局面的时间远超贸易领域——区域安排的潜在益处会大幅度增加。 ■

## 注

- 1 另见秘书长最近几份关于外债可持续性与发展的报告：A/71/276、A/72/253，可查阅<https://www.un.org/en/ga/second/archives.shtml>；以及A/73/180，可查阅<https://www.un.org/en/ga/second/73/documentslist.shtml>（均于2019年8月2日访问）。
- 2 例如见，国际货币基金组织(Krueger, 2002)、贸发会议(*TDR 1986*; *TDR 2001*; 2015)和联合国大会(2015)。
- 3 57个中等收入发展中国家中几乎有五分之一(11国)也从这些方案中获得债务减免。
- 4 国际清算银行信贷统计数据。可查阅<https://stats.bis.org/statx/srs/table/f3.1>。
- 5 见国际货币基金组织关于有资格利用其减贫和增长信托基金的低收入发展中国家的债务可持续性评估清单，2019年7月16日。可查阅<https://www.imf.org/external/Pubs/ft/dsa/DSAlist.pdf>。
- 6 在2012年前有所好转的情况表现为，2012年分布数据较2000年数据偏左，并且分布中值降低。
- 7 国际货币基金组织对政府的偿付能力条件的定义是，“未来基本预算余额现值必须大于或等于公共债务存量”，而对整个国家而言，“未来无息经常账户余额现值必须大于或等于其外债(IMF, 2013a: 6)。

- 8 例如见，世界银行—货币基金组织低收入发展中国家债务可持续性框架联合概况介绍。可查阅<https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/39/Debt-Sustainability-Framework-for-Low-Income-Countries>(2019年8月2日访问)。
- 9 各区域之间在公共债务水平变化方面存在差异，主要是因为非洲需要与可持续发展目标1和2(消除贫困和零饥饿)相关的大量投资。联合国粮食及农业组织估计，非洲国家要实现这两项可持续发展目标，平均每年需要投资国内生产总值的15.6%。相比之下，拉丁美洲和加勒比区域的这一数字占年度国内生产总值的0.1%，亚洲占年度国内生产总值的1.3%(FAO et al., 2015)。
- 10 目前，具体项目援助占对最不发达国家官方发展援助的70%以上，而支助预算的官方发展援助则不到10%(贸发会议秘书处根据经合组织统一报告标准计算的结果)。
- 11 根据这一计划，将通过所有参与成员国以本国货币向以国际记账货币计值的国际清算联盟账户缴款提供国际流动性。此外，经常账户持续顺差的经济体需要把部分累积顺差存入国际清算联盟的账户。每个成员国的外汇储备将保留在国家中央银行，但各国央行之间的所有货币买卖将通过国际清算联盟进行，即通过国际记账货币账户进行。该系统还将运行自动透支机制(视经济体的国际贸易规模而定)，对逆差国家的贷款不以采取具体政策措施为条件。只有在债务国已达到初始流动性要求，而且偿还的结构性障碍成为问题时，国际清算联盟才会进行干预(Keynes, 1973; Skidelsky, 2000)。
- 12 对经合组织发展援助委员会成员国过去25年中距离将国民总收入0.7%用于官方发展援助这一目标的差额进行简单计算，得出的累计总额约为4万亿美元(按2017年定值美元计算)；可将这些“欠款”的一部分用于为此类基金注资。
- 13 关于这些安排的说明，见Kregel (2018)。
- 14 另见贸发会议对《国际金融协会债务透明度自愿原则草案》的评论。可查阅[https://debt-and-finance.unctad.org/Documents/IIF\\_Principles\\_debt\\_transparency\\_UNCTAD\\_10\\_May\\_2019.pdf](https://debt-and-finance.unctad.org/Documents/IIF_Principles_debt_transparency_UNCTAD_10_May_2019.pdf)(2019年8月6日访问)。
- 15 见《二十国集团财长和央行行长会议公报》，2019年6月8日至9日，福冈。可查阅[https://www.mof.go.jp/english/international\\_policy/convention/g20/communique.htm](https://www.mof.go.jp/english/international_policy/convention/g20/communique.htm)(2019年8月6日访问)。
- 16 见大会第64/191号、第65/144号、第66/189号、第67/198号、第68/202号、第68/304号、第69/207号、第70/190号、第73/221号决议。
- 17 关于第二类提议，见贸发会议，2015年。Abbas AS、Pienkowski A和Rogoff K编辑(即将出版)。《主权债务：经济学家和从业者指南》。牛津大学出版社。牛津。
- 18 国际货币基金组织2015年调整了长期采取的禁止向拖欠官方双边债权人的国家提供融资的一般政策，以适应谨慎界定的一些具体情况，即非巴黎俱乐部债权人发挥主导作用的情况，并根据需要削弱“钉子户”债权人扮演的越来越难以对付的角色。见<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopol120815a>(2019年8月4日访问)。

## 参考文献

- Abbas AS, Pienkowski A and Rogoff K, eds. (forthcoming). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford University Press. Oxford.
- Akiki TE (2019). Leveraging environmental reserve assets to achieve a sustainable environment. PhD thesis. Levy Economics Institute of Bard College. Annandale-on-Hudson, NY. Available at [https://digitalcommons.bard.edu/levy\\_ms/](https://digitalcommons.bard.edu/levy_ms/) (accessed 4 August 2019).
- Akyüz Y (2007). Debt sustainability in emerging markets: A critical appraisal. Working Paper No. 61. Department of Economic and Social Affairs (DESA). ST/ESA/2007/DWP/61.
- Akyüz Y and Gore C (1996). The investment–profit nexus in East Asian industrialization. *World Development*. 24(3):461–470.
- Arslanalp S and Tsuda T (2014). Tracking global demand for emerging market sovereign debt. Working Paper No. WP/14/39. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1439.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Asonuma T, Papaioannou MG, Togo E and van Selm B (2018). Belize’s 2016–17 sovereign debt restructuring: Third time lucky? Working Paper No. 18/121. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/05/22/Belize-s-2016-17-Sovereign-Debt-Restructuring-Third-Time-Lucky-45842> (accessed 6 August 2019).
- Attridge S and Engen L (2019). Blended finance in the poorest economies: The need for a better

- approach. *Overseas Development Institute Report*. London. April. Available at <https://www.odi.org/publications/11303-blended-finance-poorest-countries-need-better-approach> (accessed 4 August 2019).
- Blankenburg S (2019). Delivering development finance “in the time of cholera”: A “bottom-up” agenda for pro-development financial resource mobilisation. In: Bateman M, Blankenburg S and Kozul-Wright R, eds. *The Rise and Fall of Global Microcredit. Development, Debt and Disillusion*. Routledge. Abingdon: 255–277.
- Buchheit L (2019). How to restructure sovereign debt: Lessons from four decades. In: Abbas AS, Pienkowski A and Rogoff K, eds. *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Oxford University Press. Oxford.
- Chui M, Kuruc E and Turner P (2016). A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: Non-financial companies. Working Paper No. 550. Bank for International Settlements. Available at <https://www.bis.org/publ/work550.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Chung J and Fidler S (2006). Why Iraqi debt is no longer a write-off. *Financial Times*. 16 July. Available at <https://on.ft.com/2F2gC5G> (accessed 4 August 2019).
- Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989). Report on economic and monetary union in the European Community [Delors Report]. 17 April. Available at [http://aei.pitt.edu/1007/1/monetary\\_delors.pdf](http://aei.pitt.edu/1007/1/monetary_delors.pdf) (accessed 4 August 2019).
- D’Arista J (2009). The evolving international monetary system. *Cambridge Journal of Economics*. 33(4):633–652.
- Dymski G (2018). Developing economies, international financial integration and sustainable development. Background paper to the second session of Intergovernmental Group of Experts on Financing for Development. UNCTAD. Available at <https://unctad.org/meetings/en/Contribution/DYMSKI%20Developing%20Economies-paper.pdf> (accessed 4 August 2019).
- ECLAC (United Nations Economic Commission for Latin America and the Caribbean) (2016). Debt alleviation strategy based on a debt swap proposal. Presentation made at the fourth High-Level meeting of the Caribbean Development Roundtable (CDR), 21 April. Available at <https://www.cepal.org/sites/default/files/news/files/nydbetreliefcaribbeannovember2017.pdf> (accessed 6 August 2019).
- Eichengreen B (2019). Two views of the international monetary system. Remarks to the conference on the “Past, Present and Future of the International Monetary System”. 9th High-Level Conference on the International Monetary System, Swiss National Bank and IMF. Zürich. 14 May. Available at <https://eml.berkeley.edu/~eichengr/Two%20Views%20of%20the%20International%20Monetary%20System.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Eichengreen B, Gupta P and Masetti O (2017). Are capital flows fickle? Increasingly? And does the answer still depend on type? Policy Research Working Paper No. 7972. World Bank. Available at <http://documents.worldbank.org/curated/en/195801487166902153/Are-capital-flows-fickle-Increasingly-and-does-the-answer-still-depend-on-type> (accessed 4 August 2019).
- Engelen E (2018). How shadow banking became non-bank finance: The conjectural power of economic ideas. In: Nesvetailova, A, ed. *Shadow Banking: Scope, Origins and Theories*. Routledge. Abingdon: 40–53.
- EPG-GFG (2018). *Making the Global Financial System Work for All: Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance*. October. Available at <https://www.globalfinancialgovernance.org> (accessed 17 June 2019).
- FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations), IFAD (International Fund for Agricultural Development) and WFP (World Food Programme) (2015). *Achieving Zero Hunger: The Critical Role of Investments in Social Protection and Agriculture*, 2nd ed. Food and Agriculture Organization of the United Nations. Rome. Available at <http://www.fao.org/3/a-i4951e.pdf> (accessed 4 August 2019).
- FSB (Financial Stability Board) (2019). Global Monitoring Report on non-Bank financial intermediation 2018. February. Available at <https://www.fsb.org/2019/02/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2018/> (accessed 4 August 2019).
- Gaspar V, Amaglobeli D, Garcia-Escribano M, Prady D and Soto M (2019). Fiscal policy and development: Human, social and physical investments for the SDGs. Staff Discussion Notes No. 19/03. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2019/01/18/Fiscal-Policy-and-Development-Human-Social-and-Physical-Investments-for-the-SDGs-46444> (accessed 4 August 2019).
- Gaspar V, Jaramillo L and Wingender M (2016). Tax capacity and growth: Is there a tipping point? Working Paper No. 16/234. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16234.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Gelpern A (2016). Sovereign debt: What now? *Yale Journal of International Law*. 41(2):45–96. Online Special Edition on Sovereign Debt. Available at <http://www.yjil.yale.edu/volume-41-special-edition/> (accessed 4 August 2019).
- Gopinath G (2015). The international price system. In: *Inflation Dynamics and Monetary Policy: Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming*. 27–29 August 2015. Volume 27. Federal Reserve Bank at Kansas City.
- Guttman R (2018). The transformation of banking. In: Nesvetailova, A, ed. *Shadow Banking: Scope, Origins*

- and Theories*. Routledge. Abingdon: 25–39.
- Guzman M (2018). The elements of sovereign debt sustainability analysis. CIGI Paper No. 196. Centre for International Governance Innovation. Available at <https://www.cigionline.org/sites/default/files/documents/Paper%20No.196web.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Guzman M and Heymann D (2015). The IMF debt sustainability analysis: Issues and problems. *Journal of Globalization and Development*. 6(2):387–404.
- Guzman M and Lombardi D (2017). Assessing the appropriate size of relief in sovereign debt restructuring. Research Paper No. 18-9. Columbia Business School. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3088081> (accessed 6 August 2019).
- Guzman M and Stiglitz JE (2016). A soft law mechanism for sovereign debt restructuring based on the UN principles. Friedrich Ebert Stiftung. Available at <https://library.fes.de/pdf-files/iez/12873.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Guzman M, Ocampo JA and Stiglitz JE, eds. (2016). *Too Little, Too Late: The Quest to Resolve Sovereign Debt Crises*. Columbia University Press. New York, NY.
- IATF (Inter-agency Task Force on Financing for Development) (2019). *Financing for Sustainable Development Report*. (United Nations publication. Sales No. E.19.I.7. New York).
- IIF (Institute of International Finance) (2019). Voluntary principles for debt transparency. 10 June. Available at <https://www.iif.com/Publications/ID/3387/Voluntary-Principles-For-Debt-Transparency> (accessed 6 August 2019).
- IMF (2013a). Staff guidance note on the application of the joint bank-fund debt sustainability framework for low-income countries. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Staff-Guidance-Note-on-the-Application-of-the-Joint-Bank-Fund-Debt-Sustainability-Framework-PP4827> (accessed 4 August 2019).
- IMF (2013b). Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf> (accessed 4 August 2019).
- IMF (2013c). Sovereign debt restructuring: Recent developments and implications for the fund's legal and policy framework. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042613.pdf> (accessed 4 August 2019).
- IMF (2015). Progress report on inclusion of enhanced contractual provisions in international sovereign bond contracts. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/091715.pdf> (accessed 4 August 2019).
- IMF (International Monetary Fund) and World Bank Group (2018). Strengthening public debt transparency: The role of the IMF and the World Bank – G20 note. World Bank Group. Washington, D.C. Available at <http://documents.worldbank.org/curated/en/991171532695036951/Strengthening-public-debt-transparency-the-role-of-the-IMF-and-the-World-Bank-G20-note> (accessed 6 August 2019).
- Keynes JM (1930). *A Treatise on Money: Volume II – The Applied Theory of Money*. Harcourt Brace and Co. New York, NY.
- Keynes JM (1973). *The Collected Writings, Vol. XXV: Activities 1940–1944 – Shaping the Post-War World, The Clearing Union*. Macmillan. London.
- Kregel J (2006). Rethinking debt sustainability in the context of the Millennium Development Goals. *BNL Quarterly Review*. 59(242):225–248.
- Kregel J (2018). The clearing union principle as the basis for regional financial arrangements in developing countries. In: *Debt Vulnerabilities in Developing Countries: A New Debt Trap? Vol. II: Policy Options and Tools*. UNCTAD/GDS/MDP/2017/4 (Vol II). Geneva: 57–92.
- Krueger AO (2002). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. International Monetary Fund. Washington DC. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/sdrm.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Li Y (2018). How international investment agreements have made debt restructuring even more difficult and costly. Investment Policy Brief No. 10. South Centre. Available at: <https://www.southcentre.int/investment-policy-brief-10-february-2018/> (accessed 6 August 2019).
- Manuel M, Desai H, Samman E and Evans M (2018). Financing the end of extreme poverty. Overseas Development Institute. Available at <https://www.odl.org/sites/odi.org.uk/files/resource-documents/12411.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Munevar D (2019). The sustainable development goals and developing-country debt sustainability: An alternative approach. UNCTAD draft research paper. Available at: <https://unctad.org/en/programmes/debt-and-finance/pages/research.aspx> (accessed 4 August 2019).
- Nishio A and Bredenkamp H (2018). Debt vulnerabilities in emerging and low-income economies. IMF and World Bank. Available at <https://www.devcommittee.org/sites/www.devcommittee.org/files/download/Documents/2018-09/DC2018-0011%20Debt%20Vulnerabilities.pdf> (accessed 6 August 2019).
- Ocampo JA (2011). Special drawing rights and the reform of the global reserve system. In: Sundaram JK, ed. *Reforming the International Financial System for Development*. Columbia University Press. New York, NY: 314–342.
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) (2019). Development aid drops in 2018, especially to neediest countries. Press

- release. 10 April. Available at <http://www.oecd.org/development/development-aid-drops-in-2018-especially-to-neediest-countries.htm> (accessed 4 August 2019).
- Palma JG (2002). The three routes to financial crises: The need for capital controls. In: Eatwell J and Taylor L, eds. *International Capital Markets Systems in Transition*. Oxford University Press. Oxford: 297–338.
- Pettifor A (2017). *The Production of Money: How to Break the Power of Bankers*. Verso. London.
- Pinto B (2018). The 2017 version of the IMF and World Bank’s LIC Debt Sustainability Framework: “Significant overhaul” or obsolete? Available at <https://brianpintoeconomist.com/2018/06/17/the-2017-review-of-the-imf-and-world-banks-lic-debt-sustainability-framework-significant-overhaul-or-obsolete/> (accessed 4 August 2019).
- Reinhart CM and Rogoff KS (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press. Princeton, NJ.
- Schmidt-Traub F (2015). Investment needs to achieve the Sustainable Development Goals: Understanding the billions and trillions. Working Paper Version 2. Sustainable Development Solutions Network. Available at <http://unsdsn.org/wp-content/uploads/2015/09/151112-SDG-Financing-Needs.pdf> (accessed 4 August 2019).
- Schumacher J, Trebesch C and Enderlein H (2018). Sovereign defaults in court. Working Paper Series No. 2135. European Central Bank. Available at <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2135.en.pdf?afa9da3641f789eb6395b49f3e1850b9> (accessed 4 August 2019).
- Schumpeter JA (2008 [1934]). *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*. Transaction. New Brunswick, NJ.
- Skidelsky R (2000). *John Maynard Keynes 1937–1946: Fighting for Freedom*. Penguin. New York, NY.
- Smith C (2019). Barbados creditors fume at “absurd” \$27m advisory fees. *Financial Times*. 9 May. Available at <https://on.ft.com/2LIfOZc> (accessed 4 August 2019).
- Stenberg K, Hanssen O, Tan-Torres Edejer T, Bertram M, Brindley C, Meshreky A, Rosen JE, Stover J, Verboom P, Sanders R and Soucat A (2017). Financing transformative health systems towards achievement of the health Sustainable Development Goals: A model of projected resource needs in 67 low-income and middle-income countries. *The Lancet Global Health*. 5(9):E875–E887. Available at [https://www.thelancet.com/pdfs/journals/langlo/PIIS2214-109X\(17\)30263-2.pdf](https://www.thelancet.com/pdfs/journals/langlo/PIIS2214-109X(17)30263-2.pdf) (accessed 4 August 2019).
- UNCTAD (2010). Haiti’s recovery should start with cancelling its debt. Policy Brief No. 11. January. Available at [https://unctad.org/en/Docs/presspb20101\\_en.pdf](https://unctad.org/en/Docs/presspb20101_en.pdf) (accessed 6 August 2019).
- UNCTAD (2012). Principles on promoting responsible sovereign lending and borrowing. Available at [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2012misc1\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2012misc1_en.pdf) (accessed 6 August 2019).
- UNCTAD (2014). *World Investment Report: Investing in the SDGs – An Action Plan*. (United Nations publication. Sales No. E.14.II.D.1. New York and Geneva).
- UNCTAD (2015). Sovereign debt workouts: Going forward – roadmap and guide. Available at [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2015misc1_en.pdf) (accessed 4 August 2019).
- UNCTAD (2019a). Free market commodity price index. April. UNCTAD/STAT/CPB/2019/5. Available at [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/statcpb2019d5\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/statcpb2019d5_en.pdf) (accessed 4 August 2019).
- UNCTAD (2019b). External shocks and financial stress post the global financial crisis: UNCTAD financial condition indicators and financial vulnerabilities in emerging markets. (United Nations publication. Geneva). Available at [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gds2018d1\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gds2018d1_en.pdf) (accessed 4 August 2019).
- UNCTAD (*TDR 1986*). *Trade and Development Report, 1986*. (United Nations publication. Sales No. E.86.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (*TDR 2001*). *Trade and Development Report, 2001*. (United Nations publication. Sales No. E.01.II.D.10. New York and Geneva).
- UNCTAD (*TDR 2008*). *Trade and Development Report: Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment*. (United Nations publication. Sales No. E.08.II.D.21. New York and Geneva).
- UNCTAD (*TDR 2015*). *Trade and Development Report, 2015: Making the International Financial Architecture Work for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.15.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (*TDR 2016*). *Trade and Development Report, 2016: Structural Transformation for Inclusive and Sustained Growth*. (United Nations publication. Sales No. E.16.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (*TDR 2017*). *Trade and Development Report, 2017: Beyond Austerity: Towards a Global New Deal*. (United Nations publication. Sales No. E.17.II.D.5. New York and Geneva).
- UNESCO (2016). *Global Education Monitoring Report 2016: Education for People and Planet – Creating Sustainable Futures for All*. United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization. Paris. Available at <http://uis.unesco.org/sites/default/files/documents/education-for-people-and-planet-creating-sustainable-futures-for-all-gemr-2016-en.pdf> (accessed 4 August 2019).
- United Nations (2005). In larger freedom: Towards development security and human rights for all - Report of the Secretary-General. 21 March. A/59/2005. New York. Available at <https://www.securitycouncilreport.org/atf/cf/%7B65BFCF9B-6D27-4E9C-8CD3-CF6E4FF96FF9%7D/CPR%20A%2059%202005.pdf> Executive summary. Available at [www.un.org/en/events/pastevents/pdfs/](http://www.un.org/en/events/pastevents/pdfs/)

- larger\_freedom\_exec\_summary.pdf (both accessed 4 August 2019).
- United Nations General Assembly (2015). A/RES/69/319: Basic principles on sovereign debt restructuring processes. Resolution adopted by the General Assembly on 10 September. Available at <http://research.un.org/en/docs/ga/quick/regular/69> (accessed 2 August 2019).
- World Bank (2019). *Global Economic Prospects: Heightened Tensions, Subdued Investment*. Washington, DC. Available at <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/31655> (accessed 4 August 2019).
- Wyplosz C (2011). Debt sustainability assessment: Mission impossible. *Review of Economics and Institutions*. 2(3): article 1.

### A. 引言

为《2030年议程》融资和推进“全球绿色新政”需要从各方调动资源。如第二章所述，在发展中国家，人们越来越多地认为，外国私人资本有可能缩小资源缺口。然而，就资本流入而言，开放资本账户和建设有利于投资的环境并不能保证能吸引为强化更具包容性和可持续性的发展道路所需的那种资本流入。事实上，大量资本流入可能造成金融脆弱性和宏观经济失衡，反而减少为长期投资融资的选择。

本章就如何监管私人资本并引导其进入以社会和发展为公共优先事项的长期生产性投资提出了各种建议。据估计，实施这些建议将使发展中国家每年可利用的资源增加大约5,100亿至6,800亿美元。

外国私人资本促进国内发展的方式之一是提供税收，供政府用于基本公共服务、基础设施支出和公共投资。但是，随着时间的推移，这种贡献逐渐减少，部分原因是跨国企业“出于税收动机的非法资金流动”增加，这意味着许多政府正在损失大量财政收入。视所使用的方法和所涵盖的国家而定，这种损失的估计数额相差甚大，从每年500亿美元到2,000亿美元不等。与此同时，政府间的税收竞争导致企业税率越来越低。

私人资本对发展的贡献也有所减少，因为数字化正在改变经济交易的性质，使现有国际企业税收规范进一步丧失实际意义。这反映了数字化对生产地点、基础生产资料所有权和所生产

产品的无形性质的持续影响，而这些影响又加速了非物质化并增强了经济活动的流动性。

本章的下一节总结了当前改革国际企业税收规范方面的努力，并概述了前进的方向。其中的观点是，一个有助于为《2030年议程》提供资金的国际税收体系必须对跨国企业采用单一税收，以利润的全球公式分配法为基础，并以全球最低企业实际税率为支撑。鉴于这种根本性转变可能需要时间，本章还指出了发展中国家改善国际企业税的公平性和可持续性的一些更直接的选择。

具有讽刺意味的是，公共投资受到的财政制约是国际社会将吸引私人资本作为实现《2030年议程》首选政策的主要原因之一。为了最大限度地从这些资金流动中获益，有人建议，为了在更大范围内推动资本市场自由化，应增加吸引国际私人投资者的措施，特别是创建发展中国家基础设施这一新的资产类别(EPG-GFG, 2018)。

然而，实际上，大量资本流入会导致宏观经济和金融失衡，如货币高估、经济过热以及不可持续的国内信贷和资产价格暴涨。此外，如果资本流入突然逆转(主要由与接收国经济无关的因素引发)，往往会造成宏观经济和金融不稳定，并导致流动性危机(例如，TDR 2014)。许多发展中国家试图通过积累外国资产(通常以外汇储备的形式)来预防这种失衡和流动性危机。但随着资本流入累积到对外资产和对外负债的存量中，它们会产生其他资产负债表脆

弱性，例如利率、资产价格和汇率变化导致的脆弱性，影响这些资产的价值及其产生的收入。因此，全球私人资本市场的运作实际上导致了资源从发展中国家到发达国家的净转移 (Akyüz, 2018)，因而与鼓励私人资本流向发展中国家的根本目的背道而驰。

本章估计，这种反向资源转移每年可达大约4,400亿美元，其中约三分之二来自发展中国家的对外资产及其对外负债的收益差额，其余来自估值效应。本章最后提出，全面和持久的资本管制是发展中国家宏观经济政策工具包的重要组成部分。

## B. 通过税收加强国内资源调动

### 1. 跨国企业的非法资金流动与税收损失

发展中国家要最大限度地调动国内资源，就需要遏制出于税收动机的非法资金流动造成的公共收入流失。这主要发生在跨国公司通过将利润转移到避税港的子公司来减少应缴纳的企业所得税时。<sup>1</sup> 当跨国公司利用国内立法或国际税务条约中的税收漏洞时也会出现这种情况。<sup>2</sup>

目前的国际企业税准则是国际联盟在1920年代采用的。其主要特征有：独立实体原则——即认为跨国公司的子公司是独立实体；独立交易原则——即在处理跨国公司不同实体之间的应税交易时，应视这些实体互不相关。

这些原则通过时，国际贸易主要由结构相对简单的企业生产的初级商品或制成品组成。随着中间产品和无形资产在国际交易中占据的份额越来越大，生产越来越多地在全球价值链中组织，这些原则变得越来越不合适 (TDR 2018)。此外，由于缺乏独立实体之间可比交易的基准，税务主管部门在审计跨国企业各实体之间的转让定价方面面临越来越多的困难。这使跨国企业能够将最有价值的资产和利润大头分配给低税收管辖区的子公司。因此，出于税收动机的非法资金流动激增。

#### (a) 将问题量化

非法资金流动的性质和相关透明度缺失使估算企业避税所造成的公共收入损失举步维艰。<sup>3</sup> 虽然最近的两项研究 (表 5.1) 用更多的估算扩充了现有文献 (例如，详细调查见 Dharmapala,

2014, 以及 Cobham and Janský, 2018), 但由于方法、参照期和国家覆盖面不同, 这些估算仍然差异很大。

根据较低的估计数, Tørsløv et al. (2018) 报告称, 全球损失约为 1,800 亿美元, 发展中经济体和转型经济体损失约 490 亿美元,<sup>4</sup> 其中一半是金砖国家 (巴西、俄罗斯联邦、印度、中国和南非) 的损失。相比之下, Cobham and Janský (2018) 认为, 公共收入损失每年约达 5,000 亿美元, 其中 1,940 亿美元是发展中经济体和转型经济体的损失。<sup>5</sup>

表5.1 企业避税造成的收入损失估算，部分近期研究

参照年份	Cobham and Janský (2018)		Tørsløv et al. (2018)	
	2013	2015	2013	2015
国家或地区	10亿美元	占国内生产总值百分比(中位数)	10亿美元	占国内生产总值百分比(中位数)
发达经济体	300.7	0.3	133.4	0.2
发展中经济体和转型经济体	193.6	2.3	49.4	0.2
包括:				
非洲	18.8	2.3	n.a.	n.a.
拉丁美洲和加勒比	35.6	2.3	n.a.	n.a.
发展中亚洲和大洋洲	138.8	1.7	n.a.	n.a.
转型经济体	0.4	0.6	n.a.	n.a.
世界	494.3		182.8	

资料来源：贸发会议秘书处根据Cobham and Janský (2018: table A2 – GRD estimates)和Tørsløv et al. (2018)计算的结果。

注：Cobham and Janský (2018)涵盖的国家比Tørsløv et al. (2018)多，特别是发展中经济体和转型经济体的数量，并提供了145个国家的估计数。Tørsløv et al. (2018)涵盖26个发达国家、11个发展中经济体和转型经济体(巴西、智利、中国、哥伦比亚、哥斯达黎加、印度、墨西哥、大韩民国、俄罗斯联邦、南非、土耳其)，以及“世界其他地区”的残差，列入第二组中。表中报告的数字不包括作者各自认为的避税港。



尽管对非法资金流动规模的估算差异很大，但在两个问题上存在普遍共识。第一，少数税收管辖区获得了与其他地方经济活动相关的不成比例的巨额利润。其中包括几个拥有主要金融中心的发达经济体，这与避税港是小岛屿国家的刻板印象形成鲜明对比。第二，收入损失广泛分布在其他税收管辖区。从绝对值来看，高收入国家的这种损失更大，但从占国内生产总值或税收总额的比例来看，低收入国家的税收流失更多。矛盾的是，尽管少数税收管辖区从出于税收动机的非法资金流动中获益已有数十年，但损失收入的各国政府直到最近才出台基础广泛的政策应对措施。

### (b) 最近和正在实施的政策应对措施

为遏制跨国企业出于税收动机的非法资金流动，特别是自全球金融危机以来，已经在多边和国家层面采取了若干措施。这在很大程度上是为了回应公众对财政紧缩持续压力的强烈抗议，与此同时，各种丑闻显示，一些跨国企业通过将利润转移到低税收的离岸金融中心，在它们经营的国家很少纳税或不纳税。本小节总结了最近取得的一些成就，并着重指出它们的一些主要缺点。

#### (一) 多边层面

经合组织/二十国集团牵头的“税基侵蚀和利润转移项目”(BEPS)于2013年启动，其目的是对开展创收经济活动和创造价值的利润征税，该项目已经发布了若干报告，其中载有15个行动领域的政策建议(OECD, 2013a, 2013b, 2015a)。2016年6月建立了一个《包容性框架》，以确保建议得到广泛和全面的实施。不过，尽管该框架成员众多(截至2019年6月，有129个成员，占全球产出的95%以上)，但鉴于发展中国家在决策中的作用有限，该框架仍然存在合法性问题(例如，见Mosquera, 2015; Burgers and Mosquera, 2017; Fung, 2017)。

《包容性框架》在两个主要领域取得了成就。<sup>6</sup>首先，它产生了《实施税收协定相关措施以防止税基侵蚀和利润转移的多边公约》，又称《多

边公约》，于2018年7月1日生效。《多边公约》允许司法管辖区将税基侵蚀和利润转移项目的结果纳入其现有的双边双重征税协定网络，以减少对跨国公司双重不征税的机会。第二，关于信息自动交换的“统一报告标准”旨在提高透明度和增加涉税信息的交换。有100多个国家<sup>7</sup>承诺实施这一举措，早期采用者于2017年进行了首次数据交换。<sup>8</sup>与此同时，税务主管部门根据税基侵蚀和利润转移第13项行动计划和国别报告实施方案，开始交换合并集团收入超过7.5亿欧元的任何跨国公司的各个成员实体的关键指标。交换的数据涉及报告的收入、税前利润、已缴纳和计提的所得税、认缴股本、累积盈余、雇员人数及有形资产。这些信息使国家主管部门的税务检查更加容易，并且最终可能成为税务审计的基础。<sup>9</sup>

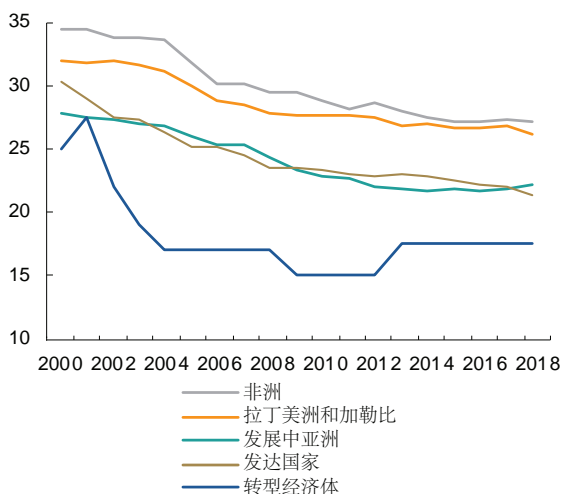
BEPS项目的这些成就是国际税收结构改革的里程碑。尽管如此，仍存在一些重大缺陷。<sup>10</sup>发展中国家特别关切的是，新标准更加复杂，而且无视其经济的某些特点，这使它们很难掌握和执行整套BEPS建议，从而进一步消耗了许多发展中国家税务主管部门有限的的能力。此外，各国可能会感到压力，例如因发现自己被列入不遵守广泛商定的国际税收标准的国家名单而感到惶恐。为了试图避免被列入这种名单，并避免随后的制裁，各国可能挪用资源来修正一些做法，而这样做产生的积极溢出效应或国内利益可能很少(IMF, 2019)。此外，许多观察家预计，税务纠纷将会增加，而这些纠纷有可能通过缺乏透明度的仲裁程序来解决(ICRICT, 2019a)。<sup>11</sup>

虽然为支持发展中国家建设税务审计能力，正在开展一些国际努力，但资源制约仍然是发展中国家的一项主要关切。此外，有人担心，BEPS项目创建的软法会演变成硬法。这种情况已经有所发生，例如，在世界银行集团国际金融公司、世界贸易组织或双边投资条约下已经发生<sup>12</sup>，在其他国际机构也可能发生。

或许最重要的是，BEPS项目仍未解决税收竞争问题，只有可能属于BEPS第5项行动计划下“恶意税收筹划”范畴的极端情况除外。税

收竞争牵涉面广，会转化为企业法定所得税率的大幅下降(图 5.1)。据估计，税收竞争造成的收入损失可能是出于税收动机的非法资金流动造成的收入损失的五倍。<sup>13</sup> 虽然税收竞争和避税仅具有间接联系，但存在一种风险，即加大跨国企业避税的难度甚至可能导致对实际投资的税收竞争愈演愈烈，因为跨国企业很可能会通过游说争取更多减税来应对。而这会进一步加剧企业税率下降的逐底竞争。此外，跨国企业可以将实际活动调配到低税收管辖区，以通过“实质性”测试，从而节省税收，而不管这种调整的经济效率有多低。总体而言，这要求人们认识到低税收/零税收管辖区具有负面的溢出效应，在制定企业法定所得税税率时应避免竞相压低税率。<sup>14</sup>

图5.1 平均法定企业所得税税率，按国家组分列，2000-2018年 (百分比)



资料来源：贸发会议秘书处根据经合组织企业税收统计数据库作出的计算。

注：所展示的数字是未加权平均值，零税率的税收管辖区被排除在外。

尽管有 BEPS 倡议，但一个新出现的问题是，仍然存在转移利润的活动空间。国际货币基金组织 (2019: 10-11) 指出，“仍会出现重大的利润转移机会——最值得注意的是与跨国企业内部风险配置、无形资产估值以及避免或限制实体存在有关的机会，但并不仅限于此。随着复杂、无形和技术密集型商业模式的重要性和显著性日益增加，这些困难只会增加”。一些专家甚至认为，BEPS 项目关于有害的税收做法

的工作给各国施加了压力，迫使它们采取某些措施，包括“可接受的激励措施”——如“专利箱”、经济特区或出口加工区——的常态化(和增加)。这种单方面的行动不利于集体反制措施 (ICRICT, 2019a)。

必须指出，BEPS 项目保留了将跨国企业子公司作为独立实体进行独立交易的原则，主要是因为若干经合组织成员国在项目启动时坚持这一点。这降低了 BEPS 项目最终可能采用统一税制的希望，可能会激励企业加大税收“筹划”。尽管如此，贸发会议关于转向单一税制的长期呼吁最近获得了基金组织总裁的支持 (Lagarde, 2019)。此外，2019 年初，经合组织开始了名义上关于“数字化”的协商，但一致同意这是为了更广泛地讨论国际税务规则的指导原则而进行的协商，并正在考虑超越独立交易原则走向公式化分配的各种选择。<sup>15</sup>

## (二) 国家层面

在国别举措中，美国 2017 年的《减税和就业法案》改变了游戏规则。除了将联邦企业所得税税率从 35% 降至 21%，并采用了一些 BEPS 原则，特别是单一税收原则，即所有收入只应缴一次税之外<sup>16</sup>，该法案还对海外利润采用了最低全球企业实际税率。此举可能为其他地方推出类似法案(例如法国和德国在 2018 年底和 2019 年初发出的相关呼吁)铺平道路 (Reuters, 2018a, 2019)。

欧洲联盟的《反避税指令》于 2019 年 1 月 1 日对所有 28 个成员国生效。除了 BEPS 最低标准之外，<sup>17</sup> 还规定成员国必须落实一项关键建议：一项共同的一般性反避税规则，以便“恶意”税收计划在被诉诸法院时，可以更容易地被宣布为非法。与此同时，英国和澳大利亚最近通过的“转移利润税”——旨在反对使用恶意税收筹划手段——背离了 BEPS 项目的协商一致办法。<sup>18、19</sup> 虽然这确实反映了人们对 BEPS 进程速度缓慢的失望，但这种单边措施可能并不总是能适合发展中国家的需要。

与此同时，一些拉丁美洲国家通过建立和积极维护避税港名单，努力遏制其使用。例如，巴西对向位于指定避税港的实体支付的服务款项征收的预扣税税率(25%)高于合规管辖区的预扣税税率(15%)。与此同时，若干发展中国家根据阿根廷的经验，对转让定价估值采用了“第六种方法”，这将在下文作进一步讨论。<sup>20</sup>

多边举措和国别举措都有助于提升税收问题在国际议程上的位置。然而，它们使整个系统更加复杂，因此更难以管理，特别是对发展中小国而言。此外，没有迹象表明出于税收动机的非法资金流动造成的公共收入损失有所减少。总之，这使人们对当前的做法产生怀疑，并提出了对国际税收制度进行深化改革的要求。下文将详述这种改革应基于的主要原则。

### (c) 前进方向

很明显，跨国企业能够不正当地利用将其子公司视为独立实体的国家税收制度。一旦认识到跨国企业的利润是在集团一级集体产生的，对整个集团采用统一税制便更有道理。对跨国企业的所有利润实行最低全球企业实际所得税税率将限制国家间有害的税收竞争，并防止税收套利。这一税率可以设定在20%至25%左右，这是目前全球名义税率的平均值。这将大大简化全球税收体系，并有助于增加所有国家的税收。

接下来的问题是，这些企业利润所得税应如何在各国间分配，目前正在讨论这方面的各种选择。一种选择是分配剩余利润，即将“正常”回报归属于来源国，并利用一项公式将剩余利润分配给跨国企业开展业务的其他国家。另一种选择是基于目的地的现金流税，即货物在某一国销售，哪一国就可以征税(因此进口要征税，但出口不要征税)，税收依据的不是利润，而是现金流，即收入减去所有非金融支出，包括资本支出和工资。第三种选择——对发展中国家而言也是最有希望的选择——是“公式化分配”，即跨国企业集团的税收总额按照商定的公式在各国之间进行分配。当然，公式和所使用因子的选择非常重要，但一个共同商定的

公式将限制随后的争议。发展中国家将从优先考虑就业和生产性有形资产而不是总销售额的公式中获益更多。

为了支持在国家一级征收企业所得税，有必要建立关于所有公司、信托和基金会的真实母公司的全球公共登记册，并记录其金融资产和真实资产。国际企业税收改革独立委员会(2019b)提出了如何实施这种全球登记册的实际步骤。其想法是从在经合组织主要金融中心建立全球登记册试点开始，因为来自世界各地的居民都在这里持有资产，而这些中心拥有建立这种登记册的金融能力和技术能力，并且拥有全球资产的很大一部分。第二步是通过连接所有国家资产登记册来获得完整的全球图景，否则隐藏的财富将流向没有这种资产登记册的国家。保障公众可以查阅登记册将减轻税务部门的管控和监督负担，因为信息很容易核实。联合国由于其成员的普遍性，是协调这一进程最合理的机构。

这些改革每一项都需要花费多时才能达成多边协议。在此期间，各国可以利用联合国和经合组织现有的转让定价准则，向公式化分配制度迈进(BEPS Monitoring Group, 2018: 2)。与此同时，发展中国家也可以考虑采取单边过渡措施，不过在这样做不能违反旨在防止双重征税的现有双边税务条约。最近，印度中央直接税委员会表示，有意审查并合理地改变现有的税收规则，该委员会认为，根据税收条约和《印度所得税法》，这种做法是可以接受的(EY, 2019)。

在谈判或重新谈判双边税收条约时，增加一项一般性反避税规则(GAAR)将会以无法事先预测的形式抵消潜在的避税行为，而制定具体的反避税规则(SAARs)能控制已知的避税计划。<sup>21</sup>在国际投资协定中增加适当的排除适用条款，以防止投资者与国家间争端解决法庭审查政府所采取的税收措施，这一点也至关重要。即使一国对跨国企业实施的税收目前仍然有限，也值得为受控外国公司加入一条有效的规则，这将限制通过部分虚假交易转移利润和长期延期纳税的机会。

在达成全球税收协定之前，有多种方法可以在过渡期间抑制税基侵蚀或利润转移。例如，对出口初级商品的发展中大国而言，转让定价的“第六种方法”很有用，因为它旨在为交易建立一个明确和易于管理的基准价格 (Grondona, 2018)。这种方法使用市场价格 (通常是期货价格) 来确定独立交易价格，而不是比较不相关方之间商定的价格。这种简单的手法可以限制出口值的少报，从而保持税基。同样，根据债务 / 股权或利息 / 收益等比率设定限制利息扣除的规则可抑制资本弱化。同样，允许对来自国外但与位于该国的资产相关的参与权益的间接转让产生的资本收益征税，也会增加该国的税基，从而增加其收入。最后，所有与避税港的交易都应被视为在关联方之间进行，税务主管部门甚至可以考虑提高此类交易的预扣税率。

## 2. 经济交易日益数字化造成的财政收入损失

### (a) 数字化：对企业税、间接税和关税的影响

虽然模拟经济长期以来一直在与跨国企业避税逃税的破坏性后果作斗争，但随着经济活动数字化程度的快速提高，当前国际税收框架的基本假设对于确定应纳税价值在哪里产生以及如何在国家之间计量和分配这些价值越来越失去意义。<sup>22</sup> 具体而言，常设机构这个概念允许税务管辖区对在区内设有实体机构的非居民企业的利润征税，但却无法抓住数字跨境交易的实质，因为这种交易中通常不需要实体存在。在税务管辖区没有任何实体存在的公司仍然可以通过互联网开展经济活动，并利用依赖用户和销售的数字化商业模式，将这些活动分散为分布在不同税务管辖区的多种活动。

另一种假设是，跨国企业不同实体的应税利润在不同管辖区之间的分配可以依赖独立交易原则，即如前一节所述，关联实体之间的经济交易应如同独立企业之间的交易一样定价。数字化创造了基于无形资产 (如软件、算法或知识产权) 的经济交易的可能性。由于这些资产的独特性，很难对它们进行定价，确定一笔交易的应税价值也因此变得困难。此外，由于跨国

企业资产的无形性日益增加，它们更容易将其资产分散到多个税务管辖区，并将其无形资产的合法所有权和其使用所得的利润转移到位于低税收管辖区的控股公司。而该控股公司未必切实参与了这些无形资产相关的开发、增强、维护、保护或开发工作。换句话说，“数字经济将独立交易原则的所有矛盾暴露到了极致，表明这项原则不再能胜任其使命” (ICRICT, 2019a: 11)。

对数字活动的衡量方式是当前国际税收框架越来越失去意义的第三个原因。数字经济中价值创造的很大一部分来自用户，他们或是成为个人数据和用户创造内容 (如发布在网络平台上并可能吸引更多用户的图像、视频、文本和音频) 等大数据的来源，或者仅仅作为一个生态系统的一部分存在，而这个生态系统日益扩大的规模以网络外部性的形式创造了价值。由此产生的利润实际上是不可能衡量的，因为数据提供和用户参与通常的名义价格为零。

除了对企业利润直接征税方面的这三项难题之外，通过电子商务平台在线购买商品和服务也使间接征税，特别是增值税以及货物和服务税的征收变得复杂。间接税通常基于目的地原则。间接税最后由最终消费者支付，但却由应税货物和服务的供应商收取。就进口的有形货物而言，这意味着在征收关税的同时向进口商征收增值税。相比之下，在进口无形资产时，目的地原则无法适用，因为不存在能够有效确认交易并在进口口岸征收增值税的海关检查。

与数字化的非物质化和移动特征相关的这四个方面从根本上与为传统经济开发的现有税收框架相左。如前所述，它们加重了上一节所述的利用不同税收制度互动中的漏洞来减少应税收入或转移利润的税收筹划带来的税收损失。由此造成的额外税收损失对所有国家来说都可能很大，而且会不断增加，因为经济数字化正在迅速发展。数字化在整个经济中的扩散也意味着，若要缩小现有税收规则与对数字部门适当征税所需规则之间的差距，就必须对整个国际税收制度进行彻底改革。

对发展中国家来说，数字化带来的财政收入损失尤其严重，因为它们成为数字企业东道国的可能性更低，却往往是数字商品和服务的净进口国；企业税占其总税收的比例高于发达国家；而且增值税通常是它们最重要的税收来源 (Li, 2017; United Nations, 2019)。另一个原因是世贸组织于 1998 年作为一项临时措施暂停对电子传送征收关税，后来这项措施得到了延长。根据关于电子传送发展的保守假设，最近的一项研究 (Banga, 2019) 估计，2017 年，暂停对电子传送征收关税意味着，全球财政收入损失超过 100 亿美元，其中 95% 由发展中国家承担。<sup>23</sup> 由于这一估计仅基于少数一些产品，而数字化正迅速影响越来越多的产品，因此，估计的财政收入损失可能会迅速增加。

### (b) 前进道路

找到可行的系统来对电子商务中的数字商品和服务征收增值税，这其实是一个实际问题。对于进口的数字交易，可以采用的处理方法有两种：(1) 进口商根据所谓的反向收费机制进行自我评估；(2) 要求非居民供应商为增值税的目的进行登记并收取和汇出增值税。<sup>24</sup> 使用后一种方法将要求终止世贸组织暂停征税的措施，随后便可以在对电子传送收取关税的同时收取增值税。

相比之下，就企业税而言，重新制定现有的国际税收框架，以便在数字化经济中确定企业利润的来源并公平分享利润，则是一个概念性挑战。这要求审查现行制度的许多特征：确定哪个管辖区拥有征税权的关联度规则；决定如何处理跨国企业各实体之间跨境交易的利润分配规则；当无形资产在经济交易中发挥关键作用时，以及当用户提供价值创造的重要部分时，如何衡量价值创造。虽然数字化可能只是加剧利润分配规则方面的现有问题，但它会产生与关联度规则和与现有国际税收规则无法解决的价值创造确定有关的问题。

在 BEPS 项目第 1 项行动计划下，“应对数字经济的税收挑战”的努力还没有结果。辩论支持这样一种观点，即数字经济所特有的远

程和集中运营模式只会加剧现有的 BEPS 方面的关切，而不会带来数字经济特有的额外问题 (OECD, 2019a)。虽然 BEPS 项目认识到在对跨境网上采购征收间接税方面出现了新的挑战，但它建议各国执行《经合组织国际增值税或货物及服务税准则》(OECD, 2017)。然而，与此同时，关于应对数字经济税收挑战的报告 (OECD, 2015c) 得出结论认为，需要作进一步分析，并商定数字经济工作组将全面审查数字化对关联度规则和利润分配规则的影响，以期努力在 2020 年之前提出基于共识的解决方案 (Martin, 2018)。与此同时，《公众咨询文件》提出了对数字公司征税的标准化规则，这些规则建立在欧洲联盟已经提出的措施基础上，超越了独立交易原则和基于实体存在的关联度规则。这些提议可能成为对现有企业税收规范进行全面改革的一个突破点，对此下文将作进一步讨论。

有一系列选项可以满足数字化对改变国际企业税收规范提出的要求。可以说，最有希望的办法是转向“显著经济存在”的概念。<sup>25</sup> 如果一家在数字环境中经营的公司从某一市场管辖区内的销售或交易中获得收入，并通过以下六项活动中的至少一项建立了“重大经济存在”，该公司便具备了一种应纳税的关联度：(1) 现有用户群的数据输入；(2) 来自管辖区的大量数字内容；(3) 以当地货币或当地支付方式记账和收款；(4) 维护当地语言的网站；(5) 负责最终向客户交付货物或提供其他支持服务，如售后服务或维修和保养；(6) 持续的营销和促销活动。

转向基于“显著经济存在”的关联度规则最重要的优势可能是，可以不仅仅基于数字经济中产生收入的要素（资产和雇员）位于何处（主要在发达国家）来确立关联度，而是还可以考虑数字化跨国企业在哪里提供商品和服务，以及相关销售和用户在哪里创造收入（包括在发展中国家）。因此，纳入供应方和需求方要素不仅有益于发达国家，也有益于发展中国家。此外，这将有助于对跨国企业进行统一征税，例如通过上一节讨论的公式化分配，因为除了资产、雇员和销售这三个要素之外，这样做还

能够将利用公司无形资产和用户生成的内容创造的价值纳入其中。

在等待就如何根据国际惯例对数字交易征收间接税，特别是就如何通过重新定义关联度规则和纳入用户创造的价值和销售额来重新定义企业税达成国际共识的同时，一些发达国家和发展中国家探索了针对数字经济的临时单边国内税收措施（例如，Committee of Experts, 2017, 2019; Jones et al., 2018; OECD, 2018; AICPA, 2019）。这些国家的决策者可能意识到，数字化带来的税收挑战是全球性的，因此需要全球性的解决方案；他们可能也意识到，启动国际程序正是为了避免可能导致监管不一致、不确定性和争议的国别措施。然而，他们也可能出于若干原因而诉诸于临时单方面措施。原因包括：对国际层面进展缓慢感到沮丧，试图推动国际辩论向特定方向发展，<sup>26</sup> 努力确保本土公司与从事数字业务并在其管辖范围内创造价值的大型跨国企业竞争时享有经济公平和税收平等。

单方面采取的各种措施部分采纳了 BEPS 项目为最后报告讨论过但没有达成一致意见的备选方案 (OECD, 2015c)。它们主要涉及以下五个类别（详细讨论情况例如见，Committee of Experts, 2017, 2019; Jones et al., 2018; OECD, 2018; AICPA, 2019）：(1) 虚拟实体机构措施；(2) 对互联网广告和数字服务征收衡平税；(3) 对某些数字交易（如广告）征收预扣税；(4) 转移利润税；(5) 基于消费市场地理位置征收增值税/货物及服务税之类的间接税。

这种措施的一个例子是，若干国家（其中许多是欧盟成员国）已考虑或实际已开始对全球范围内及其管辖区内的广告、销售和数据处理等活动产生的收入以及通过这些数字服务获得的收入超过特定门槛的公司征收的消费税、衡平税。<sup>27</sup> 这么做所依据的看法是，个人用户创造价值，这种用户创造的价值与对其征税的能力之间存在特别大的差距，这便赋予了进行非金融交易时用户所在的国家对其价值征税的权利。

鉴于整个经济日益数字化，有一个问题是，制定仅适用于数字交易的新规则是否有用。还有

人可能担心，这么做可能对理想的创新和向发展中国家推广数字商品和服务造成不当阻碍。此外，一些人将此类措施解释为专门针对美国的大型社交媒体平台、搜索引擎和线上市场（因为只有美国的大公司才可能超过要求公司纳税的较高门槛），从而增加了随后限制国内公司向美国出口和（或）对在美国经营的国内公司双重征税的风险。<sup>28</sup>

尽管如此，这种单边措施提供了不可否认的好处，即便只是因为经合组织希望在 2020 年前达成全球解决方案的愿望似乎不太可能实现。最重要的是，对数字化经济征税能扩大发展中国家的间接和直接税基，并能提供额外的财政收入。这些额外收入的规模将取决于具体国家的规定，如确定的税率和门槛，以及使用互联网的人数，但可能相当可观。

可以根据整个欧盟和可获取预期税收估计值的八个国家（主要是已经考虑国家数字税的欧盟成员国）的样本对这种单方面措施可能带来的额外税收进行简单估算。发达国家的预期年税收总额和互联网用户的人均年税收（括号中给出）<sup>29</sup> 在欧洲联盟为 50 亿欧元（13.7 美元）(European Commission, 2018)，在奥地利为 3 亿欧元（44 美元）(The Economist Intelligence Unit, 2019)，在法国为 5 亿欧元（10.8 美元），在西班牙为 12 亿欧元（34.5 美元）(Bloomberg Tax, 2019)，在联合王国为 2.75 亿至 4.4 亿英镑（5.7 至 9 美元）(HM Treasury, 2018)，在意大利为 1.9 亿欧元（5.9 美元）(Reuters, 2018b)；在发展中国家，智利为 2.5 亿美元（16.8 美元）(The Economist Intelligence Unit, 2018)，印度为 56 亿至 59 亿卢比（0.2 美元）(The Economic Times, 2018)，乌拉圭为 1,000 万美元（4.2 美元）(Taxamo, 2019)。以样本中三个发展中国家互联网用户的人均年税收中值 4.2 美元为低基准，以整个样本的人均年税收中值 10.8 美元为高基准，结合使用互联网的人数，估计发展中国家潜在的额外年度税收收入在 110 亿至 280 亿美元之间，其中中国为 32 亿至 82 亿美元；撒哈拉以南非洲为 9 亿至 24 亿美元；北非为 5 亿至 11 亿美元；拉丁美洲和加勒比地区为 17 亿至 43 亿美元，其中巴西和墨西哥为 9 亿至 24

亿美元；南亚和东南亚（不包括印度）为 18 亿至 45 亿美元；最不发达国家为 8 亿至 19 亿美元。<sup>30</sup> 发展中国家可以通过利用这些额外财政收入来扩大其经济中的互联网连接，继续扩大国内资源调动，尽管任何此类额外收入都必须与额外的合规和行政费用进行权衡。

即便有上述各种警示，但从长远来看，这些单方面措施可能还有其他好处。采用这些措施

或许有助于遏制跨国企业可能不适当延迟甚至最终阻止国际税收框架更好地应对数字化的游说。由于数字化经济最清楚地暴露了现有规则在基本设计上的弱点，关注数字化带来的挑战可能成为适当解决这种基本设计问题并在各国之间公平分配国际税收的一种手段。如果不适当考虑到发展中国家的利益及其税务管理部门有效执行经修订的税务法律和规范的能力，就不可能实现这些目标。

### C. 通过加强监管从私人资本流动中获益

本节的重点是跨境私人资本流动<sup>31</sup>对发展中国家对外融资的潜在直接贡献。流向发展中国家的净资本增加可以提供急需的额外融资来源；然而，在许多情况下，相关的宏观经济失衡——包括汇率高估、经济过热和资产价格膨胀——让接收国的宏观经济管理变得更加复杂。检查一下各国对外资产和对外负债总存量（即一国的对外资产负债表，其中流入构成总负债，流出加上经常账户顺差构成总资产）便可发现，资产和负债在货币单位、流动性和投资类别方面的不匹配造成了各种脆弱性。这种不匹配导致大量资源从发展中国家转往发达国家。一些发展中国家采用资本管制来解决与资本流动相关的宏观经济失衡和资产负债表的脆弱性问题，本章末尾将讨论这种做法所产生的一些政策影响。

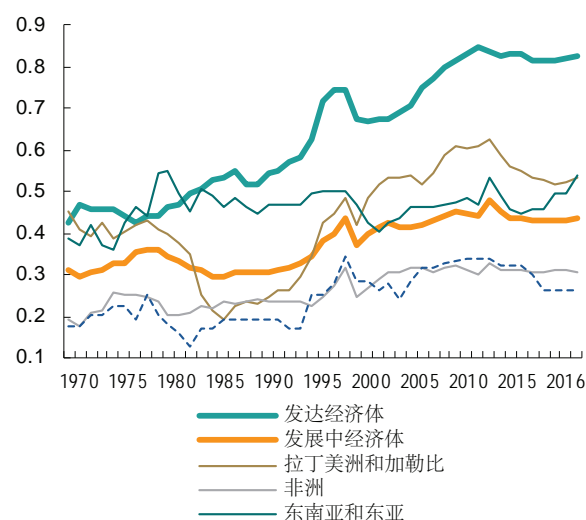
#### 1. 发展中国家的私人资本净流入：证据与挑战

1970 年代和 1980 年代，发达国家资本账户自由化进展迅速（图 5.2）。<sup>32</sup> 发展中国家资本账户的平均开放水平仍然大大低于发达国家，其进展也较不平稳。继 1980 年代初的债务危机和 1994-1995 年墨西哥危机之后，拉丁美洲和加勒比地区的进展出现了中断，1997 年亚洲金融危机之后，东南亚和东亚的进展也经历了中断；其峰值出现在 2007-2008 年，当时全球金融危机触发了自由化趋势的温和逆转。

随着发展中国家更紧密地融入国际金融体系，流入这些国家的私人资本的水平 and 波动性都急

剧增加（图 5.3）。自 1970 年以来，发展中国家的私人资本净流入经历了四个大起大落的周期，第一个高峰是 1980 年的 640 亿美元，随后爆发了债务危机；第二个高峰是 1996 年的 2,070 亿美元，随后发生了亚洲金融危机；第三个高峰是 2007 年的 3,780 亿美元，随后是全球金融危机；第四个高峰是 2010 年的 6,500 亿美元和 2013 年的 5,840 亿美元，随后出现了“削减恐慌”，即仅仅由于美联储时任主席 2013 年 5 月宣布最终将逐步削减扩张性货币政策，2009-2012 年持续飙升的几个发展中国家的货币便出现暴跌。2015 年和 2016 年，发展中国

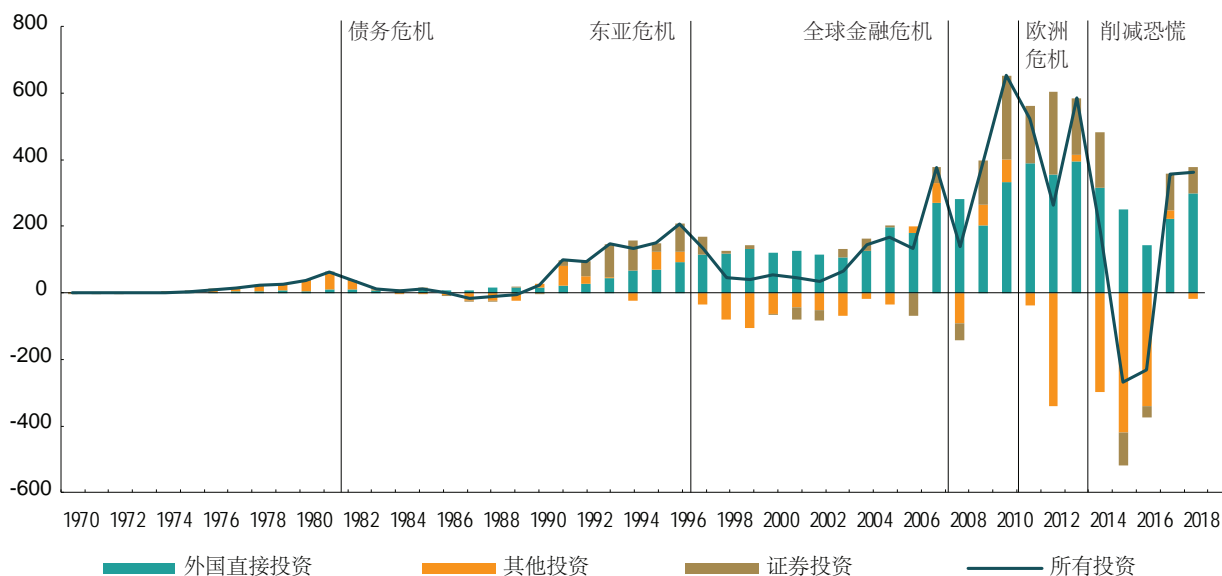
图 5.2 资本账户开放性，部分国家组，1970-2016 年



资料来源：贸发会议根据 Chinn and Ito, 2006 和之后数据更新计算的结果。

注：该图显示了 Chinn-Ito 资本账户开放性指数的标准化数值，最低为 0，最高为 1。数据集涵盖了 182 个国家。国家组数字为具备综合数据的国家的未加权平均值。

图5.3 部分发展中国家：净资本流量，按类别分列，1970-2018年  
(10亿美元)



资料来源：贸发会议秘书处根据国际货币基金组织国际金融统计数据计算的结果。

注：负值意味着资本流出。所显示的数字不包括储备资产和其他官方投资流动。其涵盖的是纳入MSCI新兴和前沿市场指数并具备相关数据的31个发展中国家(关于指数的国家构成，见<https://www.msci.com/documents/10199/00e83757-9582-444f-9160-d22a4e33c5f6>)。2018年的数字有的是估计数。

家的私人资本净流入甚至进入负值区域，但这主要是由巴西、中国和大韩民国驱动的。

发展中国家的资本净流入增加可以成为宝贵的外部融资来源。但是，这些资本流动的波动性和顺周期性使宏观经济管理变得更为复杂，并增加了金融脆弱性。例如，资本流入往往导致汇率上升，推动国内信贷繁荣和资产价格上涨，这在短期内会促进经济增长并吸引更多资本流入，但也会造成宏观经济失衡，如国内经济过热和汇率估值过高，对外部竞争力和经常账户收支差额产生不利影响。此外，这些资本流入会增加金融脆弱性，因为债务不断增长和资产价格膨胀，再加上经常账户不断恶化，最终会导致资本流动出现逆转，并可能导致金融危机。<sup>33</sup>

发展中国家发生这种情况的风险尤其大，因为它们受到全球金融周期影响(全球金融状况与各国国内金融状况的同起同落)的程度远高于发达国家。全球金融周期意味着，驱动资本流向发展中国家的通常更多地是接收国以外的因

素(如发达经济体特别是美国的利率低下、初级商品价格高昂和全球风险规避程度低等)，而不是可能吸引国际资本流入本国经济的当地因素(如资本账户开放度和强劲的经济增长)(例如，Eichengreen and Gupta, 2018)。最近一项研究(Goldberg and Krogstrup, 2019)发现，自全球金融危机以来，资本流动对推动因素的敏感性有所提高，而且全球金融状况作为资本流入的决定因素，对于发展中国家的重要性比对于发达国家的重要性高出五倍。最近的一个例子便是上文提到的“削减恐慌”。

反映金融一体化相关挑战的另一个现象是，总流量与净流量脱钩，以及实现金融一体化的经济体可能因经常账户收支平衡而获得虚假的安全感。例如，在全球金融危机之前，欧元区的经常账户几乎是收支平衡的，但与美国之间的资本流动总量却很大。欧洲的银行利用来自美国的短期贷款在美国投资有证券支持的次级抵押贷款。虽然这意味着美国与欧洲之间的净流量很小，但总流量使欧元区非常容易受到美国次贷危机造成的资产价格暴跌的影响。<sup>34</sup> 这表



明，经常账户差额作为衡量一国外国资产净头寸变化的工具已变得不太可靠，因为这一头寸越来越多地反映的是对外资产与负债的市场价值变化（例如，Gourinchas and Rey, 2014; Akyüz, 2018）。

这些进程使关于资本流动的辩论的重点日益从净资本流动转向对外资产和对外负债总存量。

## 2. 对外资产和对外负债总存量的增加以及相关的资产负债表脆弱性

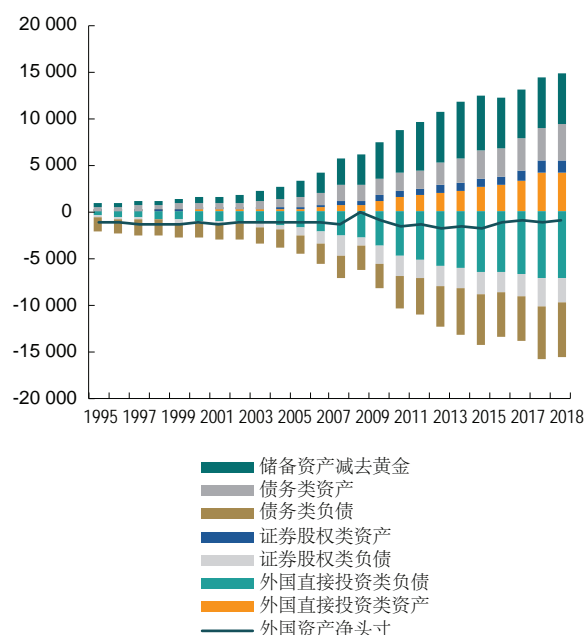
### (a) 对外资产和对外负债总存量：最新证据

1995年以来，资本流动急剧增加，发展中国家的外债存量因此增加了8倍，其对外资产存量增加了16倍（图5.4）。<sup>35</sup>只有2008年和2015年证券股权和债务类负债下降以及2015年外汇储备减少才使这种增加发生中断。几乎持续增长还意味着，2018年，发展中国家对外资产总量的近95%和未偿外债总量的近90%是自1995年以后积累起来的。

资产总量和负债总量同时强劲增长的一个影响是，发展中国家对外资产的大量增加与其对外负债有关，即这些资产是借来的。<sup>36</sup>这与经常账户顺差的发展中国家和经常账户逆差的国家积累外汇储备尤其相关，它们以此作为一种自我保险，以防止资本流动突然逆转和（或）遏制其不利影响。<sup>37</sup>这种增长的另一个影响是，来自对外资产和对外负债的收入款和支付款对发展中国家的国际收支经常账户来说已经举足轻重。现在，不仅在它们的对外负债超过对外资产时（如图5.4中发展中国家组的情况），国际投资净收入可能出现逆差，而且当它们对外资产的总回报率低于它们的对外负债回报率时，也会出现逆差。

由于债务和股权类别在对外资产总量和对外负债总额量中的相对重要性不匹配，可能会出现对外负债总量的回报（即支付的投资收入）高于对外资产总量回报（即收到的投资收入）的情况。股权通常风险更高，因此回报率高于债务。关于发展中国家的对外资产总量（附件表5.A.1），在1996-2018年期间，出现了从债务

图5.4 对外资产和负债总存量，部分发展中国家组，1995-2018年  
(10亿美元)



资料来源：贸发会议秘书处根据Lane and Milesi-Ferretti (2018)以及国际货币基金组织国际投资头寸数据库计算的结果。

注：2016-2018年的数据有的是估计数。负值表明国内经济中由非居民持有的存量。这些数字反映了纳入MSCI新兴和前沿市场指数并具备相关综合数据的22个发展中国家的数据。

（持有的外国债券、海外存款和外汇储备）向股权（外国直接投资和证券组合投资）的转移。<sup>38</sup>虽然外汇储备在对外资产总额中的份额削减相对较小，而且主要发生在近几年，但债务工具的份额在许多发展中国家（如巴西、智利、埃及、摩洛哥和土耳其）大幅下降，尽管2017-2018年，在一些发展中国家（如阿根廷、中国、印度尼西亚、马来西亚和大韩民国），债务工具的重要性略有回升。相比之下，直接股权在对外资产总额中的份额显著增加，尽管与低收益储备资产相比，外国直接投资在对外资产总额中的份额仍然较低。此外，外国直接投资重要性的增加主要是由于企业增加了对其他发展中国家的外国直接投资。例如，发展中国家在对巴西的外国直接投资记录存量中的份额从2005-2013年的约50%增至2015-2017年的约80%，在菲律宾从2009-2012年的约70%增至2015-2017年的约90%，在南非从2001-2004年的约15%增至2015-2017年的60%以上。中国是唯一一个对发达经济体的外国直接投资存量大幅增加的发展中国家，从全球金融危机

之前的约 5% 增至 2012-2017 年的约 14%，印度也从 2010-2013 年的约 40% 增至 2016-2017 年的约 50%。<sup>39</sup>

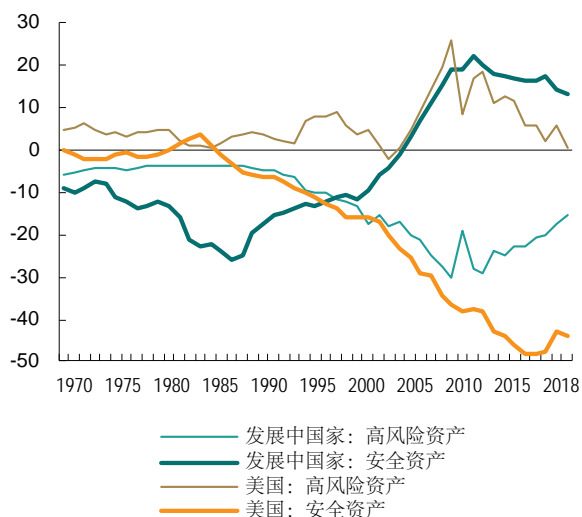
1996 至 2018 年，发展中国家对外负债总量的构成（附表 5.A.2）也出现了从债务向股权的转移，而且比对外资产总量中的转移规模大得多，范围也更广。这意味着外国直接投资和证券股权在发展中国家对外负债总量中的份额不断上升。在东亚以外，流入的外国直接投资存量大部分由发达经济体的居民持有。拉丁美洲和加勒比地区的情况如此，非洲直到 2010 年之前也是一样，在这一年，其他发展中国家，主要是中国，在外国直接投资流入总存量中所占的份额大幅增加。股权所占份额上升的同时，债务在对外负债总量中的份额急剧下降，尤其是在 1996-1997 年以及 2010-2011 年期间。在许多发展中国家——阿根廷、埃及、印度尼西亚和土耳其尤为突出——债务所占份额最近有所增加，特别是企业债，本报告第四章对此作了进一步讨论。

这些变化多半来自为应对 1990 年代和 2000 年代初期反复发生的危机而有意采取的政策。发展中国家的政策制定者试图通过开放其外国直接投资制度和向非居民开放股票市场来减少对外负债中的债务份额。他们还试图通过向外国人开放债券市场和以本国货币借贷来减少货币错配。这些变化无疑改善了发展中国家对外负债总量的组成，降低了像以往那样遭受危机冲击的可能性。但是，债券和股权市场中外国投资者的增加也提高了汇率潜在的不稳定性，因为非居民的进出激增不仅会影响资产价格，而且还会影响汇率（进一步讨论见 Akyüz, 2017）。

表 5.A.1 和 5.A.2 还表明，金融衍生品，特别是外汇期货合约，在发展中国家的对外资产和对外负债中已经占有不可忽视的份额。虽然主要是金融市场相对发达的发展中国家（如阿根廷、巴西、智利和南非）情况如此，但这表明，涉及发展中国家的跨境资本流动日益复杂。这还意味着，监管资本流动的工作正变得日益复杂，而且金融市场的国别特征在其中发挥着重要作用。

表 5.A.1 和 5.A.2 中所反映的发展中国家对外资产和对外负债总量构成的变化也反映在它们“净风险”和“净安全”的对外资产持有量的变化中。<sup>40</sup> 对这两个表中所列的美国和发展中国家净头寸的演变进行的比较表明，在几乎整个 1970-2018 年期间，美国在风险资产中持有净正头寸，在安全资产中持有净负头寸（图 5.5）。美国既是风险资产债权人，也是安全对外资产债务人，这反映了美国作为主要储备货币发行者和全球官方流动性提供者的职能（TDR 2015）。相比之下，发展中国家在这一时期的大部分时间里都录得风险资产的净负头寸，因为它们的外国直接投资存量和证券股权类负债的增加超过了外国直接投资和证券股权类资产的增加。自 2003 年以来，受外汇储备积累和债务负债下降的驱动，它们在安全资产方面也有净正头寸。作为安全资产的债权人和风险资产的债务人，发展中国家为其对外负债支付的回报很可能超过其从对外资产获得的回报。换句话说，这意味着资源从发展中国家向发达国家的净转移。

图 5.5 所持有的高风险对外资产净值和安全对外资产净值，美国和部分发展中国家，1970-2018 年（占国内生产总值百分比）



资料来源：贸发会议秘书处根据 Lane and Milesi-Ferretti (2018)、国际货币基金组织国际投资头寸数据库以及国际货币基金组织世界经济展望数据库计算的结果。

注：高风险资产净值 = (证券股权类资产 + 外国直接投资类资产) - (证券股权类负债 + 外国直接投资类负债)；安全资产净值 = 储备资产 + 债务类资产 - 债务类负债。发展中国家组包括：阿根廷、巴西、智利、中国、埃及、印度、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、摩洛哥、巴基斯坦、菲律宾、大韩民国、南非、泰国和土耳其。

## (b) 对资源转移的影响

为了评估资源转移的方向和规模，一个有用的方法是比较发展中国家对外资产总量和对外负债总量的收益率，以及包括资本收益和损失在内的总回报率。在整个 1995-2018 年期间，发展中国家对外资产总量和对外负债总量之间的收益率差额一直为负值（表 5.2）。<sup>41</sup> 平均收益率差额相对稳定在 2% 至 3% 的范围内，但在全球金融危机之后略大于之前。此外，16 个发展中国家的收益率差额非常相似。尽管中国有很大的外国资产净正头寸和规模可观的经常账户顺差，但其收益率仍存在相当大的负差，这可能与该国对外资产中股权份额相对较低以

及对外负债中股权份额相对较高有关（附件表 5.A.1-5.A.3）。

表 5.2 中的两个转型经济体，在全球金融危机之前和之后，其收益率负差值都明显大于发展中国家。即使俄罗斯联邦的对外资产净正头寸规模可观，但也无济于事，因为其对外负债中高收益股权头寸的份额远远超过其对外资产头寸中的份额（附件表 5.A.1-5.A.3）。

相比之下，表中的四个发达国家，平均而言 1995-2018 年期间收益率为正，全球金融危机之后的收益率差额略大于之前。此外，与

表 5.2 对外资产和负债总量收益率，部分国家，1995-2018 年  
(百分比)

	资产总量				负债总量				备注项： 资产总量收益率减 负债总量收益率			
	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018
	<b>发展中国家</b>											
阿根廷	3.8	2.3	1.2	2.7	6.7	7.5	7.5	7.1	-2.9	-5.3	-6.3	-4.4
巴西	3.2	2.4	2.1	2.7	6.7	6.2	4.7	5.9	-3.5	-3.7	-2.6	-3.2
智利	3.3	3.7	2.8	3.1	8.6	11.3	6.1	7.9	-5.3	-7.6	-3.3	-4.7
中国	3.2	3.8	3.3	3.3	6.9	6.3	6.3	6.6	-3.7	-2.5	-3.0	-3.3
埃及	3.8	2.8	0.8	2.6	2.4	2.6	4.9	3.3	1.4	0.1	-4.1	-0.8
印度	4.6	4.2	1.9	3.5	4.5	3.4	3.5	4.0	0.1	0.8	-1.6	-0.5
印度尼西亚	4.5	2.7	1.6	3.3	6.2	6.7	5.7	6.0	-1.7	-4.1	-4.1	-2.8
马来西亚	4.0	4.4	3.4	3.8	7.9	7.1	5.8	7.0	-3.9	-2.6	-2.4	-3.2
墨西哥	3.4	2.1	1.8	2.7	5.4	3.4	3.8	4.6	-2.1	-1.3	-2.0	-2.0
摩洛哥	2.3	2.7	1.9	2.2	4.1	3.2	3.0	3.6	-1.9	-0.5	-1.0	-1.4
巴基斯坦	2.8	5.0	2.7	3.0	6.6	6.2	5.0	6.0	-3.8	-1.2	-2.4	-3.0
菲律宾	5.9	3.5	1.6	4.1	5.1	5.2	4.5	4.9	0.8	-1.7	-2.9	-0.8
大韩民国	3.4	3.0	2.9	3.2	4.2	2.8	2.3	3.4	-0.8	0.2	0.6	-0.2
南非	3.1	1.9	1.4	2.4	5.9	4.2	3.6	4.9	-2.8	-2.3	-2.2	-2.5
泰国	4.0	2.5	1.6	3.0	6.2	6.9	6.8	6.5	-2.2	-4.4	-5.2	-3.5
土耳其	4.9	3.4	2.4	3.8	4.9	3.3	2.3	3.8	0.0	0.1	0.1	0.1
平均数	3.8	3.1	2.1	3.1	5.8	5.4	4.7	5.3	-2.0	-2.3	-2.6	-2.3
中位数	3.6	2.9	1.9	3.1	6.0	5.7	4.8	5.4	-2.4	-2.8	-2.9	-2.3
<b>转型经济体</b>												
哈萨克斯坦	3.6	3.8	1.5	2.9	8.9	13.7	11.5	10.3	-5.3	-9.9	-10.0	-7.4
俄罗斯联邦	3.2	4.2	3.3	3.3	7.2	7.7	8.0	7.5	-4.0	-3.5	-4.7	-4.2
平均数	3.4	4.0	2.4	3.1	8.1	10.7	9.7	8.9	-4.6	-6.7	-7.3	-5.8
中位数	3.4	4.0	2.4	3.1	8.1	10.7	9.7	8.9	-4.6	-6.7	-7.3	-5.8
<b>发达国家</b>												
德国	4.3	3.5	2.6	3.6	4.7	3.0	2.0	3.5	-0.4	0.5	0.6	0.1
日本	3.7	3.3	3.3	3.5	2.1	1.5	1.5	1.9	1.6	1.8	1.8	1.7
联合王国	4.8	2.5	1.6	3.4	4.5	2.6	1.8	3.3	0.3	-0.1	-0.2	0.1
美国	4.9	3.6	3.6	4.3	3.8	2.6	2.1	3.1	1.1	1.0	1.5	1.2
平均数	4.4	3.2	2.8	3.7	3.8	2.4	1.9	2.9	0.7	0.8	0.9	0.8
中位数	4.5	3.4	2.9	3.5	4.1	2.6	1.9	3.2	0.4	0.8	1.0	0.4

资料来源：贸发会议秘书处根据 Lane and Milesi-Ferretti (2018)、国际货币基金组织国际投资头寸数据库以及国际货币基金组织国际收支统计数据计算的结果。

注：2017-2018 年的数据部分为估计数。

表中的发展中经济体和转型经济体相比，它们的总资产收益率更高，总负债收益率更低。

这种收益率差额对一国经常账户的净影响取决于其外国资产净头寸。外国资产净头寸为正的国家可能会录得正的国际投资净收入流。然而，一国的外国资产净头寸与其国际收入流动的规模和方向之间没有明确的联系(附表5.A.3)。即便外国资产净头寸类似，回报率也可能不同，这既是因为各国对外资产总量和对外负债总量中高收益高风险和低收益低风险的类别所占份额不同，也是因为类似的资产或负债的回报率由于期限结构和计价货币不同等原因而存在跨国差异。

除了上文讨论的各国对外资产和对外负债存量中风险和安类别相对份额的差异所产生的影响之外，表5.2中报告的收益率差额可能与其他几个因素有关。其中一个因素可能是管辖权风险。发展中国家政府可以通过拖欠在本国发行并受当地管辖的主权债务给外国债权人造成损失(Du and Schreger, 2016)。或许更重要的是，发展中国家的货币通常不履行或只是最低限度地履行货币的三种国际功能：记账单位(计价货币)、支付媒介(交易货币)和价值储存手段(投资和储备货币)。在当前的国际货币体系中，所有这三项职能都由美元履行，其中一些职能部分由其他发达经济体的一系列货币履行。<sup>42</sup> 货币履行这三项职能的能力不同，它们获得的流动性程度也就不同，美元是流动性最强的货币，位于所谓的“货币金字塔”(Cohen, 1998)或“货币层级”(Andrade and Prates, 2013; Kaltenbrunner, 2015)的顶端。其他核心发达国家的货币占据中间地位，而发展中国家的货币则处于底部。为了弥补流动性差异，以流动性较低货币计价的资产需要提供更高的总回报才能吸引国际投资者。要实现这个目标，发展中国家可以为与发达国家所提供的资产具有可比性的资产提供更高的收益率(如通过提高利率)或更高的资本收益(如通过资产价格升值或汇率升值)，和(或)改变其对外负债的构成，使风险更高因而收益率更高的类别占有更大的份额。然而，这样做会增加发展中国家受全球金融周期推动因素以及相关宏观经济和金融脆弱

性影响的风险。此外，这往往会导致其对外资产和对外负债总量产生负的净收入流，以及与之相关的向发达国家的净资源转移。

关于包括资本收益和损失在内的总回报率，资产价格或汇率的变化，以及以本币和外币计价的资产和负债相对份额的变化，都可能造成对外资产总量和对外负债总量的估值变化。虽然没有关于国家对外资产和对外负债的货币单位的系统全面的数据，但最近一项研究(Akyüz, 2018)考察了若干国家和投资类别，得出结论认为：(1)美国对外资产通常以外币持有，对外负债以美元持有；(2)其他发达国家对外资产大部分以外币持有，对外负债大部分以本币持有，但也有很大一部分以美元持有；(3)发展中国家倾向于以外币持有外部股权和债务资产，而外部股权负债和越来越多的债务负债则以本币计价；后者是向外国人开放存款和债券市场、私人部门债务对国内市场的压力越来越大以及国际贷款人越来越愿意承担汇率风险以换取远高于发达经济体的收益率的结果；(4)综合起来，这表明发展中国家对外负债中以本币计价的份额越来越大(鉴于直接股权和证券股权在对外负债总量中所占份额已经很高且还在不断增加)，它们的国内货币净头寸——以本币计价的资产总量减去以本币计价的负债总量——可能呈负值(鉴于所有股权负债和部分对外债务都以本币计价，而对外股权和债务资产主要以外币计价)。由于发达经济体不以发展中国家的货币借款，但持有大量以这些货币计价的股权，这意味着：“[发展中]经济体的货币升值会造成资本损失，并恶化其国外资产净头寸，同时为其本币资产的发达经济体持有者带来资本收益”(Akyüz, 2018: 24)。此外，汇率升值带来的这些估值效应可能会引发证券资金流入，从而造成资产价格泡沫和本币进一步上行压力等价格变化，这两者相结合，将导致以本币计价的股权负债持有者获得进一步的估值收益。这也将使一国在资本流入突然停止或逆转以及货币贬值时更容易受到影响。

包括资本收益和资本损失在内的总回报率(表5.3)<sup>43</sup>大体上显示了与上文讨论的收益率差额相同的模式：发展中国家，特别是转型经济体的

总回报率为负，而发达国家的总回报率为正。<sup>44</sup> 1995年至2018年，表中16个发展中国家作为一个整体的资产和负债之间的收益率差额约为-3.1%至-4.3%，其中约三分之二是由于收益率差额造成的(表5.2)，其余是由于估值变化。此外，发达国家对外资产总量的回报率高于发展中国家和转型经济体，其对外负债总量的回报率低于发展中国家和转型经济体。1995年至2018年，发展中国家通过对外资产总量获得的收益平均比发达国家低2个百分点，而支付的对外负债总量的收益平均要比发达国家高2个百分点，这意味着发展中国家和发达国家之间的总回报率相差约-4个百分点。<sup>45</sup> 在发达国家中，迄今美国的对外资产负债表总回报率最高。

相比之下，总回报率的类组平均数和中位数的差异大于收益率差额，这表明资本收益和损失存在显著的跨国差异。资本收益和损失随着时间推移出现的显著波动也反映在总回报率类组中位数的显著年际差异中(图5.6)。

发展中国家对外资产和对外负债总量构成的变化，加上相关投资类别的计价货币，意味着发展中国家的对外资产负债表面面临估值损失，它们为对外负债支付的回报高于它们从对外资产获得的回报。若要保证这种回报差异不会导致国际投资收入账户出现逆差，资源向发达国家转移，发展中国家或者需要拥有非常强劲的外国资产净正头寸，或者有足够大的贸易顺差来

表5.3 对外资产和负债总量总回报率，部分国家，1995-2018年  
(百分比)

	资产总量				负债总量				备注： 对外资产总回报率减 负债总量总回报率			
	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018	1995- 2007	2008- 2009	2010- 2018	1995- 2018
	<b>发展中国家</b>											
阿根廷	5.0	-0.6	0.4	2.8	5.2	3.3	2.1	3.9	-0.2	-3.8	-1.7	-1.1
巴西	4.3	-0.4	-0.9	1.9	10.2	11.1	0.6	6.7	-6.0	-11.5	-1.6	-4.8
智利	4.4	-1.6	1.9	3.0	8.4	11.7	5.7	7.6	-4.0	-13.3	-3.7	-4.7
中国	0.0	3.0	0.7	0.5	7.1	14.0	6.5	7.4	-7.1	-11.0	-5.9	-6.9
埃及	2.8	-4.2	-10.4	-2.7	3.2	5.0	4.3	3.7	-0.4	-9.2	-14.7	-6.5
印度	4.2	1.8	-7.3	-0.3	8.4	2.5	-2.9	3.7	-4.3	-0.7	-4.4	-4.0
印度尼西亚	8.3	-14.1	2.2	4.2	11.3	12.7	6.3	9.6	-3.0	-26.8	-4.1	-5.4
马来西亚	1.5	-3.2	-2.3	-0.3	12.8	7.9	6.8	10.1	-11.3	-11.1	-9.0	-10.4
墨西哥	11.1	-4.4	-1.6	5.0	8.9	-2.9	3.0	5.7	2.2	-1.6	-4.7	-0.7
摩洛哥	14.2	7.2	6.0	10.6	12.6	8.3	3.6	8.9	1.6	-1.1	2.5	1.7
巴基斯坦	21.3	16.1	1.8	13.5	10.1	2.1	5.7	7.8	11.2	14.0	-3.9	5.8
菲律宾	2.3	5.8	-0.9	1.4	5.3	3.7	6.3	5.5	-2.9	2.1	-7.3	-4.2
大韩民国	1.6	0.3	2.9	2.0	9.3	-1.2	5.2	6.9	-7.7	1.5	-2.3	-4.9
南非	9.0	11.3	7.1	8.5	11.3	5.3	3.7	8.0	-2.3	6.0	3.4	0.5
泰国	7.6	7.7	-1.6	4.2	8.9	5.2	11.8	9.7	-1.3	2.5	-13.4	-5.5
土耳其	9.3	5.5	3.1	6.7	11.6	-3.1	-2.1	5.2	-2.3	8.6	5.2	1.4
平均数	6.7	1.9	0.1	3.8	9.0	5.4	4.2	6.9	-2.4	-3.5	-4.1	-3.1
中位数	4.7	1.1	0.5	2.9	9.1	5.1	4.7	7.2	-4.4	-4.1	-4.2	-4.3
<b>转型经济体</b>												
哈萨克斯坦	-19.3	-0.9	-1.8	-11.2	14.9	11.2	10.1	12.8	-34.3	-12.1	-11.9	-24.0
俄罗斯联邦	-0.1	-9.7	-2.6	-1.9	16.5	-2.5	6.0	11.0	-16.6	-7.1	-8.6	-12.8
均值	-9.7	-5.3	-2.2	-6.5	15.7	4.3	8.0	11.9	-25.4	-9.6	-10.2	-18.4
中位数	-9.7	-5.3	-2.2	-6.5	15.7	4.3	8.0	11.9	-25.4	-9.6	-10.2	-18.4
<b>发达国家</b>												
德国	6.5	-0.4	1.6	4.1	7.7	0.5	2.2	5.0	-1.2	-0.9	-0.6	-1.0
日本	3.2	8.0	2.6	3.4	2.9	3.0	3.1	3.0	0.3	4.9	-0.5	0.4
联合王国	9.9	1.7	1.8	6.2	9.6	1.2	1.5	5.9	0.2	0.6	0.3	0.3
美国	12.3	1.0	5.3	8.7	7.8	1.2	4.3	5.9	4.5	-0.2	1.0	2.8
平均数	8.0	2.6	2.8	5.6	7.0	1.5	2.8	5.0	1.0	1.1	0.1	0.6
中位数	8.2	1.4	2.2	5.1	7.7	1.2	2.6	5.5	0.4	0.2	-0.4	-0.3

资料来源：见表5.2。

注：见表5.2。

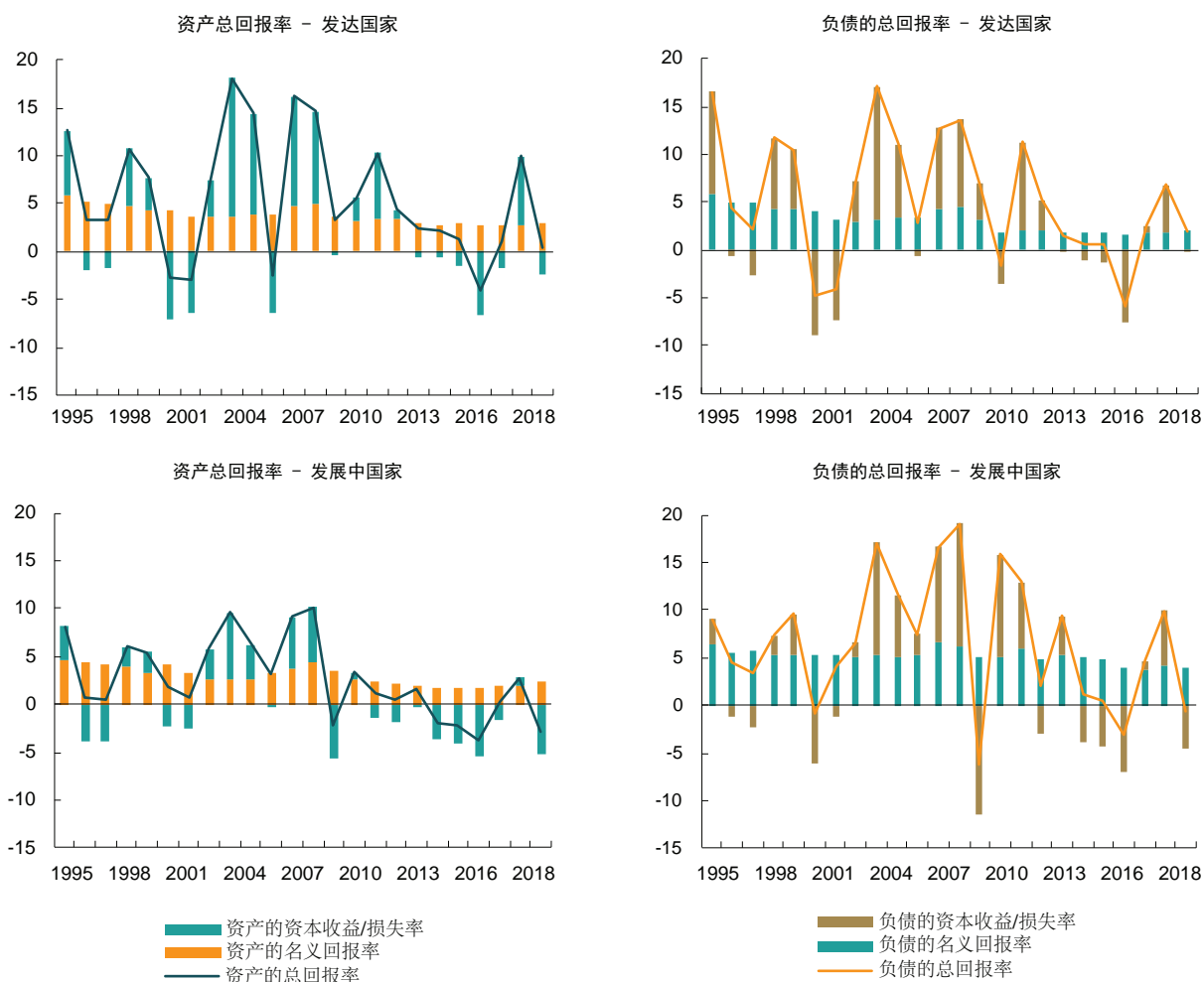
抵消投资收入的逆差，实现经常账户平衡。然而，发展中国家作为一个整体并没有强劲的外国资产净正头寸(附图表 5.A.3)，而发达国家目前的低增长环境，加上初级商品价格从全球金融危机前的水平大幅下降，致使它们获得可观贸易顺差的前景黯淡。

这一讨论突显出发展中国家融入国际资本市场的一个重要且未得到充分认识的关切领域。发展中国家私人资本流动的自由化显然加剧了它们遭受国际资本流动荣枯周期影响的宏观经济脆弱性和金融脆弱性。但此外，这也意味着收益率差额以及主要发达经济体的利率、资产价格和汇率的变化会改变发展中国

家国际资产和负债总存量的价值。这会导致大量资源从发展中国家转移到发达国家，因为如上所述，发展中国家的资产和负债主要来自发达国家。2000年至2018年，所调查的16个发展中国家都出现了这种资源转移，平均每年约达4,400亿美元，相当于这些国家国内生产总值的2.2%。

对于坚持认为将金融融入全球私人资本市场是发展中国家吸引外国储蓄以实现其发展目标的一项至关重要和可取的战略的人来说，这具有极大的破坏性影响。恰恰相反，均衡来看，这种融入似乎会伴有潜在可投资资源的净流出，这是由国际收支中的存量和流量变量驱动的。

图5.6 对外资产总量和对外负债总量的总回报率，部分国家组，1995-2018年 (百分比)



资料来源：见表5.2。

注：2017年和2018年的数字有的是估计数。国家组数字为中位数。国家组的组成见表5.2。

### 3. 机构投资者更多参与的潜在影响

最近开始强调动员机构投资者——养老基金、保险公司、共同基金和主权财富基金，包括为此建立一个主要针对基础设施的大型资产类别，认为这么做具有为发展融资的巨大潜力（见第二章）。

由于机构投资者拥有大量资金和相对长期的视野，他们有可能采取买入并持有战略，向发展中国家提供稳定和长期的融资（Della Croce et al., 2011）。然而，最近对机构投资者实际投资模式的证据调查（Abraham and Schmukler, 2018）表明，机构投资者倾向于从事动量交易和羊群行为，导致其投资呈现顺周期性，并经常传递来自本国的冲击。其中一个原因是，机构投资者通常采用被动的指数驱动型投资，其大量资产以新兴市场债券或摩根士丹利资本国际新兴和前沿市场指数（MSCI 新兴和前沿市场指数）为基准。因此，其投资模式对全球金融周期及其决定因子，如全球风险偏好和（预期的）美国货币政策和美元的变动非常敏感。机构投资者具体投资模式的一个影响可能是，发展中国家的资本收益和资本损失受 MSCI 新兴和前沿市场指数变动影响的敏感度增加，2009-2018 年期间，该指数与发展中国家对外负债总量估值变化的相关系数达到 0.7（图 5.7）。<sup>46</sup>

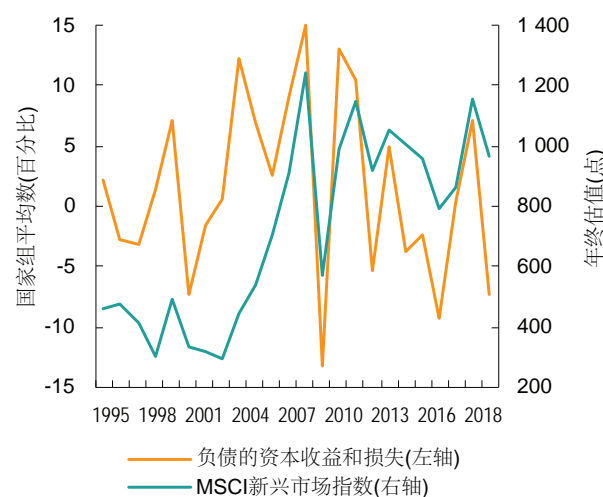
机构投资者参与动量交易和羊群行为的趋势可能会导致机构投资者更多地参与发展中国家的资本流动，从而加剧发展中国家资产价格和汇率的不稳定性，而发展中国家试图通过提供高收益来吸引投资者，则会如前一节所述，加剧资源从发展中国家向发达国家的转移。<sup>47</sup> 为了控制这种风险，发展中国家，特别是那些外国资产净头寸负值很高、经常账户逆差持续存在的国家（即最需要额外可持续外部融资来源的国家），将需要减少受资本流动影响的风险，改善外国资产净头寸。资本管制可以极大地支持这些国家左右其对外资产负债表规模和构成的尝试。

### 4. 利用资本管制来调节国际资本流动

资本管制的用处现在已经得到广泛认可，特别是在处理资本流动激增和确保接受国经济在资本流动减少或逆转以及国际金融状况的变化影响到一国对外资产负债表的估值和回报情况时保持弹性方面。<sup>48</sup> 虽然反对的声音（例如，TDR 1998; Stiglitz, 2002）由来已久，但在全球金融危机之前，常规观念是，面对资本流入，发展中国家应允许其货币升值。与之相结合，应收紧财政政策（如果存在经济过热的风险）；实施外汇干预以应对非常短期的市场波动；向银行提出资本要求以控制国内信贷扩张；深化国内金融市场以减少金融部门的波动。在这种观点中，利用资本管制直接控制资本流动的规模和构成是不合适的。

越来越多的经验证据表明，资本账户自由化和经济增长之间不存在明显的正相关（例如 Jeanne et al., 2012），青睐资本管制的看法借鉴了这一点。研究还表明，监管资本流动的国家在全球金融危机期间受到的冲击最小，在危机

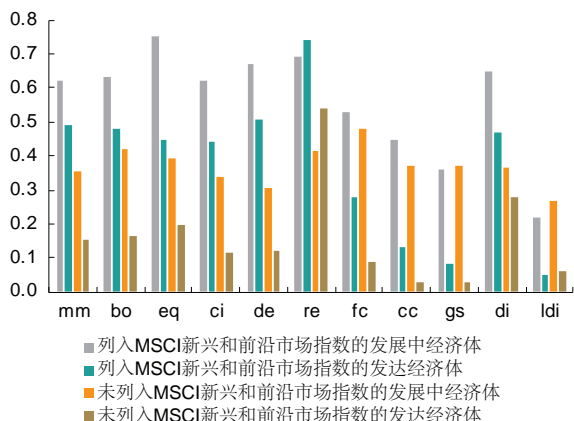
图5.7 部分发展中国家组：对外负债总量的估值效应和MSCI新兴市场指数，1995-2018年



资料来源：贸发会议秘书处根据Lane and Milesi-Ferretti (2018)、国际货币基金组织国际投资头寸数据库、国际货币基金组织国际收支统计数据库以及汤森路透数据计算的结果。

注：2017-2018年的数据有的是估计数。图中的数字反映了表5.A.2中所显示的16个发展中国家对外负债总量的年均估值效应和MSCI新兴市场指数的年终牌价。MSCI新兴和前沿市场指数仅可查阅2004年6月以后的数据，但紧跟MSCI新兴市场指数的数据(<https://www.msci.com/documents/10199/00e83757-9582-444f-9160-d22a4e33c5f6>)。

图5.8 资本流入管制的观察比例，按资产类别和选定国家组分列，1995-2016年



资料来源：贸发会议秘书处根据Fernandez et al., 2016计算的结果。

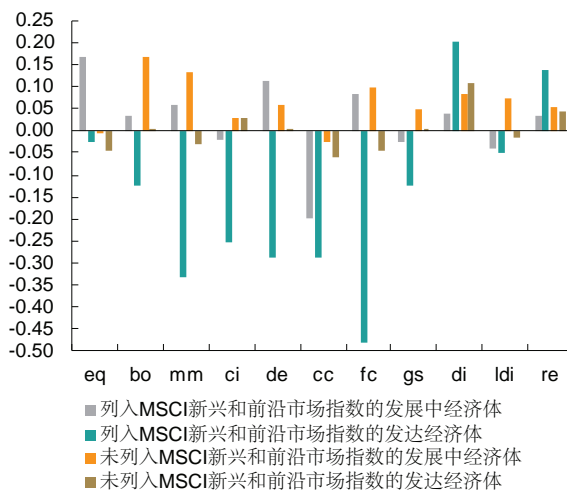
注：“列入MSCI新兴和前沿市场指数的发展中经济体”包括列入Fernandez et al., 2016和MSCI新兴和前沿市场指数的31个发展中经济体；“列入MSCI新兴和前沿市场指数的发达经济体”包括列入该指数和Fernandez et al., 2016的六个发达国家；“未列入MSCI新兴和前沿市场指数的发展中经济体”包括30个经济体(阿尔及利亚、安哥拉、多民族玻利维亚国、文莱达鲁萨兰国、布基纳法索、哥斯达黎加、科特迪瓦、多米尼加共和国、厄瓜多尔、萨尔瓦多、斯威士兰、埃塞俄比亚、加纳、危地马拉、伊朗伊斯兰共和国、牙买加、缅甸、尼加拉瓜、巴拿马、巴拉圭、沙特阿拉伯、新加坡、多哥、乌干达、坦桑尼亚联合共和国、乌拉圭、委内瑞拉玻利瓦尔共和国、也门、赞比亚、香港(中国))；“未列入MSCI新兴和前沿市场指数的发达经济体”包括26个经济体(澳大利亚、奥地利、比利时、保加利亚、加拿大、塞浦路斯、丹麦、芬兰、法国、德国、冰岛、爱尔兰、以色列、意大利、日本、拉脱维亚、马耳他、荷兰、新西兰、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、英国、美国)。国家组数字为未加权平均数。mm = 货币市场工具(期限为1年或以下的债务工具)；bo = 债券(期限为1年以上的债务工具)；eq = 股权；ci = 集体投资；de = 衍生品；re = 房地产；fc = 金融信贷；cc = 商业信贷；gs = 抵押和担保；di = 直接投资；ldi = 直接投资的清算。

后时期，其增长速度比没有监管跨境金融的国家要快(Ghosh et al., 2017)。

另一个方面与关于资本管制的新福利经济学的发展有关(Jeanne and Korinek, 2010; Korinek, 2011)。这种学说支持临时资本账户监管，认为这么做可以通过调整资本流动的私人成本和社会成本，将外部性内在化，从而纠正市场失灵，恢复有效的市场均衡。<sup>49</sup>从这个角度来看，资本管制并不被认为会扰乱市场，而是会让市场更好地运转。<sup>50</sup>

有人特别建议，应反周期地使用资本管制，尤其是在经济繁荣时期限制资本流入，并通过资本管制使资本流入转向波动较小的资产类别，如外国直接投资(例如Jeanne and Korinek,

图5.9 资本流入管制观察比例的变化，按资产类别和选定国家组分列，1995-2004年和2009-2016年



资料来源：见图5.8。

注：见图5.8。

2010; Benigno et al., 2016; Erten and Ocampo, 2017; Ghosh et al., 2017)。接下来的问题是，发展中国家在何种程度上使用了资本管制，其效力如何。

按资产类别和流动方向对资本管制进行调查研究，并按国家类组和1995-2016期间汇总，结果表明，那些列入国际私人 and 机构投资者常用的指数(如MSCI新兴和前沿市场指数)的发达国家和发展中国家，比未列入这类指数的国家更多采用资本流入管制；而且对绝大多数资产类别都是如此(图5.8)。<sup>51</sup>这表明，所有这些国家的决策者都利用资本管制来处理宏观经济和金融的脆弱性问题。此外，除房地产之外，这些国家的资本管制在通常与证券投资相关的类别中最为普遍——如股票、衍生品、债券和货币市场工具。除了房地产领域，资本管制在发展中国家比在发达国家更为普遍，不管这些国家是否被纳入MSCI新兴和前沿市场指数，这或许反映出它们特别容易受到全球金融周期的影响。

同样有意思的是，从2005年资本管制使用减少之前(Fernandez et al., 2016)到全球金融危机之后的这段时期，MSCI新兴和前沿市场指数所包含国家按资产类别分列的资本管制普遍程度的变化与其他国家有很大不同(图5.9)。



列入 MSCI 新兴和前沿市场指数的发展中国家加大了对资本流入的普遍管制，特别是对股票和衍生品的管制，而其他发展中国家则侧重于债券和货币市场工具。同样，这可能与发展中国家被纳入国际私人 and 机构投资者投资组合的方式密切相关。

为了补充基于低频性质公开数据的证据，一些国别研究使用了专门构建的高频数据。两项此类研究发现，资本账户自由化的趋势依然不变，大多数发展中国家很少改变资本管制，而是优先考虑货币政策调整、宏观审慎措施、汇率调整 and 外汇市场干预，以应对资本流动周期 (Ghosh et al., 2017; Gupta and Masetti, 2018)。然而，汇率升值以及货币和财政政策收紧有可能造成通货紧缩的宏观经济环境，对投资和发展产生不利影响。

研究发现，巴西在调整其管制措施以应对资本流入激增方面特别活跃，在全球金融危机之前和金融危机之后全球流动性充裕的环境中都进行了调整；印度尼西亚和菲律宾也在这些时期实施或收紧了对资金流入的管制 (Ghosh et al., 2017)。另一项研究补充称，大韩民国也大幅收紧了对资本流入的管制，而智利和南非没有将资本管制用作反周期政策工具，尽管它们面临着类似的资本流入激增 (Gallagher, 2015)。这表明各国特有的因素普遍影响着反周期地使用资本管制的意愿，下文将就此作进一步讨论。

对资本管制有效性的各种评估表明，这些措施取得了部分成功。<sup>52</sup> 例如，那些监管资本流动的国家在全球金融危机期间遭受的冲击最小，在危机后时期，其增长速度比没有监管跨境资金的国家更快 (Ghosh et al., 2017)。此外，一项经常被引用的以近 40 项资本管制实证研究为基础的“元研究”表明，对资本流入的管制“似乎 [通过在国内和国际利率之间引入楔子] 使货币政策更加独立，并改变了资本流动的构成，[使其流向波动较小的类别]；关于它们降低了实际汇率 [升值压力] 的证据较少”，而且资本管制似乎对流入量影响不大 (Magud et al., 2018: 3-4)。

资本管制有效性的变化可能取决于相关的结构、宏观经济和体制因素。例如，针对具体国家的体制安排突出表明，普遍难以对短期资本和外国直接投资作出区分。<sup>53</sup> 此外，相对于资本收益或国际投资者预期从汇率变化和利率差中获得的回报变化，监管带来的限制可能力度太弱，尤其是在发达经济体缺乏对资本外流的管制的情况下。

## 5. 政策影响

资本账户自由化使私人资本流动成为日益重要的外部融资来源。这导致发展中国家更容易受到全球金融周期的影响，资本流动的内在波动性往往会扩大宏观经济失衡，造成金融脆弱性，损害货币独立性。在当前国际货币和金融体系的结构下，为了应对这些趋势，发展中国家通过积累对外资产 (通常以美元计价短期债券的形式) 作为自我保险，以防止资本流动突然逆转和 (或) 遏制其不利影响。然而，为防范高风险对外负债而持有的安全对外资产之间的收益差额造成了从发展中国家向发达国家的资源转移，在 2000-2018 年期间，本章所审查的 16 个发展中国家每年的转移额约为 4,400 亿美元，相当于这些国家国内生产总值的 2.2%。<sup>54</sup>

除了估值变化的影响之外，造成这种资源转移的收益差额大多是因为发展中国家货币在国际货币体系中处于较低的地位，迫使它们对本国持有的资产提供溢价。这些都是国际货币和金融架构的系统性问题，应该照此解决。创建一个发展中国家资产类别并调动更多私营部门参与将加剧这些问题。

应对这些系统性问题的一个重要对策是，承认资本管制是宏观经济政策工具包的重要组成部分。这将使它们成为对跨境金融的全面和持续的监管，而不仅仅是临时性的针对少数目标的措施。这也将有助于它们的使用，因为国内和国际宏观经济和金融条件的变化要求以反周期方式调节资本流量及其构成，包括旨在减少对外资产总量和对外负债总量之间货币、流动性和投资类别的不匹配，这是本节强调的资源转移问题的核心。

国际货币基金组织的新观点是朝着正确方向迈出的一步（另见 Gallagher and Ocampo, 2013）。<sup>55</sup> 这种观点基于多边共识，承认资本账户自由化应该循序渐进，而不是在任何时候对所有国家一刀切。这种观点还承认，资本管制是政策工具包的合理组成部分，指出资本流动除了潜在利益之外，还有风险，并且“没有任何假设认为全面自由化在任何时候对所有国家而言都是适当的目标”（IMF, 2012: 13）。

然而，如果资本管制仅被视为“最后手段”，即在积累储备、让货币升值和收紧财政政策等宏观经济调整措施之后使用，便实际上保留了资本账户自由化作为一项政策目标。这么做未能承认资本账户自由化和增长之间缺乏强有力的相关性，特别是在发展中国家，而且还淡化了资本管制和审慎政策之间的部分重叠和相互强化。最重要的是，发展中国家需要多种没有先决条件的工具供其使用。这些工具应将确保经济增长和可持续宏观经济和外部条件的宏观经济政策，与审慎的政策、全面和持久的资本管制和其他监管措施（如对外汇衍生品的监管）相结合，使国内状况免受外部产生的不稳定压力。<sup>56</sup> 这种绝缘措施，包括资本管制，需要因国而异，由一国金融开放的性质和程度及其金融体系的体制结构决定。

许多发展中国家目前缺乏有效监测资本管制所需的机构设置。它们还可能担心，采取资本管制措施可能被国际金融市场视为一个信号，表明一个经济体的根本问题比预期的更严重（Gupta and Masetti, 2018）。相比之下，制定立法规定全面和长期的资本管制，使决策者能够迅速采取行动，避免冗长的辩论和程序，特别是在资本流入激增时，这时宏观经济和金融的脆弱性最大，反对监管的政治力量往往也最强。<sup>57</sup> 有两个因素可以极大地促进政策制定者在这方面的任务：（1）获得国内经济主体（如出口商）的支持，他们对有竞争力的汇率比对获得全球融资更感兴趣<sup>58</sup>；并获得公众的支持，他们可能对本国和其他发展中国家过去资本流动荣枯周期的不利影响有集体记忆；（2）在审慎措施的

背景下设计资本管制，例如将其纳入关于资本管制的新福利经济学和关于宏观审慎监管必要性的已经获得接受的话语中。这可以安抚基金组织和世贸组织等全球经济治理机构以及国际金融市场的决策者，从而减轻对控制资本流入将阻碍长期进入国际资本市场的担忧，特别是对长期经常账户逆差国家而言。<sup>59</sup>

为了提高这些国内政策的效力，国际级别的两项措施似乎是不可或缺的。首先，决策者使用资本管制的力量要求将资本账户管理排除在区域和双边贸易和投资协定的范围之外，或者至少在这类协定中设置保障条款，赋予各国监管资本流动的权利而不会违背其合同承诺。加上发展中国家更多地利用世贸组织协定中关于审慎措施的现有例外，这种保障条款将大大便利将资本管制作为普通政策工具来使用。<sup>60</sup>

第二，如果资本流动在两端都得到控制，资本管制将会更加有效。这可以通过多边认可具体的合作机制来实现，正如凯恩斯和怀特在构建布雷顿森林体系时所设想的那样（Helleiner, 2015）。<sup>61</sup> 这种机制将特别有助于要么因为缺乏机构能力，要么因为贸易和投资协定等法律限制而在实施资本管制方面能力有限的接收国。来源国政府或许有动力通过引导信贷转向其经济中的生产性投资，并防止货币刺激流入国外金融投资，来监管资本外流，从而提高宽松货币政策的效力。此外，监管资本外流将遏制接受国潜在金融危机对来源国具有系统重要性的金融机构造成损害，特别是一旦国际社会承认法定债务重组是解决危机、在债权人和债务人之间分担负担的合法工具时。最后，协调资本管制或许能够在两端限制水平都相对较低的情况下实现资本流动减少到某种程度，而不是在一端实行更严格的管制（Ghosh et al., 2017）。这种协调可能建立在《巴塞尔协议三》就适用逆周期资本缓冲规定的互惠性原则基础上，但也可能产生于B节所讨论关于遏制“不良”资金流动的概念的扩展。如果人们认识到这种变化对于实现可持续发展目标可能至关重要，这可能为实施这些变化提供额外的动力。 ■

## 注

- 1 避税港不仅提供高度优惠的税收制度，还往往擅长金融保密，这为非法资金流动提供了便利。
- 2 与跨国企业相关的出于税收动机的非法资金流动主要涉及违背法律精神但不一定违背法律条文的税收计划，因此有时被称为“恶意税收筹划”或“避税”。这与属于非法的逃税和骗税行为不同。然而，在实践中，合法与非法之间的界限往往模糊不清。跨国企业出于税收动机的非法资金流动主要分为三大类：(1) 操纵集团内的服务或货物进出口价格，通常称为贸易错误定价；(2) 过度减让集团内利息，也称为资本弱化；(3) 将无形资产放在战略位置。《2014年贸发报告》详细讨论了与此类非法资金流动相关的关键概念及其机制。Shaxson (2019)讨论了非法资金流动和企业避税的各种定义，以及围绕避税、逃税等概念的灰色区域。
- 3 正如Cobham和Janský(2018: 221)承认的那样：“只有当跨国企业的国别报告数据公开时，才有可能实现[……]真正的突破”。
- 4 该数字指的是联合国分组类别，而不是这些作者所指的经合组织分组类别。它基于Tørsløv et al. (2018: Online table C4d)。
- 5 但是Forstater(2015)对于政府通过解决非法资金流动问题能够获得多少收入表示普遍怀疑。
- 6 经合组织/二十国集团BEPS包容性框架关于其任务进展现状的一份报告，涵盖期为2017年7月至2018年6月，可查阅<http://www.oecd.org/tax/beps/inclusive-framework-on-beps-progress-report-july-2017-june-2018.pdf>(2019年7月3日访问)。此外，也可以通过《安永全球税务简报》中的文章跟踪与BEPS项目相关的快速发展——可查阅：<https://www.ey.com/gl/en/services/tax/oecd-base-erosion-and-profit-shifting-project>(2019年7月3日访问)。
- 7 最新名单见<http://www.oecd.org/tax/transparency/AEOI-commitments.pdf>(2019年7月3日访问)。
- 8 采取这一措施还意味着全球论坛需要转变，这是2000年创建的一个多边组织，2009年其成员数目扩大，加入了一些发展中国家，包括小型的低税收管辖区。2019年6月全球论坛的成员有154个国家，其目标是：(1) 对成员执行透明度和信息交流标准的承诺的遵守情况进行同行
- 9 审评；(2) 建立一个公平的竞争环境，包括在尚未加入该框架的成员之间建立公平的竞争环境。
- 9 由于针对2016纳税年度的税务审计于2018年开始，未来几年将需要进一步的证据来评估这些措施的影响。
- 10 进一步评估详情见国际企业税收改革独立委员会(2019a: Box 1)。联合国国际税务合作专家委员会采取了若干举措来解决发展中国家的具体关切；关于委员会及其出版物的信息可查阅<https://www.un.org/esa/ffd/ffd-follow-up/tax-committee.html>(2019年7月3日访问)。
- 11 在国家和私人投资者之间针对税收相关措施的仲裁争端日益增加的背景下，Uribe和Montes(2019年)分析了国际投资协定中的例外条款及其在将国际投资协定的保护和争端解决条款仅限于非税收相关申诉方面的效力。他们发现，即使在国际投资协定包括税收例外条款的情况下，投资者与国家间争端解决(ISDS)法庭也审查了各国采取的税收措施，在某些情况下，甚至认定国内税收措施违反了协定规定的国家义务。
- 12 BEPS项目下最初以“无影响”为基础讨论的不具约束力的原则最后甚至对尚未完全赞同这些原则的国家也具有约束力，关于具体案例的讨论见Beyer, 2018和Victor, 即将出版。
- 13 经合组织(2015b)认为，避税造成的收入损失可能高达全球企业税收收入的10%。基金组织(2019: 11)的粗略计算表明，假设初始平均税率为25%(大致等同于发达国家自2005年以来的水平(图5.1))，这大约相当于法定企业所得税税率降低了2.5个百分点。然而，与更早期相比，便会发现避税只相当于2000年以来法定税率下调的一小部分。由于标准税收竞争(主要表现在法定企业税率下调)在这个期限之前就早已开始，如果从更早期开始估算，数值可能更大。1985年至2018年，全球平均法定企业税率下降了一半以上，从49%降至24%(Tørsløv et al., 2018)。如果假设初始税率约为50%(对照此期间观察到的25个百分点(的降幅)，税率每减少5个百分点相当于初始税率降低10%)，减少的企业税收收入将是避税所造成收入损失的5倍左右。然而，这一估算可能是一个较低的基准，因为许多跨国企业获得了特殊的税收优惠，从而进一步降低了有效的企业税率。

- 14 为查明哪些司法管辖区没有在令人满意地执行商定的国际标准方面取得足够进展制订客观标准，可以让各国在此基础上采取“防御性措施”(TDR 2014: 177)。更普遍而言，若干发达国家，甚至是这些国家内的一些地方，与较为传统的避税港有一些共同的关键特征，而这些经济体中一些经济实力强大的居民则是非法资金流动的主要受益者(Rodrik, 2014); Akhtar和Grondona(2019)近期对避税港名单作了批判性评估。
- 15 公式化分配是依据在所涉税务管辖区内的销售、资产或员工比例等要素，将跨国企业及其所有关联公司和子公司获得的全球利润总额分配给该企业设有应税实体的一个特定税务管辖区的方法。在这种情况下，根据国别报告将所有关联公司的账户在公司集团层面进行合并，以生成一个单一的税基，按公式化原则在各辖区之间进行分摊。
- 16 《减税和就业法案》还包含三项与BEPS有关的条款：对过去的离岸积累征税、对未来的离岸积累征税和对相关方的税基侵蚀款项征税(Avi-Yonah, 2017)。
- 17 四项BEPS最低标准系指：关于有害税收做法的行动5、关于违约问题的行动6、关于国别报告的行动13和关于争议解决的行动14。
- 18 见英国税务海关总署，“Factsheet on HMRC and multinational corporations”，2016年2月9日。可查阅<https://www.gov.uk/government/news/factsheet-on-hmrc-and-multinational-corporations>(2019年7月3日访问)。
- 19 见澳大利亚政府，“Diverted profits tax”，2018年9月26日。可查阅<https://www.ato.gov.au/general/new-legislation/in-detail/direct-taxes/income-tax-for-businesses/diverted-profits-tax/?=redirected>(2019年7月3日访问)。
- 20 第六种方法是一种额外的转让定价方法，不同于1995年《经合组织转让定价指南》建议的其他五种转让定价方法。它适用于初级商品，因为它将转让定价估值与市场报价(通常是期货价格)进行比较，以确定独立交易价格，而不是允许与不相关方之间商定的交易和价格进行比较。
- 21 除了重新谈判双边税务条约，另一种办法是修改经合组织的评注，这些评注附在《经合组织公约范本》之后，有助于税务条约，包括非经合组织成员国之间的一些条约的解释和适用。
- 22 虽然数字技术的使用可以改善税收合规性和税款征收、支持非正规经济的正规化，从而加强国内资源调动，但本节侧重于数字化带来的国际税收框架的变革需求。
- 23 Banga(2019)确定了49种数字化产品——主要涉及电影、音乐、印刷品、软件和视频游戏——并估算了2017年这些产品的电子传送额，方法是假设1998-2010年期间这些产品的实物贸易平均年增长率(即每年8%)在2011-2017年期间得到保持而不是下降(据称下降是由于实物贸易被电子传送所取代)，得出这种情况下应有的实物贸易额，再与实际的实物贸易额进行比较计算差额。计算收入短缺的方式则是，将对这49种产品的实物进口征收的约束关税的简单跨国平均值应用于估计的电子传送额。
- 24 关于这两种方法的详细讨论，见KPMG, 2017和OECD, 2017。
- 25 另外两个选项是：用户参与办法，主要针对社交媒体平台、搜索引擎和在线市场；营销型无形资产办法，强调品牌和商号，以及来自针对市场管辖区内客户和用户的活动的客户数据、客户关系和客户名单(Committee of Experts on International Cooperation in Tax Matters, 2017, 2019; Li, 2017; OECD, 2019b)。
- 26 例如，下文讨论的单边措施意味着，独立于公司的实体存在来分配征税权和收入规则，使利润分割脱离独立交易原则，并将用户参与视为价值创造的一部分。
- 27 诺贝尔奖得主、前世界银行首席经济学家保罗·罗默最近不仅支持通过这种税收措施来创造收入，还建议可以采取累进税率，公司越大，税率越高，以限制其规模。这将有助于新公司进入市场，增加消费者的选择，并遏制这一过程中的垄断趋势。见Romer, 2019。
- 28 关于后一种关切，美国注册会计师协会(2019)认为，基于总收入的数字税超出了税收条约的范围，因此不能免除双重征税；这项研究还讨论了对数字化经济临时单边收税的其他一系列反对意见。
- 29 这些数字是根据2017年对美元的平均汇率计算的(来自国际货币基金组织，国际金融统计)。
- 30 这些数字是根据2017年利用中值变量估算的人口(来自《联合国世界人口展望》)和2017年使用互联网的人数百分比(来自国际电信联盟，<https://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Pages/stat/default.aspx>)计算的各个国家的数字总和。
- 31 资本流动是指国际收支中的金融账户。私人资本流动不包括储备资产和其他官方投资流动。净资本流动即资本流入(即非居民购买国内资

- 产，出售此类资产并汇回收益被定义为负流入)与资本流出(即居民，包括常驻的外国公司和国内居民个人购买外国资产，出售此类资产并汇回收益被定义为负流出)之间的差额。必需将净流入与说明净负债流量的总流入区分开来。这里仅偶尔使用“总流量”一词，因为无法通过它界定流动是来自非居民(产生负债流动)还是居民(反映为资产流动)。有关定义另请参见Ghosh et al., 2017: 11-12。
- 32 该数字反映了Chinn-Ito指数(Chinn and Ito, 2006)，这是一个金融全球化指标，从基金组织《关于外汇安排和外汇限制的年度报告》中有关经常账户和资本账户交易法规的二进制编码摘要的主要成分分析中获得。该指数不区分流入和流出限制，但涵盖的国家范围广、时间长，并定期更新。
- 33 关于资本流动对发展中国家宏观经济管理和金融稳定之影响的更详细讨论见《2014年贸发报告》。另见Akyüz, 2017; Erten and Ocampo, 2017; 以及Ghosh et al., 2017。
- 34 另一个例子是大韩民国，在全球金融危机之前，该国的经常账户呈顺差，外国资产净头寸为正。然而，该国国际投资头寸的部门结构含有企业和银行部门的巨额净负债头寸，这种头寸受到全球金融危机的严重不利影响，而官方部门的投资净正头寸仅部分抵消了这种影响(Avdjiev et al., 2015)。
- 35 关于用于估计外国资产和负债总额头寸的方法和假设，见Lane and Milesi-Ferretti, 2018。
- 36 借来的意思是它们对应着某种形式的对外负债的增加，这些都会产生外向的收入转移。
- 37 发展中国家感受到这种自我保险的必要性，因为在困难时期难以获得国际流动性(*TDR 2015*)。
- 38 在解读这些数字时应认识到，外国直接投资和证券股权之间的区别有些随意，外国直接投资统计数据将留存收益视为再投资，将母公司与外国子公司之间的贷款和预付款视为直接股权而非债务，尽管无法确定实际情况是否如此(Akyüz, 2017)。还有人发现(Damgaard and Elkjaer, 2017)，全球外国直接投资头寸的近40%是通过公司空壳进行的金融投资，并不涉及实体活动。
- 39 本段和下一段关于双边外国直接投资的数据均来自贸发会议数据库。
- 40 风险资产包括直接投资和股权债权；安全资产是储备资产、银行贷款和债务工具。
- 41 例如，土耳其(整个期间)和大韩民国(自2010年以来)都不是这种情况，这两个国家都是经合组织成员。
- 42 人民币最近也开始在国际上发挥一些作用(*TDR 2015*)。
- 43 计算遵循了Akyüz(2018)提出的方法。
- 44 资产价格和汇率变化是决定总回报差额(表5.3)和收益率差额(表5.2)之间国别差异的估值效应的驱动因素，对这两者的相对重要性和复杂的相互作用的分析超出了本章的范围。汇率变化的估值效应在各国之间有很大差异，这取决于各国对外资产和对外负债头寸的货币构成以及由此产生的净外币头寸(即以外币持有的总资产减去总负债)。资产价格变化将受到股权和债务类别的相对份额，以及政府债券相对于企业债务和资产抵押证券在总债务中的相对权重的影响。Gourinchas et al.(2012)就债务和股权头寸的货币构成提出了一些强有力的假设，讨论了资产价格和汇率变化之间的相互作用对少量国家在2007年第三季度全球金融危机开始后的四个季度里的估值影响。对于同时被纳入两个样本的国家，Gourinchas et al.(2012)关于发达国家的调查结果反映在表5.3中的2008-2009年数字中；它们与发展中国家的情况略有不同，很可能是因为本章使用了较长的时间期限和年度数据，而且2007-2009年发展中国家的资产价格和汇率波动特别剧烈，因此季度和年度数据之间存在巨大差异。
- 45 这一结果与Adler和Garcia-Macia(2018)的研究结果一致，他们分析了1990-2015年期间的52个经济体，发现发展中国家的总回报率比发达国家低5个百分点。这也与Akyüz(2018)的研究结果一致，他分析了2000-2016年期间的9个新兴经济体，发现回报率相差7个百分点。除了数据来自不同时期的影响之外，这个数字较大可能是由于俄罗斯联邦被纳入新兴经济体集团，而该国的负收益率差额往往大大超过表5.2和表5.3所列的每个发展中国家的负收益率差额。
- 46 Adler和Garcia-Macia(2018)还发现，资产价格的变化，而不是汇率变动，占发展中国家资本收益和损失的重要部分。
- 47 目前发展中国家的机构投资水平不高，这是建议进行政策和结构改革(以便创造更有利的投资环境，建立私人部门的信心，确保引导私人资本从发达国家流向发展中国家)的核心原因，这也解释了为何缺乏机构投资增加所产生的影响的国别证据。

- 48 然而，仍然存在不同意见。例如，时任墨西哥银行行长、前基金组织副总裁奥古斯丁·卡斯滕斯在2015年表示：“我只有8秒钟时间谈论资本管制。我不需要更多时间：它们不起作用，我不会使用资本管制，我不会推荐使用资本管制”。可查阅<https://www.imf.org/external/mmedia/view.aspx?vid=4176918093001>(2019年7月4日访问)。此外，经合组织依然认为资本管制的效力不确定，并认为使用资本管制并不可取。该组织建议依靠结构性改革和宏观经济政策，包括让汇率升值和收紧财政政策，并认为资本“管制最好被视为最后手段和[一项]临时解决办法，而且最好应接受多边监督，比如在经合组织《资本流动自由化通则》所创建的框架内进行监督”(OECD, 2011: 289)。
- 49 关于对该文献的评论，见Erten et al., 即将出版。
- 50 资本管制通常在经济上等同于宏观审慎措施，其使用得到广泛支持(Ostry et al., 2012; Forbes, 2019)。资本管制对非居民作区别对待，并以资本流动本身为目标，即资本管制旨在管理资本的跨境流动量和(或)改变其构成，转向风险较低的资本形式。宏观审慎措施适用于受监管的金融机构，旨在遏制资本流入对国内金融体系稳定性的不利影响。这两类措施会相互重叠，例如，当它们涉及资金要求和货币错配限额时。然而，相比之下，这两种工具都没有完全涵盖外汇衍生工具，一种越来越多地用于金融市场发达的发展中国家的资本流动类别，对此下文作了进一步讨论。审慎监管只涵盖常驻金融机构的资产负债表，但不涵盖非居民投资者或常驻非金融投资者的外汇业务。与此同时，资本管制仅涵盖跨境交易，而不涵盖国内市场的外汇业务(Prates and Fritz, 2016)。
- 51 应该指出，图中所示的数字表示存在限制，但没有说明限制的强度。因此，数字只是说明普遍趋势，但无法捕捉资本管制使用的周期性变化。关于资本管制使用的基于变化的计量数据(例如Gallagher, 2015; Ghosh et al., 2017; Gupta and Masetti, 2018)不是仅覆盖的时间跨度较短，就是仅覆盖少数国家，并且无法公开获取。
- 52 这些评估通常涉及汇率动态、证券组合流入水平、货币政策独立性、通货膨胀、金融波动、以及降低金融脆弱性的具体措施，如银行杠杆、信贷增长、资产泡沫、外汇风险或短期负债。Erten et al., 即将出版的文章详细回顾了关于资本管制有效性的实证研究结果。
- 53 关于一般性困难，Blanchard and Acalin (2016: 1)指出，一些“得到衡量的外国直接投资流动更接近组合债务流动，反映的是美国货币政策条件的短期变动，而不是该国的中期基本面”。例如，巴西的具体法规允许外国投资者购买股票，并允许进行被视为外国直接投资但其实被用于购买债务的公司间贷款(Carvalho and Garcia, 2008)。
- 54 要精确反映这种资源转移的地理位置不仅需要分析此处使用的国家对外资产和对外负债总量，还要分析关于双边头寸和双向流动的综合优质数据。然而，并不存在这种数据。
- 55 基金组织采取的这一举措引人注目，特别是因为在1997年，其成员就是否将资本账户可兑换性纳入《基金组织协定条款》进行了辩论。事实上，这一倡议未能获得足够的支持，因此未获实施，Ghosh et al. (2017: 59)就此指出，不仅发展中国家“怵于正在发生的亚洲金融危机，担心——即使只是过渡性安排——基金组织将利用这一授权迫使不情愿的国家过早自由化”，因而反对这一倡议，美国金融界也担心这将赋予“基金组织过多权力，包括正式认可基金组织所赞成的资本管制的空间”。
- 56 关于贸发会议先前为此发出的呼吁，见《1998年贸发报告》、《2006年贸发报告》以及《2016年贸发报告》；另见UNCTAD, 2012: 31–32。
- 57 这可能至关重要，因为“措施的效力取决于实施管制时的短期资本流动水平”(Magud et al., 2018: 4)。在资金流入激增时，反对资本流入管制的声音可能最大，因为“资金流入激增最初与汇率升值、资产价格上涨和国内生产总值增长相关联；因此，企业、职工和家庭在此时期可以购买更多的商品和服务，因资产价格上涨而感觉更加富有，并看到经济正在增长”(Gallagher, 2015: 102–103)。
- 58 例如，如本报告第六章所述，可以通过增强开发银行来帮助实现与国际资本无关的发展资金来源的多样化。例如，Prates and Fritz(2016)认为，出口商广泛支持巴西决策者对资本流入的监管，因为他们可以从商业银行和巴西国家开发银行同时获得补贴信贷。
- 59 一个例子是监管银行的外币交易。这种监管在应用于银行时，可被视为宏观审慎措施，但同时也是一种资本管制形式，因为它将适用于与外国人的大多数交易，但不适用于国内主体之间的交易，即按居住地区别对待。鉴于套利交易和外汇衍生品在资本流动中承担重要角色，这种监管可大幅降低资本流入水平。

- 60 许多贸易和投资协定，特别是与美国的贸易和投资协定，都禁止采用资本管制，除非在非常特殊的情况(进一步讨论见Gallagher et al., 2019)。经合组织和欧洲联盟的成员也不可采取资本管制(例如，Ghosh et al., 2017: 386)。
- 61 最后商定的安排仅限于单方面行动，并允许基金组织每个成员有权管制所有资本流动，而无需基金组织的批准，只要管制措施不限制经常账户交易的支付。

## 参考文献

- Abraham F and Schmukler SL (2018). Financial globalization: A glass half empty? In: Beck T and Levine R, eds. *Handbook of Finance and Development*. Edward Elgar, Cheltenham: 338–368.
- Adler G and Garcia-Macia D (2018). The stabilizing role of net foreign asset returns. Working Paper No. 18/79. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/04/06/The-Stabilizing-Role-of-Net-Foreign-Asset>Returns-45748> (accessed 2 July 2019).
- AICPA (Association of International Certified Professional Accountants) (2019). Taxation of the digitalized economy. Available at <https://www.aicpa.org/content/dam/aicpa/advocacy/tax/downloadabledocuments/201810-taxation-of-the-digitalized-economy.pdf> (accessed 2 July 2019).
- Akhtar J and Grondona V (2019). Tax haven listing in multiples hues: Blind, winking or conniving? Research Paper 94. South Centre. Available at [https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2019/04/RP94\\_Tax-Haven-Listing-in-Multiple-Hues-Blind-Winking-or-Conniving\\_EN.pdf](https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2019/04/RP94_Tax-Haven-Listing-in-Multiple-Hues-Blind-Winking-or-Conniving_EN.pdf) (accessed 2 July 2019).
- Akyüz Y (2017). *Playing with Fire: Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*. Oxford University Press, Oxford.
- Akyüz Y (2018). External balance sheets of emerging economies: Low-yielding assets, high-yielding liabilities. Working Paper No. 476. Political Economy Research Institute. Available at <https://www.peri.umass.edu/publication/item/1136-external-balance-sheets-of-emerging-economies-low-yielding-assets-high-yielding-liabilities> (accessed 2 July 2019).
- Andrade RP and Prates DM (2013). Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. *Journal of Post Keynesian Economics*. 35(3):399–416.
- Avdjiev S, McCauley RN and Shin HS (2015). Breaking free of the triple coincidence in international finance. Working Papers No. 524. Bank for International Settlements.
- Avi-Yonah RS (2017). The triumph of BEPS: US Tax reform and the single tax principle. Research Paper No. 579. University of Michigan Public Law. Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3081523> (accessed 2 July 2019).
- Banga R (2019). Growing trade in electronic transmissions: Implications for the South. Research Paper No. 29. UNCTAD/SER.RP/2019/1. United Nations Conference on Trade and Development. Available at <https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2356> (accessed 2 July 2019).
- Benigno G, Chen H, Otrok C, Rebucci A and Young ER (2016). Optimal capital controls and exchange rate policies: A pecuniary externality perspective. *Journal of Monetary Economics*. 84:147–165.
- BEPS Monitoring Group (2018). Submission to the International Monetary Fund: Analysis of international corporate taxation. 18 December. Available at <https://static1.squarespace.com/static/5a64c4f39f8dceb7a9159745/t/5c19432470a6adbb26cd4317/1545159465605/BMG+to+IMF+on+Corporate+Taxation+final.pdf> (accessed 2 July 2019).
- Beyer V (2018). Income tax and nondiscrimination in the GATT. *Journal of International Economic Law*. 21(3):547–566.
- Blanchard O and Acalin J (2016). What does measured FDI actually measure? Policy Brief 16–17. Peterson Institute for International Economics. Available at <https://piie.com/system/files/documents/pb16-17.pdf> (accessed 2 July 2019).
- Bloomberg Tax* (2019). France poised to tax tech companies' digital ads, resale of data. 5 March. Available at <https://news.bloombergtax.com/daily-tax-report-international/france-poised-to-tax-tech-companies-digital-ads-resale-of-data> (accessed 10 July 2019).
- Burgers I and Mosquera Valderrama I (2017). Corporate taxation and BEPS: A fair slice for developing countries? *Erasmus Law Review*. 10 (1):29–47.
- Carvalho BS and Garcia MGP (2008). Ineffective controls

- on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties. In: Edwards S and Garcia MGP, eds. *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets*. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA: 29–96.
- Chinn MD and Ito H (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economics*. 81(1):163–192.
- Cobham A and Janský P (2018). Global distribution of revenue loss from corporate tax avoidance: Re-estimation and country results. *Journal of International Development*. 30(2):206–232.
- Cohen BJ (1998). *The Geography of Money*. Cornell University Press. Ithaca, NY.
- Committee of Experts on International Cooperation in Tax Matters (2017). Tax challenges in the digitalized economy. Document E/C.18/2017/CRP.12. 11 October. United Nations. Available at [https://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2017/10/15STM\\_CRP22\\_-Digital-Economy.pdf](https://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2017/10/15STM_CRP22_-Digital-Economy.pdf) (accessed 2 July 2019).
- Committee of Experts on International Cooperation in Tax Matters (2019). Tax issues related to the digitalization of the economy: Report. Document E/C.18/2019/CRP.12. 5 April. United Nations. Available at [https://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2019/04/18STM\\_CRP12-Work-on-taxation-issues-digitalization.pdf](https://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2019/04/18STM_CRP12-Work-on-taxation-issues-digitalization.pdf) (accessed 2 July 2019).
- Damgaard J and Elkjaer T (2017). The global FDI network: Searching for ultimate investors. Working Paper 17/258. International Monetary Fund.
- Della Croce R, Stewart F and Yermo J (2011). Promoting longer-term investment by institutional investors: Selected issues and policies. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 1:145–164.
- Dharmapala D (2014). What do we know about base erosion and profit shifting? A review of the empirical literature. Working Paper No. 4612. Center for Economic Studies and Ifo Institute (CESifo).
- Du W and Schreger J (2016). Local currency sovereign risk. *Journal of Finance*. 71(3):1027–1070.
- Eichengreen B and Gupta P (2018). Managing sudden stops. In: Mendoza EG, Pastén E and Saravia D, eds. *Monetary Policy and Global Spillovers: Mechanisms, Effects and Policy Measures*. Central Bank of Chile. Santiago de Chile: 9–47.
- EPG-GFG (2018). *Making the Global Financial System Work for All: Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance*. October. Available at <https://www.globalfinancialgovernance.org> (accessed 2 July 2019).
- Erten B and Ocampo JA (2017). Macroeconomic effects of capital account regulations. *IMF Economic Review*. 65(2):193–240.
- Erten B, Korinek A and Ocampo JA (forthcoming). Capital controls: Theory and evidence. *Journal of Economic Literature*. Available at <https://docs.google.com/viewer?a=v&pid=sites&srcid=ZGVmYXVsdGRvbWFpbnxlcnRlbnJpbGdlfGd4OjJmYTc2NzAyNj-g1YWE5OTk> (accessed 10 July 2019).
- European Commission (2018). Fair taxation of the digital economy. 21 March. Available at [https://ec.europa.eu/taxation\\_customs/business/company-tax/fair-taxation-digital-economy\\_en](https://ec.europa.eu/taxation_customs/business/company-tax/fair-taxation-digital-economy_en) (accessed 10 July 2019).
- EY (2019). Global Tax Alert: Indian Tax Administration invites public comments on proposal to amend rules on profit attribution to permanent establishment. 1 May. Available at [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Indian\\_Tax\\_Administration\\_invites\\_public\\_comments\\_on\\_proposal\\_to\\_amend\\_rules\\_on\\_profit\\_attribution\\_to\\_permanent\\_establishment/\\$FILE/2019G\\_001978-19Gbl\\_TP\\_India%20-%20Proposal%20to%20amend%20PE%20profit%20attrib%20rules.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Indian_Tax_Administration_invites_public_comments_on_proposal_to_amend_rules_on_profit_attribution_to_permanent_establishment/$FILE/2019G_001978-19Gbl_TP_India%20-%20Proposal%20to%20amend%20PE%20profit%20attrib%20rules.pdf) (accessed 2 July 2019).
- Fernandez A, Klein MW, Rebucci A, Schindler M and Uribe M (2016). Capital control measures: A new dataset. *IMF Economic Review*. 64(3):548–574. 2019 update of dataset available at <http://www.columbia.edu/~mu2166/fkrsu/> (accessed 2 July 2019).
- Forbes KJ (2019). Macroprudential policy: What we’ve learned, don’t know and need to do. *American Economic Review, Papers and Proceedings*. 109:470–475.
- Forstater M (2015). Can stopping “tax dodging” by multinational enterprises close the gap in development finance? Policy Paper 069. Center for Global Development. Available at <https://www.cgdev.org/publication/can-stopping-tax-dodging-multinational-enterprises-close-gap-development-finance> (accessed 2 July 2019).
- Fung S (2017). The questionable legitimacy of the OECD/G20 BEPS project. *Erasmus Law Review*. 10(2):76–88.
- Gallagher KP (2015). *Ruling Capital: Emerging Markets and the Reregulation of Cross-Border Finance*. Cornell University Press. Ithaca, NY.
- Gallagher KP and Ocampo JA (2013). IMF’s new view on capital controls. *Economic & Political Weekly*. 48(12):10–13.
- Gallagher KP, Sklar S and Thrasher R (2019). Quantifying the policy space for regulating capital flows in trade and investment treaties. G-24 Working Paper. Group



- of Twenty Four. Available at [https://www.g24.org/wp-content/uploads/2019/03/Gallagher\\_Capital\\_Flows\\_and\\_Treaties.pdf](https://www.g24.org/wp-content/uploads/2019/03/Gallagher_Capital_Flows_and_Treaties.pdf) (accessed 2 July 2019).
- Ghosh AR, Ostry JD and Qureshi MS (2017). *Taming the Tide of Capital Flows: A Policy Guide*. MIT Press. Cambridge, MA.
- Goldberg LS and Krogstrup S (2018). International capital flow pressures. Working Paper No. 24286. National Bureau of Economic Research.
- Gourinchas PO and Rey H (2014). External adjustment, global imbalances and valuation effects. In: Gopinath G, Helpman E and Rogoff K, eds. *Handbook of International Economics Volume 4*. Elsevier. Amsterdam: 585–645.
- Gourinchas PO, Rey H and Truempler K (2012). The financial crisis and the geography of wealth transfers. *Journal of International Economics*. 88(2):266–283.
- Grondona V (2018). Transfer pricing: Concepts and practices of the “sixth method” in transfer pricing. Tax Cooperation Policy Brief No 2. South Centre. Available at [https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2018/05/TCPB2\\_Transfer-Pricing-Concepts-and-Practices-of-the-%E2%80%98Sixth-Method%E2%80%99-in-Transfer-Pricing\\_EN.pdf](https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2018/05/TCPB2_Transfer-Pricing-Concepts-and-Practices-of-the-%E2%80%98Sixth-Method%E2%80%99-in-Transfer-Pricing_EN.pdf) (accessed 2 July 2019).
- Gupta M and Masetti O (2018). Capital flow measures: Structural or cyclical policy tools? Policy Research Working Paper 8418. World Bank.
- Helleiner E (2015). Controlling capital flows “at both ends”: A neglected (but newly relevant) Keynesian innovation from Bretton Woods. *Challenge*. 58(5):413–427.
- HM Treasury (2018). *Digital Services Tax: Consultation*. November. Available at [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/754975/Digital\\_Services\\_Tax\\_-\\_Consultation\\_Document\\_FINAL\\_PDF.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/754975/Digital_Services_Tax_-_Consultation_Document_FINAL_PDF.pdf) (accessed 10 July 2019).
- ICRICT (2019a). The fight against tax avoidance. BEPS 2.0: What the OECD BEPS process has achieved and what real reform should look like. Independent Commission for the Reform of International Corporate Taxation (ICRICT) and Friedrich Ebert Foundation. Available at [https://static1.squarespace.com/static/5a0c602bf43b5594845abb81/t/5c408a51aa4a999d549c3468/1547733591875/thefightagainsttaxavoidance\\_finalversion.pdf](https://static1.squarespace.com/static/5a0c602bf43b5594845abb81/t/5c408a51aa4a999d549c3468/1547733591875/thefightagainsttaxavoidance_finalversion.pdf) (accessed 2 July 2019).
- ICRICT (2019b). *A Roadmap for a Global Asset Registry: Measuring and Tackling Inequality – Curbing Tax Avoidance, Tax Evasion, Corruption and Illicit Financial Flows*. Independent Commission for the Reform of International Corporate Taxation. Available at <https://www.icrict.com/s/GAR.pdf> (accessed 2 July 2019).
- IMF (2012). The liberalization and management of capital flows: An institutional view. International Monetary Fund. 14 November. Available at <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf> (accessed 2 July 2019).
- IMF (2019). Corporate taxation in the global economy. Policy Paper No. 19/007. International Monetary Fund.
- Jeanne O and Korinek A (2010). Excessive volatility in capital flows: A Pigouvian taxation approach. *American Economic Review*. 100(2):403–407.
- Jeanne O, Subramanian A and Williamson J (2012). *Who Needs to Open the Capital Account?* Peterson Institute for International Economics. Washington, D.C.
- Jones B, Seabrook S, Sciliberto S and Jones G (2018). Taxation of the digital economy: Unilateral measures. *Tax Journal*. 1389:8–13.
- Kaltenbrunner A (2015). A post Keynesian framework of exchange rate determination: A Minskyan approach. *Journal of Post Keynesian Economics*. 38(3):426–448.
- Korinek A (2011). The new economics of prudential capital controls: A research agenda. *IMF Economic Review*. 59(3):523–561.
- KPMG (2017). VAT/GST treatment of cross-border services. KPMG International. Available at <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2017/10/vat-gst-treatment-of-cross-border-services.html> (accessed 10 July 2019).
- Lagarde C (2019). An overhaul of the international tax system can wait no longer. *Financial Times*. 10 March. Available at <https://www.ft.com/content/9c5a1aa4-3ff2-11e9-9499-290979c9807a> (accessed 3 July 2019).
- Lane PR and Milesi-Ferretti GM (2018). The external wealth of nations revisited: International financial integration in the aftermath of the Global Financial Crisis. *IMF Economic Review*. 66(1):189–222.
- Li J (2017). Protecting the tax base in the digital economy. In: Trepelkov A, Tonino H and Halka D, eds. *United Nations Handbook on Selected Issues in Protecting the Tax Base of Developing Countries*. 2nd ed. United Nations. New York: 479–522.
- Magud NE, Reinhart CM and Rogoff KS (2018). Capital controls: Myth and reality – A portfolio balance approach. *Annals of Economics and Finance*. 19(1):1–47.
- Martin J (2018). OECD officials discuss international tax and transfer pricing agenda. *MNE Tax*. 16 October. Available at <https://mnetax.com/oecd-officials-discuss-international-tax-and-transfer-pricing-agenda-30678>

- (accessed 3 July 2019).
- Mosquera Valderrama IJ (2015). Legitimacy and the making of international tax law: The challenges of multilateralism. *World Tax Journal*. 7(3):343–366.
- OECD (2011). Getting the most out of international capital flows. In: *OECD Economic Outlook, No. 89*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris: 287–308. Available at [http://dx.doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2011-1-en](http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2011-1-en) (accessed 2 July 2019).
- OECD (2013a). *Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://dx.doi.org/10.1787/9789264202719-en> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2013b). *Addressing Base Erosion and Profit Shifting*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://dx.doi.org/10.1787/9789264192744-en> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2015a). *Base Erosion and Profit Shifting, 2015 Final Reports*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://dx.doi.org/10.1787/23132612> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2015b). *Measuring and Monitoring BEPS: Action II – Final Report*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://www.oecd.org/ctp/measuring-and-monitoring-beps-action-11-2015-final-report-9789264241343-en.htm> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2015c). *Addressing the Tax Challenges of the Digital Economy, Action 1 – 2015 Final Report*. OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://www.oecd.org/ctp/addressing-the-tax-challenges-of-the-digital-economy-action-1-2015-final-report-9789264241046-en.htm> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2017). *Mechanisms for the Effective Collection of VAT/GST. Where the Supplier Is Not Located in the Jurisdiction of Taxation*. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <https://www.oecd.org/tax/tax-policy/mechanisms-for-the-effective-collection-of-VAT-GST.pdf> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2018). Tax challenges arising from digitalisation – Interim Report 2018: Inclusive framework on BEPS. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <http://www.oecd.org/tax/tax-challenges-arising-from-digitalisation-interim-report-9789264293083-en.htm> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2019a). Tax and digitalisation. Going Digital Policy Note. Organisation for Economic Co-operation and Development. Available at <https://www.oecd.org/going-digital/tax-and-digitalisation.pdf> (accessed 2 July 2019).
- OECD (2019b). Addressing the tax challenges of the digitalisation of the economy. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. Available at <https://www.oecd.org/tax/beps/public-consultation-document-addressing-the-tax-challenges-of-the-digitalisation-of-the-economy.pdf> (accessed 10 July 2019).
- Ostry JD, Ghosh AR, Chamon M and Qureshi MS (2012). Tools for managing financial-stability risks from capital inflows. *Journal of International Economics*. 88(2):407–421.
- Prates DM and Fritz B (2016). Beyond capital controls: Regulation of foreign currency derivatives markets in the Republic of Korea and Brazil after the global financial crisis. *CEPAL Review*. 118:183–201.
- Reuters (2018a). Germany’s Scholz wants global tax floor to stop evasion. 21 October. Available at <https://uk.reuters.com/article/uk-germany-tax/germanys-scholz-wants-global-tax-floor-to-stop-evasion-idUKKCN1MU0YO> (accessed 3 July 2019).
- Reuters (2018b). Italian budget commission approves web tax on digital services. 19 December. Available at <https://www.reuters.com/article/italy-tax-digital/italian-budget-commission-approves-web-tax-on-digital-services-idUSL8N1OJ1EY> (accessed 10 July 2019).
- Reuters (2019). France seeks support for minimum corporate tax at world level. 24 January. Available at <https://www.reuters.com/article/us-davos-meeting-lemaire-tax/france-seeks-support-for-minimum-corporate-tax-at-world-level-idUSKCN1PI0Y2> (accessed 3 July 2019).
- Rodrik D (2014). A class on its own. *Project Syndicate*. 10 July. Available at <https://www.project-syndicate.org/commentary/dani-rodrik-explains-why-the-super-rich-are-mistaken-to-believe-that-they-can-dispense-with-government?barrier=accesspaylog> (accessed 2 July 2019).
- Romer P (2019). A tax that could fix big tech. *New York Times*. 6 May. Available at <https://www.nytimes.com/2019/05/06/opinion/tax-facebook-google.html> (accessed 3 July 2019).
- Shaxson N (2019). No, corporate tax avoidance is not legal. FT Alphaville blog. *Financial Times*. 16 May. Available at <https://ftalphaville.ft.com/2019/05/16/1557994769000/No--corporate-tax-avoidance-is-not-legal/> (accessed 2 July 2019).
- Stiglitz JE (2002). Capital market liberalization, economic

- growth, and instability. *World Development*. 28(6):1075–1086.
- Taxamo (2019). Digital tax trends: International plans to tax the digital economy. 18 June. Available at <https://blog.taxamo.com/insights/international-digital-tax-trends> (accessed 10 July 2019).
- The Economic Times* (2018). Google and other digital service providers generate over Rs 560 cr in equalisation levy. 27 April. Available at <https://economictimes.indiatimes.com/tech/internet/google-and-other-digital-service-providers-generate-over-rs-560-cr-in-equalisation-levy/articleshow/63933584.cms?from=mdr> (accessed 10 July 2019).
- The Economist Intelligence Unit (2018). Chile consumer goods: Government presents tax modernization bill. 29 August. Available at <http://country.eiu.com/ArticleIndustry.aspx?articleid=1067090090&Country=Chile&topic=Industry&subtopic=Consumer%20goods> (accessed 12 July 2019).
- The Economist Intelligence Unit (2019). Austria telecommunications: Government raises new tax on digital advertising. 4 April. Available at <http://www.eiu.com/industry/article/667871050/government-raises-new-tax-on-digital-advertising/2019-04-04> (accessed 10 July 2019).
- Tørsløv TR, Wier LS and Zucman G (2018). The missing profits of nations. Working Paper No. 24701. National Bureau of Economic Research.
- UNCTAD (2012). *Trade and Development Report, 1981–2011: Three Decades of Thinking Development*. (United Nations publication. Sales No. E.12.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 1998). *Trade and Development Report, 1998: Financial Stability. Growth in Africa*. (United Nations publication. Sales No. E.98. II.D.6. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2006). *Trade and Development Report, 2006: Global Partnership and National Policies for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.06.II.D.6. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2014). *Trade and Development Report, 2014: Global Governance and Policy Space for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.14. II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2015). *Trade and Development Report, 2015: Making the International Financial Architecture Work for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.15. II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2016). *Trade and Development Report, 2016: Structural Transformation for Inclusive and Sustained Growth* (United Nations publication. Sales No. E.16.II.D.5. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2018). *Trade and Development Report, 2018: Power, Platforms and the Free Trade Delusion*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.7. New York and Geneva).
- United Nations (2019). *Financing for Sustainable Development Report 2019*. New York. Available at <https://www.un.org/development/desa/publications/financing-for-sustainable-development-report-2019.html> (accessed 2 July 2019).
- Uribe D and Montes MF (2019). Building a mirage: The effectiveness of tax carve-out provisions in international investment agreements. Investment Policy Brief No. 14. South Centre. Available at [https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2019/03/IPB14\\_Building-a-Mirage-The-Effectiveness-of-Tax-Carve-out-Provisions-in-International-Investment-Agreements\\_EN.pdf](https://www.southcentre.int/wp-content/uploads/2019/03/IPB14_Building-a-Mirage-The-Effectiveness-of-Tax-Carve-out-Provisions-in-International-Investment-Agreements_EN.pdf) (accessed 2 July 2019).
- Victor M (forthcoming). On the fragility of the international taxation system: Argentina–Financial Services (WTO/DS453). *Florida Tax Review*.

附件

表5A.1 对外资产总量构成，部分国家，1996-2018年  
(占总量的百分比)

	外国直接投资			股权证券			债务			金融衍生品			外汇储备(不包括黄金)		
	1996-1997	2006-2007	2010-2011	1996-1997	2006-2007	2010-2011	1996-1997	2006-2007	2010-2011	1996-1997	2006-2007	2010-2011	1996-1997	2006-2007	2010-2011
<b>发展中国家</b>	11.5	14.6	13.2	12.5	4.1	65.9	68.7	57.6	62.6	65.9	n.a.	n.a.	16.3	20.6	19.8
阿根廷	26.7	38.9	31.9	44.2	3.6	10.3	26.6	19.3	14.2	10.3	n.a.	n.a.	45.6	40.2	51.2
巴西	14.1	20.2	28.3	34.3	5.9	35.7	29.0	28.6	21.3	17.9	n.a.	n.a.	51.0	12.7	14.2
智利	6.4	5.0	8.4	25.9	0.5	2.1	37.5	30.6	20.4	26.4	n.a.	n.a.	55.6	63.5	69.1
中国	0.9	2.0	8.6	10.2	0.4	1.3	56.3	58.8	53.8	39.3	n.a.	n.a.	42.4	37.9	36.3
埃及	1.9	12.8	25.4	27.2	1.6	0.4	31.1	7.7	6.8	7.4	n.a.	n.a.	65.5	79.0	67.2
印度	1.3	10.6	12.6	23.2	0.8	0.9	41.5	36.4	22.1	38.8	n.a.	n.a.	56.4	52.2	64.1
印度尼西亚	23.2	28.7	35.8	37.4	2.4	4.5	29.0	21.1	20.1	23.4	n.a.	n.a.	45.3	45.5	35.7
马来西亚	12.7	23.9	27.8	38.3	3.0	6.1	57.1	41.4	36.6	24.8	n.a.	n.a.	27.2	28.6	30.8
墨西哥	3.2	3.2	6.1	14.0	n.a.	1.4	60.4	36.3	25.6	20.7	n.a.	n.a.	36.4	59.1	65.7
摩洛哥	5.5	5.7	6.3	8.2	1.3	1.6	75.6	28.6	30.6	32.2	n.a.	n.a.	17.6	64.1	62.5
巴基斯坦	5.0	9.7	17.6	30.7	3.1	3.0	53.1	44.8	21.3	23.8	n.a.	n.a.	38.9	42.5	59.6
菲律宾	14.5	11.7	21.8	25.2	0.9	13.3	63.3	27.4	23.0	29.7	n.a.	n.a.	21.3	47.2	41.0
大韩民国	52.0	24.1	27.7	49.5	27.4	36.8	13.2	21.5	14.9	9.8	n.a.	n.a.	7.4	13.2	12.4
南非	6.9	6.6	12.5	26.9	0.1	1.8	19.6	37.5	21.0	24.6	n.a.	n.a.	73.4	53.3	62.6
泰国	2.2	6.7	14.8	23.1	2.7	1.4	47.8	48.9	39.2	39.0	n.a.	n.a.	47.2	42.9	45.0
土耳其	11.8	14.0	18.7	26.9	3.6	7.5	44.4	34.2	27.1	27.1	n.a.	n.a.	40.5	43.9	46.1
类组平均数	0.1	6.8	18.2	21.2	0.0	5.7	47.9	63.1	58.2	58.8	n.a.	n.a.	52.0	23.5	19.5
<b>转型经济体</b>	6.1	32.8	30.9	35.9	0.2	0.3	86.5	25.1	29.9	34.0	n.a.	n.a.	7.3	41.7	38.4
哈萨克斯坦	3.1	19.8	24.6	28.5	0.1	3.0	67.2	44.1	44.0	46.4	n.a.	n.a.	29.6	32.6	28.9
俄罗斯联邦	16.3	20.2	19.3	24.1	12.3	13.4	66.7	65.8	59.0	57.4	n.a.	n.a.	4.6	0.6	0.7
类组平均数	10.0	10.0	12.7	17.7	5.8	10.8	76.0	60.3	61.0	47.0	n.a.	n.a.	8.1	18.3	16.2
<b>发达国家</b>	12.3	14.9	12.6	14.8	14.4	11.1	72.1	58.0	48.1	49.9	n.a.	n.a.	1.2	0.3	0.4
德国	37.3	29.4	24.8	31.3	21.8	26.1	39.7	33.9	33.5	29.6	n.a.	n.a.	1.2	0.3	0.6
日本	19.0	18.6	17.3	22.0	13.6	15.3	63.6	54.5	50.4	46.0	n.a.	n.a.	3.8	4.9	4.5
联合王国	19.0	18.6	17.3	22.0	13.6	15.3	63.6	54.5	50.4	46.0	n.a.	n.a.	3.8	4.9	4.5
美国	19.0	18.6	17.3	22.0	13.6	15.3	63.6	54.5	50.4	46.0	n.a.	n.a.	3.8	4.9	4.5
类组平均数	19.0	18.6	17.3	22.0	13.6	15.3	63.6	54.5	50.4	46.0	n.a.	n.a.	3.8	4.9	4.5

资料来源：贸发会议秘书处根据Lane and Milesi-Ferretti (2018)和国际货币基金组织国际投资头寸数据库作出的计算。

注：2017-2018年的数据部分为估计数。债务系指债券证券投资加其他投资(贷款和存款)。类组平均数未加权；使用加权平均数对所报告发展的影响微乎其微。

表5.A.2 对外负债总量构成，部分国家，1996-2018年  
(占总量的百分比)

	外国直接投资			证券股权			债务			金融衍生品		
	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018	1996-1997	2006-2007	2010-2011	2017-2018
<b>发展中国家</b>												
阿根廷	21.8	36.0	41.7	24.2	9.4	3.3	2.4	5.8	68.8	57.9	53.2	69.2
巴西	24.2	35.5	46.6	50.7	15.5	37.2	27.1	20.6	60.3	27.2	26.0	28.7
智利	50.7	59.8	60.5	63.4	10.0	5.7	7.8	6.9	39.2	33.5	29.6	28.5
中国	47.6	47.6	59.0	53.6	4.1	26.1	14.1	14.1	48.3	26.2	26.9	32.2
埃及	33.8	56.0	62.4	49.6	1.0	3.3	2.7	1.3	65.2	40.7	35.0	49.1
印度	10.1	17.1	26.5	30.9	11.3	47.6	32.2	27.7	78.6	35.3	41.3	41.5
印度尼西亚	16.7	30.3	40.2	36.0	4.5	14.8	19.2	15.9	78.8	54.9	40.6	48.2
马来西亚	29.8	36.3	38.5	39.9	23.6	27.6	20.4	18.2	46.6	35.9	40.5	41.6
墨西哥	27.6	45.0	46.6	47.8	14.7	23.7	17.5	12.6	57.7	31.4	36.0	39.7
摩洛哥	19.8	61.8	57.8	54.9	3.3	4.9	4.4	2.9	76.9	33.3	37.8	42.2
巴基斯坦	12.4	30.4	23.8	32.1	3.3	4.5	3.1	4.1	84.3	65.1	73.1	63.8
菲律宾	13.6	23.6	23.8	37.7	11.0	18.6	19.0	25.9	75.4	57.8	57.0	36.3
大韩民国	10.5	16.9	16.2	20.0	5.5	42.5	36.0	43.5	84.0	40.1	44.4	34.4
南非	23.8	42.3	42.1	29.0	21.1	34.5	31.0	39.1	55.1	20.2	21.8	30.1
泰国	13.6	44.5	47.9	47.4	9.4	24.1	22.3	23.5	77.0	31.0	27.8	28.5
土耳其	12.2	30.0	31.3	26.0	4.6	11.8	9.6	6.4	83.2	58.2	59.1	67.7
类组平均数	23.0	38.3	41.5	40.2	9.5	20.6	16.8	16.8	67.5	40.5	40.6	42.6
<b>转型经济体</b>												
哈萨克斯坦	9.6	18.1	15.5	21.9	9.9	12.2	7.8	10.3	80.5	69.8	62.6	60.7
俄罗斯联邦	16.1	37.6	42.0	50.4	4.8	25.6	18.1	15.4	79.1	36.7	39.5	33.7
类组平均数	12.8	27.8	28.7	36.1	7.4	18.9	12.9	12.9	79.8	53.3	51.0	47.2
<b>发达国家</b>												
德国	9.6	18.1	15.5	21.9	9.9	12.2	7.8	10.3	80.5	69.8	62.6	60.7
日本	1.8	4.1	6.0	4.4	16.8	41.3	23.4	29.3	81.2	53.3	68.8	61.6
联合王国	8.8	10.7	9.0	14.7	14.1	11.0	8.2	13.3	77.1	62.7	53.0	54.0
美国	27.7	19.6	16.3	24.7	14.2	15.0	14.5	21.8	58.1	56.3	53.2	48.8
类组平均数	11.9	13.1	11.7	16.4	13.8	19.9	13.5	18.7	74.2	60.5	59.4	56.3

资料来源：见附件表5.A.1。

注：见附件表5.A.1。

**表5A.3 外国资产净头寸和国际投资收入净值，部分国家，1995-2018年**  
(占国内生产总值百分比)

	外国资产净头寸				国际投资收入净值			
	1995-2007	2008-2009	2010-2018	1995-2018	1995-2007	2008-2009	2010-2018	1995-2018
<b>发展中国家</b>								
阿根廷	-22.1	6.5	4.6	-9.7	-3.3	-2.8	-2.6	-3.0
巴西	-33.8	-23.8	-31.8	-32.2	-2.6	-2.2	-2.3	-2.5
智利	-33.2	-14.9	-16.8	-25.5	-5.6	-7.6	-4.3	-5.3
中国	5.1	27.2	16.7	11.3	-1.0	0.1	-0.6	-0.7
埃及	-11.4	-15.7	-36.6	-21.2	0.4	-0.1	-2.2	-0.6
印度	-17.8	-20.7	-24.6	-20.6	-0.7	-0.5	-1.2	-0.9
印度尼西亚	-59.2	-32.1	-38.0	-49.0	-3.7	-2.6	-2.9	-3.3
马来西亚	-28.7	13.3	-0.1	-14.5	-4.8	-2.3	-2.7	-3.8
墨西哥	-34.7	-34.9	-43.3	-37.9	-2.2	-1.6	-2.4	-2.2
摩洛哥	-31.9	-34.8	-59.6	-42.5	-1.9	-1.1	-1.9	-1.8
巴基斯坦	-34.3	-39.0	-32.7	-34.1	-2.5	-2.4	-1.7	-2.2
菲律宾	-48.6	-20.0	-14.6	-33.5	-2.2	-1.9	-2.0	-2.1
大韩民国	-12.3	-9.0	4.8	-5.6	-0.7	-0.3	0.4	-0.2
南非	-18.1	-14.1	-3.7	-12.3	-2.1	-2.6	-2.6	-2.3
泰国	-44.5	-4.1	-14.5	-29.9	-3.5	-3.5	-4.9	-4.0
土耳其	-33.2	-34.8	-48.3	-39.0	-1.4	-1.2	-1.0	-1.3
平均数	-28.7	-15.7	-21.2	-24.8	-2.4	-2.0	-2.2	-2.3
中位数	-32.6	-17.9	-20.7	-27.7	-2.2	-2.1	-2.3	-2.2
<b>转型经济体</b>								
哈萨克斯坦	-3.1	-2.9	-3.0	-3.0	-0.3	-0.9	-1.1	-0.7
俄罗斯联邦	1.0	9.7	10.0	5.1	-2.2	-2.1	-2.6	-2.3
平均数	-1.0	3.4	3.5	1.0	-1.3	-1.5	-1.8	-1.5
中位数	-1.0	3.4	3.5	1.0	-1.3	-1.5	-1.8	-1.5
<b>发达国家</b>								
德国	5.1	18.5	23.9	13.3	-0.1	1.5	2.1	0.9
日本	29.6	52.1	58.1	42.2	1.7	2.7	3.5	2.4
联合王国	-8.6	-2.2	-10.8	-8.9	0.5	-0.8	-1.4	-0.3
美国	-14.3	-24.4	-35.9	-23.2	0.3	0.9	1.2	0.7
平均数	2.9	11.0	8.8	5.8	0.6	1.1	1.4	0.9
中位数	-1.8	8.1	6.6	2.2	0.4	1.2	1.7	0.8

资料来源：见附件表5.A.1。

注：见附件表5.A.1。

### A. 导言

银行业转型一直是朝超全球化世界方向的金融化转型的核心。零售活动与投资活动相融合，对现有资产进行包装、重新包装和交易的做法日趋平常，新的金融产品层出不穷，同时又要防止察三访四的监管机构发现这些活动，这一切导致金融市场高度集中。金融市场反过来又受到银行的控制，这些银行沉迷于投机和往往具有掠夺性的行为，并在此过程中变成“大到不能倒”的银行。全球金融危机揭示了金融化市场可能产生何种程度的浪费和损害，而本报告前几章已经指出，尽管信贷增长，跨境资本流动激增，但私营和公共部门的生产性投资都受害匪浅。一些人认为，自金融危机以来实施的改革使当前的体系“更安全、更简单、更公平” (FSB, 2017)，但对这一看法是有争议的，即使是身处金融机构核心的人也仍对“金融谎言”心存警惕 (Carney, 2018)。

然而，尽管公共政策未能对危机作出必要的应对，但公共银行正在经历某种复兴。这种复兴部分是对私人银行在发展方面做得不够的担忧作出的反应，部分是因为人们认识到公共银行在提供逆周期融资方面发挥了积极作用。全球金融危机之后的几年里成立了许多新的公共银行和公共基金，特别是在发展中国家，与此同时，已有的公共银行也在得到加强，其作用正在扩大。一些新银行在资产规模、贷款和利差方面已经让布雷顿森林机构相形见绌。这些银行能成为实现《2030年议程》和“全球绿色新政”所需的大规模投资的来源吗？

显然，这种公共机构可能是增加发展资金供应的最直接的方式，特别是对发展中国家的资金供应而言。但现在的矛盾之处在于，尽管人们普遍认为，需要更多的长期资金来满足基础设施需求、实现可持续发展目标，但各大多边金融机构的主要股东却对于加强这些目标兴趣寥寥。相反，正如第二章所述，其意图是试图激发私营部门大幅增加用于基础设施投资的融资。

为了克服这一矛盾，有四点需要注意。第一，耐心且能够起到助推作用的资本往往是公共资本，而非私人资本。第二，这些银行创造的信贷类型虽然很重要，但信贷数目也很重要；资金充足的公共银行少之又少。第三，公共银行“再受青睐”的结果不应是最终转向私人需求和投机需求而非生产性需求；这需要明确的授权，即重视社会回报，而不是严格意义上的经济回报。第四，或许也是最重要的一点是，仅仅是存在名义上的公共银行并不意味着它们就会自动为“公共”服务或对发展产生影响：要实现这一点，银行需要在支持包容性和可持续发展的总体系统中与其他金融机构联系起来。迄今为止，应对当前挑战的一些最引人注目的举措来自南方的公共银行和基金。由南方牵头的举措有：联合创建和扩大区域开发银行和基础设施基金；除国家投资者外，国家银行也向区域投资者贷款；利用中央银行为最需要的用途创造、分配和管理信贷等。一些北方银行也在采取这些举措，但还需要做得更多；即便引

人瞩目的南方举措也需要更多的支持来实现人们对其寄予的厚望。

然而，尽管支持公共银行的呼声越来越高，一些国家却在朝着不同的方向前进。例如，巴西在新联邦政府的领导下，其公共开发银行国家经社发展银行最近面临着提前偿还从其主要资金来源即国库所获贷款的压力。该银行的供资基础可能会因一项旨在利用国家强制性储蓄支持巴西的社会保障支出的新提案而进一步缩减。这些措施将对巴西为长期投资融资的能力产生不利影响，因为国家经社发展银行目前负责为半数以上的五年期以上长期贷款融资(Rossi, 2018)。同时，在印度也有要求国有银行私有化的呼声。

因此，尽管对许多人来说，支持公共银行的论据比以往任何时候都更有说服力，但仍需要努力让其他人相信其好处。本章旨在做到这一点，突出说明公共银行可充当“全球绿色新政”重要资金来源的一些有希望的领域。本章首先对

公共银行系统进行了简要概述，并提醒人们，公共银行系统在一个联系顺畅和面向发展的金融机构系统中效果最佳(B节)。本章突出说明了当前对实现此构成威胁的一些因素，包括证券化的新翻版。C节讨论了中央银行、国家公共银行、区域银行和主权财富基金等其他工具可以发挥的支持性融资作用。这项讨论得出的结论(D节)认为，即使在当前的全球环境下，发展中国家也有可能以有效和相对较快的方式更好地利用这些强大的资源。

从图 6.1 和图 6.2 可以明显看出这一点，这两幅图说明了气候变化与金融体系之间的联系，并显示了公共银行可以如何在为减缓气候变化和实现结构转型融资方面发挥重要作用。这表明，减少碳排放的政策努力与金融和投资领域之间需要协调一致。如果金融投资组合与气候政策不匹配，那么，可能会出现“气候明斯基时刻”，即对气候变化的全系统快速调整除对生产率和增长产生更广泛的影响之外，还会威胁到金融稳定(Scott et al., 2017: 104)。

## B. 公共银行促进发展

### 1. 公共银行系统概况

世界银行 2012 年估计，国有公共银行控制的总资产占全世界银行系统总资产的四分之

一，这一比例在欧盟升至 30%，在许多发展中国家甚至更高(de Luna-Martínez and Vicente, 2012: 2)。最近的一些研究发现的结果与此相似，即全球近 700 家公共银行(保守定义)控

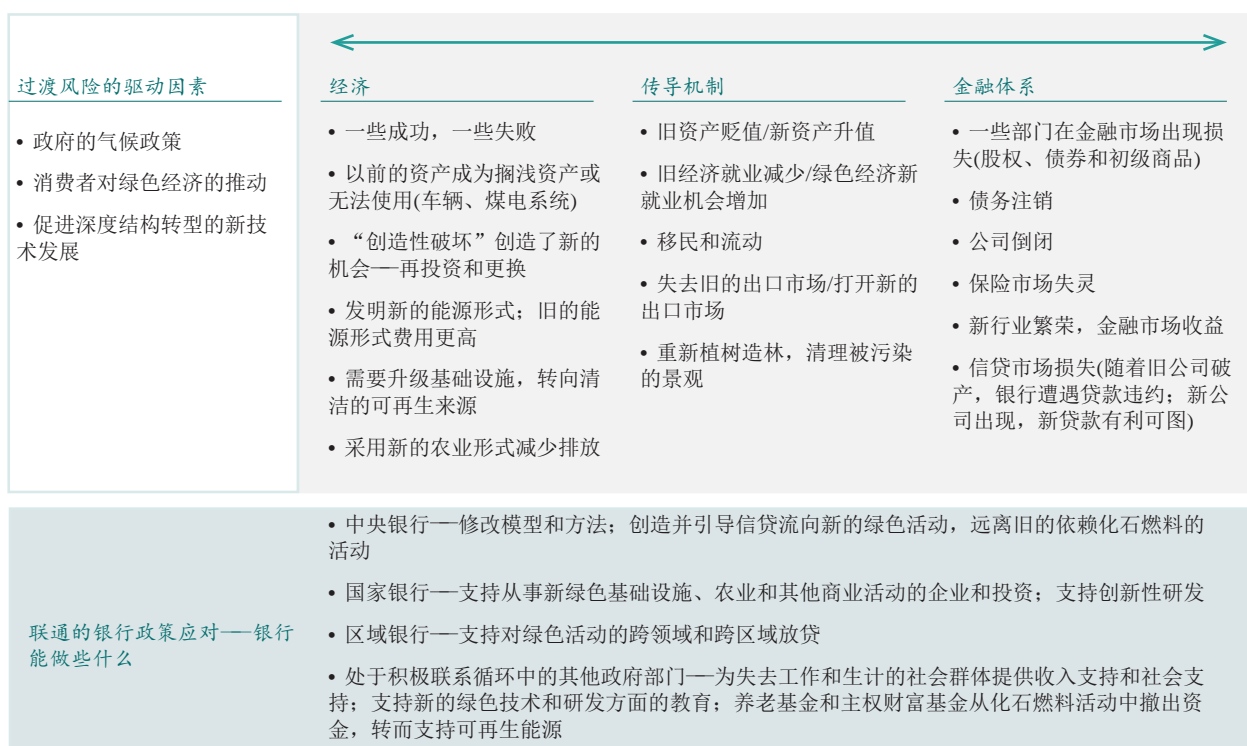
图6.1 气候变化导致经济风险与金融风险之间的负反馈循环



资料来源：贸发会议秘书处对NGFS, 2019、Campiglio et al., 2017; 2018、Scott et al., 2017、Tooze, 2019的进一步阐述。



图6.2 向绿色经济过渡会给金融稳定带来不同的风险



资料来源：见图6.1。

制着价值约 38 万亿美元的资产，相当于全球国内生产总值的 48%，占有所有银行资产的约 20%(Marois, 2019: 155)。如果将央行、多边银行、养老基金和主权财富基金也计算在内，这一数值显然会高得多。

当今的公共银行中，有一些历史悠久，<sup>1</sup>但也有一些刚刚成立不久，这反映了最近对公共银行作用的重新评估，在此前的几十年里，开发银行尤其遭遇了衰落或遭到积极阻碍。在对世界银行最近一次调查作出答复的所有公共银行中，多达四分之一是 2000 年以后成立的。<sup>2</sup>发达经济体也在重新强调国家开发银行的作用，这表明，即便在世界上最具深度和广度的金融体系中，也仍然需要得到政府支持的公共银行。<sup>3</sup>因此，世界各区域的大多数国家都有国家公共银行。<sup>4</sup>

随着金砖国家(巴西、俄罗斯联邦、印度、中国和南非)成立的新开发银行、亚洲基础设施投资银行(亚投行)和南方银行的出现，区域和国际层面也发生了很大变化。与此同时，伊

斯兰开发银行和拉丁美洲安第斯开发公司等老牌国际银行的规模和范围也大幅扩大。这些新的和原有的由南方主导的区域银行有潜力扩大发展中国家可获得的资金规模，并令更老牌的多边开发银行相形见绌(表 6.1)。<sup>5</sup>

过去十年的第二个显著特征是，建立了一些新的非银行公共金融机构，它们通常与银行合作，支持长期投资。其中包括主权财富基金等公共投资者，它们由政府注资(通常来自初级商品出口所得的使用费，但有时也来自中央银行的贷款或国库的赠款)，在某些情况下承担着明确的发展任务(表 6.2)。

还有一些本章范围之外的公共金融机构也在公共银行领域发挥着重要作用。这些机构包括：进出口融资机构、担保机构和保险公司，它们都可以发挥银行的功能，并可能与银行密切合作；还有许多规模较小、通常面向某个社区或企业的公共银行和互助协会，它们极大地促进了公共银行系统的多样性(例如，Steinfort, 2019)。

表6.1 公共开发银行：部分特征

	资产/未偿贷款 (10亿美元)	独特性	
区域开发银行 <sup>a</sup>	40.2	南方区域银行大多由南方所有并面向南方，尽管有些银行拥有少数北方股东；贷款通常为优惠和无条件贷款。	
新的南方银行 <sup>b</sup>	249.4		
多边机构 <sup>c</sup>	世界银行集团	300.0	仍然主要由主要发达国家控制，而贷款主要提供给南方并且附有条件。长期贷款包括基础设施贷款；扩大规模的新改革包括证券化(见插图6.1)。
	非洲开发银行、 亚洲开发银行、 美洲开发银行	197.0	全球北方拥有30-50%的所有权；放贷具有区域性。

资料来源：贸发会议秘书处汇编。

注：

- a 贸易和发展银行、东非开发银行、西非开发银行、中部非洲国家开发银行、拉丁美洲开发银行、加勒比开发银行和中美洲经济一体化银行2017年的未偿贷款。
- b 据贸发会议2018b报告，基于银行的总股本以及贷款股本比为5计算得出的亚投行和新开发银行的潜在放贷能力，加上中国支持的投资基金。
- c 世行2016年的未偿贷款。

表6.2 主权财富基金：部分特征

区域或国家组	机构数量	资产(10亿美元)	独特性
非洲	5	70.5	在大多数情况下，主权财富基金的投资组合选择与私人投资者相似，倾向投资于发达经济体和有利可图的部门，如房地产、电信和金融。一小部分基金投资于基础设施，但许多主权财富基金被禁止在国内投资，尽管这种情况在一些国家可能正在发生变化。作为突出的例外情况，少数几个主权财富基金投资于发展中国家的区域基础设施。基于专利的主权财富基金是一种新趋势，其潜力不一。
亚洲	15	3556.0	
欧洲	2	81.6	
拉丁美洲和加勒比	7	42.4	
中东	12	2612.8	
所有发展中区域	41	6363.2	
发达经济体	20	1532.1	
总计	61	7895.3	最早的一些主权财富基金始于十九世纪的美国，资金来源于石油收入；但现有的主权财富基金中，许多是2008-2009年危机之后新成立的。

资料来源：贸发会议秘书处根据主权财富基金研究所2019年的数据作出的计算。其中包括管理总资产达10亿美元或以上的主权财富基金。

注：由于四舍五入，数字之和可能与总计不同。

五个特征决定了这些公共机构能够在多大程度上起到催化和变革作用，从而支持包容性增长和可持续发展目标：<sup>6</sup>

- 承担明确的任務，即实现可持续发展成果、帮助最需要帮助的地区或人民、支持政府的发展计划。理想情况下，相对于经济回报，应当更重视社会和经济回报。
- 具备可靠和充足的资金来源，这决定着机构的业务规模及其履行任务的能力。理想情况下，稳定的资金注入应来自央行或国库，因为严重依赖储户或私人资本市场（因此也依赖信用评级机构）的机构在贷款模式上会受到更多限制。
- 在以中央银行为最高机构的网络中，与其他金融机构保持密切一贯的联系，与发展计划保持一致，并得到其他政策（如资本账户管理、贸易、工业、环境和收入政策等）的支持。
- 将公共财政支持与成果相联系，开展绩效监测。贷款和投资的经济回报不应成为唯一或最重要的目标；应确定并优先实现长期的社会和经济目标。
- 银行和金融机构需要更加透明和负责地开展活动，并更加了解特定的社会背景，包括社会的性别结构、其他形式的歧视和排斥以及可能的侵犯人权行为。

#### (a) 公共银行的贡献

公共银行业务的性质和方向明显不同于政府预算融资和私人银行业务。首先，与私人银行相比，公共银行通常侧重于社会和（或）发展效益超过纯商业回报的项目；交付周期长或不确定的项目；私人资金不会投入的部门或地点；以及规模小、成立不久和缺少抵押品或信用记录贷款方。其次，对公共银行的期待是，其提供的贷款条件比私人银行或商业银行更优惠，反映出最初由政府提供的种子资金及其承担的公共任务。第三，公共银行通常会收回成本，但未必或不总能全部收回，偿还时间也可

能更长。一些银行有盈利要求，而另一些则没有；但与私人银行相比，利润从来都不是衡量成功的唯一标准。

这些预期和压力解释了为什么公共银行需要政府提供足够多的初始资本并获得可靠稳定的长期资金来源。许多公共银行不得不采取艰难的平衡之举，在一些项目上获利，在另一些项目上接受亏损，从而平均而言，成本能够充分收回，银行也能够维持运转。无力收回基本运营成本可能会影响贷款业务，特别是如果这种状况导致这些银行随后瞄准更有利可图的活动，从而与私人银行竞争，而不是提供与之明显不同的服务。<sup>7</sup>

公共和私人金融机构构成了一个庞大的连续体，在其一端，如风险和不确定性较高（例如，交付周期很长或过程不可预测的项目）且回收成本的机会较小（例如，公共产品），则（基于税收的）公共融资比公共银行业务更为适当。在这一连续体的另一端，如风险较低而收回成本的机会较大（例如，当服务用户不付费就可能被排除在外时），则私人融资和私人银行业务通常会参与得更多。公共银行业务占据了这两者之间的空间，其边界可能是不固定的，随着时间的推移和环境的变化（随着项目的成熟，或者随着新生产业的增长）而变化。<sup>8</sup>

在理想情况下，国家银行系统包含大量不同的银行机构，它们分布于连续统一体的各个部分，各自有着不同的任务、资金来源、绩效指标和作用，从而提供广泛的可能性，以满足不同借款人的具体需求。各国的体系在这方面差异很大，甚至在同一区域内也是如此，这反映了各国的监管框架和历史背景的不同。例如，与欧盟其他成员国相比，德国的银行实体更加多样化，有着不同类型的机构、目标和工具。因此，该国避免了其他地方出现的集中趋势。<sup>9</sup>除了为支持第二次世界大战后的重建工作而于1948年成立的著名的复兴信贷银行之外，该国还有16家开发银行和1,200家合作银行。<sup>10</sup>大韩民国等一些较晚开始工业化的国家也存在这种多样性。除了提供满足不同类型客户的能力之外，这种多样性还可以增加公共银行与其他公共和

私人融资机构建立伙伴关系和进行共同融资的能力，这些机构也可以提供技术专长和管理技能。

## 2. 公共银行面临的联系挑战

公共银行在一个能够厘清央行、政府和其他金融机构之间关系的紧密整合的框架中最为有效。快速实现工业化的东亚国家实现了经济转型（这要部分归功于这些国家政府创造、引导和分配资金给新兴产业的能力），它们效仿德国的模式，以中央银行作为国家金融体系的最高机构。这些国家的中央银行与政府密切合作，共同设计和实施政策；它们不是“独立的”，它们的作用也不仅仅局限于控制通货膨胀。

如今反对央行的这种参与的一个典型论点是，它们可能会成为既得利益的“俘虏”，与市场决定的结果相比，它们会以浪费或破坏性的方式引导信贷，从而破坏人们对更广泛的金融体系的信任。成功的工业化国家有确保银行支持与发展计划相一致的体系，其中包括监测和确保反馈的机制，同时又能保持足够的灵活性，以适应项目融资和执行中不断变化的情况。重要的是，政府的支持以业绩为基础，失败的情况很快得到解决。<sup>11</sup>

这种体系中的央行还密切监管整个金融部门，决定什么样的机构是银行，什么样的机构不是银行，银行可以做什么，可以提供多少贷款，以及在什么条件下放贷。因此，它们有能力配给和引导信贷，支持被认为对发展具有战略意义或重要意义的部门，并撤回对被认为不具生产性的活动的信贷供应（或提高信贷成本）。

当今的决策者处在一个非常不同的超全球化和超金融化世界。现在几乎没有任何一国政府能够打破大韩民国等国家的记录，在1970年代，这些国家能够确保投资者可获得的全部信贷中有多达50%是“政策”贷款，得到补贴和指导，以支持商定的发展战略（UNCTAD, 2016; Cho and Kim, 1995）。相比之下，如今更常见的是，银行系统被导向外部资本和外国投资者，而不

是与国家发展计划建立关联。后面这种战略的例子（亚洲的泰国以及拉丁美洲的几个国家，如墨西哥）未能创造同样的国内信贷扩张与国内工业化相关联的进程（Epstein, 2015）。

如今要让公共银行发挥这种作用，大多数国家都需要对国内金融结构进行根本性重组，同时需要如第五章所讨论的那样对资本账户进行管理。遗憾的是，许多国家如今已经开放了金融市场，并通过数百项限制或阻碍资本账户有效管理的贸易和经济伙伴关系协定锁定了这种自由化（Gallagher et al., 2019）。

一些国家从未实现过同等程度的自由化，包括中国，该国现在采用了一种新的“联盟方式”来实现联系（Gallagher, 2017）。中国继续围绕国有银行执行紧密整合的国家发展战略，但不同行为体的角色日益分离。在1994年的中国银行系统改革中，成立了三家“政策性银行”，以“明确支持政府的政策目标”，使原有的中国“四大”银行（中国银行、中国建设银行、中国农业银行和中国工商银行）能够专注于商业贷款，并由此以市场业绩而不是公共目标对它们进行评价（Brautigam, 2009: 79）。中国国家开发银行拥有更大程度的业务自主权，并根据当地要求和更广泛的要求做出贷款决定。该行1.6万亿美元的贷款主要支持与中国五年计划有关的投资，约四分之三的新贷款投向了八个优先领域。<sup>12</sup>中国进出口银行提供价值4,220亿美元的贷款，以促进中国机械、电子和高科技产品的进出口；协助中国企业进行境外承包和对外投资；并促进国际经济合作和贸易（China Exim Bank, 2017）。

在融资方面，中国银行系统的一个关键特征是，政府全心全意地支持主要的公共银行，监管机构对这些银行发行的债券赋予了与国库券相似的零风险权重就反映了这一点。这些银行因而能够以更低的成本进入市场，使它们更容易为长期项目提供资金（UNCTAD, 2016; Sanderson and Forsythe, 2013: 69–71）。中国还创建或共同创建了两个新的多边开发银行（即新开发银行和亚投行）（见C.3节）以及另外至少13个双边和区域投资基金，并为它们提供了资本。

这种高度参与的立场与其他大多数国家截然不同，在那些国家，公共银行的任务范围要窄得多，主要关注的是通货膨胀，而且（除了在经济危机后实施量化宽松政策这一显著例外情况）大多远离政府政策的设计和 implement（见 C.1 节）。

政府的总体经济政策立场也很重要：是大体上采取扩张和支持发展的立场，还是采取更注重财政紧缩的立场。这对公共银行，包括银行筹集资本的能力，有着多方面的影响（见 C.5 节）。

要想使当前创建世界碳银行这样专门的全球绿色银行的提议 (Rogoff, 2019) 行之有效，就需要特别广泛和深入的联系。这种重点明确的金融机构可以积累关于促进绿色经济的新技术和商业模式的技术专长和知识，并协调国家间的援助和技术转让。全球运作可能需要一个同样专门从事绿色贷款的伙伴机构网络，所有这些机构都能够相互协调，并与其政府股东进行协调。此外，完全关注与气候相关的投资为这些机构（和现有的机构）打开了大门，使它们有可能从绿色相关税收（如碳税）<sup>13</sup> 或其他此类收入来源获得部分资金，这同样需要与成员国政府密切结合。其他全球公共银行网络已经在以其他方式促进更加全球化的协调，例如新成立的绿色金融体系网络将对研究和宣传活动感兴趣的中央银行和监管机构聚集在一起，帮助扩大绿色融资规模。许多开发银行已经加入区域或全球一级更广泛的协会（进出口银行和发展融资机构全球网络以及南部非洲发展共同体——发展融资资源中心等），与此相似，伊斯兰开发银行等一些南方开发银行正在正式促进成员

国政府与其银行之间的联系，以便分享技术、知识和资金。

### 3. 证券化之重负

关于世界银行的作用的文献已经有很多，因此本章不再赘述，而是将注意力集中在开发银行和范围更广的公共银行业中其他新的公共参与方。尽管如此，世界银行利用私人资金进行基础设施建设的努力极其重要，因为这些努力不仅自身很重要，而且还为其他多边金融机构提供了指导方针，更广泛而言还被视为实现可持续发展目标的途径。

一种受到青睐的战略是“级联方法” (WBG, 2017a, 2017b)。其第一步是试图通过引发“上游”改革来调动商业融资，以处理所谓的市场失灵和阻碍东道国私营部门投资的其他因素。如果这还不足以吸引私人投资者，第二步是以担保和证券化等其他形式向私营部门提供补贴，以吸引其他投资者（见插文 6.1）。只有在前两步政策选择用尽时，才会采取第三步，即公共融资和优惠融资，其重点最初是基础设施项目，随后是与金融、教育、卫生和农业企业有关的项目 (WBG, 2017b)。围绕这一战略有许多担忧，包括其操作复杂、交易成本高昂、需要上游作出结构调整，以及或许是最突出的问题——利益和成本分配不均。简言之，如插文 6.1 所示，证券化本身对银行业并不是什么新鲜事，但其最新版本可能具有很大的破坏性。如果此类程序和工具的目的是扩大公共银行的资本，那么值得注意的是，这一目的可以通过其他风险较小的方式实现，下面几节将就此进行探讨。

#### 插文 6.1 实现证券化进程中的风险

证券化正日益被多边开发银行视为吸引私人投资者参与发展融资的一种手段。证券化指的是汇集各种类型的合同债务或其他产生回报的非债务资产，并将其相关现金流出售给第三方投资者。过去，多边开发银行直接将资产负债表上的贷款出售给私人投资者，以释放资本，增加其贷款业务。不过，证券化可以采取不同的形式，真正令人担忧的是，多边开发银行正在考虑采用一些更为复杂并可能带来财务和声誉风险的证券化形式。此外，如果出现问题，证券化还会给公共领域带来风险，进而会妨碍政府加强（或恢复）公共支出能力以支持可持续发展目标的努力。

更复杂的证券化形式可包括所谓的“合成”交易。非洲开发银行最近宣布，该行、私人投资者和公共投资者以及一个公共基金之间进行了这样一项交易。这笔交易转移了与价值 10 亿美元的非洲开发银行非主权基础设施贷款相关的信贷风险，从而减少了贷款所需的资本，并释放了 6.5 亿美元的放贷能力。这是一笔“合成”交易，因为这些贷款严格来讲并没有从非洲开发银行的资产负债表中移除。确切地说，私人 / 公共投资者 (Mariner 投资集团和 Africa50 基金) 承担了 1.525 亿美元的信贷风险，而欧盟委员会欧洲可持续发展基金提供了额外的 1 亿美元的担保。作为回报，投资者和欧盟委员会欧洲可持续发展基金对其承担的风险收取费用 (AfDB, 2018; Hay, 2018; Allen, 2018)。

另一种复杂的证券化形式是，金融机构将贷款从资产负债表中移除，并将其放入一个外部的特殊目的载体，然后发行债券出售给投资者。这种办法能进一步释放银行的放贷能力，同时债券投资者从基础贷款的原始借款方获得还款。资产支持证券化是 2008-2009 年全球金融危机的核心，它的一个关键特征是使用担保贷款凭证。这些金融工具使得贷款能够被分成不同级别的多个部分，从而吸引风险偏好不同的投资者。作为扩大可持续发展目标融资备选方案的一部分，有人提议，多边开发银行的证券化可以包括使用担保贷款凭证 (Arezki et al., 2016)。这种做法的一个风险在于，利用这一工具为基础设施项目融资可能会给本质上为长期性的项目带来短期资本和随之带来的一些后果。

令人担忧的是，正在进行的辩论不是要权衡不同的证券化形式所涉的各种风险，而是要权衡多边开发银行更复杂的证券化形式如何能够吸引私人投资者投资发展中国家的项目。其意图是将基础设施确立为面向寻求高风险调整后收益的机构投资者的一种资产类别。即使是多边开发银行证券化的支持者也认为，应对这种交易设定固有上限，因为大多数多边开发银行以补贴利率向政府提供贷款。这使得证券化难以实行，因为私人投资者采用风险定价 (Humphrey, 2018b)。为了为证券化铺平道路，二十国集团在经合组织和多边开发银行的支持下制定了一个路线图，力求通过改进项目开发 (合同和金融标准化、项目准备和数据收集) 和改善投资环境 (金融工程；风险分摊；缓解、监管和资本市场框架；优质基础设施项目) 促进加强基础设施贷款标准化 (OECD, 2018; G20 et al., 2018)。这些新的项目要求带来了新的复杂性，并给发展中国家带来了新的高交易成本负担。这些新的项目要求还会占用有限的管理能力，这些能力本可以更有效地部署在实体经济中，而不是在这种金融工程中。事实上，所需的监管框架和资本市场框架甚至可能不利于追求自主发展战略 (TDR 2018: chap. IV)。

## C. 银行不急功近利，发挥助推作用 — 公共银行领域的中流砥柱

### 1. 央行与“全球绿色新政”：近距离观察

阐述中央银行的起源、<sup>14</sup> 演变和功能 <sup>15</sup> 的文献众多。历史表明，在几乎所有成功的发展经验中，中央银行在政府促进结构转型的努力中都发挥了重要作用。

大萧条和第二次世界大战对发达国家的央行来说是分水岭时刻，因为这两大事件将中央银行的角色从银行系统担保者延伸到为战争筹资和管理在战争期间积累的政府债务、在战争结束后重建和重组国民经济以及支持对充分就业的财政承诺。这些活动与国家发展目标和政府宏

观经济政策密切关联。各国央行利用广泛多样的方法引导信贷流向市场本身不会创造信贷的行业和活动。这些方法包括：以较低的利率为政府债务融资、减少流向不太符合期望的私营部门活动的信贷以及促进对优先用途的资源分配 (Bezemer et al., 2018)。

在第二次世界大战后处于后殖民主义时期的发展中国家，一些中央银行成为经济发展的推动者 (Epstein, 2006)，通常拥有“广泛而灵活的权力” (Bloomfield, 1957: 191)。这些权力包括使用欧洲、日本和美国曾使用过的一些工具，例如，使用选择性信贷控制，准许专门信贷机

构满足专门需求，并影响银行贷款政策，以“在公共和私营部门之间以及私营部门内部，将实际资源重新导向期望的方向”（Bloomfield, 1957: 198）。

作为更广泛的亲市场的“华盛顿共识”的一部分，1980年代出现了一种不同的央行运作方法。这包括切断与政府的各种联系：央行应独立于政府，因此不再需要为政府赤字和具体活动提供资金；央行应将关注重点缩小为价格稳定和通胀目标；应当使用短期利率等间接的货币政策办法，而不是直接的办法，如信贷限额或以前广泛使用的其他工具。由于这种方法转变，1970年至2012年，在180多个国家，至少有270项中央银行政策变化涉及收紧和缩小央行的任务（Garriga, 2016以及作者提供的最新数据）。这也减少了多样性：现在，大多数央行或多或少是一样的，而以前，它们的政策立场非常不同，反映了其经济规模和背景的不同。大多数央行都将实施货币政策作为其主要作用，具体目标是保持以通胀目标衡量的价格稳定。当其他宏观经济目标通过法律或非法定做法加入央行的任务时，这些目标通常都须服从于价格稳定的目标。

然而，即便这一作用也可以得到相对宽泛的解释，这在2008-2009年金融危机后变得显而易见，当时各国央行的做法表明，在形势严峻且政府表现出政治意愿时，央行能够做出巨大的调整和改变。甚至仅以实现通胀目标为任务的央行，也再次将货币稳定和金融稳定与实体经济联系起来，并大规模增发货币，以提振需求，促进危机后的复苏。

伴随着这种新萌发的央行能动性，最近又出现了一波要求央行应对气候变化挑战的呼声。因此，现在的问题不在于各国央行是否应利用其角色来支持政府的“全球新政”政策，而在于如何做到这一点。

#### (a) 中央银行的政策空间

尽管央行的任务变得更窄了，但实现范围更广的目标和业务的业务空间并没有完全消失。一项对

45家央行进行的调查（BIS, 2009）对这些银行作了区分：19家央行以价格稳定为唯一目标；另有24家银行有次要宏观目标；3家银行有不分优先次序的多重目标。即使在价格稳定是首要目标的情况下，也有考虑其他目标的余地。

金融稳定是央行的第二大主要目标。参加国际清算银行调查的90%的银行表示，它们对金融稳定政策和金融体系监督负有全部责任或分摊责任。金融稳定这一目标可能是一项挑战，部分原因是，“（没有）衡量金融稳定性的公认方法，这使确定有意实现何种程度的金融稳定以及是否达到了适当程度的金融稳定变得尤为困难”（BIS, 2009: 33）（另见Levine and Lima, 2015）。关于如何实现这一目标，也有许多不同的观点，这在确认不平等与金融不稳定间的联系或气候变化与金融不稳定之间的联系的研究中不难看出（NGFS, 2019; Rudebusch, 2019; Marois, 2019; Scott et al., 2017; Campiglio et al., 2018等）。

央行发现其政策制定能力有更大“空间”的最明显例子是在2008-2009年金融危机之后，当时主要发达经济体推出了一系列与它们过去几十年的一切做法都大相径庭的创新性结构化货币政策工具。这表明，如果有足够的政治意愿，它们确实有能力做出“全球绿色新政”所需的变革。甚至只关注通胀目标的央行也开始接受新工具，<sup>16</sup>令人对央行相对于政府的所谓“独立性”产生疑问，并提醒我们过去银行与政府之间更紧密的伙伴关系有其好处。<sup>17</sup>

对一些国家而言，央行的作用从来不仅仅局限于稳定价格甚至稳定金融，它们与政府政策制定工作的联系从未中断过。如前所述，在1950年代和1960年代的东亚工业化过程中，中央银行提供了积极和直接的支持（Amsden, 2001; UNCTAD, 2016），在发展中国家和发达国家也很容易找到更近的例子——例如，中国的央行一直致力于以与货币政策目标协调一致的方式考量政府产业政策目标。<sup>18</sup>

这揭示了关于央行“独立性”的一种截然不同的观点，这种观点也开始被世界其他地方

所接受（例如见 Andersson and Claussen, 2017; Blanchard et al., 2013; Dervi, 2012; Epstein and Yeldan, 2008; Münchau, 2017; Rosengren, 2013）。切断中央银行与政府之间联系的主要理由是让央行免受负面政治干预，例如，防止政府向央行施压，让其根据选举周期而不是经济周期设定利率。这种对负面协同作用的关注忽略了正面协同作用的可能性。此外，即使在央行的任务仅限于一个目标和一种工具的情况下，对于这项工作是否能够成为纯粹的技术性工作也存在争议。一方面，这在很大程度上取决于经济的基本模型，以及不同的因素可能如何做出反应。改变一个参数或一个数据点会产生完全不同的结果，这种模型既是科学也是艺术。无论如何，所谓的技术决策从来都不是中立的，因为不同的人群受到的影响总是不同的。进口商更喜欢高币值货币，而出口商更喜欢低币值货币；储户期待高利率，而房地产开发商希望利率非常低。因此，权衡或平衡这些不同的利益并不是一个技术性决定，而是涉及政治决策和国家目标考量，这意味着民选的官员与委任的技术官僚都需要发表意见。央行与政府之间的沟通至少可以促进货币政策和财政政策之间更好的协调，或至少能减少矛盾。这种沟通还可以增加民主合法性。

### (b) 走向绿色

关于“全球绿色新政”，中央银行可以与其他发展融资机构采取一致行动，直接或间接发挥多层作用。狭义而言，这种作用会被定义为维持稳定：维护金融和经济体系的稳定，消除由向更绿色的经济转型的“创造性破坏”造成的经济和社会动荡。这种作用还可以力度更大，积极助推：与政府一道创造信贷，引导银行系统在投资、生产和消费的转型过程中提供帮助。

一些央行已经认识到气候变化可能会破坏金融体系的有效运作和稳定，包括如引言中所述，英格兰银行发出了关于“气候明斯基时刻”可能到来的警告 (Scott et al., 2017: 104)。暴风雨或洪水造成的损害会带来极端的保险风险；矿物燃料储备等不再能利用的搁浅资产可以对资产负债表产生巨大的负面影响。由气候引

发的金融风险“最终可以证明，有必要在所有中央银行业务中实施旨在减轻此类风险的措施” (Campiglio et al., 2018: 466)。此外，可以在不改变许多央行的任务的情况下根据这一基本原理采取政策立场，但这需要对用于指导银行分析和预测的技术模型和假设进行相当重大的改变。

一些央行官员已经开始从技术上将这个问题视为“地平线悲剧” (Carney, 2015, 参考科斯著名的“公域悲剧”)。货币稳定政策的时间框架大多为两至三年，金融稳定政策为十年，但气候变化适应和转型需要的时间要长得多。最近建立的央行官员“绿色金融系统网络”反映了这些担忧，<sup>19</sup> 一些网络成员已经向金融机构提供了低于市场利率的贷款，以支持绿色贷款。积极的政策变化不仅仅发生于网络内的银行：印度储备银行、孟加拉国银行和黎巴嫩银行等中央银行已经在使用最低配额和其他工具来促进绿色贷款（见表 6.3）。

即使不扩大任务范围，中央银行也可以采取以下政策：

- 采取宏观经济建模的新分析方法，更准确地纳入气候变化风险敞口。荷兰国家银行的一项研究 (Vermeulen et al., 2018) 发现，即使对化石燃料生产直接风险敞口有限的国家而言，更广泛的碳密集型部门风险敞口也可能大到足以构成系统性风险。银行压力测试也需要测量这种风险。
- 全面披露风险。大多数公司和投资者不知道其投资组合的风险敞口，因此几乎没有改变的积极性。金融稳定委员会气候相关财务披露工作队说明了企业怎样可能自愿披露这一信息，以便让投资者、贷款人和承保人更好地了解情况；在法国，这是《能源转变法》的一项法律要求。事实上，央行本身就需要披露自己的资产组合中的风险敞口。
- 金融监管和工具目前在某些情况下出现了方向性错误，认为低碳投资更具试验性的



表6.3 中央银行：支持绿色经济

研究和传播政策工具	实际执行情况	当前的一些实例
评估与气候相关的金融风险	了解气候变化对金融和实体经济的影响制定和应用方法, 识别和衡量金融机构面临的气候风险	审查气候变化对银行、保险公司和金融机构的影响; 英格兰银行; 荷兰国家银行; 欧洲系统性风险委员会; 绿色金融体系网络
向低碳转型的分析和宏观建模	评估转型的更广影响的建模工具	文献和辩论中的一大空白; 目前仅存在于私营部门和学术界
支持绿色融资教育活动	研究绿色融资和增长。增进知识和合作能力建设和培训(缺乏环境风险和可持续性风险方面的专门知识是更广泛使用绿色融资的主要障碍)	加拉银行——要求各银行对借款人进行环境法规教育 二十国集团绿色融资研究小组。英格兰银行与中国在绿色融资方面的双边合作 绿色金融体系网络的建议
披露与气候相关的金融风险	强制或鼓励企业和投资者作出披露	披露化石燃料投资——加州保险厅 金融稳定委员会气候相关财务披露工作队 披露投资组合如何与气候目标相一致——法国能源过渡法(第174条第六款)。 绿色金融体系网络的建议
保障金融稳定和促进向低碳经济结构转型的监管和政策工具	实际执行情况	当前的一些实例
与环境挂钩的审慎监管和宏观审慎监管	对不同的金融不稳定情景进行压力测试, 如果碳密集型资产突然重新定价会发 生什么 将环境问题纳入审慎监管	巴西银行——要求商业银行针对环境和社会风险对贷款进行压力测试, 并针对这些风险持有额外资本  中国银行业监督管理委员会发布指引, 寻求抑制对碳密集型行业的信贷, 鼓励向绿色项目放 贷 黎巴嫩银行——允许“更绿色”的商业银行持有较低的准备金。需经黎巴嫩节能中心核实 孟加拉银行——商业银行和非银行金融机构需要将贷款总额的5%分配给绿色部门; 对可再生能 源和能源效率的绿色实行再融资补贴 巴西银行——在环境敏感地区实行放贷限制 中国人民银行——向特定地区的绿色贷款提供优惠利率 印度储备银行——对可再生能源公司的贷款被列入该银行的优先部门贷款计划。配额; 商业银 行信贷净额的40%必须用于支持优先部门 韩国银行——采用财政政策, 支持以补贴利率向节能项目和可再生能源项目提供贷款 欧盟支持黎巴嫩银行向节能项目和可再生能源项目提供补贴贷款; 贷款期限也更长
促进向绿色活动和部门分配信贷的积极政策	减少对环境友好项目贷款的准备金要求 根据基础活动的碳强度, 对商业银行融资的贷款价值比和贷款收入比设定上限 根据对部门、地点或对对手方的风险敞口限制放贷, 从而实现微调 针对向优先部门放贷的商业银行, 以优惠利率提供再融资的专用额度 通过强制性或最低限额, 要求银行将其投资组合的特定份额分配给绿色部门 向碳密集型部门放贷的最高配额 央行向开发银行提供支持, 包括购买其股权和债券, 以及为其债券创造市场	挪威银行、挪威中央银行(但仅限于自己购买时)  欧洲投资银行将其放贷的至少25%用于气候行动项目  印度尼西亚、印度和中国的银行发布了自愿绿色贷款准则 中国、印度和大韩民国等国的央行帮助支持绿色债券倡议。 许多国家发行绿色债券; 有些还有世界性银行参与, 如国际金融公司是印度银行的主要投资者
资格标准	在评估购买或接受作为抵押品的资产的总体风险时, 纳入绿色标准	
绿色量化宽松	购买绿色资产作为量化宽松的一部分 绿色债券	
其他绿色活动——绿色债券; 绿色金融标准	支持发展金融机构发行债券、能力建设 可以制定或支持绿色融资准则(例如环境和可持续性风险管理); 使其成为强制性 或自愿性的准则	

资料来源: 贸发会议秘书处根据Scott et al., 2017; van Lerven, 2017; NEF, 2017; Campiglio et al., 2017, 2018; MPAG, 2019; NGFS, 2019以及中央银行的年度报告和出版物编制。

和风险性，流动性更低，交付周期更长 (Campiglio et al., 2018: 464)。负责监管银行的央行可以消除这种偏见。一些作者建议，应当要求拥有碳密集型资产的机构提高持有资本水平，因为它们将面临的风险更大，过渡成本也更高。这本质上是一种走后门的方式，让央行在不改变其狭窄任务范围的情况下支持绿色贷款。然而，利用风险评估确定资本要求的巴塞尔资本框架已经有些混乱和复杂；因此，在使用资本分配作为实现这一目的的工具时需要谨慎 (TDR 2015: chap. IV)。或者，可以将资本作为工具，鼓励向绿色部门提供信贷，这不是因为绿色部门或多或少具有“风险”，而是因为这是政府决定的结构转型的应有方向。同样，如果机构持有的资产不太理想，则相对于债务而言需要持有更多的股权。如果监管的重新调整导致高碳活动融资成本增加，这会间接引导贷款流向低碳活动。

一些国家已经在采取其中的一些措施。黎巴嫩中央银行黎巴嫩银行根据流向可再生能源和能源效率项目的银行贷款金额，规定了不同的准备金比率（即要求私人银行存放在中央银行的准备金相对于其存款总额的比率）(Ministry of the Environment, Lebanon, 2014)。巴西中央银行要求商业银行将环境风险因素纳入其治理框架，并说明在计算资本需求时如何评估这些风险 (NEF, 2017)。中国人民银行为企业提供绿色融资支持 (MPAG, 2019: 39)。同样，在发达经济体，欧洲联盟可持续金融高级别专家组建议根据借贷部门的可持续性风险，对资本实施“棕色惩罚”或“绿色支持”的要求 (European Commission, 2018; Thomä and Hilke, 2018)。更广泛而言，欧盟委员会建议各欧洲监督机构将环境、社会和治理标准纳入其一般业务。这将使它们能够了解和监测金融机构如何识别、报告和应对气候变化和转型进程对金融稳定构成的风险 (European Commission, 2017)。然而，支持此类措施需要令人信服的证据，证明金融部门的风险敞口足够大——这再次表明需要新的分析模型、更多的气候压力测试和宏观建模，以显示与气候变化相关的金融风险。

### (c) 绿色量化宽松

央行购买的公司债券目前可能青睐大型碳密集型公司，这反映了这些公司的信用评级相对较高，而低碳公司往往规模太小，无法发行公司债券 (Campiglio et al., 2018)。这一过程会自我强化，因为市场认为这些公司的债券比其他流动性更低的债券风险更低。为了避免经济体系的“碳锁定”，央行可以减少或停止购买碳密集型金融资产，转而购买低碳金融资产。或者，央行也可以实施一个平行方案，购买新的低碳金融资产，帮助有兴趣转向绿色清洁生产形式的企业创造流动性。潜在的价值非常高——欧洲央行 2017 年的购买总额达 7,300 亿欧元，而实现欧盟能源和气候目标所需要增加的年度投资总额估计为这一数字的四分之一 (European Commission, 2018; Anderson, 2015)。各国央行还可以扩大购买绿色债券，绿色债券市场相对较新，但正在扩大，2018 年的价值估计约为 1,670 亿美元。2007 年以来发行的绿色债券的累计价值估计略高于 5,200 亿美元，其中大部分由美国发行，其次是中国和法国 (Climate Bonds Initiative, 2018)。<sup>20</sup> 尽管这是一个令人鼓舞的开端，但更普遍而言，中央银行可以发挥更大胆的作用，更充分地支持公共银行和政府发行绿色债券和进行绿色融资 (Tooze, 2019)。回到 B.2 节讨论的银行与政府政策目标之间积极关联的关键作用，鉴于气候变化相关投资的长期性质，加之当今总需求低、利率达历史低位以及许多国家可能继续实行量化宽松等一系列现实情况，有理由通过发行长期债务为实现脱碳提供大部分资金。发放此类贷款不是央行的工作——债务应由公共投资银行发行，或者由各国政府直接发行。但央行应通过充当这些长期债务的最后买家来支持这一举措。

反对这种战略的一个理由是，各国央行一直将量化宽松作为一种临时的反周期刺激措施，而不是“全球绿色新政”所要求的更具战略性和长期性的方法。然而，量化宽松看起来不会很快结束。另一个理由是，这将转移银行对维持金融稳定这一主要任务的注意力——尽管图 6.1 和图 6.2 表明，可以对此进行反驳，因为绿色量化宽松恰恰与维持金融稳定相关。第三个理

由是，新的“绿色债券”不符合现有的金融风险标准，不能被列入可供央行购买的合格资产清单，清单主要包括违约风险明显较低的投资级债券。购买绿色资产可能风险更高，尤其是在央行缺乏判断相关技术优缺点的技术专长的情况下。此外，尽管绿色债券的增长可能为所需的转型投资提供额外资金，但还有一种趋势是，绿色债券的期限越来越短——大多数最新发行的绿色债券的期限为5年或更短，只有一小部分绿色债券的期限为所需的10年或更长时间 (Climate Bonds Initiative, 2018: 16)。由于这些原因和其他原因，绿色量化宽松方案的想法至今一直受到排斥。然而，类似做法已经开始出现，如购买为低碳活动融资的公共部门实体发行的债券。虽然这种具体政策对于一些发展中国家来说或许行不通，因为它们无法在不冒汇率风险和国际收支危机风险的情况下采取量化宽松政策，但发达国家可以采取绿色量化宽松政策支持在发展中国家的绿色投资。

#### (d) 资格标准和抵押品框架

有资格作为标准资产组合管理的一部分而被央行购买的资产清单通常是公开的。如果清单中包括更注重环保的资产，或参与“绿色新政”公共投资的资产，央行便可以借此向市场其他各方发出一个强有力的信号，实际上这也是一个金融提振信号。一些银行已经在采取这样的做法，如在自营投资中使用绿色标准，设立道德标准来决定是否购买外国股票，或将煤企排除在政府养老基金投资组合之外（包括荷兰、挪威和瑞士的国家银行）。

同一原则可以扩大适用于央行的抵押品框架。该框架有时被称为“央行的公开秘密” (Nyborg, 2017)，它决定了金融机构在向中央银行借款时可以抵押哪些资产，以及抵押这些资产可获得的借款金额。确定资产是否有资格被用作抵押品的标准，以及这些资产的市场价值与其作为抵押品的价值之间的差值，决定了它们的吸引力，从而决定了它们的市场价格。在法国，中央银行资格标准的一项变化引起了向以前被视为不符合资格的中小企业提供的信贷增加，

而当时向其他企业提供的信贷实际上有所减少 (Mésonnier et al., 2017)。

## 2. 国家公共银行的潜力

如果央行是一个国家银行系统的指挥中心，那么，国家公共银行就是机舱——密切参与，担当重任。当公共银行具备以发展和（或）社会为导向的任务以及相关的信贷战略时，它们明显不同于私人银行。虽然公共银行也需要确保一个可持续的商业模式，但它们通常有更多的余地，可以瞄准产生正外部效应的项目，以二级市场利率提供贷款，并将覆盖面扩大到得不到充分服务的领域和借款人类别。此外，在危机时期，当私人金融机构的信贷变得稀缺时，国家公共银行可以采取反周期行动。公共商业银行的这种反周期力量往往比开发银行更加明显，因在大多数有公共商业银行的国家，这类银行的业务规模都比开发银行要大。

国家开发银行大多是公有的，因此是公共银行中的一类。尽管它们与其他公共银行之间的差异并不总是很明显，但可以通过几个关键特征进行区分：国家开发银行的任务范围更加狭窄，仅限于支持社会发展项目，它们参股风险较高和存在不确定性但长远上可能会获得巨额回报的企业，它们具有内部专门知识和专业知识，它们在大型复杂项目风险评估和管理方面拥有良好的业绩记录，而且它们具有为长期项目融资和从其他机构引进资金的特殊能力。

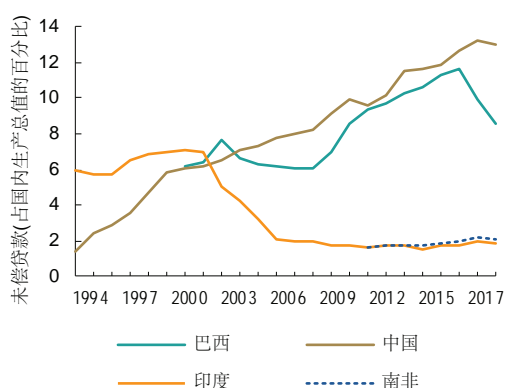
原则上，国家开发银行是强有力的政策工具，因为它们开展业务的分块市场处于结构转型进程的核心。它们的主要职能是解决资本市场不完善的问题，因为资本市场不愿意承担向具有高度不确定性和漫长的酝酿和学习周期的大规模资本密集项目（或新部门、新产品）提供融资的相关风险。由于私人投资者无法获得这些项目经常产生的正外部效应，结果导致这些领域投资不足。国家开发银行可以在制度上弥补基础设施项目长期投资与银行系统短期存款之间的资产负债错配。国家开发银行还可以发挥前瞻性作用，利用其积累的研究、技术支持和

机构能力来左右市场和创造市场，并在预期需求和协调国内供应反应方面充当“最先”投资者 (UNCTAD, 2016; Macfarlane and Mazzucato, 2018)。

在实践中，一些国家开发银行作为政策工具的效力参差不齐，其作用存在争议。随着“华盛顿共识”的兴起，对国家开发银行的分析变得更具批判性。然而，到2008-2009年金融危机时，随着私营部门银行贷款枯竭，国家开发银行又成了基础设施、公共设施和战略部门投资的长期融资和逆周期融资的主要来源。这场危机凸显了发展融资的持久重要性，决策者开始重新思考国家开发银行在结构转型中的作用以及如何有效运用它们 (Kozul-Wright and Poon, 2018)。

图6.3显示了各国发展融资经验的巨大差异。在巴西和中国，国家开发银行的未偿贷款占国内生产总值的比例大幅增加。相比之下，在印度，国家开发银行发放的贷款在过去十年停滞在较低水平，较2000年初的水平大幅下降。南非的可用数据更为有限，但至少自2010年以来，其国家开发银行的作用一直稳步上升，不过其放贷水平仍相对较低。

图6.3 国家开发银行的作用，部分新兴市场国家，1994-2017年



资料来源：贸发会议秘书处根据以下资料所作的计算：国家经社发展银行、中国国家开发银行、工业发展公司和南部非洲开发银行的年度报告和财务报告(不同年份)；印度储备银行印度经济统计手册(不同年份)；国际货币基金组织国际金融统计。

注：巴西包括国家经社发展银行；中国包括中国国家开发银行；印度包括印度工业信贷投资银行、印度工业开发银行、印度工业金融公司、国家农业和农村开发银行、国家住房银行、各邦的金融公司、印度小型工业开发银行和印度进出口银行；南非包括工业发展公司和南部非洲开发银行。

与大多数吸收存款机构不同的是，国家开发银行通常依赖基础广泛的长期资金，如国库资金、债券，在某些情况下，还包括所谓的“强迫”或“强制”储蓄，例如在巴西与职工储蓄方案相关联的储蓄。<sup>21</sup>正是这种供资基础使国家开发银行有能力支持对结构转型至关重要的长期、风险、创新和复杂项目。国家开发银行的起源可以追溯到欧洲大陆的后期发展努力，当时资本市场薄弱或根本不存在，这限制了工业和基础设施的发展，当时也缺少对寻求借款的公司进行监测的机制 (Chandrasekhar, 2016; UNCTAD, 2016)。这些早期的例子为在第二次世界大战后立即调动工业融资进行重建和工业化的国家提供了体制模板，如德国复兴信贷银行<sup>22</sup>和日本开发银行<sup>23</sup>。

这些经验影响了战后初期由国家主导的政策范式和做法，因为去殖民化使得工业发展和基础设施建设成为结构转型的关键。例如，1954年成立的韩国开发银行最初使用美国的援助作为其主要资金来源，并向生产化肥、水泥和电力等在朝鲜战争中被摧毁的基础产业提供信贷 (Lee, 2017)。巴西于1952年采用不同的供资模式创建了国家经社发展银行，该行最初专注于从事交通和发电等基础设施部门融资，后于1960年代和1970年代转向有色金属、化工、石油化工、造纸、机械和其他行业 (UNCTAD, 2016)。

如果不依赖能够为风险高和期限长但符合社会期望的项目提供长期融资的国家开发银行，便可能面临一个更大的风险，即它们的职能将被影子银行等问题更多的资金来源所代替 (如插图6.2所述)。

在1980年代和1990年代，政策制定者将注意力转向外来资金，更加重视私人资本流动和国内外私营企业，以及捐助国政府和多边开发银行的有条件援助。由于金融自由化成为结构调整方案的一部分的，而且如上所述中央银行的作用发生了变化，发展中国家的许多国家公共银行被缩减规模或重新定位、私有化或干脆关闭。留到现在的公共银行通常比以往更加商业化。

## 插图6.2 中国和印度的影子银行

影子银行是不被视为主要存款机构的金融机构，它们不像银行那样受到监管，但从事类似银行的活动；它们在实现金融部门自由化的经济体中占有重要地位。这类金融机构风险负担沉重，处境脆弱，但却在一定程度上替代了公共银行和发展融资机构，因为后者的作用在金融自由化的过程中受到削弱或取消。这些机构由于不受监督和严格的审慎监管，往往会向因银行受限无法进入或不愿进入的领域放贷和投资。影子银行的主要资金来源是借入资金，通常以过去购入的资产作为抵押获得，因而，它们将其资产内在的风险转移到金融体系的其他部分。银行受到金融自由化的鼓舞，为了寻求更高的回报，成了影子银行的重要供资方；在此环境下，影子银行的活动往往迅速增长。

这种增长非常显著的两个新兴市场是中国和印度。在中国，这在一定程度上是由金融自由化的性质和顺序造成的。一方面，尽管政策制定者正在尝试自由化，但银行系统的核心部分仍然受到监管：例如，贷款数额和分配仍然受到控制；国有商业银行倾向于贷款给国有企业，而不是新的和规模较小的私营公司；银行储户的选择有限，而银行存款利率上限和贷款利率下限分别于 2015 年和 2013 年才放开。此外，面对地方政府借款的激增，中央政府于 1994 年禁止地方政府出现预算赤字和发行债券 (UNCTAD, 2016: 29; Tobin and Volz, 2018: 11, 21)。但地方政府借助于建立新的非银行金融机构的自由，设立了地方政府融资平台，利用借入资金为基础设施项目和资本密集项目融资。银行向这种“预算外”借款提供了支持，一定程度上是迫于来自地方政府领导的压力。中央政府逐渐发现，在需要“刺激”经济时，这些机构是启动信贷融资支出的便利工具，它们因而成了金融领域的重要成员。

在印度，金融自由化或“改革”更直接地导致了大型影子银行机构的增长。由于公共开支受到财政改革的限制，在关键基础设施领域政府更愿意依靠公私伙伴关系和私人投资。由于私营部门不愿在这些项目中冒险投入过多自有资本，这些项目需要得到信贷支持。凑巧在这一时期，印度政策制定者为了实行改革，决定逐步关停计划发展年代所建立的发展融资专门机构的活动。其中两个最重要的机构转型为传统的商业银行。解决大型项目缺乏资金来源问题的一个方法是，利用公共银行股权投资建立按商业路线运作但身兼发展融资任务的机构。一个例子是基础设施租赁和金融服务公司这一基础设施融资机构 (Chandrasekhar and Ghosh, 2019)，该公司利用商业票据等短期工具获取资本，为长期投资提供资金。起初，这种期限错配并没有造成问题，因为人们以为，作为政府支持的实体，该公司享有主权担保。基础设施租赁和金融服务公司三分之一的股份由国有金融实体持有，它是商业票据的最大发行机构之一，信用等级为 AAA 级。然而，截至 2018 年 8 月底，该公司出现了一系列集团实体债券违约事件，导致管理层变动、法律诉讼和痛苦的公司重组，这一进程至今尚未结束。

对巴西、中国、印度、马来西亚、墨西哥、大韩民国、俄罗斯联邦、南非和土耳其这 9 个国家的 13 家国家公共商业银行和开发银行进行的分析显示，这些银行的公有化程度、资金来源和贷款模式各不相同。可以看出，所有权和供资模式会影响贷款的性质。其中三家最大的银行——中国国家开发银行、大韩民国开发银行和巴西国家经社发展银行——都是国有独资银行，它们的资金主要基于长期负债。因此，这些银行年度报告中的信息显示，高达 83% 至 100% 的贷款流向生产部门，其中很大一部分

流向基础设施：中国国家开发银行至少 70% 的贷款和巴西国家经社发展银行至少 38% 的贷款都流向了基础设施。

与此同时，主要依赖客户存款的银行对基础设施项目的关注度较低，尽管它们对生产部门的贷款比例也相对较高。它们往往拥有较高比例的中期贷款（而不是长期贷款），这可能是因为它们获得的通常是短期资金。土耳其国有控股商业银行人民银行依赖期限低于一年的客户存款，其基础设施相关贷款仅占总敞口的 24%。

同样，另一家主要依赖短期存款的土耳其国有控股商业银行瓦基弗银行仅将其贷款总额的21%投入基础设施部门。<sup>24</sup>

1990年代金融自由化兼私有化改革的另一个后果是，原先以提供发展贷款为任务的银行规模缩减并失去了重心。印度工业开发银行就是例证。该行成立于1964年，在1990年代之前一直是一家领先的金融机构，为所有主要行业提供资金，在印度的工业和基础设施发展中发挥了催化作用。作为一个顶级机构，该行为其他发展融资机构的创建提供了支持，并帮助协调它们的活动。然而，1990年代初，该行实行了商业化，部分所有权被出售给私营部门；自2000年代以来，该行已经转变为一家综合银行，其业务包括零售贷款。结果是，印度工业开发银行目前不提供发展贷款，贷款和股权组合也大幅减少，仅相当于印度国内生产总值的1.4%；与此相比，巴西国家经社发展银行的贷款和股权组合相当于巴西国内生产总值的9.3%（见表6.4）。

### 公共银行面临的挑战以及如何支持这些公共银行

国家公共银行要想通过主要向生产部门和社会价值高的部门贷款区别于其他银行，它们的任务和获得的财政支持就必须使它们能够承担更长期和风险更高的项目。因此，必须保护和扩大其长期资金来源，因为只有长期负债才能使银行有坚实的基础来为长期项目融资。供资基础的多样性也很重要。巴西国家经社发展银行对国库的依赖相对较高，这使该行容易受到国内政治优先事项突然变化的影响（Macfarlane and Mazzucato, 2018: 53）。但是，该行还吸收机构储蓄，包括职工援助基金和社会融合方案/公务员储蓄方案等形式的机构储蓄。资金来源还包括股东权益和国外发行的债券。这种多样化的供资基础保护银行控制风险，并使其拥有更可持续的资金配置。

金融规章，尤其是《巴塞尔资本协议》，能够影响公共银行为长期、风险或复杂项目融资的能力。《巴塞尔资本协议》的一些规范和规则

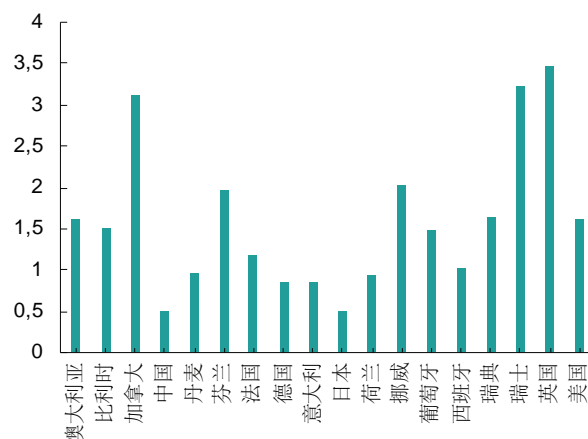
对这类项目存在固有偏见，明显阻碍银行提供长期和高风险贷款。这些规定包括：《巴塞尔协议三》下旨在缩短融资期限的流动性和资金要求；赋予股权投资风险敞口，特别是被认为具有投机性质的股权投资的高风险权重，而这种投资可能涉及承担理想的蓝天项目的风险；以及对大型基础设施项目等较大风险敞口的限制。

考虑到结构转型和《2030年议程》的融资需求，未来面临的一个重要挑战是需要扩大规模。应增强公共银行的资本实力，以便它们能够扩大放贷规模；而那些走下坡路的公共银行应得到帮助，实现恢复和增长。在开发银行和其他公共银行在国家金融体系中占有重要的地位的国家，如中国、德国和日本，已经在采取这种措施。但是，如果不采取这种战略，信贷总额的很大一部分就会流向家庭和其他非生产部门（见图6.4）。扩大或重新调整公共银行规模对于它们发挥反周期作用也很重要，因为银行规模越大，其反周期贷款的宏观经济影响就越大。

### 3. 扩大区域开发银行的规模：新的趋势和机遇

由南方主导并面向南方的银行（如新开发银行、亚投行等）扩大区域公共银行业务是近年来提供长期公共融资方面最显著的趋势之一。与老牌多边银行相比，它们创造的额外融资和肩负

图6.4 部分国家家庭贷款与企业贷款的比率，2014-2016年平均数



资料来源：贸发会议秘书处根据来自Jordà等人2017年的数据以及中国人民银行（货币政策执行报告，不同年份）的数据编制。

的明确发展任务有可能在治理和贷款决策方面带来质的差异。寥寥可数的几个南方区域开发银行就使全球可获得的长期贷款额大幅增加。这些区域银行提供贷款的速度还往往很快，除了要求偿还贷款之外不设任何限制条件，而且给予发展中国家与其经济实力更相称的治理发言权 (Barrowclough and Gottschalk, 2018: 10)。它们依赖于与其他银行和公司的伙伴关系和共

同融资，而且不仅提供融资，还提供技术专长和经验分享。然而，并非所有区域都得到同样好的服务，仍然存在重大的区域间差距。最重要的是，相对于需求而言，可用资金仍然太少，这最终反映出这些银行的资本基础薄弱。

非洲各区域开发银行的情况尤为困难，但这说明存在更广泛的挑战。非洲四家主要区域银

表6.4 部分发展中国家的公共银行：贷款和机构特点，2017年

国家开发银行	国家	未偿贷款 (净额百万 美元)	未偿贷款 (占国内总产 值百分比)	向生产部门 发放贷款 (占总贷款 的百分比) <sup>b</sup>	贷款作为工具 (占总资产 的百分比)	主要资金来源 (占总负债和 股本的百分比)	国有比例 (百分比)
1 中国国家开发银行	中国	1.634.820	13.4	100.0	66.7	债券 (52.9%)	完全国有
2 韩国开发银行	大韩民国	159.999 <sup>a</sup>	10.5	90.1	54.3	债券 (30.3%)	完全国有
3 巴西开发银行(国家经 社发展银行)	巴西	190.287 <sup>a</sup>	9.3	83.4	63.3 <sup>c</sup>	国库 (43.8%)	完全国有
4 人民银行Halkbank	土耳其	54.379	6.4	84.6	65.8	客户存款 (61.9%)	大部分国有 (51.1%)
5 瓦基弗银行VakıfBank	土耳其	49.825	5.9	58.5	67.4	客户存款 (53.0%)	大部分国有 (58.5%)
6 中国进出口银行	中国	421.884	3.4	n/a	75.4	债券 (67.9%)	完全国有
7 俄罗斯开发与对外经 济银行	俄罗斯	30.972	2.0	53.0	52.8	债券 (31.8%)	完全国有
8 南部非洲开发银行	南非	6.383 <sup>a</sup>	1.8	89.1	85.5	债券 (44.7%)	完全国有
9 马来西亚开发银行	马来西亚	4.863	1.5	90.3	73.1	客户存款 (30.2%)	完全国有
10 印度工业发展银行	印度	37.809 <sup>a</sup>	1.4	77.3	52.7	客户存款 (74.2%)	大部分国有 (74%)
11 工业发展公司	南非	3.796 <sup>a</sup>	1.1	82.3	20.5	股本 (67.3%)	完全国有
12 国家农业农村发展 银行	印度	28.244	1.1	100.0	80.3	客户存款 (61.8%)	完全国有
13 国家金融开发银行	墨西哥	11.190	1.0	30.0	42.9	客户存款和证券 (47.8%)	完全国有

资料来源：贸发会议秘书处根据各银行的年度报告和财务报告作出的计算。

注：

a 数字包括对联营企业的股权投资。南部非洲开发银行的数字还包括发展债券。

b 对所有农业、工业(包括基础设施)和服务业(分)部门的贷款，以下除外：金融和保险机构、房地产、旅游业、住宿和餐饮服务、住房、个人服务活动、消费贷款和信用卡。

c 包括银行贷款和转贷业务。

行——东非开发银行、西非开发银行、中部非洲国家开发银行以及贸易和发展银行——建立至今已超过 35 年，它们为借款国的发展项目提供支持。这些银行目前财务状况稳固，信用评级达到投资等级，拥有实力雄厚的股东，并很好地融入了它们所服务的区域经济共同体。<sup>25</sup> 它们还通过大量的共同融资和转借对其他金融机构构成补充。然而，它们的放贷能力非常有限。即使在 2016 至 2017 年放贷量大幅增长后，放贷金额仍然极低，特别是相对于需求而言。西非开发银行以及贸易和发展银行的贷款和资产总额尽管最近有所增长，但仍维持在 40 亿至 50 亿美元之间，东非开发银行和中部非洲国家开发银行的贷款和资产总额维持在 2 亿至 7 亿美元之间，均远低于拉丁美洲开发银行安第斯开发公司的数字（见图 6.5）。

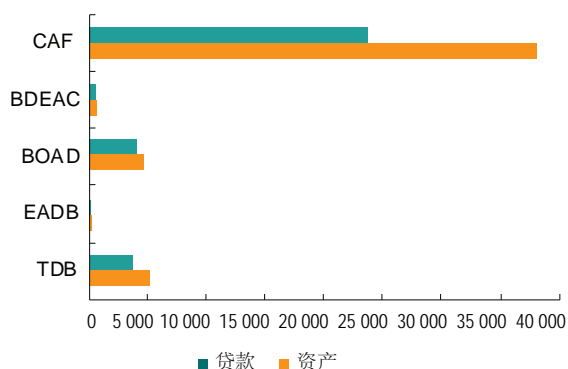
对这些银行提供贷款和其他形式融资能力的最大约束性制约是它们的总股本。<sup>26</sup> 然而，同样重要的是，要考虑到银行对借入资金的依赖，也就是其自身的贷款股本比（又称为杠杆率）。截至 2017 年底，中部非洲国家开发银行为 3.1，西非开发银行为 3.1，东非开发银行为 0.73，贸易和发展银行为 3.7（而世界银行平均为 3.5，欧洲投资银行为 5.4）（UNCTAD, 2018b）。

有人指出，东非开发银行面临的问题之一是银行股东的信用质量低下，这限制了其信用评级（Moody's, 2018: 5）。为了弥补这一弱点，东非

开发银行瞄准了低杠杆率，导致未偿贷款水平较低。这一策略显然帮助了该行，使其被穆迪公司评为投资等级。但是，包括西非开发银行在内的其他银行也都被评为投资等级，尽管它们的杠杆率更高。所有这些开发银行都把金融市场，包括国际金融市场，视为资金来源。如 C.5 节所述，被信用评级机构评为较高的投资等级使这些银行能够以较低的成本在这些市场筹集长期资金，进而使它们能够以合理的条件为发展项目提供贷款和融资。因此，这种供资模式解释了为什么这些银行的行为会受到评级机构的影响，并再次说明银行的所有权结构和资金来源非常重要。

扩大这些银行放贷能力的途径之一是提高其杠杆率。另一个途径是扩大资本基础，实现的手段可能包括：本区域的主权财富基金注资（C.4(c) 节）；外汇储备（其中一些由法国中央银行持有）；甚至可以增加新股东，包括本区域以外的股东。拉丁美洲的安第斯开发公司便采取了这种做法，吸纳西班牙和葡萄牙为股东；同样，亚投行也有很多北方股东。贸发会议根据当前资本所有权结构作出的计算表明，核心股东——即非洲成员国政府——可以在保留对银行的控制权的同时，让非洲以外的国家和机构贡献额外资本。<sup>27</sup> 目前，非洲成员国和机构持有这些银行 90% 或以上的股份，因此非洲成员国可以在保持对银行的完全控制权的同时让其他国家和机构提供额外资本。

图6.5 区域银行总资产和未偿贷款，2017年  
(百万美元)



资料来源：贸发会议秘书处根据各银行的年度报告编制。

注：CAF = 安第斯开发公司、BDEAC = 中部非洲国家开发银行、BOAD = 西非开发银行、EADB = 东非开发银行、TDB = 贸易和发展银行。

#### 4. 其他长期资金来源

##### (a) 区域资本市场能否提供所需资金？以“亚洲债券市场倡议”为例

区域资本市场有时被视为开发银行的重要补充，亚洲区域尤其热衷于探索这种可能性。“亚洲债券市场倡议”2002年由东盟+3发起，其宗旨是发展当地货币债券市场，促进区域金融合作和一体化。连同“清迈倡议”一起，该倡议很大程度上是对东亚危机的一种回应，在东亚危机中，已经开放资本账户的东亚新兴市场经济体受到外国资本突然从该地区大规模撤离的冲击。“亚洲债券市场倡议”旨在帮助亚洲国家摆脱对国际银行提供的短期资金的过度依



赖，从而减少亚洲地区借款的货币错配和期限错配。一些人还认为，这项倡议可能是朝松动西方资金对东亚地区的控制的更大规模的协同努力迈出的第一步 (Park and Bae, 2002)。

从某些标准来看，“亚洲债券市场倡议”非常成功。该地区的本币债券从 2002 年的约 1.1 万亿美元增至 2016 年 12 月的 10.2 万亿美元，而且这种债券市场在每个东亚新兴市场国家都出现了绝对增长，占国内生产总值的份额也有所提高 (ADB, 2017)。然而，由于这些经济体对外资保持金融开放，因此，“亚洲债券市场倡议”导致国际投资者持有的主权债券迅速增加。这又使亚洲经济体面临不可预测和快速变化的国际资本流动，甚至加剧了市场波动，因为货币风险被转移给了国际投资者，而自此以来，这些国际投资者也变得对风险更加敏感 (ADB, 2017)。在“亚洲债券市场倡议”启动后，尽管国内储蓄率很高，但区内投资并没有增加，该地区仍然高度依赖外资 (Lim and Lim, 2012)。该地区基础设施项目的债券融资仍然有限 (ADB, 2017: 6)，而且这种状况可能还会延续下去，因为促进区域一体化市场的前提是参与国之间完全开放资本账户。出于许多现已众所周知的原因，这一战略风险很大但好处并不确定。因此，这种鼓励资本市场的战略似乎没有消除发展中国家面临的外部资本市场一体化的风险和担忧。

### (b) 创建绿色公共银行网络

一项在欧洲讨论已久、美国也正在讨论的建议是，以绿色中央银行为中心，创建一个绿色公共银行网络。这令人回想起获得授权为最初的罗斯福新政提供资金的公共机构——复兴金融公司。到 1957 年复兴金融公司正式解散时，它被描述为“所有联邦贷款机构中最大、无疑也是最复杂的机构之一” (Secretary of the Treasury, 1959: v)；复兴金融公司从最初很小的规模（资本只有财政部支付的 5 亿美元，以及将杠杆率提高到其股本的三倍的权利）发展起来，为大萧条时期的重建方案创造了数百亿美元的贷款。该公司首先发行了 15 亿美元的债券，用借入资金来为道路、桥梁、水坝、大学等许

多项目买单。在随后的几年里，它为美国的战争行动提供贷款，并最终为美国企业提供贷款。放贷收益偿还了债券，当复兴金融公司于几十年后解散时，其借入资金总额达 540 亿美元，它为拥有所有权的政府赚取了净利润，还偿还了大部分初始资本并创造了收入。

公共银行网络可以处于“全球绿色新政”核心位置，它被描述为一个权力下放版的复兴金融公司 (Brown, 2019)。如今这一概念的美国版设想将美联储与一个新的地区和专业公共银行系统（其中可包括市和州拥有的银行）结合起来。公共银行将通过为基础设施建设和升级、清洁能源资源的部署等活动提供低息贷款，帮助支付“全球绿色新政”的费用；联邦政府将对公共银行注资，为贷款项目设定环境标准，以及将税收鼓励与参与公共银行贷款挂钩来提供帮助。

在欧盟背景下，创建这样一个银行网络还能应对在一个由个体国家组成但没有财政联邦制的经济联盟中扩大规模的挑战。一项提议建议欧洲投资银行利用分布于各成员国的公共银行网络发行“绿色投资债券”，并将这些资金转贷给从事旨在减缓环境问题、创造就业机会和促进经济转型等一系列活动的投资者。有人认为，欧洲投资银行可以发行约占欧洲国内生产总值 3% 至 5% 的债券（例如见“2025 年欧洲民主运动”的政策建议，2019; Taylor and Neslen, 2019）。这种网络可以在不改变任何现有条约或安排的情况下建立；它不需要整个欧洲大陆的财政支持，因为债券将通过放贷收入偿还；它也不会增加欧盟成员国个体的国债。一项建议的一个重要内容是，如果债券价格跌破特定收益，欧洲央行也应当随时准备回购债券，从根本上为该项目提供担保，并保证债券购买者不会亏损。

建议的支持公共银行的其他资金来源有：与公司资产负债表规模成比例的金融交易税或印花税；将中央银行的铸币税利润转而用于加强开发银行的股权；从公司首次公开发行股票和增资中收取股息；或采用 B.2 节中提到的碳税。当然，对许多国家而言，控制非法资金流动（见

第五章)可以成为提高政府财政能力的最重要的资金来源之一,用来为银行提供资本。控制非法资金流动如果还能产生将私人资本留在国内的效果,则可以进一步增加银行部门可能获得的资源。

### (c) 主权财富基金等公共资产

可以用来扩大公共银行业务规模的另一个资金来源可以是主权财富基金。主权财富基金不是银行,而是公有资产。其中为数不多的一些主权财富基金的宗旨与开发银行大体相似,可以要求它们支持“全球绿色新政”。一些主权财富基金实际上是养老基金和人寿保险基金,其长期任务是为未来提供收入流,可供政府用来为其社会义务提供资金。这些庞大的公有资产储备长期以来一直是国际资本流动的一部分,可以运用这些资金,为发展中国家的需求提供更直接的公共支持。

主权财富基金的数量和资金实力迅速增长:近年来成立了许多新基金,主权财富基金的总资产目前至少价值7.9万亿美元(见表6.2)。主权财富基金对支持开发银行的兴趣部分源于它们的规模——尤其是在亚洲或中东地区,主权财富基金价值高达数万亿美元,远超开发银行的规模。在撒哈拉以南非洲,目前有9个基金持有价值约120亿美元的资产。虽然这些基金的规模小于本区域的区域开发银行和在境外投资的国家开发银行,但它们可以成为开发银行额外资本的有用来源(C.2节)。主权财富基金可以为银行提供股本资本,并在高风险但潜在回报高的项目中充当合作伙伴。Mazzucato (2011)等人以中国和美国等国的生物技术、互联网和可再生能源为例,主张在涉及研发时,公共部门应当作为股权合伙人参与进来,而不只是提供赠款,这样,未来收入流就会既惠及公共部门,又惠及私营部门。

主权财富基金的另一个间接好处是,它们的存在有助于为区域和地方债务和股权市场提供额外的流动性,从而帮助应对上述一些挑战。然而,目前只有少数基金拥有在本国投资的合法权利,大多数基金利用其巨大的资源在国外发

达经济体购买债务或股权。如果投资风格比较保守,它们不太可能会选择绿色或创新型的新公司和投资。即便如此,一些主权财富基金确实间接展示了它们可以做到什么,它们正在利用这类投资来促进气候变化适应工作(挪威)、促进区域增长和发展(新加坡)或支持举步维艰的国内经济(法国、爱尔兰)。

为了使资金投向公共需求,即使是需要按照商业条件运作的机构,也需要明确的以公共服务为导向的任务,特别是在涉及商业性较低的业务时。例如,马来西亚的国库控股公司将其主权财富基金分为商业基金和“战略投资基金”,后者也重视经济发展影响。然而,即便是战略基金也应当实现自给自足,必须获得至少与政府十年期证券相同的收益率,并在其经济影响成果之外实现财务收益。

### 5. 让银行业更好地为发展服务:信用评级机构的作用

为了让公共银行以不损害其发展任务的方式扩大规模,就必须重新思考信用评级机构的作用。由于银行有固定的资本基础,它们的放贷规模和感知风险受到市场如何看待其偿债能力的限制——而这在很大程度上取决于信用评级机构给它们的评级。评级影响银行可以在市场上借入的额外资金的规模及其成本。世界银行和所有主要的区域多边开发银行一直被三大评级机构评为AAA级。<sup>28</sup>许多银行的股东要求银行达到AAA级;一家银行明确规定必须获得三大机构的AAA级;其他银行只要求获得AAA级,而没有具体规定哪个评级机构(Humphrey, 2018a)。这些要求使银行必须在AAA评级和实现发展目标二者之间寻求平衡,而发展目标本身就包括风险不明确甚至很高的项目。事实上,《亚的斯亚贝巴行动议程》第110段将机械依赖信用评级,包括利益冲突问题,称为影响发展融资的系统性问题。<sup>29</sup>

标准普尔认为这种张力是一个难题,因为二十国集团领导人呼吁银行增加放贷,但不承诺增加资本(S&P Global Ratings, 2017: 2)。确切地说,他们的行动计划要求银行研究释

放资本的不同方式，以优化资产负债表。这种张力的后果是，银行变得过于谨慎，甚至信用评级机构都这样认为。标准普尔 2016 年对 19 家多边开发银行进行的研究显示，这些银行可以在不损害其信用等级的情况下，将放贷总额增加约 1 万亿美元，这是相当于这些银行放贷总额 70% 以上的巨化，等于世界银行贷款总额的两倍。银行也可以选择较低的评级，比如 AA+，而不是 AAA。拉丁美洲银行安第斯开发公司等几家开发银行已在这一评级水平上顺利运作 (Humphrey, 2018a)。研究表明，如果七家主要的多边开发银行“打破 AAA 禁忌”，转而以 AA+ 评级为目标，它们的放贷空间将能够再增加 1 万亿美元 (Settimo, 2017)。

另一个举措是政府停止转走银行的收入。世界银行的股东 2017 年全年从该行转走超过

230 亿美元的收入 (Humphrey, 2018a: 25)，这一数额几乎是该行最近一轮增资的三倍。在政府股东的大力支持下，多边开发银行还或许能够使用通知即缴的资本（银行股东尚未支付的那部分资本）。

部分原因在于，评级机构采用的评级方法不透明，个别因素可能有很大争议 (Munir and Gallagher, 2018)。此外，正如《2015 年贸发报告》所述，尽管有证据表明，保守的“华盛顿共识”型政策在全球金融危机期间只能让情况变得更糟，但信用评级机构的评估仍系统性地青睐使用这类政策的国家。对于信用评级机构的更为普遍的批评意见是：它们更加看重持有流动准备金的银行，而不是持有贷款的银行，这反过来又鼓励银行持有比原本更多的现金准备金；它们还低估了优先债权人待遇和通知即缴的资本的好处。

## D. 发展中国家现在能做什么

公共银行可以成为促进发展的积极力量，特别是如果它能起到助推作用并引导市场，而不局限于对所谓的“市场失灵”作出反应或填补缺口的次要作用。利用公共银行实现“全球绿色新政”是一个重要的新机遇，但这不会自动发生，政策支持将至关重要。就此进行的讨论提出了如下重要政策建议：

- 开发银行和长期融资机构可以为“全球绿色新政”做出重大贡献，但如果它们能够融入一个以中央银行作为最高机构同时得到作用各异的各类金融机构支持的有利于发展的联系网络，并与范围更广的政府政策和国家发展目标积极结合，其作用将会大得多。
- 中央银行可以摆脱近年来对价格稳定 / 通胀目标的狭隘关注，并将关键的发展问题重新纳入其任务。这方面的政策空间可能比通常想象的要大。公众支持应对气候变化新方法的浪潮提供了一个令人鼓舞的机遇，可以扩大到全球公域和更广泛的“全球绿色新政”。
- 各国央行应发挥更大胆的作用，全力支持公共银行和政府发行绿色债券和进行绿色融资；包括作为最后的买家。
- 各国政府需要注意不要放弃它们拥有的空间——例如，一些国际贸易或投资条约会限制央行使用资本账户管理等宏观审慎措施的能力。在可能的情况下，应当收回这些权利。
- 开发银行需要得到更多的支持，以便能够扩大发展融资规模。这需要让它们能够在目前的资本水平下发放更多贷款，并扩大资本基础。
- 与此同时，银行需要调整激励措施，以便其向真正以发展为导向的项目放贷。对财务可持续性的担忧不应削弱它们向发展回

报高的项目或领域放贷的能力，即便是在财务回报可能很低的情况下。

- 各国政府需要表明，它们支持开发银行，包括其发展任务。资本市场会评估银行的所有者是谁，以及如果出现问题，其所有者是否会支持银行，因此，当人们感觉到一些国家的政府不愿意全力支持银行时，银行会受到损害。
- 政府股东也不妨减少它们从银行获取的收入，确切地说，是将其利润再投资于银行。
- 主权财富基金可以提供潜在资金，更好地引导这些资金用于发展需求，包括支持开发银行。
- 完善绩效指标和报告制度，适当重视发展融资机构的社会和经济贡献，而不仅仅是财务可行性，这有助于化解财务可持续性与感知的经济效益之间的张力。这仍然是研究、资金和更广泛的政治辩论中的重大空白。
- 支持发展融资机构采取集体行动，分享经验、技术和知识以及资金，具体而言南南交流可能特别有效。
- 发展中国家需要确保银行监管框架适当考虑到公共银行，特别是开发银行的具体特点。《巴塞尔资本协议》没有对不同性质的银行作明确区分。在国家层面，国家监管机构有权酌情调整巴塞尔规则，因此可以参照一些国家的做法，或将开发银行置于巴塞尔框架之外，或承认开发银行的供资特点和发展任务，给予它们特殊待遇。
- 需要重新考虑信用评级要求所带来的制约。各国政府可以审查它们对银行持续获得高信用评级的要求，并挑战“AAA 禁忌”。需要审度银行获得 AAA 级地位的成本和收益，特别注重在银行试图平衡 AAA 级地位和发展任务这两个相互矛盾的目标时的权衡取舍。
- 与“普通”银行不同，对发展融资机构资本充裕程度的外部审查需要由具有发展融资机构专业知识的可信外部机构进行。例如，国际清算银行可以对发展融资机构特殊的财务状况和任务给予适当的分析和重视，但无法指望需要对各类机构和公司进行评估的信用评级机构采取这种做法。
- 在国际层面，关键问题是国际信用评级机构对多边开发银行的控制。信用评级机构在评估多边开发银行针对不同类别资产应持有多少资本时，严格遵循确定资本要求的巴塞尔规则，但鉴于银行所负的发展任务及其归政府所有这一事实，可以对它们的评估进行修改。
- 量化宽松等一些绿色信贷创造和指导机制在发展中国家或许行不通，因为可能会引发汇率危机和国际收支危机。然而，可以用发达国家银行的绿色量化宽松政策来支持在发展中国家进行绿色投资。
- 央行早该采用新的分析方法来着手宏观经济建模了，这包括那些更准确地纳入气候变化风险敞口的分析方法。还应当强制要求披露这些信息。
- 同样重要的是，应重新审视有关经济紧缩政策的影响的分析建模方法，特别是不平等、通货紧缩和有效需求低迷等负面影响。 ■

## 注

- 1 例如，北达科他州银行于1919年为向农民提供低价信贷而成立，现在，该行提供助学贷款，向当地中小企业提供信贷，并通过购买市政债券为当地政府提供资金。挪威地方银行成立于1926年。土耳其农业银行成立于1888年，旨在支持农业发展。
- 2 最近成立的一些公共银行包括：泰国中小企业发展银行(2002年)、巴拉圭发展融资机构(2005年)；玻利维亚生产发展银行(2007年)；白俄罗斯开发银行；坦桑尼亚农业发展银行(2012年)；马拉维出口发展基金(2012年)；厄瓜多尔人民银行(2015年)；尼泊尔基础设施银行(2019年)；乌兹别克斯坦开发银行(2019年)。
- 3 例如，英国的绿色投资银行(2012年)、新的加拿大出口信贷机构—加拿大发展融资机构(2017年)、法国国营投资银行(2012年)。
- 4 贸发会议秘书处的估计表明，以社会发展为导向的公共银行目前在亚洲发展中国家有80家，非洲有75家，拉丁美洲和加勒比地区有70家，中东有20家，太平洋区域有8家。
- 5 关于更详细的调查，见Barrowclough and Gottschalk, 2018; Eurodad, 2017; Grabel, 2017; Griffith-Jones and Ocampo, 2018; Studart and Gallagher, 2016; UNCTAD, 2016, 2018a, 2018b; World Bank, 2018b; Xu et al., 2019等。
- 6 另一种相关介绍，见Eurodad, 2017。
- 7 为了避免这种“摘樱桃”或挤出的可能性，智利的生产发展公司(CORFO)(一家由由国库而不是银行供资的机构)转而向需求最紧迫的申请人提供赠款，而不是提供补贴贷款(Griffith-Jones et al., 2018)，这意味着资金针对的是一种不同类型的借款人。
- 8 就主权财富基金而言，其中大多数往往与私营企业和私人投资者一样，更多地在以利润为导向的领域开展业务。然而，也有一些明显的例外情况，即主权财富基金在国内或本区域投资于战略和发展活动，其中包括新加坡淡马锡公司在本区域进行基础设施投资、马来西亚国库控股基金投资于国家基础设施和其他具有发展影响的领域，法国和意大利在2008-2009年危机后设立的主权财富基金投资于国内公司和企业。
- 9 ECB, 2017, 表11。
- 10 OECD, 2010。注：该年度系列报告于2010年中止。
- 11 关于“相互控制”机制，见Amsden, 2001, UNCTAD, 2016, 以及Barrowclough and Kozul-Wright, 2018。
- 12 电力、道路和铁路建设、农业和相关产业、公共基础设施、石油和石化、煤炭、邮电(CDB, 2017)。
- 13 加拿大2019年实施了碳税，当年收入估计将近30亿加元，但预计收入将迅速增长，到2023/24年增至60亿加元(Parliamentary Budget Officer, 2019)。收到的税收将返还给产生税收的省或地区，但如果政治意愿，这些税收有可能被用来向专门提供气候贷款的开发银行注资。
- 14 一些国家的央行从私人银行演变而来，经过几个世纪的公私目标混合后才逐渐成为“公共”银行。不过，大多数央行是在20世纪中叶建立起来的。在现有的176家央行中，有159家是1900年后成立的。历史上的例外情况包括：1668年成立的瑞典银行、1694年成立的英格兰银行、1800年成立的法兰西银行、1850年成立的比利时国家银行和1876年成立的德意志帝国银行。美联储成立于1913年。
- 15 央行应当从事的活动清单往往包括以下内容：发行和统一国家支付系统；充当政府的银行；充当商业银行的银行；充当银行体系甚至整个金融体系的最后贷款人；实施货币政策以稳定价格和汇率；实施货币政策以管理经济活动的总体水平。一些作者坚持认为，央行的真正职能是充当“最后贷款人”(Capie, 1994, 1999)，另一些作者则同样坚定地认为，央行的真正职能是提供流动性(Goodhart, 1988, 2011)。
- 16 欧洲中央银行在2014年推出了定向长期再融资操作，以抵押品为交换，以特殊条件向银行提供长期贷款。自欧元区危机以来已经实施了一些方案，这些贷款的利率随银行所提供贷款成比例下降，以鼓励向实体经济提供更多贷款。如果银行放贷够多，则欧洲央行将以负利率向它们提供贷款。英格兰银行于2012年推出了融资换贷计划，日本银行推出了贷款支持计划，以帮助疏通从金融部门到实体经济的货币政策传导。
- 17 在日本、英国和美国，体制结构意味着宽松货币政策所采取的具体形式需要在中央银行、财政部和金融服务管理局(英国)之间进行协商。
- 18 仅在2018年第四季度，中国人民银行货币政策分析小组就注意到了大量旨在支持政府政策

- 目标的货币和金融活动。其中包括：为工业、农业和减贫领域的结构性改革提供资金支持，以及提供一系列政策，以优惠利率创造信贷并将其引导到被认为信贷不足的领域(MPAG, 2019: 2)。
- 19 该网络成立于2018年7月，它汇集了16家央行，包括世界上最大的一些央行，以及作为观察员的5家多边金融机构。
- 20 许多发展中国家已经在这样做了。中国在这方面领先，占新兴市场国家和发展中国家所发行绿色债券的70%，其他国家包括巴西(2012-2018年发行了6次)、印度(8次)、印度尼西亚(1次)、波兰(2次)、大韩民国(4次)(Climate Bonds Initiative, 2018: 14)。
- 21 这些不是自愿储蓄，而是通过立法规定的储蓄。下文提到的巴西的工人援助基金和社会融合方案/公务员储蓄方案就是这样的例子，其资金来自于旨在支持工人福利以及社会经济融合和发展的企业缴款。
- 22 见<https://www.kfw.de/KfW-Group/Newsroom/Press-Material/Themen-kompakt/Marshallplan/> (2019年7月19日访问)。
- 23 见<https://www.dbj.jp/en/co/info/history/index.html> (2019年7月19日访问)和Stiglitz and Uy, 1996。
- 24 基于银行2017年年度/财务报告的数据。
- 25 见BDEAC, 2017; BOAD, 2017; EADB, 2015; TDB, 2017。
- 26 2017年，贸易和发展银行的总股本为10.2亿美元(上年为8.57亿美元)。同年，东非开发银行的股本达到2.614亿美元(2016年为2.512亿美元)，西非开发银行为13.15亿美元，中部非洲国家开发银行为1.913亿美元(期末价值)。
- 27 东非开发银行成立于1967年，是东非共同体的一个重要机构。西非开发银行成立于1973年，但于1976年开始运作，源自西非货币联盟。中部非洲国家开发银行成立于1975年，于1977年投入运作，为中部非洲经济与货币共同体(中非经货共同体)国家服务。最后，贸易和发展银行成立于1985年，相对较晚，源自东部和南部非洲共同市场(东南非共同市场)。成员随后扩大到东非共同体和南部非洲发展共同体(南共体)的国家。
- 28 一个例外是，由于非洲一些国家的主权债务问题，非洲开发银行在1995-2003年期间的评级被降为AA+。
- 29 一些评级机构(如标准普尔)使用的方法与其他大机构相比更加量化和机械，因此也更透明，但即便这样也受到了批评，被认为过于保守，影响了多边开发银行的放贷模式。

## 参考文献

- ADB (2017). *The Asian Bond Markets Initiative: Policy Maker Achievements and Challenges*. Asian Development Bank. Manila.
- AfDB (2018). African Development Bank, Mariner Investment Group, and Africa50 price landmark \$1 billion impact securitization. Press release. African Development Bank. 18 September. Available at <https://www.afdb.org/en/news-and-events/african-development-bank-mariner-investment-group-and-africa50-price-landmark-1-billion-impact-securitization-18494/> (accessed 17 July 2019).
- Allen K (2018). African Development Bank turns to hedge fund to offset risk. *Financial Times*. 18 September. Available at <https://www.ft.com/content/6eba4d10-ba43-11e8-94b2-17176fbf93f5> (accessed 17 July 2019).
- Amsden AH (2001). *The Rise of "The Rest": Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford University Press. Oxford.
- Anderson V (2015). Green money: Reclaiming quantitative easing – Money creation for the common good. Green/EFA Group in the European Parliament. Available at [http://mollymep.org.uk/wp-content/uploads/Green-Money\\_ReclaimingQE\\_V.Anderson\\_June-2015.pdf](http://mollymep.org.uk/wp-content/uploads/Green-Money_ReclaimingQE_V.Anderson_June-2015.pdf) (accessed 17 July 2019).
- Andersson B and Claussen CA (2017). Alternatives to inflation targeting. *Sveriges Riksbank Economic Review*. 2017(1):51–82.
- Arezki R, Bolton P, Peters S, Samama F and Stiglitz J (2016). From global savings glut to financing infrastructure: The advent of investment platforms. Working Paper No. WP/16/18. International Monetary Fund. Available at <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1618.pdf> (accessed 17 July 2019).
- Barrowclough D and Gottschalk R (2018). Solidarity and the South: Supporting the new landscape of long-term development finance. UNCTAD Research Paper No. 24. UNCTAD/SER.RP/2018/6. New York and Geneva.
- Barrowclough D and Kozul-Wright R (2018). The institutional geometry of industrial policy in sustainable development. In: Yülek MA, ed. *Industrial Policy and Sustainable Growth*. Springer. New York,

- NY: 85–108.
- Bezemer D, Ryan-Collins J, van Lerven F and Zhang L (2018). Credit where it's due: A historical, theoretical and empirical review of credit guidance policies in the 20th century. Working Paper No. IIPP WP 2018-11. UCL Institute for Innovation and Public Purpose.
- BIS (2009). *Issues in the Governance of Central Banks*. Bank for International Settlement. Basel. Available at <https://www.bis.org/publ/othp04.htm> (accessed 18 July 2019).
- Blanchard O, Dell'Ariccia G and Mauro P (2013). Rethinking macroeconomic policy: Getting granular. *Voxeu*. 9 May. Available at <https://voxeu.org/article/rethinking-macroeconomic-policy-getting-granular> (accessed 18 July 2019).
- Bloomfield AI (1957). Some problems of central banking in underdeveloped countries. *The Journal of Finance*. 12(2):190–204.
- BOAD (2017). *Rapport Annuel*. Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD). Lomé. Available at <https://www.boad.org/en/portfolio-item/6336/> (accessed 18 July 2019).
- Brautigam D (2009). *The Dragon's Gift: The Real Story of China in Africa*. Oxford University Press. Oxford.
- Brown E (2019). The secret to funding a Green New Deal. *Truthout News Analysis*. 25 March. Available at <https://truthout.org/articles/the-secret-to-funding-a-green-new-deal/> (accessed 23 July 2019).
- Campiglio E, Dafermos Y, Monnin P, Ryan-Collins J, Schotten G and Tanaka M (2018). Climate change challenges for central banks and financial regulators. *Nature Climate Change*. 8(6):462–468.
- Campiglio E, Godin A, Kemp-Benedict E and Matikainen S (2017). The tightening links between financial systems and the low-carbon transition. In: Arestis P and Sawyer M, eds. *Economic Policies Since the Global Financial Crisis*. Palgrave Macmillan. Basingstoke: 313–356.
- Capie F (1994). The development of central banking. In: Capie F, Goodhart C, Fischer S and Schnadt N, eds. *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge University Press. Cambridge: 1–261.
- Capie F (1999). Banking in Europe in the nineteenth century: The role of the central bank. In: Sylla R, Tilly R and Tortella G, eds. *The State, the Financial System, and Economic Modernization*. Cambridge University Press. Cambridge: 118–133.
- Carney M (2015). Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability. Speech by the Governor of the Bank of England and Chairman of the Financial Stability Board. London. 29 September. Available at <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability> (accessed 19 July 2019).
- Carney M (2018). True finance - ten years after the financial crisis. Speech by the Governor of the Bank of England and Chairman of the Financial Stability Board. New York. 18 October. Available at <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2018/true-finance-ten-years-after-the-financial-crisis-speech-by-mark-carney> (accessed 23 July 2019).
- CDB (2017). *Annual Report*. China Development Bank. Beijing. Available at [http://www.cdb.com.cn/English/gykh\\_512/ndbg\\_jx/2017\\_jx/](http://www.cdb.com.cn/English/gykh_512/ndbg_jx/2017_jx/) (accessed 24 July 2019).
- Chandrasekhar CP (2016). National development banks in a comparative perspective. In: Calcagno A, Dullien S, Márquez-Velázquez A, Maystre N and Priewe J, eds. *Rethinking Development Strategies After the Financial Crisis*. Volume II: Country Studies and International Comparisons. (United Nations publication. New York and Geneva: 21–30). Available at [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsmdp20152\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsmdp20152_en.pdf) (accessed 18 July 2019).
- Chandrasekhar CP and Ghosh J (2019). The skewed structure of India's bond market. *Hindu Business Line*. 11 February. Available at <https://www.thehindubusinessline.com/opinion/columns/c-p-chandrasekhar/the-skewed-structure-of-indias-bond-market/article26240627.ece> (accessed 23 July 2019).
- China Exim Bank (2017). *The Export and Import Bank of China Annual Report 2017*. Beijing.
- Cho YJ and Kim JK (1995). Credit policies and the industrialization of Korea. Discussion Papers No. 286. World Bank.
- Climate Bonds Initiative (2018). Green bonds: The state of the market. Available at <https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bonds-state-market-2018> (accessed 18 July 2019).
- de Luna-Martínez J and Vicente CL (2012). Global survey of development banks. Policy Research Working Paper No. 5969. World Bank. Available at <http://documents.worldbank.org/curated/en/313731468154461012/pdf/WPS5969.pdf> (accessed 18 July 2019).
- Derviş K (2012). Should central banks target employment? *Brookings Op-Ed*. 19 December. Available at <https://www.brookings.edu/opinions/should-central-banks-target-employment/> (accessed 18 July 2019).
- DiEM25 (2019). Democracy in Europe website. Available at <https://diem25.org/diem25-unveils-its-european-new-deal-an-economic-agenda-for-european-recovery/> (accessed 23 July 2019).
- EADB (2015). *Annual Report*. East African Development Bank. Kampala. Available at <https://eadb.org/download/eadb-annual-report-2015/> (accessed 18 July 2019).
- ECB (European Central Bank) (2017). *Report on Financial Structures*. Frankfurt-am-Main. Available at <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201710.en.pdf> (accessed 18 July 2019).
- Epstein G (2006). Central banks as agents of economic development. Research Paper No. 2006/54. United

- Nations University -World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER).
- Epstein G (2015). Development central banking: A review of issues and experiences. Employment Working Paper No. 182. International Labour Organization.
- Epstein G and Yeldan E (2008). Inflation targeting, employment creation and economic development: Assessing the impacts and policy alternatives. *International Review of Applied Economics*. 22(2):131–144.
- Eurodad (2017). Public development banks: Towards a better model. Discussion paper. European Network on Debt and Development . Available at <https://eurodad.org/files/pdf/1546743-public-development-banks-towards-a-better-model.pdf> (accessed 18 July 2019).
- European Commission (2017). Reinforcing integrated supervision to strengthen capital markets union and financial integration in a changing environment.
- European Commission (2018). Financing a sustainable European economy: Final Report. European Union High-Level Expert Group on Sustainable Finance. Available at [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf) (accessed 18 July 2019).
- FSB (Financial Stability Board) (2017). Safer, simpler, fairer. 3 July. Available at <https://www.fsb.org/multimedia/safersimplerfairer/> (accessed 18 July 2019).
- G20, OECD and World Bank (2018). G20/OECD/WB Stocktake of tools and instruments related to infrastructure as an asset class: Progress report. G20, Organisation for Economic Co-operation and Development and World Bank. Available at [www.oecd.org/g20/G20\\_OECD\\_WB%20Stocktake%20-%20Progress%20Report.pdf](http://www.oecd.org/g20/G20_OECD_WB%20Stocktake%20-%20Progress%20Report.pdf) (accessed 18 July 2019).
- Gallagher K (2017). China's development finance institutions in context. In: Barrowclough D and Gottschalk R, eds. *Solidarity and the South: New Directions in Long-Term Development Finance*. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (United Nations publication. New York and Geneva: 69–79).
- Gallagher KP, Sklar S and Thrasher R (2019). Quantifying the policy space for regulating capital flows in trade and investment treaties. G-24 Working Paper. Intergovernmental Group of Twenty Four. Available at [https://www.g24.org/wp-content/uploads/2019/03/Gallagher\\_Capital\\_Flows\\_and\\_Treaties.pdf](https://www.g24.org/wp-content/uploads/2019/03/Gallagher_Capital_Flows_and_Treaties.pdf) (accessed 2 July 2019).
- Garriga AC (2016). Central bank independence in the world: A new dataset. *International Interactions*. 42(5):849–868.
- Goodhart CAE (1988). *The evolution of central banks*. MIT Press. Cambridge, MA.
- Goodhart CAE (2011). The changing role of central banks. *Financial History Review*. 18(2):135–154.
- Grabel I (2017). *When Things Don't Fall Apart: Global Financial Governance and Development Finance in an Age of Productive Incoherence*. MIT Press. Cambridge, MA.
- Griffith-Jones S and Ocampo JA, eds. (2018). *The Future of National Development Banks*. Oxford University Press. Oxford.
- Griffith-Jones S, Martínez Sola ML and Petersen Muga J (2018). The role of CORFO in Chile's development : Achievements and challenges. In: Griffiths-Jones S and Ocampo JA, eds. *The Future of National Development Banks*. Oxford University Press. Oxford: 136–166.
- Hay J (2018). AfDB securitization opens new route for MDBs to leverage capital. *Global Capital*. 10 October. Available at <https://www.globalcapital.com/article/b1bb5t9q1htrwf/afdb-securitization-opens-new-route-for-mdbs-to-leverage-capital> (accessed 18 July 2019).
- Humphrey C (2018a). The role of credit rating agencies in shaping multilateral finance recent developments and policy options. Intergovernmental Group of 24. Available at <https://www.g24.org/wp-content/uploads/2018/04/The-Role-of-Credit-Rating-Agencies-in-Shaping-Multilateral-Finance.pdf> (accessed 23 July 2019).
- Humphrey C (2018b). African Development Bank's landmark deal opens door to scaling up multilateral lending. ODI Insight. 5 October. Available at <https://www.odi.org/comment/10694-african-development-banks-landmark-deal-opens-door-scaling-multilateral-lending> (accessed 18 July 2019).
- Jordà Ò, Schularick M and Taylor AM (2017). Macroeconomic history and the new business cycle facts. In: Eichenbaum M and Parker JA (eds). *NBER Macroeconomics Annual 2016, Volume 31*. University of Chicago Press. Chicago, IL: 213–263.
- Kozul-Wright R, Poon D (2018). Asian development after the *Asian Drama*. Working Paper No. 2018/135. United Nations University-World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER). Available at <https://www.wider.unu.edu/sites/default/files/Publications/Working-paper/PDF/wp2018-135.pdf> (accessed 23 July 2019).
- Lee K (2017). Financing industrial development in Korea and implications for Africa. In: African Development Bank (AfDB). *Industrialize Africa: Strategies, Policies, Institutions, and Financing*. Africa Development Bank Group. Abidjan: 197–213.
- Levine P and Lima D (2015). Policy mandates for macroprudential and monetary policy in a new Keynesian framework. Working Paper No. 1784. European Central Bank (ECB). Available at <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwpwps/ecbwp1784.en.pdf> (accessed 18 July 2019).
- Lim MH and Lim J (2012). Asian initiatives at monetary and financial integration: A critical review? Background Paper No. 4. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). Geneva. Available at <https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/>



- ecidc2012\_bp4.pdf (accessed 18 July 2019).
- Macfarlane L and Mazzucato M (2018). State investment banks and patient finance: An international comparison. IIPP Working Paper No. 2018-01. UCL Institute for Innovation and Public Purpose. Available at [https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/sites/public-purpose/files/iipp\\_wp\\_2018-01.pdf](https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/sites/public-purpose/files/iipp_wp_2018-01.pdf) (accessed 18 July 2019).
- Marois T (2019). Public banking on the future we want. In: Steinfort L and Kishimoto S, eds. *Public Finance for the Future We Want*. Transnational Institute. Amsterdam: 150–164.
- Mazzucato M (2011). *The Entrepreneurial State*. Demos. London.
- Mésonnier JS, O'Donnell C and Toutain O (2017). The interests of being eligible. Working Paper No. 636. Banque de France. Available at <https://publications.banque-france.fr/en/interest-being-eligible> (accessed 18 July 2019).
- Ministry of the Environment (2014). Climate finance loan schemes: Existing and planned loan schemes in Lebanon. Climate Change Coordination Unit, Ministry of the Environment. Lebanon. Available at <http://climatechange.moe.gov.lb/viewfile.aspx?id=216> (accessed 18 July 2019).
- Moody's (2018). East African Development Bank – Baa3 Stable. Annual Credit Analysis. Issuer In-Depth. Moody's Investors Service. 2 July. Available at <https://www.moody's.com/credit-ratings/East-African-Development-Bank-credit-rating-823238385> (accessed 23 July 2019).
- MPAG (Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China) (2019). China monetary policy report quarter four, 2018. 21 February. Available at <http://en.pkulaw.cn/inc/ueditor/net/upload/2019-03-29/ae91601e-fb4c-49ec-952d-950220d07c67.pdf> (accessed 18 July 2019).
- Münchau W (2017). Opinion: Central bank independence is losing its lustre. *Financial Times*. 19 February. Available at <https://www.ft.com/content/6ed32b02-f526-11e6-95ee-f14e55513608> (accessed 23 July 2019).
- Munir W and Gallagher K (2018). Scaling up lending at the multi-lateral development banks: Benefits and costs of expanding and optimizing MDB balance sheets. Working Paper No. 013. Global Economic Governance Initiative (GEGI). Available at [http://www.bu.edu/gdp/files/2018/04/Munir\\_Gallagher\\_2018-1.pdf](http://www.bu.edu/gdp/files/2018/04/Munir_Gallagher_2018-1.pdf) (accessed 18 July 2019).
- NEF (2017). Green central banking in emerging market and developing country economies. New Economics Foundation (NEF). London. Available at <https://neweconomics.org/uploads/files/Green-Central-Banking.pdf> (accessed 23 July 2019).
- NGFS (2019). A call for action: Climate change as a source of financial risk – first comprehensive report. Network for Greening the Financial System (NGFS). Available at <https://www.preventionweb.net/publications/view/64961> (accessed 18 July 2019).
- Nyborg KG (2017). *Collateral Frameworks: The Open Secret of Central Banks*. Cambridge University Press. Cambridge.
- OECD (2010). Bank profitability: financial statements of banks 2010. Banking Statistics 2000–2009. Organisation for Economic Co-operation and Development. Available at <https://www.oecd.org/sdd/fin-stats/bankprofitabilityfinancialstatementsofbanks2010.htm> (accessed 23 July 2019).
- OECD (2018). Roadmap to infrastructure as an asset class. Organisation for Economic Co-operation and Development. Available at [https://g20.argentina.gob.ar/sites/default/files/documentos\\_producidos/roadmap\\_to\\_infrastructure\\_as\\_an\\_asset\\_class\\_argentina\\_presidency\\_1.pdf](https://g20.argentina.gob.ar/sites/default/files/documentos_producidos/roadmap_to_infrastructure_as_an_asset_class_argentina_presidency_1.pdf) (accessed 18 July 2019).
- Park YC and Bae KH (2002). Financial liberalization and economic integration in East Asia. PECC Finance Forum Conference on Issues and Prospects for Regional Cooperation for Financial Stability and Development. Honolulu. 11–13 August. Available at <https://www.pecc.org/resources/finance-1/433-financial-liberalization-and-economic-integration-in-east-asia> (accessed 18 July 2019).
- Parliamentary Budget Officer (2019). Fiscal and distributional analysis of the federal carbon pricing system. Government of Canada. Ottawa. Available at [https://www.pbo-dpb.gc.ca/web/default/files/Documents/Reports/2019/Federal%20Carbon/Federal\\_carbon\\_pricing\\_EN.pdf](https://www.pbo-dpb.gc.ca/web/default/files/Documents/Reports/2019/Federal%20Carbon/Federal_carbon_pricing_EN.pdf) (accessed 23 July 2019).
- People's Bank of China (various years) Annual and quarterly reports. Available at <http://www.pbc.gov.cn/english/130727/index.html> (accessed 23 July 2019).
- Rogoff K (2019). The case for a world carbon bank. *Project Syndicate*. 8 July. Available at <https://www.project-syndicate.org/commentary/world-carbon-bank-for-developing-countries-by-kenneth-rogooff-2019-07> (accessed 23 July 2019).
- Rosengren ES (2013). Should full employment be a mandate for central banks? Federal Reserve Bank of Boston. 12 April. Available at <https://www.bostonfed.org/news-and-events/speeches/should-full-employment-be-a-mandate-for-central-banks.aspx> (accessed 18 July 2019).
- Rossi A (2018). Existe uma “caixa-preta” do BNDES, como diz Bolsonaro? *BBC News Brazil*. 27 November. Available at <https://www.bbc.com/portuguese/brasil-46267698> (accessed 2 July 2019).
- Rudebusch G (2019). Climate change and the Federal Reserve. Economic Letter. Federal Reserve Bank of San Francisco. 25 March. Available at <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2019/march/climate-change-and-federal-reserve/> (accessed 18 July 2019).
- S&P Global Ratings (2017). Key considerations for supranationals' lending capacity and their current

- capital endowment. 18 May. Available at [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/sourceId/10098975](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/10098975) (accessed 18 July 2019).
- Sanderson H and Forsythe M (2013). *China's Superbank: Debt, Oil and Influence – How China Development Bank Is Rewriting the Rules of Finance*. Wiley, Singapore.
- Scott M, van Huizen J and Jung C (2017). The Bank of England's response to climate change. *Quarterly Bulletin*. Q2:98–109. Available at <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2017/q2/the-banks-response-to-climate-change> (accessed 18 July 2019).
- Secretary of the Treasury (1959). Final report on the Reconstruction Finance Corporation. Office of the Secretary. Government of the United States. Washington, D.C. Available at [https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/rcf/rfc\\_19590506\\_finalreport.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/rcf/rfc_19590506_finalreport.pdf) (accessed 23 July 2019).
- Settimo R (2017). Towards a more efficient use of multilateral development banks' capital. Occasional Paper Series No. 393. Bank of Italy.
- Sovereign Wealth Fund Institute (2019). Top 81 largest sovereign wealth fund rankings by total assets. July. Available at: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund> (accessed 24 July 2019).
- Steinfort L (2019). State of power 2019: The power of public finance for the future we want. Transnational Institute. Available at <http://longreads.tni.org/state-of-power-2019/future-we-want/> (accessed 23 July 2019).
- Stiglitz JE and Uy M (1996). Financial markets, public policy, and the East Asian miracle. *World Bank Research Observer*. 11(2):249–276.
- Stuart R and Gallagher KP (2016). Infrastructure for sustainable development: The role of national development banks. GEGI Policy Brief No. 007. Global Economic Governance Initiative. Available at [https://www.bu.edu/pardeeschool/files/2016/08/Infrastructure.Sustainable.Final\\_.pdf](https://www.bu.edu/pardeeschool/files/2016/08/Infrastructure.Sustainable.Final_.pdf) (accessed 18 July 2019).
- Taylor M and Neslen A (2019). Yanis Varoufakis: Green New Deal can unite Europe's progressives. *The Guardian*. 22 May. Available at <https://www.theguardian.com/world/2019/may/22/yanis-varoufakis-green-new-deal-can-unite-europes-progressives> (accessed 19 July 2019).
- TDB (2017). *Annual Report 2017*. Trade and Development Bank (TDB) Bujumbura. Available at <https://www.tdbgroup.org/investor-information/annual-reports/> (accessed 18 July 2019).
- Thomä J and Hilke A (2018). The green supporting factor: Quantifying the impact on European banks and green finance. 2 Degrees Investing Initiative. Available at <https://2degrees-investing.org/the-green-supporting-factor-quantifying-the-impact-on-european-banks-and-green-finance/> (accessed 18 July 2019).
- Tobin D and Volz U (2018). The development and transformation of the financial system in the People's Republic of China. Working Paper Series No. 825. Asian Development Bank Institute (ADBI) Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/411136/adbi-wp825.pdf> (accessed 23 July 2019).
- Tooze A (2019). Why central banks need to step up on global warming. *Foreign Policy*. 20 July. Available at <https://foreignpolicy.com/2019/07/20/why-central-banks-need-to-step-up-on-global-warming/> (accessed 23 July 2019).
- UNCTAD (2016). *The Role of Development Banks in Promoting Growth and Sustainable Development in the South*. (United Nations publication. New York and Geneva). Available at [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsecidc2016d1\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsecidc2016d1_en.pdf) (accessed 18 July 2019).
- UNCTAD (2018a). *Solidarity and the South: New Directions in Long-term Development Finance*. (United Nations publication. New York and Geneva). Available at [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsmdp2017d2\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsmdp2017d2_en.pdf) (accessed 18 July 2019).
- UNCTAD (2018b). *Scaling up Finance for the Sustainable Development Goals: Experimenting with Models of Multilateral Development Banking*. (United Nations publication. New York and Geneva). Available at [https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsecidc2017d4\\_en.pdf](https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsecidc2017d4_en.pdf) (accessed 18 July 2019).
- UNCTAD (TDR 2015). *Trade and Development Report, 2015: Making the International Financial Architecture Work for Development*. (United Nations publication. Sales No. E.15.II.D.4. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR 2018). *Trade and Development Report, 2018: Power, Platforms and the Free Trade Delusion*. (United Nations publication. Sales No. E.18.II.D.7. New York and Geneva).
- van Lerven F (2017). Green central banking in emerging market and developing country economies. New Economics Foundation. Available at <https://neweconomics.org/2017/10/green-central-banking-emerging-market-developing-country-economies> (accessed 18 July 2019).
- Vermeulen R, Schets E, Lohuis M, Kölbl B, Jansen DJ and Heeringa W (2018). An energy transition risk stress test for the financial system of the Netherlands. Occasional Studies volume 16-7. De Nederlandsche Bank NV. Available at [https://www.dnb.nl/binaries/OS\\_Transition%20risk%20stress%20test%20versie\\_web\\_tcm46-379397.pdf](https://www.dnb.nl/binaries/OS_Transition%20risk%20stress%20test%20versie_web_tcm46-379397.pdf) (accessed 18 July 2019).
- WBG (2017a). Maximizing finance for development: Leveraging the private sector for growth and sustainable development. World Bank Group (WBG) Available at <http://siteresources.worldbank.org/>

- org/DEVCOMMINT/Documentation/23758671/DC2017-0009\_Maximizing\_8-19.pdf (accessed 18 July 2019).
- WBG (2017b). Forward look: A vision for the World Bank Group in 2030 – progress and challenges. World Bank Group (WBG). Available at <http://siteresources.worldbank.org/DEVCOMMINT/Documentation/23745169/DC2017-0002.pdf> (accessed 18 July 2019).
- Xu J, Ren X and Wu X (2019). Mapping development finance institutions worldwide: Definitions, rationales and varieties. Research Report No. 1. Institute of New Structural Economics, Peking University.



# 《贸易和发展报告》

## 往期报告

2018年贸易和发展报告	权力、平台与自由贸易之幻象
2017年贸易和发展报告	走出紧缩：迈向全球新政
2016年贸易和发展报告	结构转型促进包容性和可持续增长
2015年贸易和发展报告	使国际金融构架有利于发展
2014年贸易和发展报告	全球治理与发展政策空间
2013年贸易和发展报告	顺应世界经济不断变化的格局与时俱进
2012年贸易和发展报告	实现包容性和平衡增长的政策
2011年贸易和发展报告	危机后世界经济的政策挑战
2010年贸易和发展报告	就业、全球化与发展
2009年贸易和发展报告	应对全球危机，缓解气候变化与发展
2008年贸易和发展报告	商品价格、资本流动与投资的融资
2007年贸易和发展报告	区域合作促进发展
2006年贸易和发展报告	全球伙伴关系和国家发展政策
2005年贸易和发展报告	全球相互依存的新特点
2004年贸易和发展报告	政策连贯性、发展战略和融入世界经济
2003年贸易和发展报告	资本积累、增长及结构变革
2002年贸易和发展报告	世界贸易中的发展中国家
2001年贸易和发展报告	全球趋势和前景：金融结构
2000年贸易和发展报告	全球经济增长与失衡
1999年贸易和发展报告	脆弱的复苏和危险：贸易、融资和增长
1998年贸易和发展报告	金融不稳定：非洲的增长
1997年贸易和发展报告	全球化、分配与增长
1981-2011年贸易和发展报告	30年的发展与思考



