



贸易和

发展报告

2023

增长、债务与气候：
重塑全球金融架构



联合国



贸易和 发展报告

2023

增长、债务与气候：
重塑全球金融架构



联合国

2024年，日内瓦

© 2024, 联合国
全球版权所有

若需摘录或影印，请发送请求至版权许可中心，网址为 copyright.com。

关于版权和许可证(包括附属权利)的所有其他问题，请咨询：

United Nations Publications
405 East 42nd Street
New York, New York 10017 United States of America
电子邮件: publications@un.org
网站: <https://shop.un.org/>

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。

本文提及任何公司或特许工艺并不意味着联合国对其表示认可。

本出版物经外部编辑。

联合国贸易和发展会议印发的
联合国出版物

UNCTAD/TDR/2023

eISBN: 978-92-1-358490-3

ISSN: 0251-8015

eISSN: 2412-1452

政策优先事项

《2023年贸易和发展报告：增长、债务和气候——重塑全球金融架构》确定了五项核心政策优先事项：

- 减少不平等。
- 在货币稳定与长期金融可持续性这两个优先事项之间取得平衡。
- 规范大宗商品交易，尤其是粮食交易。
- 解决沉重的偿债负担和债务危机蔓延的威胁。
- 提供可靠的融资和技术转让渠道，以实现能源转型。

建立以发展为中心的 全球债务架构 的具体政策建议

1. 通过向多边和区域银行注资和发行特别提款权，增加优惠资金。
2. 提高融资条款和条件的透明度，利用贷款合同的数字化来提高准确性。
3. 修订贸发会议《负责任的主权借贷原则》，在主权债务获得的各个阶段遵循这些指导原则并强调其重要性。
4. 改善对债务可持续性的分析和跟踪，以反映可持续发展目标的实现情况，并为国家谈判者提供有关其增长和财政整顿潜力的更优数据。
5. 使各国能够利用创新金融工具，如可持续发展债券和韧性债券。制定自动重组和担保规则。
6. 增强外部危机期间的韧性，例如对在危机中的债务国实施暂停偿债规则，并创造一个能够避免债务困境的空间。
7. 鼓励借款国从私人债权人的协作中得到启发，分享信息和经验。
8. 着手建立一个更强有力的债务解决机制和全球债务管理局。

目录

前言.....	xi
缩略语.....	xii
解释性说明.....	xv
概述.....	xvii

第一章

全球经济的现行趋势和面临的挑战.....	1
A. 导言.....	3
B. 全球增长格局：不确定性阴云下的分化.....	5
C. 相互依存世界中的主要经济体.....	9
D. 企业掌控与财政政策的消亡.....	12
E. 信贷、投资与货币政策的作用.....	15
F. 通胀与分配.....	19
G. 劳动力成本与不平等现象.....	23
H. 结论.....	25
参考文献.....	30

第二章

国际市场：贸易、资本流动、大宗商品.....	33
A. 导言.....	35
B. 贸易.....	35
1. 国际贸易最近的周期性动态回顾.....	37
2. 国际贸易的新范式？.....	40
3. 重新审视贸易对分配的影响.....	44
4. 结论.....	49
C. 大宗商品市场.....	51
1. 石油和天然气.....	52
2. 矿产和金属产品.....	52
3. 粮食.....	53
D. 全球金融环境和发展中国家的脆弱性.....	54
1. 发展中国家的资本流入：近期动态.....	54
2. 发展中国家的债务和发展困境：来自前沿市场经济体的启示.....	57
参考文献.....	68

第三章

粮食类商品、企业暴利和各种危机：重新审视国际监管议程.....	71
A. 导言.....	73
B. 粮食作为一种资产类别：套期保值、投机和从危机中获利.....	76
C. 漏洞百出，被人钻了空子.....	84
1. 《多德-弗兰克法》：错失良机.....	85
2. 全球粮食交易商：商业套期保值者还是金融机构？.....	88
3. 如何用“资产支配”率对金融公司和商业公司加以区分.....	90
D. 监管方面的经验教训.....	92
参考文献.....	97

第四章

国际金融架构改革：贸发会议之见.....	101
A. 导言.....	102
B. 争取建立一个具有发展意识的国际金融架构.....	103
C. 如何提供发展资金？历来的做法与当代趋势.....	109
D. 偿付能力、主权债务减免和重组：挑战不断变化，倡导一如既往.....	110
E. 结论.....	113
参考文献.....	114

第五章

调整全球债务架构，为发展中国家服务.....	117
A. 导言.....	119
B. 通过债务监管来应对重大系统失灵问题？.....	121
C. 主权债务生命周期的各个阶段.....	124
D. 改革建议.....	126
1. 加强整个主权债务周期的透明度.....	126
2. 债务管理与债务可持续性分析和追踪.....	131
3. 债务解决方案和全球债务管理局.....	133
E. 债务生命周期中的韧性.....	138
1. 用于增强韧性的缓冲.....	138
2. 除了举债，别无他法？.....	139
3. 创造喘息机会的措施.....	140
F. 主权债务重组建议和前进方向.....	140
参考文献.....	141

第六章

需要以金融改革促进气候协调型发展	145
A. 导言	147
B. 与气候目标一致的发展议程资金缺口的根本原因	147
1. 私人资金和“万亿缺口”	147
2. 化石燃料融资仍在大步向前	148
3. 公共银行和基金在资助气候协调型发展方面发挥的作用	151
C. 下一步措施	154
1. 扩大额外的公共资金	155
2. 新的和不断发展的市场工具	160
3. 撤回现有资金并调整方向	163
D. 改变历史：建立协调气候和发展资金的和谐的金融生态系统	167
E. 结论	169
参考文献	170

图目录

一.1	私营投资再度急剧放缓	5
一.2	实际国内生产总值水平复苏差异	8
一.3	过早撤出财政支持：2008年之后和2020年之后	13
一.4	全球：利润份额增长，财政空间缩减	15
一.5	各国央行仅部分紧缩了疫情期间的扩张政策	16
一.6	尽管实际利率有所回升，但在一些发达国家仍处于低位……不过发展中国家的信贷条件要不利得多	16
一.7	投资和信贷仍然脱钩	18
一.8	大多数发展中国家的通胀率仍然符合历史标准	19
一.9	发达国家通胀率下降，部分价格下跌	20
一.10	利润份额已超出其长期增长趋势	22
一.11	工资未跟上通胀涨幅	23
一.12	后疫情时代，美国的实际薪酬仍未恢复	24
二.1	供应链压力在新冠疫情期间达到高峰后急剧波动	37
二.2	海运费率已恢复到接近2010年代的平均水平	38
二.3	国际航空乘客量升高：但亚洲仍未达到巡航高度	39
二.4	全球贸易：商品价格下降，而服务业似乎更具韧性	39
二.5	美中贸易脱钩之	41
二.6	在疫情期间，半数以上接受调查的发展中国家的出口集中度进一步提高	46
二.7	贸易惠益不对称性加剧：新冠疫情冲击之后，2,000强跨国企业利润进一步增加，而全球劳动力收入所占份额继续缩小	48
二.8	大宗商品价格自2022年以来有所下降，但许多产品仍处于历史水平	51
二.9	近年来，发展中国家的资本流入非常不稳定，2021年年底和2022年年初，证券组合投资剧烈转负	55
二.10	流向新兴市场经济体的股票基金在2023年初出现反弹	56
二.11	2023年上半年多种新兴市场货币大幅升值	56
二.12	前沿市场对发展中国家总产出的贡献不到10%，但却承担了20%的公共外债	59
二.13	在全球金融危机后的几年里，非投资级债券的回报率通常高于投资级债券	59
二.14	前沿市场经济体填补了非投资级市场的真空	60
二.15	在新冠疫情暴发前的十年里，前沿市场经济体的债券发行量一直在增加	60
二.16	前沿市场经济体更加依赖私人债权人进行外部融资	61
二.17	金融危机后前沿市场的公共外债增长较快	61
二.18	前沿市场的公共财政经过十年的债务积累后正面临巨大压力	62
二.19	前沿市场的外债还本付息耗尽了出口收入	62
二.20	前沿市场处于多重危机的最前沿	63
二.21	越来越多的前沿市场经济体陷入债务困境	64
二.22	新冠疫情和其他金融冲击加重了前沿市场经济体的债务脆弱性	64
二.23	从2024年起，新兴市场和前沿市场面临巨额的偿债负担	65
三.1	2021-2022年主要能源和粮食交易商的利润大幅增长	73
三.2	粮食作为一种资产类别：价格和波动性再度走高	76
三.3	在交易所交易的大多数农业衍生品在亚洲和北美进行交易	78
三.4	在粮价波动期间，“ABCD”粮食公司的利润激增	79
三.5	危机期间粮价波动加剧	80

三.6	金融业务推动粮食交易行业利润增长.....	81
三.7	场外商品市场的套期保值和投机活动.....	83
三.8	大型粮食交易商成为不受监管的金融机构.....	92
五.1	债务格局的演变：愈发依赖私人信贷.....	120
五.2	主权债务揭秘.....	125
五.3	一路上的陷阱：主权债务的各个阶段和错误.....	126
五.4	贯穿整个主权债务生命周期的改革目标.....	127
六.1	甚至在《巴黎协定》后，化石燃料融资也有增无减.....	150
六.2	化石燃料融资长盛不衰，成熟的金融中心作用最大.....	151
六.3	公共银行和基金在资助绿色项目转型方面发挥的催化作用.....	152
六.4	全球发展资金下滑.....	155
六.5	多边承诺多年，化石燃料补贴仍居高不下.....	163

插文目录

一.1	在低增长环境中可能实现公正转型吗？.....	26
一.2	设定通胀目标：2%目标的历史.....	28
二.1	南南贸易合作：金砖五国和全球贸易优惠制度倡议的近期发展.....	50
二.2	官方发展援助的最新趋势.....	58
三.1	一切尽在脚注中：《多德-弗兰克法》与金融监管套利.....	86
四.1	霍洛维茨关于多边利息平准基金的提案：是否适合绿色转型？.....	106
四.2	贸发会议与巴黎俱乐部：合作四十年.....	111
五.1	通过国际贷款数据库将债务交易数字化.....	129
五.2	贸发会议与全球债务管理局这一体制机制的演变过程.....	134
五.3	私人债权人的协作 – 对借款人的经验教训？.....	136
六.1	应对气候和化石燃料融资的不平等.....	156
六.2	南非和公正的能源转型伙伴关系的启示.....	161
六.3	印度尼西亚的例子：棕榈油和化石燃料部门的融资改革.....	166

插文图目录

一.B1.1	大多数经济体的能效自1980以来均有所增长.....	26
一.B2.1	作出正确预测的难度加剧了通胀目标设定的复杂性.....	29
六.B1.1	除中国外，化石燃料公司的信贷支持大多来自发达国家银行.....	157

插文表目录

一.B1.1	大多数国家的能源支出只占总支出的一小部分.....	27
--------	---------------------------	----

表目录

一.1	1991-2024年世界产出增长.....	6
一.2	发展中国家创造了重要的全球需求.....	8
一.3	由于各国经济结构不同，通胀减缓的速度也不同.....	21
二.A.1	前沿市场经济体名单.....	67
三.1	全球粮食交易公司：子公司数量.....	89
四.1	贸发会议对国际金融架构改革的愿景.....	105
六.1	生产者补贴总额高达510亿美元，补贴即使降幅不大也会有所帮助.....	164

前言

眼下，贫困、饥饿和性别平等各项指标均出现倒退。2015年全球南方可持续发展目标的资金缺口为2.5万亿美元，而现已达到4万亿美元。全世界近一半的人口，即33亿人，所在的国家将更多资源用于偿还债务而不是投资于卫生或教育。按照这种速度，到2030年只能实现15%的可持续发展目标。

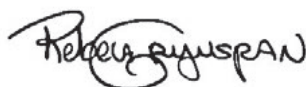
《2023年贸易和发展报告：增长、债务与气候——重塑全球金融架构》确定了2023年显现的三项具体全球挑战。全球增长疲软，主要经济体之间和发展中国家之间分化，地缘政治因素作用增强，这一切表明，全球相互依存的性质正在发生改变，或者说正在从超全球化时期转向多元全球化时期。

现阶段的全球化更加去中心化，从一个由少数几个世界强国主导的体系转变为一个由区域极点、南方大陆大型经济体和崛起的各种多民族论坛构成的网络。竞争性多边主义似乎正在取代普遍性多边主义。这一全球化新阶段的特点是国家内部和国家之间的不平等、过早的去工业化(和随之而来的就业停滞)以及国际体系缺乏韧性，贸易和投资滞后。

1990年至2010年，在超全球化的高峰时期，外国直接投资增长了六倍，国际贸易增长了三倍，而互联网接入覆盖了世界30%的人口。2023年，全球贸易增长仍低于历史水平，无形资产和服务贸易的增幅超过制成品贸易，后者一直在负值区域徘徊。国际贸易收益的不对称和相关的市场集中问题推动全球劳动力收入份额进一步下降。自2008年危机以来，绝大多数发展中国家的外国直接投资停滞不前。

这些趋势暗藏危机。可持续发展目标不仅仅是一组目标——在这个比以往任何时候都更加多极化的世界，在这个迫切需要团结、合作和多边主义的世界，它是我们人类最新的共同议程。世界各极都在制定产业政策，全球经济缺乏一个适合这种环境的贸易结构。

从长远来看，这可能构成风险，尤其是对于依赖基于多边商定规则的国际贸易的小国而言。在多元全球化背景下，历史上在全球决策中被边缘化的国家应该拥有发言权。贸发会议的旗舰报告《贸易和发展报告》一直在提出增强这种声音和缩小发展差距的想法和解决方案。《2023年贸易和发展报告》中分析的挑战表明，我们最艰巨的任务才刚刚开始。



贸发会议秘书长
蕾韦卡·格林斯潘

缩略语

ADR	资产支配率
AfCFTA	非洲大陆自由贸易区
AMIS	农产品市场信息系统
ASCM	补贴与反补贴措施协定
BEPS	税基侵蚀和利润转移
BOGA	超越石油和天然气联盟
CAC	集体行动条款
CBAM	碳边境调节机制
CBDR	共同但有区别的责任
CERES	对环境负责的经济体联盟
CFTC	美国商品期货交易委员会
CHIPS	创造有利半导体生产的激励措施
CIF	到岸价格
CIFT	无形贸易和贸易筹资委员会
CRA	信用评级机构
DAC	发展援助委员会
DMFAS	债务管理和金融分析系统
DSA	债务可持续性分析
DSSI	缓债倡议
EBITDA	息税折旧摊销前利润
ECB	欧洲中央银行
EMBI	新兴市场债券指数
EME	新兴市场经济体
ESG	环境、社会和治理
EUDR	《欧盟森林砍伐法规》
FDI	外国直接投资
FME	前沿市场经济体
FOB	离岸价格
FSB	金融稳定委员会
G20	二十国集团
G77	77国集团
G90	90国集团
GATT	《关税及贸易总协定》
GCEL	全球煤炭撤资清单
GDIP	绿色协议产业计划

GDP	国内生产总值
GFANZ	全球净零金融联盟
GFC	全球金融危机
GFSN	全球金融安全网
GNI	国民总收入
GSCPI	全球供应链压力指数
GSP	一般原则和特别原则
GSTP	全球贸易优惠制度
GUO	全球最终所有者
GVC	全球价值链
HIPC	重债穷国
IAEA	原子能机构 国际原子能机构
ICMA	国际资本市场协会
IDA	国际开发协会
IEA	国际能源署
IEJ	经济正义研究所
IFA	国际金融架构
IFF	非法资金流
IFRS	国际财务报告准则
IIF	国际金融协会
IJA	《基础设施投资和就业法》
ILR	国际贷款数据库
IMF	基金组织 国际货币基金组织
IPCC	气专委 政府间气候变化专门委员会
IRA	《通胀削减法》
ISDA	国际掉期与衍生工具协会
JET IP	公正能源转型投资计划
LDC	最不发达国家
LNG	液化天然气
MDB	多边开发银行
MDRI	多边减债倡议
MFN	最惠国
MiFID	欧洲联盟金融工具市场指令
MNE	跨国企业
NBFI	非银行金融机构

NDC	国家自主贡献	
NGEU	“下一代欧盟”	
NGFS	绿色金融网络	
NZIA	《净零产业法》	
ODA	官方发展援助	
OECD	经合组织	经济合作与发展组织
OPEC	欧佩克	石油输出国组织
OTC	场外交易	
PNG	私人无担保	
PPG	公共和公共担保	
PRGT	减贫和增长信托基金	
RPK	收费客公里数	
RTA	区域贸易协定	
SDGs	可持续发展目标	
SDR	特别提款权	
SEC	美国证券交易委员会	
SDFA	可持续发展融资评估	
SDT	特殊和差别待遇条款	
SIDS	小岛屿发展中国家	
SNAP	补充营养援助计划	
TDR	《贸易和发展报告》	
TRIMS	《与贸易有关的投资措施协定》	
TRIPS	与贸易有关的知识产权方面	
VAT	增值税	
WTO	世贸组织	世界贸易组织

解释性说明

国家的分类

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”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2023年统计手册》对这两大国家组别的分类(见 <https://hbs.unctad.org/classifications/>, 2023年12月20日访问)，分类基于被称作“M49”的“用于统计目的的国家或地区标准编码”，由联合国统计司负责维护(见 <https://unstats.un.org/unsd/methodology/m49/>, 2023年12月20日访问)。

为了便于统计，除非另有说明，否则本报告中的区域组别基本沿用《贸发会议2023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。

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 2020系指《2020年贸易和发展报告》(联合国出版物，出售品编号C.20.II.D.30)。

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，2019-2021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2019/20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

全球经济：失速迈进2024年

后疫情时期，全球经济复苏步履蹒跚且有失均衡，而2023年很可能被视为一个转折点。2022年以来，除北非以及中亚和东亚之外，全世界的经济都有所放缓。2023年的预计经济增长率为2.4%，这意味着全球经济将以一种“失速速度”迈进2024年，符合全球经济衰退的定义。重要区域之间以及金砖国家(巴西、俄罗斯联邦、印度、中国和南非)和七国集团内部的低增长趋势呈现出分化，这说明，没有哪一种驱动力能够确定无疑地推动世界经济走上强劲复苏的轨道。如果不拿出充分的协调应对政策或机制，眼下多样且复杂的冲击有可能转化为明天的系统性危机。面对国际政治经济的各种新挑战，这种情境对多边体系和全球经济稳定构成了威胁。政策制定者需要在多条战线上合作，以便未来能够实现更加强健、更有韧性的发展轨迹。

2023年的经济结果也好坏参半。一方面，通货膨胀虽然仍高于疫情前的水平，但在世界许多地区已经得到控制。2023年第二季度的银行业危机没有在金融业蔓延，大宗商品价格也从2022年的峰值回落。预计2024年全球增长将略有改善，但这取决于欧元区能否出现复苏，以及其他主要经济体能否避开负面冲击。另一方面，有三大结构性问题威胁着全球的长期稳定和经济韧性：

- (a) 在主要区域增长放缓的背景下，复苏路径出现分化；
- (b) 收入和财富的不对称日益加剧；
- (c) 发展中经济体的债务压力越来越大，政策自主权越来越小。

这三项因素使得经济、气候和地缘政治风险之间日益复杂的相互作用进一步加码。在这种背景下，发展中国家的前景尤其令人担忧。发展需要有利的外部环境，需要以强劲的全球需求、稳定的汇率和可负担的融资为基石。发展中国家加快增长、提高生产能力、脱碳和履行财政义务的能力从根本上仰赖于稳定、强劲的全球需求。然而，现如今，国际政策协调背后的推手是主要关注短期货币稳定而非长期金融可持续性的各国央行。这种趋势，加上大宗商品市场监管不足和对不平等加剧的持续忽视，导致世界经济四分五裂、发展中国家分道扬镳，削弱了它们实现繁荣的能力。

“如果债台高筑和金融监管不力威胁到金融稳定和粮食安全，同时收入越来越多地落入全球性企业而不是劳动者的囊中，那么可持续和平衡增长战略的可行性就会降低。”

在这种背景下，2024年不太可能出现实质性改善。如果债台高筑和金融监管不力威胁到金融稳定和粮食安全，同时收入越来越多地落入全球性企业而不是劳动者的囊中，那么可持续和平衡增长战略的可行性就会降低。面对危机，以往的协调工作往往忽视了被认为不具有系统相关性的部门或国家，因而事与愿违，解决危机未果，反而加剧了危机。应不惜一切代价避免再犯这个错误。

《2023年贸易和发展报告》提出了另一种对策。报告所述的方法基于在放缓通胀的节奏和高实际利率的影响之间取得平衡，不仅需考虑后者对通货膨胀指标的影响，还要考虑到对经济活动、就业、收入不平等和财政稳定的影响。然而，在当前的国际金融架构框架下，政策空间很容易受到资产市场波动的限制。这会对社会政策、投资和创造就业产生重大影响。在当今这个相互关联的世界中，发展中国家是经济增长的潜在引擎，发达经济体的政策制定者们应该考虑到高利率可能对长期投资造成的损害，包括在结构转变和气候适应方面的投资，以及债务可持续性。

为了解决这些问题，本报告确定了五个核心政策优先事项：

1. **减少不平等。**发达国家和发展中国家都应以此为政策优先事项。这需要各国一致增加实际工资，并作出全面社会保护的具体承诺。不应将货币政策用作缓解通胀压力的唯一工具。鉴于供应侧的问题仍未得到解决，需要制定组合政策来实现金融可持续性、帮助减少不平等和实现包容性增长。
2. **在货币稳定与长期金融可持续性这两个优先事项之间取得平衡。**考虑到全球经济的相互依赖性日益增长，各国央行应该在这一背景下承担更广泛的稳定职能。
3. **对大宗商品交易，尤其是粮食交易进行监管。**这需要在国际层面执行，采用在全球金融架构框架内开发的系统性方法。
4. **解决沉重的偿债负担和债务危机蔓延的威胁。**为此，需要改革全球金融架构的规则和惯例。全球金融机制、原则和机构应确保获取国际流动性的可靠途径，确保一种促进投资拉动型增长的稳定金融环境。鉴于现有架构未能实现发展中国家的韧性，让它们从债务困境中恢复过来，建立一个主权债务解决机制至关重要。该机制应以所有发展中国家的参与为基础，并包含商定的流程以及激励和威慑措施。
5. **提供可靠的融资和技术转让渠道，以实现能源转型。**这不仅需要二十国集团之间达成财政和货币协议，还需要世界贸易组织内部达成实施技术转让的协议，并需要国际货币基金组织和世界银行内部达成协议以确保可靠的融资。如果不消除让跨境投机性投资如此有利可图的激励因素和监管渠道，就不太可能引导私营资本投向有助于适应气候变化的措施。

全球增长格局：不确定性阴云下的分化

2023年，全球前景由四大因素塑造。首先，石油、天然气和粮食的国际价格回到了2021年末的水平，消除了通胀的一大推动因素。然而，许多国家的零售价格仍然高于疫情前的平均水平，给家庭预算造成压力。随着通胀的供应侧推动因素大体得到解决，政府原则上应有能力更有效地解决暴利问题。然而，目前看到的政策行动大多是中央银行继续发出利率可能升高的信号。

第二，占世界经济四分之一的美国在消费价格通胀不断加剧的两年中(2020年4月至2022年6月)表现出韧性。这还是在实施了一年半的全面减缓通胀政策(18个月内11次加息)和金融市场时不时出现动荡的背景下。在就业和名义工资增长的推动下，经济的主要部门为消费和支

出提供了支撑。与此同时，尽管失业率达到历史最低点，但58%的人口就业率仍处于经济衰退水平，而且许多人的工资仍然很低。

第三，在中国，解除剩余新冠疫情相关限制有助于为复苏提供支撑，这场复苏始于2022年，改善了工业生产。中国经济增长对出口的依赖已经降低，政府仍然享有相当大的财政空间。然而，房地产行业的持续疲软造成一些挑战，包括潜在的金融困境、就业机会减少、消费支出受限和投资延迟。不断升级的地缘政治紧张局势正在破坏中国在重要全球价值链中的主导地位，至少在短期内给中国一些前沿技术领域的前景蒙上阴影。主管部门对低于预期的增长做出了回应，采取了货币扩张、供应侧激励和监管收紧等一系列措施。仍无法确定这些应对政策的总体影响及其溢出效应，特别是对邻国经济的影响。

第四，对中国增长前景的担忧不应转移对欧洲经济健康状况恶化的关注。欧洲在全球经济中的份额与中国相当(按购买力平价计算约为18%，按当前汇率计算更高)，因此欧洲经济放缓对全球的冲击力度至少是中国经济放缓冲击力度的两倍。

在当前这个关口，较大的新兴经济体不太可能为发达经济体的增长放缓提供有力的抵消。随着货币政策收紧、投资低迷和政府支出有限，世界经济复苏乏力，令人想起2007-2009年金融危机后的那段时期。鉴于国际社会所设定的雄心勃勃的发展和气候目标以2030年为实现日期，2023年和2024年几乎所有区域的增长都必将低于疫情之前的五年平均水平便特别令人关切。在这种趋势中，拉丁美洲是一个特殊的例子，在疫情之前该地区的增长便格外疲软，现在面临的局面更加艰难。

“欧洲在全球经济中的份额与中国相当，因此欧洲经济放缓对全球经济的冲击力度至少是中国经济放缓冲击力度的两倍。”

国际市场趋势

2023年，国际贸易和金融体系的发展受到不确定性的影响。这些不确定因素包括：发达国家中央银行收紧货币政策，对国际经济关系采取更具地缘战略意义的政策方针，产业政策对主要经济体贸易战略的影响越来越大，再加上存在多重地缘经济风险。此外，新冠疫情冲击之前便已存在的若干结构性弱点对中国而言尤为沉重。涉及的问题有：出口市场日益集中和因此造成的收入分配不对称、投资放缓和债务负担不可持续、技术鸿沟不断扩大、气候危机成本不断上升以及围绕能源转型存在相关挑战。

眼前的关切和长期问题相互交织，给当今相互依存的全球经济带来了重大的治理挑战。基于规则的多边贸易体系的各项原则日益受到质疑。这种趋势不太可能消退，因为实现《2030年可持续发展议程》和《巴黎协定》各项目标所需的和谐稳定秩序的前景越来越渺茫。未来几个月，政策制定者能否以及如何应对这些治理挑战，将决定2024年全世界能否避免经济衰退。解决这些治理问题还取决于发展中国家能否避开“失去的十年”，以及多边体系能否避免进一步分裂并以更健康的状态结束当前的十年。

重塑全球贸易

全球货物和服务贸易在经历了过山车般跌宕起伏的2020年至2022年之后，在2023年有望出现1%的温和增长，显著低于世界经济产出增速。这也低于过去十年的平均增长率，而过去

十年已是自1945年以来全球贸易平均增长率最低的时期。从中期来看，贸易正在回归危机前的低迷趋势；在短期内，尽管全球服务贸易表现出了韧性，但仍将保持低迷，因为2023年全年商品贸易的增长率都在负值区间徘徊。

发达国家和发展中国家从国际贸易体系中获得的收益很不对称，这种不对称愈演愈烈，形成了对全球治理规则甚至是自由贸易理念的强烈反弹。这种反弹正促使政策制定者重新评估他们将贸易的作用放在战略优先地位是否正确。一套新的贸易词汇反映了这些变化，“碎片化”、

“发达国家和发展中国家从国际贸易体系中获得的收益很不对称，这种不对称愈演愈烈，形成了对全球治理规则甚至自由贸易理念的强烈反弹。”

“去全球化”、“全球化减缓”、“回流”、“近岸外包”、“友岸外包”、“去风险”、“脱钩”、“开放战略自主权”和“新产业政策”等各种新术语充斥当前围绕贸易政策的讨论。

新的出口管制也反映了全球各地围绕贸易政策的态度发生了变化。管制措施涵盖了三类目标，但相互之间并不排斥：(a) 保证国内供应，(b) 限制地缘政治对手，(c) 鼓励对当地加工设施的投资。当前围绕需要一种新贸易范式的讨论中也可以明显看出这种转变，这种新范式可以为全球经济一体化和相互依存的挑战提供支撑。围绕优先减少不平等、建设韧性和加快能源转型的需要，可以建立一套新的三重战略。

无论改革国际贸易体系的呼声能否转化为新的国际经济治理机制，世界贸易格局正在发生重大变化，其中包括全球供应链的重组。大多数发展中经济体的经济增长前景恶化、投资环境恶化、金融压力加大，此时要想驾驭这种转型对它们而言不啻是重大挑战。已经可以确定的风险有两种。首先，许多发展中国家面临遭受贸易争端夹击的风险，抑或面临越来越大的压力，必须在它们既不要也不需要的经济冲突中选边站队。其次，在大型经济体中，保护主义单边贸易措施的兴起和产业政策的广泛使用会对发展中经济体的出口产生不利影响，并损害其结构转型的前景。

与此同时，一些发展中国家近期可能会从全球供应链的重组中发现获益的机会。发达经济体的绿色投资热潮可能会给一些具有相关资源禀赋的幸运国家(比如战略性矿产出口国)带来机遇。然而，可持续发展若要取得成功，还需要同时提供支持，以促进获得可靠(和更廉价)的资金来源、重新平衡贸易规则和创造公平的竞争环境。

贸易争端和各种不对称

二十一世纪见证了中国取代美国成为世界第一大制成品出口国。虽然与中国日益增长的贸易逆差导致美国立法机构屡番出手，但直到2017年美国才开始采取更加强硬的姿态，表现为对中国出口产品征收的关税逐步提高。这种关税的提高造成了重大的贸易转移，主要受益者是中国的主要经济对手，包括墨西哥和欧盟。

目前世界两大经济体之间的贸易争端令人不可思议的是，美国从中国进口的商品总量已经回到了新冠疫情之前的峰值。这是由于不征收关税的产品大幅增加。随着服务业的持续扩张，美国从中国进口的商品和服务总额创历史新高，2022年为5,640亿美元。美国仍然是中国商品出口的主要目的地，远超排在其后的日本、大韩民国、越南和印度。与此同时，尽管贸易出现复苏，但贸易争端给贸易伙伴增加了成本。

至于国内供应方面的关切，世贸组织的现行规则允许实施临时出口限制或禁令，以防止或缓解基本产品的严重短缺。前提条件是所有措施都必须通报，有逐步撤销的时间表，并且与所涉问题的规模相称。在这方面，关键在于如何界定“相称”。在新冠疫情的早期阶段，有80多个国家禁止出口医疗和个人防护用品。同样，2022年初乌克兰战争爆发后，经查实有35个世贸组织成员和观察员对基本农产品实施了近100项出口限制。

这种单方面措施最终往往弊大于利，这就引出了一个问题，即国际社会是否应该制定更严格的规则，特别是在医疗产品和食品等必需品方面，以确保今后类似的做法得到更好的控制，不会导致恶性循环，损害所有国家的韧性。讨论已经持续了一段时间，但尚未达成重大共识，在2024年2月世贸组织第13次部长级会议之前也不太可能达成共识。

在超全球化时代，贸易扩张与大公司控制的全球价值链的扩张密切相关，而这些公司总部大多设在发达经济体。与此同时，越来越多的发展中国家利用其丰富的非熟练劳动力，通过提供这些价值链上的特定环节，参与国际分工。这种国际一体化模式是基于一种期望，即这类新兴的制造业活动通过升级和溢出效应的混合作用，将迅速建立与其比较优势相匹配的稳健和包容性增长道路。

这种模式既没有统一的成功方式，也不一定能获得成功。这使得人们对许多发展中经济体对加工贸易预期溢出效应的大规模押注产生了疑问。除非发展中国家能够成功获得这些全球价值链创造的部分惠益，并将其用于对生产能力和基础设施进行再投资，否则产出和就业的直接增长不太可能转化为在发展阶梯上的动态攀升。简而言之，事实证明，一些发展中国家，主要是东亚和东南亚发展中国家的成功经验很难在其他地方复制。

“大型跨国企业利润的增加和日益集中，是加剧收入不平等的一项推动因素。”

随着出口市场集中度的提高，大型企业榨取租金的能力也提高。经验证据表明，大型跨国企业利润的增加和日益集中，是压低全球劳动收入份额和加剧收入不平等的一项推动因素。这也导致形成了不平等的贸易关系，尽管发展中国家已经加深了对全球贸易的参与。新数据指向两大趋势：

- 从疫情前阶段到疫情期间，观察到的大多数发展中国家的出口集中度似乎都有所提高。
- 在新冠疫情期间，要素收入分配继续进一步向有利于资本所有者的方向倾斜，全球最大的2,000家企业的利润占了增长的大部分。与之相对应的是，全球劳动收入份额持续下降。

健康的贸易体系对于实现《2030年可持续发展议程》至关重要。目前尚不清楚主要贸易伙伴是否有引领该体系度过当前困境的政治意愿。2023年，90国集团在世贸组织提出了10项需要修订的多边贸易协定，以便为各国提供更多的政策空间，让他们能够重新设计其生产、消费和贸易组合，以应对当代的全球挑战。90国集团的提议试图加强发展中成员的现有灵活性，使其更加精确、有效和可操作，并更有效地实现成员的发展目标。如果不能以有利于发展和合作的方式解决这些问题，现有的不对称可能会进一步加剧。这样全世界将更加难以实现《2030年可持续发展议程》。

大宗商品市场的趋势

与前一年相比，2023年5月大宗商品价格总指数下降了30%以上。总体价格的下降主要是由燃料大宗商品推动的，后者在此期间大幅下跌超过40%。然而，在此期间，贸发会议商品价格指数中的一些产品类别价格降幅较小，仍保持在历史高位。矿物、矿石和金属价格仅下降4%，而粮食价格仅下降2%。

四个因素解释了大宗商品价格为何下行。首先，自2022年年中以来，乌克兰战争爆发后原油、天然气和谷物价格的飙升有所缓解。这是因为俄罗斯联邦和乌克兰的主要出口商品的贸易流向发生了改变，而2022年7月黑海倡议达成后，可以从具有重要战略意义的乌克兰港口装运谷物和其他材料。第二个因素是全球需求前景恶化，全球货币紧缩加剧了这一问题。第三，货币条件收紧和随之而来的国际利率上升，促使投资者将金融投资从大宗商品转向利息更高的资产。第四，中国经济重新开放后的反弹慢于预期，而且房地产行业持续疲软，也导致广泛的大宗商品价格指数在2022年达到峰值后有所松动。

最近国际价格趋势对发展中国家的影响最大的大宗商品类别是粮食类商品。正如联合国全球危机应对小组所指出的，在乌克兰战争爆发之前，国际粮食价格就已经接近历史高点，导致粮食进口费用大幅上涨。发展中国家集中承受了大约三分之二的成本增长。2022年2月之后，国际粮食价格进一步攀升，导致许多发展中国家许多最基本的主粮产品价格高得令人望而却步。此外，来自乌克兰和俄罗斯联邦的谷物，特别是小麦、玉米和葵花产品的供应和运输中断，对非洲和中东国家的影响尤为严重，因为这些国家依赖乌克兰和俄罗斯联邦的谷物来满足其基本粮食需求。

在截至2023年5月的12个月中，这些粮食产品的国际价格多有下降——小麦、玉米和葵花籽油的价格分别下降了25%、21%和51%，这在一定程度上得益于黑海倡议以及南美和其他主要生产国供应的增加。

尽管如此，国际粮价仍处于历史高位，国际价格下降对国内价格的传导作用一直很弱。在若干发展中国家，2023年6月基本食品的国内价格仍高于前一年的水平，并继续影响粮食安全。导致国内价格居高不下的因素包括：化肥成本高、天气恶劣、配送成本高、债务沉重以及本国货币疲软。粮食体系的金融化和大型商品交易商操纵价格的行为也对价格和市场的波动发挥了作用。其结果是，据估计，2023年全球有近3.5亿人——其中撒哈拉以南非洲有1亿多人——处于粮食不安全状态，这个数字是2020年的两倍多。

全球金融环境和发展中国家的脆弱性

在新冠疫情暴发前夕，许多发展中国家已经面临不可持续的债务负担。在那之后，多重危机，加上发达国家采用了1970年代以来最激进的货币紧缩政策，导致其债务负担继续恶化。尽管迄今为止系统性债务危机（即越来越多的发展中国家同时从债务困境走向违约）得以避免，但一场发展危机已经开始上演。偿还外债消耗了用于实现《2030年可持续发展议程》和《巴黎协定》目标的资源。

发展中国家当前的债务危机和以往的一个不同之处在于，新兴市场经济体，即在早期被纳入国际金融市场的国家，如今并不处于前沿。这一次，开始利用国际资本市场的主要是低收入

或中低收入发展中国家。这主要发生在全球金融危机之后和新冠疫情之前的资本流动热潮中。这些被称为“前沿市场经济体”的国家受到的冲击最大。发展中国家最近债务困境的增加和相关的发展挫折可以直接归因于国际金融体系内在的结构性弱点。事实证明，目前的结构范式不足以帮助这些国家获得所需数量、成本和期限的可靠外部发展资金，以满足其发展需求。

造成偿债危机愈演愈烈的其他因素包括：官方发展援助不足、官方优惠融资相对减少（某些类别的发展中国家被拒绝参与此类计划）、信用评级机构的决定以及全球金融安全网不足。此外，还存在大量非法资金流动，减少了可调动的国内资源的规模。

考虑到眼前债务挑战的规模，需要重新树立推进多边解决方案的紧迫感。新冠疫情过后，全世界公共和非金融私营部门的债务总额于2020年达到峰值，为世界生产总值的257%，到2021年底回落了10个百分点。在这种大背景下，发展中国家非常脆弱。过去十年里它们的私人债务和公共债务均大幅增加。更具体而言，2010年至2021年期间，一大批新兴市场和发展中经济体的私人债务相对于国内生产总值的比例从84%增加到130%。与此同时，这些国家的公共债务总额几乎翻了一番，到2022年达到国内生产总值的64%。

“**新兴市场和发展中国家的公共债务总额几乎翻了一番，到2022年达到国内生产总值的64%。**”

非优惠债务的迅速积累导致利息支付大幅增加。自从发达经济体和发展中经济体结束宽松货币政策以来，利息的支付额达到新高，而那些本国货币对美元和欧元贬值的国家则需承受双重负担。利息支出占公共收入10%或以上的国家从2010年的29个增加到2022年的50个。因此，过去十年中，许多发展中国家的利息支付超过了教育、卫生和公共投资等关键部门的支出。目前，至少有33亿人所在的国家利息支出超过了卫生或教育支出。这些国家的人类发展指数近年来大多有所下降。这些债务负担的增加阻碍了为实现《2030年可持续发展议程》目标调动所需资源。

“**过去十年中，许多发展中国家的利息支付超过了教育、卫生和公共投资等关键部门的支出。**”

发展中国家中，前沿市场经济体需要特别关注。总体而言，过去十年里，发展中国家的这类经济体对外公共债务增长最快。因此，虽然近年来，相对于发展中国家的总量而言，前沿市场经济体作为一个整体的国内生产总值仅占8%，公共债务总额仅占6%，但它们的公共外债总额却占发展中国家公共外债总额的20%，这绝非偶然。换言之，前沿市场经济体，尤其是它们的公共部门，现在特别容易受到国际金融架构的不对称和缺陷的影响，特别是就债务困境的后果而言。

未来几年将有一大批债券到期，因此，发展中国家，尤其是前沿市场经济体面临的债务挑战将会增加。2024年，包括本金和息票支付在内，前沿市场经济体需偿付的债券总额将达到130亿美元，并且至少直到这个十年末都将维持在高位。这引发了一些担忧，即如果前沿市场经济体不能重新进入金融市场，可能会有更多此类经济体违约。此外，对于保住了进入金融市场资格的新兴市场经济体和前沿市场经济体而言，鉴于发达国家的利率已经提高，发行新的主权债券将耗资巨大。在经济增长放缓的背景下，借贷成本上升将损害债务的可持续性。如果不采取措施有效应对这种态势，预计大多数国家将优先考虑财政整顿以稳定债务水平。令人遗憾的是，这种态势将使实现《2030年可持续发展议程》变得更加遥不可及。

“**目前，至少有33亿人所在的国家利息支出超过了卫生或教育支出。**”

粮食类商品、企业暴利和危机：重新审视国际监管议程

在过去几年大宗商品价格波动的同时，全球能源和粮食交易商也获得了创纪录的利润。在粮食交易领域，保守估计占全球粮食市场份额约70%的四家公司在2021-2022年期间利润急剧增长。全球数百万人面临的粮食安全风险日益增加，同时少数几家公司牟取暴利，两者之间的不对称在2022-2023年变得尤为明显。在高度集中的大宗商品交易行业，“农业垄断企业”攫取的超额利润即使能惠及当地农业社区，也是非常缓慢的。

对大宗商品交易缺乏监管感到关切的 market 分析师、民间社会、监管机构和国际组织越来越多地针对这种不对称提出警告。但不透明性、跨部门的联系和集团内部的公司活动，都对确定问题范围、识别风险和制定可行解决办法的努力构成重大障碍。这就解释了为什么尽管公众日益关注市场集中和牟取暴利的问题，但目前就可能解决粮食体系危机的多边方案开展的政策辩论却并没有深入探讨这一问题。

当前的困境揭示了现状的两个重要方面。首先，有充分证据表明，银行、资产管理公司、对冲基金和其它金融机构继续从最近一轮大宗商品市场波动中获利。其次，通过积极的风险管理，大宗商品交易公司承担了许多通常与银行活动相关的融资、保险和投资职能。在这种情况下，大型国际交易公司或ABCD类公司¹在定价、获取融资和直接参与金融市场方面占据了优势地位。这在有组织的市场平台和场外交易业务中进行投机提供了可能，而大多数发达国家政府对此并不享有权限或控制权。

本报告介绍了贸发会议关于全球粮食交易部门暴利模式的研究成果。分析显示，不受监管的金融活动在全球粮食交易商的利润结构中发挥着重要作用。与此相关的是，企业从金融业务中获取的利润似乎与大宗商品市场的过度投机时期以及影子银行的发展密切相关。

分析得出了以下三项具体结论。首先，粮食交易公司已经开始依赖于使用金融工具和金融工程，不仅是为了对冲商业头寸，还为了战略性地驾驭市场波动的浪潮。其次，与核心商业活动相比，市场和价格波动在该部门的金融业务中似乎发挥着更大的作用。第三，为对冲一系列商业风险而设计的金融工具和技术正在被该部门用于投机。整个大宗商品贸易的现行监管架构仍然疲软无力且碎片化，使上述情况成为可能。

“能够获得大量粮食市场信息的大型谷物加工企业显然有兴趣将套期保值活动作为盈利中心。”

监管碎片化的一个重要后果是，一方面，大宗商品交易商被当作制造企业监管，另一方面，这些企业在金融市场上的活动利润越来越高但却不受监管。区分商业和金融市场参与者背后的理念是，工商企业只应寻求价格保障，而不是为了赌而赌。然而，掌握大量粮食市场信息的大型谷物加工企业显然有兴趣将套期保值活动作为盈利中心。在此过程中，它们往往会改变商业模式，开始像金融行为体一样运作，同时享有为纯商业套期保值者设计的豁免。

¹ 规模和地位类似于四大大宗商品交易商的大公司，四大交易商为艾地盟(Archer Daniels Midland)、邦吉(Bunge)、嘉吉(Cargill)和路易达孚(Louis Dreyfus Company)，因首字母缩写而被称为ABCD公司。

就主要粮食巨头而言，纯粹出于投机目的进行的对冲似乎发生在子公司层面，通常不会在合并财报中报告。具体来说，通过利用设在适当管辖区的一系列子公司，粮食垄断企业找到了将以下多种优势相结合的方法：

- 对农产品市场有深入了解(实时供求和市场演变的前瞻性知识)；
- 有能力储存农产品，以便在价格上涨时加以利用：ABCD公司斥巨资建设仓储基础设施，并建立了大规模的谷物储备；但没有义务披露它们的谷物库存；
- 对业务保密，并享有适用于纯金融行为体的克减规则；ABCD公司利用数百家子公司合法组织业务，以利用世界各地不同司法管辖区(包括避税港)提供的各种监管制度(或监管的缺失)。

贸发会议的实证分析表明，私营企业集团内部对集团内部转移的使用有失正常。集团内部转移是指企业集团内法律上独立的实体之间的金融交易。分析得出了三项重要结论：

- 首先，资产支配率上升的情况主要发生在集团内的子公司层面，表明集团内部转移的使用增加。
- 其次，这表明，如果只看公开的损益报告，超额利润的数额可能被低估。
- 第三，牟取暴利并不局限于某个特定部门，而是个别企业的行为。人们担心的是，超额利润可能与市场集中度有关，只有大宗商品交易界的少数全球参与者受益。因此，更有必要考虑集团成员地位和部门内主要国际参与者的行为。
“牟取暴利行为意味着更有必要考虑集团成员地位和粮食交易部门主要参与者的行为。”

这三个问题在2020-2021年能源危机高峰期的大宗商品部门得到了具体体现，当时市场波动威胁到清算所的金融稳定，需要注入公共流动性加以支持。

当今粮食交易行业中不受监管的金融活动不断增加，这表明，金融稳定风险可能避开监管雷达，愈演愈烈，而企业对具有战略意义的市场的影响力会继续增长。这增加了发现和遏制大宗商品和粮食交易中过度市场投机的难度；还可能增加影子银行的风险从而危及金融稳定。监管不力但高度互联且具有系统重要性的粮食交易行业的非法资金流动的风险和敞口也会因此被隐藏。

“区分农产品衍生品的商业经营者和金融经营者的历史方法不适合当前某些农产品及其相关衍生品全球交易的经济和法律结构。”

所有这些事态发展意味着需要对大宗商品交易的现有监管结构进行改革。区分农产品衍生品的商业经营者和金融经营者的历史方法不适合当前某些农产品及其相关衍生品全球交易的经济和法律结构。可能的解决办法集中在抓住市场实践和金融活动之间联系的三个相互关联的政策改革层面：

- (a) 市场层面改革：堵住漏洞，提高透明度；

- (b) 系统层面改革：承认粮食交易商作为金融机构的活动的各个方面，扩大相关监管范围；
- (c) 全球治理层面改革：扩大监控和监管范围，涵盖该部门企业的子公司层面，以解决利润来源的问题，提高透明度并遏制非法资金流动的风险。

至关重要的是，这三个层面的所有必要行动都要求在部门的数据质量、披露和公司透明度方面进行更多的合作。与此同时，虽然数据透明是必不可少的，但不足以让市场参与者发现价格。所需要的是一种流程，让所有市场参与者每天提供价格信息，而所有参与者和监管者每天都可以获取这些信息。

不仅需要密切关注危机时期垄断企业在具有重要战略意义的市场中的作用，以及助长投机和暴利的全球企业和金融结构的复杂性，还需要制定明智的政策予以应对。需要在多边层面针对当前的具体问题监管这些相互关联的问题。至关重要的是，需要采用综合办法构思改革，侧重于全系统的重要优先事项。更具体而言：

- (a) 在解决大宗商品市场过度金融投机的问题时，还需要解决这一监管不力的部门中不受监管的活动问题；
- (b) 企业对重要市场的控制问题不能仅靠反托拉斯措施来解决，还需要制定协调一致的国家竞争和产业政策框架；
- (c) 国际合作和承诺对于努力提高大宗商品交易的数据质量和透明度以及遏制金融不稳定和非法资金的风险至关重要。

国际金融架构改革：贸发会议之见

国际金融架构是指由治理全球金融体系的机构、政策、规则和实践组成的框架。国际金融架构的宗旨是支持国际合作，重点是确保货币和金融稳定、国际贸易和投资，并为在气候危机时代实现可持续发展筹集所需资金提供支持。

反复出现的金融和债务危机，以及所需发展资金和气候资金的短缺，突出表明当今金融、宏观经济和发展挑战的规模已经远远超出了国际金融架构的框架，该框架的核心体制创建于二十世纪中叶。虽然眼下的许多问题都具有系统性，但有两点从早期阶段就很明显。

第一，国际金融架构的框架及其机构的设计初衷并不是为发展中国家实现增长和发展目标提供所需的资金支持。第二，发展中国家经常出现大量、长期的经常账户逆差，因此，发展中国家的运作受制于不对称的准入条件，政策自主有限。这导致不可持续的外债负担不断累积。

要实现符合理想的方向转变，需要以全面的方式应对这些系统性挑战。但无论是所需的全球协议还是推进改革的政治意愿都一直缺乏。取而代之的是各种更加零敲碎打和临时性的改革。可以将近期多由发展中国家提出的一系列改革建议(新的机构、现有机构之间的新联盟、新政策工具和新的系统性思维)推上桌面，成为另一种国际金融架构的基础。

这些改革提案经常引起争议，部分原因是各种提案之间及其与当前的国际金融架构之间可能看起来缺乏一致。然而，它们正在扩展机构试验的范围，并且最终可能促成更具参与性和可持续性的全球货币和金融治理。贸发会议提倡对金融、贸易和发展采取系统性方法，并坚持主张结构转型，走在了潮流的前面。尽管如此，有一点越来越清楚，即真正的系统性方法应超越贸易和金融的相互依存。还必须顾及环境冲击和可持续性带来的挑战，最紧迫的是气候和生物多样性挑战以及地缘政治风险。

本报告第四至第六章分析了两组此类挑战。第一组挑战涉及在金融日益脆弱且易受跨境溢出效应影响的世界中促进经济和金融稳定。长期以来，贸发会议一直认为，一个具有包容性和可持续的国际金融架构的核心在于，提供及时充分的流动性支持和充分的金融安全网，建立减少贸易失衡和确保资本用于投资拉动增长的机制。

第二组挑战包括：必须获取大量资金资源来支持经济、社会和民生发展；在实现可持续发展目标方面取得进展；为必要的合作制定框架，以解决全球公域的各种复杂问题(如全球疫情、气候变化、被迫流离失所、避税和网络相关风险)。

《2023年贸易和发展报告》第四至第六章借鉴了贸发会议改革国际金融架构的立场，并就韧性、以气候为导向的债务和金融治理生态系统提出了建议。

重新设计全球债务生态系统，为发展中国家服务

最近一连串的危机和外部冲击——多为非经济性冲击——加重了许多发展中国家的偿债负担。与此同时，全球低增长时期和核心市场货币紧缩的影响危及发展中国家出口驱动型复苏的道路。在这种情况下，围绕主权债务问题的起源和解决方案的历史论调正在失去可信度。

国际金融架构的缺陷让解决主权债务负担变得更加复杂，前者在向陷入困境的国家及时提供充分支持方面多次失灵。新冠疫情期间推出的二十国集团《缓债倡议后续债务处理共同框架》进展缓慢，不足以实现有效的债务重组。国际金融体系的等级关系表现为资源不对称，这种关系加剧了这些挑战，并导致许多国家积累更多债务。这些日益复杂的问题要求重新评估各国如何在全球债务治理的以下四个关键领域驾驭错综复杂的主权债务局面：透明度、可持续性跟踪、债务解决方案和重组。

当前的债务状况既高度分化又非常复杂。截至2022年底，发展中国家的主权债务激增至11.4万亿美元，自新冠疫情暴发以来增加了15.7%。近期债权人的构成也发生了变化，私人债权人的比例大幅上升。2021年，私人债权人的持债比例较2010年的7%几乎翻了一番，达到13%，债券持有人的比例达到4%(2010年时为0%)。

过去三年的情况清楚表明，不可预见的冲击会使许多国家陷入危险境地。持续偿还难以负担的债务给各国带来了沉重负担，消耗了发展资源。平均而言，到2022年底，中等收入和低收入国家类组的偿债负担相当于出口收入的15.7%，而低收入国家类组的这一比例为22.6%。

解决主权债务重组问题的历史机制不适合应对这些变化。在处理这一问题时，国际社会往往会采取一种“得过且过”的做法，将置换要约与政治压力和扩充金融支持工具，特别是国际货币基金组织新筹资工具的推广结合起来。

“持续偿还难以负担的债务给各国带来了沉重负担，消耗了发展资源。”

这些努力的底层逻辑是，紧缩将重建债权人信心，稳定财政状况，并刺激借款国的未来增长。不利的一面是，债务解决方案继续对借款国人口的经济和社会稳定造成重大损害，特别是在不太富裕和较脆弱的群体中。仅在少数情况下成功克服了紧缩政策带来的人权挑战。一些较为成功的债务重组案例，如巴巴多斯和希腊的案例，都将集体行动条款追溯性地纳入国内债务。债券设计方面的创新，例如阿根廷和希腊发行的与国内生产总值挂钩的债券，意在实现更平稳的复苏。然而，在阿根廷，这引发了关于国内生产总值计算方法的诉讼。

新冠疫情以及同时发生的生态和地缘政治危机凸显出，政府在医疗领域投资不足可能弊大于利。目前，气候变化和向清洁能源转型的需要也遵循类似模式，需要前期投资来减轻长期后果。此外，乌克兰战争爆发后价值链扭曲和能源问题造成的通胀压力，给借款国造成了不利条件，使许多国家面临信用降级的风险。

自2020年以来，国际货币基金组织已与大约100个国家的政府签署了信贷协议；此后有13个国家违约：阿根廷、白俄罗斯、伯利兹、乍得、厄瓜多尔、加纳、黎巴嫩、马拉维、俄罗斯联邦、斯里兰卡、苏里南、乌克兰和赞比亚。此外，借款国对新的非巴黎俱乐部债权人（如中国）的风险敞口已达到关键值，引起了对以巴黎俱乐部为中心的体制结构的质疑，并给债务透明度造成更多挑战。在这种背景下，关于主权债务的辩论已经转向全球公共政策工具，并脱离了对市场国家或发达国家的过度自信。

要改变这种失灵的债务架构，就需要建立一个以发展为中心的新债务生态系统。这就需要全面重新评估那些导致主权债务不可持续的因素，如气候变化、人口结构、卫生、全球经济变化、利率上升、地缘政治格局变化、政治不稳定以及主权债务对债务国产业政策的影响。需要在主权债务整个生命周期的各个阶段发展新的创造性思维。

转变债务解决方案，使之有助于增强主权国家的韧性，需要开展私人（合约）和公共（法律）性质的多重创新。这些创新彼此间需要协调，而不是相互对抗。改善主权债务重组需要对现有框架进行实质性和体制性变革，可以围绕以下六个关键要素展开。

首先，对宣布陷入债务困境的国家自动暂停偿债，让债权人集中精力于债务解决过程。这将防止出现“钉子户”债权人，并鼓励债务国在为时已晚之前进入困境阶段。及早宣布陷入困境和及早解决问题将防止国家长期被市场拒之门外。为保障债权人权益，暂停偿债可能是一项有用的手段，可以确保将私人债权人包括在内，一如关于待遇可比性的原则和防止债权人变卖抵押品的规则。

其次，需要一种确定合法债务边界的机制。这涉及制定规则，界定因腐败、不透明和保密、违规授权和债权人鲁莽行为而导致的违宪债务。

第三，在国家一级，需要改进债务可持续性分析。然而，债务分析不应仅反映实现可持续发展目标和气候转型的需要，包括相关的投资和必要的产业政策。理想情况下，债务可持续性

分析还应该向国家谈判者提供关于其增长和财政整顿潜力的更优数据。这需要发展中国家建立自己的模型，但也需要国际货币基金组织提高债务可持续性分析模型和假设的透明度(最好基金组织愿意在必要时对它们进行修改)。

第四，宏观金融政策中的制度灵活性和创新方法中应反映各国的具体国情。各种类型的资本管控作为发展中国家常用工具的一部分，在使用时应谨慎行事。需要能够提供增加(哪怕只能略微增加)财政空间的机制的创新金融工具，比如“债务换气候”或“债务换自然”。

第五，该体系需要一个有助于增强韧性的制度框架。鉴于当前面临严峻的生态、社会 and 地缘政治挑战，主权债务监管机构需要弥合不同类组和利益攸关方之间的分歧。联合国这样的大型全球性组织最适合承担这项工作。二十国集团等其他行为体可发挥重要作用，特别是在确保广大资本输出国提供支持方面。

第六，借款人俱乐部应成为全球债务治理的一部分。债务国通过借款人俱乐部，可以讨论技术问题和创新、债券发行经验或促进可持续发展的新型债务工具，并相互学习经验。有近期经验的债务国可以向那些面临债务困境的国家提供关于降低重组成本或在债务国之间建立政治关系的建议。这种支持可以创造一个让借款人和债权人都受益的更稳定、更有韧性的全球金融体系。

实现以发展为中心的全球债务架构的具体政策建议如下：

- 通过向多边和区域银行注资和发行特别提款权，增加优惠资金。
- 提高融资条款和条件的透明度，利用贷款合同的数字化来提高准确性。
- 修订贸发会议《负责任的主权借贷原则》，在主权债务获得的各个阶段遵循这些指导原则并强调其重要性。
- 改善对债务可持续性的分析和跟踪，以反映可持续发展目标的实现情况，并为国家谈判者提供有关其增长和财政整顿潜力的更优数据。
- 使各国能够利用创新金融工具，如可持续发展债券和韧性债券。制定自动重组和担保规则。
- 增强外部危机期间的韧性，例如对在危机中的债务国实施暂停偿债规则，并创造一个能够避免债务困境的空间。
- 鼓励借款国从私人债权人的协作中得到启发，分享信息和经验。
- 着手建立一个更强有力的债务解决机制和全球债务管理局。

以金融改革促进气候协调型发展

当前经济形势的脆弱性加剧了关于如何扩大融资规模和更好地引导资金用于实现气候协调型发展的激烈辩论。关键点是协调生态和发展优先事项，并在发展中国家可获得的融资规模和提供融资的条件中反映这一点。

国际金融体系仍然只能提供所需资金的一小部分——尽管十年来利率一直处于创纪录低位，政府、金融机构和企业也做出了一系列承诺，因而环境相对有利。现如今，贷款环境已经发生了变化，便更有必要解决造成这种情况的两大根本性原因。首先，有必要重新评估公共和私营部门在为经济转型供资方面的作用和最佳参与形式，这种转型意味着不确定性、风险和再分配。这已经是老生常谈，但具有紧迫性。第二，公共和私营融资长久以来的模式往往直接或间接地削弱了气候目标，而缺乏资金来支付转型的经济和社会成本又加剧了这种情况。资金流动与气候承诺不一致的一个例子是仍有数万亿美元投入化石燃料。

“有必要重新评估公共和私营部门在为经济转型供资方面的作用和最佳参与形式，这种转型意味着不确定性、风险和再分配。”

任何改革都应以这种观点为出发点，即气候资金应成为发展资金的额外补充。目前关于气候议程的谈判是协调两种资金的重要机会。为实现这一目标制定的指导原则可以从1930年代第一次“新政”中汲取经验教训，提供一种解决经济无保障、基础设施缺口长期存在以及气候和金融不平等的手段。

从这个角度来看，最呼之欲出和最重要的改革是确保承诺用于发展和气候行动的公共资金确实如约支付。2022年，官方发展援助仅相当于发展援助委员会捐助国合计国民总收入的0.36%，远低于这些捐助国几十年前承诺的0.7%。在32个捐助国中，只有5个达到了承诺的目标，这意味着如果其余成员均兑现承诺，就可以产生数百亿美元的资金。

除了可用资金的规模之外，需要资金的人也缺乏获取资金的便利渠道。提供这种渠道的最有效方法之一是加强对公共开发银行的支持——公共开发银行有450多家，规模和范围各异，职权范围和所有权也有国家、地区或多边之分。

公共开发银行的任务是紧跟社会或经济要务，而不是追求短期利润最大化，这意味着它们有能力为可提供社会或生态效益但未必有经济效益的发展和气候目的提供贷款。再加上它们可以创造和利用超出所获资金的信贷，以及它们往往可以从其他银行，包括商业银行和私营投资者那里获得用于转贷的优惠资金，意味着它们可以成为扩大资金规模的有效来源。同样重要的是，这些银行还具备必要的技术、管理和运营技能，能够在融资后有效利用资金。除了增加这些银行的基础资本之外，还必须扩大开发银行的贷款空间，扩大它们的贷款活动范围，进入世界最贫穷的地区，使它们不仅能够提供优惠贷款和赠款，还能够与国家开发银行合作以当地货币提供贷款。

中央银行也可以在影响有关气候和发展资金的国家议程和国际议程方面发挥重要作用。发达国家和发展中国家的一些央行已经在实施这类政策，但要让这些核心机构能够像不久之前那样发挥影响市场的作用，还需要开展更多工作。一些央行已经制定了货币政策和监管框架，旨在帮助实现资金与脱碳目标的一致。一些央行正在将气候风险和气候压力测试纳入业务运

营。还可以开展更多工作来要求这些银行除气候目标外也报告与可持续发展目标相关的融资情况。

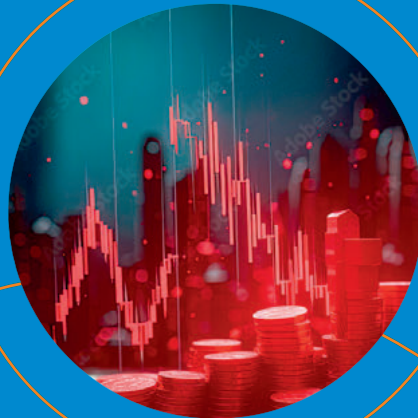
包括央行和开发银行在内的一些银行已经设定了从煤炭、石油和天然气行业撤资的目标。然而，继续向这一部门提供贷款的银行更多，因此对大多数国家和政府构成一项重大挑战。为这个高碳行业的勘探和运营提供的价值数万亿美元贷款，以及对化石燃料生产商和消费者的数万亿美元补贴，与减少二氧化碳排放的雄心可谓南辕北辙。

与此同时，对许多发展中国家而言，化石燃料至少在短期内仍然是最有可能满足基本电气化和发展需求的来源。此外，化石燃料补贴是为低收入家庭提供支助的一种“简单粗暴”的工具。“共同但有区别的责任和各自能力”、“特殊和差别待遇”以及“谁污染谁付费”的原则在国际法中早已确立，并为阐明富国和穷国各自的义务提供了基础。要在实践中体现这一点，还需要做出很多改变。

如何能够改变历史？新冠疫情表明，只要有意愿，政府及各公共机构就可以利用其权力为公民的福利调动大量资本，限制有害活动，并调整产业发展以实现国家目标。

这并不是说疫情时代的所有选择都完美无缺；而是说这场疫情展示了如何能实现快速而深刻的变革。现如今，实现这种变革最有效的方法之一需要直面解决对化石燃料的持续依赖；逐步减少问题最大、污染最严重的活动，转向更清洁、可再生的活动，同时确保创造发展效益，满足发展需求。这意味着为低收入国家和贫困家庭找到其他长期支持，并为不一样的发展道路提供资金。这不是一件简单的事情，需要从根本上重新调整金融体系，引导资金转而支持社会和发展需求，同时尊重环境上限。

第一章



全球经济的现
行趋势和面临
的挑战



危机避开了吗？ 如何应对未来的系统性冲击

当今全球经济格局的特点是，各主要区域之间不平等日益加剧，增长路径日益分化。世界经济正以“失速速度”飞行，预计2023年仅将小幅增长2.4%，已经符合全球经济衰退的定义。谨慎来看，2024年增长前景会略有改善(2.5%)，但一切都取决于欧元区能否实现复苏，以及其他主要经济体能否避开负面冲击。

许多经济体将竭力应对分化的复苏路径、日益加剧的不平等和与日俱增的债务压力，与此同时，全球经济增长不太可能反弹回疫情前的发展趋势。这意味着粮食安全、社会保护等迫切需要和气候适应风险将得不到解决。

而缺乏充分的多边应对措施和协调机制又加剧了这些问题。如果不果断采取行动，全球经济的脆弱性和接踵而至的各种冲击有可能演变成为系统性危机。政策制定者必须在多条战线上应对挑战，以实现更加强健、更有韧性的未来发展轨迹。

为避开未来的潜在危机，本报告敦促政策制定者通过一套组合政策，优先考虑减少不平等和实现可持续、投资拉动的增长和发展。

建议包括：

- 各国央行必须加强国际协调，更加关注私营和公共部门的长期金融可持续性，而不仅仅是价格稳定；
- 政策制定者必须推动倡导实际工资的一致增长，并做出全面社会保护的具体承诺；
- 必须积极寻求对发展中国家的能源转型进程进行投资，提供可获得且负担得起的技术和资金，这需要世界贸易组织(世贸组织)、国际货币基金组织(基金组织)和世界银行加强多边合作并达成适当协议。

A. 导言

全球经济正以“失速速度”飞行，2023年预计增长率为2.4%，达到全球经济衰退的常规标准。自2022年以来，除东亚和中亚以外，整个全球经济都有所放缓。好消息是，通货膨胀率尽管仍高于疫情之前的水平，但在世界许多地区已经得到控制。2023年3月爆发的银行业危机没有在金融业蔓延，大宗商品价格也从2022年的峰值回落。预计2024年全球增长将略有改善，但这取决于欧元区能否出现复苏，以及其他主要经济体能否避免负面冲击。

虽然地平线上浮现出一丝希望，但现在还不到庆功的时候。全球增长虽然出现了一些改善的迹象，但尚未充分反弹至疫情前的水平。这个难题增加了满足粮食安全、社会保护和气候适应等关键需求的难度，特别是在全球卫生疫情已经导致基础削弱的情况下。

在这种背景下，2023年可能会成为步履蹒跚且有失均衡的全球复苏中的一个转折点。如果没有适当的多边应对政策或协调机制，今天脆弱的经济和多样的冲击可能会演变成明天的系统性危机。这种情境对多边体系和全球经济稳定构成了威胁。政策制定者需要在多条战线上采取行动，以实现更加强健、更具韧性的未来发展轨迹。

分析显示，2023年出现了三种令人忧虑的趋势：

- 在主要区域增长放缓的背景下，复苏路径出现分化；
- 收入和财富的不对称日益加剧；
- 发展中经济体的债务压力越来越大，政策自主权越来越小。

这三项因素使得经济、气候和地缘政治风险之间日益复杂的相互作用进一步加码。国家内部日益加剧的不平等是全球需求疲软的原因之一，并继续阻碍投资和增长。关键区域之间以及七国集团和最初的金砖国家(巴西、俄罗斯联邦、印度、中国和南非)内部的低增长趋势呈现出差异，这说明，没有哪一种驱动力能够确定无疑地推动世界经济走上强劲可持续复苏的轨道。

“没有哪一种驱动力能够确定无疑地推动世界经济走上强劲可持续复苏的轨道。”

历史上，增长路径分化导致各国的国内政策行动缺乏协调，对全球产生负面影响，特别是对发展中国家而言。如今，发达经济体的政策讨论往往忽视系统性联系，二十国集团等多边政策协调论坛也无法解决问题。这可能阻碍国际合作，致使全球经济无法走上可持续复苏的道路。

发展中国家的前景尤其令人担忧。发展需要有利的外部环境，包括强劲的全球需求、稳定的汇率和可负担的资金。发展中国家加快增长、加强生产能力、脱碳和偿还金融债务的能力从根本上仰赖于稳定、强劲的全球需求。但国际政策协调围绕着各国央行进行，而央行将短期货币稳定置于长期金融可持续性之上。这种趋势，加上大宗商品市场监管不足和对不平等加剧的持续忽视，导致全球经济四分五裂。

中国经济增长低于预期，而欧洲各经济体增长减速，许多几乎陷入停滞，其不确定影响放大了上述威胁。考虑到眼下的大环境，特别是投资周期放缓、地缘政治冲突对贸易结构、粮食

和能源安全的影响，以及气候变化和转型成本不断上升，再加上2024年美国大选结果的不确定性，这种情况尤为令人担忧。即便较大经济体日益升级的金融风险不会引发更剧烈的冲击，但由于全球南方各国需偿还的债务日益增加，一场发展危机已经开始显现。

对人类和全球来说，在经济复苏停滞之际，发达经济体为快速消除通胀而进一步收紧货币政策将意味着更多的经济和社会动荡。持续的经济放缓会导致贸易和投资前景黯淡，经济增长势头进一步丧失，不平等加剧，债务负担相对于国内生产总值的比率不断上升。

在这种背景下，2024年不太可能出现实质性改善。如果债台高筑(第二章和第五章)和金融监管不力威胁到金融稳定和粮食安全(第三章)，同时收入越来越多地落入资本所有者而不是劳动者的囊中(图一.1)，那么全球北方增长战略的可行性就会降低。面对危机，以前的协调努力往往忽视了被认为不具有系统相关性的部门或国家，因而事与愿违，解决危机未果，反而加剧了危机。应不惜一切代价避免再犯这个错误。

“发达经济体的货币政策应考虑到高利率可能对结构转变、气候适应以及债务可持续性造成的损害。”

本报告提出了另外一种对策，即放缓通胀的速度不仅应考虑到高实际利率对通胀指标的影响，还应考虑到对经济活动、就业、收入不平等和财政稳定的影响。在当今这个相互关联的世界中，发展中国家是经济增长的潜在引擎，发达经济体的政策制定者们应该考虑到高利率可能对长期投资——包括结构转变和气候适应方面的投资——

以及债务可持续性造成的损害。在当前的国际金融架构中，政策空间很容易因金融市场波动而受限，对社会政策、投资和创造就业产生严重影响。

为解决这些问题，本报告建议：

1. 发达国家和发展中国家都应将减少不平等作为政策优先事项，密切关注劳动收入所占份额。这需要各国协调一致增加实际工资，并作出全面社会保护的具体承诺。不应将货币政策用作缓解通胀压力的唯一工具。鉴于供应侧的问题仍未得到解决，需要制定组合政策来实现金融可持续性、帮助减少不平等和实现包容性增长。
2. 考虑到全球经济的相互依赖性日益增长，各国央行应该承担更广泛的稳定职能，这将有助于在货币稳定与长期金融可持续性这两个优先事项之间取得平衡。
3. 应在国际层面，在全球金融架构的框架内，制定普遍监管大宗商品交易特别是粮食交易的系统性方法。
4. 为帮助解决沉重的偿债负担和债务危机蔓延的威胁，需要改革全球金融架构的规则和惯例。全球金融架构应确保提供获取国际流动性的可靠途径，确保一种促进投资拉动型增长的稳定金融环境。鉴于现有架构未能实现发展中国家的韧性，让它们从债务困境中恢复过来，建立一个主权债务解决机制至关重要。该机制应以所有发展中国家的参与为基础，并包含商定的流程以及激励和威慑措施。

“需要制定组合政策来实现金融可持续性、帮助减少不平等和实现包容性增长。”

5. 最后，实现能源转型不仅需要二十国集团之间达成财政和货币协议，还需要世贸组织内部达成实施技术转让的协议，并需要基金组织和世界银行内部达成协议以确保可靠的融资。如果不消除让跨境投机性投资如此有利可图的激励因素和监管通道，就不太可能引导私营资本投向有助于适应气候变化的措施。

本章结构如下。B节从全球层面探讨了后新冠时期增长趋势可能面临的新风险。研究发现，关键区域集团内部以及主要经济体之间的分化给2023年的脆弱增长蒙上了阴影，下行风险将持续到2024年。C节分析了二十国集团经济体各部门对全球需求增长的贡献。D节指出了公司集中度不断提高和财政政策空间不断缩小的这种不对称现象的一些重要维度。E节讨论了信贷、投资以及货币政策对收入和财富不平等的影响。F节探讨了通胀、分配以及通胀轨迹的缓解或持续。G节着眼于劳动力成本和不平等问题。H节进行了总结。

B. 全球增长格局：不确定性阴云下的分化

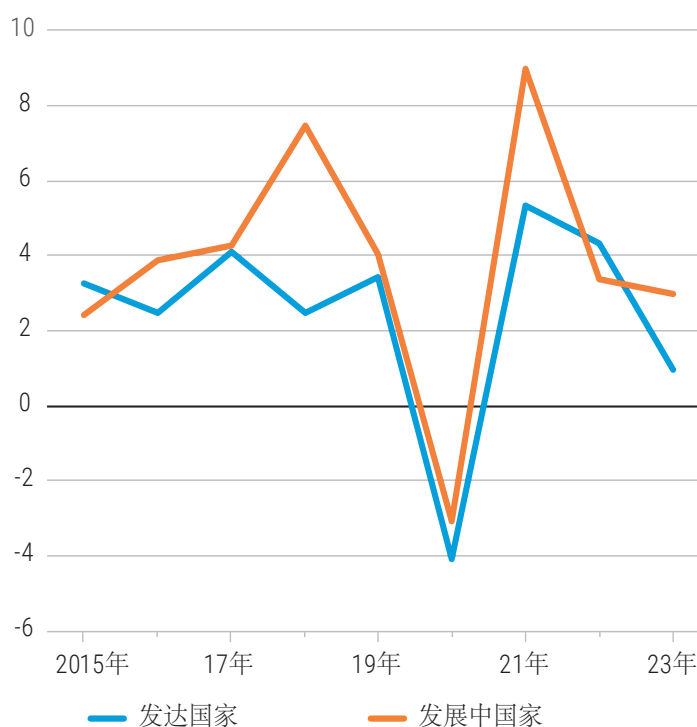
2023年世界经济产出增长预计将放缓至2.4%，2024年可能小幅回升至2.5%(表一.1)。这是过去40年里除危机年份之外最低的增长率。此外，2023年的数字低于2.5%这个标志着全球经济衰退的传统门槛。而这些预测还有可能因最近几个月上升的下行风险而下调。

除东亚和中亚外，今年所有地区的增长预计都将低于2022年，其中欧洲的降幅最大(2.3点)。同样，在二十国集团国家中，预计只有巴西、中国、日本、墨西哥和俄罗斯联邦的增长率会有所改善，但彼此差异很大。鉴于国际社会所设定的雄心勃勃的发展和气候目标以2030年为实现日期，2023年和2024年几乎所有区域的增长都定将低于疫情之前的五年平均水平便特别令人关切。拉丁美洲是一个特例，该地区之前增长便格外疲软(ECLAC, 2023)。

2023年，全球增长呈现不均衡减速。较大的新兴经济体不太可能为发达经济体的增长放缓提供有力的抵消。随着货币政策收紧、投资低迷(图一.1)和政府支出有限，世界经济复苏乏力，令人想起2008-2009年金融危机后的那段时期。

图一.1 私营投资再度急剧放缓

私营投资增长率
(百分比变化)



资料来源：贸发会议根据联合国全球政策模型和数据库得出的计算结果。

注：国内生产总值按2015年不变价格，购买力平价。

表一.1 1991-2024年世界产出增长
(年百分比变化)

国家类组	1991-1999年 ^a	2000-2009年 ^a	2010-2014年 ^a	2015-2019年 ^a	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年 ^b	2024年 ^b	对2023年的修正 ^c
世界	2.9	3.3	3.2	3.0	2.5	-3.2	6.1	3.0	2.4	2.5	+0.3
非洲	2.4	5.5	2.7	3.0	2.6	-2.4	4.5	3.1	2.7	3.0	+0.2
北部非洲(包括南苏丹)	2.7	5.3	-1.9	4.1	2.3	-3.3	4.8	1.9	2.9	3.0	+0.1
南非	2.7	4.0	2.5	1.0	0.3	-6.0	4.7	2.0	0.0	1.0	+0.3
撒哈拉以南非洲(不包括南非和南苏丹)	2.0	6.4	6.3	2.9	3.4	-0.9	4.2	4.0	3.2	3.4	+0.2
美洲	3.4	2.5	2.4	1.9	1.7	-3.8	6.0	2.5	2.0	1.8	+0.9
拉丁美洲和加勒比	3.2	3.5	3.4	0.1	-0.3	-7.1	6.7	3.9	2.3	1.8	+1.0
中美洲(不包括墨西哥)和加勒比	2.8	4.4	3.6	3.0	2.2	-8.6	8.2	4.8	2.9	2.9	+0.4
墨西哥	3.0	1.9	3.2	2.1	-0.2	-8.0	4.7	3.0	3.2	2.1	+1.4
南美洲	3.4	3.9	3.4	-0.9	-0.7	-6.6	7.2	4.0	1.9	1.6	+0.9
阿根廷	4.6	3.8	2.7	-0.3	-2.0	-9.9	10.4	5.0	-2.4	-0.6	-1.9
巴西	2.9	3.6	3.2	-0.4	1.2	-3.3	5.0	2.9	3.3	2.3	+2.4
北美洲	3.4	2.3	2.1	2.3	2.3	-3.0	5.9	2.2	1.9	1.8	+0.9
加拿大	2.8	2.3	2.6	2.0	1.9	-5.1	5.0	3.4	1.3	1.0	-0.8
美国	3.5	2.3	2.1	2.3	2.3	-2.8	6.0	2.1	2.0	1.9	+1.1
亚洲(不包括塞浦路斯)	4.3	5.6	5.7	4.8	3.7	-0.9	6.5	3.6	3.9	3.9	-0.0
中亚	-4.4	8.3	6.8	3.4	3.8	-1.2	5.3	4.5	4.5	3.8	+0.1
东亚	4.4	5.6	5.8	4.8	4.0	0.4	6.7	2.4	3.8	3.8	-0.1
中国	11.0	10.6	8.6	6.8	6.0	2.2	8.4	3.0	4.6	4.8	-0.2
日本	1.2	0.9	1.4	0.9	-0.4	-4.3	2.2	1.0	2.3	0.9	+0.7
大韩民国	6.8	4.9	3.6	2.9	2.2	-0.7	4.2	2.6	0.9	2.1	-1.0
南亚	4.7	6.3	5.4	6.0	3.7	-3.8	7.7	5.8	5.2	5.2	+0.1
印度	5.9	7.2	6.6	7.0	4.6	-6.0	8.9	6.7	6.6	6.2	+0.6
东南亚	5.3	5.4	5.6	5.0	4.3	-3.9	4.0	5.4	3.9	4.2	-0.1
印度尼西亚	4.8	5.2	5.8	5.1	5.0	-2.1	3.7	5.2	4.2	4.1	-0.4
西亚(不包括塞浦路斯)	4.1	5.0	5.5	2.9	1.4	-3.2	6.3	6.6	3.3	2.7	+0.2
沙特阿拉伯	1.7	4.0	5.8	1.9	0.8	-4.3	3.9	8.7	2.5	2.9	-1.0
土耳其	3.9	5.0	7.6	4.3	0.8	1.9	11.4	5.6	3.7	1.9	+1.1
欧洲(包括塞浦路斯)	1.3	2.2	1.2	2.1	1.8	-6.0	5.8	2.9	0.6	1.2	+0.1
欧洲联盟(27个成员国)	1.9	1.8	0.8	2.2	1.8	-5.7	5.6	3.4	0.4	1.2	-0.3
欧元区	1.9	1.6	0.6	2.0	1.6	-6.1	5.4	3.4	0.4	1.2	-0.3
法国	1.8	1.6	1.1	1.7	1.8	-7.8	6.8	2.5	0.9	1.2	-0.1
德国	1.6	1.0	2.0	1.8	1.1	-3.7	2.6	1.8	-0.6	1.1	-0.6
意大利	1.5	0.7	-0.8	1.1	0.5	-9.0	7.0	3.7	0.6	0.8	-0.1
俄罗斯联邦	-5.9	6.2	3.1	1.2	2.2	-2.7	5.6	-2.1	2.2	1.9	+3.6
英国	2.3	2.0	1.8	2.1	1.6	-11.0	7.6	4.1	0.4	0.4	+0.4
大洋洲	3.7	3.2	2.8	2.7	2.1	-1.8	5.1	3.5	1.8	1.5	-0.1
澳大利亚	3.7	3.3	2.8	2.5	1.9	-1.8	5.2	3.7	1.9	1.5	+0.0
备忘项											
发达国家	2.3	2.2	1.7	2.1	1.8	-4.2	5.4	2.4	1.4	1.5	+0.4
发展中国家	4.9	6.4	5.8	4.4	3.6	-1.6	7.1	3.9	3.9	4.0	+0.1

资料来源：贸发会议得出的计算结果依据包括：联合国全球政策模型；联合国经济和社会事务部《国民账户主要总表》数据库和《世界经济形势与展望：2023年年中更新》；拉加经委会，2023年；经济合作与发展组织(经合组织)，2023年；基金组织，《世界经济展望》，2023年春；经济学人智库，经济学人智库国别数据库；摩根大通，《全球数据观察》；国家资料来源。

注：五个地理区域的构成遵循联合国统计司的M49标准。发达国家和发展中国家的区分基于2022年5月更新的M49分类。国家合计数据的计算结果依据的是以2015年不变美元计算的国内生产总值。

^a 平均值。

^b 预测值。

^c 根据与2023年4月发布的《贸发会议贸易和发展报告》更新中所提供预测值的比较修正。

2023年到现在为止，有四大因素影响了全球前景。每一项因素都给近期的预测带来相当大的不确定性：

1. 石油、天然气和粮食的国际价格已恢复到2021年末的水平，消除了通胀的一大推动因素。然而，许多国家的零售价格仍高于疫情前的平均水平，给家庭预算造成压力。尽管通胀的供应侧主要推动因素得到缓解将使政府能够解决国内的暴利问题，但大多数主要国家的央行继续发出利息将继续保持在高位的信号。
2. 占世界经济四分之一的美国在消费价格通胀不断加剧的两年中(2020年4月至2022年6月)表现出韧性，尽管已经实施了一年的全面减缓通胀政策(18个月内11次加息)，金融市场也时不时出现动荡。在就业和名义工资增长的推动下，经济的主要部门为消费和支出提供了支撑。尽管失业率已达到历史低点，但58%的人口就业率仍处于经济衰退水平。此外，制造业的疲软和近期的汇总数据¹加大了2023年下半年经济更急剧放缓的风险。
3. 在中国，解除剩余新冠疫情相关限制有助于为复苏提供支撑，这场复苏始于2022年，改善了工业生产。中国经济增长对出口的依赖程度已经降低(表一.2)，政府仍然享有相当大的财政空间。然而，房地产行业的持续疲软构成挑战，包括潜在的金融困境、就业机会减少、消费者支出受限和投资延迟。此外，不断升级的地缘政治紧张局势正在破坏中国对重要全球价值链的主导地位，至少在短期内给中国一些前沿技术领域的前景蒙上了阴影。中国主管部门对低于预期的增长做出了回应，采取了货币扩张、供给侧激励和监管收紧等一系列措施。仍无法确定这些措施的总体影响及其溢出效应，特别是对邻国经济的影响。
4. 对中国增长前景的担忧可能导致忽视欧洲经济健康状况的日益恶化。与新冠疫情之前2015-2019年的平均水平相比，中国的增长率已经下降了约30%，而欧洲的增长率下降了约70%。由于欧洲在全球经济中的份额与中国相似(按购买力平价计算约为18%，按当前汇率计算更高)，欧洲经济放缓对全球的冲击力度至少是中国经济放缓冲击力度的两倍。欧元区持续收紧货币政策有可能导致该地区在2024年陷入经济衰退。

“过去三年里，主要发达经济体和新兴经济体在后疫情时代的生长表现呈现出不同的复苏路径。”

过去三年里，主要发达经济体和新兴经济体在后疫情时代的生长表现呈现出不同的复苏路径。一方面，差异反映了各国在国际货币和金融等级体系中的地位，这决定了政策制定者在制定应对冲击的宏观经济对策时享有多大的自主权。发达国家在这一等级体系中的有利地位帮助它们迅速避开了疫情最初的冲击。

然而，采取哪种复苏路径取决于政府是否愿意部署长期增长计划的政策。除美国和日本外，发达经济体在2020年疫情冲击后都难以维持稳步复苏。美国通过积极使用产业政策实现了稳定，也拉开了与其他发达国家的差距。受紧缩政策约束的欧洲则落在后面(图一.2.A)。发展中国家中，中国和印度实现强劲复苏，而其他金砖国家成员受益于有利的出口条件。但南非是一个例外(图一.2.B)。

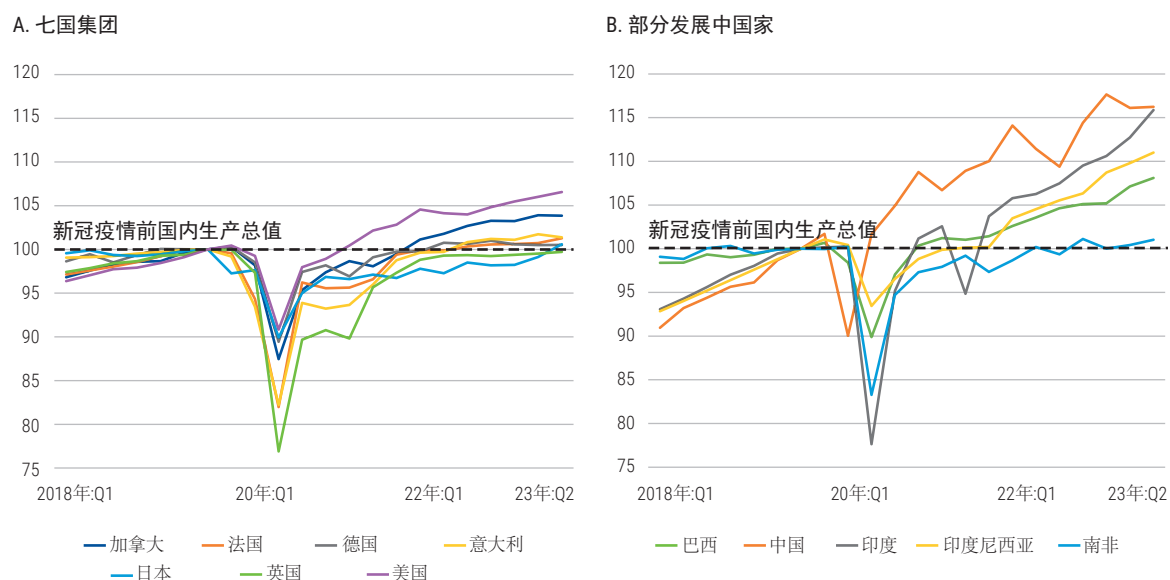
¹ 2023年夏季发布的数据。

表一.2 发展中国家创造了重要的全球需求
2022年二十国集团成员国各体制部门的需求态势增幅
(年百分比变化)

	国民总收入	私营	政府	对外
发达国家				
澳大利亚	3.6	2.8	0.7	0.0
加拿大	3.2	0.0	0.8	2.4
法国	2.2	0.8	-0.3	1.7
德国	2.1	0.0	0.0	2.1
意大利	3.3	0.7	-0.4	3.0
日本	2.1	-0.4	-1.8	4.3
大韩民国	2.7	-0.4	0.6	2.5
俄罗斯联邦	-1.8	-0.2	2.4	-4.0
英国	3.8	2.2	-1.6	3.2
美国	2.0	0.8	0.1	1.1
发展中国家				
阿根廷	5.3	1.9	2.5	1.0
巴西	2.9	0.1	0.6	2.2
中国	3.3	1.3	2.0	0.0
印度	6.7	3.5	1.7	1.5
印度尼西亚	4.7	-1.3	0.4	5.6
墨西哥	2.7	0.3	-0.1	2.5
沙特阿拉伯	8.2	-1.8	1.8	8.2
南非	2.2	2.6	1.9	-2.3
土耳其	6.1	5.3	0.8	0.0

资料来源：贸发会议根据联合国全球政策模型和数据库得出的计算结果。

图一.2 实际国内生产总值水平复苏差异
(指数数值，2019年三季度=100)



资料来源：贸发会议根据路孚特数据得出的计算结果。

注：数据经季节调整。

C. 相互依存世界中的主要经济体

为进一步评估全球增长前景，表一.2显示了二十国集团经济体各部门对全球需求增长的贡献。从表中可以看出上述国家的增长动力来自发达国家的出口部门。它们汲取了全球需求，而不是为发展中国家创造需求。与此同时，许多发展中经济体的进口大于出口，由此对全球需求做出了积极贡献。南非是一个极端的例子，其私营部门的需求大幅增长。然而，对外部门吸收了其中很大一部分需求，部分原因是兰特连续20年贬值，导致进口成本上升。

为了帮助理解不同部门对国内增长前景的不同影响，表一.2区分了私人部门(家庭和工商企业)、政府和对外部门(世界其他地区)。表中的数字显示了每个部门所创造的经济增长的比例，同时考虑到部门支出的积极影响和储蓄(对经济增长)的消极影响。这种方法的优势在于重新整理了国民账户数据，使之更加一目了然。计算时遵循会计惯例，将生产中的增值作为收入完全分配给工人、企业和政府。

展望未来，美国经济似乎仍有可能实现“软着陆”。这意味着国内生产总值的增幅已经接近低点(使该国免于陷入经济衰退，通常连续两个季度出现负增长便视为经济衰退)，同时失业率略有上升，通胀减缓速度平稳。事实上，随着年度价格涨幅从2022年6月的8.9%下降三分之二，降至2023年6月的3.0%，可以说已经基本实现通胀减缓。这必然会推高资本的实际成本，而资本实际成本在2023年初之前一直为负值。美国国内生产总值增长预计将从去年的2.1%放缓至2023年和2024年的2.0%。

经济放缓主要是由政策导致的，是货币紧缩和中性财政政策共同作用的结果。美联储最近发出的信号表明，今年剩余时间内利率将保持高位，且不排除进一步加息的可能性。根据国会就联邦债务上限达成的最新协议，预计明年财政取向将转变为紧缩，从而推动2024年经济增长放缓。

美国经济若干具体国内因素的不确定发展将对全球经济的前景产生影响。关键资产价格下跌是一个令人担忧的迹象，表明金融市场可能无力承受更长时间的高利率。从今年早些时候开始，银行股便一直在下跌，在全球金融危机和欧洲主权债务危机之前都发生过这种情况，10年期、15年期和20年期美国国债的价值与2020年初相比也一路下滑。在此期间，20年期美国国债持有者录得-17%的亏损。鉴于美国国债在结构化金融资产组合中无处不在，大规模减记美国国债可能会破坏稳定。

“过去三年里，主要发达经济体和新兴经济体在后疫情时代的增长表现呈现出不同的复苏路径。”

另一方面，2024年政策利率(联邦基金利率)可能下调。然而，小幅降息并不能有效逆转增长减速，而大幅降息将与货币政策正常化的既定目标背道而驰(Federal Reserve Board, 2022)。如果失业率开始上升，实际工资停滞不前，消费增长率可能放缓，从而阻碍居民投资对降息作出快速反应。

北美其他地区预计将与美国的经济周期同步，如果出现不同结果大多是由国家政策造成的。加拿大采取了更激进的货币政策，并且正在逐步撤销新冠疫情期间的刺激性支出，导致2023年增长预测下调。墨西哥的前景则有所改善，因为经济受益于不那么激进的货币紧缩政策，而且2021年和2022年东亚出现的瓶颈激发了新投资流入该国以建设新的制造能力。

在南美洲，阿根廷和巴西(两国合计占该区域产出的近70%)正在经历不同的发展轨迹。在巴西，欣欣向荣的大宗商品出口和大丰收推动经济上扬，增长率从2022年的2.9%升至2023年的3.3%。然而，负面需求因素正在拖累经济增长。其中包括始于2021年底的货币紧缩政策的延迟影响，该政策导致巴西的实际短期利率在今年年初升高至9%。此外，新冠危机期间私人债务(尤其是家庭债务)不断增加。2023年的大规模财政扩张应能抵消这些衰退因素的影响，但2024年的财政刺激(尽管仍取决于政治谈判结果)预计将转为负值，将国内生产总值增长拉低至3%以下。

而阿根廷正在同时经历经济衰退和通胀加速。实体经济层面，严重干旱推高了粮食和电力价格，使本已在高位的通胀率进一步攀升，对家庭特别是最贫困人口购买力产生了严重的负面影响。在货币层面，通胀加剧引发了外币挤兑和本币贬值。财政政策转向紧缩是因为高通胀侵蚀实际支出的速度要快于其侵蚀税收收入的速度，但由此引发的财政紧缩并不足以控制通胀。

在这种前景下，最阴沉的乌云笼罩在欧洲上方。在2022年大部分时间和2023年初，欧洲能源成本急剧上升，食品价格持续上涨，家庭购买力下降，给消费带来了下行压力。一些国家政府吸收了一部分能源价格上涨的影响，但现在正在减少财政支出以缓解赤字压力。尽管欧元区仍有望在2023年实现小幅正增长，但处于危险边缘。

2023年第二季度，欧元区与经济衰退擦肩而过，在很大程度上这是投资意外激增的结果，而这与其说是生产能力的恢复，不如说是统计上的假象：它反映的是爱尔兰多家跨国企业收购知识产权之举(Bank of Italy, 2023; Arnold, 2023)。9月底欧洲央行加息的决定已经给第四季度的前景蒙上了阴影，增加了欧元区陷入经济衰退的风险。

总体而言，主要受出口驱动，除德国以外的欧洲大型经济体预计仍将继续增长。这凸显了它们在价格上涨面前相对于贸易伙伴所拥有的市场力量。私人消费和投资也将小幅推动增长。德国、法国、意大利和英国的需求增长正逐步放缓。德国去年三个季度都出现负增长，而且2022年实际工资出现创纪录的降幅。但私营部门和政府都录得小幅盈余，支出低于收入，总体上使该国经济增长减少了约4%。出口部门补足了这一减少，使总增长勉强达到正值。这种情况在2023年没有继续下去。法国同样依靠“出口”在2022年避开了经济衰退，但其私营部门为总需求作出了净贡献。法国政府操纵实现了净需求的缩减，在2020年借贷达到峰值后继续减少净借款，而对外部门对该国经济增长的贡献接近80%。

意大利的增长模式与此类似，但政府净借款减少的影响不那么明显，而对外部门贡献了约90%的增长。劳动收入所占份额在2022年有所恢复，但这不是工人薪酬提高的结果。相反，实际工资有所下降，但生产率下降更多，导致劳动收入的份额处于创纪录的低水平，利润份额处于创纪录的高水平。在英国，2021年劳动收入所占份额大幅下降，并持续到2022年，国内生产总值的约3%给了利润。政府净借款也大幅减少，这导致政府部门减少而不是增加了总需求。然而，日益依靠积累债务获取资金的私营部门支出，在家庭服务消费复苏的帮助下，加上对外部门的支持，让经济得以避免陷入衰退，但也只是勉强避开。初步数据表明，2023年下半年的情况可能就不这么乐观了。

在俄罗斯联邦，由于对外部门的净需求大幅减少，经济增长已经放缓，这可能与对乌克兰战争的经济应对有关。作为该国主要外汇来源的石油和天然气出口总量没有发生巨大变化：据

报告，2022年天然气出口下降了32%，主要原因是欧洲需求发生了转移，通过管道运输的天然气减少，而通过油轮进口的液化天然气增加。然而，占能源出口大部分(75%)的石油出口基本稳定在每天300万桶。尽管出口量变化不大，但随着国际价格下降，2023年上半年石油和天然气出口收入减少了近一半(47%)，而俄罗斯联邦对此以减产应对。减产能否产生预期的结果还有待观察。与此同时，货币带来了另一个挑战。由于采取了有效的资本管制，卢布在2022年全年基本保持稳定，但此后大幅贬值，加剧了油价下跌带来的问题，并进一步有损于俄罗斯购买外国大宗商品和制成品的能力。迄今为止，俄罗斯政府一直能够通过增加净借款来弥补需求的削减，这在很大程度上要归功于主权债务比率相对较低(占国内生产总值的23%)，但到年底时财政压力可能加剧。基于上述所有因素，预计2023年和2024年俄罗斯国内生产总值增长率分别为2.2%和2%。

能源价格和货币危机也给土耳其造成了影响。该国在2022年受到能源价格高企的沉重打击，但由于强大的财政支持、有效的家庭转移支付计划以及政策利率下调10个百分点，该国在2023年上半年保持了强劲的国内需求。然而，尽管降息刺激了国内需求，但也给本币施加了压力。里拉在疫情暴发之前就一直贬值，2023年第二季度则出现暴跌。总体而言，对土耳其经济的预测是2023年增长3.7%，2024年放缓至1.9%。

日本去年经济增长受外部需求激增的推动，这在很大程度上是由之前积压的全球汽车需求和日元贬值造成的。与此同时，政府在货物、服务和转移支付方面的支出减少，公共部门变成了净储蓄者。今年日元对美元升值，对人民币贬值，导致净出口走弱。外部需求持续强劲，而温和的通胀率和全国工资上涨协议重振了消费需求。另一方面，财政政策仍保持紧缩姿态，因此预计今年经济增长2.3%，2024年增长1.2%。由于持续的外部需求和强劲的国内需求，增长前景的主要风险来自政策组合，特别是加快削减财政赤字和可能出现的收紧货币的政策。

在中国，政府的净需求仍是经济增长的主要驱动力，而对外部门则拖累了需求，这与传统印象相悖——这个全球最大的发展中经济体经常被描述为纯出口驱动型。但也必须指出，即便是和全球金融危机之后的那段时间相比，近期中国私营部门作为经济增长驱动力的作用也不及过去。私营部门创造增长的能力相对较弱，表明深耕国内市场仍是一项挑战，而这导致中国如今比十年前更加依赖财政扩张。中国私营部门的需求疲软是全球经济前景不确定性的一个来源。疫情暴发之前就已经开始泄气的房地产泡沫和大型开发商的一连串金融危机，给建筑行业以及房地产和其他受影响资产的所有者造成了重大损失。政府已经采取了一系列应对措施，力求降低房地产金融的杠杆率(金融风险的主要孵化器)，最近还试图通过降息来刺激总需求。与此同时，国内需求保持稳定，关键金融指标尚未出现值得担忧的波动：银行股价小幅下跌(跌幅小于美国或欧洲的银行股价)，对主权债券的需求仍然强劲，人民币相对于该地区其他主要货币有所升值(尽管对美元有所贬值)。综合所有因素估计，2023年和2024年的国内生产总值增长率分别可达4.6%和4.8%。这略低于5%的政府目标，但仍远高于发达经济体的平均水平。

在印度，对外部门与私营部门和政府部门一样，都为国内增长做出了贡献，这部分得益于许多国家调转了原本流入俄罗斯联邦的贸易，而印度与俄罗斯一直保持直接贸易关系。2022年印度经济增长回到了疫情之前的水平，预计将持续到明年。然而，其他指标仍表明，需保持谨慎：鉴于2023年6月失业率仍为8.5%，以历史标准衡量，就业水平仍低得令人沮丧。一如实际工资和劳动收入所占份额的数据显示，不平等也显著加剧，可能阻碍增长。

最近印度尼西亚的经济增长呈现出从由私营部门需求驱动转变为更多以出口为导向模式的迹象，这得益于近期包括镍在内的大宗商品繁荣。预计今年的强劲增长将持续到2024年。自2020年以来，该国政府一直在减少净借款，其收入的净增长现在正在吸收总需求，而不是增加总需求。投资和就业的新增也有所放缓，对于一个增长已开始由大宗商品驱动的经济体来说，这是令人担忧的迹象。

D. 企业掌控与财政政策的消亡

“一个正常运转的国际金融架构将使各国政府免受这些压力的影响，并推动它们采取有利于增长、发展和必要结构性投资的政策。”

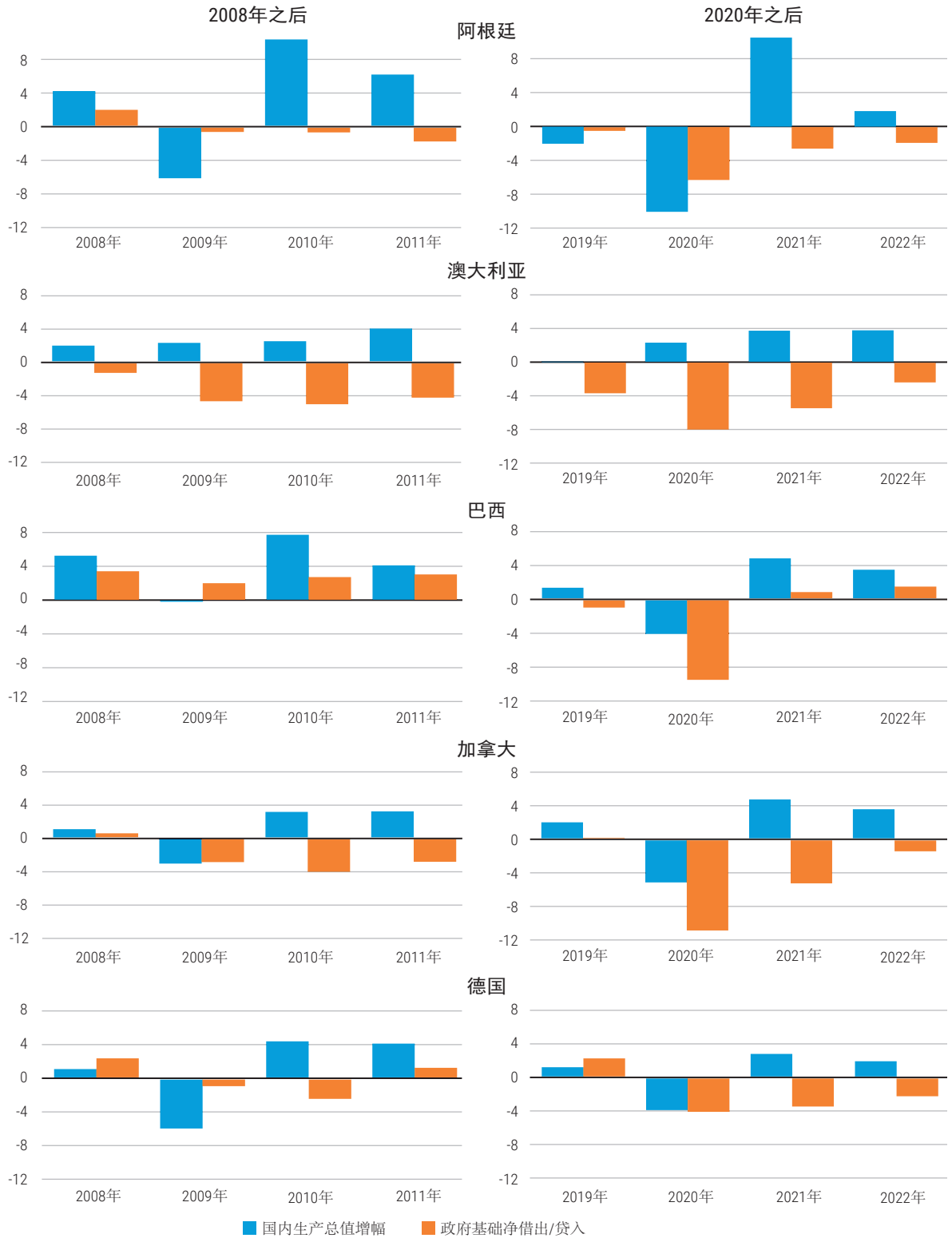
2010年的《贸易和发展报告》曾警告称，财政紧缩——在全球金融危机期间迅速缩减紧急支持——将适得其反。若干年过后，多家国际金融机构的经济学家均表示，当时倡导(过早的)财政紧缩是一项“过失”(Blanchard and Leigh, 2013)。经历了2020年和2021年毁灭性的疫情之后，大多数二十国集团成员国的增长仍远低于2010年代的水平，但基础财政余额(即扣除利息支出的余额，因此是政府预算中较容易控制的部分)已迅速转为正值(图一.3)。这在很大程度上是由于各国政府面临着不削减赤字就会被排除在国际信贷市场之外的巨大压力。一个正常运转的国际金融架构将使各国政府免受这些压力的影响，并推动它们采取有利于增长、发展和必要结构性投资的政策。

图一.3显示，财政政策充其量只能被视为减震器，在回归紧缩立场之前只能采取有限的临时行动(Bernanke, 2008)。事实证明，这种立场导致繁荣-萧条周期恶化，减弱了应急措施的预期效果，企业掌控也是造成这种情况的一项因素(Crouch, 2009; Costantini, 2020; TDR, 2021, 2022)。反过来，这也意味着各国从战略上塑造经济轨迹和全面解决不平等加剧问题的雄心有所减弱。

这个问题在发达国家和发展中国家的演变路径不同。受通胀担忧驱使，财政空间充足的发达国家往往只会努力避免周期的上行或下行阶段过于动荡，使其回归到一个中庸的常态。对大多数国家来说，因为增长低迷和紧急支出成本高昂，这种财政框架往往会推高债务收入比。与此同时，市场力量日益集中在大公司手中，再加上高净值个人施加的影响，提高税收的能力反而降低了(图一.4)。在一个危机日益复杂、越来越需要公共资源来解决系统性混乱的时代，需要通过重新审视占主导地位的经济范式，更重要的是审视基于这些范式的政策决策，来解决日益增加的企业整合与日益缩小的财政空间之间的不对称。

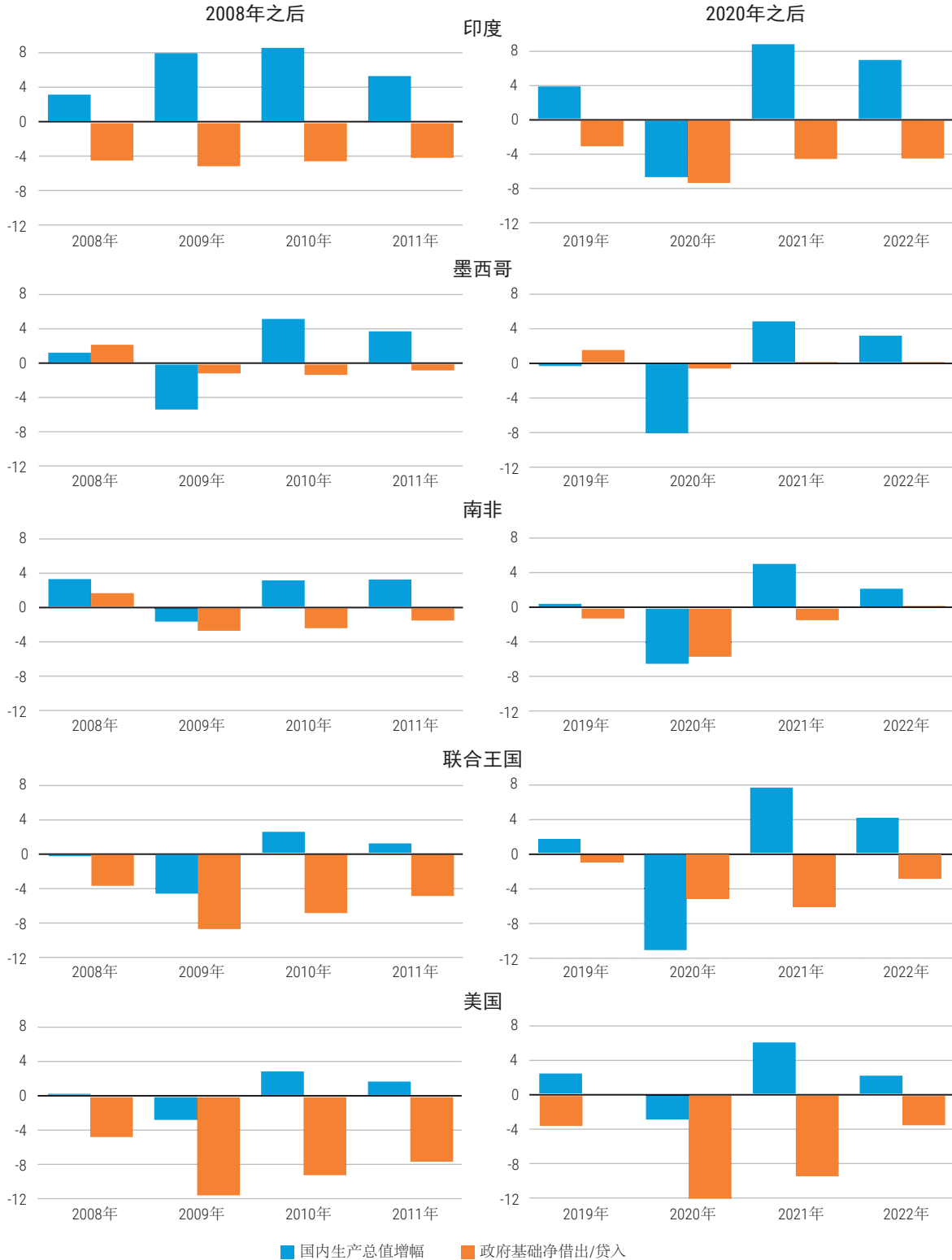
“需要通过重新审视占主导地位的经济范式，更重要的是审视基于这些范式的政策决策，来解决日益增加的企业整合与日益缩小的财政空间之间的不对称。”

图一.3 过早撤出财政支持：2008年之后和2020年之后
 部分国家实际国内生产总值增长和政府基础净借出占国内生产总值的比例
 (百分比)



资料来源：贸发会议根据基金组织世界经济数据库得出的计算结果。

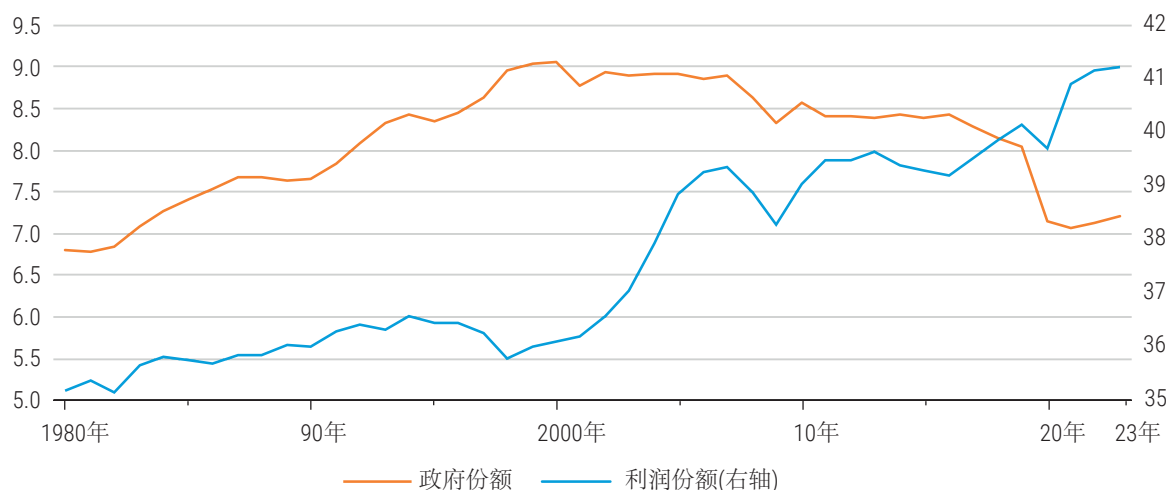
图一.3 过早撤出财政支持：2008年之后和2020年之后(续)
 部分国家实际国内生产总值增长和政府基础净借出占国内生产总值的比例
 (百分比)



资料来源：贸发会议根据基金组织世界经济数据库得出的计算结果。

图一.4 全球：利润份额增长，财政空间缩减

运营利润和间接税份额(扣除补贴)
(占国内生产总值的百分比)



资料来源：贸发会议根据联合国全球政策模型和数据库得出的计算结果。

注：国内生产总值按2015年不变价格计算，购买力平价。

E. 信贷、投资与货币政策的作用

从2010年至2021年，通货膨胀偃旗息鼓且常常低于目标(见插文一.2)，而投资仍然停滞不前，因此量化宽松和创纪录的低利率成为许多央行，包括发展中国家央行的政策首选(TDR 2022: chapter III)。尽管央行的这种积极行动(包括定期购买债券和私营企业资产)帮助实现了一段时间的相对金融稳定，甚至在疫情冲击期间也保持了稳定，但这是通过推高资产价格和金融利润来实现的，因而进一步加剧了不平等。与此同时，财政紧缩和低工资不利于私人投资，还阻碍了生产力增长。

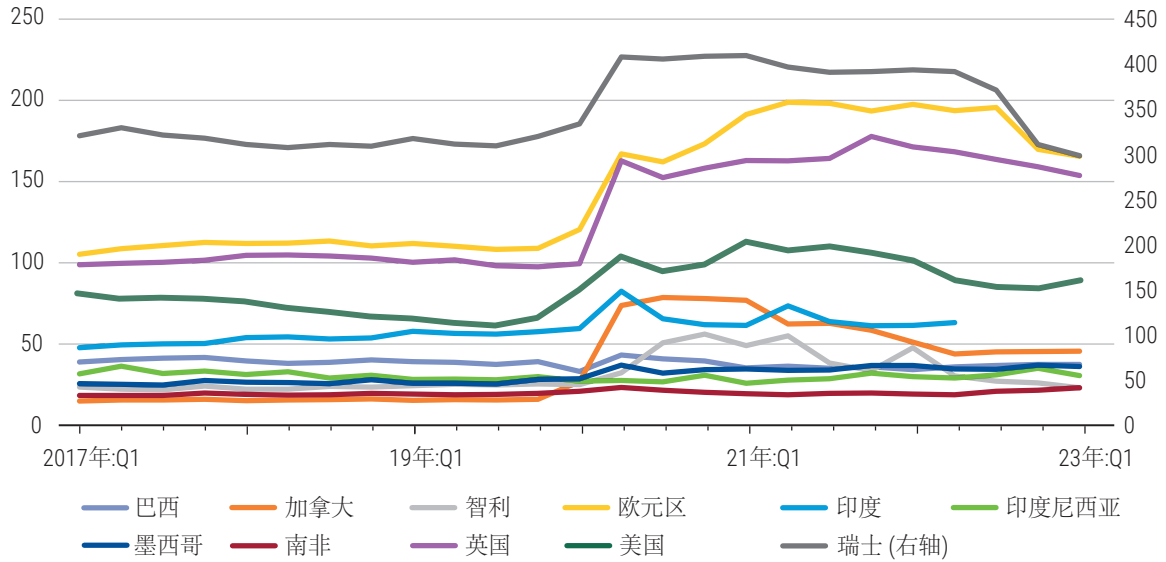
随着通胀率最终在2021年末回升，各国央行开始回归“正常”政策，缩减资产负债表规模(即在公开市场上出售资产)并提高利率。但这些举措立即遭遇了多个市场出现的抛售情况，迫使许多央行放缓了“缩表”的步伐，甚至在某些情况下，还迅速恢复了资产购买(图一.5)。此外，总体而言，加息遭遇的反对较少，部分原因是股市在经历了最初的下跌后，已显著反弹。在这种背景下，还值得注意的是，美联储最近尝试了量化宽松与加息相结合的混合政策，表明如果在稳定价格和金融市场繁荣这两个优先事项之间出现冲突，后者很可能会占上风。

但更重要的是，由金融业利润和感知风险而不是政策优先事项驱动的私营部门的信贷创造，并没有遵循央行信贷减少的模式。私营信贷收缩时，削减规模也大多远不如央行信贷。因此，美国的实际利率仍接近于零，而许多其他发达国家的实际利率也处于或接近历史最低水平(图一.6)。另一方面，发展中国家似乎并没有从金融化的这一环节受益，因为它们的实际利率明显较高。

图一.5 各国央行仅部分紧缩了疫情期间的扩张政策

货币基数与国内生产总值之比

(百分比)



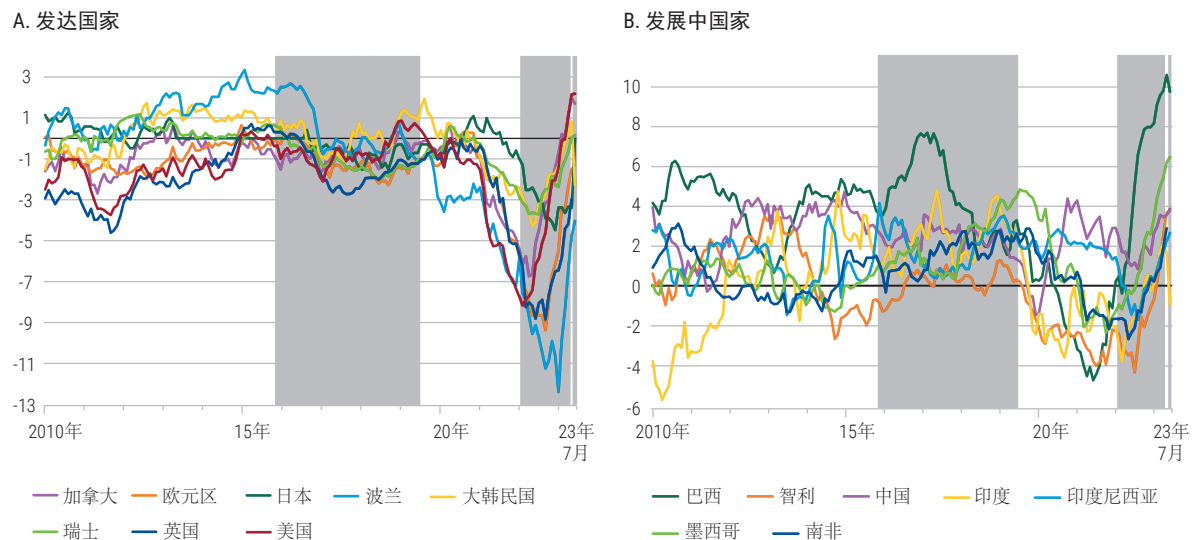
资料来源： 基金组织国际金融统计和美联储经济数据。

注： Q1: 第一季度。

图一.6 尽管实际利率有所回升，但在一些发达国家仍处于低位……不过发展中国家的信贷条件要不利得多

因消费价格指数而降低的政策利率，部分发达国家和发展中国家

(百分比)



资料来源： 贸发会议根据国际清算银行的数据得出的计算结果。

注： 灰色区域是美国政策利率上升的时期。

事实上，发达国家央行加息对国内的影响可能有限，但却对发展中国家造成了严重破坏。特别是对货币疲软的国家而言，发达经济体利率上升很容易导致大量资本外流，从而给货币施加更大压力，推高通胀率，并很容易削弱生产体系。

“发达国家央行加息对国内的影响可能有限，但却对发展中国家造成了严重破坏。”

这反过来会加剧不平等，且有损生计。发展中国家由此会面临加息的强大压力，牺牲金融稳定来维护货币稳定——即便在最好的时期这也是一个不可能的选择。在财政政策疲软的情况下，信贷成本上升会影响世界经济最脆弱的部门和地区，导致投资减少、工资增长停滞、就业增长有限、流动性面临压力。受打击最大的是失业者和中低收入者，以及发展中国家外债高筑的企业和政府(第二章)。

正如过去几年的《贸易和发展报告》所指出的那样，私人信贷无序的反应解释了为何信贷总额与投资不同步(图一.7)。在主要发达经济体和发展中经济体，2000年代初信贷的大幅增长并未触发投资需求的快速增长，在疫情时期也没有出现这种情况。资本形成的一些局部增长很可能更多地是由通货膨胀本身造成，因为通胀会促进库存积累(下图中没有反映)。显然，更多信贷继续流向金融资产，而非实体投资。

投资和信贷脱钩以及主要经济体持续的低实际利率表明，货币紧缩的直接影响是收入和财富分配恶化，对经济增长只有间接影响。

“……货币紧缩的直接影响是收入和财富分配恶化，对经济增长只有间接影响。”

当然，公共和私人创造货币的各种方式存在着安全等级。由于金融稳定是货币管理机构的主要关切，它们会采用务实的方法，其行动专注于看起来具有系统相关性的市场。因此，不是所有部门都享有流动性保障，局部供应过剩和供应不足的现象依然存在。流动性创造的分通常呈现南北差异，尽管有时流入的投机性资本会投资于发展中地区(第二章和第五章)。2023年，由于信贷成本上升，发达国家高收益公司债券市场的吸引力下降，高收益寻求者将重点放在可以进入的发展中国家。与此同时美国企业破产增加，可能正是这种令人担忧的趋势促使美联储决定再次增加资产购买(图一.5)。

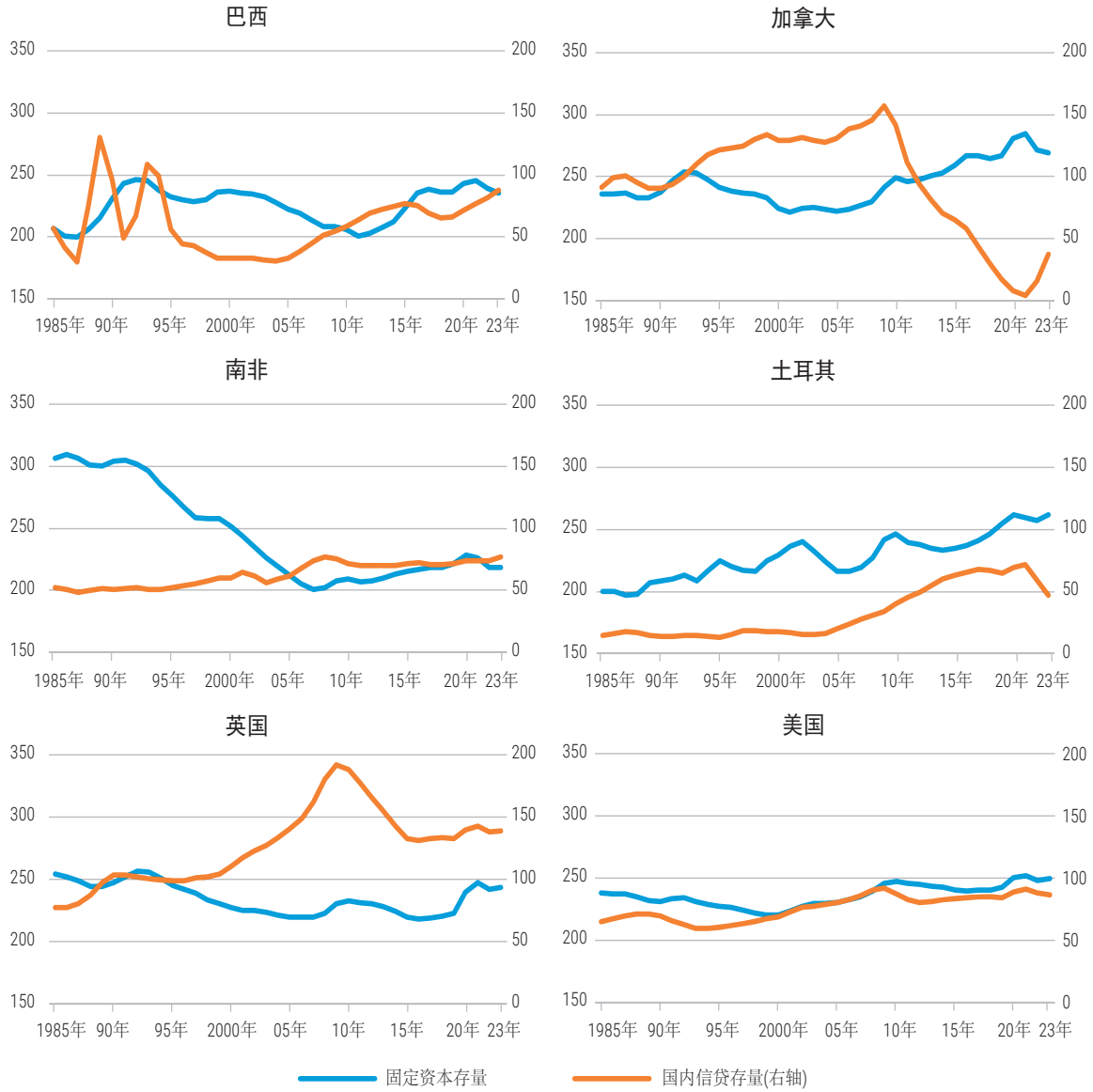
近期货币政策的发展明确证实，金融市场可以在很长一段时间内基本上与经济其他部分的表现脱钩，普遍的常规预期便可以维持金融市场的增长。当经济的其他部分陷入困境、投资减少时(比如2020年)，金融市场还可以欣欣向荣。但如果金融市场真的遭遇冰封，经济的其他部分就会像2008年那样受到重创。因此，近年来所观察到的那种金融资产的大规模扩张和升值会造成巨大的风险，而对许多非金融企业(尤其是规模较小的公司)和绝大多数工人的惠益微乎其微。就政策设计而言，货币政策确实可对收入和财富不平等产生巨大影响，尽管这种影响可能被低估。但如果期望的结果是创造良好的宏观经济环境，促进主导部门的资本形成和就业创造，那么货币政策就无法发挥主导作用。财政政策和产业政策仍是主角。

“……如果期望的结果是创造良好的宏观经济环境，促进主导部门的资本形成和就业创造，那么货币政策就无法发挥主导作用”

图一.7 投资和信贷仍然脱钩

固定资本和国内信贷存量

(占国内生产总值的百分比)



资料来源：贸发秘书处根据联合国全球政策模型和数据库得出的计算结果。

注：国内生产总值按2015年不变价格计算，购买力平价。

F. 通胀与分配

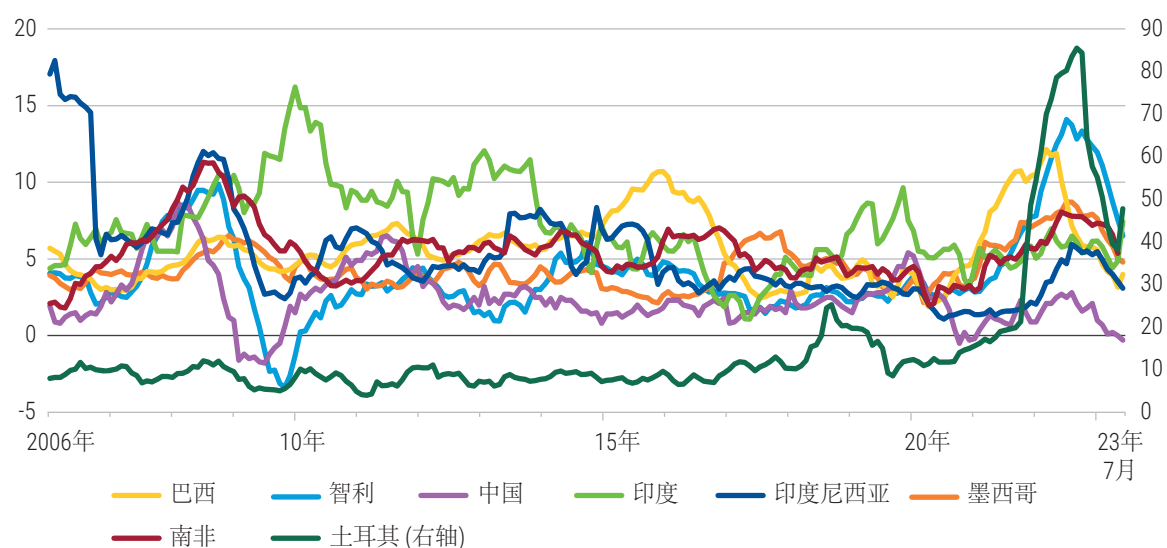
2020年之后，大多数国家的通胀沿着类似的轨迹加速上升，但到了2023年，随着通胀开始放缓，各国开始分道扬镳。

通货膨胀加剧的迹象于2021年最初的几个月在美国开始出现。造成这种情况的触发因素有很多，有临时性因素也有长期因素。其中包括四个主要因素：(a) 全球贸易模式变化影响了进口成本；(b) 富人受益于超宽松货币政策推动的股市上涨，消费支出出现激增；(c) 收入最低职业的实际工资略有增加；(d) 生产商和零售商有能力提高价格以弥补成本增加并提高利润率(Bivens, 2022; Konczal and Lusiani, 2022; Hayes and Jung, 2022; Schnabel, 2022; Storm, 2022; Weber and Wasner, 2023)。

到2021年底，随着价格上涨初步缓解的趋势开始逆转，人们才开始担心这次通胀的轨迹将不同于往常，不是从深度经济冲击中复苏时通常出现的那种通胀，而是会继续延续。未能在全球范围内分发有效疫苗延长了疫情，导致那些临时性因素继续存在，最终与预料之内的大宗商品价格初步上涨相互作用。然后，随着乌克兰战争爆发，一些大宗商品价格飙升，进一步推高了通胀率，尤其是在欧盟(详细分析见2022年《贸易与发展报告》)。尽管这新一轮的通胀压力源于供应侧，但以美联储为首的各大央行开始收紧货币政策的时间早于此前的信号。

图一.8 大多数发展中国家的通胀率仍然符合历史标准

部分发展中国家消费价格指数月均增长
(同比百分比变化)



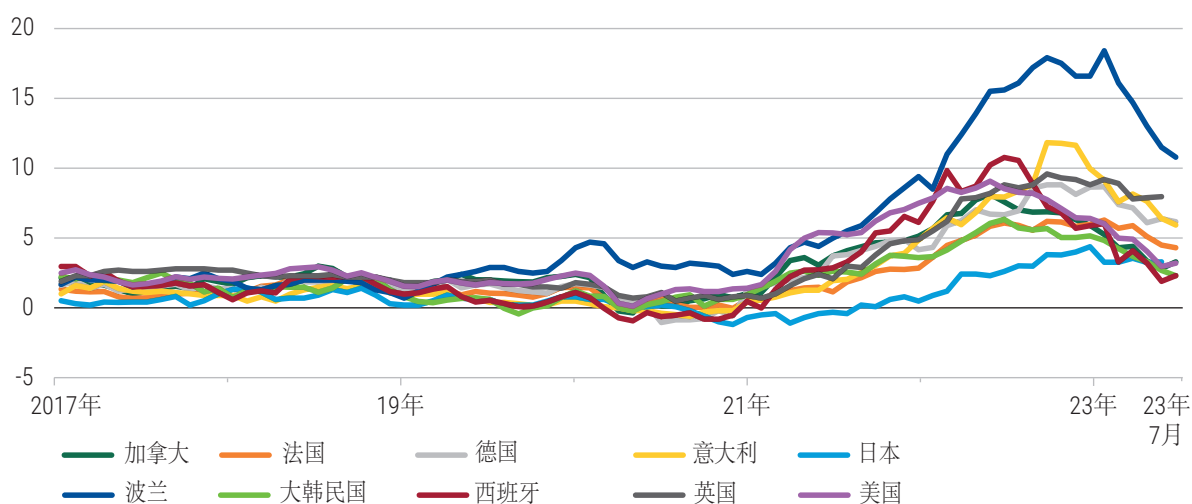
资料来源：经合组织统计数据和国家资料来源。

虽然从2021年底和2022年初开始，通胀率是由主要能源和粮食类商品国际价格的波动推动，但视市场结构和各国政府抵消通胀向消费价格传导的能力(和意愿)而定，各国的结果各不相同。此外，随着美联储开始加息，美元对其他货币升值，进一步加剧了进口价格通胀，特别是对能源和粮食净进口国而言。在已经放开批发和零售能源部门的国家(如欧盟国家)尤为如此，导致国际价格变化迅速传递到国内消费者(TDR, 2022)。许多发展中国家的情况也是如此，以往的金融脆弱性和疲软的货币使它们面临双重风险。

截至2023年中，随着主要大宗商品价格回落，全球的通货膨胀也随之回落，尽管速度参差不齐(表一.3)。在一些地方，核心通胀持续坚挺，并超出了近期的历史平均水平，表明企业持续加价和供应链中断的局部风险仍然存在。在发达经济体中，欧元区与日本和美国的通胀率变化轨迹明显不同(图1.9)。

图一.9 发达国家通胀率下降，部分价格下跌

部分发达国家消费价格指数月均增长
(同比百分比变化)



资料来源：经合组织统计数据和国家资料来源。

表一.3 由于各国经济结构不同，通胀减缓的速度也不同
 2022年1月至2023年6月部分国家的消费者价格指数涨幅以及粮食和能源的贡献
 (同比百分比变化和份额)

	年均		季均		月均			权重	
	2022年	2023年第一季度	2023年4月	2023年5月	2023年6月	2023年4月	2023年5月	2023年6月	权重
智利									
消费者价格指数年均涨幅	11.6	11.8	9.9	8.7	7.6				
Food	29.4	34.1	28.8	28.1	30.1				19.3
Energy	13.5	8.6	6.2	5.0	2.1				7.5
Non-food	56.2	56.0	64.0	65.9	67.1				73.2
德国									
消费者价格指数年均涨幅	6.9	8.2	7.2	6.1	6.4				
Food	21.8	29.5	27.9	28.2	25.0				11.9
Energy	32.6	14.2	8.3	4.5	4.4				7.4
Non-food	46.1	56.4	64.3	68.2	71.4				80.7
南非									
消费者价格指数年均涨幅	7.0	7.3	7.1	6.6	5.4				
Food	22.6	32.4	33.6	30.8					17.1
Energy	28.6	11.2	7.6	7.0					8.5
Non-food	48.1	56.3	58.7	61.9					74.3
英国									
消费者价格指数年均涨幅	10.9	18.1	7.8	7.9	8.0				
Food	13.1	19.1	23.3	22.1					9.5
Energy	38.9	33.3	8.8	6.7					6.5
Non-food	56.4	52.3	66.8	69.1					84
法国									
消费者价格指数年均涨幅	5.2	6.0	5.9	5.1	4.5				
Food	20.1	37.7	38.6	42.2					14.4
Energy	40.4	17.3	10.9	3.8					8.9
Non-food	40.8	44.8	50.7	54.6					76.6
墨西哥									
消费者价格指数年均涨幅	7.9	7.5	6.3	5.8	5.1				
Food	43.3	34.1	28.8	28.1	30.1				25.8
Energy	6.7	8.6	6.2	5.0	2.1				10.0
Non-food	48.8	56.0	64.0	65.9	67.1				64.2
土耳其									
消费者价格指数年均涨幅	72.3	54.3	43.7	39.6	38.2				
Food	30.1	32.5	31.4	33.7					25.4
Energy	21.2	8.5	3.6	-5.6					12.1
Non-food	50.6	59.1	65.7	72.9					62.5
美国									
消费者价格指数年均涨幅	8.0	5.8	4.9	4.0	3.0				
Food	11.8	14.2	11.8	11.6	12.8				8.3
Energy	25.8	3.0	-8.4	-23.7	-46.3				8.2
Non-food	64.2	80.1	93.5	110.0	135.8				83.5

资料来源：贸发会议根据经合组织统计数据和国家资料得出的计算结果。

注：“权重”指占国家总消费物价指数的百分比；2022年的权重用于计算2023年的贡献。

要全面理解最近的价格动态，需要考虑三个因素。

1. 随着关键投入成本加速增长，在一些情况下，企业可以按照总体增长趋势定价从而获得更高的利润，即使货物生产时投入成本更低。寡头垄断企业和纵向一体化企业尤其处于优势地位，它们利用普遍通胀来提高自身的利润率。对它们而言，信贷成本增加的影响非常有限，因为其收入增长的速度已经超出了信贷成本的增长速度(图一.10)。

2. 其次，国际市场能源和粮食价格的下降很可能会降低通胀率，但这并不意味着大多数零售商品和服务的价格会下降：这些商品和服务的价格顶多将稳定在较高水平。此外，视市场力量和监管情况而定，国内食品和能源价格将继续上涨，即使被它们用作关键投入的商品的国际价格下降。这意味着必须提高工资，才能找回因通胀而损失的实际购买力。目前的政策是否符合这种情境值得怀疑(见上文E节)。政策制定者应考虑如何解决收入不平等，同时也应解决关键经济部门企业通过涨价转嫁上升的劳动力成本的能力不受约束的问题。

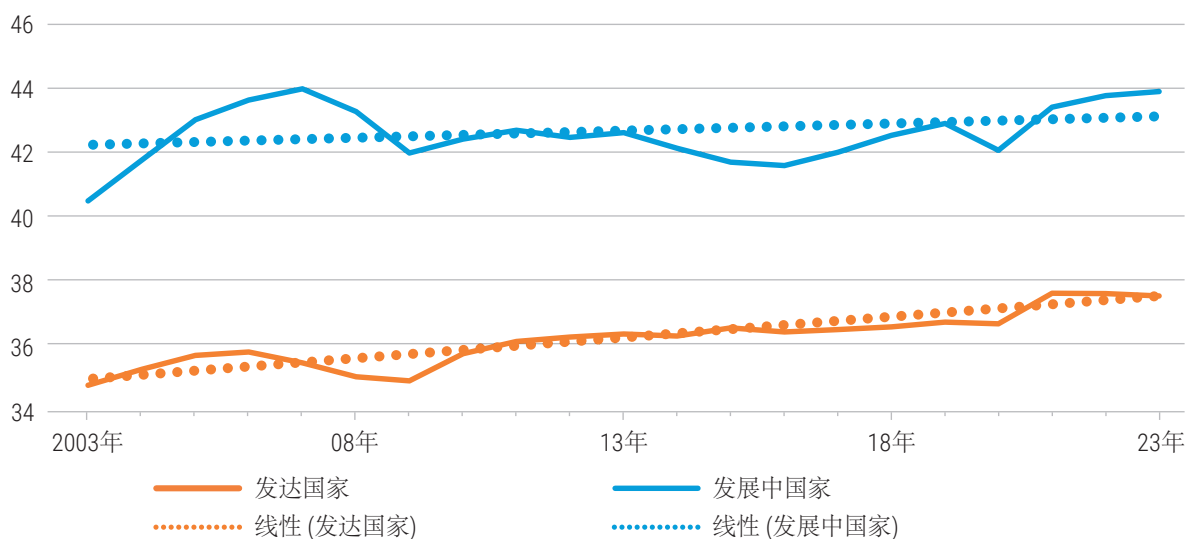
“粮食价格仍远高于疫情前的平均水平：这是让许多家庭难以维系生计的水平，特别是在作为粮食净进口国的发展中国家。”

3. 第三，造成国际市场不确定性和不稳定性的关键因素尚未得到解决。大宗商品贸易新参与者的出现(如已成为石油和天然气净出口国的美国)，以及制造业贸易新限制措施(如与芯片和半导体相关的限制)的实施显然具有重要影响。但结构性问题涉及市场和贸易的组织，而这两者受到不对称监管和暴利的严重影响(第二章和第三章，另见TDR, 2022)。例如，粮食价格仍远高于疫情前的平均水平：这是让许多家庭难以维系生计的水平，特别是在作为粮食净进口国的发展中国家。

“政策制定者应考虑如何解决收入不平等，同时也应解决企业将上升的劳动力成本转化为价格上涨的能力不受约束的问题。”

图一.10 利润份额已超出其长期增长趋势

来自利润和租金的收入
(国内生产总值的百分比)



资料来源：贸发会议根据联合国全球政策模型和数据库得出的计算结果。

注：国内生产总值按2015年不变价格计算，购买力平价。

G. 劳动力成本与不平等现象

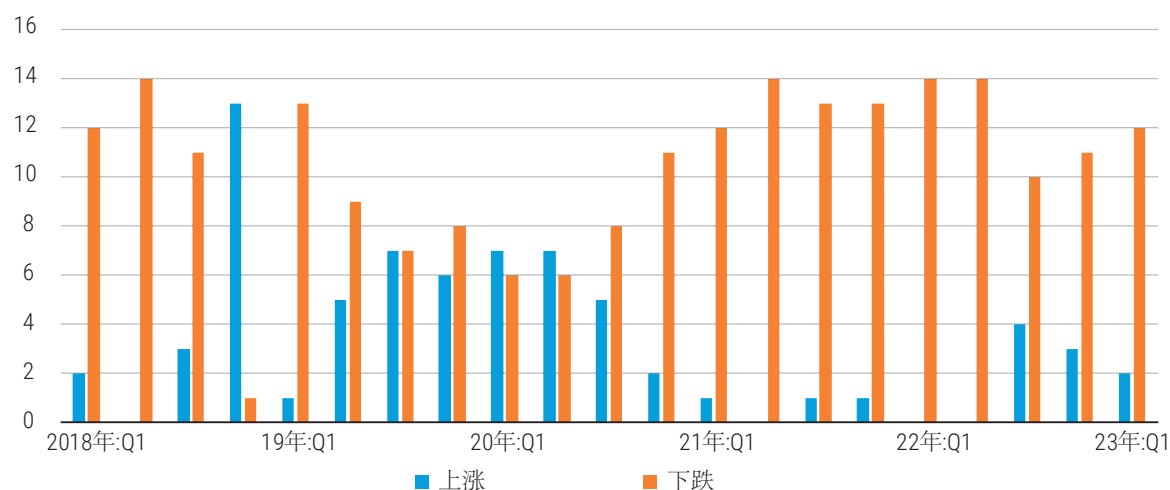
在过去六年中，大多数经济体的工资增长落后于物价上涨，导致实际工资大幅下降(图一.11)。相比之下，加价和利润完全跟上了物价上涨，而且存在显著的行业差异，反映了多种因素的影响，其中最重要的是市场力量。²

通胀上升后，欧盟集体谈判的高覆盖率导致其工资诉求比其他地方更加滞后。大多数劳动合同是在2021年签订的，没有预计到之后的价格变化。但2022年签署的合同也没有“上调”工资，以反映通胀全面上升的影响。此外，政府有时选择对薪酬进行一次性税收减免，而不是让实际工资增长(Bank of Italy, 2022)。这样一来，这段时期的通胀显然没有任何可能实现收入分配的再平衡。只有在法国和荷兰，由于谈判的频率更高，通胀上升趋势在某种程度上对工人更有利。此外，法国的最低工资是与通胀挂钩的。³总体而言，至少自2018年以来，欧洲的时薪大多呈下降趋势。这个事实在年度工资统计数据中隐而不见，只有2022年报告称年度工资出现负增长。这主要是由于2020年后工作时间大幅增加，影响了年度工资统计数据。

图一.11 工资未跟上通胀涨幅

按季度分列的实际时薪变化

(接受调查的国家数量)



资料来源：贸发会议根据劳工组织和国际清算银行的数据得出的计算结果。

注：样本只包含以下14个国家：巴西、智利、法国、德国、印度、爱尔兰、意大利、日本、墨西哥、波兰、南非、西班牙、瑞士、美国。

在美国，就业成本指数显示，疫情导致实际薪酬总额的上升趋势中断。上升趋势一度对零售、贸易、食品和住宿行业的工人尤其有利。通胀导致各行各业的薪酬普遍暴跌。直至2022

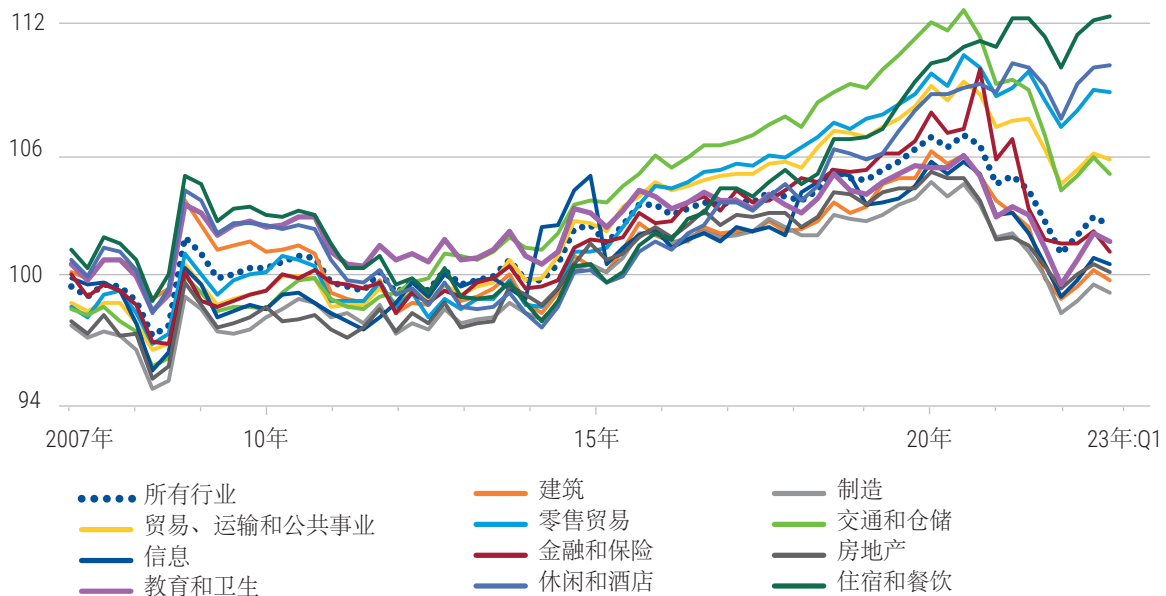
² 一些学者将通胀压力解释为成本推动型通货膨胀的一种表现形式，这种通货膨胀通常由能源商品和进口推动，然后又因企业的定价行为而放大(Bivens, 2022; Konczal and Lusiani, 2022; Storm, 2022; Schnabel, 2022; Hayes and Jung, 2022; Weber and Wasner, 2023)，2021年和2022年的《贸易和发展报告》也提出了这种解释，但最初遭到许多评论者的反对。如今，人们(包括美联储和欧洲央行)普遍认为，在利润份额增长中占最大比例的平均加价率上升导致了价格的动态变化。

³ 见意大利央行2022年年度报告(Relazione Annuale)有关欧元区不同集体谈判实践的详细说明。

年第三季度通胀开始放缓，实际工资和薪水才开始回升，但仍远低于先前的水平。通常情况下，低工资行业 and 低工资职业的实际薪酬下降速度较慢，恢复速度也快于其他行业，这表明其薪酬与生计水平的联系更紧密。如今这些低工资部门的薪酬仍远低于此前的上升趋势(图一.12)。

图一.12 后疫情时代，美国的实际薪酬仍未恢复

美国工人季度薪酬总额，按行业分列
(指数，2006年平均值为100)



资料来源：美国劳工统计局。

最近关于通货膨胀的辩论应该提醒人们，发展中国家的通货膨胀率普遍高于发达国家(图一.8)。这通常是由发展中国家正在进行的结构转型所造成的，而不是收入、需求或货币创造过剩破坏稳定的结果。例如，当新的制造业部门出现时，它们通常会提供更高的工资以便从现有部门吸引工人。这刺激了符合高收入消费者口味的新细分市场的发展。从历史上看，高达20-30%的通货膨胀率往往伴随着稳定的增长和发展(Bruno and Easterly, 1996; Epstein, 2003; Chowdhury and Sundaram, 2023)。

对大多数发展中国家而言，通胀压力不仅仅是内部增长动态关系的结果，也是它们融入全球经济遭遇的不对称和不稳定的结果(Toye and Toye, 2004; Fontaine, 2021)。一个令人关切的问题是如何应对当前的国内经济结构，即农业部门低效、市场规模小、税基数低和基础设施不足。这些因素阻碍了资源重新分配给产业部门，并有碍实现更持续增长的前景。在这方面，研究文献早已确认有必要审视一系列僵化和瓶颈问题，这些问题加上分配冲突，可能引发通胀压力。削减公共支出、抑制工资和放松市场监管的计划无法解决这些僵化问题，因为上述措施在降低通胀的同时通常会付出高昂的代价，即损失产出投资和就业岗位。

国际金融格局的特点是高度不稳定，加上浮动汇率引发的各种问题，给中等偏下收入国家造成了严峻挑战。在随后的去工业化过程中，经历繁荣-萧条周期的风险以及融入高度碎片化的全球价值链(没有重大技术转让，且竞相压低工资)时的危险是关键因素(TDR, 2019;

Storm, 2017)。技术驱动的经济和服务业转型以及价值链中无形资产的增加又加剧了后一种危险。

在这种情况下，通胀飙升可能预示一种疲软状态，并可能带来严重后果，无论是在经济方面还是在相关体制的合法性方面。这可能是某种货币急剧贬值因而推高进口价格的结果，或者是一些关键投入如能源价格波动的反映。这些压力无法通过迅速调整生产或增加工资来消化。

出现这种情况时，成本的增加对应着金融资源从一个体制部门(通常是工人)转移到生产商和进口商，但供应量并不会相应增加。虽然这些金融资源中有一部分很可能直接流向国外，但国内加价也经常发生，这既是通胀上升的原因，也是其后果。事实上，由于生产需要时间，最终产品的价格可能高于购买投入时的价格。企业对市场的集中控制和适当监管的缺乏加剧了这一差距。第二章以发展中国家出口的集中为例研究了这一问题。另一方面，工人们最终会发现，合同根据生活成本作出的任何调整最终都被侵蚀，有时还赶不上新一轮通胀的增长。但与第一种良性通胀的例子相反，这一过程不利于增加生产和就业机会。

这种通胀对不同的社会群体有着明显不对称的影响，眼下的这场通胀就是如此。如果公共机构在努力应对时没有认识到这种不对称，它们的行动往往会加剧这种不对称，导致大多数人口感到更强烈的不公平感。加息本身就增加了成本，也影响到了那些没有从通胀中受益的家庭。事实上，加息对家庭以及与银行缺乏良好关系的小规模初创企业的影响尤为明显。

纵观历史，生活成本的大幅上涨经常引发抗议。有时，这促成了劳动、生产和整个社会的组织方面的进步。在这种情况下，日益庞大的政府官僚机构会站出来保障经济稳定，监控并监管公司甚至个别经理的决策以增强稳定性(Costantini, 2018)。

“有必要重组全球价值链，使经济结构更具韧性和可治理性，并减少对工资率和全球南方造成的不公后果。”

这些例子表明，有必要重组全球价值链，使经济结构更具韧性和可治理性，并减少对工资率和全球南方造成的不公后果。但这也要求分享技术，在不浪费资源和避免局部危机的情况下，在全球范围内协调转型。需要解决关键大宗商品的价格波动问题，解决助长价格波动并从中获利的不透明的金融化体系问题(第三章)。正如近年来所看到的那样，一些国家的回流尝试(第二章)以及产业和保护主义政策的复苏可能导致价格摩擦，造成暂时的通胀张力。

H. 结论

自2022年10月上一份《贸易和发展报告》发布以来，在价格减速增长的背景下，全球经济增长放缓。各地区的复苏模式差异很大，在谈论全球经济“软着陆”的同时也缺乏政策行动。错误地强调需求侧通胀压力，引发了央行教科书般的加息行为。财政措施和供应侧的措施一直以来都是特殊措施而不是常规做法(例如，动用美国的战略石油储备并通过黑海倡议确保粮食和化肥运输)。其结果是全球增长放缓，许多国家的就业率持续低于新冠疫情之前的水平，收入不平等加剧，从工资进一步转移到租金和利润，而这种转移在疫情之前就已经存在。

发展中国家和一些发达国家比以往任何时候都更容易受到债台高筑和环境冲击造成的金融压力的影响，而全球经济应对这些压力的行动缺乏协调。随着货币政策转而着眼于维护金融市场稳定，甚至将通胀作为一种工具来减轻实际债务负担和纠正收入和财富不平等的可能性似乎都被排除在外。

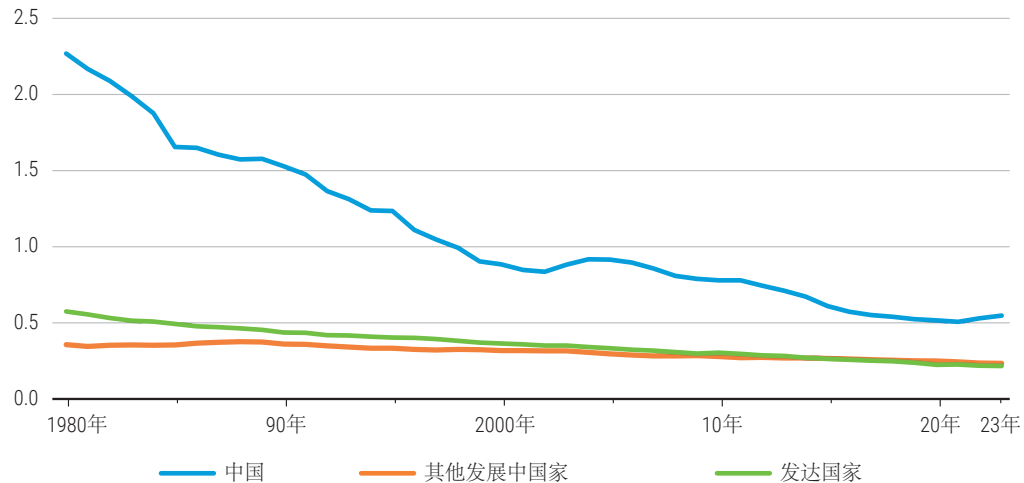
更广泛地说，政策协调的缺乏和多边合作的削弱有悖于“重建得更好”的承诺，限制了近期作出政策转变从而提供今年以后实现更平衡的复苏的可能性(插文一.2)。

插文一.1 在低增长环境中可能实现公正转型吗？

如果辅以适当的国际政策协调，发达国家的低增长时期可能是一个机会，因为它能缓解资源压力，为发展中国家提供快速脱碳所需的产业转型空间。这将需要二十国集团达成财政和货币协议，世贸组织达成技术转让协议，并与基金组织和世界银行合作提供融资渠道。发达经济体和发展中经济体的能源效率都没有跟上，而发展中经济体由于收入较低和政策有限需要更多时间。发达经济体则需要进一步超越对市场机制的依赖，因为这些机制不足以应对挑战的规模。

图一.B1.1 大多数经济体的能效自1980年以来均有所增长

国内生产总值的碳密度
(每一美元国内生产总值排放的二氧化碳克数)



资料来源：贸发会议根据联合国全球政策模型和数据库得出的计算结果。

注：国内生产总值按2015年不变价格计算，购买力平价。

基于市场的减排战略，如征收碳税，旨在推广可再生能源并为转型提供资金。然而，这些计划面临现实的障碍。在大多数经济体中，包括燃料和电力在内的能源支出通常不到国内生产总值的10%(表一.B1.1)因此要从化石燃料转向可再生能源存在挑战。碳税提案仰赖于重新将收入分配给家庭和企业或对可再生能源转型进行投资。现实的税率，加上不到国内生产总值10%的能源支出，导致与推动需求的其他收入流相比，转移规模相对较小。这突出表明需要实施产业政策和直接干预来有效指导能源生产。

表一.B1.1 大多数国家的能源支出只占总支出的一小部分

初级能源开支占国内生产总值的百分比，现行价格，2022年(百分比)

	初级能源开支 (国内生产总值的百分比)
俄罗斯联邦	21.4
沙特阿拉伯	13.8
印度尼西亚	11.8
印度	11.4
澳大利亚	7.3
加拿大	6.0
巴西	5.7
大韩民国	5.6
墨西哥	5.4
阿根廷	5.0
土耳其	4.7
南非	3.5
美国	3.4
中国	3.3
日本	3.2
意大利	2.7
法国	2.5
德国	2.4
英国	1.8

资料来源：贸发会议根据联合国全球政策模型和数据库得出的计算结果。

1. 发达经济体反通胀政策的效果出现了偏差，好处主要由金融资产所有者获得，而成本主要由各地，特别是发展中国家的工薪阶层和转移支付接受者承担。激进的货币紧缩可能会在未来几年抑制生产性投资并限制生产率增长。此外，专注于遏制工资增长这个近期通胀上扬的一个次要因素，实际上是将维护财富实际价值的负担推给了发达国家和发展中国家的劳动人民。降低通胀的重点本应是控制起主要作用的商品价格，如能源价格、粮食价格和零售价格以及汇率。大企业通过提高价格转嫁更高成本的能力不受约束，而关于对国际利润税的讨论进展缓慢，继续损害世界各地的生计。
2. 疫情期间疫苗的分发和相关的知识产权保护工作，是私人回报优先于社会需求的表现，即使为此付出了大规模伤亡的代价。这一点，加上第二章所述的贸易紧张局势，导致技术先进国家推迟做出关键决定和承诺，随着全球气温上升和气候冲击加剧，这种“榜样”对于世界其他地区而言是令人担忧的。
3. 产业政策回归，最明显的例子是美国的一系列立法举措，虽然标志着与旧华盛顿共识的可喜决裂，但却受到地缘政治紧张局势和多边主义倒退的影响。

“要实现疫情后的复苏，减少不平等并避免气候灾难，就需要对全球经济的规则和惯例进行重大变革。”

现在迫切需要改变这种轨迹。大多数主要经济体需要让实际工资再次开始上涨，并让其长时间保持增长，以有效减少不平等。这样做将刺激资本形成和生产率增长。但大多数主要央行反而在2023年全年继续加息，有时明显意在阻碍工资增长。

另一种增长轨迹要求扩大就业，而在应对气候挑战的剩余时间有限的情况下，应将增加的就业机会有效地引导至正确的部门和技术。对发展中国家来说，足够的政策和财政空间对于更好地管理之前交给市场力量的国际资源至关重要。

然而，正如本报告第二章所讨论的那样，要实现疫情后的复苏，减少不平等并避免气候灾难，就需要对全球经济的规则和惯例进行重大变革。

插文一.2 设定通胀目标：2%目标的历史

设定通胀目标包括宣布通货膨胀目标和实现这个目标的“有公信力和可问责的”战略(Bernanke et al., 1999; Setterfield, 2006)。这种战略重申了设定利率的央行的突出作用，以及财政主管部门对节俭的承诺(避免财政主导)。

理论上，央行可以选择任何目标通胀率，并相应调整名义利率。但在1990年代，2%的通胀目标被广泛采用，选择这个数字的理由包括一系列关于工资刚性和产品差异化的假设——而这一数字是由新西兰中央银行在1990年随意设定的(Akerlof et al., 1996)。

直到今天，仍有人不断提出设定这一目标的主要学术原理，但在2008年全球金融危机之后，提高通胀目标的理由越来越充分。其依据是：在经济衰退中，当通胀下降时，与能够刺激复苏的自然利率相等的名义利率可能会降至接近或低于零利率下限。提高正常时期的通胀目标将意味着平均名义利率也会提高，并为在需要时降低利率提供更多货币政策空间(Blanchard, 2022)。

“新西兰中央银行在1990年随意设定了2%的通胀目标，随后得到广泛采用，其理由包括一系列关于工资刚性和产品差异化的假设。”

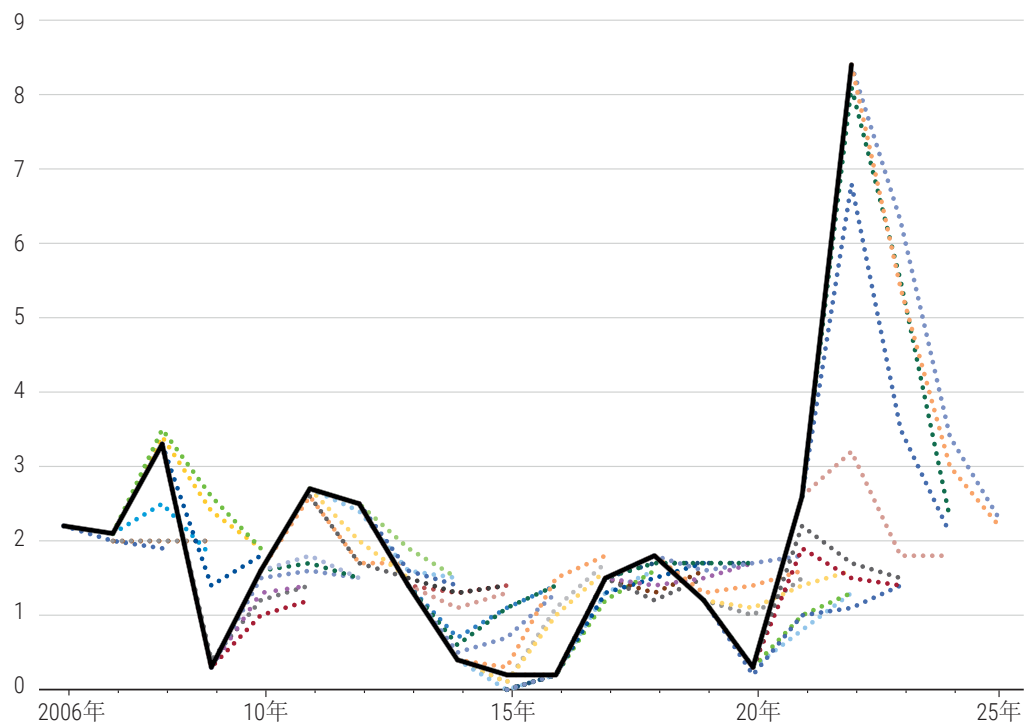
为了更新这一理论框架，出现了两种想法：第一，一条具有大段平坦部分的菲利普斯曲线(Yellen, 2019; Seccareccia and Khan, 2019; Ratner and Sim, 2022)表明，在就业方面，减缓通胀政策付出了更高的成本。事实上，“最让支持设定通胀目标的人失望的事情之一便是这个目标显然无法降低所谓的牺牲率，即抗击通胀的失业成本”(Epstein, 2003: 2)，伯南克和合著者得出结论认为，在采用设定通胀目标的制度后，牺牲率往往会更高(Bernanke et al., 1999)。其次，自然利率因老龄化和自动化而长期下降的概念(Eggertsson et al., 2019)与数据相左(Taylor, 2017)。

2022年底，有人呼吁围绕更高的通胀目标建立新的货币常态。一些观察家建议3%这个数字(Blanchard, 2022)，其他人则提出设定一个在2%至4%之间的更灵活的目标(Stiglitz, 2023)。但是货币政策就必须有一个目标吗？

研究人员发现，以通胀为重点的政策立场过往记录相当令人失望，对许多国家来说甚至是灾难性的 (Epstein, 2003; Ball and Sheridan, 2004; Roger and Stone, 2005)。“总体而言，没有证据表明通胀目标制会改善以通货膨胀、产出或利率变化衡量的经济表现” (Ball and Sheridan, 2004: 250)。通常情况是，无论这些国家是否设定了一个通胀目标，通胀率都一直在下降，而就业增长一般都没有实现。

图一.B2.1 作出正确预测的难度加剧了通胀目标设定的复杂性

欧洲央行的预测和实际消费者价格调和指数的通胀率 (百分比)



资料来源：欧洲央行宏观数据预测数据库。

注：每条彩色虚线反映特定时刻的特定预测。

参考文献

- Akerlof GA, Dickens WT, Perry GL, Gordon RJ and Mankiw NG (1996). The macroeconomics of low inflation. *Brookings Papers on Economic Activity*. (1):1–76.
- Arnold M (2023). Ireland's wild data is leaving economists stumped. *The Irish Times*. 23 August.
- Ball L (1994). What determines the sacrifice ratio? In: Mankiw NG, ed. *Monetary Policy*. The University of Chicago Press. Cambridge MA:155–193.
- Ball LM and Sheridan N (2004). Does inflation targeting matter? In: Bernanke B and Woodford M, eds. *The Inflation-Targeting Debate*. University of Chicago Press. Chicago, IL: 249–282.
- Bank of Italy (2023). *Relazione Annuale Anno 2022*. Rome.
- Bernanke BS, Laubach T, Mishkin FS and Posen AS (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press. Princeton, NJ.
- Bivens J (2022). Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond? Working Economics Blog of the Economic Policy Institute.
- Blanchard O (2022). It is time to revisit the 2% inflation target. *Financial Times*. 28 November.
- Blanchard O and Leigh D (2013). Growth forecast errors and fiscal multipliers. IMF Working Papers. 13/143. International Monetary Fund. Washington, DC.
- Bruno M and Easterly W (1996). Inflation and growth: In search of a stable relationship. *Review*. 78(3).
- Chowdhury A and Sundaram JK (2023). Inflation phobia myths and dogma exacerbate policy responses. *Review of Keynesian Economics*. 11(2):147–171.
- Costantini O (2018). Invented in America: Birth and evolution of the cyclically adjusted budget rule, 1933–61. *History of Political Economy*. 50(1):83–117.
- Costantini O (2020). Eurozone as a trap and a hostage: Obstacles and prospects of the debate on European fiscal rules. *Intereconomics*. 55(5):284–291.
- Crouch C (2009). Privatized Keynesianism: An unacknowledged policy regime. *British Journal of Politics and International Relations*. 11(3):382–399.
- Eggertsson GB, Lancastre M and Summers LH (2019). Aging output per capita and secular stagnation. *American Economic Review: Insights*. 1(3):325–342.
- Epstein GA (2003). Alternatives to inflation targeting monetary policy for stable and egalitarian growth: A brief research summary. PERI Working Paper. 62.
- Epstein GA and Yeldan AE (2009). *Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impacts and Policy Alternatives*. Edward Elgar Publishing Limited. Glos.
- Federal Reserve Board (2022). History of the FOMC's Policy Normalization Discussions and Communications. Available at: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization-discussions-communications-history.htm> (accessed 29 August 2023).
- Hayes C and Jung C (2022). *Prices and Profits after the Pandemic*. Institute for Public Policy Research. London.
- Schnabel I (2022). The globalisation of inflation. Speech at a conference organized by the *Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management*. 11 May. Available at: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220511_1~e9ba02e127.en.html (accessed 31 July 2023).
- Konczal M and Lusiani N (2022). Prices profits and power: An analysis of 2021 firm-level markups. Roosevelt Institute Working papers. New York, NY.

- Levrero ES (2021). Estimates of the natural rate of interest and the stance of monetary policies: A critical assessment. *International Journal of Political Economy*. 50(1):5–27.
- Ratner D and Sim J (2022). Who killed the Phillips curve? A murder mystery. FEDS Working Paper. 2022–28.
- Roger S and Stone MR (2005). On target? The international experience with achieving inflation targets. IMF Working Papers 163. International Monetary Fund. Washington, DC.
- Seccareccia M (2017). Which vested interests do central banks really serve? Understanding central bank policy since the global financial crisis. *Journal of Economic Issues*. 51(2):341–350.
- Seccareccia M and Khan N (2019). The illusion of inflation targeting: Have central banks figured out what they are actually doing since the global financial crisis? An alternative to the mainstream perspective. *International Journal of Political Economy*. 48(4):364–380.
- Setterfield M (2006). Is inflation targeting compatible with post Keynesian economics? *Journal of Post Keynesian Economics*. 28(4):653–671.
- Stiglitz JE (2023). How not to fight inflation. *Project Syndicate*. 26 January
- Storm S (2017). The political economy of industrialization. *Development and Change*. (Virtual Issue):1–19.
- Storm S (2022). Inflation in the time of corona and war: The plight of the developing economies. Working Paper Series 192. Institute for New Economic Thinking. New York, NY.
- Taylor L (1988). *Varieties of Stabilization Experience: Towards Sensible Macroeconomics in the Third World*. Clarendon Press. Oxford.
- 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.
- UNCTAD (TDR, 2009). *Trade and Development Report 2009: Responding to the Global Crisis*. (United Nations Publication. Sales No. E.09.II.D.16. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR, 2019). *Trade and Development Report 2019: Financing a Global Green New Deal* (United Nations publication, Sales No. E.19.II.D.15. Geneva).
- UNCTAD (TDR, 2021). *Trade and Development Report 2021: From Recovery to Resilience – The Development Dimension*. (United Nations Publication. Sales No. E.22.II.D.1. Geneva).
- UNCTAD (TDR, 2022). *Trade and Development Report 2022: Development Prospects in a Fractured World: Global Disorder and Regional Responses*. (United Nations Publication. Sales No. E.22.II.D.44. Geneva).
- Weber IM and Wasner E (2023). Sellers’ inflation profits and conflict: Why can large firms hike prices in an emergency? *Review of Keynesian Economics*. 11(2):183–213.
- Wessel D (2018). Alternatives to the Fed’s 2 per cent inflation target. Rethinking the Fed’s 2 per cent inflation target. *Brookings Institutions Working Papers*. Washington DC.
- Yellen J (2019). Former Fed Chair Janet Yellen on why the answer to the inflation puzzle matters. Remark delivered at a public event “What’s (not) up with inflation?” hosted by the Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings. 3 October. Available at: <https://www.brookings.edu/articles/former-fed-chair-janet-yellen-on-why-the-answer-to-the-inflation-puzzle-matters/> (accessed 31 July 2023).

第二章



国际市场：贸易、
资本流动、大宗
商品



从四分五裂的国际架构到 可持续的全球新秩序

当前混乱无序的国际金融架构和全球贸易体系破坏了实现《2030年可持续发展议程》目标或《巴黎协定》目标所需的和谐稳定的秩序。更具体地说，贸发会议的分析发现，在新冠疫情冲击之后：

- 国际贸易及与其相关的权力不对称导致全球劳动收入所占份额进一步缩减。此外，发达经济体产业政策的单方面转变正在造成贸易伙伴之间的关系紧张，阻碍了发展中国家结构转型的前景。
- 全球大宗商品价格持续上涨，损害了最弱勢的群体，并给全世界3.5亿人带来了粮食不安全。
- 全球金融环境正在明显恶化，致使近三分之一的前沿市场经济体濒临债务困境。这是继过去十年来这些国家的金融进一步融入国际资本市场之后发生的。

要充满希望地展望未来，就需要一种新的范式，一种超越全球化和贸易自由化传统界限的范式。这种新的全球秩序需要我们采取全面的办法并作出协调一致的努力，将我们的愿望转化为一个有韧性而涵盖多方面的系统，能够满足相互关联的世界的复杂需求。当务之急非常清楚：必须加大寻求有效治理措施的力度，以纠正当前全球经济和金融架构中固有的不平衡和脆弱性。

鉴于这些发展动态，贸发会议建议：

- 为国际贸易建立新的共识，更好地顺应政策优先事项，如建立韧性供应链，实现公正的能源转型，提供体面的就业机会，解决腐败和企业避税问题，发展安全的数字基础设施。
- 重新审视现有的国际贸易协定，为各国重新设计生产、消费和贸易模式营造政策空间，以应对当代全球性挑战。
- 加强南南贸易合作，例如重振全球贸易优惠制度。
- 在所有发展中国家参与的基础上，建立有效的债务重组和减免机制，并制定商定的程序、激励和威慑措施。

A. 导言

决定国际市场最近走向的有两组关键因素。一方面，2022年代表了疫情复苏的顶点。从这个意义上讲，同时考虑到第一章中讨论的全球增长所面临的风险，世界经济现在开始了一个后疫情时期，这一时期受到几个决定性因素的制约，其总体影响难以预测。这些因素有：发达国家央行收紧货币政策；各国对国际经济关系采取更具地缘战略意义的政策方针；产业政策对主要经济体贸易战略的影响越来越大；存在多重地缘经济的不确定性。

另一方面，疫后周期显示，全球经济在疫情冲击之前就已存在的结构性弱点趋势依旧。这让发展中国家尤其承压，涉及的方面有：

- 出口市场日益集中，造成收入分配不对称；
- 投资放缓，债务负担不可持续；
- 技术鸿沟不断扩大；
- 气候危机的成本不断上升，围绕能源转型存在挑战。

当前的局面和结构性问题交织在一起，给当今高度相互依存的全球经济带来了治理上的挑战。鉴于实现《2030年可持续发展议程》目标和《巴黎协定》设定的目标所需的和谐稳定秩序的前景越来越渺茫，除了本报告第二部分分析的国际金融架构中的缺陷之外，人们还对基于规则的多边贸易体系感到严重关切。

未来几个月，政策制定者是否以及如何应对这些治理挑战，将决定全球能否在2024年避免一场全球经济衰退，发展中国家能否避免“失去的十年”，目前四分五裂的多边体系能否在这十年结束时变得更加健康。

要找到正确的对策，政策制定者必须采取长远的眼光和纵观全局的方法。发展中国家长期关切的国际贸易体系的许多问题，包括扭曲的农产品市场、粮食不安全、过早的去工业化和限制性商业做法，从未得到充分解决，往往导致赢家通吃的结果，而不是经典贸易模式所设想的双赢结果。

本章将探讨这些难题，审视国际贸易(B节)、大宗商品市场(C节)和国际资本市场(D节)的最新动态，目的是确定需要多边关注的优先领域。

B. 贸易

全球货物和服务贸易在经历了2020-2022年过山车式的跌宕起伏之后，预计2023年将出现1%左右的增长，显著低于世界经济产出的增速(第一章)。这也低于过去十年的平均增长率，而过去十年已是自第二次世界大战结束以来全球贸易平均增长率最低的时期。从中期来看，贸易正在回归危机前的低迷趋势；

“预计2023年全球贸易将增长1%左右，大大低于世界经济产出增速，商品贸易将徘徊在负值区间。”

在短期内，增长率甚至会低于这个数字。其原因是，尽管全球服务贸易表现出了韧性，但2023年商品贸易的增长率仍在负值区间徘徊。

在这些观察结果的背后，是全球贸易结构的深刻变化，以及对当今国际贸易的作用的政治解读的转变。其中许多变化涉及1994年乌拉圭回合结束、世界贸易组织(世贸组织)成立后出现的治理制度。

如果说1980年代和1990年代通常被称为贸易自由化时期，那么过去三十年与其说是降低了贸易关税和投资壁垒，不如说是改变了国家管辖范围内的国内监管标准和规范。这些改革带来的全球监管架构首先有利于大企业的利益，如国际银行和其他跨国企业的利益(Rodrik, 2023)。由于许多发展中国家被动接受了这些改革，因此它们的政策空间因最近的危机而逐渐缩小。

发达国家和发展中国家从国际贸易体系中获得的收益很不对称，这种不对称愈演愈烈，形成了对全球治理规则甚至是自由贸易理念的强烈反弹。这种反弹已在促使政策制定者重新评估他们将贸易的作用放在战略优先地位是否正确。在围绕全球贸易监管架构展开的政策辩论中，深化贸易关系的潜在成本不再被视为微不足道。同样，发达国家和发展中国家都会自动从放松管制的改革中获益这一观点从未受到如此强烈和广泛的质疑。相反，管理贸易的手段越来越多地转向在国家行为方的支持下利用战略利益，而国家行为方如今更愿意干预国内和国际市场的运作(Sullivan, 2023; Hudson, 2022)。

“发达国家和发展中国家从国际贸易体系中获得的收益很不对称，这种不对称愈演愈烈，形成了对全球治理规则甚至是自由贸易理念的强烈反弹。”

一套新的贸易词汇反映了这些正在发生的变化，“碎片化”、“去全球化”、“全球化减缓”、“回流”、“近岸外包”、“友岸外包”、“去风险”、“脱钩”、“开放战略自主权”、“新产业政策”等一系列流行语充斥着当前围绕贸易政策的讨论。这一趋势也体现在一种新兴的贸易范式中，这种范式从更具战略眼光的角度来应对全球经济相互依存的挑战，而且可以更好地顺应新的政策优先事项，如减少不平等、建设韧性、加速能源转型等(Rodrik, 2023)。

“世界贸易格局正在发生重大改变。如何驾驭这一转型对大多数发展中国家而言不啻是重大挑战。”

需要对国际贸易进行改革的新共识究竟能在多大程度上转化为新的国际贸易机制，这个问题仍然没有答案。但已经可以看到，世界贸易格局正在发生重大变化，全球供应链正在重组。在大多数发展中经济体的经济增长前景不佳、投资环境恶化、金融压力加大之际，如何驾驭这一转型对它们而言不啻是重大挑战(见第一章和下文D节)。

如果以史为鉴的话，随着国家安全和地缘政治考虑进入政策舞台的中心，不仅多边解决方案将难以获得关注，而且许多发展中国家可能面临遭受贸易争端夹击的风险，抑或面临越来越大的压力，必须在它们既不要也不需要的经济冲突中选边站队。大型经济体中保护主义单边贸易措施的兴起和产业政策的广泛使用会对发展中经济体的出口产生不利影响，并损害其结构转型的前景。

一些发展中国家近期可能会从全球供应链的重组中发现获益的机会。同样，发达经济体的绿色投资热潮也可能给一些具有相关资源禀赋的幸运国家(比如战略性矿产出口国)带来机

遇。然而，可持续发展若要取得成功，还需要同时提供支持，以促进获得可靠(和更廉价)的资金来源、重新平衡贸易规则、创造公平的竞争环境。

这反过来又需要采取促进技术转让和减少大型跨国公司市场支配力的政策，并使发展中国家能够通过扩大原材料加工等方式在国内增加其出口产品的价值。此外，对收入分配和权力不对称的几个关键指标的分析证实，发展不能只剩下贸易量的增加，实现可持续发展目标需要一套积极主动的政策战略和机构，能反映发展中国家在经济、社会和环境方面的优先事项。

1. 国际贸易最近的周期性动态回顾

国际贸易最近的趋势好坏参半，但天平正在向不利的一面倾斜，尤其是如果我们不只是看综合指标，而是考虑到与贸易政策(第2小节)和贸易对分配的影响(第3小节)有关的一些最新动态。

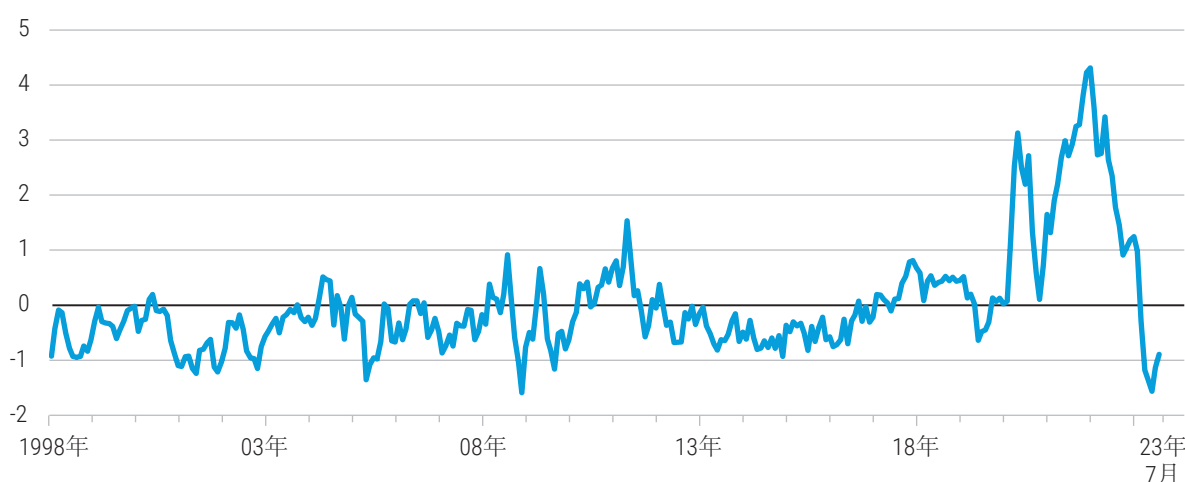
“周期性贸易指标回归正常不应掩盖国际贸易政策环境中正在发生的重大变化。”

从积极的方面来看，一些指标表明，在经历了新冠疫情暴发之后的崩溃和复苏之后，现已回归到某种正常状态，2020年至2022年供应链严重断裂的情形已接近尾声(图二.1)。总体而言，这有望缓解价格压力，原因是中国解除封锁、新冠疫情期间对制成品的需求激增后贸易结构回归正常、多个发达国家的货物运输物流趋于稳定，而且人们对乌克兰战争的影响及其后的经济制裁作出了调整。

以下情况也反应了正常化的趋势：新冠疫情暴发后，集装箱及干散货国际海运费率飙升至历史高位，但于2022年下半年大幅下跌(图二.2)。

图二.1 供应链压力在新冠疫情期间达到高峰后急剧波动

全球供应链压力指数
(平均值的标准差)

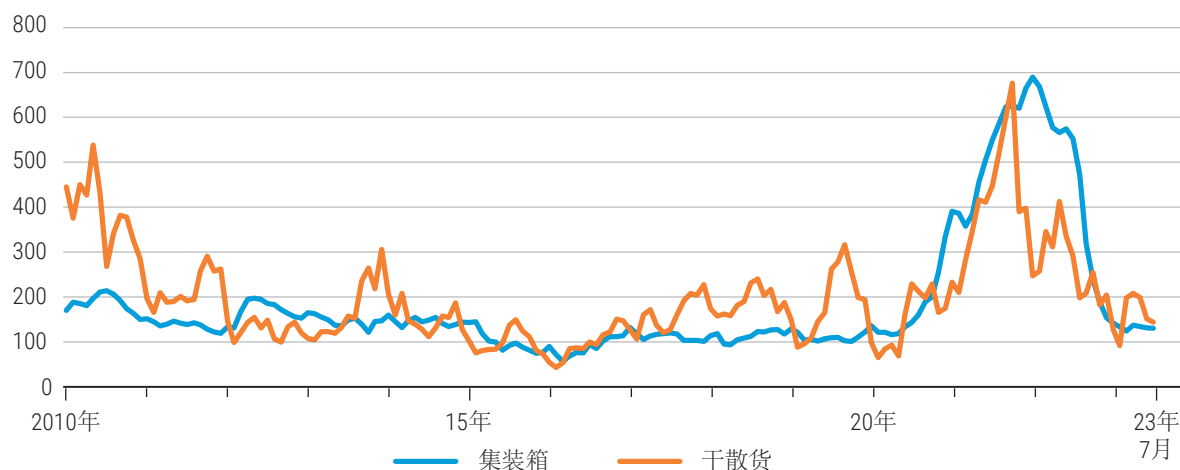


资料来源：Benigno et al. (2023)。

注：全球供应链压力指数整合了运输成本数据和制造业指标，通过考虑一系列指标来衡量全球供应链状况，旨在全面总结潜在的供应链中断。全球运输成本包括波罗的海干散货指数和哈派克斯指数的数据，以及美国劳工统计局的空运成本指数。全球供应链压力指数还使用了采购经理指数调查中的几个供应链相关组成部分，重点关注制造企业。对指数作了归一化处理，零表示指数处于其平均值，正值表示指数高于该平均值多少个标准差(负值表示相反)。

图二.2 海运费率已恢复到接近2010年代的平均水平

干散货和集装箱每月费率
(指数, 2015年=100)



资料来源：贸发会议根据克拉克森研究公司《航运情报网》数据库得出的计算结果。

注：“干散货”指波罗的海交易所干散货指数，“集装箱”指上海集装箱运价指数综合指数。

此外，国际航空交通在受到疫情重创后继续复苏，而这与服务贸易相关，因为服务贸易涉及国际运输和旅游这两个主要组成部分。2023年5月，全球航空收费客公里数(客公里数)——即付费乘客的旅行公里数——仅比疫情前水平低9%。此前同比增长近50%，其部分原因是中国重新开放其国际市场，为此亚太地区航空公司的年增长率几乎达到以前的三倍(图二.3)。

在上述所有积极趋势的推动下，国际贸易(以现值美元计算)在2022年达到约32万亿美元的历史新高，较2021年增长了13%，较2019年新冠疫情前的水平增长了25%。不过，造成这一结果的一个相关因素是，一些交易量大大宗商品(特别是能源，其次是农产食品、金属和矿物)的价格急剧上涨。以不变价格计算，2022年国际贸易(包括货物和服务贸易)增长了大约3.5%。

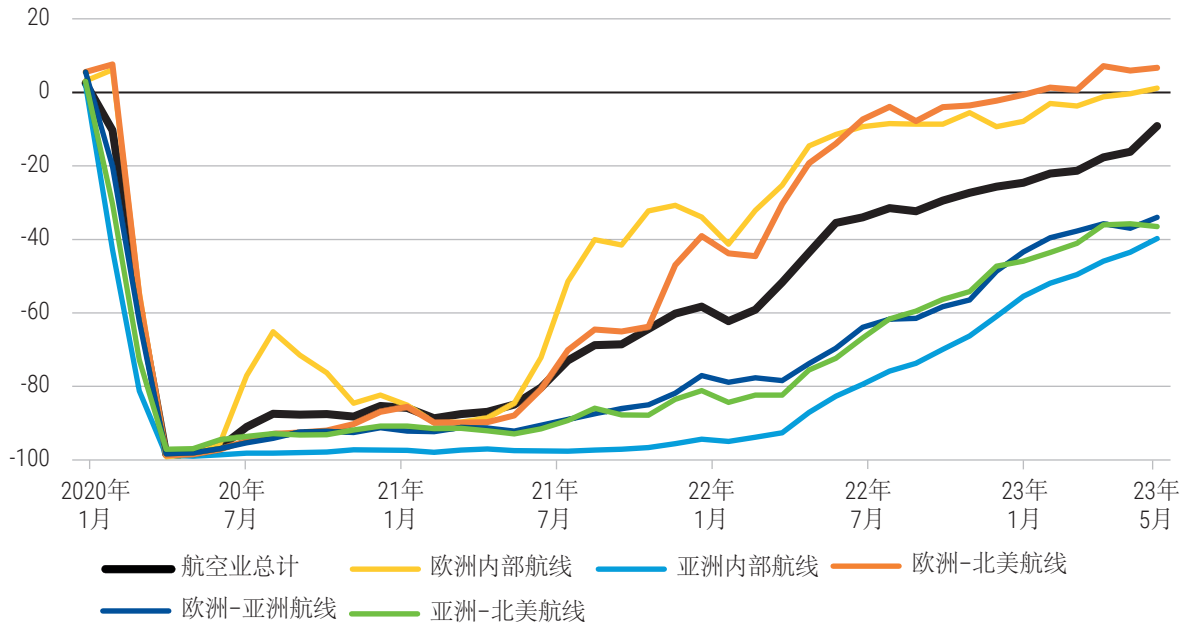
更细致地看，季度数据显示，商品贸易在2022年第二或第三季度达到峰值——这取决于这些数字是以不变价格(数量)还是以现价(价值)计算(图二.4)。在随后的几个季度里，价格开始下跌，尽管在控制了负面价格效应(虚线)后，下跌速度有所放缓。这是大多数观察家所始料不及的，他们曾预计，由于库存周期回归正常和中国放宽疫情限制，价格会出现大幅反弹。2023年第二和第三季度的初步估计数证实了价格下行趋势，因为封锁后的反弹已经减弱，对国际商品贸易前景的预期已经降低(*Financial Times*, 2023a)。

在服务贸易方面，2022年下半年，这一分项也有所回落，而2023年的估计数则显示，2023年上半年恢复了增长。这凸显了一些服务部门总体具有韧性，尽管过去五个季度的总体增长一直疲弱。

因此，预计2023年国际货物和服务贸易的实际年增长率将降至1%左右，不到已经疲软的全球经济活动增长率的一半(第一章)。此外，依然存在多重下行风险，这可能会进一步影响贸易前景。这些因素包括主要经济体之间的贸易紧张关系持续、全球需求减弱以及地缘政治不确定性增加。

图2.3 国际航空乘客量升高：但亚洲仍未达到巡航高度

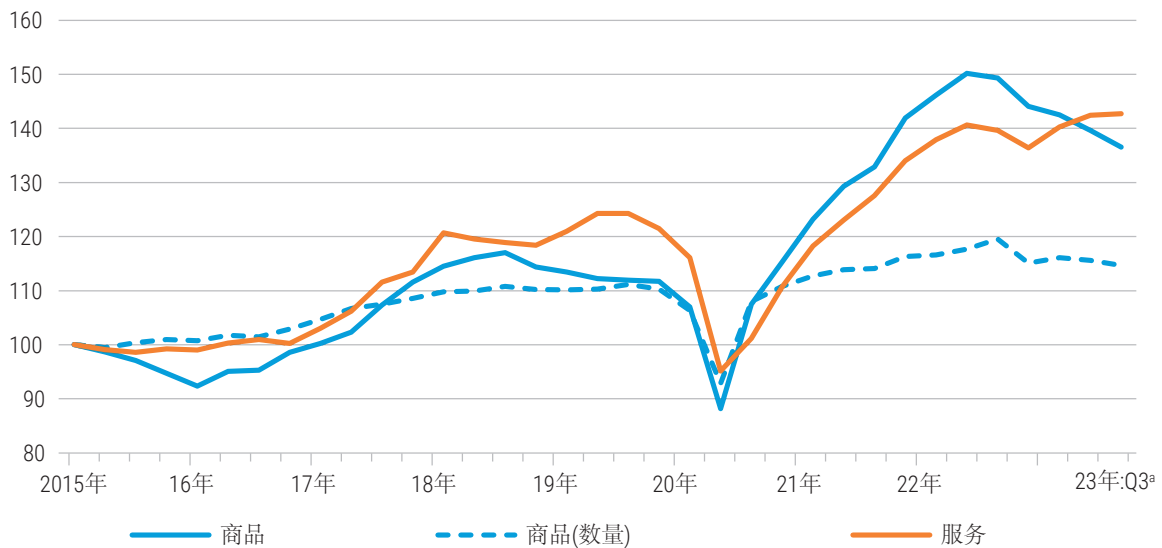
国际收费客公里数，较2019年的同比变化
(百分比)



资料来源：贸发会议根据国际航空运输协会(2023年)《按航线区域分列的月度统计数据》(5月)得出的计算结果。
注：本图描述了2019年按实际交通水平排名前五的路线区域。客公里数等于收费乘客数乘以飞行阶段距离所得乘积之和(一客公里表示运载一名乘客一公里)。

图2.4 全球贸易：商品价格下降，而服务业似乎更具韧性

世界贸易、商品(价值和数量)和服务(价值)季度数据
(指数，2015年第一季度=100)



资料来源：贸发会议根据贸发会议数据库得出的计算结果。
注：所有数列均经过季节性调整。
^a 贸发会议对2023年第二和第三季度的即时预报估计数。

2. 国际贸易的新范式？

贸易前景低迷之时，正好赶上人们开始重新关注政策问题。在第二次世界大战后的大部分时间里，有关贸易的政策决定建立在一套相对简单的假设之上。各国普遍承诺实行开放政策，同时对部门优先事项和安全的持续保持关切，而且大都认为商品生产地与就业机会创造地及利润登记(和再投资)地基本吻合。

虽然这种联系从来都不是完美的，特别是在发展中国家，但国际贸易在学术上和政治上都被视为一种重要的润滑剂，有助于支持就业、投资、生产力和收入之间的良性循环。即使在所需的国际联系薄弱、断裂或完全缺失的地方，战后全球经济架构中“宽松的国际贸易制度”也为各国政府提供了修复或取代这些联系的政策空间和工具。它还让各国政府得以“创建适合其各自偏好和需求的社会经济机构”(Rodrik, 2023)。但很久以前情况就不是这样了。

全球价值链的演变、企业结构的金融化、采取一刀切的政策方案以及挤压国家财政自主权的做法，缩小了政策制定者将融入全球经济的努力与国家或地方优先要务相结合的操作空间。对许多发展中国家来说，出现这一挑战之时，正值快速增长并不均衡，与此同时创造就业机会不足(至少在正规经济中)，经济结构倒退到多样化程度较低的阶段，包括出现“过早的去工业化”，对大宗商品的依赖程度增加，社会分化扩大。

由劳动密集型贸易带动的增长模式的局限性和贸易一体化带来的惠益不平等在疫情暴发前已日益受到关注(例如，World Bank, 2020)。在过去两年里，这种关切进一步转化为一系列指向新的贸易治理政治经济学的举措。正在形成的“新共识”中，相对于建立韧性供应链、支持公正能源转型、提供体面就业机会、解决腐败和企业避税问题以及发展安全数字基础设施等目标而言，全球化，特别是贸易自由化，处于次要地位(Luce, 2023)。

美国总统国家安全顾问在一份坦率的声明中指出，要实现这些目标，贸易政策不能简单地要求降低关税，还需要放弃“贸易带动的增长将是包容性增长，贸易收益最终将在各国内部广泛分享”的假设。他还认为，需要围绕专门的产业战略和新的国际伙伴关系，建立一套更加综合的政策方针(Sullivan, 2023)。

这些都是值得称道的目标，也是贸发会议和往年的《贸易和发展报告》所一直倡导的目标(例如，TDR 1997, 2018)。但是，如果各级决策部门没有充分的政策协调，为国际贸易治理制定一套新的优先事项可能会在贸易伙伴间造成紧张关系。如果单方面采取这种做法，而不认真考虑对既定多边做法和程序的影响，这也会引起严重关切，特别是对没有财政空间的发展中国家而言。下文将探讨这些紧张关系的某些方面，包括现有的和潜在的紧张关系。

a. 中美之间的贸易争端

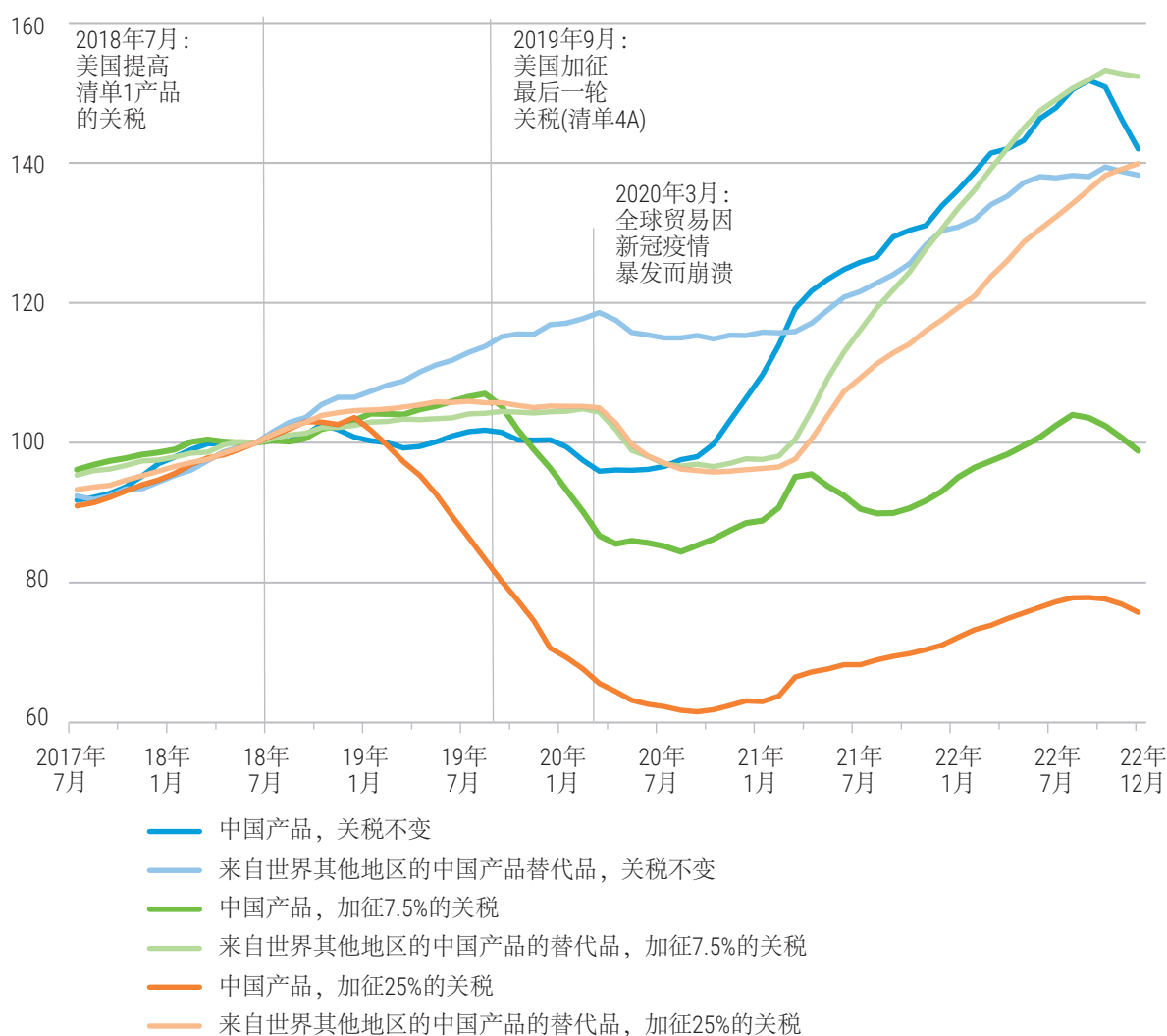
本世纪，中国取代美国，成为世界上最大的制成品出口国(第一章)。虽然与中国日益增长的贸易逆差导致美国立法机构屡番出手(Siripurapu and Berman, 2022)，但美国到2017年才开始采取更为强硬的立场，逐步提高对中国出口产品征收的关税。这导致了重大的贸易转移，得益的基本上是中国的主要经济对手，包括墨西哥和欧盟(Moody's Analytics, 2020)，尽管一些政策细节也引起了这些受益者的担忧，有时甚至是完全不赞同。

目前世界两大经济体之间的贸易争端让人不可思议的是，美国从中国进口的商品总量已经回到了新冠疫情前的峰值。这是由于不征收关税的产品大幅增加(图二.5)。随着服务业的持续扩张，美国从中国进口的商品和服务总额创历史新高，2022年为5,640亿美元。美国仍然是中国商品出口的主要目的地，远超排在其后的日本、大韩民国、越南和印度。

图二.5 美中贸易脱钩之

美国从中国进口的被加征关税的商品呈现出不同的趋势。至2022年年中，其余双边进口持续增长，结果2022年双边进口总额几乎与2018年的创纪录高点持平

美国从中国和世界其他地区进口的商品，按关税清单分列
(指数，2018年6月=100)



资料来源: Bown (2023) 根据美国人口普查局和经济分析局的美国进口数据。

注: 浅色的线条是指从世界其他地区进口的产品, 因此没有受到美国加征的关税。所有数列均指未经季节性调整的进口数据的前12个月的总和。“清单”是指美国根据《1974年贸易法》第301条对从中国进口的产品征收关税的一组产品。“中国产品, 加征25%的关税”涉及清单1、清单2或清单3所列货物。“中国产品, 加征7.5%关税”涉及清单4A所列货物。

与此同时，尽管经济出现复苏，但贸易争端也给贸易伙伴增加了成本。大量研究表明，由于关税，中美两国的实际收入都受到了不利影响，价格上涨使进口商品的消费者承受了负担(例如，Amiti et al., 2019; Cavallo et al., 2021; Fajgelbaum and Khandelwal, 2022)。Fajgelbaum 等人(2023)发现，这还为“旁观”国家开辟了新的贸易机会，而不仅仅是导致现有贸易伙伴之间的转换。

虽然这一过程的确切触发因素尚未确定，但这可能是因为，贸易战的受益国(例如，据 Fajgelbaum et al., 2023 的说法，捷克、马来西亚和墨西哥)可能认为这是一个对新的设施、贸易基础设施或贸易和投资便利化进行投资的机会，也可能是因为，这些国家可能享有更好的信贷再分配条件(Hassan et al. 2020)。或者也可能是因为，它们可能已经很好地融入了全球贸易，因此它们能够抓住不同部门的新出口机会。重要的是，有多类经济体(而非经济部门)受益，这表明，有各国特色的改革和机制可能是推动各国出口应对疫后全球化新时代的关键决定因素。

b. 出口管制的兴起

新的出口管制是全球贸易政策态度转变的另一个表现。管制措施主要涵盖了以下三类目标，它们相互之间并不排斥：(一) 保证国内供应，(二) 限制地缘政治对手，(三) 鼓励对当地加工设施的投资。

(一) 保证国内供应

针对国内供应方面的关切，世贸组织的现行规则允许实施临时出口限制或禁令，以防止或缓解基本产品的严重短缺，但所有措施都必须通报，有逐步撤销的时间表，并与所涉问题的规模相称。

在这方面，关键在于如何界定“相称”。例如，在新冠疫情的早期阶段，有80多个国家禁止出口医疗和个人防护用品(UNCTAD, 2021a)。同样，2022年初乌克兰战争爆发后，经证实有35个世贸组织成员或观察员对基本农产品实施了近100项出口限制(WTO, 2023)。

总的来说，这种单方面措施往往弊大于利，这就引出了一个问题，即国际社会是否应该制定更严格的规则，特别是关于医药产品或食品等必需品的规则，以确保今后类似的做法得到更好的控制，不至于导致恶性循环，最终损害所有国家的韧性。讨论已经持续了一段时间，但至今尚未达成任何重大共识，无论如何，在2024年2月世贸组织第13次部长级会议之前也不太可能达成共识。

(二) 遏制地缘政治对手

近年来，还出现了大量与地缘政治有关的新的出口限制，如非自动许可、出口增值税不完全退税，甚至完全禁止出口。根据《关税及贸易总协定》(《关贸总协定》)第二十一条，“国家安全”长期以来一直是减损国际贸易规则的保护伞。乌克兰战争以及对未来潜在军事冲突的担忧，只是强化了这一立场。因此，在几个出口国实施这类措施后，对绿色转型或食品或工业生产至关重要的不同原材料的供应受到了影响(OECD, 2022)。

在其他情况下，这些限制与高科技部件有关，例如芯片制造技术的海外销售，以及美国在2022年10月限制向包括中国在内的一些国家销售先进芯片。后来，日本和荷兰王国也追随美国。其他类似的干预措施还有，美国出于安全考虑，试图不让中国公司参与开发全球海底电缆市场等全球数字基础设施(*Financial Times*, 2023b)。在别的地方，波兰、斯洛伐克、匈牙利和罗马尼亚已经禁止进口乌克兰谷物，尽管欧盟在2023年9月停止了相关禁令(AP News, 2023)。

(三) 鼓励对当地加工设施的投资

从发展的角度看，旨在提高国内增值和建立国内前向联系的出口限制正在成为一些大宗商品出口国的目标。在这方面，印度尼西亚自2009年以来通过一系列政策限制镍出口，鼓励对与全球能源转型有关的本地加工设施进行投资。这最终导致2014年全面禁止镍矿石出口(UNCTAD, 2017)。

欧盟在世贸组织对这一政策提出质疑，2022年11月，一个专家小组建议印度尼西亚确保其措施符合其根据1994年《关贸总协定》所承担的义务。印度尼西亚随后对该裁定提出上诉，由于上诉机构目前处于不运作状态，该案件尚在审理中。¹最近，津巴布韦(于2022年12月)和纳米比亚(于2023年6月)也宣布禁止出口包括稀土和锂在内的未加工关键矿物，以试图加强国内原材料加工供应链(Africanews, 2022; Reuters, 2023)。

在这里，尽管每种大宗商品每种情况都有其具体特点，但贸发会议长期以来一直认为，这类贸易政策是否有效取决于所涉大宗商品是否不可替代。如果国际市场上有现成的替代品，则其他出口国可能会因这些出口禁令而得益。

“衡量原材料出口限制政策对于促进发展中国家的国内加工设施是否得当的一个标准应该是，一项政策能够在多大程度上促进经济多样化和经济发展。”

对大多数发展中国家来说，国家政策自主与全球和区域经济一体化之间的平衡很难把握。政策空间不足会阻碍政府解决本地需求，最终损害全球监管的效力和信任度。评估一项政策对于满足一国需求是否得当的一个衡量标准可以是，一项政策在促进经济多样化和经济发展方面的是否有效。其前提是没有更好的选择来实现相关各方的同一目标。

c. 发达国家越来越多地使用补贴和其他贸易手段来促进绿色转型

越来越多地使用补贴，有时是歧视性地使用补贴的情况已经出现，特别是在发达国家，这些国家再度发现，产业政策在促进国内投资和就业以及帮助向绿色经济转型方面可以发挥更积极的作用。美国出台了一系列相互关联的立法措施——《通胀削减法》、《创造有利半导体生产的激励措施法》和《基础设施投资和就业法》。这些措施旨在推动新的开支和税收抵免，其目的包括支持关键的经济部门——电动汽车、绿色制造、半导体行业、可再生能源生产——以及解决地区差异、劳动力市场不平等和国家安全问题。

在欧洲联盟，在“开放式战略自主”的旗帜的主要相关框架是《绿色协议产业计划》及《净零产业法》。《绿色协议产业计划》将包括多种供资方式，并将重点放在劳动力培训，目的是让欧洲工人具备必要技能，在能源转型期间最大限度地提高其就业能力。《净零产业法》将放宽

¹ 详细情况见https://www.wto.org/english/tratop_e/dispu_e/cases_e/ds592_e.htm。

允许的国内补贴方面的国家援助规定，以涵盖更多类型的清洁能源项目。此外，欧洲联盟打算通过运用欧洲主权基金，为特定行业提供补贴，从而扩大对国内制造业的支持。然而，与美国不同的是，没有为这些提案编制明确的预算，一些国家认为，这只是从欧洲联盟的恢复和韧性基金以及其他现有供资方案(如欧盟投资基金、欧盟可再生能源基金和创新基金)中分配未使用资金的一种方式。

总体《绿色协议产业计划》的两个部分——碳边境调节机制和《欧盟森林砍伐法规》——虽然不在补贴条款之内，但当涉及贸易时，仍然尤为相关。碳边境调节机制计划于2023年10月启动，而《欧盟森林砍伐法规》已于2023年6月生效。²

这些举措引起了全世界的关注，特别是发展中国家的关注(例如，UNCTAD, 2021b)。包括中国在内的一些国家预计将在世贸组织对其提出质疑，部分原因是根据产品原产国推出不同定价的碳证书可能会违反世贸组织的“最惠国”原则(Garg, 2022)。而且，它们有可能不公平地损害发展中国家的出口，因为这些经济体适应新的特定标准的能力往往较弱。此外，拟议的碳边境调节机制对发达国家和发展中国家征收平等的碳税，也违反了《巴黎协定》“共同但有区别的责任”原则。关于《欧盟森林砍伐法规》，出口国担心可追溯性要求不切实际，可能构成事实上的进口禁令。

“尽管发展中国家将承担很大一部分后果，但最近的一些举措没有经过多边讨论，这是有问题的。”

换句话说，每个国家都必须承认自己在应对气候变化或森林砍伐等全球共同挑战方面的作用。然而，与富裕国家相比，对不太富裕的国家提出同等要求是不公平的。从历史上看，随着时间的推移，富裕国家产生的碳排放量更多，而且还会

继续增加。其中许多国家还曾经大量砍伐森林。这就要求在不歧视原则与共同但有区别的责任原则之间取得更好的一致。在这方面，将特殊和差别待遇规定与共同但有区别的责任原则统一起来可以为理解对贸易-气候关系采取顾及发展的办法提供一个起点。此外，尽管发展中国家将承担一部分，而且很可能是很大一部分后果(TDR, 2022)，但最近的这些举措没有经过多边讨论，这是有问题的(Rajan, 2023)。要权衡国内气候导向型产业政策的优势与其对贸易关系的不利影响，可能需要进行独立评估，包括修改世贸组织的一些协定，特别是为了确保与发展中国家能够充分享受到(绿色)技术。这是一个紧迫的问题，因为随着绿色产业政策的加强，贸易政策和环境目标现在的相互作用更加密切。

3. 重新审视贸易对分配的影响

贸易量的增加并不一定伴随着发展成果方面的显著进步，贸发会议自1964年成立以来就一直关注这个问题。虽然这些年来，特别是自实施乌拉圭回合协议以来，贸易体系发生了重大变化，但对贸易量增加带来的分配上的影响关注不够，这在一定程度上解释了为什么许多发展中国家以及最近发达经济体的一些部分群体对国际贸易体系的现行规则和做法表示不满(Davies et al., 2021; Levell and Dorn, 2022; Rodrik, 2022)。

² 根据碳边境调节机制，欧盟进口商购买碳证书，相当于如果货物是根据欧盟的碳定价规则生产所应支付的碳价格。这是一项减少碳泄漏风险的政策工具，即防止欧盟进口商购买可能比欧盟同类产品便宜但碳排放量更大的外国商品。然而，这一措施可能被视为对特定进口产品征收的额外关税，其税率相当于欧洲联盟的碳价格(European Commission, 2021)。《欧盟森林砍伐法规》要求向欧盟出口大豆、牛肉、棕榈油、木材、可可、咖啡、橡胶及其某些衍生品的外国出口商证明，这些产品不是产自最近被砍伐的林地，也没有导致森林退化。

在超全球化时代，贸易扩张与总部大多设在发达经济体的龙头企业控制的全球价值链的扩张密切相关(TDR, 2018: chap. II)。与此同时，更多的发展中国家利用其丰富的非熟练劳动力，通过提供这些价值链上的特定环节，参与了国际分工。当时的期望是，通过这类新兴的制造业活动所带来的技术升级和溢出效应，它们会迅速建立起与其比较优势相匹配的稳健的包容性增长之路。

这种模式既没有统一的成功方式，而且也不一定能获得成功(参见 World Bank, 2020)。这使人们对许多发展中经济体对加工贸易的预期溢出效应的大规模押注产生了疑问，因为除非发展中国家能够成功捕获这些全球价值链创造的部分惠益，并将其用于生产能力和基础设施的再投资，否则产出和就业方面的直接获益不太可能转化为在发展阶梯上的动态攀升。简而言之，事实证明，一些发展中国家，主要是东亚和东南亚发展中国家的成功经验很难在其他地方复制。

“跨国企业巨大利润的增加和集中度提高，压低了全球劳动收入份额，加剧了收入不平等。”

此外，随着出口市场集中度的提高，大型企业榨取租金的能力也在提高。经验证据表明，代表着主宰国际贸易和金融的超大型企业的顶级跨国公司的盈利能力激增和集中度提高，是压低全球劳动收入份额、从而加剧个人收入不平等的一大因素。这还导致了贸易关系的不平等，尽管发展中国家已经加深了对全球贸易的参与。第三章详细探讨了全球粮食贸易部门的市场集中问题。

由于获得数据和衡量比较方面的困难，要评估国家内部和国家之间的分配问题通常会有时间上的滞后。为了帮助解决这些难题，下面提出的实证分析以《贸易和发展报告》(2018: chap. II)为基础。更具体地说，本小节在以下两个领域更新了以前的研究结果：(a) 发展中国家的企业出口集中度；(b) 劳动收入和资本收入份额的演变情况，特别是对世界2,000强企业而言。

虽然全面的分析超出了本章的范围，但本次更新表明了贸易在新冠疫情年份里相对于这些指标所起的作用，新数据支持了两项主要发现：

- 从疫情前阶段到疫情期间，观察到的大多数发展中国家的出口集中度似乎都有所提高。
- 在新冠疫情期间，要素收入分配继续进一步向有利于资本所有者的方向倾斜，全球最大的2000家企业的利润占了这一增长的大部分。与此相对应的是，全球劳动收入份额持续下降。

本小节其余部分将对这些调查结果作进一步详细讨论。

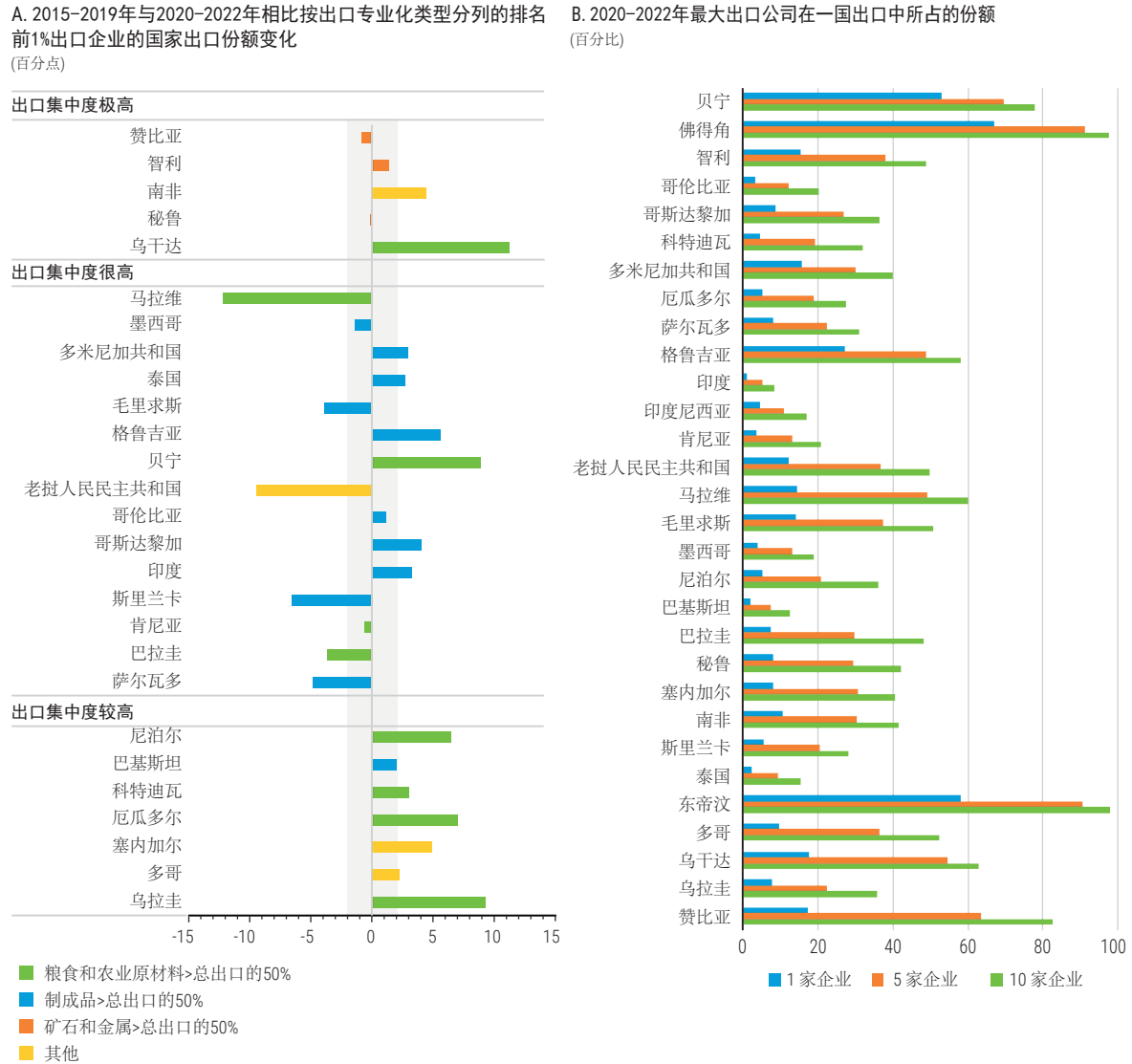
a. 出口市场的集中度近年来有所增强

长期以来，国际贸易一直由在海外进行贸易和投资的大型跨国公司主导。这些企业更容易进入金融市场，这往往导致收益的不平等，而这些受益更多的是少数经济实体。这一结论在发展中国家也同样适用。

Fernandes等人最近更新的《出口商动态数据库》(即将出版)证实了这一典型事实，其中提供了30个发展中国家2020年至2022年商品出口(不包括石油部门和服务部门)的企业层面汇总

数据。数据显示，在每个国家，排名前1%的最大出口企业总共获取了整个国家出口总收入的40%至90%(图二.6)。

图二.6 在疫情期间，半数以上接受调查的发展中国家的出口集中度进一步提高



资料来源：贸发会议根据 Fernandes et al., 2016 所述的出口商动态数据库发布的 2023 年数据。
 注：数据库目前版本包括 30 个发展中国家 2020-2022 年的数据，其中只有 27 个经济体同时也有 2015-2019 年的数据。该数据库报告的是非常有限的出口企业范围内的产品出口汇总数据（不包括石油部门和服务业）。在 A 栏中，各国按出口集中度从高往低排列。此外，出口集中度“极高”指的是 2015-2019 年排名前 1% 的企业占总出口 70% 以上的国家。同样，出口集中度“很高”和“较高”指的是排名前 1% 的企业分别占总出口 50% 至 70% 和 36% 至 49% 的国家。

更能说明问题的是，在纳入数据库的一半以上的发展中国家，这一出口集中度指标近年来有所提高。这一结论是基于2015年至2019年每个国家排名前1%出口企业的平均出口份额与2020年至2022年疫情期间的出口份额之间的比较。

图二.6.A所示的结果表明，继新冠疫情之后，出口集中度有进一步提高的趋势。更确切地说，在有充分数据的27个国家中，有14个国家排名前1%的最大出口商在总出口中的合计份额至少增加了2个百分点。这14个国家排名前1%的最大出口商在总出口中的合计份额平均增长了将近6个百分点。

值得注意的是，如图二.6.A所示，这种增长主要来源于专门生产粮食和农业原材料或制成品的国家（每类各有5个法域）。图二.6.A还显示，在2015年至2019年出口集中度最低（36%-50%不等）的7个国家，在这一相对较短的时间跨度内，所有这些法域排名前1%的企业的出口份额平均增加了5个百分点。

相比之下，27个国家中只有6个国家的出口集中度明显下降（即下降至少2个百分点）。这些经济体的出口集中度的平均降幅不到3个百分点。与此同时，其余7个国家的出口集中度保持相对稳定（即绝对变化不到2个百分点）。在这7个国家中，3个法域是矿石和金属出口国。在新冠疫情来袭前夕，这些国家的出口集中度已经很高，即2015年至2019年，每个国家排名前1%的出口企业合计已经占本国出口总额的70%以上。

图二.6.B关注的还是排名靠前的企业，但这次显示的是绝对数字，而不是相对份额，数据表明对外贸易往往由少数几家公司把持。例如，如果样本限于每个国家内最大的出口企业（与上文不同，显示的是实体的数量，而不是排名最高的企业），则数据显示，2020年至2022年，仅一家企业在总出口中所占的份额有时就可能超过50%。此外，除了数据库中不多的几个异常值之外，只有少数几个国家的10家最大企业所占份额不到总出口的20%。一般来说，其份额要高得多。例如，中位数在40%左右，高于50%也很常见。一个异常值是印度，数据库中印度的数字最小。尽管2021年出口企业总数超过12.3万家，但其10家最大企业占总出口的份额为8%。

总而言之，最近公布的数据证实，大型跨国企业的出口集中度全面提高，这一趋势在疫情期间得到强化。这一结论引起了对市场控制和贸易收益分配的关注。下文将通过审视要素收入的演变以及全球跨国公司在加剧收入不平等方面所扮演的角色来阐述这一主题。

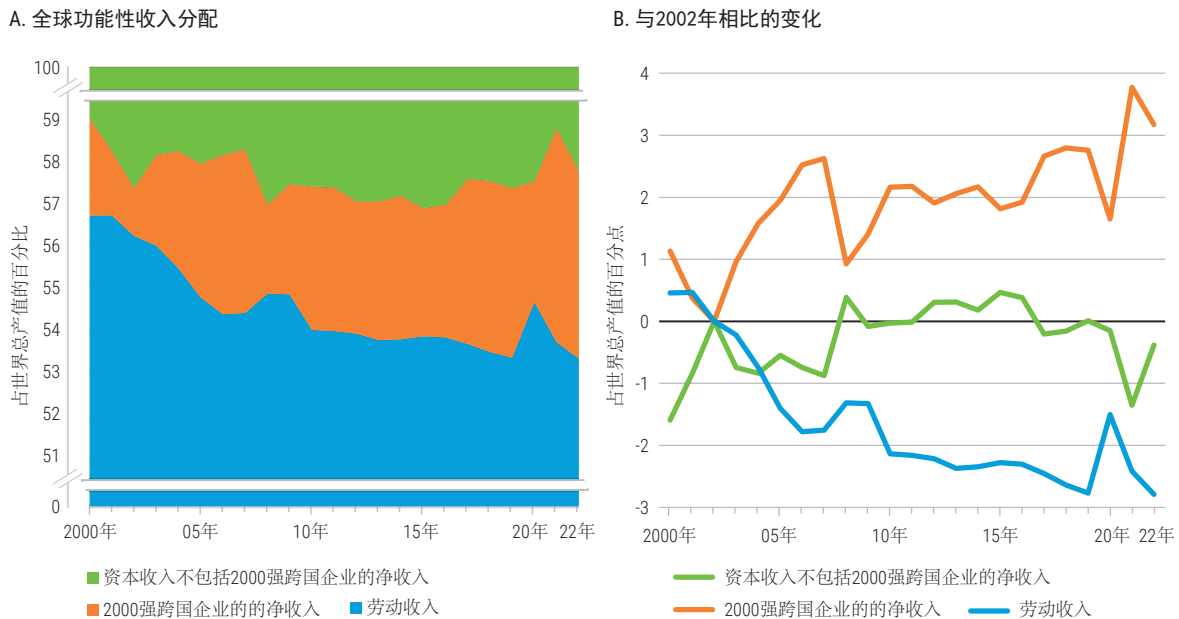
b. 世界收入分配不对称现象加剧

在分析大型企业的活动如何影响全球收入分配时，需要考察的另一个指标是劳动收入和资本收入份额的演变，特别是全球最大的2,000家跨国公司所扮演的角色。

图二.7更新了此前对2022年前世界经济的功能性收入的分析，将资本收入份额分为两个部分。一个部分是全球最大的2,000家企业的净收入（即利润），剩余部分可以解释为这些全球性大企业利润之外的剩余资本收入。³

³ 有关该方法的详情以及关于是否适合在国际货物和服务贸易中使用该指标的进一步讨论，请参阅TDR, 2018:56-57。

图2.7 贸易惠益不对称性加剧：新冠疫情冲击之后，2,000强跨国企业利润进一步增加，而全球劳动力收入所占份额继续缩小



资料来源：贸发会议根据 Refinitiv Eikon 数据库和联合国全球政策模型得出的计算结果。

注：2,000 强企业的评选标准是其市值，因此不包括非上市公司。在 A 栏中，2,000 强跨国企业的净收入(来自上市公司的财务报表)和包括2,000 强跨国企业净收入的资本收入加在一起就是世界资本收入(来自国民账户数据)，但两套账户所用的方法在一些方面不尽相同。

过去二十年里，排名前2,000家跨国企业除利润以外的资本收入份额一直保持相对平稳，但在此期间，它们的利润逐年增加，仅在发生重大动荡(如2008年全球金融危机和2020年新冠疫情冲击)时期暂时中断。与这一演变相呼应的是，全球劳动收入所占份额下降了3个百分点，从2000年的近57%降至2022年的略高于53%。劳动收入份额的下降和跨国公司利润的上升

表明，主导国际活动的大公司在加剧全球功能性收入不平等方面发挥了关键作用，其部分原因但并非全部原因是它们的生产 and 贸易组织形式。⁴

“虽然人们更容易承认全球贸易结构不对称的成本和风险，但寻求解决这些问题的治理方案的工作才刚刚开始。”

更笼统地说，收入不平等加剧和市场力量持续集中的趋势要求我们找到更公平的政策解决办法。在这方面，虽然人们更容易承认全球贸易结构不对称的成本和风险，但寻求解决这

些问题的治理方案的工作才刚刚开始。与此同时，日益复杂的危机和风险进一步放大了全球经济结构的不对称。

⁴ 对知识产权的控制在不平等叙事中的关键作用已在其他地方进行了阐述，参见TDR 2017和Baker 2018。

4. 结论

健康的贸易体系对于实现《2030年可持续发展议程》至关重要。不幸的是，目前尚不清楚主要贸易伙伴是否有引领该体系度过当前困境的政治意愿。为了在未来取得积极的成果，政策制定者需要采取大胆的、有利于发展的合作方针，以解决国际贸易体系中的新旧断层。理想的应对措施既不是加大自由贸易的力度，也不是回到新冠疫情冲击之前的状况。

要找到这样一个适当的答案，就需要重新审视双边、区域和多边层面的现有协定，为所有国家重新设计生产、消费和贸易模式以应对当代全球挑战创造政策空间。

“有必要重新审查双边、区域和多边层面的现有协定，为所有国家重新设计生产、消费和贸易模式以应对当代全球挑战创造政策空间。”

例如，90国集团的发展中国家在世贸组织 (G90, 2023) 确定了10项具体的多边贸易协定，其中包括《补贴与反补贴措施协定》、《与贸易有关的投资措施协定》和《与贸易有关的知识产权协定》。90国集团的提议旨在加强发展中成员现有的灵活性，使其更加准确、有效、可操作，以便更有效地实现成员的发展目标。不解决这些问题，不对称现象可能会日益严重，这样全世界将更难实现《2030年可持续发展议程》。

理想情况下，这种改革应以成员国在1964年创建贸发会议时商定的一些核心一般原则和特别原则为基础。这些原则仍与治理国际贸易关系和支持发展的贸易政策有关，即与“政策空间”、“特殊和差别待遇”以及“发言权和团结”有关 (Davies et al., 2021)。

鉴于发达国家正在采取的新的产业政策举措 (如上文B.2.C小节所述) 可能会缩短其现有的供应链，发展中国家需要寻找新的出口渠道，使其出口市场多样化。在这方面，区域贸易和南南贸易可以提供重要的机会。自1995年以来，南南商品贸易的增长速度超过了南北贸易。2022年，南南贸易约占南方贸易总额的54%。粮食、燃料、矿石、金属和化肥方面的南南贸易也稳步增长，巴西、中国、印度、印度尼西亚和泰国等许多发展中国家发挥了重要作用。

“自1995年以来，南南商品贸易的增长速度超过了全球贸易，也超过了南北贸易。2022年，南南贸易约占南方贸易总额的54%。”

虽然不应将南南贸易视为可以替代南北贸易，但它可以为发展中国家实现生产和出口产品多样化提供机会。同样，非洲大陆自由贸易区等区域一体化方案，只要它们支持多样化并共享惠益，也可以减轻当前局势的不利影响，包括气候变化和粮食安全方面的不利影响。

为进一步推动南南贸易，贸发会议的全球贸易优惠制度 (全球优惠制) 倡议可发挥关键作用，为发展中国家之间在互惠基础上谈判削减产品关税提供机会 (插文二.1)。全球优惠制还可以通过注重绿色产品和促进绿色技术转让，支持发展中国家实现公正的绿色转型。然而，要做到这一点，就需要在发展中国家之间建立一种更加一体化的金融-投资-工业-技术-贸易合作政策联系 (TDR, 2022; UNCTAD, 2023a)。

插文二.1 南南贸易合作：金砖五国和全球贸易优惠制度倡议的近期发展

新兴经济体在国际贸易中的经济地位迅速上升，近年来这一点变得更加明显。2023年8月，金砖五国集团(巴西、俄罗斯联邦、印度、中国和南非)宣布扩员，增加了六个成员(阿根廷、埃及、埃塞俄比亚、伊朗伊斯兰共和国、沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国)，这意味着产生了一个潜在的新经济集团，其国内生产总值目前占全球的30%，其人口已占世界人口的46%，而且还在不断增长。

《金砖国家第十五次部长级宣言》确认，成员国致力于“世贸组织建立的开放、公平、可预测、包容、平等、非歧视和基于规则的多边贸易体制”。虽然金融和投资合作似乎有所进展，但金砖国家之间的贸易尚未充分挖掘南南贸易的潜力：目前的贸易流动主要发生在中国和其他成员之间，例如，巴西，印度和南非之间的双边贸易相对较少。

全球优惠制是另一个旨在加强南南贸易合作的老倡议。全球优惠制是一个灵活的伙伴关系框架，其成员能够在关税、准关税、非关税措施、直接贸易措施和部门安排领域采取各种合作行动。

全球优惠制的理论基础1976年由77国集团提出。根据1979年11月28日的决定第2(c)段：“差别和更优惠待遇、对等关系以及使发展中国家更充分参与”(通常称为《关贸总协定》的“授权条款”)，全球优惠制为多边贸易体系所接受。在随后的30年里，全球优惠制经历了起起落落。

2010年12月，随着第三轮谈判的结束，在巴西展现了新的动力。这最终导致以下八个与会方(南方共同市场算一个)通过了《圣保罗回合议定书》：古巴、埃及、印度、印度尼西亚、马来西亚、摩洛哥、大韩民国和南方共同市场(即阿根廷、巴西、巴拉圭和乌拉圭)。

尽管《圣保罗回合议定书》尚未生效，但巴西在2022年底已予批准，这是朝着这一方向迈出的重要一步，可能有助于目前的11个签署国获得高达140亿美元的共同福利收益(UNCTAD, 2019)。此外，这一框架可以成为加速实现千年发展目标的有效工具，促进贸易、投资、能力建设和技术转让方面，包括能源转型和粮食安全等新的合作领域的最佳做法的知识共享。

C. 大宗商品市场

由疫情引发、在某些情况下因乌克兰战争爆发而加剧的大宗商品价格近期的显著上升，已让位于自2022年年中开始并持续至2023年的价格下行。但许多大宗商品的价格还没有回到疫情之前的水平。尽管如此，与一年前相比，2023年5月大宗商品价格总指数下降了30%以上(图二.8)。总体价格下降主要是由燃料类大宗商品推动的，后者在此期间大幅下跌40%以上。然而，在此期间，贸发会议商品价格指数中的一些产品类别价格降幅较小，保持在历史高位。尤其是矿物、矿石和金属价格仅下降了4%，而粮食价格仅下降了2%。

图二.8 大宗商品价格自2022年以来有所下降，但许多产品仍处于历史水平

大宗商品价格指数、部分商品类别和产品
(指数，2015年平均数=100)



资料来源：贸发会议根据贸发会议数据库得出的计算结果。

注：指数基于现值美元价格。

自去年年中以来，大宗商品价格下行的一个关键因素是全球需求前景恶化，再加上全球各国央行收紧货币政策的力度超出预期。本轮全球货币紧缩比全球金融危机前的上一轮紧缩更为迅速，而且各国央行同步紧缩。这种更具限制性的货币政策抑制了对全球经济增长的预期。与此同时，金融市场进一步承压——2023年上半年，美国几家银行倒闭，其他地方的大型金融机构也暴露出脆弱性——令全球经济前景更加黯淡，导致全球原材料需求放缓。同样，货币条件收紧和随之而来的国际利率上升，也促使投资者将金融投资从大宗商品转向利息收益更高的资产(第三章)。最后，中国经济重新开放后的反弹慢于预期，而且房地产行业持续疲软，也导致大量商品价格指数在2022年见顶后有所放缓。

“尽管大宗商品价格自2022年年中以来有所下降，但仍高于疫情前的水平。”

自2022年中以来，乌克兰战争爆发后大宗商品价格，最主要的是原油、天然气和谷物价格的飙升有所缓解，这在很大程度上是由于俄罗斯联邦和乌克兰的主要出口商品的贸易流向发生了改变，以及2022年7月黑海倡议达成后，可以从具有重要战略意义的乌克兰港口装运谷物和其他材料(UNCTAD, 2022a)。

1. 石油和天然气

燃料类大宗商品是2022年中后跌幅最大的一类商品，在截至2023年5月的12个月里，原油和天然气价格分别下跌33%和67%。虽然石油价格此后有所回升，达到每桶90美元以上，但最初的大幅下跌与上述全球因素对能源部门的巨大影响以及能源行业特有的一系列因素有关。此外，尽管欧佩克+国家在2023年4月宣布了几轮减产(相当于每日减产逾100万桶)，但非欧佩克+国家石油产量的大幅增加，而且经合组织成员国释放了大量战略石油储备，大大抵消了欧佩克+的商定减产。而西方对俄罗斯原油出口的经济制裁的主要结果是，这些原油以折扣价流向中国和印度等国，这意味着经济制裁对全球石油供应的影响微乎其微，同时却对全球原油价格产生了下行影响。

在欧洲进口商对俄罗斯天然气实行限制、俄罗斯当局断断续续地关闭通往欧洲的天然气管道之后，天然气价格从去年的空前高位急剧下跌，主要原因是该行业的进出口市场重新洗牌。欧洲国家成功地将天然气进口转向购买液化天然气，特别是从美国购买，从而在很大程度上缓解了该区域天然气市场的价格上涨压力。去年全球液化天然气价格的下跌幅度小得多(15%)，这反映了欧洲天然气进口转向液化天然气的长期趋势。欧洲天然气进口商的这种重新定位并非没有负面影响：孟加拉国和巴基斯坦等发展中国家的经济所依赖的液化天然气运输的全球供应出现了收紧和转向。同样，原油和天然气价格虽已从2022年中的高位大幅下跌，但仍大大高于疫情前五年的平均水平，这对依赖这些产品的进口来满足自身能源需求的发展中国家构成了重大挑战。

2. 矿产和金属产品

2022年12月，中国放宽疫情限制，重新开放经济，但对各种大宗商品需求的预期增长却远不如预期的明显。这一结果对矿产和金属类大宗商品尤其意义重大，因为中国对这类商品的需求约占全球总需求的一半。具体而言，截至2023年5月的12个月内，金属价格下降在很大程度上是由于中国房地产行业面临持续的财务困难，而该行业在全球工业金属需求中占很大份额。中国政府在基础设施项目上的巨额支出，部分抵消了这种相对的需求不足。这有助于维持对铜和铁矿石等产品的需求，其价格分别下降了12%和20%，而如果没有这些支出对全球需求的提振，这两种产品的价格下降幅度会大得多。

3. 粮食

最近国际价格趋势对发展中国家的影响最大的大宗商品类别是粮食。正如联合国全球危机应对小组所指出的，在冲突爆发之前，国际粮食价格就已经接近历史高点，导致粮食进口费用大幅上涨，发展中国家集中承受了大约三分之二的成本增长。乌克兰战争爆发后，国际粮食价格进一步攀升，导致许多发展中国家许多最基本的主食产品价格高得令人望而却步。此外，来自乌克兰和俄罗斯联邦的谷物，特别是小麦、玉米和葵花产品的供应和运输中断，对非洲和中东国家的影响尤为严重，因为这些国家依赖乌克兰和俄罗斯联邦的谷物来满足其基本粮食需求(UNCTAD, 2022b)。

在截至2023年5月的12个月中，这些粮食产品的国际价格多有下降——小麦、玉米和葵花籽油的价格分别下降了25%、21%和51%，这在一定程度上得益于黑海倡议以及南美和其他主要生产国供应的增加。尽管如此，国际粮食价格仍处于历史高位，国际价格下降对国内价格的传导作用一直很弱。事实上，在若干发展中国家，2023年6月基本食品的国内价格仍高于前一年的水平，并继续影响粮食安全。导致国内价格居高不下的因素有：化肥成本高、天气恶劣、配送成本高、债务沉重以及本国货币疲软(UNCTAD, 2023b; FAO, 2023)。正如下面第三章所讨论的那样，粮食市场的金融化和大型商品交易商操纵价格的行为构成了其他促成因素。其结果是，预计2023年全球将有近3.5亿人——其中撒哈拉以南非洲有1亿多人——处于粮食不安全状态，这个数字是2020年的两倍多(WFP, 2023)。

粮食价格上涨也影响到国家内部的收入分配。在资本密集型生产占主导地位的地方，如大型农场和土地更加集中的地方，粮食价格上涨产生的租金有利于最富有的个人和大地主(Mohtadi and Castells-Quintana, 2021)。而且，在粮食供应链高度集中、小农户没有议价能力的地方，全球粮食价格的上涨的收益可能完全落到了掌控粮食贸易、储存、加工和零售的大公司的手中(Hansen, 2013; Deconinck, 2021年)。

使用1990-2020年涵盖126个国家(82个发展中国家和44个发达国家)的数据进行的实证分析表明，粮食价格上涨与发展中国家的不平等加剧有关，而对发达国家的影​​响在统计上的影响微乎其微(UNCTAD, 2023c)。这突出表明，政府政策在为粮食生产者和消费者提供安全网方面发挥着重要作用。例如，美国实施了补充营养援助计划，即食品券计划，以保护消费者，联邦作物保险计划减轻了农民因灾害或低价而遭受的收入损失。

虽然新冠疫情和乌克兰战争加速了粮食价格波动，从而加剧了全球粮食不安全，但数据显示，经过数十年的情况改善之后，饥饿人数在2014年左右又开始上升，比这两个事件的出现早了好几年(Saccone, 2021)。除了地方冲突和国家经济危机之外，饥饿人数增加的一大驱动因素无疑是气候变化(FAO et al., 2020; Ray et al., 2019; Mirzabaev et al., 2023)。更笼统地说，气候的迅速变化、政治动荡和宏观经济冲击，加上大宗商品交易商的投机行为，给粮食市场带来了更多的不稳定和不确定性(IPES-Food, 2022; Rabbi et al., 2023)，因此需要采取具体政策了解决粮食不安全问题。其中一部分政策需要促进小农融入国内和国际市场，提高他们的议价能力，并使贸易收益惠及最穷的农民。这需要解决粮食市场高度集中的问题，并通过适当的监管来抑制投机行为。打破粮食垄断对于实现全球粮食安全至关重要。第三章将更详细地讨论这些问题。

D. 全球金融环境和发展中国家的脆弱性

在新冠疫情暴发前夕,许多发展中国家已经面临不可持续的债务负担(TDR, 2019)。在那之后,疫情、乌克兰战争、日益加剧的气候危机和生活成本危机等多重危机,加上发达国家采用了1970年代以来最激进的货币紧缩政策,导致其债务负担继续恶化(第一章)。尽管迄今为止系统性债务危机(即越来越多的发展中国家同时从债务困境走向违约)得以避免,但一场发展危机已经开始上演,偿还外债消耗了用于实现《2030年可持续发展议程》和《巴黎协定》目标的资源(UNCTAD, 2023c)。

发展中国家当前的债务危机与以往的债务危机的一个不同之处在于,新兴市场经济体,即较早进入国际金融市场的国家,如今并不处于最前沿。这一次,开始利用国际资本市场的主要是低收入或中低收入发展中国家。这主要发生在全球金融危机之后、新冠疫情之前的资本流动热潮中。这些国家(下称“前沿市场经济体”)受到的冲击最大(本报告中称为“前沿市场经济体”的国家名单,见本章的专门章节(第66页))。

新兴市场经济体和前沿市场经济体先后融入国际资本市场意味着,尽管这两个群体都容易受到全球金融环境变化和全球投资者风险认知变化的影响,但自新冠疫情以来,它们经历的外部金融脆弱性的程度有所不同。然而,如果没有国际社会的协同努力,2023年全球经济放缓以及2024年情况可能恶化的危险将引起整个发展中世界的严重关切。结果是,越来越多的发展中国家由于多年的停滞不前而财政枯竭,可能会在日益沉重而无法偿还的债务下陷入困境。

本节概述了发展中国家资本流动和债务脆弱性最近的变化,特别侧重于前沿市场经济体。

1. 发展中国家的资本流入：近期动态

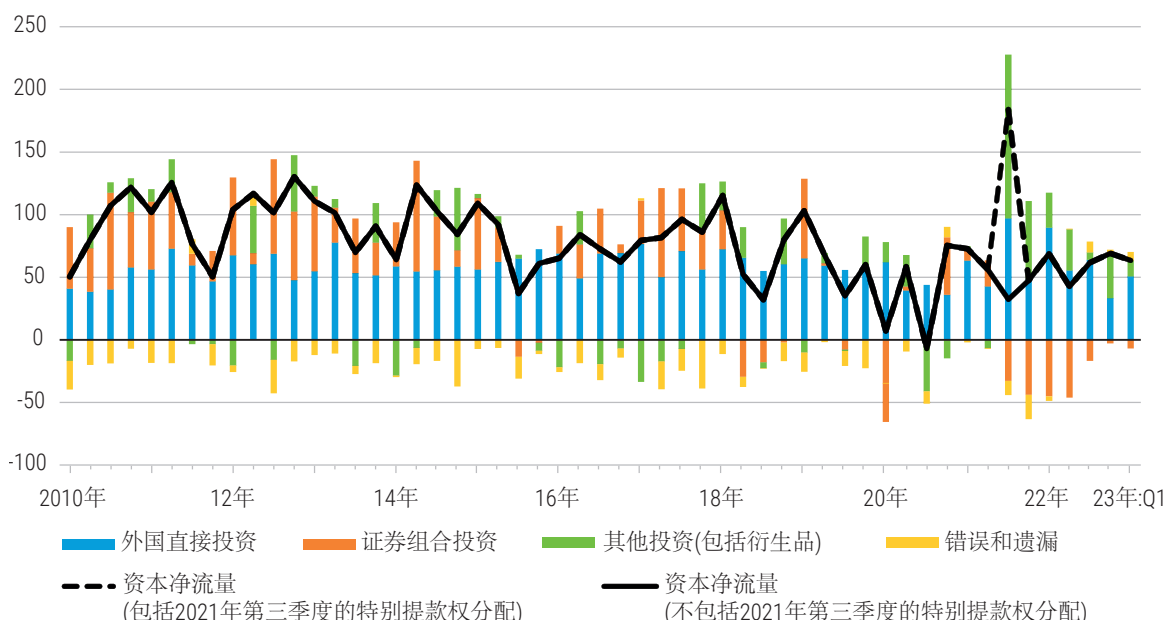
近年来,涉及发展中国家的跨境金融交易受到了重大冲击。随着新冠疫情的暴发,低收入和中等收入发展中国家(不包括中国)的净资本流入在2020年第一季度嘎然而止。这种情景在2020年第三季度再度重演,当时随着第二波新冠疫情来袭,各国采取了更多的防疫措施。这两个季度的数据与这些国家在2010年至2019年期间通常获得的约500亿美元的季度净资本流入下限形成鲜明对比(图二.9)。

2021年下半年和2022年上半年也是资本流动的异常时期,尽管这次是在数据分布的上端。外国直接投资和其他投资净流入在三个季度内达到创纪录水平,部分原因是全球经济的周期性反弹,而在其他投资方面,则是2021年第三季度新分配的特别提款权。与此同时,证券组合投资净流入连续四个季度大幅转负,因为发达国家央行的政策姿态是提高政策利率,以遏制和缓解通胀压力(TDR, 2022)。

自2022年年中以来,证券组合投资的大幅外流已经停止,而外国直接投资和其他投资净流入总体上已从此前的高点回落,但金融账户三个主要组成部分的总和仍略高于每季度500亿美元的大关。

图2.9 近年来，发展中国家的资本流入非常不稳定，2021年年底和2022年年初，证券组合投资剧烈转负

低收入和中等收入发展中国家(不包括中国)的资本净流入
(10亿美元)



资料来源：贸发会议根据货币基金组织国际收支统计数据得出的计算结果。

注：这两个“资本净流量”数列并不包括在国际收支统计内储备项下登记的货币管理当局的交易。由于特别提款权分配(不同于列入储备项内的特别提款权持有量)登记在金融账户中的“其他投资”项下，“资本净流量”(不包括2021年第三季度的特别提款权分配)数列旨在抵消2021年第三季度价值约6,500亿美元的特别提款权分配，据估计，其中约20%由本图所列国家分享。所有数列均指非居民净流入减去居民净流出。因此，正值表示这一组国家的资本净流入。每个组成部分反映了数据库中所有现有低收入和中等收入发展中国家净流量的汇总。衍生品净额的余额相对较小，已与其他投资合并。

然而，这些合计数字掩盖了各国和各区域之间的重大差异。例如，流向拉丁美洲和加勒比地区的外国直接投资——通常是发展中国家最稳定的外资来源——在2022年出现了大幅增长(UNCTAD, 2023c)。相比之下，流向最不发达国家的外国直接投资在2022年下降了16%，至220亿美元，其中前五大接受国——依次为埃塞尔比亚、柬埔寨、孟加拉国、塞内加尔和莫桑比克——约占这一数字的70%。至于投资组合流动，在股权部分与债务部分之间，包括国外和国内主权债券之间，存在重大差异。2021年第三季度，总计285亿美元的非居民资金流出主要影响了股权流动。撇开2020年第一季度新冠疫情暴发的特殊情况不谈，非居民在2022年第一季度撤出的债务投资达到了近250亿美元的创纪录水平。尽管非居民的股权投资在早些时候开始反弹，但至少到2022年第四季度之前，债券投资一直处于负值区域。⁵

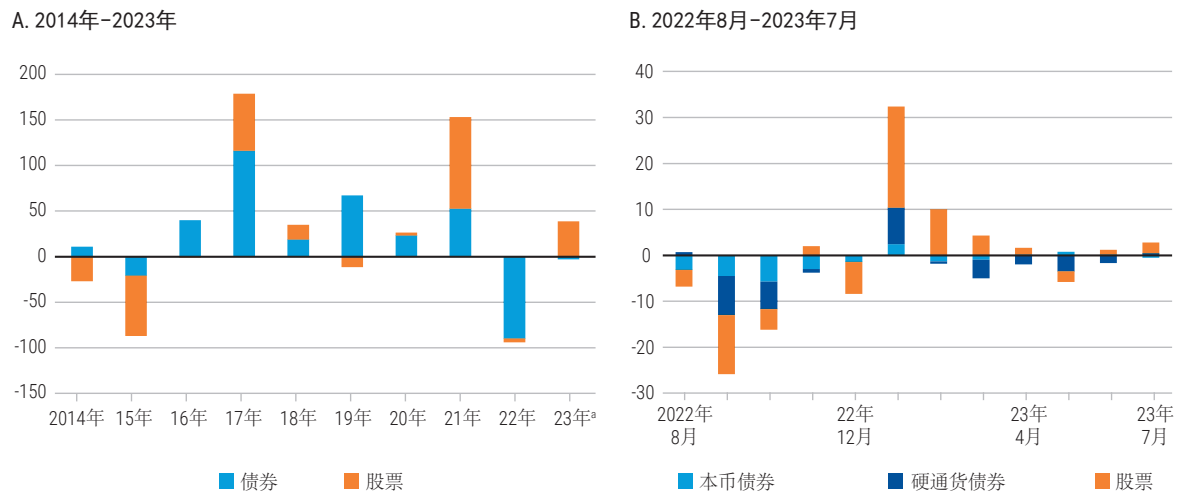
关于新兴市场经济体的最新趋势，由于其中许多国家的国际收支数据公布滞后，因此必须依赖针对有限几个国家仅有的替代指标。其中一个来源是摩根大通每周发布的《新兴市场资金流量》，该数据侧重于一部分投资组合。图2.10.A显示，根据这些数据，2023年前7个月里，投资者资金流动总额总体上为正数，这是由于股权部分出现反弹，但这一总额掩盖了近几个月各类资本流动和各类国家的不同发展情况。

⁵ 截至发稿之时，2023年第一季度的数据仍不完整，无法对这组国家的总体情况进行最终评估。

股权基金流量在2023年第一季度强劲反弹，主要因为受到2022年抛售后新兴市场低估值的吸引(图二.10.B)。此后，此类流量急剧下降。与此同时，硬通货债券流量在2023年1月大幅增加，随后连续五个月流出，2023年3月至4月的流出量尤其大。今年以来，本币债券净流量一直在零附近徘徊，原因是中国国内债券市场出现大量资金外流，抵消了流入其他新兴市场经济体地方债券的资金。

图二.10 流向新兴市场经济体的股票基金在2023年初出现反弹

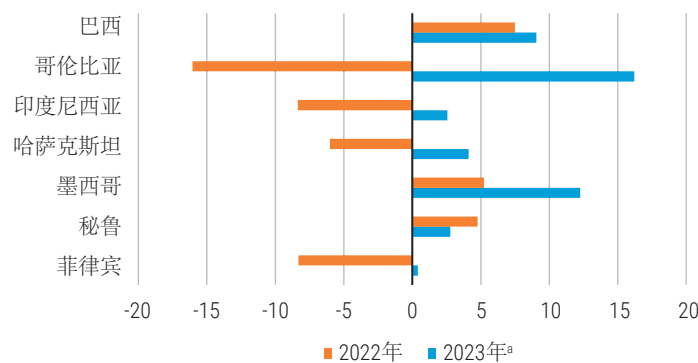
新兴市场资金流量、债券和股票
(10亿美元)



资料来源：贸发会议根据摩根大通《新兴市场资金流量周报》(2023年8月4日)得出的计算结果。
^a 2023年的数字包括截至7月的数据。

图二.11 2023年上半年多种新兴市场货币大幅升值

部分经济体本国货币对美元的币值变化
(百分比)



资料来源：贸发会议根据Refinitiv的数据得出的计算结果。
注：正值表示货币升值。
^a 2023年的数字包括截至2023年7月31日的的数据。

这些净流入一共导致至少14种新兴市场经济体货币升值，其中大多数在亚洲和拉丁美洲，这使当地债券对全球投资者来说利润更加丰厚(图二.11)。

总体而言，这些模式表明，2023年3月银行危机的溢出效应对较大新兴市场经济体的影响较小(IMF, 2023)。由于许多新兴市场经济体中央银行在美联储开始收紧利率之前大幅提高了利率，其中许多经济体对寻求高收益的热钱流动越来越有吸引力(UNCTAD, 2023c)。相比之下，债务问题在一些前沿市场经济体似乎更为严重。

2. 发展中国家的债务和发展困境：来自前沿市场经济体的启示

发展中国家最近债务困境的增加和相关的发展挫折可以直接归因于国际金融体系内在的结构性弱点。事实证明，这一体系不足以帮助这些国家获得所需数量、成本和期限的可靠的外部发展资金，以满足其发展需求。

其他相关因素也发挥了作用，对此下文将作进一步解释。其中包括：(一) 官方发展援助不足(插文二.2)；(二) 官方优惠融资相对减少(某些类别的发展中国家被拒绝参与此类计划)；(三) 信用评级机构的决定；(四) 全球金融安全网存在不足。除此之外，还存在大量非法资金流动，这减少了政府收入，消耗了可用于发展的资源(UNCTAD, 2023e)。

在这些事态发展的背景下，发展中国家越来越依赖全球金融市场来满足其融资需求。而且，在过去十年的大部分时间里，这些私人行为方为以前被排除在金融市场之外的国家提供了获得资本的机会，虽然即使在相对稳定的时期，成本也很高。然而，这些资本流动的周期性很强，加上近年来的多重危机，暴露了该体系在公平及时处理债务困扰及其对发展的后续影响方面的局限性。

前沿市场经济体继过去十年来进一步融入国际资本市场之后，目前正面临严重的金融脆弱性。

考虑到眼前债务挑战的规模，需要重新树立推进多边解决方案的紧迫感。新冠疫情过后，全世界公共部门和非金融私营部门的债务总额于2020年达到峰值，为世界生产总值的257%，到2021年底回落了10个百分点。在这种大背景下，发展中国家非常脆弱，因为过去十年里它们的私人债务和公共债务均大幅增加。更具体而言，2010年至2021年，一大批新兴市场和发展中经济体的私人债务相对于国内生产总值的比例从84%增加到130%。⁶与此同时，这些国家的公共债务总额几乎翻了一番，到2022年达到国内生产总值的64%。

非优惠债务的迅速积累导致利息支付大幅增加。自从发达经济体和发展中经济体结束宽松货币政策以来，利息的支付额达到新高，而那些本国货币对美元和欧元贬值的国家则需承受双重负担。利息支出占公共收入10%或以上的国家从2010年的29个增加到2022年的50个。因此，过去十年中，许多发展中国家的利息支付超过了教育、卫生和公共投资等关键部门的支出。目前，至少有33亿人所在的国家利息支出超过卫生或教育支出。这些国家的人类发展指数近年来大多有所下降(UNCTAD, 2023d)。这些债务负担的增加阻碍了为实现《2030年可持续发展议程》目标调动所需资源。

“过去十年中，许多发展中国家的利息支付超过了教育、卫生和公共投资等关键部门的支出。这些债务负担的增加阻碍了为实现《2030年可持续发展议程》目标调动所需资源。”

⁶ 贸发会议根据基金组织全球债务数据库得出的计算结果。请注意，基金组织将97个经济体归类为新兴市场和发展中经济体。这些国家既不是发达经济体，也不是低收入国家。

插文二.2 官方发展援助的最新趋势

对一些低收入和中等偏下收入国家来说，获得优惠官方发展资金的渠道减少导致它们越来越依赖外部私人资金。这一趋势在全球金融危机后不久从低收入晋升为中低收入的国家尤为明显(如安哥拉、蒙古、尼日利亚、巴基斯坦和越南)。这些国家无法从减贫和增长信托基金以及国际开发协会获得负担得起的优惠外部资金。因此，它们是“发展融资中缺失的中间环节”(United Nations, 2020)。

官方发展援助最近的模式也起到了一定的作用。官方发展援助采取赠款、向主权实体贷款、债务减免和向多边机构捐款的形式(按赠款等值计算)。2022年，来自发展援助委员会(发援会)成员国的官方发展援助净额共达2,110亿美元，高于2021年的1,860亿美元，这主要是由于用于难民的支出增加，其中大部是捐助国自身的支出。然而，就占发援会成员国国民总收入的百分比而言，这仅相当于0.36%，低于占国民总收入0.7%的目标，只有五个捐助国达到了这一目标。此外，2021年，发援会成员向发展中国家支付了1,290亿美元的官方发展援助，其中840亿美元(65%)直接拨给了这些国家，450亿美元(35%)拨给了多个区域(称为“未指定”资金)。2021年，上述净官方发展援助总额(1,860亿美元)与支付给发展中国家的金额(1,290亿美元)之间的差额为570亿美元，被归类为“未分配”资金，它们是捐助国国内的支出，如行政费用和内部难民支出。

在官方发展援助从中央预算支助转向捐助国国内支出和更多的多边优先事项的背景下，2014年至2021年，这种“未指定用途”和“未分配”资金平均分别占发援会成员向发展中国家提供的官方发展援助净额的24%和30%。由于乌克兰战争，预计这一比例在2022年会有增加。

发展中国家中，前沿市场经济体需要特别关注。总体而言，过去十年里，发展中国家的这类经济体对外公共债务增长最快。因此，虽然近年来，相对于发展中国家的总量而言，前沿市场经济体作为一个整体的国内生产总值仅占8%，公共债务总额仅占6%，但它们的公共外债却占发展中国家公共外债总额的20%，这绝非偶然(图二.12)。换言之，前沿市场经济体，尤其是它们的公共部门，现在特别容易受到国际金融架构的不对称和缺陷的影响，特别是就债务困境的后果而言。

这种债务快速增长的部分原因是，全球投资者认为，前沿市场经济体是下一代的新兴市场经济体，随着它们进一步融入全球金融市场并在其推动下，预期将出现快速、持续的经济增长。过去20年来，前沿市场经济体作为一种资产类别的重要性日增，造成这种情况的有三个相互关联的趋势：全球投资者追求更高的回报，不同发展中国家类别的债券回报率存在差异，新兴市场经济体信用评级差距缩小。

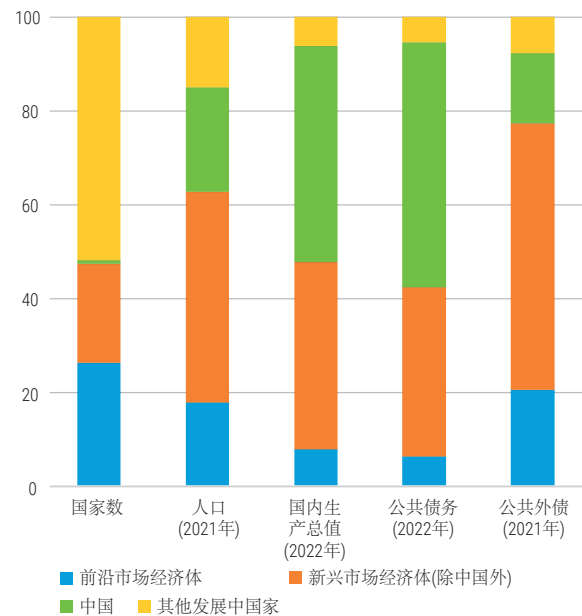
首先，全球金融危机之后，全球推动因素推动了非居民投资组合流入发展中国家。这种模式与布雷顿森林体系崩溃后的资本流动历史周期相似(Akyüz, 2017; TDR, 1998)。发达国家宽松的货币和金融环境导致投资者为寻求更大回报而接受更高的风险(da Silva et al., 2021)。需求

推动了具有所追求特征的另类资产类别的增长，其中包括前沿市场经济体债券。

虽然通常将流向发展中国家的资金归作一类，但这种做法掩盖了不同发展中国家债券回报率的差异。全球金融危机之后，发展中国家非投资级债券的长期回报率一直高于投资级债券，但2020年疫情刚暴发的一段时间除外(图二.13)。

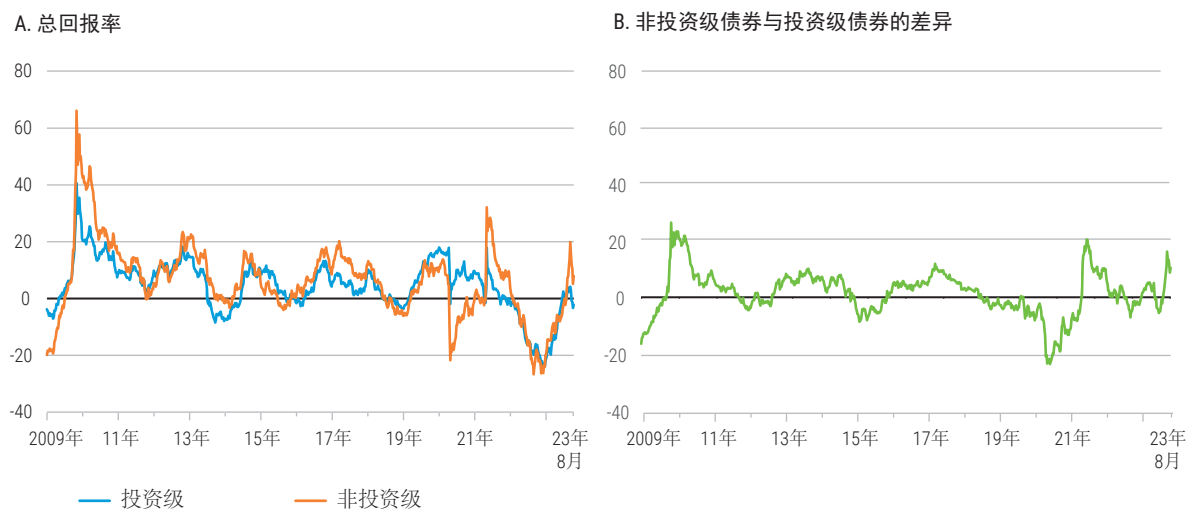
此外，投资者对非投资级产品的需求受到了新兴市场经济体信贷差距缩小的影响，因为这些国家大多已成为投资级。信用评级机构的顺周期行为在这一变化中发挥了关键作用。在资本流动周期的繁荣和收缩阶段，市场反应都会因评级而放大(Griffith-Jones and Kraemer, 2021; Pretorius and Botha, 2017)。由于新兴市场经济体在全球金融危机中的表现超出市场预期，因此，从2006年至2015年，评级机构提高了对这些国家的评估。到2015年，31个新兴市场经济体中有21个获得了投资级地位，这一类别中非投资级债券的潜在供应量因此减少(图二.14.A)。

图二.12 前沿市场对发展中国家总产出的贡献不到10%，但却承担了20%的公共外债
在所有发展中国家总量中所占份额，部分指标(百分比)



资料来源：贸发会议根据Refinitiv的数据得出的计算结果。
注：对于每一指标，括号内为参考年份。

图二.13 在全球金融危机后的几年里，非投资级债券的回报率通常高于投资级债券
公共债券指数的总回报率以及与上年同期相比的差异，部分级别(百分比)

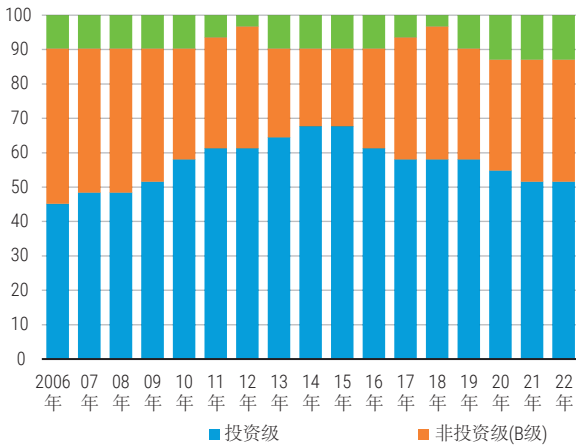


资料来源：贸发会议根据摩根大通新兴市场债券指数全球多样化总收益指数得出的计算结果。
注：这些指标表示以美元计价的主权及准主权债券指数的同比变化，截至2023年8月24日每周提供。

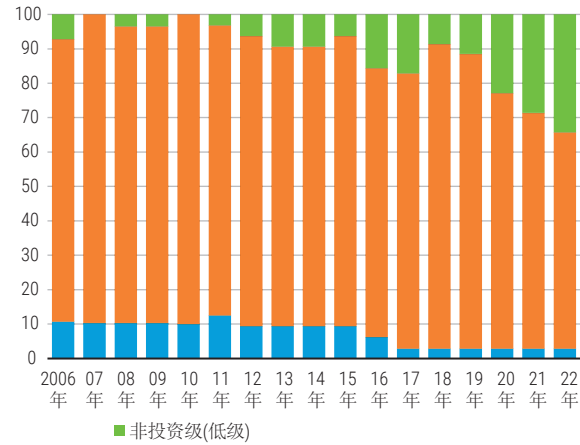
图二.14 前沿市场经济体填补了非投资级市场的真空

部分国家组内信用评级的分布情况
(处于区间内的国家的百分比和绝对数)

A. 新兴市场经济体



B. 前沿市场经济体

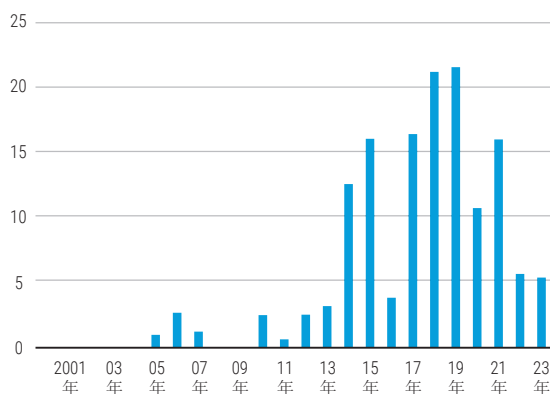


资料来源：贸发会议根据 Refinitiv 和 Oxford Economics 的数据得出的计算结果。

注：惠誉、穆迪和标准普尔三大信用评级机构的平均评级。“非投资级(B级)”是指被评级机构视为“投机性”和“高度投机性”的所有评级。“非投资级(低级)”是指非投资级别内的其余等级，因此风险更大。

被归类为非投资级的新兴市场经济体主权债券数量减少，促使投资者在2010年代初寻求收益率更高的替代债券。前沿市场经济体的出现填补了这一空白，其中大多数国家的评级为非投资级(图二.14.B)。前沿市场经济体吸引了追求更高回报的投资者，为这些国家打开了进入全球金融市场的大门。2000年至2009年，只有三个前沿市场经济体发行了以硬通货计价的主权债券，但在接下来的十年里，这一数字飙升至27个国家。2018年和2019年，就在新冠疫情暴发之前，前沿市场经济体年度债券发行量达到创纪录的220亿美元(图二.15)。

图二.15 在新冠疫情暴发前的十年里，前沿市场经济体的债券发行量一直在增加
前沿市场硬通货主权债券发行总额
(10亿美元)



资料来源：贸发会议根据 Refinitiv 的数据得出的计算结果。

注：这一数字仅考虑政府发行的以美元、欧元和日元计价的最低面值相当于5亿美元的债券，并包括以前债券的展期。

前沿市场经济体发行的债券激增是这些国家在过去十年里大量积累外部公共和公共担保债务的核心原因。前沿市场经济体发行的公共和公共担保债券存量在过去十年中增长了六倍，到2021年达到1,540亿美元。因此，自2011年以来，私人债权人持有的前沿市场经济体公共和公共担保债务比例几乎翻了一倍，从19.6%增至35.9%，债券持有人分别占8.8%和23.7%(图二.16)。总体而言，2021年前沿市场经济体的公共和公共担保外债达到6,510亿美元，自2010年以来增长了两倍。相比之下，同期新兴市场经济体和其余发展中国家的公共和公共担保外债翻了一番(图二.17)。

公共和公共担保外债的积累对前沿市场经济体的公共财政造成了巨大压力，因为日益增加的偿债义务减少了可用于关键公共支出的资源。2010年至2021年间，公共和公共担保

债务的还本付息额占政府收入的比例从不到6%飙升至16%。相比之下，新兴市场经济体的这一数字为3%，而其他发展中国家在2021年达7%(图二.18.A)。截至2021年，至少有26个前沿市场经济体将10%或更多的收入用于偿债。此外，2021年偿债支出与收入比率最高的前25个发展中国家中，有15个是前沿市场经济体(占总数的60%)。该名单上的前4个国家都是前沿市场经济体(图二.18.B)。因此，在前沿市场经济体中，偿债费用对发展支出构成了巨大的压力。到2021年，37个前沿市场经济体中有26个在公共和公共担保外债偿付方面的支出超过了教育或卫生支出(UNCTAD, 2023c)。

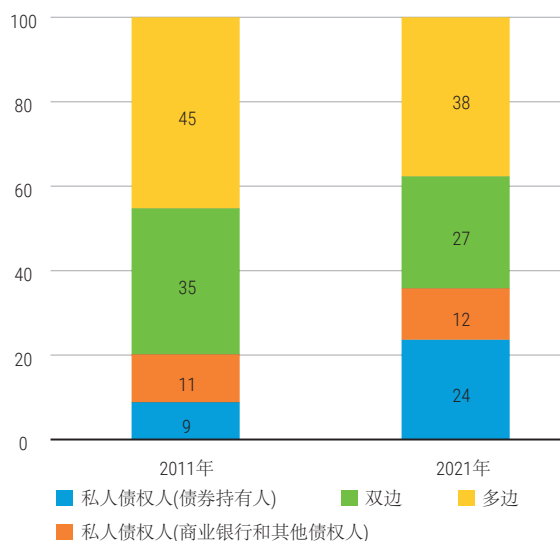
前沿市场经济体的外部公共债务也加剧了外部脆弱性。2011年至2021年，前沿市场经济体的外债还本付息与出口的比率从6%左右升至16%。相比之下，2021年新兴市场经济体的这一指标为15%，其他发展中国家为10%(图二.19.A)⁷。联系历史背景来看，这些合计数字是1953年《伦敦协议》设定的德国战争债务重组门槛的两倍甚至三倍。该协议将出口收入中可用于偿还外债的部分限制在总额的5%，目的是确保当时的德意志联邦共和国战后可持续的复苏(TDR, 2015)。此外，在2021年出口收入占外债还本付息总额比例最高的25个国家中，一半以上(13个国家)是前沿市场经济体(图二.19.B)。

新冠疫情过后，前沿市场经济体市场出现了裂痕。过去十年债务脆弱性的累积导致前沿市场经济体相对于新兴市场经济体的债券利差扩大(图二.20)。这一转变表明，市场已经考虑到这一特定经济体群体违约风险的上升。事实上，自2019年以来失去进入金融市场资格的大多数国家都属于前沿市场经济体这一类别(图二.21)。2019年1月至2023年8月，利差超过1,000个基点(用于衡量进入金融市场的门槛)的前沿市场经济体数量显著增加，从1个增至13个。此外，近几年信用

⁷ 新兴市场经济体的比率较高是因为私人无担保债务在长期债务中的比例高于前沿市场经济体(2021年分别为45.4%和32%)。

图二.16 前沿市场经济体更加依赖私人债权人进行外部融资

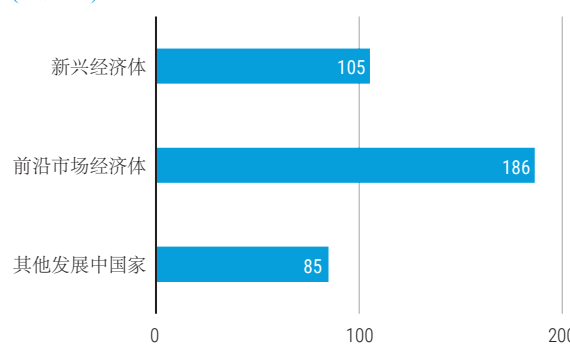
前沿市场经济体公共和公共担保外债的债权人构成(百分比)



资料来源：贸发会议根据世界银行国际债务统计得出的计算结果。

图二.17 金融危机后前沿市场的公共外债增长较快

2010-2021年部分发展中国家组公共和公共担保外债的增长



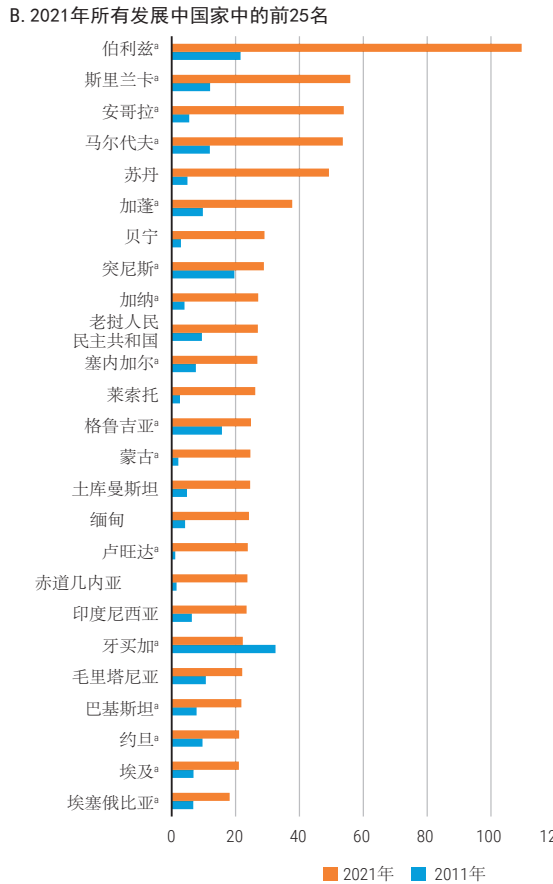
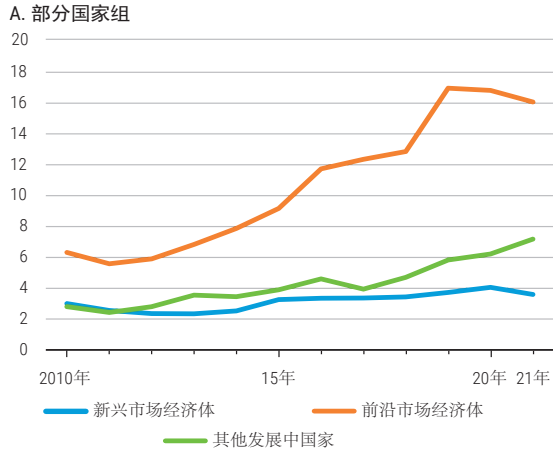
资料来源：贸发会议根据基金组织《世界经济展望》得出的计算结果。

评级机构的评级被下调至CCC或更低级别的大多是前沿市场经济体，这表明存在巨大的信用风险和违约的可能性(图二.22)。

随着2020年以来的每一次冲击，越来越多的前沿市场经济体陷入了债务困境，使它们处于迫在眉睫的债务危机的中心(图二.22)。自疫情以来，截至2023年7月，被标普全球评

图二.18 前沿市场的公共财政经过十年的债务积累后正面临巨大压力

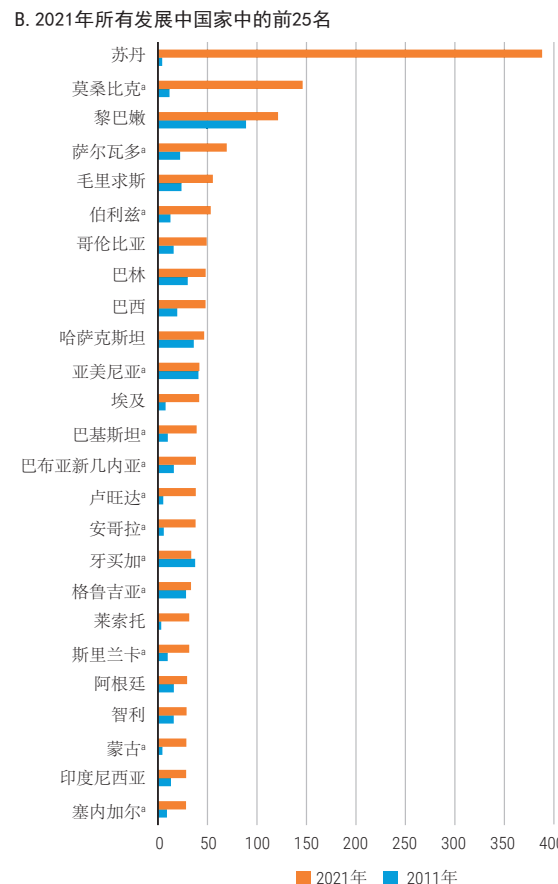
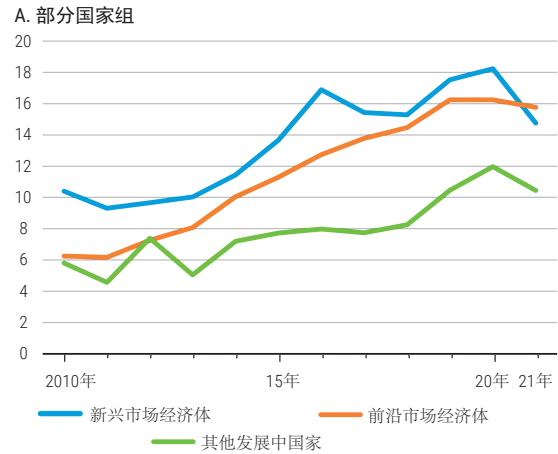
公共和公共担保外债还本付息额与政府收入之比(百分比)



资料来源：贸发会议根据世界银行《国际债务统计》和基金组织《世界经济展望》得出的计算结果。
 注：印度尼西亚是该组中唯一的新兴市场经济体。
^a 前沿市场经济体。

图二.19 前沿市场的外债还本付息耗尽了出口收入

公共和公共担保外债还本付息与出口收入之比(百分比)



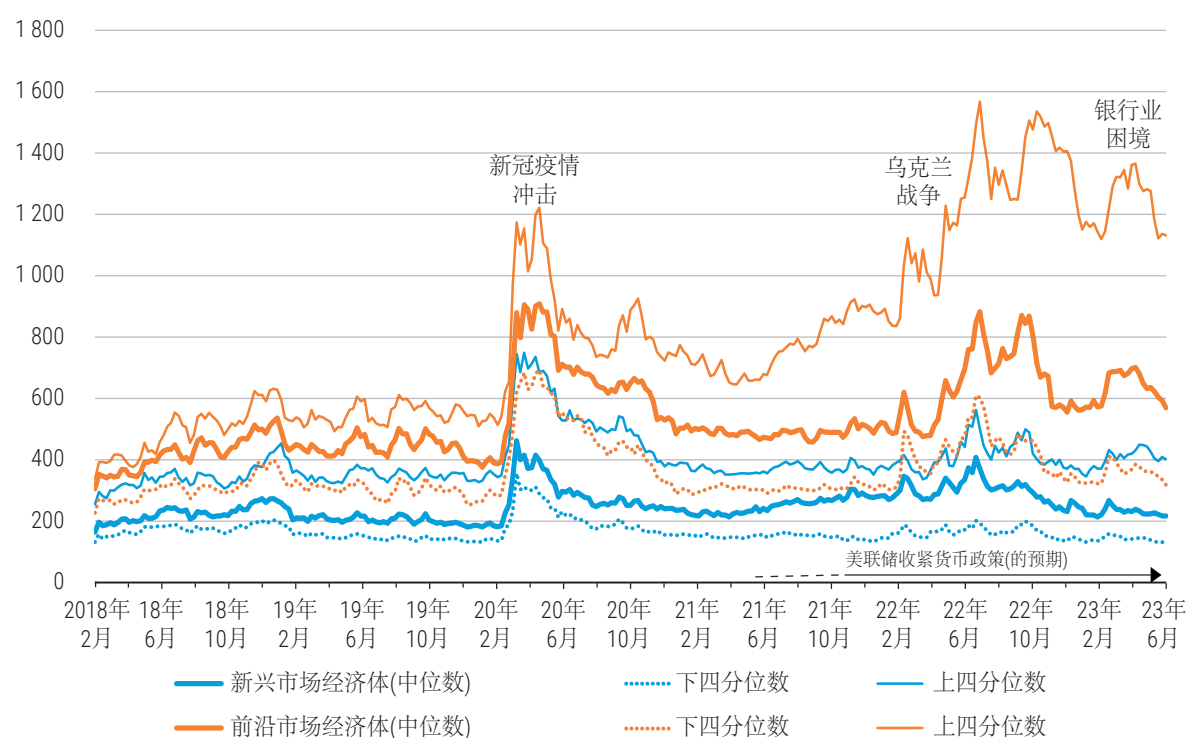
资料来源：见图二.18。
 注：阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、埃及、印度尼西亚、哈萨克斯坦和黎巴嫩属于新兴市场经济体，而巴林、莱索托、毛里求斯和苏丹不属于新兴市场经济体或前沿市场经济体。
^a 前沿市场经济体。

级归为违约的发展中国家都是前沿市场经济体(加纳、斯里兰卡、苏里南和赞比亚)。此外，埃塞俄比亚已在《二十国集团共同框架》下申请债务重组。⁸

未来几年将有一大批债券到期，因此，发展中国家，尤其是前沿市场经济体面临的债务挑战将会增加(图二.23)。2024年，包括本金和息票支付在内，前沿市场经济体需偿付的债券总额将达到130亿美元，并且至少到本十年末都将维持在高位。这引发了一些担忧，即如果前沿市场经济体不能重新进入金融市场，可能会有更多此类经济体违约。此外，对于保住了进入金融市场资格的新兴市场经济体和前沿市场经济体而言，鉴于发达国家的利率已经提高，发行新的主权债券将耗资巨大。在经济增长放缓的背景下，借贷成本上升将损害债务的可持续性；而如第一章所示，这两种情况看起来都将持续到明年。如果不采取措施有效应对这种态势，预计大多数国家将优先考虑财政整顿以稳定债务水平(UNCTAD, 2023c)。令人遗憾的是，这种态势将使实现《2030年可持续发展议程》变得更加遥不可及。

前沿市场经济体债务脆弱性的发展轨迹揭示了发展中国家解除资本管制、迅速融入不受监管的国际私人资本市场的利弊之间的不平衡——贸发会议以前的报告中讨论过这个主题(TDR, 2015; 2019)。如上所述，好处包括，受国际收支限制和国内金融市场有限的国家获得了外部融资，但相关成本极高。

图二.20 前沿市场处于多重危机的最前沿
与美国国债的利差，部分国家组
(基点)

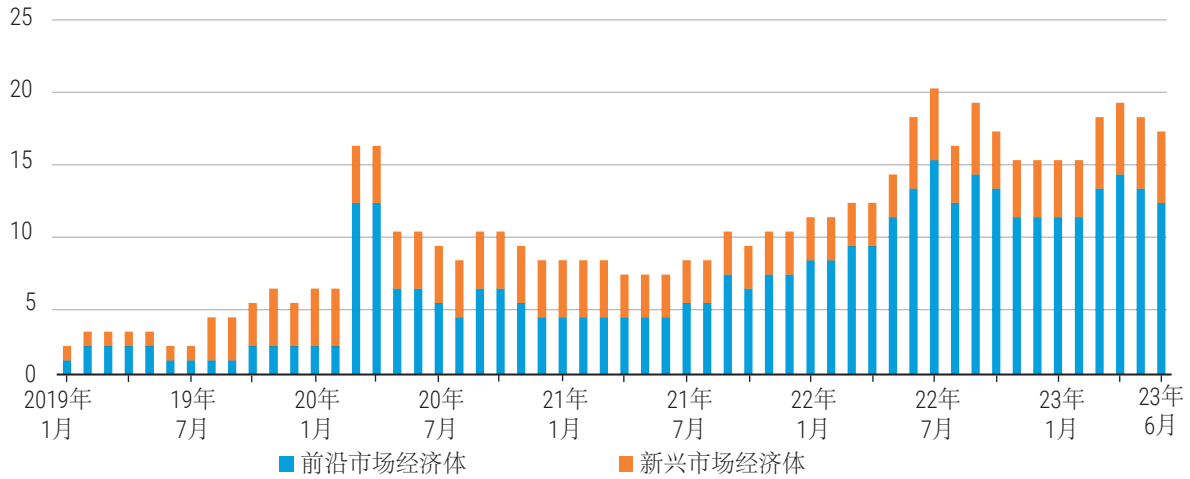


资料来源：贸发会议根据摩根大通新兴市场债券指数的数据得出的计算结果。

注：中位数和四分位数基于摩根大通新兴市场债券指数-全球多样化指数(一个广受关注的以美元计价的主权和准主权债券指数)中的国家级数据。

⁸ 乍得和马拉维(不被视为前沿市场经济体)的债务重组没有被评级机构列为违约。

图2.21 越来越多的前沿市场经济体陷入债务困境
与美国国债利差超过1 000个基点的新兴市场经济体和前沿市场经济体(国家数)



资料来源：见图2.20。

图2.22 新冠疫情和其他金融冲击加重了前沿市场经济体的债务脆弱性
新冠疫情及其他后续重大金融冲击后部分前沿市场经济体的公共债务状况

疫情前	新冠疫情冲击 (2020年3月)	货币紧缩	
		乌克兰战争 (2022年2月)	银行业困境 (2023年3月)
苏里南	安哥拉	伯利兹	伯利兹
赞比亚	伯利兹	萨尔瓦多	多民族玻利维亚国
安哥拉	喀麦隆	埃塞俄比亚	萨尔瓦多
伯利兹	加蓬	加纳	埃塞俄比亚
多民族玻利维亚国	加纳	巴基斯坦	加纳
喀麦隆	伊拉克	斯里兰卡	马尔代夫
哥斯达黎加	蒙古	苏里南	莫桑比克
萨尔瓦多	莫桑比克	塔吉克斯坦	巴基斯坦
埃塞俄比亚	尼日利亚	突尼斯	斯里兰卡
加蓬	斯里兰卡	赞比亚	苏里南
加纳	苏里南	马尔代夫	塔吉克斯坦
伊拉克	塔吉克斯坦	莫桑比克	突尼斯
肯尼亚	突尼斯	巴布亚新几内亚	赞比亚
马尔代夫	赞比亚	安哥拉	加蓬
蒙古	哥斯达黎加	多民族玻利维亚国	肯尼亚
莫桑比克	萨尔瓦多	喀麦隆	安哥拉
尼日利亚	埃塞俄比亚	哥斯达黎加	喀麦隆
巴基斯坦	肯尼亚	加蓬	哥斯达黎加
巴布亚新几内亚	巴基斯坦	伊拉克	伊拉克
斯里兰卡	多民族玻利维亚国	肯尼亚	蒙古
塔吉克斯坦	马尔代夫	蒙古	尼日利亚
突尼斯	巴布亚新几内亚	尼日利亚	巴布亚新几内亚

■ 有资格进入金融市场 ■ 几近于困境状态 ■ 困境状态

资料来源：贸发会议根据摩根大通新兴市场债券指数-全球多样化指数进行的计算和分类。

注：该数字仅考虑自2020年以来利差达到800个基点或以上的前沿市场经济体。摩根大通新兴市场债券指数-全球多样化指数跟踪以美元计价的主权和准主权债券。“困境状态”是指与美国国债的利差超过1,000个基点。“几近于困境状态”是指利差在800至1,000个基点之间，“有资格进入金融市场”是指利差低于800个基点。

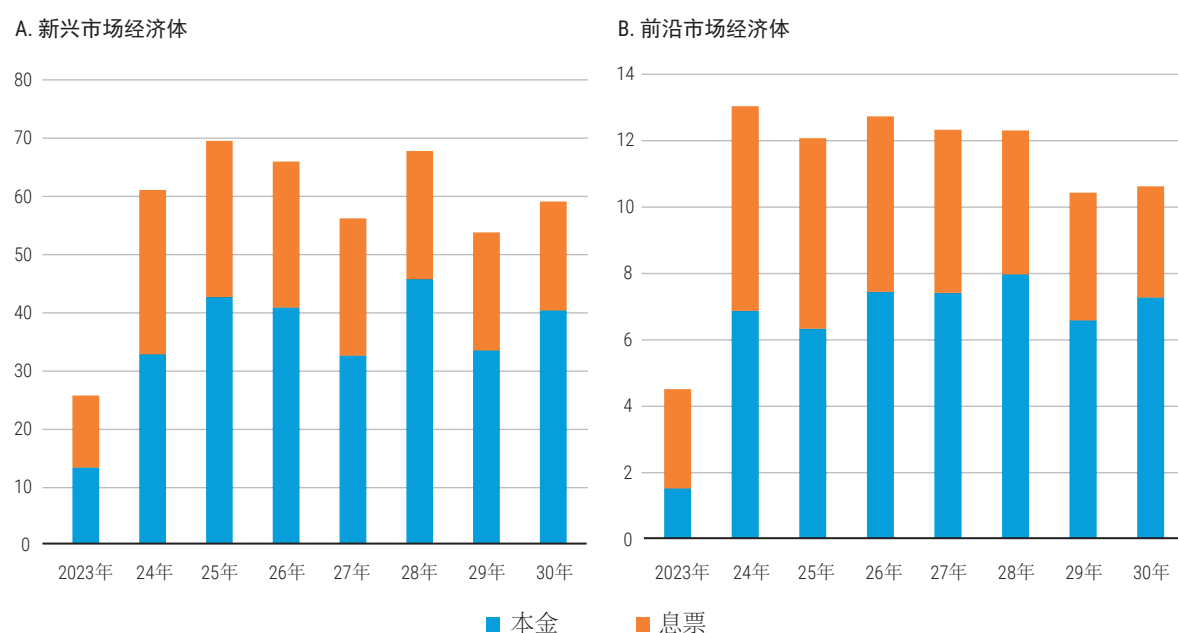
上述分析表明，全球投资者对收益率的追求起到了推波助澜的作用，在全球创造条件，使资本大量流入前沿市场经济体。然而，危机加剧和信用评级机构降级造成外部金融环境恶化，导致这些资本流迅速退出。这引发了金融环境的进一步恶化，切断了一些前沿市场经济体进入这些市场的途径。总体而言，这些因素叠加在一起，导致近三分之一的前沿市场经济体面临债务困境，其中五个已经濒临破产。国际社会对这一问题的反应力度不够。当务之急是采取紧急措施，防止更多的前沿市场经济体陷入财务困境的边缘，甚至陷入违约。同样重要的是，需要改革国际金融架构，包括增加可靠而负担得起的财政资源，以落实《2030年可持续发展议程》和《巴黎协定》，并建立有效、及时的债务重组和减免机制。否则，国际金融市场的警报声将诱使更多低收入和中低收入发展中国家陷入债务困境和违约的境地。本报告第四至第六章将详细讨论这些改革。

“三分之一的前沿市场经济体面临债务困境，其中五个已经濒临破产。国际社会对此的反应力度不够。”

图二.23 从2024年起，新兴市场和前沿市场面临巨额的偿债负担

债券本金和息票的偿还时间表

(10亿美元)



资料来源：贸发会议根据 Refinitiv 的数据得出的计算结果。

注：这一数字仅考虑政府发行的以美元、欧元和日元计价的最低面值相当于5亿美元的债券。

特别章节

第二章所讨论的前沿市场经济体的定义

前沿市场经济体没有正式的定义，但该术语通常是指以下发展中国家：它们拥有规模不大但可投资的新建市场，属于下一代新兴市场经济体 (Schipke, 2015)。为了便于本章的分析，前沿市场经济体与摩根大通下一代市场指数中的 37 个国家等同，该指数本身是摩根大通新兴市场债券指数下的一个分类。下一代市场指数专注于前沿市场经济体的美元计价政府债券。这一组别非常多样化，包含了世界银行所有收入分类级别的国家，其中一些是最不发达国家和小岛屿发展中国家 (表二.A.1)。其中 14 个前沿市场经济体有资格获得国际货币基金组织 (基金组织) 的减贫和增长信托基金和世界银行国际开发协会 (开发协会) 的资助，10 个参与了重债穷国倡议。

表二.A.1 前沿市场经济体名单

国家	区域	收入组别	SIDS	LDC	HIPC	PRGT 和 IDA 资格
安哥拉	撒哈拉以南非洲	LMIC				
亚美尼亚	西亚	UMIC				
阿塞拜疆	西亚	UMIC				
巴巴多斯	拉丁美洲和加勒比	HIC				
伯利兹	拉丁美洲和加勒比	LMIC				
多民族玻利维亚国	拉丁美洲和加勒比	LMIC				
喀麦隆	撒哈拉以南非洲	LMIC				
哥斯达黎加	拉丁美洲和加勒比	UMIC				
科特迪瓦	撒哈拉以南非洲	LMIC				
萨尔瓦多	拉丁美洲和加勒比	LMIC				
埃塞俄比亚	撒哈拉以南非洲	LIC				
加蓬	撒哈拉以南非洲	UMIC				
格鲁吉亚	西亚	UMIC				
加纳	撒哈拉以南非洲	LMIC				
危地马拉	拉丁美洲和加勒比	UMIC				
洪都拉斯	拉丁美洲和加勒比	LMIC				
伊拉克	西亚	UMIC				
牙买加	拉丁美洲和加勒比	UMIC				
约旦	西亚	UMIC				
肯尼亚	撒哈拉以南非洲	LMIC				
马尔代夫	南亚	UMIC				
蒙古	东亚	LMIC				
莫桑比克	撒哈拉以南非洲	LIC				
纳米比亚	撒哈拉以南非洲	LMIC				
尼日利亚	撒哈拉以南非洲	LMIC				
巴基斯坦	南亚	LMIC				
巴布亚新几内亚	大洋洲	LMIC				
巴拉圭	拉丁美洲和加勒比	UMIC				
卢旺达	撒哈拉以南非洲	LIC				
塞内加尔	撒哈拉以南非洲	LMIC				
斯里兰卡	南亚	LMIC				
苏里南	拉丁美洲和加勒比	UMIC				
塔吉克斯坦	中南亚	LMIC				
突尼斯	北非	LMIC				
乌兹别克斯坦	中亚	LMIC				
越南	东南亚	LMIC				
赞比亚	撒哈拉以南非洲	LMIC				

资料来源：贸发会议基于世界银行(2022年7月)和贸发会议统计数据库(2023年)作出的分类。

注：IDA: 开发协会；HIPC: 重债穷国；LDC: 最不发达国家；LIC: 低收入国家；LMIC: 中等偏下收入国家；PRGT: 减贫和增长信托基金；SIDS: 小岛屿发展中国家；UMIC: 中等偏上收入国家。

参考文献

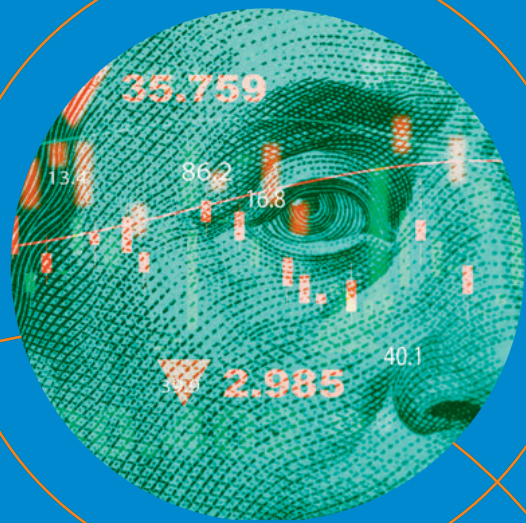
- Africanews (2022). Zimbabwe bans all lithium exports. 29 December.
- Akyüz Y (2017). *Playing with Fire: Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*. Oxford University Press. Oxford.
- Amiti M, Redding SJ and Weinstein DE (2019). The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare. *Journal of Economic Perspectives*. 33(4):187–210.
- AP News (2023). EU lets Ukrainian grain ban expire even as some member countries impose their own. 15 September.
- Baker D (2018). Is intellectual property the root of all evil? Patents, copyrights, and inequality. Working paper presented at “The Great Polarization: Economics, Institutions and Policies in the Age of Inequality” conference. University of Utah. Department of Economics. 27–29 September.
- Benigno G, di Giovanni J, Groen JJJ and Noble AI (2023). A new barometer of global supply chain pressures. Federal Reserve Bank of New York. July release.
- Bown CP (2023). US imports from China are both decoupling and reaching new highs. Here’s how. PIIE blog. 31 March 2023. Available at: <https://www.piie.com/research/piie-charts/us-imports-china-are-both-decoupling-and-reaching-new-highs-heres-how> (accessed 27 July 2023).
- Cavallo A, Gopinath G, Neiman B and Tang J (2021). Tariff pass-through at the border and at the store: Evidence from US trade policy. *American Economic Review: Insights*. 3(1):19–34.
- da Silva VHCA, de Almeida LA and Singh D (2021). Determinants of and prospects for market access in frontier economies. Working Paper WP21/137. International Monetary Fund. Washington, DC.
- Davies R, Banga R, Kozul-Wright R, Gallogly-Swan K and Capaldo J (2021). Reforming the international trading system for recovery, resilience, and inclusive development. Research Paper No. 65. UNCTAD.
- Deconinck K (2021). Concentration and market power in the food chain. OECD Food, Agriculture and Fisheries Papers. No. 151. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- European Commission (2021). Carbon Border Adjustment Mechanism: Questions and Answers. Press release. 14 July.
- Fajgelbaum PD, Goldberg P, Kennedy PJ, Khandelwal AK and Taglioni D (2023). Trade war and global reallocations. Working Paper No. 29562. National Bureau of Economic Research.
- Fajgelbaum PD and Khandelwal AK (2022). The Economic Impacts of the US-China Trade War. *Annual Review of Economics*. 14:205–228.
- FAO (2023). Food price monitoring and analysis (FPMA) Bulletin #6. Food and Agriculture Organization. Rome. 12 July.
- FAO, IFAD, UNICEF, WFP and WHO (2020). *The State of Food Security and Nutrition in the World 2020. Transforming Food Systems for Affordable Healthy Diets*. Food and Agriculture Organization. Rome.
- Fernandes AM, Freund C and Pierola MD (2016). Exporter behavior, country size and stage of development: Evidence from the exporter dynamics database. *Journal of Development Economics*. 119:121–137.
- Fernandes AM, Freund C and Pierola MD (forthcoming). Preliminary release of the Exporter Dynamics Database. Advanced release kindly provided by the authors.
- Financial Times* (2023a). Maersk predicts long and deep contraction in global trade. 4 August.
- Financial Times* (2023b). How the US is pushing China out of the internet’s plumbing. 13 June.
- G90 (2023). G90 document for the special session of the Committee on Trade and Development (CTD-SS) on 10 agreement-specific special and differential treatment proposals. Submission by South Africa on behalf of the Organisation of African, Caribbean and Pacific States (OACPS), the African Group and the

- LDC Group. Committee on Trade and Development – Special Session – Trade Negotiations Committee. Job/TN/CTD/2, Job/TNC/106. World Trade Organization. 28 February.
- Garg K (2022). The Common but Differentiated Responsibilities – WTO Conundrum. *Opinio Juris* blog. 9 September. Available at: <https://opiniojuris.org/2022/09/09/the-common-but-differentiated-responsibilities-wto-conundrum/> (accessed 27 July 2023).
- Griffith-Jones S and Kraemer M (2021). Credit Rating Agencies and developing economies. DESA Working Paper No. 175. United Nations Department of Economics and Social Affairs.
- Hansen H (2013). *Food Economics: Industry and Markets*. Routledge. London.
- Hassan F, Rappoport V and Federico S (2020). Trade shocks and credit reallocation: Lessons from Italy. *VoxEU*. 25 June.
- Hudson WM (2022). Revisiting Albert O. Hirschman on Trade and Development. *American Affairs*. 20 August.
- IPES-Food (2022). *Another Perfect Storm?* International Panel of Experts on Sustainable Food Systems. Brussels.
- IMF (2023). *Global Financial Stability Report*. International Monetary Fund. Washington, DC. April.
- Levell P and Dorn D (2022). Changing views on trade’s impact on inequality in wealthy countries. *VoxEU*. 14 February.
- Luce E (2023) The new Washington consensus. *Financial Times*. 19 April.
- Mirzabaev A, Olsson L, Kerr RB, Pradhan P, Ferre MGR and Lotze-Campen H (2023). Climate Change and Food Systems. In: von Braun J, Afsana K, Fresco LO and Hassan MHA, eds. *Science and Innovations for Food Systems Transformation*. Springer. Cham: 511–529.
- Mohtadi S and Castells-Quintana D (2021). The distributional dimension of the resource curse: Commodity price shocks and income inequality. *Structural Change and Economic Dynamics*. 59(C):63–78.
- Moody’s Analytics (2020). Trade Diversion Since the U.S.-China Trade War. Available at: <https://www.moodyanalytics.com/-/media/article/2020/Trade-Diversion.pdf> (accessed 27 July 2023).
- OECD (2022). The supply of critical raw materials endangered by Russia’s war on Ukraine. Organisation for Economic Co-operation and Development. Paris. 4 August.
- Pretorius M and Botha I (2017). The procyclicality of African sovereign credit ratings. In Tsounis N and Vlachvei A, eds. *Advances in Applied Economic Research*. Springer. Cham: 537–546.
- Rabbi MF, Ben Hassen T, El Bilali H, Raheem D and Raposo A (2023). Food security challenges in Europe in the context of the prolonged Russian–Ukrainian conflict. *Sustainability*. 15(6):4745.
- Rajan RG (2023). Unilateral action on climate change can have unintended consequences. *Financial Times*. 14 August.
- Ray DK, West PC, Clark M, Gerber JS, Prishchepov AV and Chatterjee S (2019). Climate change has likely already affected global food production. *PLoS ONE*. 14(5):e0217148.
- Reuters (2023). Namibia bans export of unprocessed critical minerals. 8 June.
- Rodrik D (2022). A primer on trade and inequality. The IFS Deaton Review VI. Institute for Fiscal Studies. London.
- Rodrik D (2023). What next for globalization? *Project Syndicate*. 9 March.
- Saccone D (2021). Can the Covid19 pandemic affect the achievement of the “Zero Hunger” goal? Some preliminary reflections. *The European Journal of Health Economics*. 22(7):1025–1038.
- Schipke A (2015). *Frontier and Developing Asia: The Next Generation of Emerging Markets*. International Monetary Fund. Washington, DC.
- Siripurapu A and Berman N (2022). The Contentious U.S.-China Trade Relationship. Council on Foreign Relations. 2 December.

- Sullivan J (2023). Remarks by national security advisor Jake Sullivan on renewing American economic leadership at the Brookings institution. The White House. Washington, DC. 27 April.
- UNCTAD (2017). Using trade policy to drive value addition: Lessons from Indonesia's ban on nickel exports. Background document to the Commodities and Development Report 2017. UNCTAD/SUC/2017/8. Geneva.
- UNCTAD (2019). Energizing South-South trade: The global system of trade preferences among developing countries. Policy Brief 74. Geneva.
- UNCTAD (2021a). Export restrictions do not help fight COVID-19. 11 June.
- UNCTAD (2021b). *A European Union Carbon Border Adjustment Mechanism: Implications for Developing Countries*. 14 July. UNCTAD/OSG/INF/2021/2. Geneva.
- UNCTAD (2022a). *A Trade Hope: The Role of the Black Sea Grain Initiative in Bringing Ukrainian Grain to the World*. UNCTAD/OSG/INF/2022/6. Geneva. 20 October.
- UNCTAD (2022b). The impact on trade and development of the war in Ukraine. 16 March.
- UNCTAD (2023a). *South-South Cooperation and Economic Integration: The Vision and Roadmap*. Geneva.
- UNCTAD (2023b). Recent developments, challenges and opportunities in commodity markets. TD/B/C.I/MEM.2/58. Geneva. 31 July.
- UNCTAD (2023c). South-South Cooperation for Resilient Food Security. Geneva (forthcoming).
- UNCTAD (2023d) *Trade and Development Report Update (April): Global Trends and Prospects*. UNCTAD/GDS/INF/2023/1. Geneva.
- UNCTAD (2023e). SDG Pulse. First official estimates on illicit financial flows – UNCTAD SDG Pulse 2023.
- UNCTAD (TDR, 1997). *Trade and Development Report 1997* (United Nations publication, Sales No. E.97.II.D.8. New York and Geneva).
- UNCTAD (TDR, 1998). *Trade and Development Report 1998*. (United Nations publication, Sales No. E.98.II.D.10. 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, 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).
- UNCTAD (TDR, 2019). *Trade and Development Report 2019: Financing a Global Green New Deal* (United Nations publication, Sales No. E.19.II.D.15).
- UNCTAD (TDR, 2022). *Trade and Development Report 2022: Development Prospects in a Fractured World: Global Disorder and Regional Responses*. (United Nations Publication. Sales No. E.22.II.D.44. Geneva).
- United Nations (2020). External debt sustainability and development, Note by the Secretary-General to the General Assembly. A/75/281. Geneva. 30 July.
- United Nations (2022). Global impact of the war in Ukraine: Billions of people face the greatest cost-of-living crisis in a generation. Brief No 2. UN Global Crisis Response Group on Food, Energy and Finance. 8 June.
- United Nations (2023). A world of debt: A growing burden to global prosperity. UN Global Crisis Response Group on Food, Energy and Finance. 12 July.
- WFP (2023). A global food crisis. World Food Programme. Rome. Available at: <https://www.wfp.org/global-hunger-crisis> (accessed 27 July 2023).
- World Bank (2020). *World Development Report 2020: Trading for Development in the Age of Global Value Chains*. The World Bank Group. Washington, DC.
- WTO (2023). *Trade Monitoring Updates: A Year of Turbulence on Food and Fertilizers Markets*. World Trade Organization. 28 February.

第三章

粮食商品、企业暴利
和各种危机：重新审
视国际监管议程



从超额利润到公平共享

大宗商品交易巨头利润飙升，但成百上千万人的粮食安全却得不到保障，两者之间的鲜明对比凸显了一个令人担忧的现实：大宗商品部门内不受监管的活动助长了投机性价格上涨和市场不稳定，加剧了全球粮食危机。

这对采取有效的政策措施构成了重大障碍。与此同时，该行业错综复杂的跨部门关系网和大量集团内部的商业行为使提高透明度和建立问责制的努力变得更加困难重重。

如今，金融活动带来的暴利推动了全球粮食交易行业的利润。但大宗商品交易商却规避了现行法规：它们没有被当作金融机构受到监管，而是被当作制造企业对待。

本报告呼吁从根本上改变这种监管方法。对于这个不透明但具有系统重要性的全球行业而言，当务之急是开发工具提高透明度、加强问责制。政策制定者和监管者需要创造一个公平的未来，取代目前的超额利润状态，全球范式也应从牟取暴利转变为有意义的共享，以造福全人类。

具体而言

- 存在牟取暴利行为，意味着有必要重新评估企业集团成员地位和主要粮食交易商的行为。
- 监管机构应认识到粮食交易商的金融活动具有系统重要性，并扩大监管范围。本文针对企业与金融的关系提出的措施可以加强更大范围的打击金融投机和牟取暴利的努力。
- 需要进行一系列市场层面、系统层面和全球治理方面的改革，使国际金融架构跟上不透明、监管不力但具有重要战略意义的大宗商品交易行业的最新发展。

A. 导言

生活成本危机已成为新冠疫情后经济复苏的标志性事件，并继续在全球政治经济中蔓延。在发达经济体，这场危机的表现形式是通胀高企和金融脆弱性日益加重(第一章)。在发展中国家，进口依赖、资金流向采掘业、大宗商品的荣枯周期、贸易中断、乌克兰战争和粮食体系易受气候影响等因素正在共同破坏金融稳定，使各国更容易陷入债务危机(第二章；IPES, 2023)。

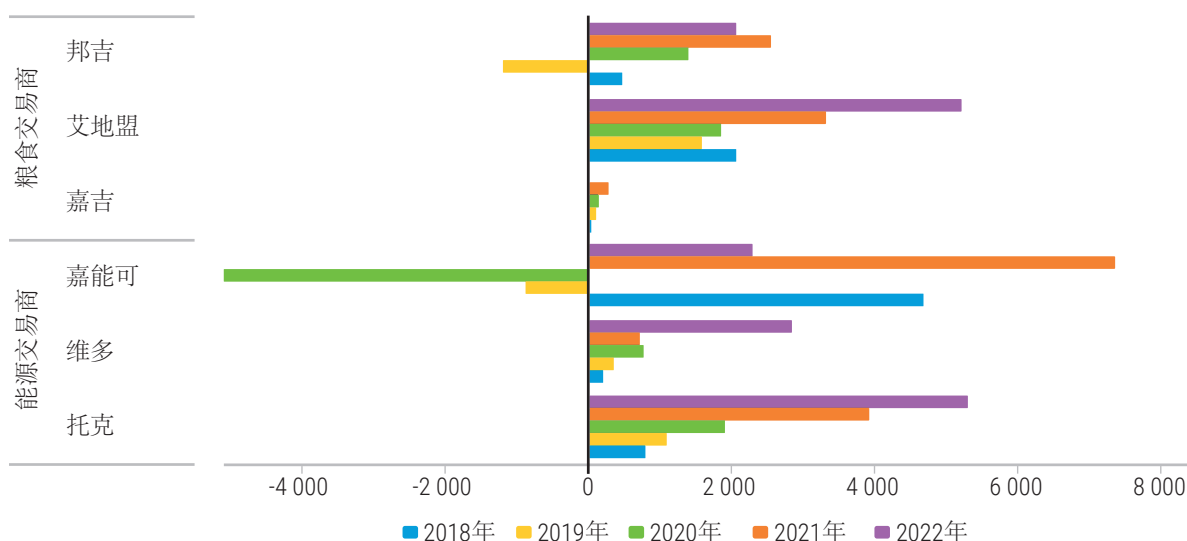
在危机传导机制的相互作用下，出现了一种恶性循环：即能源和粮食生产成本上升，粮食产量下降、价格上升，通胀压力加剧，随之出现金融紧缩。金融条件收紧削弱了发展中国家货币的购买力，增加了粮食和能源的进口成本，削弱了财政能力，并增加了偿债成本(GCRG, 2022)。在脆弱的全球经济濒临衰退之时，大宗商品市场的波动危及成百上千万人的基本需求和权利，如粮食和能源安全，并可能威胁到世界许多地区的社会和政治稳定。

但危与机从来都是相伴相生的，至少对某些公司来说便是如此。在过去几年大宗商品价格波动之际，全球能源和粮食交易商的利润增长也创下了历史新高。在粮食交易领域，保守估计约占全球粮食市场份额70%的四家公司在2021-2022年期间利润大幅增长。如图三.1所示，2021-2022年几家最大粮食交易商的利润增长与能源行业龙头企业的盈利情况相当。与此同时，过去五年，九大化肥公司的总利润从疫情前的平均140亿美元左右增至2021年的280亿美元，2022年达到了惊人的490亿美元(IATP and GRAIN, 2023)。

本章以全球粮食交易部门为重点，分析了企业从危机中牟取暴利的一些关键动态。粮食类商品交易行业具有重要战略意义、高度互联但又不透明且监管不力，下文的分析旨在确定并帮助解决企业对该行业的控制权过于集中所造成的不稳定影响。

图三.1 2021-2022年主要能源和粮食交易商的利润大幅增长

部分公司的税前利润(或亏损)
(百万美元)



资料来源：贸发会议根据全球企业数据库 Orbis 的数据得出的计算结果。

注：基于集团中报告营收最高的公司实体的数据。

企业趁着危机牟取暴利，这并不是一个新问题。80年前，在美国弗吉尼亚州温泉城举行的首届联合国专题会议上，43个国家齐聚一堂，讨论战后国际秩序面临的粮食和农业问题。¹由于许多农业经济体仍在遭受两次世界大战之间粮价暴跌之苦，加上欧洲和亚洲部分地区出现饥荒，当时生产者和消费者面临的核心问题是价格波动。尽管当时人们普遍认为粮食问题不能完全由市场力量来解决，但对于建立更安全、更稳定的全球粮食体系的最好方式，意见却不太一致。

“在危机层出不穷的背景下，成百上千万人的粮食安全面临日益加剧的风险，而控制全球粮食体系的公司却在牟取暴利，两者之间形成了鲜明的对比。”

如今，在出现系统性危机之际，全球成百上千万人的粮食安全面临越来越大的风险，而控制全球粮食体系的少数几家公司却在动荡和冲击时期牟取暴利，两者之间的对比尤为鲜明。在集中度高的大宗商品交易行业，“农业垄断企业”攫取的超额利润即使能惠及当地农业社区，也是非常缓慢的。

2023年7月，据乐施会估计，18家食品和饮料公司在2021年和2022年平均每年赚取约140亿美元的意外利润，而东非拯救生命的粮食援助面临64亿美元的资金缺口，前者是后者的两倍多(Oxfam, 2023)。最近的一项研究发现，在欧洲，高达20%的食品通胀可归因于暴利(Allianz, 2023)。有报告称，十大“动量驱动型”对冲基金利用乌克兰战争爆发初期粮价飙升进行交易，估计获利19亿美元(Ross and Gibbs, 2023)。

不过，有两位著名学者认为，这一问题存在已久，其根源在于结构性因素。大型农业公司对粮食体系的跨部门控制日益增强，使粮价的剧烈波动更有可能成为常态。经过几十年的并购，这些企业扩大了对供应链上下游的影响力，同时积累了大量市场数据。如果少数几家公司继续对世界粮食体系拥有过大的权力，那么从长远来看，任何试图缓解粮价飙升短期影响的政策努力都将是徒劳无益的(Clapp and Howard, 2023)。越来越多的市场分析师、民间社会、监管机构和国际组织也提出了类似警告，他们对大宗商品交易缺乏监管感到关切(FSB, 2023; Schmidt, 2022; Tarbert, 2023; Tett, 2023)。

监管大宗商品交易所面临的分析和政策方面的挑战不容小觑。不透明、缺乏监管监督(尤其是系统层面的监管监督)、跨部门的相互联系以及集团内部的商业行为，凡此种种都对确定问题范围、识别风险、制定可行解决办法的努力构成重大障碍。这就解释了为什么尽管公众日益关注市场集中和牟取暴利的问题，但目前就可能解决粮食体系危机的多边方案开展的政策辩论却没有深入探讨这一问题。

本章朝这一努力的方向推进了一步，目的有两方面。首先，研究使企业能够趁着危机在粮食交易中牟取暴利、从而导致当前全球粮食体系功能失调的因素。其次，提出一套监管措施，以帮助解决企业对这一具有重要战略意义、高度互联但又不透明且监管不力的行业的控制权过于集中所造成的不稳定影响。

¹ 还值得注意的是，与一年后在布雷顿森林举行的联合国货币和金融会议相比，发展问题在温泉城会议上的地位更为显著(Daunton, 2023)。

分析表明，不受监管的金融活动大大增加了全球粮食交易商的利润。分析还显示，企业从金融业务中获得的利润似乎与大宗商品市场的过度投机时期以及影子银行——在传统银行机构之外运作的不受监管的金融部门——的发展密切相关。

具体而言，在价格剧烈波动时期，某些大型粮食交易公司能在金融市场上获得超额利润。粮食交易公司作为非银行金融机构持仓，是金融市场的主要参与者。在当前的金融体系中，这种影子银行功能不受监管。因此，这些公司有动力进一步加大力度从粮食市场的价差中获利。为打击暴利、套利和不劳而获赚取利润的问题，已经制定了一套监管措施，以帮助应对市场功能失调和影子金融交易的风险。

分析未必能证明金融投机推动了粮价上涨。相反，分析表明，企业利用金融工具牟取暴利与当前市场波动之间存在密切联系。如图三.2所示，过去两年农作物价格和粮食金融市场波动剧烈，但相关性并不意味着因果关系。要确定过度投机与价格波动之间的关系，还需要开展更多的研究。粮价取决于零售部门、食品加工业和劳动力市场等方面的供求条件的相互作用 (Scott et al., 2023)。因此，虽然金融投机，特别是过度投机可能会加剧价格波动，但农产品价格深受市场条件、地缘政治紧张局势、气候风险和贸易措施的影响。

2022年2月，随着乌克兰战争的爆发，全球粮食体系面临的威胁进一步加剧。自2022年2月24日以来，在记录在案的667项与出口相关的非关税措施中，有62%涉及农产品或化肥。其中267项是限制性措施，如禁止化肥和某些粮食产品出口。²

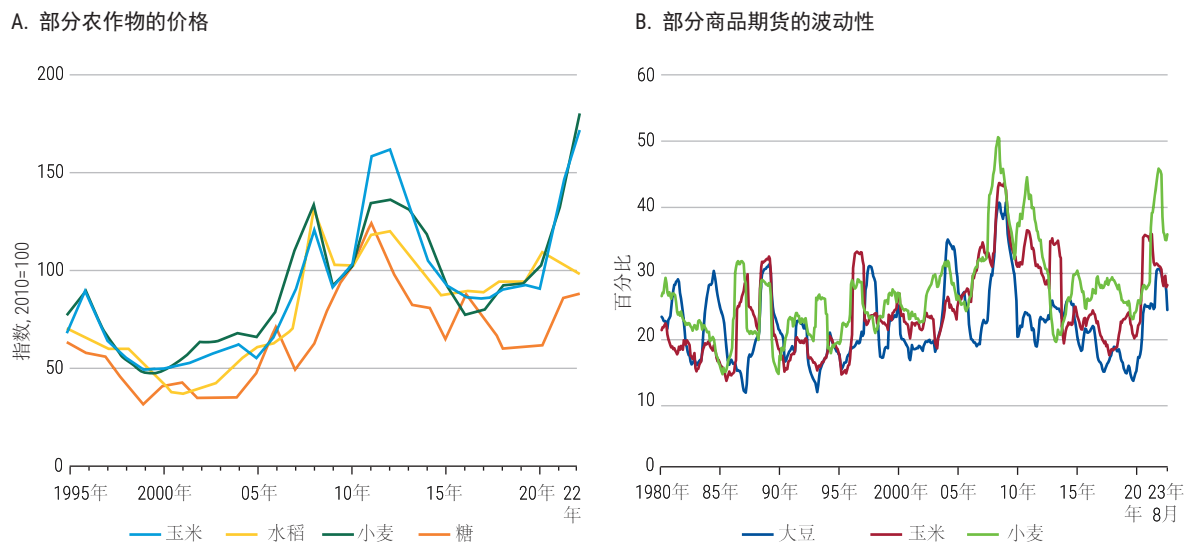
2023年初，粮价从2021年的峰值回落，但《黑海倡议》的中止以及俄罗斯联邦随后退出该协议再次引发了市场波动(图三.2.B)。2023年8月初，小麦价格仍是疫情前的两倍多。在大多数发展中经济体，食品价格通胀率超过5%，在埃及和卢旺达则高达30%(Clapp and Howard, 2023)。虽然农产品价格高企有利于粮食生产商这一点似乎显而易见，但这种假设忽视了控制全球农业价值链中许多环节的国际农业公司所发挥的重要作用，也忽视了全球粮食体系中的价格形成动态 (Akyüz and Gursoy, 2020; Baines, 2017; Clapp and Howard, 2023; Staritz et al., 2018; UNCTAD, 2023)。

基于上述限定条件，本章介绍的研究结果是说明性的，而不具确定性。还需开展更多研究，而大宗商品交易行业数据不完整而且不透明是这项工作面临的主要障碍。

然而，显而易见的是，管理全球粮食交易行业金融部门的监管规范支离破碎且漏洞百出，这助长了全球粮食行业自2010年以来出现的金融投机、企业套利和牟取暴利行为。这一问题在2020年后全球危机加剧的背景下显得更加突出。大宗商品市场出现金融投机，并且在该行业占主导地位的大公司所控制的金融资产发挥着日益重要的作用，这两点均表明存在不劳而获赚取利润的问题，需要从战略上规范重要的企业控制模式。

² 贸发会议根据全球贸易预警数据库得出的计算结果，可查阅https://www.globaltradealert.org/data_extraction, 2023年8月20日访问。

图三.2 粮食作为一种资产类别：价格和波动性再度走高



资料来源：通过路透特数据库和世界银行数据检索的芝加哥期货交易所商品期货数据。

本章结构如下：

- B节分析了金融交易和投机在粮食交易中的作用，发现主要粮食交易商的高利润时期与场外交易市场的金融投机浪潮几乎完全吻合。
- C节研究了企业在大宗商品交易中套利的条件，对商业机构和金融机构的差异化监管在一定程度上为企业套利创造了条件。研究表明，钻监管空子、企业套利和粮食交易金融化正是利用了这一差异。
- 在分析了金融稳定委员会2023年提出的与此相关的一些担忧后，制定了一项指标(资产支配率)，以帮助定位和估计大宗商品交易中的金融稳定风险。
- D节最后提出了政策解决方案，以便在各监管层面限制粮食类商品交易中不受监管的金融活动所造成的系统性影响和分配效应。

B. 粮食作为一种资产类别：套期保值、投机和从危机中获利

被称为商业套期保值手段的金融工具和保险产品在所有行业的风险管理中均发挥着至关重要的作用。这些工具对农业、大宗商品、贸易和投资等部门尤为重要，有助于提高市场流动性。由于这些工具在维持大宗商品的价格稳定方面发挥着重要作用，而大宗商品的价格稳定又依赖于稳定的商品衍生品市场，因此这些工具变得更加重要。商品衍生品市场的一个显著特点是延期结算，即先交易后结算。衍生品基于延期结算原则，其根据是“一份合约，价值取决于标的资产的价格，但不要求对这些资产进行任何本金投资。合约双方根据标的资产的价格或收益交换款项，任何转移标的资产所有权和现金流的做法都是不必要的” (BIS, 1995:6-7)。

商品期货市场汇集了生产、储存或加工大宗商品的商业经营者以及投机者——即买卖期货合约但对大宗商品的使用没有特别兴趣的非商业经营者，后者的目的是从价格波动中获利(Kornher et al., 2022; IPES, 2023)。

任何金融市场的稳定运行都离不开一定程度的投机和投机流动性，因为这有助于价格发现和对冲。然而，过度投机会使价格波动幅度大于单纯基于供需条件的波动幅度。在某些情况下，过度投机会成为价格波动的独立驱动因素。过度投机，包括大宗商品市场的过度投机，与金融衍生品的使用密切相关。1973年布雷顿森林体系终结后，不确定性加剧、预期变得不稳定，因此这些工具如雨后春笋般涌现。

粮食期货市场的投机可以追溯到十九世纪中叶，当时美国的农业生产不断扩大，小规模农户由于直接欠出售土地的银行债务，不得不到更远的市场上寻找机会。由于国际谷物交易渠道刚刚开始发展，粮食链的控制权集中在少数几个强大的中间商手中，他们是当今跨国粮商的前身(Vargas and Chantry, 2011)。这些市场在1930年代末受到联邦政府的监管，在农业危机和大萧条后，联邦政府出台了更严格的监管措施。

在过去几十年里，粮食投机的结构变得更加复杂。两股并行的力量推动了这一转变：一方面是金融市场投机做法的成熟，包括通过使用衍生品进行投机；另一方面是农业市场的自由化(Vargas and Chantry, 2011)。在这一过程中，私募股权基金、资产管理公司、机构投资者、银行和其他金融机构纷纷投资于商品期货、农业用地及其产出的农作物等“另类资产”，而在此之前，大多数投资者都因风险过高而回避此类资产(Murphy et al., 2012)。部分由于这一进程，人们将大宗商品市场上非商业套期保值者的金融活动与过度投机及其对价格水平的影响联系起来，这在2008-2010年大宗商品价格危机期间表现得最为明显(Bicchetti and Maystre, 2013)。

当前的危机凸显了上述事态发展的两大影响。首先，有充分证据表明，银行、资产管理公司、对冲基金和其他金融机构继续从最近一轮大宗商品市场波动中获利(Schmidt, 2022; Oliver Wyman, 2023; Ross and Gibbs, 2023)。其次，通过积极的风险管理，大宗商品交易公司承担了许多通常与银行活动相关的融资、保险和投资职能。在此情况下，大型国际交易公司，即ABCD类公司³在定价、融资和直接参与金融市场方面占据了优势地位。这不仅为在有组织的市场平台上进行投机提供了可能，也使个人之间的交易量即场外交易量不断增长，而大多数发达国家政府对此类交易并不享有权限或无法控制(Suppan, 2010; Vargas and Chantry, 2011; Murphy et al., 2012)。

对大宗商品交易的新兴领域持续缺乏系统性监管监督加剧了上述状况。市场投机和交易所衍生品交易业务仅占全球衍生品交易的一小部分。农产品金融衍生品大多在场外交易，这使得监测市场趋势和监管该部门的风险成为一项难题(Schmidt, 2022)。

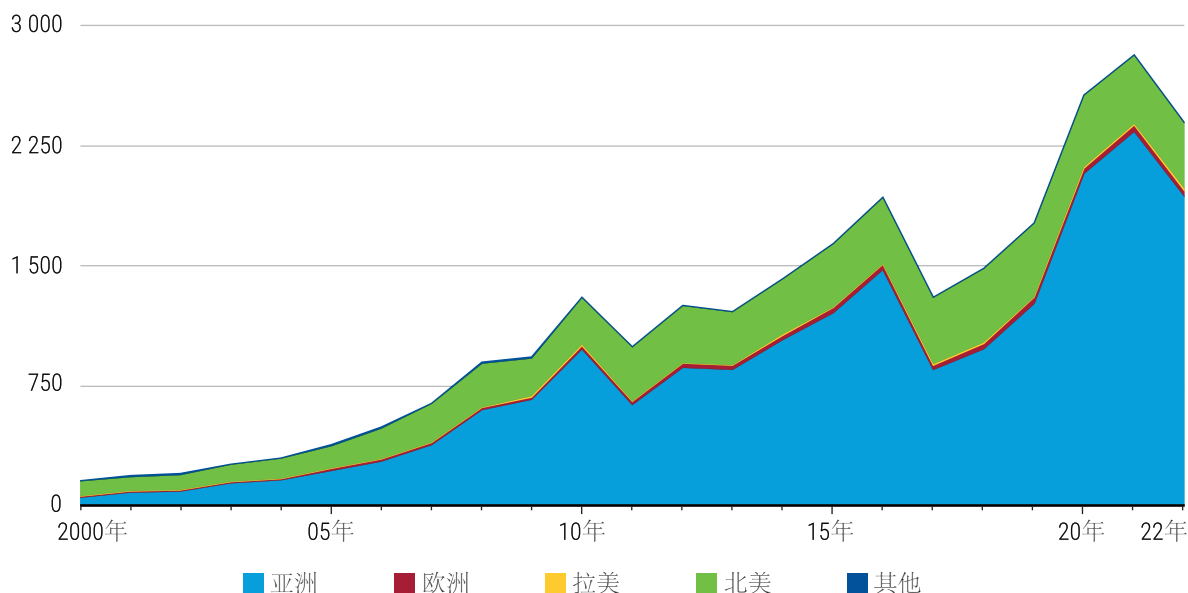
在这方面，全球大宗商品衍生品交易的地理结构耐人寻味(图三.3)。许多市场工具在北美和亚洲进行交易，这反映了关键大宗商品的主要交易区域，而欧洲主要进行场外交易。

³ 规模和地位类似于四大大宗商品交易商的大公司，四大交易商为艾地盟(Archer Daniels Midland)、邦吉(Bunge)、嘉吉(Cargill)和路易达孚(Louis Dreyfus Company)，因首字母缩写而被称为ABCD公司。

图3.3 在交易所交易的大多数农业衍生品在亚洲和北美进行交易

按地区划分的交易量

(合约数量, 百万)



资料来源：贸发会议根据FIA的ETD Tracker数据库得出的计算结果。

注：衍生品合约包括期货和期权。

国际清算银行的数据(BIS, 2023)显示,与能源、粮食和非贵金属相关的未清偿场外大宗商品衍生品在2020年后大幅增加,总市值从不足2,000亿美元增至2021年底的3,860亿美元,到2022年中达到8,660亿美元的峰值,与2015-2020年的平均值相比增长了三倍多。2022年下半年,该指标下降了45%,但到2022年底仍高达4,860亿美元。

2022年底,这些未清偿衍生品的名义本金额仍超过1.5万亿美元,是有记录以来的第二高值,此前在2022年中曾超过2万亿美元,为历史最高水平(BIS, 2023)。这些趋势反映了乌克兰战争和其他影响大宗商品市场的地缘政治紧张局势所引发的不确定性。

场外交易在大宗商品交易中发挥了核心作用,这是监管这一众所周知神秘莫测的行业所面临的主要挑战之一。全球粮食交易部门的不透明性影响了数据的可获得性,因此也会影响最终结论:在本章研究的15家主要粮食交易公司中,只有8家是需要公布合并报表的上市公司。⁴

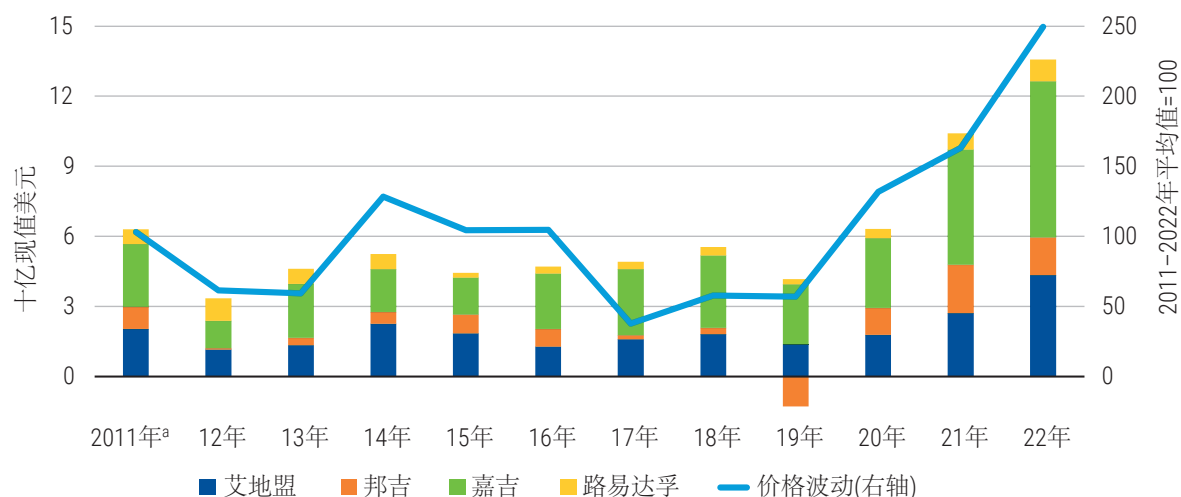
⁴ 鉴于大型农业公司所从事业务的多样性,再加上当前的报告情况高度不透明,因此我们选择了务实的抽样方法。首先确定属于大宗商品行业的主要行业协会大宗商品市场理事会现有成员的“农业”公司。截至2023年3月,加入大宗商品市场理事会的农业公司归属于9家不同的企业集团。这些成员中大部分是以美国为中心的公司。为了平衡这一偏差,还确定了6个围绕其他几个主要农业经济体开展业务的大型企业。对这15家企业集团的当前结构进行了摸底,以确定来自哪些法域的哪些实体代表整个企业集团编制合并报表和审计报告。完成这些步骤后,对这些实体的财务报告进行了评估。财务数据来自商业数据出版商Bureau Van Dijk提供的Orbis数据集。之所以选择Orbis,是因为Orbis不仅是全球唯一提供上市公司和私营公司活动信息的综合数据源,而且能够实现财务报告的标准化,以便更好地对全球公司进行比较。这也意味着有些公司,特别是嘉吉公司和来宝集团,没有提供符合本文分析标准的信息。虽然这些集团确实在自己的网站上公开提供了一些数据,但这些数据是未经审计的选择性信息,不适合本文的分析。

该行业缺乏透明度意味着，现阶段很难对单家公司的利润趋势作出笼统的判断，也很难确定公司利润对整体价格动态的确切影响。

通过分析整个行业的利润趋势，可以清楚地看出公司利润与价格波动之间的关系。图三.4显示了过去十年“ABCD”公司的(净)利润与粮价波动之间的关系。

图三.4 在粮价波动期间，“ABCD”粮食公司的利润激增

部分大型农产品贸易公司的利润与粮价波动



资料来源： 贸发会议根据粮农组织的实际粮价指数、Blas and Farchy (2021: Appendix ii)、路孚特Eikon平台和路易达孚公司的(各期)财务业绩报告得出的计算结果。

注： 衡量波动性的基本指标是粮农组织实际粮价指数月标准差的年平均指数除以2011-2022年期间该数字的平均值。例如，假设某一年份的平均值为200，这意味着该年月标准差的平均值是2011-2022年期间月标准差平均值的两倍。

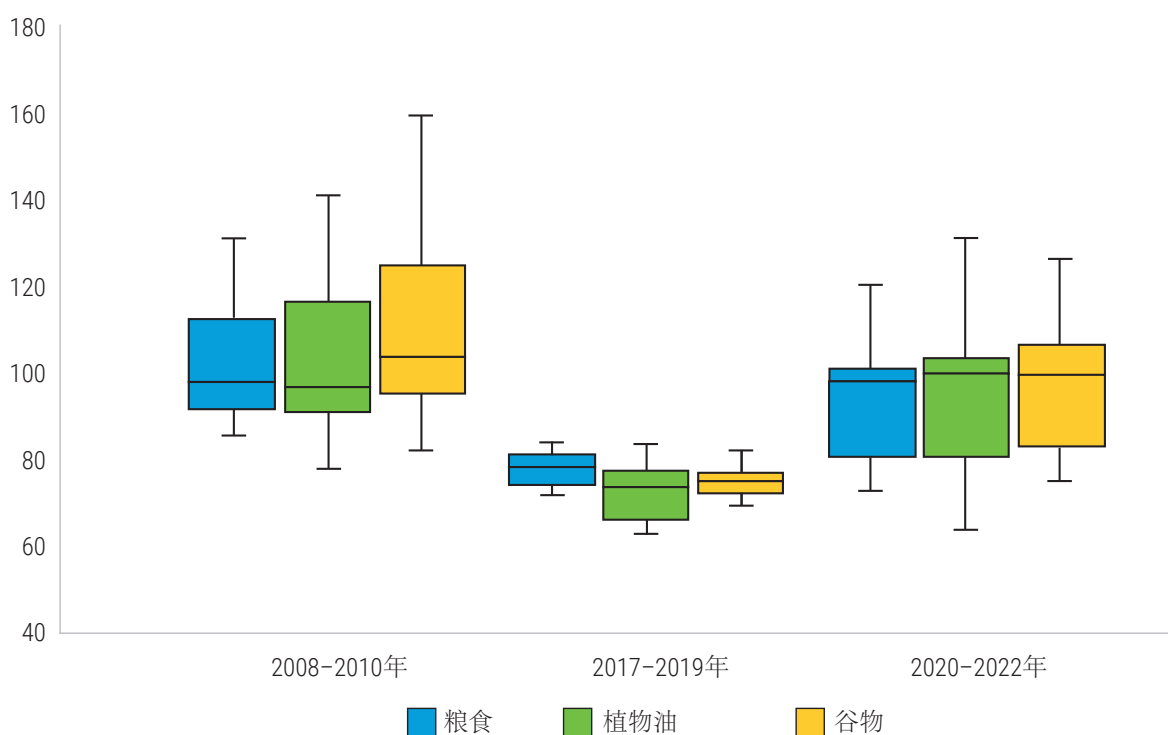
^a 嘉吉公司2011年的利润不包括当年出售化肥集团美盛公司的股份所获得的利润。

如下图三.5所示，2020-2022年危机期间的全球粮价波动接近2008-2010年大宗商品价格危机时期的波动水平。

这里有两大问题值得注意。首先，在市场波动和危机期间，四大粮食交易商的利润都在上升，这一趋势在疫情期间尤为明显。其次，在多重危机的背景下，粮食交易行业的超额利润来源值得密切关注。

正如乐施会的开创性研究(Murphy et al., 2012)所指出的那样，大宗商品市场的价格波动既与现有条件和潜在风险有关，也与预期供求关系有关。标准化和通用产品的交易中存在风险和波动性，促使公司寻找能够提高稳定性和可预测性的策略。为实现这一目标，公司可以使用一系列专门用于商业套期保值的金融手段，如期货和期权。如果交易商除了利用公开信息外，还利用对特定事件的深入了解以及自身商品供求计划中获得的独立信息进行交易，那么大宗商品交易所也可以充当这一用途。然而，在监管不力的体系中，为套期保值设计(和监管)的正式工具正被用于粮价投机。

图三.5 危机期间粮价波动加剧
部分粮食价格指数的分布情况(按美国居民消费价格指数平减)
(指数, 2010年=100)



资料来源：贸发会议根据美国劳工局数据得出的计算结果。

图三.6显示了粮食类商品交易行业的这一现象。该图表明，反映该部门企业核心业务动态的利润指标自2006年以来呈现出共同趋势。但在2020年，可作为纯金融业务(即非核心业务)利润(和亏损)的一个指标的税前利润却达到极值，大大超过了核心业务的利润/亏损。核心业务的指标是：营业收入、毛利和息税折旧摊销前利润。

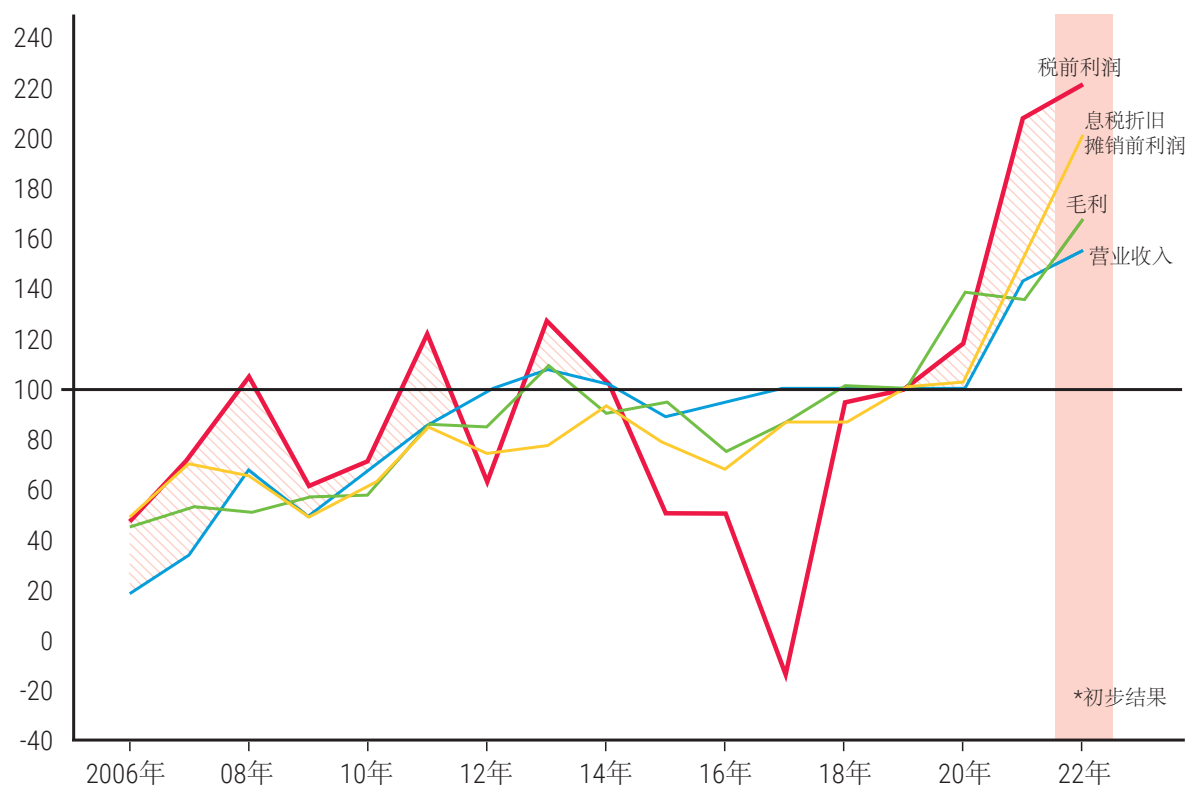
从利润指标的这种差异中可以得出三个重要结论。

首先，粮食交易公司开始依赖金融工具和金融市场，不仅是为了对冲商业头寸，也是为了利用金融工程技术战略性地驾驭市场波动(也就是投机)。第二，与核心商业活动相比，市场和价格波动似乎在该部门的金融业务中发挥着更大的作用。第三，为对冲一系列商业风险而设计的金融工具和手段正被该部门用于投机。整个大宗商品交易的现行监管架构仍然支离破碎且疲软无力，使上述情况成为可能。

图三.6 金融业务推动粮食交易行业利润增长

粮食交易商的利润和收入中位数

(指数, 2019年=100)



资料来源：贸发会议根据Orbis数据库得出的计算结果。

注：基于阿基拉控股、安德森、艾地盟、邦吉、嘉吉、CGB公司、CHS公司、洛阳钼业集团、中粮国际、嘉能可、谷物集团、OFI集团、来宝集团、斯库勒和丰益国际提供的公司数据。

套期保值活动，无论是符合现行规则的套期保值，还是绕过繁琐法规的套期保值，对财务业绩的影响都应该可以忽略不计，因为如果操作得当，这正是套期保值的目所在。大多数衍生品交易都是在场外市场进行的，而场外市场在很大程度上不受监管。主要大宗商品交易商将大部分衍生品资产归类为正常投机性投资，作为财务收益(或损失)为集团带来利润。然而，衍生品交易的特殊性意味着它并不能持续带来可预测的结果。衍生品活动产生的资金收益并不等同于“资金收入”，而是以“公允价值调整”列示，数值取决于与合约原始面值的差额，以及价差是否会产生应计收益或损失。根据公司列报账目的方式，这些“调整”可以体现在年报损益表中的不同地方。对于样本中的一些公司而言，这种调整的幅度在不同时期都是一致的，但在衍生品过度投机时期除外(将在下文讨论)。在过度投机时期，公司账目会出现异常大的调整，从而提高了总体利润水平并推动了图三.6所示的观察结果。这证明了非经营性活动(投机)在当今超额利润时代发挥了太大的作用。如下所示，这与场外市场过度投机激增的时间段相吻合。

随着时间的推移，大型大宗商品交易公司已逐渐成为重要的金融机构。它们充当政府和私营实体的债权人，开展自营交易(即利用巨大的信息优势推测未来的价格走向)，向养老基金等第三方投资者发行“担保摊销票据”等金融工具(Blas and Farchy, 2021)。大宗商品交易商需要对其商业活动进行套期保值，并且拥有投机的资源和机会，因此已成为衍生品交易的主要参与者。2017年，欧洲央行发现，11家大宗商品交易商覆盖了欧元区25%以上的大宗商品衍生品市场，其中95%以上的衍生品合约为非集中清算的场外衍生品。⁵

“越来越多的证据表明，粮食市场的投机活动在危机期间急剧增加。”

越来越多的证据表明，金融化的粮食市场中的投机活动在危机时期急剧增加，包括在当前2020-2022/2023年这一时期。Kornher等人(2022年)研究了导致大宗商品期货市场价格过度波动的因素，发现在经历了2007年至2011年市场剧烈波动之后，市场趋于稳定，直到2020年疫情暴发。自2021年底以来，大宗商品期货交易的价格过度波动显著增加。硬小麦和玉米市场的投机者(非商业交易商)所占份额与价格飙升相呼应，自2020年底以来急剧上升(Kornher et al., 2022)。2022年，非商业交易商持有的多头头寸比例估计约为50%，这一数字与2007-2008年投机压力较大时期相似(Kornher et al., 2022)。

“在乌克兰战争爆发初期，10家龙头对冲基金利用粮价飙升进行交易，获利约19亿美元……其活动助长了投机性价格上涨，加剧了全球成百上千万人的粮食危机。”

最近，法国商业银行兴业银行编制的数据显示，在乌克兰战争爆发的头三个月，10家“动量驱动型”龙头对冲基金利用小麦、玉米和大豆等粮食价格飙升进行交易，获利约19亿美元，而在此前几年的同一时期，这些基金的粮食类商品交易基本上都是亏损的(Ross and Gibbs, 2023)。其活动助长了投机性价格上涨，加剧了全球成百上千万人的粮食危机。研究人员发现，在作为欧洲基准的巴黎制粉小麦市场上，金融投机者持有的买方小麦期货合约占未平仓合约的比例从2018年5月的35%增至2022年4月的67%(Agarwal et al., 2022)。

对图三.7所示场外衍生品投机的分析证实了上述结论。国际清算银行提供的现有数据表明，在2008-2010年和2020-2022年最近两次危机期间，对包括粮食在内的大宗商品的金融投机急剧上升。

国际清算银行提供了两个衡量指标，为理解这些市场的关键动态提供了两种方法。第一个指标是场外衍生品的“名义未清偿金额”(图三.7.A中的蓝线)。该指标汇总了一组基础合约的总“面值”。第二个指标是“未清偿衍生品总市值”(图三.7.A中的橙线)。该指标将合约池分为当前盈利的合约和当前亏损的合约，后一个指标对于评估投机收益何时“超过”套期保值风险管理的盈亏平衡点尤为重要。简而言之，图三.7.A中的蓝色曲线显示了场外大宗商品的投注量。橙色曲线的大幅上升表明该时期市场上有更多盈利投注。

⁵ 国际货币基金组织(2023: 63)指出，“[非银行金融机构]在报告衍生品风险敞口方面存在重大数据缺口。披露的信息中往往缺失头寸方向(多头或空头)和交易对手信息等重要细节。对于在交易所交易和集中清算的场外衍生品而言，可通过中央对手方获得详细数据，但这些数据属于高度机密，因此需要与相关监管机构达成健全的数据共享安排。二十国集团最近开展的场外衍生品市场改革让众多发达经济体和主要新兴市场经济体推出了对利率和信用衍生品的中央清算要求。然而，改革还没有扩展到外汇和大宗商品衍生品”。此外，国际清算银行仍然只提供包括能源、粮食和其他非贵金属在内的总量数据，没有进行细分。

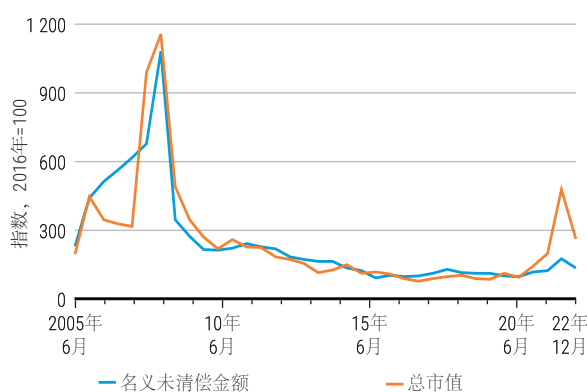
总之，图三.7显示了过去两个金融周期内场外市场投机交易结构的演变情况。数据表明，场外大宗商品市场的发展经历了四个阶段。第一阶段是全球金融危机爆发前夕，在场外交易市场迅速发展的同时，亏损合约占主导地位(图三.7.A中的橙线)，2007年底危机爆发后，盈利合约数量出现显著调整和增长。在这一超额盈利合约占主导地位的时期之后，场外市场经历了较长的平稳期，大约从2010年到2020年底，盈利合约与亏损合约的比例几乎没有波动。2021年至2022年12月，与2007-2009年相比，场外市场中的盈利合约数量远多于亏损合约。

这些指标清楚地显示了场外交易市场何时转向过度投机，而且还表明，这一指标与公司账目所反映的金融活动开始产生利润的系统性转变时机具有更强的相关性。这两个指标同时表明了过度投机的时间段。决定这种情况何时发生的因素似乎不在公司本身。这反映了市场投资者的估价方式不同于对实际价格有更准确了解的业内人士。

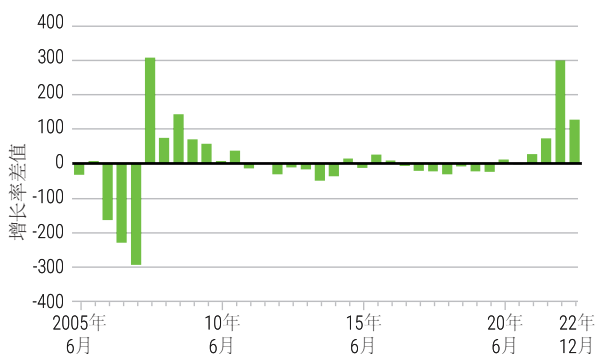
此外，从图三.7.A中可以看出，2007-2010年的投机热潮是由新进入大宗商品市场的参与者(银行和其他金融机构)新注入的流动性驱动的，而当前的高峰主要与现有市场参与者的活动有关(图三.7.A中蓝色曲线的上升幅度要小得多，表明新注入的流动性有限)。

图三.7 场外商品市场的套期保值和投机活动

A. 所有场外交易合约面值的变化指数，以及盈利合约与亏损合约总市值的变化指数



B. 检测场外交易市场的套期保值时期和投机时期



资料来源：贸发会议根据国际清算银行全球场外衍生品市场数据库(<https://stats.bis.org/statx/srs/table/d5.2>)得出的计算结果。

注：根据2005年6月至2022年12月期间“全部工具”和“其他大宗商品”的半年度总市值和名义未清偿金额数据得出的计算结果。图B: 增长率差值等于总市值指数和名义未清偿金额指数的增长率之差。

在这种情况下，耐人寻味的是，ABCD四巨头之一(一家有严格义务向公众披露其活动的确切性质的上市公司)提交的文件中明确指出：

公司的大部分衍生品工具均未被定为套期保值手段。公司使用交易所交易期货、交易所交易期权和场外期权合约来管理可销售农产品库存的净头寸，并使用远期现金买卖合同来降低农产品和外汇市场波动造成的价格风险。公司还将交易所交易期货、交易所交易期权和场外期权合约作为商品销售战略的组成部分，以提高利润率(Archer Daniels Midland, 2022:67, 原文无着重标示)。

“商业交易商的套期保值业务与金融投机之间的界限模糊不清，不仅会造成金融危机蔓延的风险，也是导致价格上涨的一个因素。”

粮食交易公司向金融机构的转变是分析师长期关注的一个问题(Murphy et al., 2012; Gibbon, 2013)。商业交易商的套期保值业务与金融投机之间的界限模糊不清，不仅会造成金融危机蔓延的风险，也是导致价格上涨的一个因素。这就要求对大宗商品交易的现行监管架构进行修订。虽然大宗商品的过度投机现象与放松管制政策有关(de Schutter, 2010; Oxfam, 2011; Winders, 2011)，但人们越来越担心，当今粮食交易行业中的金融活动带来了未被察觉的金融稳定风险，并增加了企业在具有重要战略意义的市场中的影响力(FSB, 2023)。这不仅增加了发现和遏制大宗商品和粮食交易中的过度市场投机的难度，而且还使影子银行体系变得更难监管，并危及金融稳定。这一监管不力但又高度互联且具有系统重要性的行业的风险和敞口也会因此被隐藏起来。下一节将讨论这些问题。

C. 漏洞百出，被人钻了空子

在2010年贸发会议关于大宗商品市场监管途径的研讨会上，农业和贸易政策研究所的一位参会者问道：“及时获得所有交易信息是有效监管的先决条件，如果立法允许大多数场外衍生品留在暗盘市场，使监管者无法及时获得所有交易信息，那么会发生什么呢？”(Suppan, 2010)。

粮食市场使用场外衍生品的问题引发监管机构担忧已有十多年之久，可以从中吸取一些明确的经验教训。对大宗商品交易的监管方法不完整、支离破碎且疲软无力。这些担忧越来越多地涉及该行业不断加剧的金融稳定性风险和透明度风险，自2010年以来，该行业的监管缺口进一步扩大。这些缺口正被主导大宗商品交易的企业集团所利用。此外，大宗商品交易商不仅规避了现有法规，而且还始终回避就其活动的金融层面接受进一步监管。

为了鼓吹这套沿用至今的碎片化监管方法的优点，该行业给出的典型论据包括监管竞争、独特的行业特点和效率以及规模经济。尽管在加强监管方面做出了努力，但粮食市场部门始终予以抵制，理由是该部门已受到银行的间接监管。

“大宗商品交易商规避了现有法规，并始终回避就其活动的金融层面接受监管。”

在很大程度上，目前的监管缺口是2010年后金融架构中的监管漏洞造成的。其中包括全球金融危机后推出的对市场层面监管的限制性条款和豁免；公司层面的金融和监管套利手段；长期以来缺乏统一的方法来监管大宗商品交易商，特别是粮食公司。

缺乏适当监管还有一个更为根本的原因：即大多数粮食交易公司没有被当作金融机构受到监管，而是被当作制造企业对待。全球粮食体系持续存在的危机突出表明，有必要更加系统、协调一致地重新思考对粮食和大宗商品交易商的监管。

“大多数粮食交易公司没有被当作金融机构受到监管，而是被当作制造企业对待。”

1. 《多德-弗兰克法》：错失良机

从历史上看，对期货交易所进行公共监管和监督的最重要源头是美国政府，原因是受到农民和消费者利益的驱使。在2007-2009年金融危机爆发之前，除一些发展中国家外，其他法域的期货交易所通常仅开展不太严格的自我监管，很少或根本不受公共监督。在欧盟，大宗商品衍生品市场的监管重点是市场参与者的行为(包括资本要求、组织要求和遵守商业行为规则的要求等，甚至在这些方面也有大量豁免)，而非市场的行为(Gibbon, 2013)。

2000年代大宗商品价格暴涨之后，金融市场的监管问题开始成为美国和欧盟监管议程上的重要议题。2010年签署的《多德-弗兰克法》旨在逆转此前场外交易和交易所交易的自由化趋势。该法优先推行旨在提高银行(再)资本化水平、加强商业银行信贷业务纪律的措施和要求(Kornher et al., 2022)。Gibbon(2013)对该法在大宗商品交易领域的主要规定作了有益总结：

- (一) 如果金融实体的投资组合名义价值超过80亿美元，在进行“标准形式”场外掉期交易时，必须通过中央清算所进行清算，并遵守报告要求和保证金要求。美国证券交易委员会规定，保证金要求为所购头寸名义价值的15%。至关重要是的，“非金融实体”用于对冲风险的交易可免于中央清算要求，但须遵守中央通知要求。对于非中央清算的掉期交易，规定了额外的保证金要求。
- (二) 银行应将其大宗商品掉期业务剥离，交给不属于美联储保险安排覆盖范围的独立实体，并且不得从事与其为客户进行的交易无直接关联的衍生品交易(即所谓的“沃尔克规则”)。
- (三) 联邦持仓限额应扩展至所有交易所交易的大宗商品合约，并且在计算某个商品的总头寸是否超过限额时，应汇总在所有交易所和交易场所(包括非美国交易所和掉期交易场所)的持仓头寸。可豁免持仓限额的套期保值者范围应缩小至仅持有现金结算合约头寸的实体。
- (四) 现货月持仓限额通常应设定为预计可交割供应量的25%。
- (五) 这些规则也适用于外汇和其他交易活动。
- (六) “美国人”、企业在外国注册的子公司以及其活动可能会对美国经济产生影响的外国企业的交易场所，除非外国交易所制定的规则被视为与美国国内规则相同。
- (七) 2012年初，美国总统授权商品期货交易委员会提高石油期货和期权合约的保证金要求(Gibbon, 2013)。

该法最初通过后不久，在行业利益、机构间竞争、实施的技术难度和国际套利机会的影响下，其主要原则开始被削弱。

使用衍生品的企业联盟包括邦吉、约翰迪尔和嘉吉等公司，这些公司既从事商业套期保值也进行金融投机。该联盟认为，应对金融机构与非金融机构(如该联盟成员)之间的场外交易免除在公共交易所清算的要求。通常至少有三个理由来证明这种豁免的合理性。

- 首先，非金融公司不构成系统性金融风险，因此不应阻止它们在与金融机构的双边交易中“量身定制”利率、汇率、资产负债表和信贷方面的风险；
- 第二，提高在交易所交易的保证金要求，会给联盟成员带来巨大的现金流问题，并危及市场流动性；
- 第三，如果双边交易从暗盘场外市场转移到交易所或衍生品清算平台，则交易风险将高度集中，以至于这些中央清算平台将无法对交易进行业务确认和验证(Suppan, 2010)。

插文三.1 探讨了2010-2011年监管规范开始实施后不久出现的钻金融衍生品监管漏洞的空子所造成的一些关键影响。金融改革被削弱的总体后果是产生了一个重大监管漏洞，金融机构至今仍在利用这一漏洞进行大宗商品衍生品投机。

插文三.1 一切尽在脚注中：《多德-弗兰克法》与金融监管套利

随着《多德-弗兰克法》的通过，金融衍生品的场外交易本应纳入正规，转移到中央清算平台，以提高市场透明度。这项措施主要针对掉期交易和证券掉期交易(Kornher et al., 2022)。其他重要的监管改革包括设定新的持仓限额并对掉期交易的使用施加限制。然而，尽管商品期货交易委员会当时颁布了全面的持仓限额规定，但相关管理部门未能充分执行这些规定。一些基金，如大宗商品指数基金及诸如此类的基金并未受到监管。尤其是对掉期交易的监管，很快成了钻监管空子的重灾区。

要了解这种现象的起源及其对该行业的影响，就必须对银行和公司业务结构中的“分支机构”与“附属机构”或“子公司”加以严格区分。这种区分具有重要的法律意义，会影响到如何确定法律管辖对象；而且还可以决定如何避免适用法律(进行套利)。

分支机构仅仅是法人的一个办事处；由该办事处的人员达成的交易属于拥有该分支机构的法人的交易。附属机构或子公司与分支机构不同，是独立的法人，拥有自己的法人资格、资产和人员。这个独立法人之所以是附属公司或子公司，是因为其股本由母公司持有，而母公司本身也是独立自主的法人。但从法律上讲，子公司原则上是自主法人。在这两种法律结构下，分支机构和子公司开展的活动有可能完全相同。在前一种情况下，这些活动归属于分支机构的所有者；在后一种情况下，这些活动归属于独立的法人(子公司)，尽管子公司的股本可能100%归“母”公司所有。

根据当时适用的国际掉期交易和衍生产品协会的文件，法律上独立的子公司实际上享有母公司的无限担保。在金融交易中，对于交易对手而言，这意味着与子公司进行交易几乎“等同于”与母公司或分公司交易。交易可能必须遵循当地规则，但同时能获得美国银行的担保。这就为同时享有不同制度的好处提供了可能：例如，可以在更宽松的制度下进行交易，同时又可受益于母公司的担保以及美国联邦政府的紧急救助支持。

《多德-弗兰克法》第722(i)条据称消除了这种可能性。但美国商品期货交易委员会在自己的立法中引入了一个漏洞，使交易商能够仅从形式上调整过去的做法，但并不改变实质内容。2013年7月的《指导意见》规定，掉期交易中的“(美国)人”必须遵守《多德-弗兰克法》的所有掉期规则，无论掉期交易的实际执行地点在哪里。

然而，《指导意见》脚注563指出：“委员会同意评论者的意见，即如果非[美国]掉期交易商或非[美国]主要掉期交易参与者依赖非[美国]交易对手作出的书面陈述，称其掉期项下的义务没有[美国]人附带追索权的担保，则交易层面的要求不适用。”

因此，新近(正式)“失去担保”的外国子公司不再受《多德-弗兰克法》的约束。据掉期行业专家的报告和理解，美国掉期市场的很大一部分交易从美国最大的银行控股公司及其美国附属公司转移到了新近失去担保的“外国”附属公司，尽管这些掉期交易仍然留在美国公司的合并资产负债表上(Greenberger, 2018)。此外，这些大型美国银行控股公司掉期交易商往往通过美国工作人员在美国“安排、谈判和执行”这些所谓的“外国”掉期交易，随后将这些执行完成的掉期交易“分配”给新近“失去担保”的外国子公司，声称尽管这些掉期交易是在美国完成的，但并不在《多德-弗兰克法》的管辖范围内。

通过在美国与美国工作人员安排、谈判和执行掉期交易，然后将其“分配”给新近“失去担保”的“外国”子公司，这些掉期交易商得以再次同时享有两种制度的好处：它们既能在母行控股公司的直接控制下在美国执行掉期交易，又能将掉期交易转移到国外，不再受《多德-弗兰克法》的约束(Greenberger, 2018:126)。

2020年7月23日，美国商品期货交易委员会发布了关于跨境适用《美国商品交易法》各项要求的《最终规则》，取代了2013年的《指导意见和政策声明》。但重要的一点是，“[美国]人”的定义被进一步缩小。例如，在《指导意见》中，[美国]人拥有的集体投资工具被视为“[美国]人”(尽管这种合法工具不具有法人资格)。在最终规则中，这种工具不再是“[美国]人”(CFTC, 2020)。

虽然无法完全准确地估计有多少掉期交易从美国转移到了国外，但据估计，在某些掉期交易品种中，有高达95%的交易因失去担保这一漏洞而被转移到美国境外，不再受《多德-弗兰克法》掉期交易法规的约束。随之而来的是掉期交易监管的国际逐底竞争(Greenberger, 2018)。据Greenberger估计，部分由于这一监管漏洞，在美国，投机者与套期保值者的比例发生了逆转，历来投机者占30%，套期保值者占70%，如今投机者占70%，套期保值者占30%(Greenberger, 2013)。

在欧盟，欧盟委员会对场外交易的监管方法大致参照了《多德-弗兰克法》。但在对场外衍生品的监管以及对所有市场参与者实施总持仓限额等一些关键监管问题上，始终存在争议和分歧(Suppan, 2010)。2009年二十国集团匹兹堡会议之后，持仓限额成为监管方法的基石。

对市场参与者施加持仓限额是为了确保衍生品市场服务于商业生产者，而不是服务于与商品本身没有内在利益关系的纯金融经营者。重要的是，这意味着对行业参与者和金融市场参与者需要区别对待。所使用的经典方法是设定持仓限额，并为商业生产者提供善意豁免，正如《多德-弗兰克法》所规定的那样。在欧盟，《金融工具市场指令》，特别是《金融工具市场一号指令》和《金融工具市场二号指令》适用于大宗商品衍生品，但其中规定了一些重点豁免。根据《金融工具市场二号指令》，如果一家企业与大宗商品衍生品有关的活动是其主营业务的“辅助”活动，则可享有特定的“辅助活动豁免”。

2. 全球粮食交易商：商业套期保值者还是金融机构？

从本质上讲，监管缺口问题的核心在于：一方面，大宗商品交易商被当作制造企业受到监管，另一方面，它们在金融市场上的活动所产生的利润越来越高(但不受监管)。

“掌握大量粮食市场信息的大型谷物加工商显然有兴趣使套期保值活动成为盈利中心。”

市场参与者的原理是，业内企业只应寻求价格保障，不会为赌而赌。然而，掌握大量粮食市场信息的大型谷物加工商显然有兴趣使套期保值活动成为盈利中心。在此过程中，它们往往会改变商业模式，开始像金融机构那样运作，却同时享有为纯商业套期保值者设计的豁免。

通过在适当法域设立一系列子公司，粮食垄断企业找到了将以下几种优势相结合的方法：

- 对农产品市场有深入了解(了解实时供求关系以及预先知晓对市场演变情况)；
- 有能力储存农产品，以便在价格上涨时加以利用。ABCD公司斥巨资建设仓储基础设施，并建立了大规模谷物储备；但没有义务披露谷物库存；
- 对其业务保密，并能享受对适用于纯金融行为体的规则的一些豁免。ABCD公司均利用数百家子公司合法开展业务，以利用世界各地不同法域(包括避税港)的各种监管措施(或监管的缺失)(表三.1)。

尽管实施监管改革所面临的一些挑战是由于全球粮食交易行业业务复杂且不透明造成的(如表三.1所示)，但许多反对加强监管的关键论点是由政治利益集团提出的。

表三.1 全球粮食交易公司：子公司数量

全球最终所有者	子公司数量
嘉能可	877
艾地盟	825
嘉吉	780
中粮国际	734
丰益国际	619
CHS	353
邦吉	352
OFI集团(包括奥兰)	207
阿基拉控股(包括路易达孚)	187
安德森	150
洛阳钼业集团	100
谷物集团	60
来宝集团	56
CGB公司	46
斯库勒	20

资料来源：贸发会议根据Orbis数据库得出的计算结果。

监管套利机会的核心在于法人资格和子公司概念的运用。如下文调查所示，对于主要粮食巨头而言，纯粹出于投机目的使用套期保值似乎发生在子公司层面，通常不会在合并报表(全球最终所有者)层面报告。

然而，在2020-2023年危机的背景下，人们日益认识到，这种监管二分法对金融稳定(FSB, 2023)、价格稳定和经济安全(UNCTAD, 2022)以及公司治理构成了一系列潜在的系统性风险，包括非法资金流动的风险(OECD, 2023; Public Eye, 2023)。

2012-2013年，金融稳定委员会考虑将大型实物商品交易公司(无一例外都是衍生品市场的主要参与者)归类为影子银行或“具有系统重要性的非银行金融机构”，或两者兼而有之。这将使它们受到更严格的监管。⁶该行业予以反击，坚称大宗商品交易是一个高度复杂、全球互联的制造行业，管理着一系列大规模专业

风险(Baines, 2017)。最终，金融稳定委员会得出结论认为，没有足够的证据将交易机构视为影子银行，但为未来立场转变留有了余地(Gibbon, 2013)。

由于缺乏严格的监管，大宗商品交易公司向影子金融机构的转变的势头有增无减。2008-2010年大宗商品泡沫破裂后，全球许多大银行都缩减了大宗商品交易业务。一些机构(如巴克莱银行、德意志银行)退出了这一业务。这些机构的退出为大宗商品交易公司等受监管较少的实体开辟了空间。因此，“大型交易公司获得了越来越复杂的工具，这些工具为它们提供了更大的财务灵活性，使它们得以规避银行的任何控制”(Public Eye, undated)。

在全球范围内，有实际套期保值需求的大型商业集团(ABCD类公司)一直在制定更多的旨在提高利润率的金融策略，进一步挑战该行业的监管框架，并对金融稳定构成了潜在威胁(FSB, 2023)。其中一些风险在2020年能源危机期间显现出来，当时大宗商品公司面临严重的流动性困难(Longley and Chin, 2022)。Lévy-Garboua (2022)将此类交易商称为“半金融”参与者，它们一只脚涉足金融领域(负债使用的杠杆比普通公司高，但远低于银行)，另一只脚涉足现实世界(持有原材料)。然而，由于价格的剧烈波动，现实世界与金融市场十分接近(Lévy-Garboua, 2022)。央行在应对此类实体时束手无策，这对金融稳定产生了影响。央行要求中介机构在与大宗商品交易商打交道时承担通常由银行承担的职能。从央行的角度来看，只有银行，在更大程度上还有中央清算平台，才能胜任这一角色。

⁶ 该举措是在以下情况下提出的：当时嘉能可公司披露向独立公司提供了价值30亿美元的长期贷款，并且当时有一种趋势，即最大的交易公司单独或与投资银行合作运营对冲基金或指数基金或两者兼而有之(Gibbon, 2013)。

长期以来，学术界一直认为，全球粮食交易公司已经扩大了对该行业的控制范围，它们不只是寡头垄断企业，而且也是跨部门价值链管理者(Clapp, 2015)。至关重要的是，这包括对金融资产的控制。然而，迄今为止，还缺乏能够在系统层面把握这一转变的规模和影响的方法或监测工具。由大宗商品交易行业进行自我监管的想法意味着，该行业缺乏既定的监管准则，因此难以对商业机构和金融机构进行区分。

鉴于近期的波动和危机，这项任务变得更加紧迫，下文将提出一种新方法推进这一讨论。

3. 如何用“资产支配”率对金融公司和商业公司加以区分

上文B节对粮食交易部门盈利能力的分析表明，非经营性活动是粮食交易部门2020-2022年利润快速增长的主要来源。然而，衡量全球非金融公司开展金融活动的水平和影响的最佳方法是什么？

下文对这一问题的答案源于公司会计方法。⁷在公司会计中，公司内部融资使用的金融工具通常在该实体的资产负债表中加以说明。在此采用的方法基于对13家全球主要粮食类商品交易商的公司文件的研究，并将母公司的账目与集团子公司的账目进行比较。其结果通过“资产支配率”这一指标来衡量，该指标旨在反映公司内部开展的金融(而非“实体”)经济活动。这是通过比较公司文件中的资产负债表信息与损益表信息来实现的。具体而言，资产支配率表明，私营企业集团内部频繁使用集团内部转让。集团内部转让是指企业集团内部法律上独立的实体之间的金融交易。

如表三.1所示，粮食交易商之类的大公司由一个母公司和数十家，有时甚至是数百家子公司组成。母公司与子公司之间以及子公司与子公司之间会发生大量内部转让。集团内部转让主要有两种类型：**(a)** 转让定价，涉及集团成员之间的交易活动；**(b)** 集团内部融资，涉及利用金融工具在集团成员之间建立债务或股权关系。

在公司会计中，资产负债表项目代表报告实体(如子公司或母公司)所有形式的金融投资的近似值；而损益表则记录了报告期内从这些投资中获得的收入金额。由于众所周知的通过转让定价避税的问题，公司内部交易受到严格监管。然而，对集团内部融资的监管却不如对转让定价的监管完善，这也是监管机构关注的一个问题。本研究基于以下假设：即跟踪集团内部融资需要比较资产负债表和损益表，因为金融工具是在资产负债表中进行核算的。这有助于简化跨国公司财务报告的复杂性。

更确切地说，资产支配率的计算方法是，将公司实体报告的所有资产负债表项目的平均值与所有损益表项目的平均值进行比较。请注意：

- 资产支配率等于或小于1表明该企业是业内企业；
- 资产支配率大于1表示金融投资活动超过核心业务和投资活动的收益。

⁷ 该方法是在公司套利研究项目(CORPLINK, 欧盟赠款协议ID: 694943, DOI: 10.3030/694943)的基础上开发的。

该指标重点关注集团内部融资中金融工具的使用，并增加了某些报告模式的权重。研究结果表明，使用集团内部融资在产生超额利润方面意义重大。内部融资通常是由企业集团中的特定成员进行的，其主要职责是发挥企业融资和司库职能。金融工具的使用通常在多个会计类别中进行报告，所涉及的资产和负债的规模远远大于损益表上报告的数值。

出于治理目的，不仅要对集团内的子公司进行比较，还要对合并后的母公司报表进行比较。面向股东的合并报表不包括集团内部转让。因此，从(a) 金融稳定、(b) 避税和财政收入、(c) 非法资金流动风险几个角度来看，务必对未列入合并报表的子公司产生的超额价值的变化进行分析。

图三.8显示了样本中13家公司的合并报表后的母公司(大多数情况下为全球最终所有者)与集团子公司资产支配率的变化。该图分析了以下两个时期的公司活动，包括子公司层面的活动：

- 套期保值交易在场外市场占主导地位的时期(2014-2018年)；
- 场外市场投机和企业暴利时期(2019-2022年)。

本项分析指出了这些企业集团报表中的变化，表明这些实体正在利用近年来出现的盈利机会。

合并报表后的母公司集团(y轴)和集团子公司(x轴)提供的数据之间的差别是关键所在。图中的对角线表示子公司报表与合并公开报表中提供的信息相匹配的点。如图三.8所示，等于或小于1的点(如样本中的谷物集团)显示了典型工商企业的会计概况。对角线将图形分为两部分，两部分的财务报表信息存在差异：一半是“隐藏的”(子公司层面)，另一半是“已经公开的”(合并报表后的母公司)。

在图三.8中，资产支配率是指所有资产负债表项目之和与所有损益表项目之和之比。比率的变化用箭头表示，箭头的起点是2014-2018年，终点是2019-2022年。红色箭头表示子公司层面资产支配率上升，黑色箭头表示母公司层面资产支配率下降。

“牟取暴利行为意味着更有必要考虑企业集团成员地位和粮食交易行业主要参与者的行为。”

从中可以得出三个重要结论：

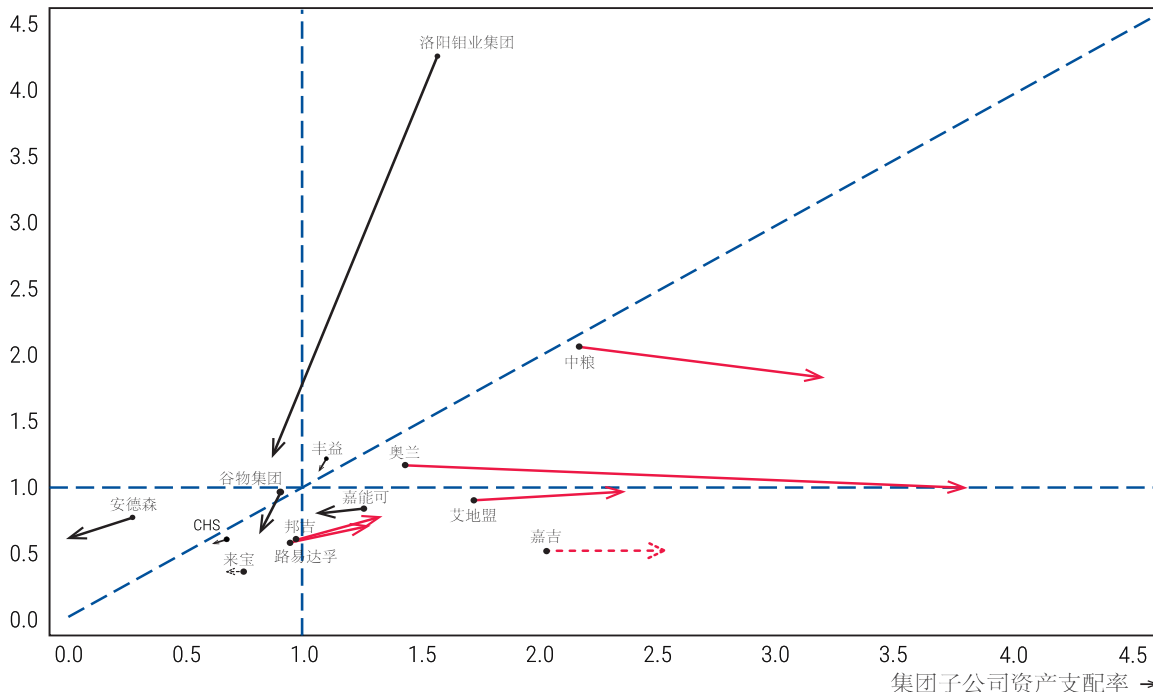
- 首先，资产支配率上升的情况主要发生在集团子公司层面，表明集团内部转让的使用有所增加。
- 其次，这表明如果只看公开的损益报告，可能会低估超额利润的数额。
- 第三，牟取暴利并非局限于某个特定行业，而是个别企业的行为。有人担心，超额利润可能与市场集中度有关，只有大宗商品交易界内的少数全球性参与者受益。因此，更有必要考虑该行业的集团成员地位和主要国际参与者的行为变化。

与此相关的是，这三个问题在2020-2021年能源危机达到高峰时在大宗商品行业表现得淋漓尽致，当时市场波动威胁到了清算所的金融稳定，需要注入公共流动性提供支持。公用事业公司的金融危机凸显了隐藏资产负债表中的债务风险，还凸显了银行对面临剧烈市场波动的大宗商品公司的风险敞口(Petrou, 2022; Foroohar, 2020)。

图三.8 大型粮食交易商成为不受监管的金融机构

2014-2018年和2019-2022年粮食交易行业合并报表后的母公司与集团子公司的资产支配率变化情况

↑ 合并报表后的母公司资产支配率



资料来源：贸发会议根据Orbis数据库得出的计算结果。

注：样本中13家企业集团的数据集由全球企业数据库Orbis(BVD)数据服务部门于2023年3月编制。企业集团定义：全球最终所有者的持股比例大于50%(对于中国国有企业，全球最终所有者是指中国政府拥有的企业实体)。资产支配法衡量所有资产负债表项目之和与所有损益表项目之和的比率。2014-2018年与2019-2022年之间的变化用箭头表示。红色箭头表示子公司层面资产支配率上升，黑色箭头表示母公司和子公司层面资产支配率下降。

随着发达经济体继续收紧银根，市场越来越担心可能会出现类似的金融结构，威胁到个别公司以及国际金融体系的稳定(FSB, 2023)。因此，有必要制定规则，使大宗商品衍生品发挥有益的社会功能，同时防止粮食金融市场的过度投机和粮食体系的功能失调(Thomas, 2023; OECD, 2023)。

D. 监管方面的经验教训

联合国粮食及农业组织的一名前高级经济学家在被问到除了反垄断监管之外，还有谁在监督全球粮食体系时回答说：“没有人”(Thomas, 2023)。

“大宗商品行业受到的监督很少，其运作方式大多不透明，对主要参与者的监管几近于无。”

缺乏统一的全球规则为监管套利提供了大量机会，不同的市场参与者以不同的方式利用这种机会。如上文C节所述，美国大型银行利用“失去担保”的子公司规避《多德-弗兰克法》。其他行为体则利用商业活动提供的豁免开展其实是金融投机的活动。英国金融

服务管理局(负责监管除美国外的世界第二大农产品市场)甚至不对商业交易者和金融交易者进行区分(de Schutter, 2010)。因此,大宗商品行业受到的监督很少,其运作方式大多不透明,对主要参与者的监管几近于无(Jones, 2022)。

目前对全球粮食行业的监管方式已经过时且支离破碎,原因有很多。粮食体系本来就极为复杂,既不透明但又具有重要战略意义,而且目前正面临着新型风险和冲击,因此,现在是时候重新审视现有的监管途径了。这一挑战是巨大的。下文概述了与当前监管缺口的根源问题有关的一些措施:区分商业运营商和金融运营商的方法存在缺陷,并且系统性监管措施已经过时,跟不上企业集团可利用的金融、技术和法律创新的步伐。可能的解决方案集中在以下三个政策改革层面,其中反映了市场做法与金融活动之间的联系相互关联:

1. 市场层面改革:堵住漏洞,提高透明度;
2. 系统层面改革:承认粮食交易商金融机构的活动,并扩大监管范围;
3. 全球治理层面改革:将监督和监管扩展至该行业的子公司层面,以解决不劳而获赚取利润的问题,提高透明度,并遏制非法资金流动的风险。

至关重要的是,在所有这三个层面需要采取的行动都要求该行业在数据质量、披露和公司透明度方面开展更多合作。当前的危机突出表明,历来对农产品衍生品的商业运营商和金融运营商加以区分的方法已不适合当前某些农产品及其相关衍生品全球交易的经济和法律结构。虽然数据透明度是必不可少的,但对于市场参与者来说,这并不足以发现价格。我们需要一种流程,让所有市场参与者提供每日价格信息,并且让所有参与者和监管者每天都能获取相关信息。

根据贸发会议改革金融监管框架的设想,可从以下三方面逐步推广:

1. 市场层面:堵住现有漏洞,促进市场透明度和市场竞争(《多德-弗兰克法》、商品期货交易委员会、《金融工具市场指令》、欧盟委员会)。

考虑对全球所有交易所适用以下规则:

- 改善(公开和非公开)库存信息。库存水平缺乏透明度更容易引发过度投机。可将提供库存信息作为参与衍生品市场的先决条件。这些信息还可用于评估组合头寸是否符合套期保值策略,还是属于过度投机。
- 建立高度细分的数据集,其中包括大宗商品的体积/重量、进口价格、来源国和目的地国、所有公司名称(通过商品运送途中每个节点的报关单获得),以及发货和收货的时间戳。

这两项提议都可以借鉴农产品市场信息系统的经验,该系统是旨在提高粮食市场透明度的机构间平台。在2007年、2008年和2010年全球粮价上涨之后,二十国集团各国的农业部长于

2011年启动了该系统。该系统将主要农产品交易国聚集在一起，对全球粮食供应情况(重点是小麦、玉米、大米和大豆)进行评估，从而帮助缓解市场不确定性。⁸

我们必须对商业套期保值和金融投机加以明确区分，同时认识到向来实施的商业/金融隔离已不适用于当今世界农产品交易所的结构(de Schutter, 2010)。

在善意套期保值的认定方面，不能只关注市场参与者的现行做法和无凭无据的断言，它们只是为了寻求对其交易活动进行最低限度的监管。出于投资、投机或交易原因而寻求风险敞口的做法不得损害通过衍生品市场进行的与实物商品相关的合法套期保值。

- 可将大宗商品衍生品市场仅限于交易商和专业经纪人参与。
- 应将所有交易者的持仓情况公之于众。应严格限制个人持仓量，以防止操纵市场行为。贸发会议(2011a)指出，确定适当的持仓限额水平比较困难，但作为第一步，不妨设定头寸点，一旦超过该头寸点就要求交易商提供更多信息。
- 美国和欧洲目前设定的限额过高。美国已经设定了适用于所有市场的联邦限额，出于同样的原因，也需要在全球范围内设定限额。持仓限额必须解决在多个交易场所进行交易的经济等价工具泛滥的问题。在交易所层面设定持仓限额是不够的(Behnam, 2020)。
- 提高实物商品市场、商品期货交易所和场外交易市场的透明度。要求市场参与者披露头寸和交易活动(UNCTAD, 2011a, 2011b)。应尽最大可能对场外衍生品进行清算，以便实时报告所有交易，使场外交易者无法享有信息特权。少数无法清算的场外衍生品也应在短时间内进行报告。
- 正如贸发会议一再指出的那样，场外交易数据报告的延迟所带来的不公平竞争优势不仅会阻碍价格发现，而且会使进出口商更难管理价格风险和投资。如果发展中国家继续将硬通货储备的很大一部分用于粮食和能源进口，而大宗商品的投资回报率仍然难以预测，那么“发展扭曲”就会加剧(Suppan, 2010; UNCTAD 2011a)。

2. 系统层面：促进大宗商品市场的竞争，以遏制市场力量集中在少数大型企业手中。

系统性改革可包括以下方面的法律：打破垄断，促进新的市场参与者进入，考虑采取反垄断法等措施，在大宗商品交易中遵守国际财务报告准则，以及支持小农和生产者组织参与大宗商品市场。

监管应支持实物市场的发展，以减少不受监管的金融工具所造成的不稳定影响，并促进基于实物供求基本面的价格发现。可采取以下措施：支持发展中国家发展商品交易所，并在商品交易中推广使用实物交割合约。此外，还需制定应急计划，以应对潜在的市场混乱。

更为根本的是，监管机构应重新审视2010-2012年的计划，承认粮食交易商的金融活动具有系统重要性，并扩大监管范围。与之前的措施一样，这些措施可追溯到2007-2009年金融和

⁸ 农产品市场信息系统由二十国集团成员、西班牙和另外七个主要农产品进出口国组成。该系统的参与者在目标农作物的全球生产、消费和交易量中占较大比重，通常在80-90%之间。

大宗商品价格危机后的政策讨论。当时，监管者以缺乏证据为由，拒绝采取更严格的监管措施。

“监管机构应承认粮食交易商的金融活动具有系统重要性，并扩大监管范围。”

尽管有现行规则，但人们普遍认为，供求动态和价格信号近来被金融投机者扰乱，因此难以进行价格发现和套期保值(Tarbert, 2023)。在监管不足的能源市场中也出现了金融风险警示信号，由于2022年出现的不确定性，公用事业公司甚至没有足够的营运资金来满足巨额追加抵押要求。显然，政府监管机构和私营部门的风险管理者都没有为危机做好准备(Tett, 2022)。

还需要扩大和更新有助于调动财政资源、遏制监管套利和提高企业透明度的措施。据保守估计，由于过时的国际税收规则，跨国公司每年至少可以避税2,400亿美元。这些规则允许跨国公司出于节税目的把每个国内子公司视为单独的“独立交易”实体，并将利润转移到低税或免税法域。上述研究显示了这种碎片化监管对全球粮食交易行业的企业的一些影响。《2022年贸易和发展报告》第七章分析了外国直接投资领域的企业套利问题。

学术界和民间社会越来越多地呼吁在监管层面解决企业套利问题。例如，承认跨国公司是全球单一企业并放弃独立交易原则，以防止套税和其他形式的监管套利。如此一来，跨国公司的利润就可以根据收入和员工所在地等因素在各国之间进行分配(Ghosh, 2023)。

3. 全球经济治理：上述证据强调了粮食交易金融化对监管造成的两方面影响。就企业本身而言，向影子银行的转变带来了系统性、监管和稳定性方面的挑战。此外，需要研究粮食交易商在金融市场的投机活动与价格不稳定之间的联系。

有越来越多的证据表明，不仅在粮食和大宗商品交易中存在牟取暴利的现象，并且大宗商品交易巨头内部不受监管的金融活动和机构在其中发挥着重要作用。上文对这一现象的规模进行了估计，但还需进行更多研究。除了采取旨在加强粮食类商品监管和提高粮食安全的全系统措施(例如制定统一、明确的规则，采取能够限制高频交易不稳定影响的可执行控制措施以及设定持仓限额)之外(Kornher, 2022)，监管者和政策制定者还应将2011-2012年为银行系统制定的一些金融稳定措施应用于大型粮食交易巨头。

这就需要进一步研究高度金融化行业的系统性风险的性质。只有将其作为全球金融生态系统改革的一部分，才能切实做到这一点，这一想法得到了联合国2001年组办的第一次发展筹资会议的大力支持。自那时起，全球性改革始终进展缓慢，并且往往不具有包容性，而金融与资源不对称的问题非但没有解决，却还在继续加深(Ryding and Rangaprasad, 2022)。鉴于近期的危机，此类努力还应包括对企业行为进行监管，包括在子公司层面进行监管，以解决不劳而获赚取利润、不透明和非法资金流动的风险等问题。这一工作方向可以参考制定一项联合国税收公约的计划(见Tax Justice Network, 2022)，并得到2022年11月成立的国际企业税收改革独立委员会(ICRICT, 2023)的大力支持。

最近，一些国家试图提高能源行业的透明度并对其超额利润进行监管，其中的一些经验教训值得借鉴。在2022年能源和通胀危机期间，石油行业的利润大幅上升，一些国家对石油行业征收了暴利税。对于粮食类商品衍生品市场上的投机行为所产生的利润，也可以采取类似策略。与此同时，征收暴利税并不能解决涉及发展的主要问题，即让商品衍生品市场发挥应有的作用——为生产商和加工商提供套期保值办法。

此外，对投机利润追溯征税存在许多问题。首先，这些利润往往被登记在避税港，而避税港不太可能配合征税工作。其次，追溯征税在许多法域都会产生违宪的问题。在一些国家，追溯征税是违宪的，在其他许多国家，法院只在特定情况下接受追溯征税，例如为了堵住被公然滥用的漏洞。征收暴利税很可能导致被企业起诉，并且企业胜诉的概率很大。全球粮食类商品衍生品市场的适用规则的确存在严重问题，但征收暴利税并非解决问题的良策。虽然各国可能需要满足选民的愿望，纠正他们认为不公平的结果，但结构性问题仍需通过其他手段来解决。

在这方面，为进一步推动经合组织的一项计划，136个国家在2021年商定了15%的全球最低税率，这通常被视为打击跨国公司集团避税和人为套利策略的重要一步。然而，该措施是经过激烈的国际谈判后达成的妥协。其他措施，如国际企业税收改革独立委员会提议的21%全球税率中位数，有助于抵消潜在的税收损失，为发展中国家带来重大利好(Ghosh, 2023)。

无论在过去还是现在，征税都不是为了解决全球粮食交易商制定的战略所引起的问题。如上文所述，它们的活动突出表明，需要开展多边努力来查明所有金融资产和实物资产的实际受益所有人。正如Ghosh所言，最终目标应该是建立全球资产登记册，但目前的这一步表明，志同道合的国家可以在没有全球协议的情况下开展合作。2023年7月，拉丁美洲和加勒比国家主办了首届区域部长级会议，以建立更具包容性、可持续和公平的全球税收秩序(Nicholls, 2023)，解决当前的全球税收架构无法解决的发展问题。虽然这只是一个开端，但却是有意义的一步，有利于采用共同方法对跨国公司征税并打击监管和司法套利行为(Ghosh, 2023)。

不仅需要密切关注危机时期垄断企业在具有重要战略意义的市场中的作用，以及助长投机和暴利的全球企业和金融结构的复杂性，还需要制定明智的政策予以应对(Lusiani, 2022)。需要在多边层面上针对当前的具体问题来监管这些相互关联的问题。本章列出的举措为二十国集团成员2023年6月商定的粮价和粮食安全措施提供了系统性框架。

至关重要的是，鉴于以往危机的教训和上述分析，需要采用综合办法构思改革，侧重于全系统的关键优先事项。具体而言：

- (a) 在解决大宗商品市场过度金融投机问题的同时，还需要解决这一监管不力的行业中某些活动不受监管的问题；
- (b) 企业对关键市场的控制问题不能单靠反垄断措施来解决，还需要制定协调一致的国家竞争政策和产业政策框架；
- (c) 国际合作和承诺对于提高大宗商品交易的数据质量和透明度、遏制金融不稳定和非法融资风险至关重要。

从更广的方面说，大宗商品价格危机和企业在粮食交易中牟取暴利的情况表明，国际金融架构内必须包含有利于所有国家的国际税收架构，本报告第二部分对此进行了详细探讨。

参考文献

- Agarwal K, Win T and Gibbs M (2022). Betting on hunger: Market speculation is contributing to global food insecurity. *The Wire*. 6 May.
- Akyüz GA and Gursoy G (2020). Strategic management perspectives on supply chain. *Management Review Quarterly*. 70(2): 213–241.
- Allianz (2023). European food inflation – hungry for profits? Allianz Research. 14 April.
- Archer Daniels Midland (ADM). 2022. 10-K2022 FY Annual report. Filed: 14 February 2023. <https://capedge.com/filing/7084/0000007084-23-000010/ADM-10K-2022FY>.
- Baines J (2017). Accumulating through food crisis? Farmers, commodity traders and the distributional politics of financialization. *Review of International Political Economy*. 24(3).
- Barret P (2022). How food and energy are driving the global inflation surge. IMF blog. International Monetary Fund. 12 September.
- Behnam R (2020). Statement of Dissent of Commissioner Rostin Behnam Regarding Position Limits for Derivatives. Commodity Futures Trading Commission. 15 October.
- BIS (1995). *Issues of Measurement Related to Market Size and Macro-prudential Risks in Derivatives Markets*. Bank for International Settlements. Basel.
- BIS (2023). OTC Derivatives Statistics. May. Bank for International Settlements. Basel.
- Bicchetti D and Maystre N (2013). The synchronized and long-lasting structural change on commodity markets: evidence from high frequency data. *Algorithmic Finance*. 2(3–4):233–239.
- Blas J and Farchy J (2021). *The World for Sale: Money, Power, and the Traders Who Barter the Earth's Resources*. London: Penguin.
- Carbonnier G and Mehrotra R (2019). Abnormal Pricing in International Commodity Trade: Empirical Evidence from Switzerland. Discussion Paper No. R4D-IFF-WP01-2019. Swiss Programme for Research on Global Issues for Development.
- Clapp J (2011). *Food*. Cambridge, United Kingdom: Polity Press.
- Clapp J (2015). ABCD and beyond: From grain merchants to agricultural value chain managers. UWSpace. <http://hdl.handle.net/10012/11493>.
- Clapp J and Howard P (2023). The Hunger Profiteers. Project Syndicate. 8 August.
- Clapp J and Isakson R (2021). *Speculative Harvests: Financialization, Food and Agriculture*. Practical Action Publishing.
- Daunton M (2023). *The Economic Government of the World*. London: Penguin.
- de Schutter O (2010). Food Commodities Speculation and Food Price Crises. Regulation to reduce the risks of price volatility. United Nations Special Rapporteur on the Right to Food. Briefing Note No. 2. September. Available at https://www2.ohchr.org/english/issues/food/docs/briefing_note_02_september_2010_en.pdf.
- Financial Stability Board (FSB). 2023. The Financial Stability Aspects of Global Commodity Markets. Financial Stability Board. 20 February.
- Foroohar R (2020). The next subprime crisis could be in food. *Financial Times*. 13 September.
- GCRG (2022). Global Impact of the war in Ukraine: Billions of people face the greatest cost-of-living crisis in a generation. Global Crisis Response Group. Brief No. 2. June.
- Ghosh J (2023). Finding the money to fix the world requires a rethink on tax. *The Economist*. 13 June.

- Gibbon P (2013). Commodity Derivatives: Financialization and Regulatory Reform, Danish Institute for International Studies (DIIS). Working Paper No. 12.
- Gkanoutas-Leventis A and Nesvetailova A (2015). Financialization of the Oil Market. *Energy Policy*. 86: 891–902.
- Greenberger M (2013). Closing Wall Street's Commodity and Swaps Betting Parlors: Legal Remedies to Combat Needlessly Gambling Up the Price of Crude Oil Beyond What Market Fundamentals Dictate. *George Washington Law Review*. April 2013. 81(3).
- Greenberger M (2018). Too Big to Fail – U.S. Banks' Regulatory Alchemy: Converting an Obscure Agency Footnote into an “At Will” Nullification of Dodd-Frank's Regulation of the Multi-Trillion Dollar Financial Swaps Market. INET Working Paper No. 74.
- IATP and GRAIN (2023). A corporate cartel fertilizes food inflation. Institute for Agriculture and Trade Policy. 23 May.
- ICRICT (2023). ICRICT's letter to United Nations Secretary-General António Guterres. Independent Commission for the Reform of International Corporate Taxation. 17 March.
- IMF (2023). *Global Financial Stability Report*. April. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- International Panel of Experts on Sustainable Food Systems (2023). Breaking the Cycle of Unsustainable Food Systems, Hunger and Debt. Special Report. IPES. March.
- Jones H (2022). LME nickel debacle shows need to scrutinize commodities, says IOSCO watchdog. *Reuters*. 26 April.
- Kornher L, von Braun J and Algieri B (2022). Speculation risks in food commodity markets in the context of the 2022 price spikes. ZEF Policy Brief No. 40. Centre for Development Research. University of Bonn.
- Lévy-Garboua V (2022). Shadow Commodity Trading. *Finance and Gestion*. 20 June.
- Longley A and Chin Y (2022). Commodity Markets Contend With a Growing Liquidity Crisis. *Bloomberg*. 13 September.
- Lusiani N (2022). Tax and Monopoly Focus: Reframing Tax Policy to Reset the Rules of the Monopoly Game. Tax and Monopoly Profits. Roosevelt Institute. 27 October.
- Murphy S, Burch D and Clapp J (2012). Cereal Secrets. The world's largest grain traders and global agriculture. Oxfam Research Reports.
- Nicholls A (2023). Latin America and Caribbean Tax Summit in Cartagena: A Caribbean Perspective. *Caribbean Trade Law*. 4 August. Available at <https://caribbeantradelaw.com/2023/08/04/latin-america-and-caribbean-tax-summit-in-cartagena-a-caribbean-perspective/>.
- OECD (2023). Oil commodity trading and addressing the risk of illicit financial flows. Development Co-operation Directorate. OECD Publishing. Paris.
- Oliver Wyman (2023). Commodity Trading's \$100 bn year. Record trades, intense volatility, extraordinary endurance. March.
- Oxfam (2011). Not a Game: Speculation vs Food Security. Policy Paper. 3 October. Available at: <https://www.oxfam.org/en/research/not-game-speculation-vs-food-security>.
- Oxfam (2023). Big business' windfall profits rocket to “obscene” \$1 trillion a year amid cost-of-living crisis. Oxfam. 6 July. Available at <https://www.oxfam.org/en/press-releases/big-business-windfall-profits-rocket-obscene-1-trillion-year-amid-cost-living-crisis>.
- Petrou K (2022). Central bankers cannot afford to ignore the pain in commodities. *Financial Times*. 13 April.
- Public Eye. Undated. *Trends and developments in the global agro-food sector*. Available at <https://www.publiceye.ch/en/topics/soft-commodity-trading/trends-and-developments-in-the-global-agro-food-sector>.

- Public Eye (2023). War and crises – and commodity traders are making record profits. January. Available at: <https://www.publiceye.ch/en/topics/soft-commodity-trading/war-and-crises-and-commodity-traders-are-making-record-profits>.
- Ross A and Gibbs M (2023). Top hedge funds made \$1.9bn on grains ahead of the Ukraine war food price spike. *Unearthed*. 14 April. Available at: <https://unearthed.greenpeace.org/2023/04/14/ukraine-wheat-food-price-crisis-speculation/>.
- Ryding T and Rangaprasad P (2022). 20 years after Monterrey, the UN Financing for Development process is as important as ever. Eurodad. 16 March. Available at: https://www.eurodad.org/20_years_after_monterrey.
- Schmidt P (2022). Food price speculation in the aftermath of the Ukraine war, European Economic and Social Committee. Nat/873.
- Scott F, Cowley C and Kreitman T (2023). Tight Labor Markets Have Been a Key Contributor to High Food Inflation. Economic Bulletin. April. Kansas City Federal Reserve. Available at: <https://www.kansascityfed.org/research-staff/francisco-scott/>.
- Staritz C, Newman S, Troster B and Plank L (2018). Financialization and Global Commodity Chains: Distributional Implications for Cotton in Sub-Saharan Africa. *Development and Change*. 49(3).
- Suppan S (2010). Commodity regulatory pathways not yet chosen. UNCTAD Public Symposium. 10–11 May. Geneva.
- Tarbert H (2023). The CFTC needs to investigate the role and impact of speculation in commodity markets. Better Markets. 8 March.
- Tax Justice Network (2022). UN tax convention proposed at General Assembly. TJN. 14 October. Available at: <https://taxjustice.net/press/un-tax-convention-proposed-at-general-assembly/>.
- Tett G (2022). Brussels ignores derivatives at its peril amid energy crisis. *Financial Times*. 8 September. Available at: <https://www.ft.com/content/b58480fb-b9de-4316-af21-b82167ef3e20>.
- Tett G (2023). Five reasons investors should expect the unexpected. *Financial Times*. 9 June.
- Thomas H (2023). Murky world of global food trading is too important to ignore. *Financial Times*. 21 June.
- UNCTAD (2011a). *Price Formation in Financialized Commodity Markets: The Role of Information* (United Nations publication. New York and Geneva).
- UNCTAD (2011b). Policy actions to mitigate the impact of highly volatile prices and incomes on commodity-dependent countries, and to facilitate value addition and greater participation in commodity value chains by commodity-producing countries. UNCTAD, 2 February. Available at: https://unctad.org/system/files/official-document/cimem2d14_en.pdf.
- UNCTAD (2022). A Double Burden: The effects of food price increases and currency depreciations on food import bills. 16 December.
- UNCTAD (2023). *Trade and Development Report Update* (April 2023). Geneva.
- Vargas M and Chantry O (2011). Ploughing through the meanders in food speculation. Mundubat.
- Winders B (2011). The Food Crisis and the Deregulation of Agriculture. *The Brown Journal of World Affairs*. 18(1):83–95.

第四章



国际金融架构改革：
贸发会议之见



A. 导言

国际金融架构是指由治理全球金融体系的机构、政策、规则和实践组成的框架。其目的是促进国际合作，以确保全球货币和金融稳定，促进国际贸易和投资，支持调动经济发展所需的长期稳定融资，应对气候危机，实现可持续发展目标。

金融和债务危机不断重演，所需的发展资金和气候资金短缺，这再次表明，国际金融架构的现行框架不适合当今世界。该框架存在许多系统性缺陷。有两个具体问题很早便已显现。第一，国际金融架构的结构及其机构的设计初衷并不是为发展中国家实现增长和发展目标提供所需的资金支持 (Kregel, 2018)。第二，发展中国家经常出现大量、长期的经常账户逆差。因此，发展中国家处于一种治理等级制度之下，与发达经济体相比，它们在面临宏观经济失衡时需做出更严苛的调整 (Martin, 2023)，导致不可持续的外债负担不断累积。

要寻求新的方向转变，就必须全面应对这些系统性挑战。迄今为止，仍缺乏推进改革所必需的全球共识和政治意愿。但各种零敲碎打的临时性改革已经开始。新的机构、现有机构之间的新联盟、新政策工具和新的系统思维等一系列改革建议现已提出，作为现行国际金融架构的替代方案，而且建议多源自发展中国家。

“新建议正在扩大机构实验的范围，可能促成更具参与性的全球金融治理”。

这些改革建议经常受到质疑，因为各项建议彼此不一致，且与现行国际金融架构也不一致。然而，这些建议正在扩大机构实验的范围，最终可能促成更具参与性、更可持续的全球货币和金融治理 (Gabel, 2018)。

贸发会议认为，国际金融架构应使发展中国家能够通过成功结构转型融入全球经济。在这方面，国际金融机制和机构具有双重作用：一方面是帮助减轻贸易逆差和不稳定的债务负担；另一方面是为实现长期、可持续和变革性增长提供融资。国际贸易和资金流动能否促进增长和发展与一国的国际收支状况密切相关。国际分工和国际市场的结构性不对称对此也有影响。

重要的是，贸发会议对国际金融架构的立场是基于自身对发展和转型的更广泛的看法。贸发会议对贸易和发展政策采用的是多层面的方法。首先，贸发会议承认结构性障碍和限制。在这方面，贸发会议还倡导建立更加平衡敏锐的国际合作框架。这将解决现有的偏向，帮助调动必要的资源，以提高对发展中国家的投资水平。发展中国家将能摆脱对初级商品的依赖，经济更加多样化；初步可集中大力推动工业化，并以持续的增长加速加以巩固 (Prebisch, 1964)。此办法难免会导致资本货物进口大幅增加，发展中国家需要创造足够的外汇来支付相关费用。

第五章和第六章详细论述了另外两个关键领域——债务与气候资金，本章则概述了最近国际金融架构改革方面的主要建议，并结合贸发会议在这一领域的长期贡献的视角加以审视。应对当今挑战的能力受到最近的政治和经济形势变化的影响，这也是本章概述聚焦两个关键领域的原因。

第一个挑战是如何在金融环境日益脆弱、易受跨境溢出效应影响的世界中促进经济和金融稳定。第二个挑战是需要获得大量资金以支持经济、社会和民生发展，在实现可持续发展目标方面取得进展，制定能够解决全球公域的复杂问题(如全球大流行病、气候变化、被迫流离失所、避税和网络风险)的合作框架。

B. 争取建立一个具有发展意识的国际金融架构

系统性方法

获得外汇有两个重要目的。首先，它能够为国际贸易交易提供资金。如果没有足够的外汇，各经济体在出口收入增长乏力或应对外部冲击时，就不得不削减进口。发展中国家尤其容易受到这些情况的影响。第二，外汇对资本货物进口的供资至关重要，而资本货物是工业化和经济发展所必不可少的。

外汇的一个来源是出口收入。人们早已认识到，出口导向战略不仅可以提高配置效率、扩大市场规模，而且还有助于克服国际收支方面的制约(Thirlwall, 1979)。现行国际金融架构形成之前，布雷顿森林会议拒绝了凯恩斯关于对称处理所有贸易不平衡的计划。凯恩斯提出的国际清算同盟计划建议通过惩罚贸易顺差和逆差，防止结构性贸易不平衡。该计划遭拒对发展中国家及其依赖出口收入实现可持续增长的能力造成了结构性障碍。由此还形成了两组结构性问题。

首先，由于没有对工业出口顺差国采取调节刺激措施，布雷顿森林安排将调整的负担完全推给了逆差国(国际储备货币发行国除外)。其次，出于预防性积累昂贵但闲置的国际储备的压力，宏观经济通货紧缩偏向进一步加深，从更广的角度上阻碍了经济发展。

“不断增长的贸易失衡和金融失衡对发展中国家造成严重影响，而发达经济体则努力保障自身的金融需求，两者之间形成反差。”

贸发会议于1964年成立后，就协调整合了发展中国家发出的呼吁，即建立一个适合其流动性需求和发展愿望的补充融资机制。争论一直围绕着一个问题：不断增长的贸易失衡和相关的金融失衡对发展中国家造成严重影响，而发达经济体则努力保障自身的金融需求，两者之间形成反差。

要通过出口创汇，就必须进入发达国家市场，并在国家层面留出政策空间，支持打造有竞争力的产业。如第二章所述，在当前的国际贸易和金融框架下，这两个条件越来越难以满足。

贸易收益不均、市场集中度高和偿债负担日益加重，会危及许多发展中国家的社会和财政可持续性。多边层面的平衡应对政策应包括：改革治理生态系统(第五章)，修订现有贸易协定，为各国创造更充足的政策空间以重新设计其生产、消费和贸易模式，以应对当代全球性挑战。

如后面两章所述，许多现行多边金融治理方法——包括主权债务管理原则、绿色转型融资和气候危机成本以及危机解决机制——都迫切需要重新调整，以应对全球政治经济的新现实。自2020年以来，各种复杂冲击层出不穷，但应对方式却是临时性的。更多的压力必然会出现，危机也将变得更加复杂，因此，必须调整政策工具和协调机制，以便在系统层面应对这些变化。

贸发会议主张在一套务实的政策建议基础上采取综合方法，使经济治理更具包容性，国际金融更加稳定，国际市场更易进入、波动性更小。与此同时，已经做出努力，改进国际社会对经济冲击的应对措施，并特别注意债务不断增加的问题。

贸发会议了解金融、贸易和发展之间的相互依存关系；并坚持主张结构转型，走在了潮流的前面(表四.1)。不过，人们越来越清楚地认识到，真正的系统性方法意味着要考虑贸易与金融之间的关系，并顾及环境冲击和可持续性带来的紧迫挑战，特别是气候和生物多样性挑战，以及地缘政治风险(IPCC, 2022; IPBES, 2019)。

在乌克兰战争爆发后成立的联合国全球危机应对小组的工作以及黑海倡议，是切实贯彻贸发会议系统性思维的最新例证。在本报告付印之际，经济、社会、环境和人道危机的范围明显急剧扩大。为确保国际治理能够应对这些相互关联的挑战并以发展中国家的需求为核心，就必须对国际金融架构的现有要素进行改革。还必须辅之以新的体制机制和政策，联合国秘书长最近也强调了这一点(United Nations, 2023)。

为绿色产业转型提供有利的政策空间

成功的结构转型通常依靠政府实施积极的政策。与此同时，造就1970年代和1990年代发展成功的工具和战略也需要调整，以适应当今的优先事项，包括全球绿色转型和生物技术革命、全球价值链的地缘经济学以及主要经济体施加的地缘政治相关经济限制的影响(Vidigal and Schill, 2021; Hrynkiv, 2022)。

贸发会议长期以来一直呼吁制定发展型国家战略，最近又呼吁制定绿色发展型国家战略(*Trade and Development Report 2021*)，强调结构转型需要大量生产性投资。还需要进口包含外国技术的资本货物和设备，以提高效率和生产力。这意味着，在投资的绝对值和投资占国内生产总值的比重都在增长的经济体中，此类进口的增长速度也需要快于国内生产总值的增长速度。除非能够获得额外的出口收入，否则将资金用于此类进口将严重制约结构转型。

希望参与全球经济竞争的国家一直将建设发展型国家作为战略政治选择，但形式主要为实现出口目标和吸引外国直接投资。在当今经济和非经济不确定性日益增加的背景下，政策制定者要能利用一系列资本账户管理措施，使国内金融体系免受全球金融周期波动和金融不稳定的影响(Mayer, 2021)。具体而言，控制短期资本流动(债券、股票、货币市场和衍生品)有助于稳定汇率变动，同时抵御对本国货币的投机性攻击。这些工具还可以发挥宏观审慎功能，限制资本激增和骤停，而对更长期的流动(外国直接投资、房地产和信贷)则可保持较宽松的监管，以促进经济增长(Rademacher, 2023)。

表四.1 贸发会议对国际金融架构改革的愿景

贸发会议对金融治理挑战的看法 (及标志性政策提案)	联合国秘书长在《关于国际金融架构改革的 共同议程政策简报》中提出的行动式
总体	行动1: 改革国际金融机构的治理模 行动2: 设立一个具有代表性的最高机构, 以系统地加强国际 金融体系的一致性。
流动性 1965年: 与援助挂钩的特别提款权广泛分配; 1971年: 二十四国集团成立。	行动10: 加大流动性供给, 拓宽金融安全网。 行动11: 应对资本市场波动。
投资 1964年: 多边利息平准基金(霍洛维茨提案); 1965年: 与援助挂钩的特别提款权广泛分配; 1970年: 官方发展援助目标设定为国内生产总值 的0.7%; 1971年: 确立最不发达国家的定义; 2014年: 支持由南方主导的多边开发银行。	行动5: 大规模增加发展贷款, 改善贷款条件。 行动6: 改变多边开发银行和其他公共开发银行的业务模 式, 注重对可持续发展目标的影响; 更加有效地利用私人 资金, 增进对可持续发展目标的影响。 行动7: 大幅增加气候资金, 同时确保额外性。 行动8: 更加有效地利用开发银行系统, 增加贷款并提高对 可持续发展目标的影响。 行动9: 确保最贫穷的国家能继续享受多边开发银行系统带 来的好处。
债务 1983年: 创建债务管理和金融分析系统; 2014-2015年: 联合国大会决议设立主权债务重组 进程问题特设委员会, 界定基本原则。	行动3: 减少债务风险, 加强主权债务市场, 以支持可持续 发展目标。 行动4: 分两步加强债务危机解决办法: 设立债务解决机 制, 以支持《共同框架》, 并在中期内设立一个主权债务 管理局。
金融-企业关系 1967年: 联合国大会决议设立国际税务合作特设 专家组; 2004年: 特设专家组升级为委员会; 1975-1993年: 跨国公司中心成立。	行动12: 加强对银行和非银行金融机构的监管和监督, 更好 地管理风险, 控制过度加杠杆。 行动13: 提高企业的可持续性, 减少洗绿现象。 行动14: 加强全球金融诚信标准。 行动15: 加强全球税务规范, 通过切合发展中国家和其他利 益攸关方的需求和能力的方式, 凭借包容性进程应对数字 化和全球化。 行动16: 改进经合组织/二十国集团税基侵蚀和利润转移包 容性框架中所列提议的支柱二, 减少浪费性税收激励, 同 时更好地为来源国征税提供激励。 行动17: 创建惠及所有国家的全球税务透明度和信息共享 框架。

资料来源: 贸发会议基于联合国(2023年)提供的资料, 其中列有更详细的次级行动。

注: 蓝色底纹表示应对气候和环境可持续性交叉挑战的行动和(或)次级行动。

归根结底，当今发展主义的目标源于经济活动脱碳的全球议程和应对气候变化的国际努力。因此，将各国制定执行的各项战略联系起来是更庞大的国际气候行动项目的一部分。国家战

“发展主义的目标源于经济活动脱碳的全球议程和应对气候变化的国际努力。将各国制定的各项战略联系起来是更庞大的国际气候行动项目的一部分。”

略需要提及其对《巴黎协定》等更广泛的国际低碳发展努力的贡献(第六章)。

这方面，需要对国家采取的传统金融去风险方法进行重新调整，以适应气候危机时代(插文四.1)。例如，去风险往往意味着对绿色发展型国家采用的政策工具加以限制。监管去风险可能加大维持垂直一体化的国有能源公用事业的难度，从而更难

通过上网电价机制等办法将化石燃料补贴转向可再生能源供应商，也更难保证可再生能源可接入电网。与此同时，金融去风险倾向于针对绿色导向的赠款、税收减免或债务工具，由此产生的投资组合流动偏向可能有损宏观经济稳定和金融稳定(Gabor, 2021)。第六章详细阐述了摆脱化石燃料依赖的可持续转型途径以及与撤资配套的公共政策工具。

向可再生能源过渡及拥抱循环经济可推动许多发展中经济体的工业化进程。使经济活动与自然资源脱钩，与循环经济或可再生能源生产有关的活动可以为小企业和农村地区带来商机。这不仅会促进经济生产多样化，还会减少对少数初级商品的依赖，有助于扩大发展中国家的税基。此外，脱钩可以刺激国内资源调动，充当发展资金来源。这些活动有助于缓解各国的国际收支制约。依靠国内生产能源和粮食，可以减少对进口天然原材料的需求。由此可以释放有限的外汇，转而用于进口有助于工业化和经济发展的资本货物。

插文四.1 霍洛维茨关于多边利息平准基金的提案：是否适合绿色转型？

贸发会议内部对多边发展金融的思考集中在两个主题上。第一，一贯大力支持多边发展金融从整体上提供发展资金的作用。第二，提议改革机构放贷方案和政策，特别是提议利用这些机构的能力和声望，通过使用担保或充当借贷和转贷中介来促进其他资金流动。

1964年的贸发一大就建立多边金融机构参与机制展开了讨论。这样做会扩大对私人资本市场融资的使用。在这些想法中，霍洛维茨关于设立多边利息平准基金的提案引起了人们的注意，在1968年的贸发二大上，无形贸易和贸易筹资委员会成员对该提案进行了进一步探讨。该计划通常称为霍洛维茨提案^a，照此计划，国际机构可以在金融市场上以商业性条件借入资金，然后以较低的利率和较长的期限将这些资金转借给发展中国家。利息补贴由发达国家和世界银行的捐款支付。

虽然这一提案没有得到具体落实，但世界银行确实在1975年通过其“第三窗口”利息补贴基金制定了利息补贴计划。1979年举行的贸发五大建议，尽早考虑在世界银行设立一个长期机制，为发展中国家提供资金以购买资本货物。1980年代初，由于发展中国家进入资本市场的能力出现停滞并随后崩塌，人们的注意力再次转向中介机制，将其作为便利获得和扩大利用私人直接投资的一种手段。

在某种程度上，霍洛维茨调动私人资金的方法似乎是当代去风险做法的先驱，而去风险在关于气候资金的政策讨论中占主导地位。然而，尽管霍洛维茨提案可能

大大好过当前的状况，但去风险的逻辑本身(以及受其启发建立的任何机制)日显薄弱，无法应对提供及时和充足的气候资金等挑战(Braun and Gabor, 2023)。

资料来源：根据贸发会议(1984年)提供的资料。

^a 基本提案由时任以色列银行行长兼以色列出席会议代表团团长的大卫·霍洛维茨向1964年贸发一大提出(E/CONF.46/C.3/2)。

由于气候适应政策中雄心勃勃的国际因素，新的多边主义亟待建立。这种模式将提供实现共同繁荣和健康地球所需的全球公益物。它还将确保任何国家都不能追求有损于其他国家的经济和环境目标。然而，如果不具备这两个条件，则发展中国家就必须依靠私人或公共的外部资金流入，来满足其外汇和流动性需求。

提供短期流动性方面的发展情况

贸发会议成立后，立即协调整合了发展中国家发出的呼吁，即建立一个适合其流动性需求和发展愿望的补充融资机制。不断增长的贸易失衡和相关的资金失衡主要对发展中国家造成影响，而最发达经济体却只努力处理自身的资金需求。这体现在1962年十国集团为制定“借款总办法”所做的工作中，该项安排略微增加了富国以本国货币向基金组织的缴款额，而不改变穷国的配额或提款权(Toye, 2014)。后来，十国集团通过创立特别提款权引入了新的流动性来源，以补充美元的作用。

基于为筹备日内瓦贸发一大而召集的贝拉吉奥小组¹提供的专门知识，贸发会议起草了一份计划(UNCTAD, 1965)，通过广泛扩大特别提款权的分配，增强布雷顿森林机构的放贷能力。贸发会议提出了“与援助挂钩”的设想(Toye and Toye, 2004)，即将基金组织的特别提款权广泛分配与对世界银行发展借贷和投资的自动供资联系起来(Orange-Leroy, 2023)。

随着1969年特别提款权的创立及90亿美元特别提款权的首次普遍分配，基金组织承认了贸发会议支持广泛分配论点的合理性，但数额仍然不大。特别提款权进而又根据基金组织配额进行分配，利好发达国家。由于基金组织拒绝接受贸发会议提出的“与援助挂钩”概念，特别提款权的发展潜力被削弱了。

1971年美国决定暂停美元黄金兑换后，贸易条件恶化和商品价格波动等原有挑战因汇率波动加剧而恶化，因此需要进行更大额、更频繁的特别提款权分配。然而，这些举措遭到美国财政部抵制，部分原因在于货币主义经济学的兴起和布雷顿森林机构中有相似想法的官员的支持。其结果是向发展中国家放贷的条件更加严苛，私人金融行为体被有意拔高为国内和跨境流动性的主要提供者。

¹ 贝拉吉奥小组最初于1960年代由弗里茨·马赫卢普教授召集，目的是就布雷顿森林体系的结构及未来走向集思广益。该小组由大约30名经济学家组成(其中包括查尔斯·金德伯格、罗伯特·蒙代尔和罗伯特·特里芬)，历时数月举行会议，为国际货币体系的汇率和调整机制提出建议(见：<https://bellagio.mit.edu/>)。

1970年代，世界银行逐步从具体的项目借贷转为方案借贷。在1980年代的整个债务危机中以及直到1997年亚洲金融危机后，基金组织通常只向出现逆差的发展中国家提供流动性，以换取这些国家在国内实施结构调整方案。这种方案包含支持贸易和金融自由化及放松管制的核心措施，从而打击了实施贸发会议建议的产业政策或资本管制的发展中国家。

然而，随着2008年金融危机爆发，华盛顿共识理论崩塌，许多发达国家重新注意到贸发会议为避免通货紧缩而提出的政策建议。除协调采取(虽然是短暂的)逆周期财政政策外，基金组织很快在2009年又进行了两笔总额为1,830亿美元的特别提款权分配。

同样，特别提款权在2019年新冠疫情期间也发挥了积极作用，即有史以来最大规模的分配方案于2021年8月2日获批，将特别提款权总额增加两倍，达到6,600亿美元，使世界免于面临各脆弱逆差国全面爆发流动性危机和不必要的经济通缩。与此同时，基金组织也放弃了先前关于外部金融自由化的立场，转而支持贸发会议的一贯呼吁，即恢复资本管制等资本账户管理方法，将之作为应对汇率和金融波动的合理手段(IMF, 2013; 2022)。

这些政策逆转突出表明，资本账户管理和特别提款权分配在帮助逆差国管理和克服短期流动性制约方面的潜力没有得到充分发挥。自2008年以来，国际社会要求建立全球金融安全网的呼声越来越高，强调特别提款权的分配和更普遍的无条件多边借贷，以及区域金融安排和双边货币互换安排，可以帮助脆弱逆差国尽量避免积累闲置国际储备，这种储备非但昂贵，而且可引起通缩。

正如联合国秘书长(United Nations, 2023)所呼吁的那样，基金组织的配额分配公式亟需更新，以反映不断变化的全球格局，提高发展中国家的代表性(另见表四.1所列的行动1、行动2、行动10和行动11等次级行动)。还需要将资源的获取与配额和贷款条件脱钩，并根据需求和脆弱性来确定资源的分配。发展中国家应能依靠资本账户管理全套工具箱和主动干预措施，来减少资本流动波动的风险。至关重要的是，特别提款权的分配应该是自动的、逆周期的。尽管仍有争议，但结合贸发会议(1965)提出的“与援助挂钩”设想进行特别提款权分配，来充当一种供资手段，以实现长期发展及应对可持续性挑战，在技术上仍然是可行的。

C. 如何提供发展资金？历来的做法与当代趋势

在发展融资方面，贸发会议的方针历来着重强调必须承认和响应发展中国家的特殊融资需求，并重点关注有利于增长、金融可持续性和气候韧性长期发展目标的政策。

贸发会议努力倡导关注发展中国家的特殊融资需求，推动联合国大会通过决议，将捐助国的官方发展援助目标定为国民总收入的0.7%(United Nations General Assembly, 1970)。发达国家认可了这一目标，但在过去50年里，除了少数例外，一直未能达标。

关于如何达到公共资金和私人资金的最佳平衡，相关政策辩论大多围绕如何摆脱私人投资者在投资基础设施和其他发展资金方面所承担的主要作用。这引发了对投资“去风险”的讨论，这里指的是证券化基础设施捆绑产品和投资环境。去风险化牵涉的范围较广，包括将风险从私营部门转移至公共部门的各种公共担保、保险计划和其他机制，其方式往往不透明且有损公共问责(Alexander and Rowden, 2018)。

关于发展资金盛传着一种假设，即杠杆作用和挤入效应可以带来新的、迄今尚未利用的私人投资，特别是在为社会和经济基础设施融资时。然而，正如第六章所示，几乎没有实证证据能够支持这样一种论点，即私人资金流动具有巨大的发展潜力，而使用公共资源可以撬动并“挤入”私人投资。实证证据表明，国内公共财政长期以来在为基础设施供资方面发挥着核心作用。其原因在于基础设施建设期长，对私人投资者没有商业吸引力；尤其是相对于其他领域的投资机会而言，基础设施风险高，经济回报却相对较低(Griffiths and Romero, 2018)。

借鉴阿尔伯特·赫希曼的开创性工作，贸发会议提出，如果说私人资金可在支持发展战略方面发挥作用，那么，就应将其“挤入”一条综合、缜密的发展道路，这条道路包括对基础设施进行大量公共投资，从而形成结构转型所需的后向和前向联系。

二十国集团于2008年全球金融危机爆发后举行了第一次峰会，承诺改革国际金融架构，拟从基金组织的配额开始。然而，结果却令人失望。2014年，巴西、中国、印度、俄罗斯联邦和南非成立了金砖国家新开发银行；同年，中国积极推动区域筹建亚洲基础设施投资银行。这两项举措表明，布雷顿森林机构未能满足发展中国家的需要，也无法适应经济和地缘政治现实的不不断变迁，更遑论严峻的环境挑战。

原则上，长期融资来源包括混合型资本，这使多边开发银行能够在不影响其AAA信用评级的前提下发放更多贷款，因为这类债券被信用评级机构视为“股本”。然而，由于在资本结构中处于次级地位，多边开发银行为混合型债券支付的费用大大高于传统筹资方式(Khadbai, 2023)。批评意见认为，放款方设置的融资条件可能导致债务负担沉重，发展支出削减。根据最近的报道，非洲开发银行混合型债券的潜在投资者要求在该银行通常融资成本的基础上获得150-200个基点的利差，与商业银行和企业通常为混合型证券支付的利率看齐(同上)。

正是在这一背景下，中国开发银行崛起，中国参与国际放贷，重塑了发展融资的格局。新设立的机构向需要为建设基础设施项目筹资的国家提供资金，并为发展中国家提供创新融资模式进行港口、道路和电网投资。中国的资金支持在早期阶段相对有限，但近年来不断增加。

中国提供的发展资金包括无偿援助、无息贷款和优惠贷款等形式。中华人民共和国国务院新闻办公室的文件(2011, 2014 and 2021)中收集的数据表明，无息贷款的比例降低，无偿援助和优惠贷款的比例上升，后两者各占中国对外援助总额的将近一半。就地域而言，两个受援区域最为突出，非洲(44%)和亚洲(36%)的发展中国家在2013-2018年期间获得了中国的大部分援助。数据还显示，中国的发展贷款在21世纪头15年间不断扩大，在2016年左右达到顶峰。

尚不清楚这些资本注入以及全球南方和东方的国际、区域、次区域和国家机构等放贷方之间的竞争对绿色转型轨迹有何影响。随着基础设施融资日益成为全球外交工具，这可能意味着环境、社会和透明度标准被降低，而可持续发展和气候危机的迫切融资需求遭到忽视(Alexander and Rowden, 2018)。第六章详细讨论了与气候目标一致的金融治理体系的现状、挑战和机遇。

D. 偿付能力、主权债务减免和重组：挑战不断变化，倡导一如既往

贸发会议始终认为，与流动性和投资方面的挑战一样，债务管理、债务可持续性和外部环境的演变之间存在密切联系(*Trade and Development Report 1985*)。1945年后的三十年间，虽然发展中国家一再遇到流动性和投资方面的挑战，但这些挑战很少引发主权债务危机。这意味着在1964年贸发会议成立之初，主权偿付能力不是非常紧迫的问题。但即便在早期，偿债对发展中经济体而言也是一个紧迫的问题。

1971-1973年固定汇率制度陷入崩溃，1970年代石油危机反复出现，此后发展中国家面临着汇率和商品价格波动加剧的问题，这加重了它们的经济脆弱性和流动性需求。自1978年以来，贸发会议为解决这些问题而提出的建议构成了其在巴黎俱乐部的立场依据(插图四.2)。

1980年代初，美联储开始大幅加息，以遏制国内通胀。但他们没有考虑到国际溢出效应，即许多负债的发展中国家无法以可承受的利率为其债务再融资。流动性挑战由此转变为全面的、破坏性极强的主权债务危机。

布雷顿森林机构缺乏能够促进建设性多边愿景的系统分析框架，因而将新出现的债务问题视为每个债务国特有的个案问题。因此，要求采取的补救措施侧重于债务展期和国内调整，而不考虑放弃产出的代价，因此也不考虑偿债能力本身(UNCTAD, 2012a)。发展中国家被迫接受基金组织设立的结构调整方案等贷款条件，同意采用更灵活的汇率制度，接受紧缩措施，将公共服务私有化，并向国内外投资者出售国有资产。

插文四.2 贸发会议与巴黎俱乐部：合作四十年

自1978年以来，贸发会议秘书长派代表参加了巴黎俱乐部为60多个国家进行的260多次债务重组会议。参会依据是贸发会议贸易和发展理事会第165 (S-IX) 号和第222 (XXI) 号决议。在这些会议上，贸发会议就债务国的经济前景提出意见，并就有利于长期可持续发展的债务重组条件发表看法。

贸发会议参加巴黎俱乐部会议，获得了独特的机会以密切跟踪巴黎俱乐部债权人（大多是经合组织成员国）做法的演变。贸发会议以观察员身份参加巴黎俱乐部会议并与债务国进行合作，并由此认识到，对一些发展中国家而言，在制定债务重新谈判战略时，债务数据记录问题可能成为一项严重关切。“债务管理和金融分析系统”方案由此诞生，目前已在60个国家的80多个机构使用。

债务管理和金融分析系统倡导在一定程度上仿照美国《破产法》第十一章，制定主权债务重组的法定程序 (*Trade and Development Report 1986*)。贸发会议注意到个别债权人和债务人的行动和反应过程很可能是无序的，因此建议将债务或偿债豁免措施列入常规金融手段清单 (*Trade and Development Report 1987*)。

贸发会议还倡导建立一项国际债务融资机制 (*Trade and Development Report 1988*)，强调由于没有让任何国际金融机构扮演“诚实中间人”的角色，因此减债水平将取决于谈判角力而非客观需求 (*Trade and Development Report 1990*)。

1980年代和1990年代，不断有国家面临巴黎俱乐部的债务调整，这突出表明当时普遍采用的发展中国家债务重组办法存在不足，最不发达国家债务重组办法尤其如此。

贸发会议是最早提出有必要建立新框架来处理最贫穷国家债务的倡导者之一。本机构支持1996年在法国里昂举行的七国集团峰会上提出的重债穷国倡议。1990年代末，贸发会议注意到，各国从该倡议中获益的过程漫长而极为复杂，给各国本已薄弱的机构造成了负担。贸发会议呼吁进一步改进该倡议，促成了1999年和2001年的资格门槛和补充援助程序改革。

由巴黎俱乐部和二十国集团联合举办的巴黎论坛于2013年举行了第一次会议。此会议与巴黎俱乐部债务调整会议完全不同。其主要目的是为债权人、债务人和国际组织提供一个平台，以探讨国际金融环境中的主要问题及其对发展中国家的影响。贸发会议于2015年开始参会，并定期为讨论建言献策。

资料来源：贸发会议。

随之而来的是陷入通缩的“失去的十年”，全球南方许多国家的发展由此打断。在1997-1998年的新兴市场金融危机后，类似的政策处方也在1990年代和2000年代初产生了类似的结果。为应对此情况并向负债的发展中国家提供援助，贸发会议建立了债务管理和金融分析系统。

在美国主管部门实施1989年布雷迪计划之后，布雷顿森林机构终于采取了更加协调一致的行动，按照贸发会议早先提出的方针对不可持续的债务进行重组。具体形式为1996年通过的重债穷国倡议。尽管该倡议存在程序缓慢的问题和一系列惯常的政策限制，但它确实让一些国家得以在全球南方的经济增长开始加速之际重新进入国际资本市场。

在亚洲金融危机之后，基金组织于2002年提议建立一个主权债务重组机制，强制要求所有商业债权人同意债务重组，但这遭到基金组织理事会主要成员的抵制。相反，八国集团国家支持2005年提出的《多边减债倡议》，该倡议在重债穷国倡议上略作改进。

在2008年全球金融危机之后的十年间，发达经济体的利率接近零或为负利率，发展中国家的公共和私人债务很快飙升。在对外开放的国家，即向新兴市场和前沿市场开放的国家，这种情况尤其严重，因而它们容易受到外部环境变化的影响。

贸发会议预计，如果出现意外的外部冲击，1980年代“失去的十年”将会重演，因此持续呼吁采取更全面的办法进行债务重组。2006年，本机构开始与多个利益攸关方进行广泛协商，以制定一套负责任的借贷原则。《促进负责任的主权放款和借款原则》于2010年推出，其中包含推动主权债务解决机制的路线图(*Trade and Development Report 2015*)。根据2014年12月通过的第69/247号决议，联合国大会成立了主权债务重组进程问题特设委员会，该委员会于2015年确定了有关负责任主权借贷的一套基本原则(第69/319号决议)。这项工作以贸发会议的工作为基础(2012b)。债权国不愿参与相关讨论，因此没有就此达成共识，也无法在体制上加以体现。

新冠疫情暴发时，主权债务挑战迅速倍增。2020年，二十国集团和巴黎俱乐部成员国迅速采取行动，实施《缓债倡议》，并制定债务处理共同框架。同此前一样，首选的办法仍是根据一项范围狭窄的倡议来应对债务挑战，并根据具体情况处理各国的问题。

《共同框架》下这种零敲碎打的办法仍然存在程序缓慢的问题，提供的减免太少太迟，似乎无力应对即将到来的债务挑战。事实上，越来越多的高负债发展中国家目前也面临着日益严重的气候脆弱性。这造成了一种恶性循环，一方面是对气候适应型结构转型的投资需求不断增加，另一方面是严重依赖成本越来越高的债务融资。

债务和气候挑战的冲突极有可能同时削弱这两个领域的可持续性。要打破这一恶性循环，就必须制定一项雄心勃勃的多边政策议程，不仅要注重扩大以公共资金为主的、负担得起的发展资金，而且也要注重改革多边机构预防和管理主权债务危机的方法(UNCTAD, 2022)。在这方面，2023年巴黎新全球融资契约峰会的结果令人失望。第五章讨论了其中一些问题对全球债务治理生态系统的影响。

E. 结论

国际金融架构的系统性挑战和国际收支制约往往会促使发展中国家积累外债并(或)实行金融自由化,并随之受到全球金融周期无常变化的影响。全球金融治理改革的现状加剧了这些问题。持有借入的储备意味着资源流失,而利用全球金融安全网的机会不均衡,最需要的国家更难获得这种机会。

为解决国际金融价格的系统性缺陷,贸发会议主张:

- (a) 应将资本管制视为务实金融政策常规工具包的一部分;
- (b) 为广泛利用私人资本进行发展融资而进行去风险的做法是错误的,并没有产生预期的结果;
- (c) 前进的方向是加强提供公共来源的发展资金,包括官方发展援助、特别提款权(通过更频繁地常规发行特别提款权、回收未使用的特别提款权,或许还可以将特别提款权与援助挂钩;并强调特别提款权在财政方面的潜在用途);
- (d) 必须对多边开发银行进行资本重组,并改革其资金使用方式。

与此同时,对货币和金融政策及原则的改革不足以提供结构性支持,来调动发展中国家当前所需的资源。如本报告第二章和第三章所示,市场集中、牟取暴利和贸易收益日趋不对称与全球企业金融化和国际企业套利密切相关。

有鉴于此,需要列入在决策者的议程中列入以下议题:将跨国企业创造价值的活动转向发展中国家的东道国经济。对跨国企业的活动征税是发展资金的重要来源。直到最近,围绕全球税收的国际倡议一直由经合组织主导,该组织于2009年将不合作的避税地列入黑名单,并于2013年发起《税基侵蚀和利润转移倡议》。该方案制定了新的全球税收标准,并设定了15%的最低企业税率,从2024年开始实施。

贸发会议支持遏制非法资金流动和避税的努力,但也强调,在全球化和数字化时代,单一税制在确定增值的发生地及其公平分配方面具有更大的潜力。贸发会议曾建议审查和修订限制发展中国家政策空间的现有贸易和投资协定,也曾呼吁重新谈判双边税务条约,以纳入减少利润转移的规则,例如一般和具体的反避税规则、针对受控外国公司的规则、限制利息扣除的规则和对间接转移所产生的资本收益征税的规则等(*Trade and Development Reports 2014 and 2019*)。

这种关切应在国际金融架构内系统地加以解决;值得注意的是,目前没有一个专门的组织对发展中国家税收/财政政策空间的具体关切进行分析。在这方面,联合国大会于2023年11月论及的联合国税务合作公约是迈向由发展中国家主导的金融-企业关系系统性改革的重要一步。然而,实现切实和有效变革的漫长征程才刚刚开始。

参考文献

- Alexander N and Rowden R (2018). *Whither Democratization and Sustainability? A Critique of Key G20 Proposals to Further Expand the Role of Private Investment in Development*. Heinrich Böll Stiftung North America. Washington, D.C.
- Braun and Gabor (2023). *Green macrofinancial regimes*. Working paper. Open Society Foundation. 23 October.
- China, State Council Information Office (2011). *China's Foreign Aid*. Available at http://www.china.org.cn/government/whitepaper/node_7116362.htm (accessed 7 November 2023)
- China, State Council Information Office (2014). *China's Foreign Aid*. Available at https://english.www.gov.cn/archive/white_paper/2014/08/23/content_281474982986592.htm (accessed 7 November 2023)
- China, State Council Information Office (2021). *China's Foreign Aid*. Available at http://english.scio.gov.cn/whitepapers/2021-01/10/content_77099782_4.htm (accessed 7 November 2023)
- Grabel I (2018). *When Things Don't Fall Apart. Global Governance and Developmental Finance in an Age of Productive Incoherence*. Cambridge, MA. MIT Press.
- 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. Brussels.
- Hryniv O (2022). Export controls and securitization of economic policy: Comparative analysis of the practice of the United States, the European Union, China, and Russia. *Journal of World Trade*. 56(4):633–656.
- IMF (2013). *The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice*. Washington, D.C.
- IMF (2022). *Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows*. Washington, D.C.
- IPBES (2019). *Global Assessment Report on Biodiversity and Ecosystem Services of the Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services*. IPBES secretariat. Bonn.
- IPCC (2022). *Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change. Contribution of Working Group III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change*. Cambridge University Press.
- Keysser L and Lenzen M (2021). 1.5°C degrowth scenarios suggest the need for new mitigation pathways. *Nature Communications*. 12.
- Khadbai B (2023). MDBs should be sensitive about the price of hybrid capital. Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF).
- Kregel J (2018). The clearing union principle as the basis for regional financial arrangements in developing countries. In: UNCTAD, eds. *Debt Vulnerabilities in Developing Countries: A New Debt Trap? Volume II: Policy Options and Tools*. United Nations. New York and Geneva.
- Martin J (2023). *The Meddlers. Sovereignty, Empire, and the Birth of Global Economic Governance*. Harvard University Press. Cambridge, MA.
- Mayer J (2021). The “exorbitant privilege” and “exorbitant duty” of the United States in the international monetary system: Implications for developing countries. *Review of World Economics*. 157:927–964.
- Millward-Hopkins J and Oswald Y (2023). Reducing global inequality to secure human wellbeing and climate safety: a modelling study. *The Lancet Planetary Health*. 7(2):e147–e154.
- Orange-Leroy R (2023). UNCTAD experts as an intellectual basis for developing countries' involvement in the reform of the international monetary system (1965-1967). Paper presented at the Summer Institute of the Center for the History of Political Economy. Duke University. 19–22 June.
- Picciotto S (2012). *Towards Unitary Taxation of Transnational Corporations*. Tax Justice Network.

- Prebisch R (1950). *The Economic Development of Latin America and its Principal Problems*. Economic Commission for Latin America and the Caribbean and United Nations Department of Economic Affairs. New York.
- Prebisch R (1964). *Towards a New Trade Policy for Development: Report by the Secretary-General of UNCTAD*. United Nations, New York.
- Rademacher I (2023). Central bank independence, fiscal policy, and the varieties of capital control liberalisation, paper presented at the Council for European Studies conference in Reykjavik, June 2023.
- Singer HW (1949). Economic development in underdeveloped countries. *Social Research: An International Quarterly*. 16(1):1–11.
- Thirlwall A (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*. 32(128):45–53.
- Toye J (2014). *UNCTAD at 50: A Short History*. United Nations. Geneva.
- Toye J and Toye R (2004). *The UN and Global Political Economy: Trade, Finance, and Development*. Indiana University Press. Bloomington.
- UNCTAD (1965). *International Monetary Issues and the Developing Countries. Report of the Group of Experts*. TD/B/32. New York and Geneva.
- UNCTAD (1985). *Trade and Development Report 1985*. (United Nations publication, Sales No. E.85.II.D.16, New York and Geneva).
- UNCTAD (1986). *Trade and Development Report 1986*. (United Nations publication, Sales No. E.86.II.D.5, New York and Geneva).
- UNCTAD (1987). *Trade and Development Report 1987*. (United Nations publication, Sales No. E.87.II.D.7, New York and Geneva).
- UNCTAD (1988). *Trade and Development Report 1988*. (United Nations publication, Sales No. E.88.II.D.8, New York and Geneva).
- UNCTAD (1990). *Trade and Development Report 1990*. (United Nations publication, Sales No. E.90.II.D.6, New York and Geneva).
- UNCTAD (1996). *Trade and Development Report 1996*. (United Nations publication, Sales No. E.96.II.D.6, New York and Geneva).
- UNCTAD (1997). *Trade and Development Report 1997*. (United Nations publication, Sales No. E.97.II.D.8, New York and Geneva).
- UNCTAD (2005). *Beyond Conventional Wisdom in Development Policy: An Intellectual History of UNCTAD 1964–2004*. (United Nations publication, Sales No. E.04.II.D.39, New York and Geneva).
- UNCTAD (2008). *Trade and Development Report 2008 – Commodity Prices, Capital Flows and the Financing of Investment*. (United Nations publication, Sales No. E.08.II.D.21, New York and Geneva).
- UNCTAD (2012a). *Trade and Development Report, 1981–2011: Three Decades of Thinking*. Chapter IV. (United Nations publication, Sales No. E.12.2.D.5, New York and Geneva).
- UNCTAD (2012b). *Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing*. Geneva.
- UNCTAD (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 (2015). *Trade and Development Report 2015: Making the International Financial Architecture Work for Development*. Chapter V. (United Nations publication, Sales No. E.15.II.D.4, New York and Geneva).
- UNCTAD (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 (2019). *Trade and Development Report 2019: Financing a Global Green New Deal*. (United Nations publication, Sales No. E.19.II.D.15, New York and Geneva).

UNCTAD (2022). Tackling debt and climate challenges in tandem: A policy agenda. Policy Brief No. 104. Geneva

United Nations (2023). Our Common Agenda – Reforms to the International Financial Architecture. Policy Brief No. 6. New York.

United Nations General Assembly (1970). *Resolution adopted by the General Assembly on 19 September 1970. (A/RES/2626)(XXV)*.

United Nations General Assembly (2014). *Resolution adopted by the General Assembly on 29 December 2014. (A/RES/69/283)*.

United Nations General Assembly (2015). *Resolution adopted by the General Assembly on 10 September 2015. (A/RES/69/319)*.

Vidigal G and Schill S (2021). International economic law and the securitization of policy objectives: Risks of a Schmittean exception. *Legal Issues of Economic Integration*. 48(2):109–118.

Wiedmann T, Lenzen M, Keysser LT and Steinberger JK (2020). Scientists' warning on affluence. *Nature Communications*. 11(1):3107.

第五章



调整全球债务架构，
为发展中国家服务



建立以发展为中心的债务生态系统

全球疫情过后，各种危机接踵而至，凸显了全球金融体系中根深蒂固的不平等。这种情况有力地证明了主权债务解决方案进行范式转变的必要性。将发展中国家债务缠身归咎于自身管理不善的传统论调正在逐渐失去市场，促使人们重新审视各国应如何应对主权债务的复杂性。

国际金融体系当前的等级结构越来越不符合发展优先事项，体现为借款人与贷款人之间的资源不对称。这一点，加上与气候相关的可持续发展目标存在巨大的资金缺口，迫使许多国家更多地举债，加剧了减缓气候事件的挑战，也加重了发展中国家的负担。

此外，持续偿还难以负担的债务消耗了发展资源。尽管气候危机引发了更迫切的需求，但在应对主权债务挑战方面一直裹足不前，这突出表明迫切需要进行系统性改革。

要改变这种不正常的债务架构，需要建立一个新的、以发展为中心的生态系统。这就需要全面地重新评估那些导致主权债务不可持续的因素，如气候变化、人口结构、卫生、全球经济变化、利率上升、地缘政治格局变化、政治不稳定以及主权债务对债务国产业政策的影响等等。需要在主权债务整个生命周期的各个阶段发展新的创造性思维。这样的新路径可以带来一个更加公平、更有韧性的全球金融格局。

具体的实用政策行动是：

- 通过向多边和区域银行注资和发行特别提款权增加优惠资金。
- 提高融资条款和条件的透明度，利用贷款合同的数字化来提高准确性。
- 修订贸发会议《负责任的主权借贷原则》，在主权债务获得的各个阶段鼓励遵循这些指导原则并强调其重要性。
- 改善对债务可持续性的分析和追踪，将实现可持续发展目标纳入考虑，并为国家谈判人员提供有关其增长和财政整顿潜力的更优数据。
- 使各国能够利用创新金融工具，如可持续发展债券和韧性债券。制定自动重组和担保规则。
- 增强外部危机期间的韧性，例如对危机中的债务国实施暂停偿债规则，并创造一个能够避免债务困境的空间。
- 鼓励借款国从私人债权人的协作中得到启发，分享信息和经验。
- 着手建立一个更强有力的债务解决机制和全球债务管理局。

A. 导言

国际金融体系因其不平等的等级结构，越来越脱离发展优先事项。具体表现为：发展中国家的外来私人资金波动很大，它们面临更高的资本成本，发展中国家的净国际金融头寸为负数，它们因无法发行国际货币而面临高成本和高风险，进入全球金融安全网的机会不平等，非法资金外流增长。但是，让国际金融体系的缺陷表现得最为清晰的，可以说是该系统对主权债务问题的处理(Panizza, 2022)。

如果说每一次危机都揭示了新机，那么，自全球疫情以来不断加剧的危机则暴露了全球金融体系中的不平等，这些不平等影响到各国如何获得、管理和解决主权债务，¹尤其是外债。

发展中国家背上不可持续的债务完全是它们自食其果，这一论调从未如此没有说服力。认识到这一点无疑为探索新方法以弥合法律解决与合约解决之间的持续鸿沟创造了机会。

自本世纪初以来，发展中国家的主权债务积累速度加快，管理难度加大。截至2022年底，发展中国家主权债务存量已增至11.4万亿美元，自2019年底和新冠疫情暴发以来增长了15.7%。过去三年的情况表明，不可预见的冲击会使许多国家陷入危险境地(第二章D节)。除此之外，持续偿还难以负担的债务还给各国带来了沉重负担，消耗了发展资源。平均而言，到2022年底，偿债负担占出口收入的比例在低收入国家为22.6%，在所有中等收入和低收入国家为15.7%。²这种债务水平显然是不可持续的(United Nations, 2023a)。

“持续偿还难以负担的债务给国家带来了沉重负担，消耗了发展资源。”

当代主权债务格局的特点是扩张迅速，日益复杂，体现为公共和私人贷款人激增，债务工具更加丰富，越来越多的非居民投资者进入国内主权债务市场。

自1990年代以来，公共和公共担保债务的债权人构成变得更加多样、分散和复杂。在全球金融危机和随后的多重冲击后，这些趋势进一步加强(图五.1)。

如图五.1所示，2010年至2021年，低收入国家出现了从巴黎俱乐部双边债权人(从2010年的13%降至2021年的8%)向非巴黎俱乐部官方债权人和私人债权人的明显转移。2021年，私人债权人的持有比例几乎翻了一番，达到13%(2010年为7%)，债券持有人的比例达到4%(2010年为0%)。

至于中等偏下收入国家，私人债权人在公共和公共担保债务中的比例从2010年的24%增至2021年的41%，债券持有人的比例从16%增至32%，翻了一番。这一组别包括在最近的外部冲击中丧失进入融资市场机会的大多数前沿市场经济体(另见第二章D节)。与此同时，官方债权人(多边和双边)的比例从76%降至59%，原因是多边债权人的比例下降(从45%降至39%)，主要是双边债权人的比例下降(从31%降至20%)。对这组国家来说，非巴黎俱乐部债权国比例的下降幅度(从17%降至10%)高于巴黎俱乐部债权国比例的下降(从14%降至10%)。

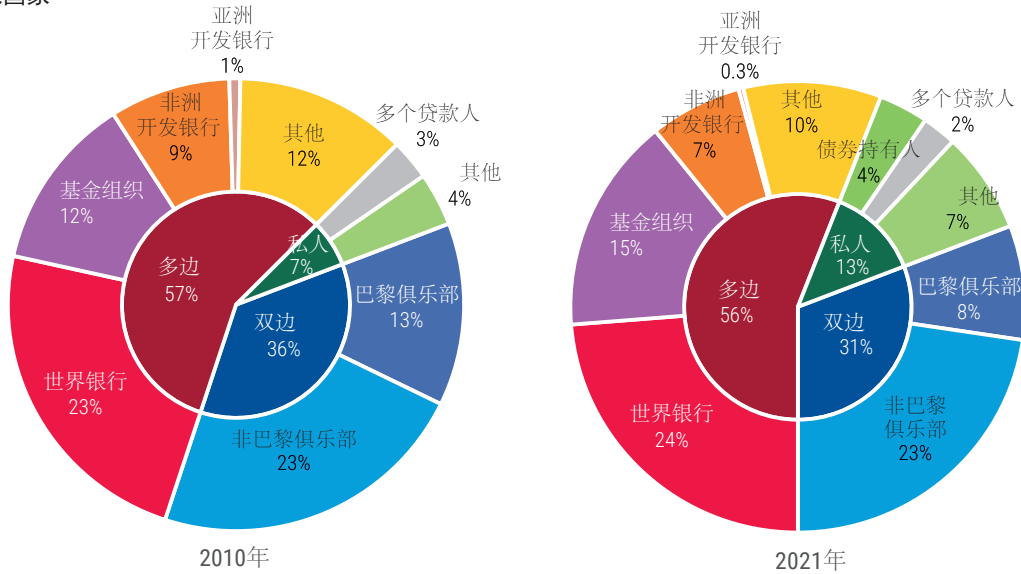
¹ 在讨论主权债务时，“债务解决方案”、“债务重组”和“债务解决”等术语通常可以互换，可能涉及暂停偿债、延长债务期限、降低利率或直接取消债务。

² 2022年的数据是贸发会议基于基金组织、世界银行和国家来源的数据估算得出的结果。

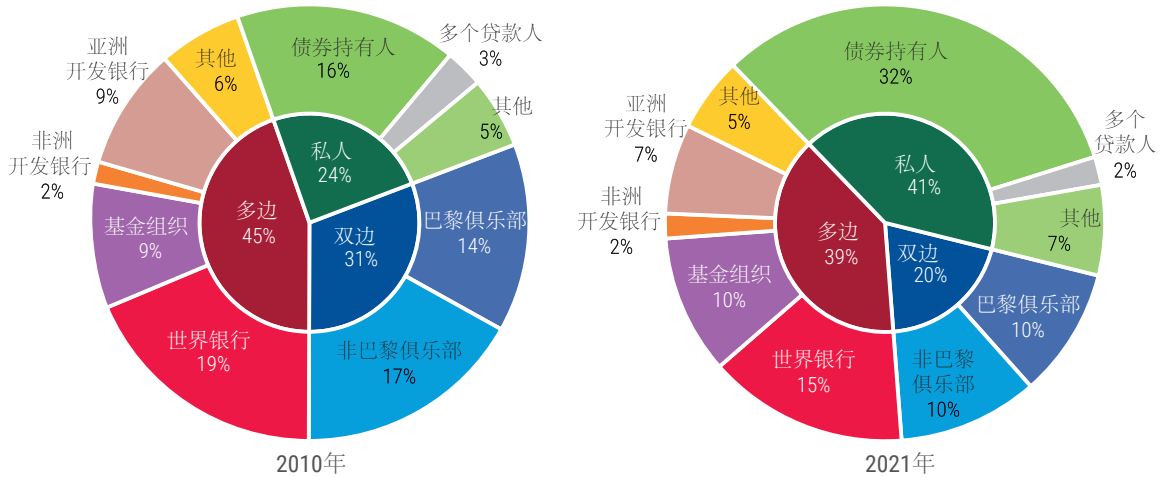
图五.1 债务格局的演变：愈发依赖私人信贷

2010年和2021年低收入和中等偏下收入国家组公共和公共担保债务的债权人构成(百分比)

A. 低收入国家



B. 中等偏下收入国家



资料来源：贸发会议根据世界银行国际债务统计数据得出的计算结果。

这种复杂性使得外部和国内主权债务之间的区别变得更加难以把握。外部主权债务在本文中被定义为在国际金融市场上发行的、以外币计价和结算的政府(和公共担保)债务(贷款和债券)。³

³ 债务的计价和结算货币会影响外部主权债务的可持续性，造成债务货币与以本国货币计价的国内税收之间的不一致。因此，这些国家容易受到货币贬值的影响，而由于它们比发达国家更容易受到外部金融冲击的影响，货币贬值在这些国家很常见(第二章D节)。贬值增加了折合成本国货币的债务负担，缩小了国家的财政空间。国家的创汇能力取决于该国的国际收支状况，而国际收支受外部因素影响，如资本流动周期、外部需求以及影响该国贸易条件的国际定价的变化(第二章)。世界银行在出版物《国际债务报告》和国际债务统计数据库中对外债总额的定义是长期外债、短期债务和基金组织信贷的总和，即欠非居民债权人的债务总额，包括应以外币和本币偿还的债务。

1980年代以前，大多数发展中国家的外债是贷款，因此，货币、管辖权和居住地标准往往是一致的。⁴ 贷款人为非居民(国际银行)，贷款根据外国法律以外币发放。自1990年代初以来，债务工具从银团贷款转向债券，这意味着以本国货币或根据本国法律发行的债券可能由外国投资者持有。相反，居民可能持有外国发行的以外币计价的主权债券(UNCTAD, 2015)。由于国际货币体系的结构特征，货币和管辖权标准仍然交织在一起；这要求一个发展中国家在国际金融市场上发行的债务必须以国际货币——通常是处于货币体系顶端的美元——计价和结算(Fritz et al., 2018)。

在应对主权债务挑战的过程中，长期以来对陷入债务困境的国家提供的支持太少也太迟。由于债务数量和复杂性增加，债务重组现在更加难以协调，而且越来越聚焦短期办法。在当前环境下，有助于进行债务重组的唯一新机制是新冠疫情时期推出的二十国集团《缓债倡议后续债务处理共同框架》(《共同框架》)。事实证明，该框架程序繁琐，覆盖面不全，创新不足，无法奏效(B节)。

“要改革运作不灵的债务架构，就需要建立一个新的、以发展为中心的生态系统。”

要改革这种运作不灵的债务架构，就需要建立一个新的、以发展为中心的生态系统。这就需要对导致主权债务不可持续的各种因素彻底地作一番重新评估，内容涉及气候变化、人口结构和卫生等当代复杂问题，全球宏观经济环境的变化、发达国家利率上升、地缘经济调整、安全和政治稳定方面的问题，以及主权债务制度对债务国产业政策的影响(Goldmann, 2023)。要想解决这些问题，就需要对主权债务的整个生命周期展开创造性思考，涉及面包括债权人和债务人尽职调查、债务透明度、债务可持续性分析和追踪以及债务解决方案。

“需要对主权债务的整个生命周期展开新的创造性思考，包括透明度、债务可持续性追踪、债务解决和重组。”

本章阐述主权债务的生命周期，将侧重当前的不平等、不灵活和各种问题，以及应对这些缺陷的可能方法。B节讨论对关键系统失灵问题的监管。C节剖析主权债务的生命周期，D节提出透明度、可持续性追踪、债务解决和重组这四个关键领域的变革性建议。E节讨论债务生命周期中的韧性问题，本章最后就如何转型和前进方向提出了建议。

B. 通过债务监管来应对重大系统失灵问题？

本节认为，当前的主权债务形势要求我们大胆探索尚未涉足或探索不足的方向。由于无法克服法律解决与合约解决方法之间的对立，当前的困境似乎无法解决。尽管在过去几十年，甚至在新冠疫情之后，主权债务领域出现了各种创新，但变化通常是渐进式的，系统的主要支柱并未改变(Bohoslavsky and Goldmann, 2016)。

⁴ 债务发行的管辖权影响债务可持续性，因为它界定了债务人与债权人谈判解决争议所依据的规则和债务解决程序。虽然外部主权债务受外国法律管辖，政府被视为国际金融体系中的商业行为体，但与公司不同，主权国家没有破产法或高效的债务重组法规所提供的保护。主权国家特别容易受到有敌意的债权人的起诉，这可能会严重拖延债务解决程序(Guzman and Stiglitz, 2016; Buchheit et al., 2018; ESCAP, 2023)。

自1990年以来，主权债务监管经历了四个不同阶段。本节对这些不同时期作一概述，为当前挑战提供历史背景，并主张主权债务解决方案应该来一个范式转变(Gelpert, 2006)。

第一阶段始于冷战结束之时。1990年前后迎来了一个规范债务和发展的新时代。虽然起源于1980年代的债务危机仍在持续，但1991年开始资本向拉丁美洲回流(Calvo et al., 1992)。东西方对抗的结束和即将到来的全球经济自由化取代了战略考量，市场因素成为主权债务辩论的驱动力。为了不再依赖发展援助并获得进入金融市场的机会，重债发展中国家在各国政府和国际组织，特别是巴黎俱乐部支持下，得到了更加慷慨、尽管仍然不足的债务重组。这一阶段的债务重组始于布雷迪债券，巅峰是重债穷国倡议和多边减债倡议。中等收入国家获得了进入金融市场的特权，并在国际金融机构的指导下实施了体制改革。尽管如此，亚洲金融危机等负面事件暴露了体系的脆弱性，促使基金组织倡导建立一个法定的主权债务重组机制(Krueger, 2002)。

2000年前后开始了向市场转移的新阶段。基金组织的主权债务重组机制从未成为现实。相反，出于各种原因，人们倾向于基于市场的重组机制，其中包括时任美国总统对外交政策的重新调整。在所谓的合约方式下，债务国与通常分散的债券持有人协商解决方案。自2001年阿根廷债务危机以来，各国政府试图通过一系列集体行动条款，特别是多数表决条款，促进债务解决。这一战略取得了一定的成功，但其效力因分阶段引入新条款耗时长而受到限制。这是因为未偿政府债券的期限很长，而且在危机时期债券发行价格下跌时，债权人有能力购买具有否决权的少数债券。后来的集体行动条款试图弥补这些缺陷。鉴于阿根廷和希腊主权债务解决方案的经验，要求加强合约框架、应对主权债务解决方案中的集体行动问题的压力增加了。作为回应，2014年8月，国际资本市场协会开发出一套新的集体行动示范条款，它具有集合功能，目的是加大抵制成为“钉子户”债权人的难度。加强版集体行动条款包括一个“单一集合”条款，根据该条款，可以对所有适用的债券进行单一集合投票(Chung and Papaioannou, 2020)。

第三阶段为2007-2008年全球金融危机之后至最近几年。在此期间，法律方法和合约方法之间的对立仍未解决，结果不尽如人意。全球金融危机引发了对债务解决方案的需要，包括对发达国家之间的债务解决的需要。与此同时，债权人诉讼变得更加咄咄逼人，并成功率惊人。与此同时，采取法律解决方案以确保及时有效的债务重组的呼声收效甚微，其中值得注意的是联合国大会2015年9月10日第69/319号决议和2015年贸发会议《主权债务解决路线图》。在很大程度上，国际社会采取了一种“得过且过”的做法，将置换要约与政治压力和扩充金融支持工具，特别是基金组织新筹资工具的推广结合起来。这些努力的底层逻辑是，紧缩将重建债权人信心、稳定财政状况并刺激未来增长。不利的一面是，债务解决方案继续对借款国人口的经济和社会稳定造成相当大的损害，特别是在不太富裕和较脆弱的群体中。仅在少数情况下成功克服了紧缩政策带来的人权挑战。一些较为成功的债务重组案例，如巴巴多斯和希腊，在国内债务中追溯性地纳入了集体行动条款(Anthony et al., 2020)。债券设计上的创新，比如阿根廷和希腊发行的与国内生产总值挂钩的债券，旨在实现更平稳的复苏。然而，在阿根廷，这引起了关于国内生产总值计算方法的诉讼(*Financial Times*, 2023)。

新冠疫情以及同时发生的生态和地缘政治危机开启了主权债务监管的第四个阶段。当疫情导致需要加强医疗保健系统以克服经济危机时，传统的“以收缩促增长”的紧缩措施——实际成功的记录不多(Blanchard and Leigh, 2013)——失去了理论吸引力。很明显，政府缩减对医疗保健的投资可能弊大于利。气候变化和向清洁能源转型的需要也遵循类似模式，需要前期投资来减轻长期后果。

与此同时，乌克兰战争爆发后，价值链扭曲和能源问题带来的通胀压力对借款国造成了不利影响，使许多国家面临信用降级风险(Fitch Ratings, 2023)。自2020年以来，基金组织已与大约100个国家的政府签署了信贷协议；此后有13个国家违约：阿根廷、白俄罗斯、伯利兹、乍得、厄瓜多尔、加纳、黎巴嫩、马拉维、俄罗斯联邦、斯里兰卡、苏里南、乌克兰和赞比亚。此外，借款人对新的非巴黎俱乐部债权人的风险敞口引起了对以巴黎俱乐部为中心的体制结构的质疑。在此背景下，主权债务辩论的内容已转向全球公共政策工具，如下文所述：

- 二十国集团为有资格获得基金组织减贫和增长信托基金的国家迅速通过了缓债倡议(2020年5月至2021年12月)，使73个有资格的国家中的48个得以暂停支付官方双边债务。根据世界银行(2022年)，这73个国家中，23个是低收入国家，38个是中等偏下收入国家，12个是中等偏上收入国家。
- 在缓债倡议后，又推出了二十国集团《缓债倡议后续债务处理共同框架》。人们批评《共同框架》走得不够远，特别是以共识为前提的暂停还款规则起不到作用，限制了合格国家的覆盖范围，并且没有强制要求私营部门参与，导致未参与的债权人无法受益于重新获得的金融实力(Munevar, 2021)。迄今为止，只有四个国家通过《共同框架》寻求救助。
- 开发新的融资工具，如基金组织的韧性与可持续性信托，以便重新分配特别提款权；或者“下一代欧盟”，这是一项针对整个欧盟的投资和改革政策，提供了增加财政空间和在疫情后重建全球经济的机会。
- 新的补充性私人贷款工具(如可持续性债券)兴起，还出现了新的债务重组方法，包括“债务换自然”和“债务换气候”。
- 正在采取措施加强国内法，应对债权人采取有害行动的情况。

建设韧性

上述这些总体积极的事态发展虽然鼓舞人心，但仍不足以纠正当前国际金融架构固有的深层结构性不对称。这些不对称不仅体现在获得长期可持续发展资金方面的不平衡，也体现外生冲击通过汇率波动造成的影响上，这对最不发达国家造成了特别有害的影响(UNCTAD, 2019a)。

上述一些事态发展表明，主权债务监管越来越注重韧性，特别是在生态和健康风险方面，其中“主权债务韧性”是指主权国家在面对外部冲击时避免陷入债务困境的能力；韧性与一个系统或制度适应压力并恢复到原始状态的能力相关(Welsh, 2014)。

联合国秘书长呼吁重塑全球金融架构。这包括需要进行主权债务重组，以便为公共和私人投资创造必要条件，实现可持续发展目标并确保韧性。

在这个危机四伏的时代，全球金融架构在解决主权债务可持续性和长期偿付能力方面的现有缺陷已暴露无遗。长期偿付能力是指净负债(存量，如外债存量)相对于偿还能力流量(如出口收入)不会无限增长的状态(Domar, 1944)。重塑主权债务重组方案需要应对以下对财政有影响的韧性挑战：

- **生态挑战。**气候变化及其相关财政影响要求私人 and 公共部门对新技术和基础设施进行大量投资，以适应、减缓气候变化并促进向清洁能源转型，同时在气候变化相关损失和损害分布不公的背景下，最大限度地减少生物多样性的损失。
- **社会挑战。**主权债务重组需要考虑到发展中国家和发达国家的社会问题，例如转向数字经济后日益加剧的财富不平等及其对税收和财政韧性的影响。此外，人口变化对财政能力产生影响，移民给原籍国带来发展风险，给接收国带来财政负担。
- **贸易挑战。**世界贸易体系目前的发展及其分散性质带来了挑战，这是因为产业政策和补贴导致市场限制。这些限制带来了不利的财政影响，尤其是对发展中国家而言。
- **债务挑战。**借款国正在努力应对日益复杂的债务空间。造成这一情况的原因包括优惠资金等资源稀缺和对价值链失去控制，导致了新形式的抵押贷款，对借款国构成风险(Chellaney, 2017; Horn et al., 2021; Lippolis and Verhoeven, 2022)。此外，特别是随着银团贷款的兴起，债务透明度问题浮现(Gelpern et al., 2022)。
- **政治挑战。**为陷入困境的国家提供缓慢而零敲碎打的减债将不可避免地给寻求债务减免的政府带来政治障碍，因为这些国家将丧失政治资本。相关的安全风险可能直接或间接影响国家的财政状况，增加债务重组的难度(例如 United Kingdom Supreme Court, *The Law Debenture Trust vs Ukraine*, 2023)。

鉴于当前困境的结构特征，在主权债务问题上继续采取“得过且过”可能会造成广泛而严重的社会和经济问题。需要在主权债务生命周期的每个阶段做出更加积极主动的回应。

C. 主权债务生命周期的各个阶段

主权债务的生命周期在本文作为一个概念工具，用来考虑债务产生的方式、债务工具的发行方式、债务管理的构建方式、债务可持续性的追踪方式以及债务解决的备选方案(图五.2和五.3)。

可通过一个包含以下五个阶段的框架对主权债务加以分析。每个阶段都可以发现挑战和失误，这就要求对系统进行改进，使之更加健全。主权债务生命周期的各阶段之间相互依赖度高，因此债务重组的政策应对措施需要解决每个阶段的问题。

1. **获得融资和进入金融市场。**这一关键问题涉及优惠资金和负担得起的长期资本短缺。引发资本外流的外部金融冲击可能导致国家面临过高的利差，这意味着丧失进入金融市场的机会或意想不到的高额借贷成本，这种情况因感知的高风险而进一步加剧。基准驱动的投资战略和信用评级机构的评估可能强化对风险的看法(第二章)。

2. **债务发行。**缺乏透明度不利于负责任的借贷。最终的支付者——公民——往往被蒙在鼓里。合同条款和成本条款模糊不清，尤其是在包含潜在有害条款，如资源担保抵押品时。虽然在相关金融工具(如状态依存型条款)和加强版集体行动条款方面有所创新，但仍有改进空间。贸发会议2012年《负责任的主权借贷原则》不再处于前沿，尽管出现了其他准则，但仍未就负责任的借贷原则达成全球共识。⁵

3. **债务管理。**虽然各国(包括通过贸发会议债务管理和金融分析系统)管理债务的权能得到不断加强，但技术障碍依然存在。各国需要有能力和追踪其债务可持续性，包括地方政府以及国有和半国有企业债务的可持续性，以便能够更好地评估其脆弱性，并开展基金组织要求的债务可持续性分析。

4. **偿债、还款与韧性。**理想情况下，偿债应该稳步推进，但频繁的外部冲击，包括与气候相关的冲击，构成了一连串可能破坏这一进程的外部因素。创造创新的金融工具可有助于管理债务，但即使是最有效的工具也需要改进，以确保韧性。进入全球金融安全网的机会有限，缺乏应对损失和损害的能力，都会削弱而不是增强韧性(第四章)。

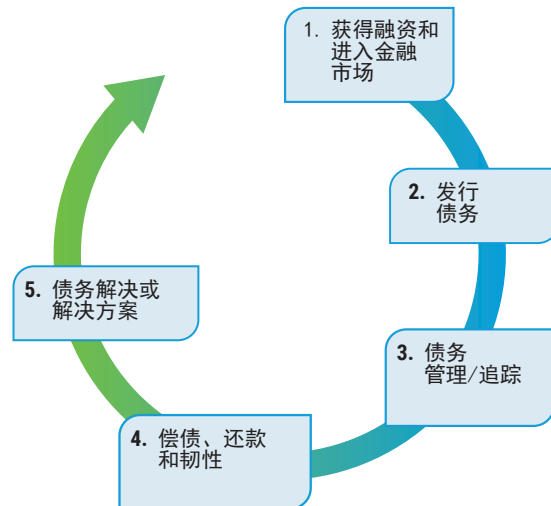
5. **债务解决或解决方案。**最佳情形是，在生命周期内偿还债务，或以方便和可负担的方式展期。此为债务解决否则，国家可能不得不寻求可能涉及暂停偿债协议、延长到期日、降低利率和/或直接取消债务(即“剃头”或降低抵押品价值)的债务解决方案。然而，处理债务解决的机构和机制越来越无视主权债务困境的现实和复杂性。巴黎俱乐部之类的机构组成已经过时，《共同框架》之类的程序也无法胜任。谈判期间一直缺乏自动暂停还款机制、债权人不完全参与以及程序中的拖延都是潜在的缺陷。

“处理债务解决方案的机构和机制越来越无视主权债务困境的现实和复杂性。”

⁵ 贸发会议《负责任的主权借贷原则》发布三年后，联合国会员国在《亚的斯亚贝巴行动议程》中重申，保持可持续的债务水平是借款国的责任，但贷款人也有责任以不损害一国债务可持续性的方式放贷。此后又出现了其他关于负责任借贷的软法，如二十国集团的《可持续融资业务准则》和国际金融研究所的《债务透明度自愿原则》，但没有一个得到广泛支持。

图五.2 主权债务揭秘

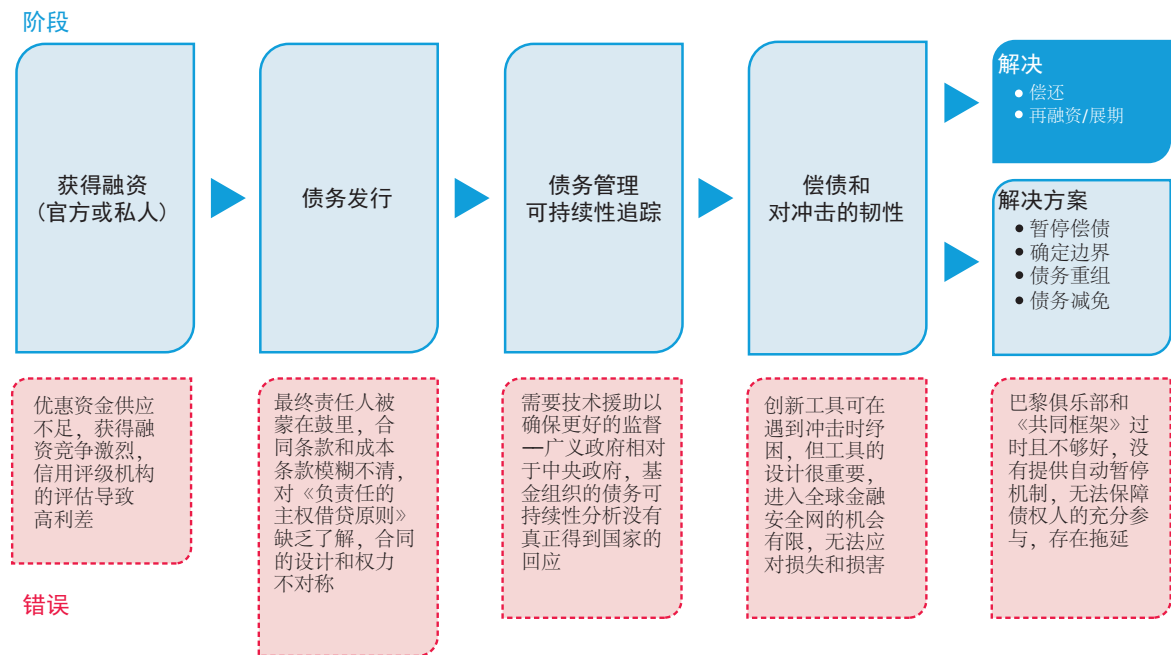
外部主权债务生命周期的各个阶段



资料来源：贸发会议。

图五.3 一路上的陷阱：主权债务的各个阶段和错误

主权债务生命周期各阶段分析



资料来源：贸发会议。

D. 改革建议

本节列出了主权债务生命周期中可以改革的领域(图五.4)。虽然这些建议中的每一项都可能与某一特定阶段具有特定的相关性，但在所有情况下，这些阶段及其结果都是相互依赖的。该进程还包含路径依赖关系；例如，在“获得融资”阶段透明度低将阻碍整个进程。

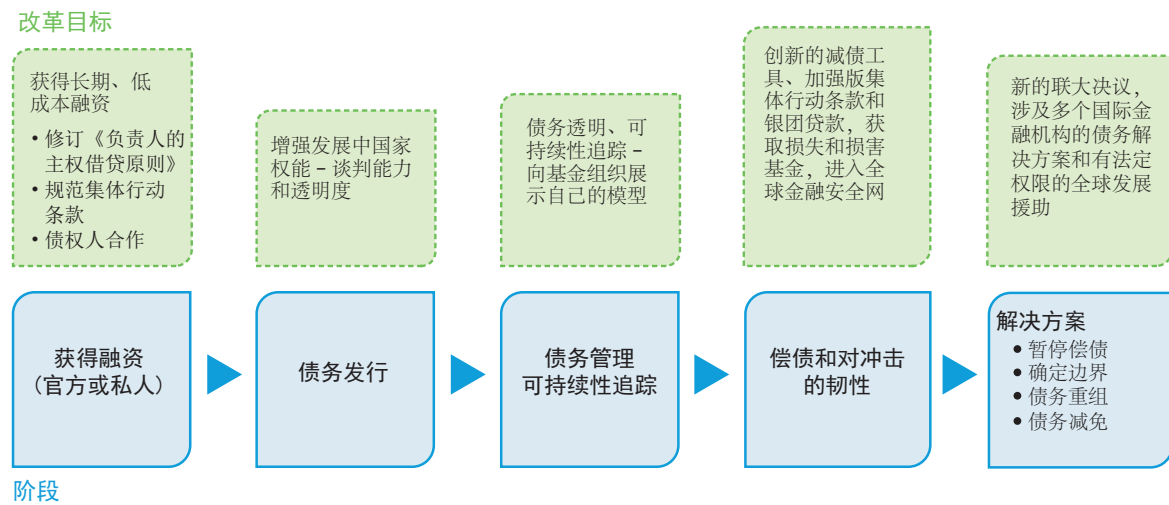
1. 加强整个主权债务周期的透明度

管理主权债务是一个错综复杂的过程，涉及许多利益攸关方，在这一过程中，激励、利益和责任之间的相互作用不断演变。在这种情况下，透明度对于主权借贷周期的每个阶段都至关重要，而且不仅仅涉及记录交易。主权债务交易透明是政府与公民的公共契约的核心，可确保问责，促进信任并加强公共机构。

从公共财政管理的角度来看，债务透明意味着将提供关于公共资金如何用于发展的广泛信息，包括国家债务的具体财务和法律结构、融资需求和偿债义务对发展前景的影响，贷款条件及其与国内政策的关系。这些因素共同构成了主权债务交易的基础。透明度对于确保债务融资合法、可问责和可持续至关重要。

债务透明不是一个静态的概念。透明度要求因国家的具体体制环境而异，也因主权债务生命周期的不同阶段而异。下一节提出了在每个阶段提高透明度的一般建议。

图5.4 贯穿整个主权债务生命周期的改革目标
分阶段应对制约的愿望



资料来源：贸发会议。

a. 获得融资

发展中国家的债务挑战需要结合全面执行《发展筹资问题亚的斯亚贝巴行动议程》(Inter-Agency Task Force on Financing for Development, 2023)时遇到的困难加以考虑。国际金融架构中的不平等造成了借贷双方明显的资源和信息不对称。缺乏获得优惠发展融资的可行替代办法助长了不透明和高成本的债务融资来源。存在限制主权借款人进行披露的保密条款，使用抵押贷款或不符合长期发展要求的商业贷款，这些都凸显了权力不对称。导致这些做法的是这样一个体系，它加大了那些可以提供稀缺融资却往往牺牲透明度和债权人之间公平的中间商的影响力 (Maslen and Aslan, 2022)。

“国际金融架构中的不平等造成了借贷双方明显的资源和信息不对称。”

全球经济体系若能让国家在借款的同时实现增长，以发展贸易能力并进行结构转型，同时确保国际税收体系的公平，将最有助于削弱这些代理商的影响力。这就要求进一步推进多层次和有韧性的发展融资结构。发展资金来源重叠、互补、透明，便可以抵消主权债务市场中不良做法的影响。

这些改进虽然必要，但不足以完全实现债务透明。加强发展融资的多边努力产生的影响必须通过国家一级的努力来调节，以确保资源用于可持续发展目标。在国家一级实施综合国家筹资框架可以为制定全面筹资战略发挥重要作用，全面筹资战略应以透明的方式，为所有相关利益攸关方将资金的来源和使用明确联系起来 (UNDP, 2023)。

b. 债务发行

现有的促进债务透明的软法，包括贸发会议《负责任的主权借贷原则》和国际金融协会《债务透明度原则》，属于软法和自我监管的范畴。尽管取得了一些进展，但在及时披露主权债务的财务和法律条款方面仍存在重大不足 (United Nations, 2022b)。需要采取措施，消除导致借贷双方采用不透明融资机制的诱因，因为其效果可能适得其反。

就借款人而言，国家法律和监管框架可以在提高债务透明度方面发挥至关重要的作用，这些努力应建立在公共债务管理透明是一种公共产品的理念基础上 (Gelpern, 2018)。公共债务管理的法律框架有助于解决关键问题，包括债务发行的明确授权机制，实行议会监督，确立就债务的财务和法律条款报告交易层面信息的要求，使用标准化披露模板 (Maslen and Aslan, 2022)。

此外，贷款国和相关法域的立法应限制不透明债务的索偿，以打击掠夺性贷款行为。作为公共债务授权框架的一部分，严格的债务披露要求应该是在国内和国外法院执行合同的必要条件 (Group of 30, 2020)。有效的监管可有助于提高透明度，防止有害做法，包括抵押和向主权借款人提供剥削性银团贷款。

“贷款国的立法应限制不透明债务的索偿，以打击掠夺性贷款行为。”

金融创新如果运用不当，可能对有效的债务管理构成挑战。如果运用得当，气候韧性债务条款或“债务换自然”等机制可以帮助提高气候冲击后的复原力，或用于释放资源用于环保投资。对于这类机制的合同条款，要求充分披露和透明，以确保借贷双方能够有效地将这些工具纳入其财务评估。

c. 债务管理

有效的债务管理是建立在透明度和国家能力建设的基础上的。它应当依托债务管理系统以及纳入、分析和报告每项贷款交易的能力。可通过国际贷款数据库改善债务管理，详见插文五.1。国际贷款数据库可以通过将贷款交易数字化、确保融资条款的一致性并提供可靠的统计数据，改善债务管理。

还需要加强国家一级的技术能力，以评估现有债务架构的金融和法律影响。能力建设确保各国能够减少对外部评估的依赖，增强它们对金融业务的主权。贸发会议凭借其债务管理和金融分析系统方案在这一领域处于领先。41年来，该系统向75个发展中国家的116个机构提供了技术援助 (UNCTAD, 2012; 2022a)。它重视发展和维持国家能力，以确保公共债务信息准确，可用于支持政策决定和风险管理。

插文五.1 通过国际贷款数据库将债务交易数字化

国际金融界就提高公共债务透明度的必要性达成了广泛共识。目前正在讨论这方面的一些举措和建议，如弥补发展中国家的体制、治理和能力空白，消除借款人和债权人的不当激励，修订跨国债务数据库等等。创建国际贷款数据库就是这样一项建议(Rivetti, 2021)。^a 该数据库可以被称为借款人与债权人之间核对外部主权贷款和记录的平台，可提高债务记录的准确性并限制运营风险。虽然提高公共债务透明度需要多管齐下的方法，但这样一个数据库将带来诸多好处。

障碍：贷款数据靠手动分享

与完全数字化的债务证券相反，国际贷款和相关交易需要靠手动分享借款人-债权人信息。这一安排导致借款人和债权人之间的数据不一致，例如对融资条款和条件的误解、交易信息的缺失或信息记录的错误。这就需要进行对账，费时费力，同时导致对数据质量和全面性的不信任，此乃债务解决方案的一大障碍。此外，缺乏透明度为欺诈和腐败创造了机会。

将国际贷款数据数字化并创建一个公共国际债务数据库，可以解决与债务透明度有关的问题。该数据库有可能为每项协议提供一整套统一的融资条款，验证所有贷款和还款交易，并提供及时可靠的统计数据。

国际贷款数据库的受益人

国际贷款数据库将为借款人和债权人以及使用和汇编国际债务统计数据的人服务。借款人将摆脱繁琐和容易出错的债务数据记录过程，债权人和借款人都将受益于数据库带来的信息共享。借款人费时费力的报告义务也将减轻，方便借款国的所有利益攸关方查阅相关数据。债权人将能够确定其债务记录和借款人的债务记录是按照国际最佳做法生成的，从而节省了对账时间，可能增强这一过程中的信任感。对于那些汇编国际债务统计数据的人来说，及时更新记录将减少昂贵和耗时的交叉数据核对工作。最后，数据的所有用户都可以获得可靠、几乎实时并经核实的债务数据。

国际贷款数据库的优点：安全、透明、验证、自动化

国际贷款数据库的主要优点有(1) 为贷款交易数据的交换提供安全平台，(2) 对借款人和债权人之间的数据进行验证，(3) 实现借款人债务管理和报告系统的自动化，(4) 提高贷款融资条件的透明度，(5) 促进统计数据几乎实时的传播，(6) 为统计和债务报告目的提供标准化的债务定义(IMF, 2023)，(7) 帮助借款人和债权人过渡到贷款交易的数字化端到端处理(Rivetti, 2021)。

最终，国际贷款数据库可能有助于国际贷款协定的标准化和协调。发展中国家的债务管理者将受益于贷款和债务协议中包含的复杂融资条款的准确和自动记录，这些数据可被直接纳入现有的债务管理系统。

建立国际贷款数据库

建立国际贷款数据库的第一步是，在现有的改进世界银行债务报告系统技术工作组的帮助下确定技术规格，该工作组成员包括英联邦秘书处、基金组织、贸发会议和世界银行。随后将对自愿参与的多边开发银行、双边债权人和感兴趣的借款人进行一次国际贷款数据库试点测试。

自2021年10月发布创建国际贷款数据库的初步提案以来，批评意见有：数据库重复，技术复杂，只是一个“部分解决方案”，成本高昂，存在数据所有权以及数据传播授权等问题。

对批评的回应

- 数据库重复。国际贷款数据不是对现有数据库的复制，其作用是提高数据质量，改进报告服务。数据数字化将确保质量，增强现有数据库提供的报告服务，使数据可被纳入现有的债务管理系统。
- 技术复杂。借款人的债务记录和管理系统以及债权人的贷款监测系统都是基于依赖电子数据传输的关系数据库。国际贷款数据库将建立在现有系统的基础上，使其在技术上可行并具有成本效益。
- 部分解决方案。诚然，债务透明需要一个多方面的解决方案，但国际债务数据库通过将手动信息共享转为数字化，解决了一个关键问题。
- 成本高昂。创建国际债务数据库的前期投资是必需的，但也是可控的；据估计，与目前的做法相比，长期运营成本会很低。考虑成本时应结合借款人、债权人和国际机构目前收集、汇编、核对和报告数据的费用。
- 数据所有权和授权。由国际贷款数据库处理的数据将保持加密并由数据所有者拥有，传播权由所有者决定，这符合现有的授权规则。
- 标准化的缺点。虽然融资工具的标准条款有望促进债务重组，但它们可能会减少针对国家具体需求定制的债务工具的政策空间。这意味着在标准化报告结构中应保留一定的灵活性。

创建国际贷款数据库是一项可以提高公共债务透明度和简化国际贷款数据管理的举措。通过应对关键挑战和利用技术进步，该数据库为借款人、债权人和数据编制者提供了一个宝贵的解决方案，最终可促进更有韧性的国际金融架构。

^a Rivetti D (2021), Debt Transparency in Developing Countries, Report No. 165760, World Bank, Washington, D.C.

d. 债务偿还

随着债务的偿还，在受到冲击时，国家当局需要清楚地了解各种债务工具和义务在危机时期是如何相互作用的，从而确保韧性。这就需要在披露和透明的基础上，对债务动态进行持续监测和建模，并了解金融创新的影响。

国家有关部门还需要其他方法来评估本国在复杂形势下的偿债能力。基金组织-世界银行评估债务可持续性的框架本质上是债权人的风险管理工具。因此，它们无法向借款人全面展示债务可持续性与发展融资需求之间的联系(UNCTAD, 2019b)。为了解决这一问题，贸发会议制定了可持续发展融资评估，并在贸发会议(2022b和2022d)中作了进一步阐述。

可持续发展融资评估可确定一国实现可持续发展目标所需要筹集的发展资金，以及使之与外部融资和公共债务可持续性相一致的途径(D.2节和UNCTAD, 2022c)。

e. 到期和债务重组

对于能够以可持续方式偿还债务的国家，债务管理部门应确保充分报告相关支付情况。交易记录和评估为涉及中介、交易和借贷成本的债务管理提供了有用的参照标准。

受债务困扰的国家面临更多困难，因为缺乏债务透明度与融资挑战密切相关。债务解决方案为提高透明度提供了一个独特的机会。《二十国集团共同框架》中的债务处理方法，包括要求在重组后充分披露债务的合同条款，有助于提高透明度。披露为改善债务管理和公平对待债权人奠定了基础。在额外的债务处理情况下，如有自动披露债务解决协议的机制，将减少延误，并最大限度地降低债权人不完全参与的风险，减少与待遇可比性有关的问题。联合国大会已邀请相关国际机构考虑建立一个债务解决方案中央数据登记册，以准确汇编这类信息(United Nations, 2022c)。

“对透明度的追求超越了单纯的数据披露。它意味着致力于建立一个对所有人都公平负责的全球金融架构。”

总之，透明是一项动态原则，贯穿主权债务生命周期的每个阶段。对透明度的追求超越了单纯的数据披露。它意味着致力于建立一个对所有人都公平负责的全球金融架构。除了债务管理和金融分析系统正在开展的工作外，贸发会议《负责任的主权借贷原则》是提高债务透明度的多边努力的一个里程碑。发展中国家面临的日益严重的债务挑战突出表明，需要重新审视上述原则，使其适用于更广泛的发展融资。

2. 债务管理与债务可持续性分析和追踪

发展中国家的债务管理部门迫切需要加强其评估和追踪债务可持续性的能力。它们应当能够模拟各种情景，并将这些情景作为指导经济政策的工具。政策制定者还必须加强与基金组织有效合作的能力，开展全面的债务可持续性分析，并加强与基金组织谈判的技巧。此外，更好地整合债务可持续性追踪——这是债务管理的上游领域，也包括治理和债务战略——对借款国和债权人都有好处。⁶

⁶ 见<https://unctad.org/topic/debt-and-finance/dmfas>。

在当前危机加剧、债务与气候挑战交织，实现可持续发展目标和《巴黎协定》障碍重重的背景下，可持续发展融资评估旨在帮助发展中国家对照其发展目标追踪可持续性进展。可持续发展融资评估是基于国家的若干潜在工具之一，可以补充货币基金组织在债务困境之前和之时开展的工作。它评估一国的发展融资需要，以实现具有气候韧性的绿色结构转型和最基本的可持续发展目标，同时确保对外和公共部门账户的可持续性。它考虑所有外部融资来源（外国直接投资、外国证券投资和外债）以及公共部门融资（公共债务和其他公共部门负债）。

可持续发展融资评估表明，有一系列政策选项可以在实现可持续发展目标的同时，实现或保持外部融资和公共部门融资的可持续性。可持续发展融资评估基于这一假设：长期产出增长由需求驱动，国际收支状况是增长和发展的主要经济制约。这意味着对外部门决定了长期增长的上限，通常低于充分就业。虽然从理论上讲，所有国家都面临这种外部约束(Thirlwall, 1979)，但发展中国家鉴于在全球经济中的外部头寸，受到的约束更大(Prebisch, 1950 and 1959)。这一假设包含两个相互关联的层面。其一，发展中国家通常存在贸易赤字，这反映了生产技术层面(Porcile, 2021)。其二，发展中国家不发行国际储备货币，即国际交易中广泛使用的货币（主要是美元），这反映了货币金融层面。这两个层面的相互作用意味着，发展中国家无法使用本币填补其结构性国际收支赤字。与这种赤字相关的外汇短缺最终会限制长期增长率。

可持续发展融资评估将实现可持续发展目标作为分析的核心，允许在财政决策中明确考虑发展雄心。这不同于注重偿还能力的标准债务可持续性分析。可持续发展融资评估超越了标准的债务可持续性分析，强调外部融资和公共部门融资可持续性更广泛的层面。它还将Pasinetti的“可持续领域”概念(1998)扩展到发展中国家的外部融资、外债和公共部门融资。⁷“可持续领域”界定了一系列与外部融资和公共部门融资可持续性一致的可持续性指标值。

贸发会议可持续发展融资评估第一版(Mark I)仅考虑前四个可持续发展目标(目标1-4: 无贫困、无饥饿、良好的卫生服务和优质教育)，鉴于公共部门的长期社会投资回报率高，预计这些目标将完全(或主要)由公共部门实现(Schmidt-Traub, 2015)。

“实现与气候相关的可持续发展目标的资金缺口巨大，迫使许多国家更多地举债。”

第二版(Mark II)正在拟订，将在第一版的基础上进行扩充。值得注意的是，它将评估实现《2030年可持续发展议程》以及所有与气候行动有关的可持续发展目标(目标13和其他目标的气候方面)对外部融资和公共部门融资可持续性的影响。众所周知，发展中国家受气候变化和自然灾害的影响最大，二者危及结构转型(Intergovernmental Panel on Climate Change, 2023; Wu, 2023)。此外，发展中国家在生产结构方面处于更脆弱的地位，因为它们更加依赖棕色产业，而且没有足够的财政和技术能力投资于绿色产业(UNCTAD, 2021)。这意味着通过投资于气候适应和减缓来实现气候相关目标存在巨大的资金缺口，迫使许多国家更多地举债。与此同时，发展中国家当前不可持续的债务负担严重损害了它们应对日益严峻的气候挑战的能力(D节)。

⁷ Pasinetti (1998)回应了“马斯特里赫特标准”，该标准规定了欧盟成员国加入未来货币联盟必须达到的标准，包括公共债务与国内生产总值之比不超过60%，财政赤字与国内生产总值之比不超过3%，平均通货膨胀率不超过通货膨胀率最低的三个成员国平均值的1.5个百分点。他指出，由于债务比率和赤字比率随时间推移而变化，它们之间的关系应该被认为是随意的，而不是固定的阈值。因此，这两个比率有不同组合可确保公共债务的可持续性。

贸发会议可持续发展融资评估第二版将有助于评估一国进行所需投资和实现具有气候韧性的绿色结构转型的资金需求。可持续发展融资评估看板可用于测试可持续性追踪的不同情景，并评估不同的政策选项如何影响公共部门的外部头寸(Lockwood, 2022)。第二版的目的是更新看板；这将有助于估计与气候有关的冲击如何影响实现气候目标的资金缺口。因此，可持续发展融资评估也将改善对债务和气候挑战的同步技术评估。

3. 债务解决方案和全球债务管理局

旷日持久且无实效的主权债务解决机制会让各国陷入恶性循环。这可能导致它们丧失进入金融市场的机会、资本外逃、经济活动低迷、金融部门不稳定以及外国直接投资枯竭。其后果被形容为“极度痛苦”(Buchheit et al., 2018)。借款人或债权人在重组过程中的失误可能会让一个国家在一段时间内无法进入国际金融舞台。具体而言，债务减免不足、对未来增长的预测过于乐观、无法团结债权人以及缺乏削减财政赤字的能力，都会导致拖延、抵制重组和规避风险的行为。

转变债务解决方式，使之有助于增强国家的韧性，需要私人(合约)和公共(法律)性质的多重创新。这些创新需相互协调，而不是相互对抗。

改善主权债务解决方案需要对现有框架进行实质性和制度性变革：

1. 对宣布陷入债务困境的国家自动暂停债务，让债权人集中精力于债务解决过程。这将防止出现“钉子户”债权人，并鼓励债务国在为时已晚之前进入困境阶段。及早宣布陷入债务困境和及早解决问题可以防止国家长期被金融市场拒之门外。为了确保债权人权益，暂停偿还债务可能是确保将私人债权人包括在内的一种有用的手段，待遇可比性原则和防止债权人变卖抵押品的规定同样也可以发挥作用。
2. 需要一个确定合法债务边界的机制。这涉及制定规则，界定因腐败、不透明和保密、违规授权或轻率的债权人行为而导致的违宪债务。
3. 在国家一级，需要改进债务可持续性分析，分析应反映实现可持续发展目标和气候转型的需要，包括相关投资和必要的产业政策，并通过改进关于增长和财政整顿潜力的数据，增强国家谈判者的能力。这就需要发展中国家建立自己的模型，但也需要提高基金组织债务可持续性分析模型和假设的透明度(最好基金组织愿意在必要时对它们进行修改)。
4. 作为发展中国家常用工具包的一部分，对资本流动施加监管。如此一来，货币政策不仅能够面临资本外流威胁时用于保护经济，还能在全球金融周期扩张阶段，相对于经济规模而言有大量资本流入，可能造成资产泡沫、金融脆弱性、币值高估和进口过剩时，用于保护经济(*Trade and Development Report, 2015*)。
5. 完善创新金融工具，如“债务换气候”和“债务换自然”，这些工具可以为债务可持续的国家提供增加(哪怕只是略微增加)财政空间的机制。目的是通过解决债务问题创造财政喘息空间，以便为减轻气候变化影响或保护生物多样性投资。结果喜忧参半，可能需要制定规则，限制债权人对投资的控制，以确保主权和所有权(Bolton et al., 2022)。

6. 建立增强韧性的制度框架。鉴于当前严峻的生态、社会和地缘政治挑战，主权债务监管机构需要弥合不同类组及利益攸关方之间的分歧。联合国这样的大型全球性组织最适合承担这项工作。二十国集团等其他行为体可以发挥重要作用，特别是在确保广大资本输出国提供支持方面。尽管债务重组的任何重大举措都将涉及多个机构，但最好有一个有权解决主权债务问题的机构性“总部”。需要开始思考如何以及在哪里建立这样一个中立的技术性机构。这将需要应对上文所述的系统失灵，获得债权人和借款人的支持，同时听取包括联合国在内的多边机构的意见(插文五.2)。
7. 建立借款人俱乐部。早在1956年，官方债权人就通过巴黎俱乐部等机构协调努力，此外还有各种私人债权人团体(插文五.3)。通过借款人俱乐部，债务国可以讨论技术问题和创新，如债券发行经验和促进可持续发展的新型债务工具，并相互吸取经验。有近期经验的债务国可以向那些正面临债务困境的国家提供意见，建议它们如何降低重组成本，或在债务国之间建立政治关系。这种支持可以带来一个更稳定、更有韧性的全球金融体系，给借款人和债权人都带来好处。

插文五.2 贸发会议与全球债务管理局这一体制机制的演变过程

2020年4月，随着全球开始感受到疫情和相关封锁的现实，贸发会议在对《贸易和发展报告》(UNCTAD, 2020)的系列更新中，呼吁建立一个国际性的发展中国家管理机构。这是贸发会议在漫长的出版物历史中最近一次指出，由于国际金融稳定和流动性是全球公共产品，债务困境的根源有一部分不在于发展中国家本身，因此需要一个公正的制度化机制来确保公平地解决主权债务问题。

1980年9月，贸发会议贸易和发展理事会为有关发展中国家核可了一套关于债务问题国际化管理的指导原则。该指导原则承认，任何此类行动都应：

- 迅速及时；
- 旨在改善债务国的发展前景，并铭记其社会经济优先事项和国际商定的发展中国家增长目标；
- 旨在恢复债务人的短期和长期偿债能力，并应加强发展中国家自身改善国际收支状况的努力；
- 力求在国际经济合作中公平地保护债务人和债权人的利益。

鉴于这项决议没有带来行动，1986年《贸易和发展报告》指出：

“[解决国际债务问题缺乏明确、公正的框架造成了相当大的危险[……]国际债务人将两头受挫[……]被判定为事实上的破产[……]但基本上得不到法律上的破产所伴随的债务减免和债务重组。”

1986年《贸易和发展报告》参考美国1978年《破产改革法》第11章，提出了一些可用于国际破产框架的程序，包括：自动中止债权人的索赔或判决，为债务人提供制定重组计划的空间；在申请破产后停止未偿债务利息的支付；债务人和债权人之间谈判达成、被一定比例债权人采纳的计划。后来，1998年《贸易和发展报告》还提出了各种关于建立国际债务融资机制以推动发展中国家商业银行债务重组的建议。

贸发会议《主权债务解决路线图和指南》(2015年)重申了其中一些想法，建议设立一个债务解决机构。该机构的作用是作为调解人和仲裁者，促进债务国与其所有债权人之间的对话，提供技术和后勤支持(包括收录以往债务重组完整记录的公共数据库)，委托进行债务可持续性分析。该机构有能力公开决定重组是否圆满结束。有人建议，在建立这样一个机构时应采取更加协调的多边办法，以增强其合法性。这些特征对于一个全球债务管理局至关重要。

迄今为止，设立这样一个机构的建议没有得到支持。这一定程度上与其性质有很大关系，因为其有效运作相当于一种全球公益物。然而，可能受益于这种公益物的债务国，必须在捍卫其作为个体借款人的利益与捍卫集体利益——即在主权违约情况下促进更公平有效的结果——之间取得平衡。还必须说服债权人相信这种体制结构的长期优势。

建立解决主权债务问题的新规则和新机制的过程很可能会达不成共识，并遇到机构阻力。前方的道路不仅仅是一条法律之路；这一过程有很强的政治性，需要大批会员国和行为体，包括法院和国际机构的支持。

然而，推动建立一个处理全球债务的机构，可能会带来主权债务解决机制的实质性转变。这一机构将促进和实施上述实质性转变。朝着这个雄心勃勃的实体前进可以从小处开始。

全球债务管理局的设想

一开始，全球债务管理局可以作为一个协调和咨询机构。设立该机构的依据可以是少数感兴趣国家通过的一项不具约束力的章程，而不是一项几乎普遍加入的具有约束力的条约。它最初将由现有国际组织的一小批长期工作人员组成，并依靠一些特设专家委员会开展工作。

全球债务管理局的初步工作将是确定任务、协调现有努力和提出建议。特设专家委员会将确定与主权债务有关的现有问题，并向管理局提出建议，以便就软法、国内立法发展和合同方法提供指导。通过这些特设委员会的工作，管理局将与专家、国际机构、国内立法者和民间社会团体建立关系网。在收集主权债务解决数据方面，全球债务管理局和特设专家委员会的工作人员将开发和维护关于以往债务解决协议、债务可持续性分析和有效解决方案沟通战略的数据库。在此过程中，全球债务管理局将与债务国、债权国和国际机构曾参与债务重组的官员建立联系。这样，管理局就可以开始运作，并为进一步发展建立网络。在此基础上，管理局可以开发资源，以便在主权债务解决中发挥重要作用。

全球债务管理局的法律依据

虽然有些人认为，通过多边条约建立一个国际组织并通过增加成员国来扩大影响力是一个黄金准则，但鉴于全球债务管理局的技术性质和保持中立的必要性，在不具约束力的基础上开始并通过具体工作逐步扩大影响力，可能更可取也更务实。管理局可以作为一个自主的实体建立，既不是借款人也不是债权人，由一小批感兴趣和有决心的国家提供必要的技术人员。这种做法相当普遍，类似的例子包括国际原子能机构(原子能机构)，它本身产生于12个国家谈判达成的章程(Fischer, 1997)。全球债务管理局将通过做出实质贡献和获得认可而确立其合法性并不断扩大，这一点与原子能机构类似。

设立全球债务管理局

设立管理局的第一步将是确定一批感兴趣的国家作为章程成员。章程成员国可以协商一项更全面的创始文件和更详细的管理结构。管理局也欢迎观察员国加入。一个专家筹备委员会将就创始文件的起草提出建议，并为实质性工作流程和相关的行为方和组织网络奠定基础。还需要理清管理局的后勤事宜，包括管理局的地址、初始预算和长期工作人员的聘用。

为确保对全球债务管理局进行充分审查，可与更广泛的利益攸关方群体定期举行全体会议，目的是让他们了解管理局的活动，听取他们的意见和建议。

插文五.3 私人债权人的协作 – 对借款人的经验教训？

私人债权人通过国际金融协会(全球性的金融机构协会)、伦敦俱乐部(国际商业银行与主权债务人商讨债务解决问题的非正式平台)、国际资本市场协会(专注于塑造国际资本和证券市场的协会)等现有论坛积极合作。这种类型的协作已成为标准做法，私人债权人可能同时加入多个机构。

通过持续的对话、了解和合作，私人债权人可以影响国际债务架构，使之对自己有利，并游说通过符合自身利益的法律。私人债权人也有能力拖延重组过程。此外，还有一种自我强化在起作用：协作可以增强私人债权人的影响力，巩固他们的利益，反过来又激励进一步的协作。

当前的全球债务架构以债权人中心。债权人的协作影响了国内立法并推动了合同工具。英国和纽约州等重要法域的相关规则对债权人有利，这些规则适用于大多数主权债务协议。例如，在纽约州，现有规则没有对抵制债务重组的诉讼施加任何限制。旨在改变这一状况的提议继续遭到拒绝。^a 纽约州没有相关法律强制私人债权人参与对主权债务人有利的国际债务倡议。最近一次关于这个问题的立法提案遭到私人债权人的一致反对。^b 另一个例子是纽约州适用9%的判决前法定利率。这是从拖欠债务开始到法院作出判决为止适用于未偿债务的年利率。这一利率设定于1981年，当时美国的年通货膨胀率为8.9%，尽管之后几十年的通货膨胀率一直远低于这一数值，直到2021年才再次上升，但该利率一直保持不变。

合同条款往往也对债权人有利。例如，债券合同和贷款协议通常包含连带违约和提前支付条款。连带违约条款允许所有债权人在借款人对任何一项债务违约时要求还款。提前支付条款要求债务人在满足某些条件的情况下(例如，在另一系列债券违约的情况下)，提前偿还所有未偿债券。虽然这些条款被用来保护债权人的利益和确保债务的连续性，但也削弱了主权债务人在谈判中的地位，限制了其处理债务困难的灵活性。例如，债务国可能不愿意自愿调整债务，因为这在某些贷款协议下被视为违约。

全球债务架构中的现有规定对可持续融资没有促进作用。现有规定不要求私人债权人提供债务可持续性分析，以证明其贷款和风险溢价的合理性。相比之下，基金组织和巴黎俱乐部有政策规定，债权人应根据债务可持续性分析遵守贷款限额，尽管这些规则有时没有得到遵守。但在私营部门没有类似的规定。这导致过度放贷和风险溢价过高。此外，尽管风险溢价很高，但在违约情况下，私人债权人往往能够通过抵制债务重组的诉讼获得全额赔偿，即便官方债权人已经同意减免债务。私人债权人牺牲给予债务减免的债权国纳税人的利益，通过不合理的高风险溢价和全额索偿债务来获得高回报。这为私人债权人拖延债务重组进程提供了动力，导致债务国处境恶化，因为这阻碍了债务国恢复经济稳定和重获进入金融市场机会的能力。从历史上看，集体行动条款促进了一些私人债务的重组，但大债权人可能会获得阻碍重组的地位。此外，这类条款导致长期依赖私人投资者的善意，即便紧迫的公共利益，包括气候调整措施或基本医疗保健濒临危险。

债务人的协作可以如何改善系统？

与债权人的情况相反，主权债务人之间严重缺乏协作，也严重缺乏平衡这种不对称的空间。在借款阶段，债务人协作可以促进公平规则，鼓励更平衡的国际债务架构，保障负责任的借贷。在重组阶段，债务人协作可以使债务国拥有更强的技术能力和网络，更容易获取信息，从而享有更平等的地位，减少不合理的结果。这有助于避免旷日持久的谈判，恢复债务可持续性和实现经济复苏。

虽然债务国进行协作有诸多好处，但也存在阻碍因素。其中包括对下行风险或信用评级下调的担忧。此外，鉴于主权国家启动债务解决程序通常是单独行动，借款人协作的可能性低于债权人。虽然大规模区域危机可能产生暂时的共同理由，但可能很快消失——如卡塔赫纳集团的情况。^a 该集团虽然是临时性的，但这种协作也带来了一些好处，包括优惠资金增加、债权人被基金组织的成长型方案接纳、达成多年期调整协议，以及多边银行贷款增加。此外，联合违约的威胁可能帮助成员国获得了更好的条件。

^a 虽然纽约州法律中的特别帮诉规则禁止第三方为诉讼提供资金以换取诉讼结果中的经济利益，并特别禁止以提起法律诉讼为目的收购债务，但这并不适用于大多数主权债务纠纷。这是因为该禁令仅适用于购买价格总额低于50万美元的情况。见《纽约司法法》第489条；Elliott Associates有限合伙企业诉秘鲁国家银行，194 F.3d 363, 368 (2d Cir. 1999)。

^b 众议院法案A2970/参议院法案S4747。

^c 1984年6月，11个国家(阿根廷、多民族玻利维亚国、巴西、智利、哥伦比亚、厄瓜多尔、墨西哥、秘鲁、多米尼加共和国、乌拉圭和委内瑞拉玻利瓦尔共和国)的外交部长和财政部长在哥伦比亚卡塔赫纳举行会议，签署《卡塔赫纳共识》，正式成立了卡塔赫纳集团。到1986年，该集团已不复存在——成员国的利益分歧，经济形势的不同、政治和意识形态的差异，以及基金组织方案的存在与否，都削弱了它们的凝聚力。

E. 债务生命周期中的韧性

主权债务韧性是指主权国家在对外部冲击时，通过适应一段时期的压力和确保增长和发展方面的反弹，避免债务困境的能力。

面对全球不确定性和气候危机不断升级的大背景，下文在主权债务生命周期的概念框架下探讨了更有韧性地应对外部冲击的几个关键要素。这些要素包括：可获得国家和国际缓冲、有赠款和优惠资金以及债务减免措施为复苏留出空间。

1. 用于增强韧性的缓冲

2020年新冠危机前夕收集的数据显示，只有三分之一的美国家庭做好了应对中等规模冲击的准备，27%的家庭表示，他们拿不出2,000美元来应对意外冲击。另有三分之一表示，即使没有冲击，他们在一个平常的月份也很难实现收支平衡(Deevy and Streeter, 2021)。预计家庭韧性的缺乏是多方面的，与财富、阶层和社会地位、储蓄和潜在的流动性来源都有关系。

同样，一个主权国家对外部冲击的脆弱性，可以通过其国内生产总值、发展水平、外汇储备以及(例如通过全球金融安全网)获得全球流动性的能力来衡量。通常，发达国家具有更强的韧性，因此，新冠疫情后的经济复苏显示出国家内部和国家之间的巨大不平等，便不足为奇(United Nations, 2022a)。

积累外汇储备是一项高成本的国家行动，尤其是因为损失了更高的回报或放弃了投资机会。发展中国家越来越依赖外汇储备作为一种自我保险，其中一个衡量标准是储备与短期债务之比。例如，2022年，由于各国新增的短期债务减少，或动用储备来保护其贬值的货币，每个发展中区域的储备与短期债务的比值都有所下降(例如，见大会第78/229号决议)。

全球金融安全网涉及国际、区域和双边流动性，包括基金组织的紧急贷款、区域金融安排和中央银行之间的双边货币互换安排。总体而言，与发达国家相比，发展中国家进入全球金融安全网的机会较少，那些无法获得区域金融安排的国家处于最不利的地位(Mühlich et al., 2022)。

在这种背景下，基金组织2021年8月为应对新冠疫情向190个成员国发放特别提款权，被广泛誉为增强全球韧性的必要举措。虽然特别提款权主要由发达国家获得，但发展中国家无疑也从特别提款权的发行中受益(Cashman et al., 2022)。

2. 除了举债，别无他法？

危机刚结束时，增加债务可能既不可持续，也不可取，但除非有赠款和优惠资金，否则举债可能是唯一的选择。鉴于发展中国家通常以更高的利率设法进入债务市场(United Nations, 2023b)，更多地举债可能会带来惩罚性利率。发生飓风等气候事件后，国家通常会更多地贷款，以进行重建。与此同时，贷款成本也在提高，这反映了债权人感知风险的提高(Buhr and Volz, 2018)。新冠疫情清楚地表明，更多地举债可能是不可避免的。然而，危机很可能伴随政府收入的下降，这意味着社会和经济需求飙升，与偿债成本形成竞争。在这种情况下，稀缺资源被转而用于支付更高的偿债成本，因此阻碍了有韧性的复苏。偿债负担在政府收入中占比增加，使发展中国家无法在复苏、发展目标和结构转型方面维持足够高的公共支出。

有强大的理由支持寻找债务的替代品。需要在替代性资金来源方面做更多的工作。保险、额外的赠款支持以及方便获得低成本的长期优惠资金等办法都可以发挥作用。目的是确保债务可持续性缺失和长期经济困境不会成为“新常态”。

虽然政府间风险保险计划(如加勒比巨灾风险保险基金)可提供宝贵的紧急救济，但它们需要广泛的国家和机构支持。

陷入或即将陷入债务困境的国家，如果国内法规定赠款不受制于国家基本支出增长上限，那么赠款将有助于它们追求必要的国家发展目标，包括采取气候行动，建立气候韧性(Achampong, 2023)。

关于更优惠的资金，联合国秘书长提出了为实现《2030年可持续发展议程》的可持续发展目标刺激计划，指出迫切需要多边开发银行提供更多优惠资金，并呼吁多边开发银行提高贷款额，到2030年从每年约1,000亿美元提到每年5,000亿美元(United Nations, 2023b)。此外，公共开发银行可以在多边开发银行提供的融资之外，以低于市场的利率提供融资。最近的一项反事实分析表明，发展中国家在过去几十年中面临的高利率极大地削弱了它们的债务可持续性和韧性(Panizza, 2022)。

3. 创造喘息机会的措施

发生危机或冲击后，所有债权人若能同意普遍暂停偿债(本金和利息)，受影响的国家将受益匪浅。与二十国集团在疫情暴发后颁布的《暂停偿债倡议》类似，双边和多边债权人可以商定这种全面暂停或延期一段时间的规则。这方面的进展深受欢迎：英国正在发起气候韧性债务条款(United Kingdom, 2023)，世界银行发布了一个为遭受自然灾害的国家提供支持的综合工具包。然而，还应针对国际战争、流行病和其他危机，更广泛地考虑这些措施。

这种延期偿付，特别是在所有官方和私人债权人都采纳时，可以为重新评估一国的债务状况创造空间。理想情况下，这一过程将由一个中立机构(如全球债务管理局)与债权人和借款国共同完成。更大的目标是为重新评估主权债务可持续性提供机会，从而避免债务困境。这将使各国能够继续增强抵御未来冲击的能力。

F. 主权债务重组建议和前进方向

1. 重组主权债务需要通过增加向多边和区域银行注资或发行新的特别提款权，增加优惠资金。
2. 应在提高融资使用条款和条件透明度的基础上，扩大融资渠道。贷款合同数字化将大大提高这一信息的自动化和准确性。关于有担保的主权债券的规则也将保护发展中国家。
3. 修订贸发会议《负责任的主权借贷原则》可促进在主权债务获得的各个阶段强调指导原则的重要性。
4. 在国家一级，需要改善对债务可持续性的分析和追踪，这不仅是为了反映可持续发展目标的实现情况，也是为了使国家谈判者能够掌握有关其增长和财政整顿潜力的更优数据。
5. 如能进入一个真正的全球金融安全网，发展中国家将受益匪浅。虽然所有成员国最终都有机会从基金组织获得有条件融资，但在流动性紧缩时期获得中央银行间的货币互换将有助于避免危机。
6. 为了实现可持续发展目标，各国需要能够利用最能满足其需求的创新金融工具。需要开展更多工作以增强各国在这方面的能力。需要制定关于可持续发展债券、韧性债券以及自动重组和担保的规则。
7. 在多重危机期间，一个国家能否在偿债的同时保持韧性，令人怀疑。在遇到气候、卫生和其他外部危机时暂停债务人债务的国际和国内规则，如气候韧性债务条款和世界银行倡导的方法，是可以惠及所有主权借款人的初步步骤。
8. 在日益复杂的环境中，借款人应该从私人债权人那里得到启发，合作分享信息和经验。应着手建立一个更强有力的债务解决机制和法定的全球债务管理局。在此过程中，应围绕债权人待遇和公平以及如何平衡借款人和贷款人权利展开讨论。

参考文献

- Achampong L (2023). In focus: Reforming climate finance. In: OECD, ed. *Development Co-operation Report 2023: Debating the Aid System*. OECD Publishing. Paris:71–81.
- Anthony M, Impavido G and van Selm B (2020). Barbados' 2018–19 sovereign debt restructuring – A sea change? Working Paper No. WP/20/34. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- Blanchard O and Leigh D (2013). Growth forecast errors and fiscal multipliers. Working Paper No. WP/13/1. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- Bohoslavsky JP and Goldman M (2016). An incremental approach to sovereign debt restructuring: Sovereign debt sustainability as a principle of public international law. *Yale Journal of International Law Online*. 42:13–43.
- Bolton P, Buchheit LC, Panizza U, Weder di Mauro B and Gulati M (2022). Environmental protection and sovereign debt restructuring. *Capital Markets Law Journal*. 17(3):307–316.
- Buchheit L, Chabert G, DeLong C and Zettelmeyer J (2018). *The Sovereign Debt Restructuring Process*. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- Buhr B and Volz U (2018). *Climate Change and the Cost of Capital in Developing Countries: Assessing the impact of climate risks on sovereign borrowing costs*. SOAS University of London. United Kingdom.
- Calvo G, Reinhart C M and Liederman L (1992). Capital inflows to Latin America: The 1970s and the 1990s. IMF Working Paper 92/85. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- Cashman K, Arauz A and Merling L (2022). *Special Drawing Rights: The Right Tool to Use to Respond to the Pandemic and Other Challenges*. Centre for Economic and Policy Research. April.
- Chellaney B (2017). China's debt-trap diplomacy. *Project Syndicate*. 23 January.
- Chung K and Papaioannou MG (2020). Do enhanced collective action clauses affect sovereign borrowing costs? Working Paper No. 20/162. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- Domar ED (1944). The “burden of the debt” and the national income. *American Economic Review*. 34(4):798–827.
- ESCAP (2023). *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2023: Rethinking Public Debt for the Sustainable Development Goals*. (United Nations publication. Sales No. E.23.II.F.2. New York).
- Financial Times* (2023). Argentina faces €1.3bn bill after losing case over GDP-linked debt. 5 April.
- Fischer D (1997). *History of the International Atomic Energy Agency: The First Forty Years*. International Atomic Energy Agency. Vienna.
- Fitch Ratings* (2023). Sovereign defaults are at record high. 29 March.
- Fritz B, Prates D and de Paula LF (2018). Global currency hierarchy and national policy space: A framework for peripheral economies. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*. 15(2):208–218.
- Gelpern A (2016). Sovereign debt. Now what? *Yale Journal of International Law Online*. 42:45.
- Gelpern A (2018). About government debt... who knows? *Capital Markets Law Journal*. 13(3):321–355.
- Gelpern A, Horn S, Morris S, Parks B and Trebesch C (2022). How China lends: A rare look into 100 debt contracts with foreign governments. *Economic Policy*. eiac054.
- Goldman M (2023). Industrial policy and sovereign debt. SSRN.
- Group of 30 (2020). Sovereign debt and financing for recovery after the COVID-19 shock. Preliminary report and conclusions of the Working Group. Washington, D.C.

- Guzman M and Stiglitz JE (2016). Creating a framework for sovereign debt restructuring that works. In: *Too Little, Too Late: The Quest for Resolving Sovereign Debt Crises*. Columbia University Press. New York:3–32.
- Horn S, Reinhart CM and Trebesch C (2021). China’s overseas lending. *Journal of International Economics*. 133:103539.
- IMF (2023). *Making Public Debt Public – Ongoing Initiatives and Reform Options*. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- Inter-Agency Task Force on Financing for Development (2023). *Financing for Sustainable Development Report 2023*. (United Nations publication. Sales No. E.23.I.6. New York).
- Intergovernmental Panel on Climate Change (2023). *Climate Change 2023: Synthesis Report*. Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change. IPCC. Geneva.
- Krueger A (2002). *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- Lippolis N and Verhoeven H (2022). Politics by default: China and the global governance of African debt. *Survival*. 64(3):153–178.
- Lockwood K (2022). User manual: UNCTAD sustainable development finance assessment framework policy dashboard. In: UNCTAD, ed. *COVID-19 Response and Recovery: Mobilizing financial resources for development* (United Nations publication. Geneva).
- Maslen S and Aslan C (2022). *Enhancing Debt Transparency by Strengthening Public Debt Transaction Disclosure Practices*. EFI Insight. World Bank. Washington, D.C.
- Munevar D (2021). *Sleep now in the fire: Sovereign bonds and the Covid-19 debt crisis*. Eurodad.
- Mühlich L, Zucker-Marques M, Fritz B and Kring W (2022). No-one left behind? COVID-19 and the shortcomings of the global financial safety net for low- and middle-income countries. Paper for UNCTAD DA Project: Mobilizing finance for development in the era of COVID-19. Paper 05/22.
- Panizza U (2022). Long-term debt sustainability in emerging market economies: A counterfactual analysis. Background for the 2022 Financing for Sustainable Development Report. Working Paper No. HEIDWP07-2022. Graduate Institute of International and Development Studies.
- Pasinetti L (1998). The myth (or folly) of the 3% deficit/GDP Maastricht “parameter”. *Cambridge Journal of Economics*. 22(1):103–116.
- Porcile G (2021). Latin-American structuralism and neo-structuralism. In: Alcorta L, Foster-McGregor N, Verspagen B and Szirmai A, eds. *New Perspectives on Structural Change: Causes and Consequences of Structural Change in the Global Economy*. Oxford, Oxford University Press: 50–71.
- Prebisch R (1950). *The Economic Development of Latin America and its Principal Problems*. Economic Commission for Latin America and the Caribbean. United Nations Department of Economic Affairs. New York.
- Prebisch R (1959). Commercial policy in the underdeveloped countries. *American Economic Review, Papers and Proceedings*. 49(2):251–273.
- Schmidt-Traub G (2015). *Investment Needs to Achieve the Sustainable development Goals: Understanding the Billions and Trillions*. United Nations Sustainable Development Solutions Network.
- Thirlwall AP (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*. 32(128):45–53.
- UNCTAD (2012). *Principles on Promoting Responsible Sovereign Lending and Borrowing* (United Nations publication. Geneva).

- UNCTAD (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 (2019a). *The Least Developed Countries Report 2019: The Present and Future of External Development Finance – Old Dependence, New Challenges* (United Nations publication. Sales No. E.20.II.D.2. New York and Geneva).
- UNCTAD (2019b). *Trade and Development Report 2019: Financing a Global Green New Deal* (United Nations publication. Sales No. E.19.II.D.15. Geneva).
- UNCTAD (2020). *Trade and Development Report Update: From the Great Lockdown to the Great Meltdown: Developing Country Debt in the Time of COVID-19* (United Nations publication. Geneva).
- UNCTAD (2021). *Climate Change, Green Recovery and Trade* (United Nations publication).
- UNCTAD (2022a). *Debt Management and Financial Analysis System Programme Annual Report 2022* (United Nations publication. Geneva).
- UNCTAD (2022b). *Sustainable Development Finance Assessment Framework* (United Nations publication. Geneva).
- UNCTAD (2022c). Staying afloat: A policy agenda for climate and debt challenges. COP27 High-Level Event Series. Background Note.
- UNCTAD (2022d). UNCTAD Sustainable Development Finance Assessment (SDFA) Framework: Linking debt sustainability to the achievement of the 2030 Agenda. DA COVID-19 Project Paper 16/22.
- UNCTAD (2023). Delivering development finance to achieve the 2030 Agenda for sustainable development: Making development finance contribute to environmentally sound industrialization. Note by the UNCTAD secretariat for the 7th Intergovernmental Group of Experts on Financing for Development. 23 August.
- United Kingdom (2023). Climate Resilient Debt Clauses – Legal template for the Climate Resilient Debt Clauses developed by UK Export Finance. 22 June. Available at: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1164721/Climate_Resilient_Debt_Clauses.pdf (accessed 22 November 2023).
- United Kingdom Supreme Court (2023). *The Law Debenture Trust vs Ukraine*. Case ID. 2018/0192 Judgement. 15 March.
- United Nations Development Programme (2023). Integrated national financing frameworks and sovereign thematic bonds. Policy Brief. UNDP. New York.
- United Nations Environment Programme (2022). *Adaption Gap Report 2022: Too Little, Too Slow – Climate adaptation failure puts world at risk*. (Nairobi).
- United Nations, Department of Economic and Social Affairs (2022a). *World Economic Situation and Prospects 2022* (United Nations publication. Sales No. E.22.II.C.1, New York).
- United Nations, General Assembly (2022b). External debt sustainability and development. Note by the Secretary-General. A/77/206. New York. 21 July.
- United Nations, General Assembly (2022c). Resolution adopted by the General Assembly on 14 December 2022. External debt sustainability and development. A/RES/77/153. New York. 20 December.
- United Nations, General Assembly (2023a). External debt sustainability and development. Note by the Secretary-General. A/78/229. New York. 25 July.
- United Nations (2023b). United Nations Secretary-General's SDG Stimulus to Deliver Agenda 2030. New York.
- V20 (2022). *Climate Vulnerable Economic Loss Report*. The Vulnerable 20 Group. Geneva.

Vivid Economics (2021). *Greenness of Stimulus Index. An assessment of COVID-19 stimulus by G20 countries and other major economies in relation to climate action and biodiversity goals.* Available at: <https://www.vivideconomics.com/casestudy/greenness-for-stimulus-index/> (accessed 22 November 2023).

Welsh M (2014). Resilience and responsibility: Governing uncertainty in a complex world. *The Geographical Journal*. 180(1):15–26.

World Bank (2022). Brief: Debt Service Suspension Initiative. 10 March. Washington, D.C.

World Bank (2023). Factsheet: World Bank Group Announces Comprehensive Toolkit to Support Countries After Natural Disasters. 22 June.

Wu R (2023). Natural disasters, climate change, and structural transformation: A new perspective from international trade. *World Economy*. 46(5):1333–1377.

第六章



需要以金融改革促进
气候协调型发展



生态与发展并重

尽管承诺了几十年，但国际金融体系只提供了实现全球气候和发展目标所需资金的一小部分。要实现可持续发展目标和惠及所有人的包容性增长，需要在气候协调型发展议程框架内增加财政资源。要做到这一点，需要克服两个主要挑战。

首先，需要重新评估公共和私营部门的作用和参与模式，即这些部门如何参与和促进有利的经济转型。第二，公共和私人融资方面的持续偏好往往直接或间接地削弱气候目标。这包括仍有数万亿美元用于支持化石燃料。

在呼吁全球绿色新政的过程中，贸发会议提出了一系列打破当前僵局的政策行动。

建议

- 支付承诺用于官方发展援助和气候融资的公共资金，确保需要的人可以随时获得这些资金。
- 通过增加公共银行和基金的资本和优先考虑长期投资，协助公共银行和基金承担重任。
- 发展新的部署模式，以及更公平有效地利用私人资金和商业银行的手段。
- 削减对加速气候危机的活动的资助，将资金转向符合气候承诺的活动。这包括停止为新化石燃料勘探和化石燃料补贴提供资金，同时建立对低收入和贫困家庭的替代性长期支持。

A. 导言

经过二十多年的全球讨论——从蒙特雷第一次联合国发展筹资问题国际会议(2002年)，到《哥本哈根协议》(2009年)、联合国可持续发展大会(2012年)、《巴黎协定》(2015年)和《亚的斯亚贝巴行动议程》(2015年)，以及无数次二十国集团会议——国际金融体系只提供了实现商定的气候和发展目标以保证所有人享有繁荣和可持续未来所需资金的一小部分。即使为公共产品和服务的较长期投资筹集了资金，这些资金也很少流向最需要的国家。在某些领域，资金用途甚至与商定目标相左，例如有数万亿美元用于支持增加化石燃料生产。发展中国家实现可持续发展目标所需的年度投资缺口不断扩大，目前为每年4万亿美元，几乎是2015年通过可持续发展目标时的两倍(UNCTAD, 2023a)。

本章建议了一系列政策改革和调整。本章特别强调，需要解决国际金融体系中持续存在的不对称，这一问题若得到解决，将有助于发展中国家筹集所需资源。大前提是，气候资金应作为发展需求的一个额外补充部分。当前关于气候议程的谈判为协调这两者提供了机会。

B. 与气候目标一致的发展议程资金缺口的根本原因

1. 私人资金和“万亿缺口”

虽然私人资本在实现发展目标和能源转型方面发挥了作用，但迄今为止的表现令人失望。这很可惜，因为根据各种估计，气候目标和可持续发展目标每年所需的投资不到全球金融资产现值的1%(每年约4万亿美元)。如果金融创新、技术官僚头脑、果断的政治领导三管齐下，应该有可能将这些资产中的一部分转化为用于满足气候和发展目标的有形投资。

全球私人资本流动规模巨大，但倾向于谋求短期收益。此外，几十年来，在大多数国家，私营部门对固定资本形成总额的投资水平一直停滞在次优水平或出现下降。1980年，发展中国家的私人部门投资占国内生产总值的比重超过20%，但现在降至18%左右，如果不算中国，这个数字还会更低。而且，第一章已经谈到，这种下降在发达经济体最为明显。

对于这些趋势背后的结构性压力和政策决定，那些主张更多依赖私人资金来实现发展和气候目标的人并没有予以足够的重视(UNCTAD, 2019; Gabor and Braun, 2023)。例如，《巴黎协定》2016年“1,000亿美元路线图”表示，有信心实现到2020年每年为发展中国家的气候行动筹集1,000亿美元的目标。在基线预测中，一份配套文件预计，1,000亿美元目标中的三分之二左右将由公共来源提供，其余三分之一将由私人来源提供(OECD, 2016)。

“实现气候目标和可持续发展目标每年所需的投资不到全球金融资产现值的1%。”

预测中的公共来源部分几乎已经实现。2020年，低收入和中等收入经济体通过世界主要多边开发银行(380亿美元)、公共部门直接筹资(80亿美元)和公共部门联合融资(180亿美元)获得的气候资金总额超过640亿美元。但仔细一看可以发现，私营部门的数字低于预期，因为该年私营部门的筹资总额不到100亿美元(African Development Bank et al., 2021: table 23)。即使这一数字，也是在使用宽松的解释后得出的。按照更严格的定义，如果只包括直接，不包括间接的联合融资，则收到的金额仅为35亿美元。因此，在向低收入和中等收入国家提供的总共740亿美元资金中，87%来自公共银行和公共联合融资机构。从未想过私人联合融资金额会如此之低。

然而，近年来，对资助气候和可持续发展目标的共识叙事和期望没有发生根本改变。按照二十国集团全球金融治理问题知名人士小组报告中的建议(Group of 20, 2018)，发达国家继续呼吁通过增加公共部门资金，撬动2021年《气候资金交付计划》(COP26, 2021)所述的难以获得的私人资金。正如《气候公约》的一份报告(2022:101)所引述的，“所有发达国家都需要加紧努力实现这一目标，这意味着需要扩大公共资金”。与此同时，该报告重拾2016年的乐观情绪：“私人资金的筹集没有达到2016年路线图预期的规模，表明需要进一步努力提高公共干预措施调动私人资金的效力”(同上)。

一些投资需求或活动对商业或私营部门始终不会有吸引力。根据对混合融资格局的一项广泛评估，“多边开发银行和发展融资机构每投资1美元，平均可为发展中国家调动0.75美元的私人资金，但对低收入国家而言，这一数字降至0.37美元。期望这种混合融资可以弥补可持续发展目标的资金缺口是不现实的：“十亿撬动十亿”比“十亿撬动万亿”更有可能实现”(Attridge and Engren, 2019:11)。经合组织估计，自2000年以来，发展融资机构通过混合融资为实现可持续发展目标仅筹集了810亿美元(OECD, 2023)，而私营部门筹集的气候资金低于发达国家的预期60%之多(UNFCCC, 2022)。

同样，人们曾对绿色债券作为气候资金的强大来源寄予厚望，但事实证明这是不现实的。贸发会议(2023a)估计，绿色债券2022年发行量降至5,000亿美元，年降幅为3%；相对于全球现有的100万亿美元常规债券存量，绿色债券只是一个微不足道的补充(Newell et al., 2023)。

此外，尽管绿色债券市场以及环境、社会和治理投资市场总体在增长，但额外性问题仍未解决。研究表明，环境、社会和治理投资的风险和回报与传统投资基本一致(Jain et al., 2019; Pietsch and Salakhova, 2022)，这意味着大多数环境、社会和公司治理投资，不论有没有这一标签，都将实施。尽管有证据表明，绿色债券相对于传统债券具有略微的成本优势，但这是反映了投资者愿意为这类工具支付“绿色溢价”，还是反映了潜在的暂时供需失衡，目前尚不清楚。但是可以明显看出，政府发行的遵循严格报告标准的投资级债券有“绿色溢价”，这说明信誉很重要(UNCTAD, 2023a)。

以上所述并不是想证明为实现气候和发展目标扩大私人投资没有必要，但很显然，如何处理、管理并辅助这方面的工作十分重要。

2. 化石燃料融资仍在大步向前

继续获得大规模资金的一个领域是化石燃料。2015年在巴黎，所有国家都承诺大幅减少全球温室气体排放，以限制本世纪的全球气温升幅。商定的目标是2摄氏度，同时努力将增幅进

一步限制在1.5摄氏度之内。《巴黎协定》没有提到化石燃料，尽管它们近年来占世界能源供应的80%，直接导致的排放量占全球二氧化碳排放量的90%以上，或全球温室气体排放量的75% (Hausfather and Friedlingstein, 2022)。

在逐步远离化石燃料这一具有挑战性的背景下，一个主要担忧是资金继续流入新的勘探活动和新项目，特别是在能源获取水平高的发达国家。最近的一项研究(UNEP et al., 2023)发现，各国政府计划到2030年生产的化石燃料仍然是1.5度目标所对应的化石燃料产量的两倍多。在这种背景下，仅仅补贴非化石燃料能源基础设施的生产和供应以调整相对价格，不足以阻断化石燃料的二氧化碳排放。

如今，正在逐步形成一种政策共识，即任何可信的战略都有赖于大幅、快速减少化石燃料的融资、开采、贸易和消费——在这方面，监管将是关键，因为自愿行动止步于此。2021年在格拉斯哥举行的第二十六届缔约方会议上，40多个国家承诺“逐步减少煤炭”(UNFCCC, 2021)，撤销了此前提出的“逐步淘汰”煤炭的措辞。哥斯达黎加和丹麦牵头的一小批国家成立了超越石油和天然气联盟。助力淘汰煤炭联盟作出了另一个承诺，私营部门也承诺采取行动。

近年来，大多数航空公司甚至石油巨头都承诺实现碳中和，尽管学术研究强调目前还存在技术限制，必须将这些对环境有害的行业缩减约85% (Nick and Thalmann, 2022; Bloomberg, 2023)。

在第二十六届缔约方会议上，私营金融机构发起了全球净零金融联盟，以便更好地协调其成员管理的130万亿美元资产，加速全球经济向净零排放转型。该联盟的成员遍布整个金融系统，包括银行、保险、资产管理公司等。由于煤炭、石油和天然气行业是高度资本密集型行业，化石燃料企业依赖外部信贷和投资，因此全球净零金融联盟的成立似乎是一个受欢迎的举措，该联盟委托进行的研究(Lubis et al., 2022)表明，必须迅速削减化石燃料融资。具体而言，2020-2030年期间的年均水平必须减半，才能实现净零排放目标。

然而，研究表明，化石燃料融资仍在增加，预计2023年化石燃料投资将超过1万亿美元(图六.1)。通过追踪银行和化石燃料公司之间的金融交易对化石燃料融资做出的其他估计也显示，以贷款和承销服务形式向化石燃料公司提供的信贷没有下降。¹

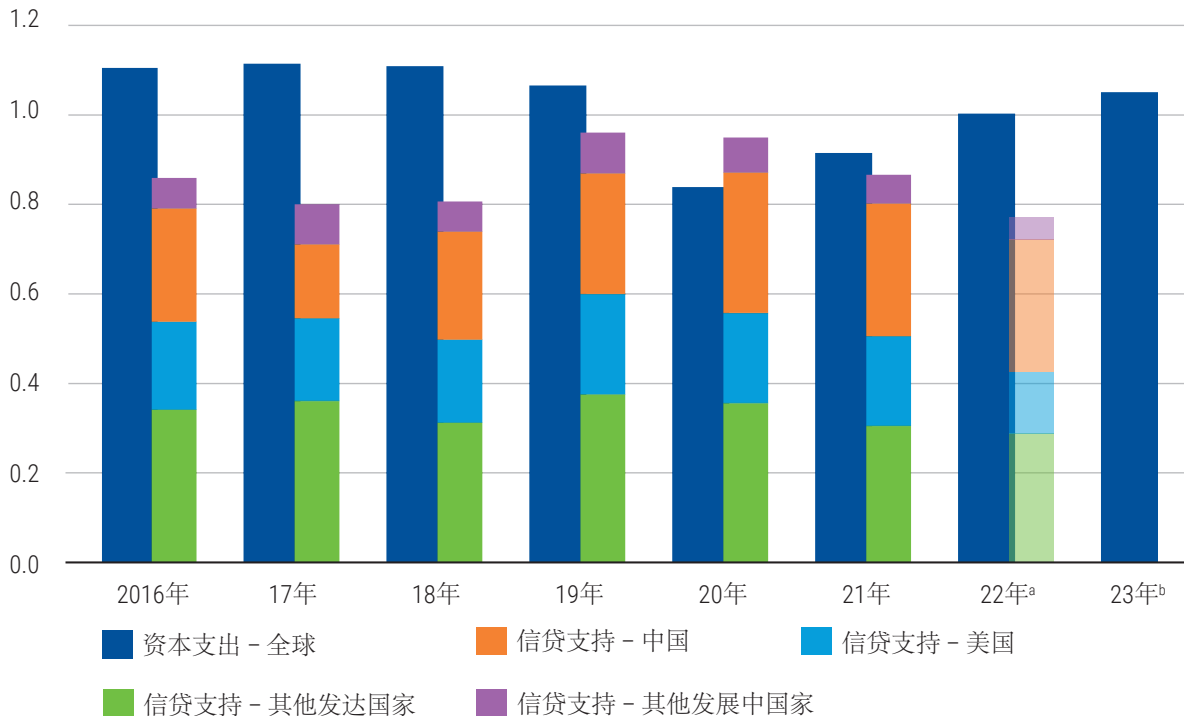
“化石燃料融资仍在增长，预计2023年化石燃料投资将超过1万亿美元。”

化石燃料融资主要由发达经济体主导。总部设在发达国家的银行提供了61%的化石燃料信贷，仅美国就占22%，而来自中国的信贷占30%。所有其他发展中国家的银行仅提供了全球化石燃料信贷的9%。

¹ 自2016年以来，私人和公共银行已向环境和人权组织Urgewald编制的全球煤炭撤资清单和全球石油和天然气撤资清单上的公司提供了价值超过5.8万亿美元的化石燃料新开发项目信贷。然而，由于银行和化石燃料公司之间的双边信贷交易(仅报告了银团贷款)以及多边开发银行和化石燃料公司之间的交易不包括在Urgewald和Reclaim Finance (2023)收集的数据中，图六.1中的估计值可被视为保守估计。同样重要的是，不同于国际能源署基于企业账户和企业资本支出计划调查对化石燃料投资的估计(IEA, 2022, 2023a, 2023b)，银行通过贷款和承销服务向化石燃料公司提供的支持估计值不包括化石燃料公司的利润再投资，而这些利润在能源价格高的时期往往会增加。

图六.1 甚至在《巴黎协定》后，化石燃料融资也有增无减

化石燃料公司的资本支出和向化石燃料公司提供的信贷支持，按金融机构总部所在国家(集团)分列(万亿美元)



资料来源：贸发会议根据 Reclaim Finance (2023)、Urgewald (2021)2022 年更新版及国际能源署 (2023a and b) 数据得出的计算结果。

注：Urgewald 关于公共和私人银行向全球煤撤资清单上公司提供的信贷支持 (包括贷款和承销服务) 的数据截至 2022 年 8 月，而 Reclaim Finance 关于向全球石油和天然气撤资清单上公司提供的信贷支持的数据截至 2022 年 9 月中旬。这些数据来自彭博社、路孚特和 IJGlobal。更多方法细节见 Warmerdam (2022)、<https://www.coalexit.org/methodology> 和 <https://gogel.org/about-data>。国际能源署的全球数字涉及化石燃料的资本支出，不包括碳捕集、利用和封存，基于公司账户、调查和估计得出。

^a 由于 2022 年只有 8 个月 (而不是 12 个月) 的信贷支持数据，因此 2022 年的信贷支持数字已乘以 1.5。

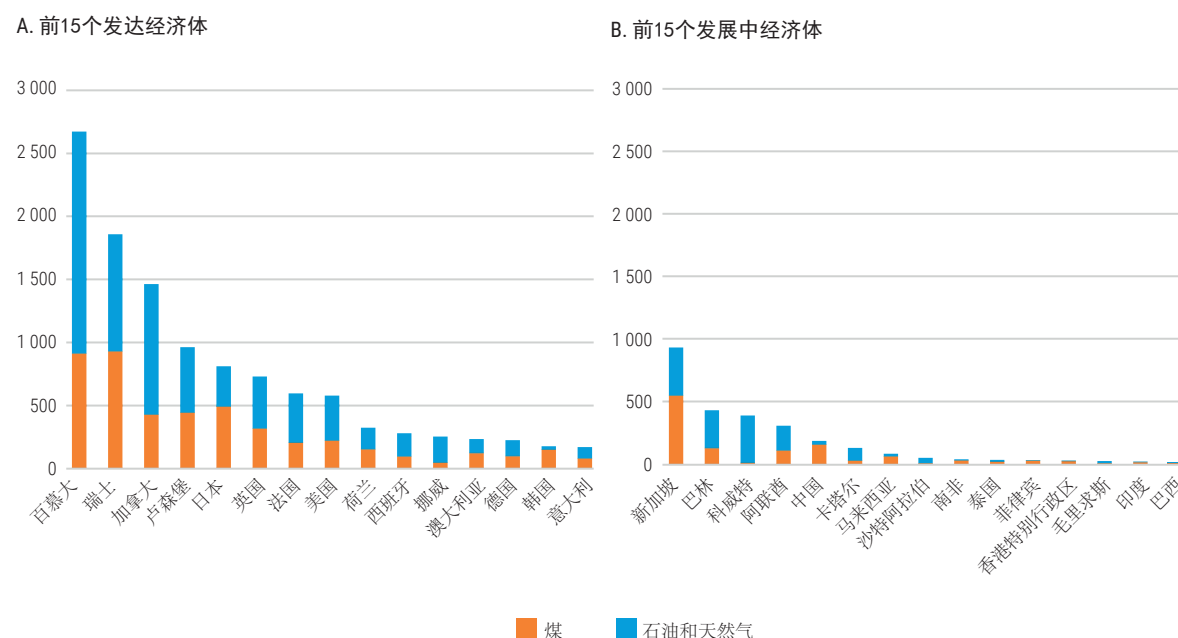
^b 2023 年的资本支出数字是预测。

尽管中国的银行支持化石燃料企业 (尤其是煤炭行业) 的信贷活动规模超过了其他任何一个国家，但从人均水平来看，其他国家对现有和新化石燃料项目的支持相对高出很多。如图六.2 所示，就人均年化化石燃料信贷活动而言，发达经济体，如百慕大 (2,671 美元)、瑞士 (1,857 美元)、加拿大 (1,463 美元)、卢森堡 (964 美元)、日本 (812 美元)、英国 (730 美元)、法国 (598 美元) 和美国 (579 美元) 的信贷活动明显高于中国 (183 美元)。根据这一指标，少数高收入发展中国家，如新加坡 (930 美元)、巴林 (429 美元)、科威特 (387 美元) 和阿联酋 (305 美元)，参与的化石燃料信贷活动规模也很大。

从石化行业可以看出，政府和企业的气候目标和承诺与实际融资趋势之间的差距相当明显。石化产品是化石燃料价值链上一个利润丰厚的终端，也是巨大的全球塑料价值链的开端。塑料制品和石化产品越来越被视为全球污染和健康问题的根源。贸发会议对石化行业贷款和债券发行的研究显示，《巴黎协定》后，新交易每年都大幅增加，从 2016 年的 150 亿美元增加到 2019 年的 500 多亿美元。除现有的股权持有量外，目前活跃的债券和贷款价值超过 2,500 亿美元 (Barrowclough and Finkill, 2021)。

图六.2 化石燃料融资长盛不衰，成熟的金融中心作用最大

2016-2022年人均向化石燃料公司提供的年均信贷支持，按金融机构总部所在经济体(集团)
(美元/每人)



资料来源：贸发会议根据 Reclaim Finance (2023) 和 Urgewald (2021) 2022 年更新版数据得出的计算结果。
注：见图六.1。

尽管公共部门按照气候承诺减少了对化石燃料的资金支持，但私人资金却将化石燃料融资拉高了很多。塑料产量急剧上升：随着化石燃料的其他用途减少，塑料制品被视为一个有吸引力的利润来源。这显示了未来转型过程的一些复杂性。此外，尽管对石化行业的资金支持有增无减，但只有一小部分资金用于“绿化”该行业。在石化行业发行的价值2,180亿美元的2,000多支活跃债券中，只有20支被标注为“绿色”，总价值仅50亿美元(UNCTAD, 2023b)。

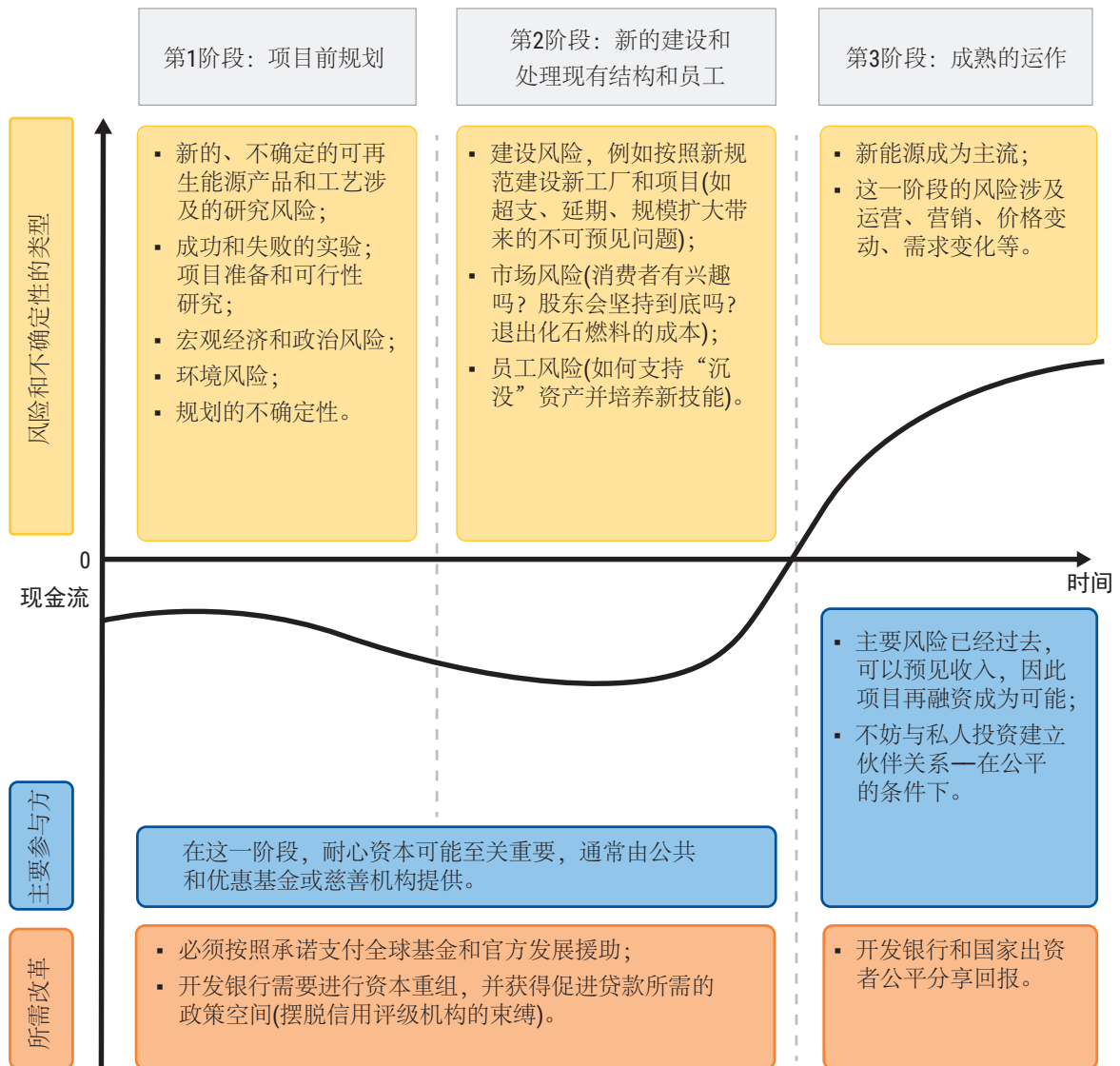
“在石化行业发行的价值2,180亿美元的2,000多支活跃债券中，只有20支被标注为‘绿色’。”

3. 公共银行和基金在资助气候协调型发展方面发挥的作用

私人资金流入发展中国家的一些活动，而不是另一些活动，这并不是什么新问题。这正是增加官方发展援助的支持、建立专门的全球基金以及最近为项目提供慈善资金的原因之一。这也是认真地重新评估公共银行、包括为了发展目的重新评估公共银行的出发点(Stiglitz, 2019; Griffith-Jones, 2022)。

许多国家的记录表明，即使在资本市场相对发达的地方，也有一些天生对商业银行和私人利益没有吸引力的项目，它们具有以下特点：前期资本成本高、收入流量低且不可预测，以及从承担融资风险到获得收入之间时间漫长且不确定。如图六.3 左侧区域所示，当投资涉及新的、具有潜在风险的事物时，即风险较高而收益不确定时，这种情况就尤为明显。

图六.3 公共银行和基金在资助绿色项目转型方面发挥的催化作用
风险、收入以及耐心资本资助可再生能源转型所需的改革



资料来源：贸发会议。

大多数国家发现，最好是建立单独的银行，以接近商业利率的利率提供长期资本，并建立“政策性银行”，向农业或小规模部门等特殊领域提供信贷，这些领域必须有利率补贴，宽限期必须更长。国际开发银行也有类似分工，无论是多边还是区域开发银行，对争取优惠贷款或赠款型融资窗口的国家往往有不同的资格标准。

公共银行有可能发挥这种催化和耐心作用，因为与商业银行相比，它们往往被要求遵循不同的运营原则。此外，公共银行会培养技术和管理技能以及与政府部委和私人利益协调的能力(Griffith-Jones and Ocampo, 2018; *Trade and Development Report 2019*; 这方面的文献越来越多)。它们对具体项目的支持可能是量身定制的，并可能持续很长时间，这就需要这些银行为其贷款制定适当的退出战略，以最大限度地减少资金被截留和滥用的威胁。近几十年来，为此目的建立了许多新银行，包括发展中国家牵头的几家重要银行(Barrowclough et al., 2021)。

重振各级公共银行机构将是向零碳世界公正转型的关键(*Trade and Development Report 2019*), 正如二战结束后这类机构为饱受战争蹂躏的欧洲(及其他地区)的重建发挥了至关重要的作用。当时执行该任务的是国际复兴开发银行(如今更多地被称为世界银行)以及承担最初重建工作的“马歇尔计划”。随后建立了其他区域多边开发银行, 如亚洲开发银行、欧洲投资银行等(*Trade and Development Report 2022*)。

“重振各级公共银行机构将是向零碳世界公正转型的关键。”

目前全球有45家多边开发银行, 总资产2万亿美元有余, 其中最大的是世界银行及区域银行。除了西方主导的多边机构, 发展中国家也出现了数百个国家和区域发展融资机构。目前, 此类机构有450多家, 总资产11.6万亿美元, 每年可融资2万亿美元以上, 约占世界投资总额的12%(Xu et al., 2021)。

虽然公共银行直接承担为公共产品融资的责任, 并且可以在关键部门取代意愿不足、缺乏耐心的私人资金, 但人们也认识到, 一旦风险最大的时期过去, 收入流变得更可预测, 意味着很有可能盈利时, 私人资金通常更容易获得(图六.3)。这种“挤入”是否会发生、如何发生以及发生到什么程度, 对政策制定者而言是一个难题。一些较大的项目可能始终由公共财政来做更好, 并且应保持公共所有权(*Trade and Development Report 2015*)。而如图六.3最后一行所示, 其他项目可能需要新的风险和利润分摊模式, 以确保公共和私营部门之间的平衡公平有效。

气候协调型发展议程的部分内容可能仍然对私人投资者没有吸引力, 因为它们体现了公共产品的特点, 可能很难获利。这方面的例子包括对适应气候变化(而不是未来可能有收入的减缓活动)的投资(*Trade and Development Report 2021*), 以及控制大气和海洋污染的努力(可持续发展目标3、11、14; Vivas et al., 2021)。

这些公共产品特征对于从市场吸引资金造成了不同的且更持久的问题, 并导致严重依赖监管以及其他公共资金来源, 如官方发展援助。在某些情况下, 可以使用混合融资或利用公私伙伴关系, 不过以往的《贸易和发展报告》以及大量文献(Matsumoto et al., 2021; Gabor, 2019)都指出, 对此需谨慎行事。只有在预计会有一些收入和利润或慈善活动活跃的情况下这才有可能, 例如以往的贸发报告中讨论的“债务换自然”工具。建议决策者寻求风险和回报平衡的伙伴关系。

一个相关挑战是, 有一些曾经高成本的投资已进入正收益区, 但现在由于其他原因被视为有问题, 例如当前的高碳活动。企业凭什么主动离开这一利润区——而且通常利润非常高——而去进行高成本/收入不确定的投资? 答案很清楚: 暴露于碳基活动需要付出的成本在未来。如果股东没有放弃新的“次级”资产或推动变革(Giraud et al., 2019; Caldecott, 2017), 企业和投资者不会自愿从盈利活动中撤资(Christophers, 2022)。此外, 上市公司、养老基金和其他机构可能会发现自己受到机构规则或义务的约束, 无法采取此类行动。我们需要的是制定法规要求它们这样做; 强制要求披露公司和基金的风险水平; 还需要股东愿意放弃利润并做出重大改变。

与此同时, 即使政府作出了保证和公开承诺, 公共资金并没有源源而来。在许多发展中国家, 公共银行和基金提供的资金严重不足。

所有国家，尤其是努力建设可持续增长道路的发展中国家，其融资挑战的一个关键是如何从现有行业撤资。这是因为，即使是停止无收益或有害的投资，包括那些涉及破坏生态行为的投资，也会造成巨大的社会、经济和财政成本。虽然“不改变”也将带来成本，但对许多人来说，这些成本不是平均分担的，也并不会立刻出现。气候不平等和不公正意味着现在遭受气候影响的是世界上50%的底层人口；最富有的十分之一人口（目前）仅受到轻微影响（插文六.1）。

如果逐步停止和改变当前的行业做法和产品将产生大量成本，那么自愿撤资和重大转型就不太可能发生。当前的行业做法和产品对于一些人意味着高利润，而且就像化石燃料一样，今天的经济在很大程度上依赖它们，包括通过现有的生产和贸易结构和模式形成依赖。停止勘探新的化石燃料矿址和减少现有矿址需要逐步停止和改变许多活动。这将影响大量工人，他们或面临失业，或需要接受再培训才能在绿色经济中获得新的就业机会（如图六.3所示）。改变路线还会影响养老基金、主权财富基金和其他公共和私营机构资产的价值，这可能会通过金融系统传播冲击（*Trade and Development Report 2019*）。选择这条道路还需要做大量准备工作。

C. 下一步措施

需要一种更可持续的模式，通过一系列公共部门主导的干预，成功调动私人资金，打破气候投资陷阱。继而可以通过利润再投资等方式，挤入补充性的私人投资。公共行为体的投资决策应超越对项目层面的关注，支持更全面的路线图，以发展低排放市场，超越重要的“可再生能源部署门槛”，进入降低风险和资本成本的良性循环。国际努力应通过对基础设施进行公共投资、加强供应链、扩大项目筹备支持和知识共享、发展国内私人行为体之间的关系网络，着眼于低排放部门的发展。

加强政策和监管环境也将有助于推动总体资金流动。例如，对风能和太阳能产业的投资优先流向了那些具有强大的气候雄心和可再生能源政策的国家。在推出可再生能源目标和加强版可再生能源政策后，埃及、约旦和越南获得的投资大幅增加（Rickman et al., 2023）。国际努力可以支持扩大政策和财政空间，以便在发展中国家自身无法启动昂贵的绿色举措的领域部署补贴、税收减免、担保和信息工具等产业政策工具。

发展中国家将需要调动额外的国内资源以满足其所需的投资势头。对发展中国家筹资挑战的规模和构成进行认真摸底后发现，往往需要调动更多国内资源来填补差距。然而，几乎没有迹象表明这种情况会发生，因为大多数发展中国家目前都面临宏观金融制约（Bhattachariya et al., 2020）。如前文建议的，更好地利用500多家国家、区域和次区域发展融资机构将至关重要，此外，还需要大幅增加国际支助。

1. 扩大额外的公共资金

a. 多边融资

如前文所述，开发银行的任务是紧跟社会经济要务，而不是追求短期利润最大化。它们有能力创造信贷，在所收资金上加杠杆。它们还可以获得优惠资金，再借给其他银行和私人投资者。

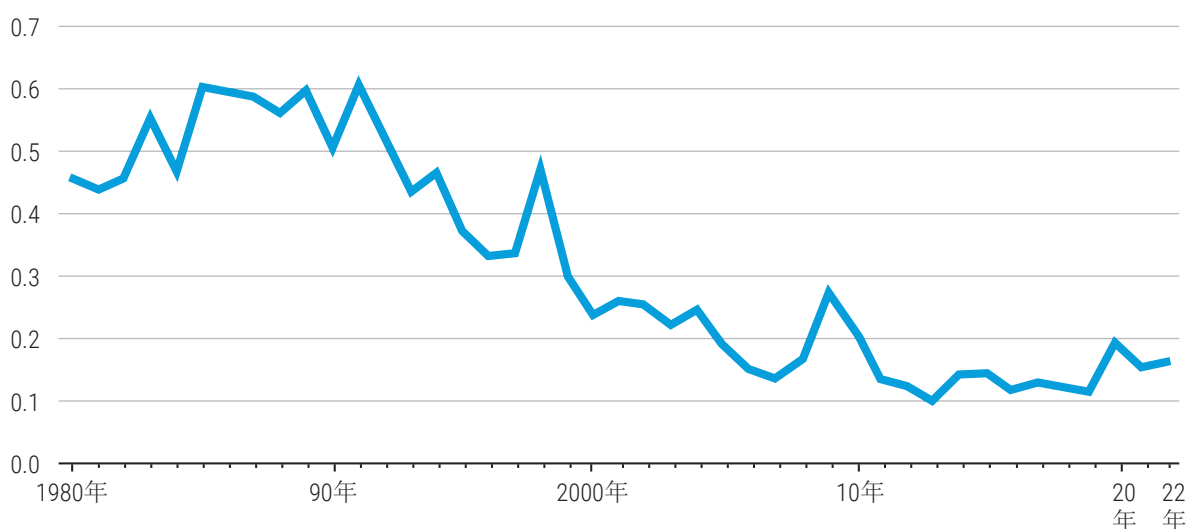
然而，这些开发银行往往资金严重不足，无法承担所负的重任。过去四十年来，世界银行的贷款规模相对于全球经济规模持续下降(图六.4)。这对气候和发展资金来说是一个问题，因为多边开发银行仍然是一些国家和地区最重要的长期资金来源(*Trade and Development Report 2022*)。2020年，它们提供了破纪录的2,300亿美元。与商业贷款人和基于赠款的贷款相比，这些银行略超过一半的贷款在利率、期限和其他指标方面具有典型的优惠性质(OECD, 2022)。

出于上述原因以及其他一些原因，联合国秘书长建议将多边开发银行的贷款额提高到全球国内生产总值的1%，从每年5,000亿美元提高到1万亿美元(United Nations, 2023)，以加强它们以优惠贷款和赠款形式提供新资金来源的能力。

以上目标可以通过增加发展融资机构的基础资本、扩大其贷款空间和从商业部门调动资本来实现。自全球金融危机以来，一些发展融资机构大幅增加了世界经济中的外国直接投资资本，但仍需要在此基础上逐步增加。主要贡献来自中国，自危机爆发以来，中国为国家开发银行增资1.5万亿美元，目前该银行资产负债表中约有五分之一是向中国以外的主权政府提供的海外融资。此外，中国还帮助建立了两家新的多边开发银行：亚洲基础设施投资银行和新开发银行。由于危机后大宗商品繁荣，国家积累了储备金，新兴市场和发展中国家的许多国家和次区域开发银行也补充了发展融资机构的资金，或建立了新的发展融资机构。

图六.4 全球发展资金下滑

世界银行贷款额占全球国内生产总值的比例
(百分比)



资料来源：Gallagher et al. (2023)，根据基金组织向国际复兴开发银行和国际开发协会的贷款数据得出。

除进一步增资外，一些发展融资机构还拥有巨大的贷款空间，可以在提供更多资金的同时继续保持良好的信用评级。最近的研究，包括评级机构本身的研究估计，在不同情形下，多边开发银行的贷款空间可增加5,980亿至1.9万亿美元。如果多边开发银行优化其资产负债表，达到AAA评级，在不增资的情况下，贷款空间将增加5,980亿美元至1万亿美元。在主要多边开发银行增资25%的情况下，贷款规模可扩大1.2万亿至1.7万亿美元。如果部分多边开发银行优化到AA+评级，贷款规模可扩大近2万亿美元。然而，优化到AA+评级将对盈利能力产生负面影响，尽管一些人认为净收益可能仍然为正(Humphrey, 2018; Gallagher, 2020)。除扩大贷款空间外，一些发展融资机构正在考虑将其贷款组合证券化，但这样的例子很少。对这种做法的收益和成本的估计充其量是忧喜参半(Humphrey, 2018; Gabor, 2019)。

“气候资金正在固化不平等，撒哈拉以南非洲等世界上最贫穷的地区仅获得气候减缓投资的零头。”

增加贷款的同时还应该扩大覆盖面。与传统的发展资金一样，气候资金正在固化不平等，撒哈拉以南非洲等世界上最贫穷的地区仅获得气候减缓投资的零头，尽管他们约占全球人口的六分之一。绝大多数资金来自全球北方，导致不平等变得更加严重(插文六.1)。

多边开发银行向国家银行贷款的方式也会影响气候资金与发展资金的协同效应，并影响发展中国家的借贷能力。以当地货币而不是美元提供贷款对发展中国家借款人而言会有很大不同，因为这样避免了外币债务的汇率风险。这一点对于以美元定价的化石燃料来说尤其明显。与此同时，如果外国投资者买入当地发行的债券，并不能防止一国在外国投资者决定突然退出时面临汇率冲击。

插文六.1 应对气候和化石燃料融资的不平等

与获取发展资金方面的普遍不平等一样，最需要气候资金的国家 and 社区获得的资金最少。除了对适应资金的需求得不到满足外，减缓工作也受到不利影响。由于大多数碳排放都是发达经济体造成的，因此要求这些国家减排将产生最显著的效果(Chancel et al., 2023)。然而，除非发展中国家也逐步改变碳的使用，否则无法阻止全球变暖。

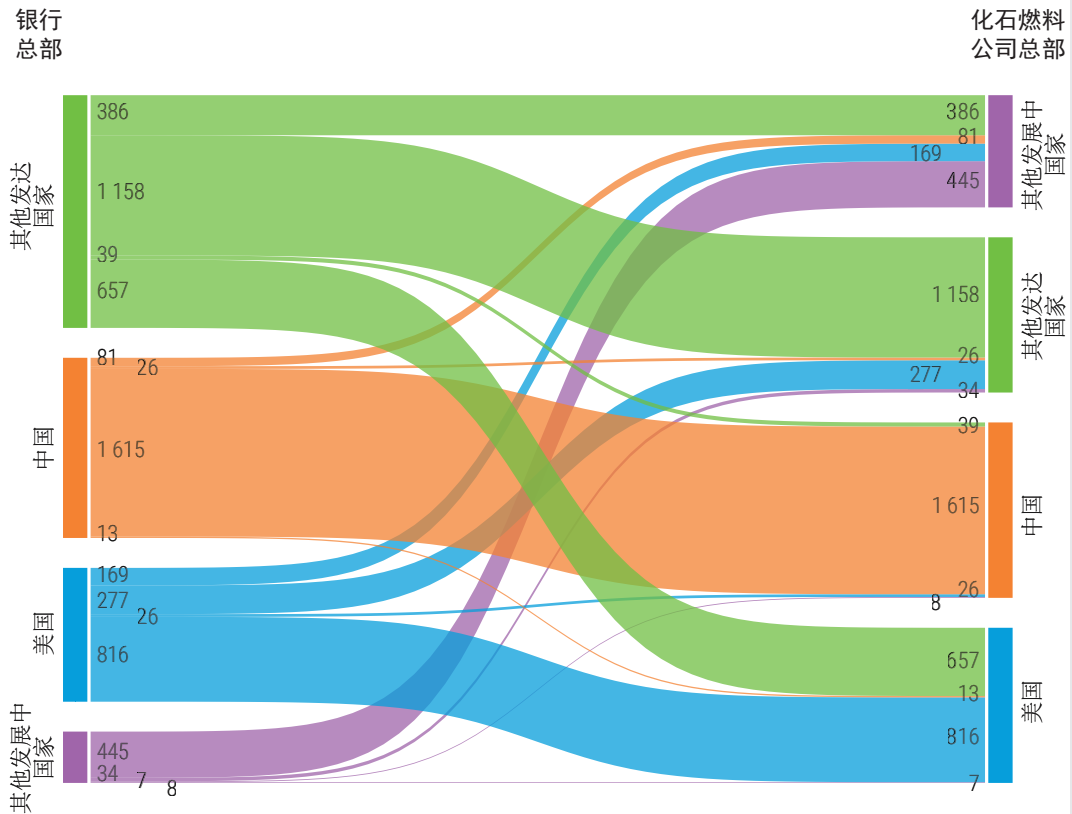
除公平问题外，事实是，最有能力提供资金的是世界上最富有的10%人口。这一成的人口拥有全球近80%的财富，造成了全球48%的碳排放，但遭受的损失却最少。相比之下，世界50%的人口仅拥有全球总财富的2%，他们造成了12%的排放，却承受着75%的损失和损害(Chancel et al., 2023)。

此外，化石燃料行业目前的投资趋势只会加剧这些不平等。该行业的大部分资金来自发达国家的银行，由总部设在发达地区的公司把钱花出去，虽然这些资金也用于在发展中国家开采化石燃料。这里存在发展方面的矛盾。投资如果用于推动发展中国家的电气化，可以被视为一种缩小能源差距和支持经济多样化的方式。另一方面，某些燃料，无论是直接还是间接用于生产制成品，最终都是用在发达国家市场。这种投资虽然创造了就业机会和出口收入，但也使生产国面临煤炭、石油和石化活动带来的不利影响，包括受到针对碳排放者的贸易政策和其他法规的打击。

2016年到2022年，在总额5.8万亿美元的贷款和承销服务中，总部设在发达经济体的银行提供了61%(见脚注1)，中国提供了30%，其他发展中国家不到9%(图六.B1.1)。从接收方来看，总部位于发达经济体的公司接收了全球化石燃料融资中的大部分，银行贷款和承销服务总额近3万亿美元。相比之下，中国的化石燃料公司几乎完全靠本国银行提供资金，总计获得1.7万亿美元。然而，总部设在其他发展中国家的化石燃料公司获得的信贷支持大多数来自总部设在发达国家的银行，在1万亿美元的总额中占5,550亿美元。

图六.B1.1 除中国外，化石燃料公司的信贷支持大多来自发达国家银行

2016–2022年累计向化石燃料公司提供的信贷支持，按银行和化石燃料公司总部所在国家(集团)分列
(10亿美元)



资料来源：贸发会议根据 Reclaim Finance (2023) 和 Urgewald (2021) 2022 年更新版数据得出的计算结果。
注：见图六.1 的注。

从化石燃料价值链末端的石化产品上也能看到类似趋势，而石化产品是化肥和塑料的来源(占石化资金的70%)。隆德大学和贸发会议关于部门债券和银行交易的研究发现，大多数债券发行和贷款来自发达经济体，欧洲和北美提供了一大半指定用于发展中国家活动的资金(Barrowclough and Finkill, 2021; UNCTAD, 2023b)。在《巴黎协定》签署后的几年里，三分之一以上的部门债券和金融交易来自欧洲，只有很小一部分(仅3.6%)来自发展中国家。

新冠疫情暴发后，在2020年之后的一年半时间里，出现了一些新趋势。值得一提的是，随着总投资大幅增加，亚太地区不仅是资金接受方，也成为了资金来源方；但发达国家和地区占主导的总体趋势仍在继续。欧洲和北美金融机构提供了610亿美元的石化信贷，亚太地区提供了195亿美元。中东和北非地区的金融机构提供了23亿美元，拉丁美洲提供了7亿美元。

这凸显了现代工业和制造业“向境外转移排放”的趋势(Kanemoto et al., 2012; Liddle, 2018)，即高收入国家通过提高新兴经济体的生产能力来降低本国境内的排放量。然后，大多数终端产品被进口到高收入地区，而相关的碳排放负担则“出口”到生产国(Scott and Barrett, 2015; Jiborn et al., 2018)。

b. 发展援助

官方发展援助对于填补发展中国家面临的资金缺口尤为重要。在所有可用资源中，最可能的形式是赠款或以优惠利率提供的长期贷款。这对于不太可能吸引私人资金的领域至关重要。适应资金就是这样一个领域，因为投资于气候适应活动不太可能产生创收机会。增加官方发展援助对于进行所需投资至关重要，特别是在已经易受气候冲击剧烈影响的发展中国家(UNCTAD, 2021)。

一个迫在眉睫的挑战是，富裕国家未能兑现在2009年哥本哈根峰会上承诺的气候资金金额。发展援助委员会(发援会)捐助国报告的2022年最新数字仅为833亿美元，而承诺的是每年1,000亿美元(OECD, 2022)。乐施会气候资金影子报告(Oxfam, 2023)认为，由于所使用的会计方法，甚至这一数字也有水分。和前几年一样，乐施会的估计是210-240亿美元。除金额外，资金的提供形式也至关重要。令人关切的是，仅四分之一的资金以赠款形式提供，其余以贷款形式提供，因此加重了债务负担，而这些国家本已困难重重。此外，提供的贷款几乎都不是优惠贷款，很少有低于市场利率的贷款(Oxfam, 2023)。按照乐施会的说法，最终问题在于，气候基金支付的款项有三分之一从现有的官方发展援助预算中扣除，因此不是真正的“额外”资金。

2022年，官方发展援助确实出现了大幅增加，达到2,040亿美元，增幅为143%，这反映了人道主义活动支出，包括对难民的支持增加。即使有这样的增长，支付的总额也仅占发援会捐助国国民总收入的0.36%，远低于这些捐助国几十年前承诺的0.7%。在32个发援会成员国中，只有5个国家的支出达到或超过承诺目标。²

² 见<https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-standards/official-development-assistance.htm> (2023年12月20日查阅)。

在这种背景下，增加官方发展援助应成为支持发展中国家推进气候协调型发展的一个必不可少的组成部分。仅七国集团成员国承诺达到0.7%的官方发展援助目标，就能每年增加1,500亿美元，虽然这样仍处于所需范围的底部。

c. 提高中央银行的活跃度

中央银行不仅处于国家金融架构的顶端，而且对国际议程的制定也有很大影响力。可以采取很多方法，使各国央行的活动更好地与气候和发展目标保持一致，并且为整个金融体系制定规则和条例。发达国家和发展中国家的一些央行已经连续多年实施与气候相关的政策，以指导和引导资金流向(*Trade and Development Report 2019*)，它们被认为在“绿化”货币政策方面尽到了绵薄之力(Dikau and Volz, 2021; Siderius, 2022)。

不过，可做的远不止这些。至少，央行必须放弃“市场中立”的干预目标，因为该目标实际上意味着维持现状，包括照顾高碳企业而不是较新的企业或替代企业。更雄心勃勃的干预措施将侧重应对中长期风险，而不是缓解短期危机，最好能够得到由各国央行组成的绿色金融网络的支持。可能需要实施有助于使资金与脱碳目标一致的货币政策和监管框架，包括在商业银行的贷款实践中考虑债务和金融风险，并考虑气候风险。这些措施将更有效地规范它们的贷款选择(Schoenmaker, 2021; Boneva et al., 2022)。

一些银行已经开始对符合《巴黎协定》的贷款实行不同的利率或准备金要求(例如，见*Trade and Development Report 2019*中的调查; Simms, 2021; UNCTAD, 2023c)。如果央行和金融监管机构将具体的气候相关(或发展相关)目标纳入其任务范围，这种做法可能会变得更加正规化。具体可以包括提及将全球变暖限制在1.5度以内、到2050年全面恢复生物多样性以及为实现这些目标制定转型计划。这种方法上的改变将提高政策的一致性。货币当局将能够更好地支持政府采取财政措施，应对气候和生物多样性危机以及危机预计将造成的负面经济和社会影响。

为气候和生物多样性设定明确的名义目标还将使货币当局能够放眼长远，这对于今后几十年实现艰难的公正转型至关重要。紧急情况法和零敲碎打的行动对于新冠疫情这样不太长的危机可能是有用的，但要为一项长达几十年的工作提供持续的政策支持和公共投资，不可能依靠紧急情况法和零敲碎打的行动。由于缺乏这种名义目标，货币当局可能会在谨慎支持与拒不考虑其作为或不作为的环境影响之间举棋不定。

世界自然基金会呼吁各国央行和金融监管机构采取基于科学制定政策的原则，区别对待那些活动“总是对环境有害”的企业(World Wildlife Fund, 2022)，如化石燃料企业。³对那些投资于化石燃料行业或关联企业、为其提供承销服务或贷款的金融机构，可以提出更高的监管资本要求和更严格的流动性要求。此外，如果这些金融机构未能紧急降低风险敞口或提高系统性风险缓冲，则可因集中度风险而勒令其追加资本。事实上，欧洲最大的11家商业银行资产负债表上的化石燃料资产占其股

“欧洲最大的11家商业银行资产负债表上的化石燃料资产占其股本的95%。如果化石燃料资产真的成为搁浅资产，这些银行很可能会破产。”

³ 例如，一个大型非政府组织网络提议，将全球煤炭撤资清单和全球石油和天然气撤资清单上列出的所有企业以及使用8位数全球行业分类标准确定的13个分部门中的活跃企业视为“总是对环境有害”。见*Call to Action to Ensure Transition to a Net-Zero and Nature-Positive Economy*, WWF (2022)。

本的95%。如果化石燃料资产真的成为搁浅资产，这些银行很可能会破产，这再次引发了是否应挽救那些大而不能倒的公司的问題(Giraud et al., 2021)。

一小部分央行和金融监管机构已经开始适当尝试这些政策选项。例如，欧洲央行披露了按部门和公司分类的债券持有清单。芬兰银行承诺到2050年使其投资组合实现碳中和，并设定了从煤炭、石油和天然气行业撤资的中期目标。英国央行、欧洲央行和美联储已经开始进行气候压力测试，南非央行对国内银行进行了一项关于气候风险后果的调查。还有其他许多正面的例子。讨论仍在进行，特别是在绿色金融网络内进行。然而，实施速度太慢，而且倾向于采取保持现状的微调，而不是大胆的行动(Alliance climatique suisse, 2022)。

此类计划也适用于多边开发银行。尽管呼吁这些银行使其活动与《巴黎协定》的目标保持一致(Group of 20, 2022)，但它们仍大量参与化石燃料融资(例如，见 Urgewald 2023a, 2023b, 2023c)。与之相关的问题是，多边开发银行与国家开发银行的关系，以及气候资金与发展资金的联系——这仍是一个鲜有研究的领域。最近一项对10家多边开发银行的研究显示，只有两家以此作为目标(Marois and Maradon, 2023)。这方面的政策调整可包括：多家银行共同开发一个清晰、简单和标准化的模板或指标集来追踪现有的金融合作。此外，银行董事会可以要求银行如实透明地报告为可持续发展目标融资的情况，并报告气候相关信息，而许多银行正在这样做(同上)。

央行或政府监管部门都可以强制要求披露气候相关信息。无论谁来要求，强制披露都是必要的，因为自愿披露是不够的。一些地方已经在这样做了。法国2015年《能源转型法》要求上市公司披露如何管理气候风险，这提供了一个立法环境，加快了法国银行(包括法国巴黎银行)远离化石燃料的步伐。这样的例子还有约翰内斯堡和圣保罗的证券交易所，它们是要求可持续性信息披露的先锋。标准普尔信用评级公司已经将气候变化确定为影响主权债券的主要的大趋势。在巴西，银行监管条例要求银行进行社会环境风险管理(UNEP, 2015)。同样，英国政府根据气候相关财务披露工作队的建议，强制要求英国最大的企业披露与气候相关的风险和机遇。⁴

2. 新的和不断发展的市场工具

这些新的市场工具中是否有一些能够帮助发展中国家走上一条不同的道路呢？即便适当考虑到这些工具的局限性，也可以肯定，将私人资金纳入明确的转型战略非常重要。

自格拉斯哥第二十六届缔约方会议以来，出现了一种新模式，即“公正的能源转型伙伴关系”。包括印度尼西亚、塞内加尔、南非和越南在内的一些国家已经开始了这种伙伴关系，或正在为此与捐助国及多边开发银行谈判。这些伙伴关系的价值在于它们将许多发展中国家在未来几十年将面临的金融和结构性挑战结合起来，并强调需要一个更加综合的战略。

然而，这些伙伴关系如果要实现预期的发展效益，还需要满足更多条件。一个问题是，提供的资金远远低于所需：南非要求提供840亿美元帮助其摆脱对煤炭的使用，但它从其五个伙伴(法国、德国、英国、美国和欧盟)仅获得了85亿美元。南非估计，若要更进一步，实现

⁴ 见<https://www.gov.uk/government/news/uk-to-enshrine-mandatory-climate-disclosures-for-largest-companies-in-law>。

净零排放，则需要2,500亿美元。其他问题涉及融资条件、依赖贷款而非赠款以及贷款条件性不明确等(插文六.2)。

其他与市场有关的举措，例如《京都议定书》下的清洁发展机制，则令人失望。亚洲较大的经济体(中国和印度)的项目和收益遥遥领先；撒哈拉以南非洲的市场份额不到2%(Newell et al., 2023)。同样，《巴黎协定》建立的可持续发展机制进一步表明，市场驱动的机制存在同样的老问题，即最贫穷和最需要帮助的地区和群体没有被覆盖或覆盖不充分(同上)。由于全球至少有四分之一的碳排放目前被某种形式的碳定价覆盖，国际碳定价经常被称为大势所趋(*The Economist*, 2023)。

然而，迹象不容乐观，原因不一而足，扭曲的市场结果只是其中之一(Krogstrup and Oman, 2019)。这分散了对更积极的政策杠杆的需求，而这种杠杆本可以打破化石燃料资产风险和收益的平衡，促进公正转型。

创新工具的另一个例子是更多地使用与气候行动相关的“债务换自然”和债务减免办法。人们越发热衷于探索促使生产商将化石燃料安全地留在地下(Muttitt and Kartha, 2020)以及总体上保护自然的金融机制。许多受债务困扰的国家拥有化石燃料储备，其收益可以用来偿还债务。“互换”概念将等式两边对调，使那些忍住不开采并将储备留在地下的国家能够享受债务减免。然而，“债务换自然”也受到批评，因为谈判时间长，机制建立成本高，财政空间小，并且带来了其他挑战，例如指定资金必须用于环境活动，其他发展目标资金仍然不足(*Trade and Development Reports 2019*和*2021*)。除了应对这类挑战外，互换举措要想有效，还需要与更广泛的债务减免措施以及扩大融资相结合(UNCTAD, 2019)。

插文六.2 南非和公正的能源转型伙伴关系的启示

南非的《公正能源转型投资计划》引起了担忧，不仅是因为收到的资金规模小，更重要的是整套融资计划的总体构成。从一开始，南非就表示，鉴于数百万工人和家庭依赖以开采脏煤为基础的不稳定的电气化系统，它需要通盘应对能源转型和变革的挑战。南非频繁经历长时间的停电，许多人完全用不上电。与此同时，南非担心转型对社会、经济和就业造成影响。《公正能源转型投资计划》强调，需要投资于再培训和技能发展、社会支持以及包括创新和本地化在内的经济多元化之路，还需要投资于新形式的与气候目标一致的基础设施(JET IP, 2022)。然而，这一雄心并没有得到国际伙伴实际的资金支持。

南非经济正义研究所最近的分析显示，问题不仅在于获得的资金规模小，还在于资金的提供方式。提供的85亿美元大部分是贷款(81%)和担保(15%)形式，赠款仅占4%。即便大多数贷款是优惠贷款(优惠贷款约53亿美元，商业贷款15亿美元，担保13亿美元，赠款仅3亿美元)，还款义务仍有可能使该国本就脆弱的财政状况雪上加霜。另一些担忧源于这样一个事实：《公正能源转型投资计划》的模型采取了所谓“去风险”的方法，这种方法常用于混合融资和主题债券。但几乎90%的资金都用于电力基础设施，与转型风险、经济多样化以及创新和技能发展有关的“正义”要素分配到的资金很少，仅占0.3%至0.1%。

这类交易可能会鼓励将公共产品私有化，因为它们主要是利用公私伙伴关系。通过私人商业贷款进行的投资被指定用于具有潜在利润的风能和太阳能，但所有其他要素（燃煤电厂退役、输电和电网加固、配电和电池）被认为需要发展融资机构的优惠贷款或政府提供支持。这可能导致未来的私有化，从而减少负担得起的能源供应和政府收入来源。

整套融资计划涉及金融和法律风险，一部分是因为该计划依赖债务工具和私人资本市场，这种依赖可能会使该国更容易受到外部形势变化和冲击的影响。鉴于伙伴关系中的“去风险部分”或依赖国家，以上情况尤其需要重视。引入受外国监管的外国投资者则是另一个风险，其他国家的一些纠纷就是证明。就南非而言，人们担心可能存在与该国人权框架的冲突。

这些担忧的根本原因是，整套融资计划的条件性质、利率、条款、宽限期、国家义务和货币风险普遍缺乏透明度。此外，无法带来重大发展收益。以该计划目前的形式，只能为帮助当地发展绿色产业或满足受影响社区和工人的社会保障需求提供最低限度的支持。如果其他国家也推出类似的模式，则可能会固化原本就不稳定、不平等和混乱的国际债务架构。

资料来源：经济公正研究所和气候资金促进公正转型项目 (2023)。

中央银行和金融管理机构需要发挥带头作用，坚持主张通用工具，同时辅以监管，而不是依赖自愿披露，但私人形式的(自我)治理可以发挥重要的补充作用。由一群机构投资者组成的气候风险投资者网络研究了清洁能源和气候技术方面的投资机会和战略。该网络的清洁能源投资工作组促成了对环境负责的经济体联盟气候风险投资者网络与清洁能源集团之间的合作。该网络旨在“建立一个持续的框架，供参与者探索向清洁能源部门和其他气候相关机会投资和分配资本所带来的风险和收益”(Newell et al., 2023)。

“在化石燃料行业，增加信息披露将有助于澄清关于谁在为谁提供资金的争论。”

公共监管机构和私人投资者的此类举措至关重要，因为目前信息披露的缺乏导致投资者对资产的高估和负债的低估一无所知。这意味着市场无法合理配置资本，破坏了全球经济脱碳的努力。

特别是在化石燃料行业，增加信息披露将有助于澄清关于谁在为谁提供资金的争论。关于发达国家对发展中国家贷款和投资的估计值存在差异，可能与是否计入承销或优惠贷款有关(Ma and Gallagher, 2021)。能源部门的类似研究发现，世界上最大的一些能源公司的潜在排放量中，有极高的比例由少数投资者和股东控制，包括通过贝莱德、先锋领航和富达投资等主要行为体控制(Dordi et al., 2022; UNCTAD, 2023; Reclaim Finance, 2023)。只要高碳能源仍然比清洁能源利润高，这些公司就没有向清洁能源转型的动力。要求他们计算并披露真实的气候风险敞口，将有助于确保股东充分了解未来的财务风险。如此一来，那些决定转型的公司也将有所回报。⁵

⁵ 根据《巴黎协定》第二条第1款(c)项，目前信息披露的不足被视为一个主要障碍。

3. 撤回现有资金并调整方向

撤回现有资金并调整方向的巨大优势在于，资金已经有了，不需要另外筹集。此外，自动“关闭水龙头”，可以不让事情变得更糟。但如此采取行动，且以确保调整有利于发展和公平的方式行事，将需要国际层面的大量政策和监管支持。

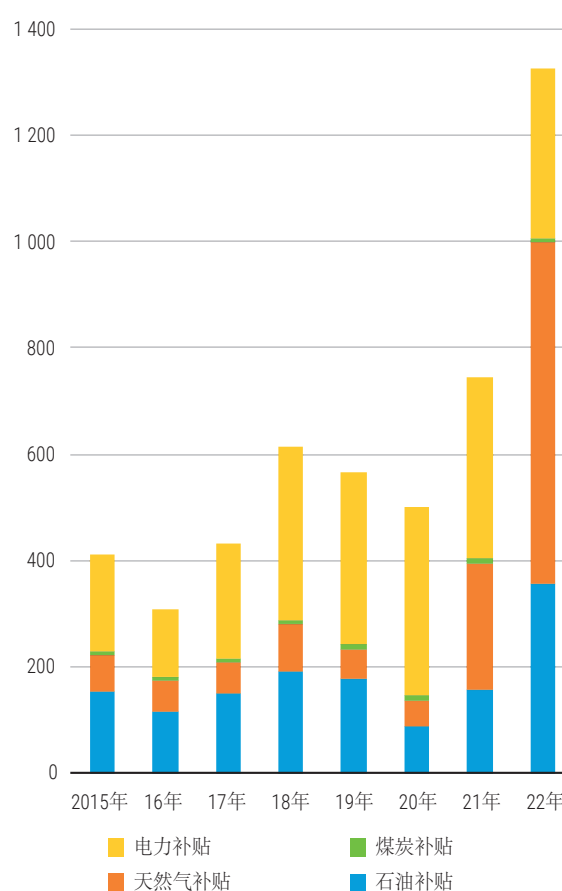
a. 化石燃料补贴改革

金融体系失调正在同时危害经济和环境的一个最明显、最棘手的例子是化石燃料补贴。用于这些补贴的公共资金规模巨大，它加剧了气候不平等，占用了其他可以更好地利用稀缺公共资金的机会。然而，这个问题比乍看之下要微妙得多。

国际货币基金组织的最新估计认为，2022年，各种形式的全球化石燃料补贴创下7万亿美元新高，占全球国内生产总值的7.1%。这一数字包含显性补贴1.3万亿美元，隐性补贴5.7万亿美元(图六.5和表六.1)。前者衡量政府为降低化石燃料的生产成本和消费者支付的价格而实际支付的金额，后者代表化石燃料的市场价格与实际的社会成本(包括对健康和环境的负面外部性以及放弃的消费税收入)之间的差异(Black et al., 2023)。因此，后者可理解为影子成本而非直接成本，但前者代表可以被转用于其他目的的实际支出。

取决于使用的方法，对补贴规模和范围的估计有不同结果。不可否认，由于乌克兰战争引发的能源危机，2022年的数字明显高于往年。但事实是，即使在做出削减补贴的多边承诺15年后，这些补贴仍居高不下。

图六.5 多边承诺多年，化石燃料补贴仍居高不下
按燃料类型分列的化石燃料补贴
(10亿美元)



资料来源：贸发会议根据Black et al. (2023)中列出的基金组织数据得出的计算结果。

表六.1 生产者补贴总额高达510亿美元，补贴即使降幅不大也会有所帮助

2022年按补贴类型分列的化石燃料补贴

(10亿美元，除非另有说明)

	隐性补贴	显性补贴	总补贴	生产者补贴	生产者补贴占显性补贴的百分比
低收入国家	18	8	26	0	0.0
中等偏下收入国家	711	224	935	6	2.7
中等偏上收入国家	3 093	643	3 736	27	4.2
高收入国家	1 887	452	2 339	18	4.1
全球	5 710	1 326	7 036	51	3.9

资料来源：贸发会议根据 Black et al. (2023) 中列出的基金组织数据得出的计算结果。

注：显性补贴衡量化石燃料供应成本的定价过低程度（即政府为补贴化石燃料的生产和消费支付的金额）；隐性补贴衡量环境成本的定价过低程度以及化石燃料补贴导致的消费税收入损失。

b. 为何必须逐步取消化石燃料补贴以及如何取消

化石燃料补贴带来的挑战不仅在于补贴规模巨大，还在于补贴往往会挤占政府收入的其他用途。影响因素包括化石燃料价格如何以及在何处扭曲了真实的经济和环境成本。包括隐性和显性补贴在内的基金组织数据显示，很大一部分补贴与煤炭行业有关，达到2万亿美元，约占补贴总额的30%。煤炭是最古老的化石燃料来源之一，也是公认的特别脏的燃料，造成的环境和健康风险众所周知。随着煤炭行业的资产失去价值，该部门数百万的工人失去生计，煤炭行业也很可能成为未来金融和经济冲击的中心 (*Trade and Development Report 2019*)。如下文所述，煤炭行业改革是包括印度尼西亚和南非在内的许多国家的政策要务。

逐步取消“无效”补贴的一个直接困难是，“无效”补贴没有一致或正式的国际定义。经济学家会说，不同类型的补贴交织在一起，以至于区分“有效”和“无效”补贴是没有意义的。即使从最狭隘的定义来看，所有补贴都会扭曲市场（因此是“无效的”）。所有补贴都人为压低了化石燃料相对于潜在替代品的价格。这导致生产和消费高于正常情况，特别是在电力和运输等能源密集型部门。需求和供应之间的相互联系引发了一个自我强化的循环；由于补贴导致价格下降，旨在支持化石燃料勘探和生产的补贴将不可避免地鼓励更多的生产和消费。

然而，在经济模型的抽象概念之外，逐步取消化石燃料补贴的影响因情况而定。在发达经济体，在存在替代能源的情况下，有补贴的化石燃料消费可能被视为过度消费；但在缺乏电气化和能源的替代来源的全球南方，补贴消费可能仍不足以满足家庭和企业的 basic 需求。

如果政府的目标是帮助贫困家庭和减少不平等，化石燃料补贴并非良策。补贴往往会加剧不平等，因为补贴是一种简单粗暴的工具，通常不按收入提供 (UNDP, 2021; World Bank, 2012)。即便如此，对最贫困的十分之一人口来说，即使是不太多的补贴，也能产生巨大影响；可能是有电和没电的区别。在2021年和2022年能源价格上涨期间，这种帮助贫困家庭（和小企业）的理由尤其无可辩驳。

在这种背景下，任何削减化石燃料补贴的努力都需要承认问题的复杂性以及生产者和消费者之间的不对称性。事实证明，停止“数十亿的巨额”补贴 (Victor, 2009) 很难做到。一个原因是

化石燃料补贴已经发放了几十年，随着时间的推移，这种系统性的支持已经创造了一个由大公司、企业和拥有政治权力的利益集团组成的完整生态系统。该行业的游说团体花费数亿美元来保护他们的受补贴地位 (Moser and Ashley, 2014; 以及其他大量相关文献)。

阐明这些分配问题可能有助于支持这一主张：应当以其他碳密集度较低的方式为低收入家庭提供支持。与此同时，抵制可能来自消费者，也可能来自生产者。2015年在摩洛哥、2017年在墨西哥发生的事件 (International Institute for Sustainable Development, 2022) 以及2018年法国的“黄背心”运动，都揭示了当政府在没有提供补偿工具的情况下试图取消补贴时会出现的一些社会痛苦和紧张局势。与此同时，我们可以学习一些更正面的例子，包括加纳、印度尼西亚、赞比亚和其他国家所采用的方法。在这些例子中，重要的是将补贴省下的钱用于建设社会福利、医疗保健和教育系统 (Laan et al., 2023)。

展望未来，我们可能会发现，世界不同地区和国家之间，甚至可能在国家内部，存在不同的转型和调整步伐。在最近一项关于国家自主贡献的研究中，研究人员发现，很少有国家制定了所谓的“转型计划” (Jones, 2023)。

所有国家都签署了对可持续发展目标12减少补贴的承诺，但没有什么国家制定了国家自主贡献转型计划，这对今后削减补贴或逐步叫停化石燃料生产不利。另一个制约因素是，许多发展中国家的国家自主贡献取决于能否获得充足的气候资金，但如前文所述，资金还不到位。

c. 最可行的目标

鉴于存在这些挑战，开始的步子可能不能迈得太大，但是采取行动迫在眉睫。就眼前而言，迅速逐步取消直接的生产者补贴似乎理应是首选，然后再有序地取消消费者补贴。这一工作需要保证公平，不能威胁到较贫困的那一半人口的基本需求。但即使是较富裕的那一半人口，也可能面临巨大的政治和经济挑战，特别是在出口燃料的发展中国家。

因此，必须优先在发达经济体减少补贴。发展中国家目前缺乏过渡到新的外汇来源并为人民提供同等保护的经济实力。这些重要工作需要额外的实力。如前文所述，生产补贴仅为530亿美元，只占化石燃料补贴总额的一小部分。然而，与其他发展资金和气候资金来源相比，这是一笔相当大的金额。除经济效益外，现在直接解决生产问题还将带来生态效益，即减少化石燃料的使用量，同时认识到必须想办法确保最贫困的家庭仍然能够获得可再生和负担得起的能源。

由于整个经济体系往往高度依赖化石燃料，许多国家担心，减少补贴，哪怕只是减少生产者补贴，会损害经济活动并减缓增长和发展。在一些国家，生产补贴被用来确保暂无其他能源来源的偏远地区和农村地区能够获得能源。因此，另一个策略是同时推动使用可再生能源作为替代能源。在大多数国家，可再生能源仍处于早期发展阶段，在依靠它们取代——哪怕只是部分取代——化石燃料成为可靠的能源来源之前，还有许多工作要做。此外，如本章其他部分所示，还有一个额外的挑战，即许多发展中国家的化石燃料部门是国有的，是国家重要的收入来源。向可再生能源转型不仅会导致政府收入下降，还会增加进口，并需要为转型所需的技术支付知识产权成本。要确保向可再生能源转型能够带来预期收益，包括财政收入，造福金字塔底部的人民，创造就业和实现工业化，还有很多工作要做。

最近关于脱钩的证据 (Haberl et al., 2020; Wiedenhofer et al., 2020; Parrique et al., 2019) 强调，政府要想在不减少现有能源使用和经济活动的情况下远离化石燃料并削减补贴，即使不是完全不可能，也很难做到 (插文六.3)。减少补贴将产生极大的影响，但不作为会带来风险，包括进一步陷入资产困境，以及除了实体冲击之外随之而来的金融、社会和经济冲击 (*Trade and Development Report 2019*)。然而，发展中国家目前还无法减少补贴，许多发展中国家可能仍然需要增加排放。对于低收入和其他发展中国家来说，在发达国家率先实施补贴改革之前，它们几乎不可能考虑这一改革。对发达国家来说，补贴改革不仅包括减少自身的补贴，还包括扩大资金和技术援助，以帮助发展中国家减少补贴。

插文六.3 印度尼西亚的例子：棕榈油和化石燃料部门的融资改革

由于养老基金等金融实体规模有限，印度尼西亚政府在本国的金融部门，特别是在提供金融债务工具方面占主导地位，因此国内融资方面的重大挑战落在了政府身上。亚洲金融危机后，该国为防止资本外逃制定了规定，对政府举债作出了限制。2019年，印度尼西亚启动了税式支出和收入改革，旨在将税收收入从占国内生产总值 10% 的低水平提高到较高水平。与发达国家相比，这是一个巨大的挑战。国际融资方面也面临迫在眉睫的挑战，其中之一是融资成本高。甚至在考虑是否将筹集的资金用于减排目的之前，就面临融资成本这一重要制约，如果投资者兴趣不足，则能否将资金用于减排目的可能成为另一个制约。

在棕榈油行业，印度尼西亚重新审视了贸易政策的作用。印度尼西亚是世界上最大的棕榈油出口国，因此产生了大量碳排放。^a 政府已着手实施一项提高棕榈油生产效率和限制该行业增长的方案，该方案的资金来源是出口税。虽然扩大 2011 年启动的新种植园暂停计划可能产生重大生态效益，但该政策将增加财政压力。棕榈油出口税中，需要有很大一部分用于支持贫困农民转型；迄今为止，对棕榈油征收的大部分出口税都用于生物燃料项目。

在能源领域，政府设定了可再生能源到 2050 年占比 31% 的目标，到 2025 年的目标是 23%。2021 年，可再生能源实际占比 11.7%。除了那些已经进入财务结算或建设阶段的电厂外，没有新建燃煤电厂的计划。此外，国家电力公司将需要约 48 亿美元的转型补贴才能实现其 2030 年目标，并支付与搁浅资产、燃煤电厂退役、与私营能源提供商现有合同的提前终止补偿、国家煤炭收入损失、税收损失以及重新部署劳动力、资本和自然资源的政策激励相关的费用。到目前为止，这方面的外部资金来源很少：只有挪威的 REDD+^b 资金和亚洲开发银行的一个转型项目。2023 年 2 月，印度尼西亚和美国财政部宣布，将与美国和欧洲的合作伙伴设立一个公正转型方案秘书处。

资料来源：贸发会议。

^a 见 <https://theicct.org/palm-oil-is-the-elephant-in-the-greenhouse/>。

^b REDD 指减少毁林和森林退化所致排放量；REDD+ 包括“促进养护、可持续森林管理、提高森林碳储量”。

D. 改变历史：建立协调气候和发展资金的和谐的金融生态系统

前面几节描述了一些矛盾和不一致之处，它们出现在可持续发展目标和低碳议程的雄心壮志因投资资金不足而受到限制或抵触时。金融方法中的普遍观点是，风险可以转移，在某种程度上类似于进行转型投资。这一观点导致在需要为气候协调型发展议程提供关键要素时，过度依赖国家为风险和投资不足负责。此外，它还激发了人们对旨在转移极端天气和其他气候冲击带来的主权和企业风险的风险保险产品⁶的热情。

Kedward 等人 (2023) 建议，要替代市场主导的降低风险战略，可采用通过公共政策实现“市场塑造”的方法。国际合作和监管措施也需要与增加资金并转而用于发展和气候的雄心保持一致。这包括重新审视经常讨论的多边贷款机构的作用，以便更好地将其任务集中在低碳、公平和转型发展战略以及提供全球公共产品上。正如本章所建议的那样，需要改革当前的贷款模式，以便更好地支持发展型贷款，同时避免重复之前某些模式在公共成本-私人利润方面的错误。

“保护和扩大政策空间对于发展中国家实现公正转型至关重要。这包括利用新兴产业保护、本地含量要求、贸易政策、更宽松的知识产权形式和产业政策，在新的低碳经济中抓住机遇。”

更令人鼓舞的是，特别是在许多欧洲国家，已经聚集了退出《能源宪章条约》的势头。该条约限制了各国政府逐步减少化石燃料活动的政策空间，从而抑制了更雄心勃勃的行动。有人呼吁通过修订限制性贸易协定和提供豁免来保护发展中国家支持本国低碳产业的政策空间。保护和扩大政策空间对于发展中国家实现公正转型至关重要。这包括采用新兴产业保护、本地含量要求、贸易政策、更宽松的知识产权形式和产业政策，在新的低碳经济中抓住机遇。然而，实现这一目标需要进一步修订贸易和投资条约。

在努力支持并激活上述杠杆以建立一个可以应对气候变化的金融体系时，需要遵循并立足于现有原则，如“共同但有区别的责任和各自能力”原则、“特殊与差别待遇”原则、“谁污染谁付费”原则等。这些都是国际法中的既定原则，为阐明富国和穷国各自的义务奠定了基础。所有维度上的公平都需要作为重中之重，在选择用于筹集资金和调整资金方向的金融杠杆时，应当以公平为先。从南非和公正能源转型伙伴关系的经验可以看出，依赖化石燃料的国家如何改变能源系统和应急经济结构，同时为能源系统相关人员和企业提供支持，这是一个涉及公正的重要问题。此外，转型如果不公正，将无法持续。

更具体地说，国际经济规则方面的特殊与差别待遇原则以及气候行动方面的共同但有区别的责任原则在程序、分配和代际层面上，为确定由谁付费、如何付费以及谁应该是国际支持的主要受益者提供了一个出发点。但这些又取决于谁能够在决定全球气候资金的关键机构、乃至作出全球金融治理决策的关键机构中获得参与权和代表性。这必然意味着回到一些敏感问题，例如主要供资机构中的投票权和区域代表性，以及服务于最先受到气候变化和发展问题影响的社群的民间社会团体能否进入这些重要机构。

⁶ 例如将参数保险和跨政府的区域风险分担相结合的加勒比巨灾风险保险基金，以及 InsuResilience 气候和灾难风险融资和保险解决方案全球伙伴关系。

其中一些指导原则可以在诸如全球绿色新政(详见《2019年贸易和发展报告》)的更广泛的框架下加以考虑。最初的新政是1930年代在美国提出的,旨在解决经济不安全问题(类似当前公正转型的挑战)、资金的掠夺性(对应当前遏制气候行动金融化的需要)以及解决基础设施差距和地区不平等(类似于当今超全球化社会的持续挑战)。新政实施的背景是全球经济持续深度衰退,正如当今世界可能面临“失去的十年”。

现在的绿色新政将有其自身的特点,反映当地的需求和优先事项。但是作为一个整体,它们有一些共同的要素,包括对一系列相互关联的公共产品进行大规模投资,以及采取一系列协调的政策措施,以促进产业转型和投资主导型增长模式。这些国家层面上的做法需要得到国际层面相应举措的支持:

- 全球规则应根据社会和经济稳定、共同繁荣和环境可持续性的总体目标进行调整,并防止被强者利用。
- 各国应在为促进全球公共产品和保护全球公域而建立的多边体系中承担共同但有区别的责任。
- 应将各国享有推行国家发展战略的政策空间的权利纳入全球规则。
- 全球规则的设计既要能加强灵活的国际分工,又要能防止阻碍其他国家实现共同目标的破坏性单边经济行动。
- 全球公共机构应当对其全体成员负责,听取各种观点,了解新的声音,并具备平衡的争议解决制度。

这一对话发生在贸发会议等机构呼吁建立“新布雷顿森林体系”的背景下(Gallagher and Kozul-Wright, 2021),也发生在另一些人质疑是否需要建立一个新的专门的全球气候银行之时(*The Economist*, 2023)。

然而,如果不从根本上改变融资优先事项的设定方式和资金管理方式,将不太可能解决上文提到的许多问题,特别是较贫穷国家和社会群体的代表性、对私人资金的作用过于乐观以及对私人资金监管不足,以及继续为全球人民面临的气候危机的许多驱动因素(包括但不限于化石燃料)提供资金等问题。

还有一个问题是,作为开发银行的股东,政府是否会允许开发银行发放所要求的贷款。一个制约因素仍然是AAA评级要求的束缚。因此,长期以来都在呼吁建立一种新的在发展融资机构方面具备专长的信用评级机构,而银行自身也需要采取更大胆的做法,当然前提是信用评级机构保证不因这些银行使用更高的杠杆而降低其信用评级(*Trade and Development Report 2019*)。

事实上，没有简单的答案。仅改变一小部分全球金融资产的方向是不够的。当务之急是对整个全球金融体系进行坚定和全面的改革。不可否认，这项任务极为复杂，因为不同行为体和机构之间的关系错综复杂，它们有各自不同的任务、门槛和融资方式。然而，只有针对这些复杂性采取战略性的精确的方法，才有可能建立真正有利于全球发展的金融格局。这不仅仅是呼吁改革；而是坚持深刻的重组，使全球金融体系与可持续和包容性发展的要务保持一致。

E. 结论

世界面临复杂的气候和发展危机不是因为缺乏资金，而是因为资金分配不当和不匹配，导致罔顾和违背社会和发展需求，不仅不尊重环境的承载能力，还频频触犯环境底线。

国际气候变化专门委员会和许多其他机构都在呼吁进行重大改革，但目前主导全球金融格局的许多行为体并不适合承担这一重任(IPCC, 2018)。需要从根本上调整宗旨、任务和运作程序。需要提出这样一些问题：资金应该为谁(哪些国家、社群和社会团体)服务，目的是什么(有哪些具体目标)，最终需要通过哪些治理机制来实现这些目标。这些问题对于确保资金与《巴黎协定》概述的目标以及更广泛的可持续发展目标保持一致而不是削弱这些目标至关重要(Newell et al., 2023)。公共资金的主要作用是调动私人资金提供公共产品和服务的说法必须收回。

“新冠疫情表明，只要有政治和社会意愿，就有可能改变历史。”

新冠疫情表明，只要有意愿，政府及公共机构就可以利用其权力调动大量资本(McDonald et al., 2020; Gutierrez and Kliatskova, 2021; Griffith-Jones et al., 2022)为人民谋福利，限制有害活动，鼓励行业转产，并采取干预措施保护社会中最弱势的群体。这并不是说疫情期间做出的所有选择都是完美无缺的，而是表明，只要有政治和社会意愿，就有可能改变历史。

现如今，实现这种改变最有效的一个方法是正面解决对化石燃料的持续依赖；停止资助新的化石燃料勘探，逐步削减问题最大、污染最严重的活动，并尽可能广泛地转向可再生能源。化石燃料是全球二氧化碳排放的最主要来源，也是全球变暖的主要原因，开始关闭化石燃料水龙头将是一个好的开始。此举可以也应该会同时带来发展效益，任何旨在确保转型公正且得到政治支持的协调战略都需要将发展效益放在首位。

参考文献

- African Development Bank, Asian Development Bank, Asian Infrastructure Investment Bank, European Bank for Reconstruction and Development, European Investment Bank, Inter-American Development Bank Group, Islamic Development Bank, New Development Bank and World Bank Group (2021). *2020 Joint Report on Multilateral Development Banks' Climate Finance*. Available at <http://www.ebrd.com/2020-joint-report-on-mdbs-climate-finance> (accessed 15 December 2023).
- Alliance climatique suisse (2022). *Les Étapes de la Transition pour la BNS et la FINMA*. Geneva.
- Attridge S and Engen L (2019). Blended finance in the poorest countries: The need for a better approach. Research Report. Overseas Development Institute. London.
- Barrowclough D and Finkill G (2021). Banks, bonds and petrochemicals: Greening the path from the Copenhagen Agreement, through Covid and beyond. UNCTAD Research Paper No. 69.
- Barrowclough D, Gallagher KP and Kozul-Wright R (2021). *Southern-Led Development Finance Solutions from the Global South*. Routledge. London and New York.
- Bergman N (2018). Impacts of the fossil fuel divestment movement: Effects on finance, policy and public discourse. *Sustainability*. 10(7):25–29.
- Bhattacharya A, Calland R, Averchenkova A, Gonzalez L, Martinez-Diaz L and Van Rooij J (2020). *Delivering on the \$100 Billion Climate Finance Commitment and Transforming Climate Finance*. The Independent Expert Group on Climate Finance.
- Black S, Antung A, Parry I and Vernon N (2023). IMF Fossil Fuel Subsidies Data: 2023 Update. Working Paper No. 2023/169. International Monetary Fund.
- Bloomberg.com* (2023). Oil's net zero scenarios are science fiction. 2 February.
- Boneva L, Ferrucci G. and Mongelli FP (2022). Climate change and central banks: What role for monetary policy? *Climate Policy*. 22(6):770–787.
- Caldecott B (2017). Introduction to special issue: Stranded assets and the environment. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 7(1):1–13.
- Chancel L, Bothe P and Voituriez T (2023). *Climate Inequality Report 2023: Fair Taxes for a Sustainable Future in the Global South*. World Inequality Lab.
- Christophers B (2022). Fossilised capital: Price and profit in the energy transition. *New Political Economy*. 27(1):146–159.
- COP26 (2021) Climate Finance Delivery Plan: Meeting the US\$100 Billion Goal. Available at: <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20230401054904/https://ukcop26.org/wp-content/uploads/2021/10/Climate-Finance-Delivery-Plan-1.pdf> (accessed 8 September 2023).
- Dikau S and Volz U (2021). Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance. *Ecological Economics*. 184:2–20.
- Dordi T, Gehricke SA, Naef A and Weber O (2022). Ten financial actors can accelerate a transition away from fossil fuels. *Environmental Innovation and Societal Transitions*. 44:60–78.
- Gabor D (2019). *Securitization for Sustainability: Does it Help Achieve the Sustainable Development Goals?* Heinrich Böll Stiftung. Washington, D.C.
- Gabor D and Braun B (2023). Green Macrofinancial Regimes. Available at <https://osf.io/preprints/socarxiv/4pkv8/> (accessed on 5 October 2023).
- Gallagher KP, Kozul-Wright R (2021). *The Case for a New Bretton Woods*. Polity Press. Cambridge.
- Gallagher KP, Bhandary RR, Ray R and Luma Ramos (2023). Reforming Bretton Woods institutions to achieve climate change and development goals. *One Earth*. 6 October 2023.

- Giraud G, Nicol C, Benaiteau S, Bonaventure M, Chaaoub V, Jego M, Tsanga A, Mitteau G, Philpott L, Poidatz A, Schreiber P (2021). *Fossil Assets: The New Subprimes? How Funding the Climate Crisis Can Lead to a Financial Crisis*. Reclaim Finance. June 2021.
- Green New Deal (2008). *A Green New Deal*. New Economics Foundation. London.
- Griffith-Jones S and Ocampo JA, eds. (2018). *The Future of National Development Banks*. Oxford University Press. Oxford.
- Griffith-Jones S and Barrowclough D (2022). Counter-cyclical responses: How development banks helped the Covid-19 recovery and lessons for the future. Research Paper No. 290. Agence Française de Développement. Paris.
- Group of 20 (2022). *Boosting MDBs' Investing Capacity. An Independent Review of Multilateral Development Banks' Capital Adequacy Frameworks*. Published with the support of the 2020 Italian and 2022 Indonesian G20 Presidencies.
- Group of 20 (2018). *G20 Eminent Persons Report on Global Financial Governance*. Group of Twenty.
- Gutierrez E and Kliatskova T (2021). *National Development Financial Institutions: Trends, Crisis Response Activities, and Lessons Learned*. EFI Insight-Finance. World Bank. Washington, D.C.
- Haberl H, Wiedenhofer D, Virág D, Kalt G, Plank B, Brockway P, Fishman T, Hausknost D, Krausmann FP, Leon-Gruchalski B, Mayer A, Pichler M, Schaffartzik A, Sousa T, Streeck J and Creutzig F (2020). A systematic review of the evidence on decoupling of GDP, resource use and GHG emissions. Part II: Synthesizing the insights. *Environmental Research Letters*. 15(6):065003.
- Hausfather Z and Friedlingstein P (2022). Global CO₂ emissions from fossil fuels hit record high in 2022. *Carbon Brief*. 11 November.
- Humphrey C (2018). The role of credit rating agencies in shaping multilateral finance: Recent developments and policy options. Policy Paper for the Inter-Governmental Group of 24. Group of 24. Washington, D.C.
- IEA (2022). *World Energy Investment 2022 Datafile*. International Energy Agency.
- IEA (2023a). *World Energy Investment 2023*. International Energy Agency.
- IEA (2023b). *World Energy Investment 2023. Methodology Annex*. International Energy Agency.
- Institute of Economic Justice and Climate Finance for Equitable Transitions (2023). Submission to the Presidential Climate Commission on South Africa's Just Energy Transition – Investment Plan. Submitted by the Institute for Economic Justice and the Climate Finance for Equitable Transitions.
- International Institute for Sustainable Development (2022). Background Note on Fossil Fuel Subsidy Reform. Geneva.
- Jain M, Sharma GD and Srivastava M (2019). Can sustainable investment yield better financial returns: A comparative study of ESG indices and MSCI indices. *Risks*. 7(1):15.
- JET IP (2022). South Africa's Just Energy Transition Investment Plan (JET IP), for the initial period 2023–2027. The Presidency of South Africa.
- Jiborn M, Kander A, Kulionis V, Nielsen H and Moran DD (2018). Decoupling or delusion? Measuring emissions displacement in foreign trade. *Global Environmental Change*. 49:27–34.
- Jones N (2023). Nearly half of recent climate pledges plan to keep extracting fossil fuels. Guest post on *Carbon Brief*. Available at: <https://www.carbonbrief.org/guest-post-nearly-half-of-recent-climate-pledges-plan-to-keep-extracting-fossil-fuels/>
- Kanemoto K, Lenzen M, Peters GP, Moran DD, and Geschke A (2012). Frameworks for comparing emissions associated with production, consumption, and international trade. *Environmental Science & Technology*. 46(1):172–179.

- Kedward K, Gabor D and Ryan-Collins J (2022). Aligning finance with the green transition: From a risk-based to an allocative green credit policy regime. UCL Institute for Innovation and Public Purpose. Working Paper Series 2022/11. University College London.
- Krogstrup S and Oman W (2019). Macroeconomic and financial policies for climate change mitigation: A review of the literature. IMF Working Papers No. 185. International Monetary Fund. Washington, D.C.
- Laan T, Geddes A, Bois von Kursk O, Jones N, Kuehne K, Gerbase L, O'Manique C, Sharma D and Stockman L (2023). *Fanning the Flames: G20 Provides Record Financial Support for Fossil Fuels*. Energy Policy Tracker.
- Liddle B (2018). Consumption-based accounting and the trade-carbon emissions nexus. *Energy Economics*. 69:71–78.
- Lubis C, Doherty D and Young W (2022). Investment requirements of a low-carbon world: Energy supply investment ratios. *BloombergNEF*. 6 October.
- Ma X and Gallagher K (2021). Who funds overseas coal plants? The need for transparency and accountability. Policy Brief No. 008. Global Economic Governance Initiative (GEGI). Global Development Policy Centre. University of Boston.
- Marois T, Stewart J and Marodon R (2023). From multi-to national-and back again: Realising the SDG potential of public development banks. Research Paper No. 267. Agence Française de Développement. Paris.
- Matsumoto C, Monteiro R, Rial I and Sakrak OA (2021). Mastering the risky business of public-private partnerships in infrastructure. Departmental Paper No. 2021/010. International Monetary Fund.
- McDonald DA, Marois T and Barrowclough D, eds. (2020). *Public Banks and Covid-19: Combatting the Pandemic with Public Finance*. Municipal Services Project, UNCTAD and Eurodad. Kingston, Geneva, Brussels.
- Moser C and Ashley M (2014). *The Fossil-Fuel Industry Spent Big to Set the Anti-Environment Agenda of the Next Congress*. Center for American Progress.
- 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). Global Development Policy Centre. University of Boston.
- Muttitt G and Kartha S (2020). Equity, Climate Justice and Fossil Fuel Extraction: Principles for a Managed Phase Out. *Climate Policy*. 20:1024–1042.
- Newell P, Daley F, Mikheeva O and Peša I (2023). Mind the gap: The global governance of just transitions. *Global Policy*. 14(3):425–437.
- Nick S and Thalmann P (2022). Towards true climate neutrality for global aviation: A negative emissions fund for airlines. *Journal of Risk and Financial Management*. 15(11):505.
- OECD (2016). 2020 projections of climate finance towards the USD 100 billion goal. Technical Note. Organisation for Economic Co-operation and Development. OECD Publishing.
- OECD (2022). *Multilateral Development Finance 2022*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- OECD (2023). *Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2023*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Oxfam (2023). *Climate Finance Shadow Report. Assessing the delivery of the \$100 billion commitment*. Oxfam. United Kingdom.
- Parrique T, Barth J, Briens F, Spangenberg J and Kraus-Polk A (2019). *Decoupling Debunked. Evidence and Arguments against Green Growth as a Sole Strategy for Sustainability. A Study Edited by the European Environment Bureau*. European Environment Bureau.

- Pietsch A and Salakhova D (2022). Pricing of green bonds: Drivers and dynamics of the greenium. Working Paper Series No. 2022/2728. European Central Bank.
- Reclaim Finance (2023). *Throwing Fuel on the Fire: GFANZ financing of fossil fuel expansion*. Available at <https://reclaimfinance.org/site/en/2023/01/17/throwing-fuel-on-the-fire-gfanz-financing-of-fossil-fuel-expansion/> (accessed 8 September 2023).
- Rickman J, Falkenberg M, Kothari S, Larosa F, Grubb M and Ameli N (2023). The systemic challenge of phasing out fossil fuel Finance. DOI: <https://doi.org/10.21203/rs.3.rs-3121305/v1> (accessed 8 September 2023).
- Schoenmaker D (2021). Greening monetary policy. *Climate Policy*. 21(4):581–592.
- Scott K and Barrett J (2015). An integration of net imported emissions into climate change targets. *Environmental Science & Policy*. 52:150–157.
- Siderius K (2022). An unexpected climate activist: central banks and the politics of the climate neutral economy. *Journal of European Public Policy*. 30(8):1588–1608(21).
- Simms A (2021). *The Case for an Ecological Interest Rate*. New Weather Institute. London.
- Stiglitz JE (2019). *People, Power, and Profits: Progressive Capitalism for an Age of Discontent*. Penguin Publishers. United Kingdom.
- Studart R and Gallagher KP (2016). Infrastructure for sustainable development: The role of national development banks. GEGI Policy Brief No. 007. Global Economic Governance Initiative.
- Sweeney S (2020). Weaponizing the numbers: The hidden agenda behind fossil-fuel subsidy reform. *New Labor Forum*. 29(1):87–92.
- The Economist* (2023). A new Bretton Woods. 25 February.
- Tienhaara, KR, Thrasher B, Simmons A and Gallagher K (2022a). The energy charter treaty's protection of 1.5°C-incompatible oil and gas assets. GEGI Policy Brief No. 021. Global Development Policy Centre. University of Boston.
- Tienhaara KR, Thrasher B, Simmons A and Gallagher K (2022b). Investor-state disputes threaten the global green energy transition. *Science*. 376(6594):701–703.
- Urgewald (2021). Global Coal Exit List. Available at: <https://www.coalexit.org/> (accessed 8 September 2023).
- Urgewald (2023). *Investing in Climate Chaos*. Available at: <https://investinginclimatechaos.org/> (Accessed 8 September 2023).
- Urgewald (2023a). *World Bank Evolution Roadmap fails to curb financial flows to fossil fuels*. Available at <https://www.urgewald.org/en/shop/world-bank-evolution-roadmap-fails-curb-financial-flows-fossil-fuels> (Accessed 8 September 2023).
- Urgewald (2023b). *AiIB Energy Strategy: Still sticking to gas and oil, no fossil energy exit in sight*. Available at <https://www.urgewald.org/en/shop/aiib-energy-strategy> (Accessed 8 September 2023).
- Urgewald (2023c). *Investing in Climate Chaos*. Available at: <https://investinginclimatechaos.org/> (Accessed 8 September 2023).
- UNCTAD (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 (2019). *Trade and Development Report 2019: Financing a Global Green New Deal*. (United Nations Publication. Sales No E.19.II.D.15. New York and Geneva).
- UNCTAD (2021). *Trade and Development Report 2021: From Recovery to Resilience – The Development Dimension*. Chapter V. (United Nations publication. Sales No. E.22.II.D.1. Geneva).
- UNCTAD (2022) *Trade and Development Report 2022: Development Prospects in a Fractured World – Global Disorder and Regional Responses*. (United Nations publication. Sales No. E.22.II.D.44. Geneva).

- UNCTAD (2022) Financing for development: Mobilizing sustainable development finance beyond COVID-19. Intergovernmental Group of Experts on Financing for Development, Fifth Session. 21–23 March. Geneva.
- UNCTAD (2023a). *World Investment Report - Investing in Sustainable Energy for All*. (United Nations publication. Sales No. E.23.II.D.17. New York).
- UNCTAD (2023b). *Green Finance and Decarbonization of Petrochemicals: Slim Pickings in a Crucial but Hard to Abate Industry*. (United Nations publication, Geneva).
- UNCTAD (2023c). *The Least Developed Countries Report: Crisis-Resilient Development Finance*. (United Nations publication. Sales No. E.23.II.D.27. Geneva).
- UNDP (2021). *Alternative Uses of Pre-Tax Fossil Fuel Subsidies Per Year*. United Nations Development Programme. New York.
- UNEP (2015). *The Financial System We Need: Aligning the Financial System with Sustainable Development*. United Nations Environment Programme. Nairobi.
- UNEP, SEI, Climate Analytics, E3G and IISD (2023). *The Production Gap: Phasing Down or Phasing up? Top Fossil Fuel Producers Plan Even More Extraction Despite Climate Promises*. Stockholm Environment Institute, Climate Analytics, E3G, International Institute for Sustainable Development and United Nations Environment Programme.
- UNFCCC (2021) Report of the Conference of the Parties serving as the meeting of the Parties to the Paris Agreement on its third session, held in Glasgow from 31 October–13 November, 2021.
- UNFCCC (2022). Report on progress towards achieving the goal of mobilizing jointly USD 100 billion per year to address the needs of developing countries in the context of meaningful mitigation actions and transparency of implementation. Technical Report. UNFCCC Standing Committee on Finance. United Nations. Bonn, Germany.
- United Nations (2023). Our Common Agenda – Reforms to the International Financial Architecture. Policy Brief No. 6.
- Victor D (2009). *Untold Billions. Fossil-Fuel Subsidies, Their Impacts and the Path to Reform*. Global Subsidies Initiative (GSI) of the International Institute for Sustainable Development (IISD). Geneva.
- Vivas D, Barrowclough D, Contreras C (2021). The ocean economy: Trends, impacts and opportunities for a post COVID-19 blue recovery in developing countries. Research Paper 137. The South Centre. Geneva.
- Volz U (2017). *On the Role of Central Banks in Enhancing Green Finance*. United Nations Environment Programme. New York.
- Warmerdam W (2022). GFANZ financiers of the fossil fuel expansionists – Finance research methodology. Reclaim Finance. Available at: https://reclaimfinance.org/site/wp-content/uploads/2022/12/Profundo_GFANZ-report-Research-methodology-.pdf (accessed on 8 September 2023).
- Wiedenhofer D, Virág D, Kalt G, Plank B, Streeck J, Pichler M, Mayer A, Krausmann F, Brockway P, Schaffartzik A, Fishman T, Hausknost D, Leon-Gruchalski B, Sousa T, Creutzig F and Haberl H (2020). A systematic review of the evidence on decoupling of GDP, resource use and GHG emissions. Part I: Bibliometric and conceptual mapping. *Environmental Research Letters*. 15(6):063002.
- World Bank (2012). *Indonesia Economic Quarterly: Redirecting Spending*. Washington, D.C.
- World Bank (2023). *Evolving the World Bank Group's Mission, Operations and Resources*. Washington, D.C.
- WWF (2022). *Call to Action to Ensure Transition to a Net Zero and Nature Positive Economy*. World Wildlife Fund for Nature.
- Xu J, Marodon R and Ru X (2021). Mapping 500+ development banks: Qualification criteria, stylized facts, and development trends. Research Report No. 2. The Institute of New Structural Economics. Peking University. Beijing.

