

全球智库半月谈

通货膨胀时企业利润是否增加？

经济观点——前沿市场的资金缺口

美国经济概况

谁控制着绿色能源所需的矿产资源？

美国正日益成为一个净债务国，我们应该担心吗？

美元在亚洲贸易计价中的主导地位

国际金融协会资本流动追踪——2022 年 8 月关键节点

本期编译

桂平舒

郭子怡

李佳欣

廖世伟

刘铮

申劭婧

熊春婷

薛懿

张丝雨

（按姓氏拼音排序）

《全球智库半月谈》是由中国社会科学院世界经济与政治研究所的全球宏观经济研究室和国际战略研究组承担的编译项目，每半月定期发布。所有稿件均系网络公开文章，由项目组成员依据当前热点编译组稿。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

顾问	张宇燕			
首席专家	张斌		姚枝仲	
团队成员	曹永福	美国经济	陆婷	欧洲经济
	冯维江	日本经济	熊爱宗	新兴市场
	徐奇渊	中国经济	杨盼盼	东盟与韩国
	肖立晟	国际金融	李远芳	国际金融
	常殊昱	跨境资本流动	顾弦	大宗商品
	陈博	大宗商品	吴海英	对外贸易
	崔晓敏	对外贸易	熊婉婷	金融政策
	王地	宏观经济	张寒堤	科研助理

国际战略研究组

组长	张宇燕			
召集人	徐进		协调人	彭成义
团队成员	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵峰	国际战略	徐进	国际安全
	薛力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王雷	东亚安全
	彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理

田 慧 芳	气候变化	李 燕	俄罗斯政治
任 琳	全球治理	丁 工	发展中国家政治

联系人：曾一智 邮箱：zengyizhi@mail.bnu.edu.cn

电话：(86)10-8519 5775 传真：(86)10-6512 6105

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码：100732

免责声明：

《全球智库半月谈》所编译的文章，仅反映原文作者的观点，不代表编译者、版权所有人或所属机构的观点。

目 录

世界热点

通货膨胀时企业利润是否增加? 6

导读：当通货膨胀率很高时，公司可能会提高产品价格。然而，市场观察家和记者都想知道，企业是否利用高通胀率来增加企业利润。我们从上市公司的视角来审视这个问题，发现一个行业的价格上涨往往与企业利润的增加有关。然而目前通货膨胀和利润增长之间的关系在历史背景下并不罕见。

重新审视贝弗里奇曲线：为什么它发生了如此大的变化? 10

导读：贝弗里奇曲线通过捕捉失业率和职位空缺率之间的反向关系来分析劳动力市场。虽然过去 20 年数据随经济状况略有变化，但新冠疫情极大地改变了现存模式。起初，曲线大幅度向外移动。随着经济好转，就业机会的增长超过了失业率的下降，曲线急剧向上倾斜。这些变化的程度是历史上前所未有的。经济简报解释贝弗里奇曲线背后的概念，并讨论这些变化背后的潜在因素。

经济观点——前沿市场的资金缺口 15

导读：本文主要讨论前沿市场的外部融资缺口问题，重点关注面临外部债券赎回的两个国家——萨尔瓦多和巴基斯坦。两国担负着巨额账户赤字的同时还面临着巨大的债券偿还压力。文章预计萨尔瓦多将面临高达 GDP4% 的资金缺口，而巴基斯坦在其他官方贷款的帮助下压力相对较小，作者仍认为短期内两国陷入违约的可能性不大。

美国经济概况 19

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至 2022 年 8 月 10 日的的数据。

谁控制着绿色能源所需的矿产资源? 36

导读：俄罗斯入侵乌克兰不仅暴露了欧洲对俄罗斯石油和天然气的依赖十分危险，还凸显出西方工业国家面对威胁的脆弱性，尽管这种脆弱性不太受重视，但同样令人担忧，它可能会阻碍从化石燃料向清洁能源过渡所必需的矿物获取，本文数据显示，随着近年来通过水力压裂法成功开采天然气，中国已成为提炼和消耗关键矿物的商品的主要国家，就像美国在化石燃料能源方面一样。

美国新非洲战略承认非洲的希望，但面临迫在眉睫的信誉差 39

导读：今天，美国国务卿安东尼·布林肯公布了美国对非洲的新战略，该战略扩大并巩固了他去年 11 月在尼日利亚演讲中提出的政策。虽然他在那次演讲中刻意避免提及中国，但新政策承认，美国在非洲利益的重塑部分是由其他外部力量的崛起所推动的，这些外部力量的影响预示着不同于美国价值观，甚至可能与美国价值观相反的价值观念——即中国。对美国及其非洲伙伴来说，新战略既是希望，也是挑战。

美国正日益成为一个净债务国，我们应该担心吗？ 42

导读：截至 2020 年底，美国对世界其他地区的债务比世界其他地区对美国的债务多 14 万亿美元，占 GDP 的比例远超前。这主要是因为过去十年美国股价和美元的上涨大大提高了在美国的外国股票投资价值。从外部性方面考虑，鉴于美国只以本国货币借款，因此不存在与美元贬值相关的“资产负债表风险”，因此这一局势无需过度担心。

美元在亚洲贸易计价中的主导地位 48

导读：本文发现，在亚太地区，全球价值链参与度较高的经济体以美元计价的进出口份额较高，相比之下，在亚太地区之外，全球价值链参与度较高的经济体以美元计价的进出口份额明显较低。此外，在亚太地区，拥有更多跨国公司的经济体通常有更高的美元计价出口份额。一个可能原因是本文所考察的亚洲经济体之间贸易一体化程度较低，以及缺乏能够替代美元的强势区域货币。这些国家对美国和欧洲的贸易敞口仍然很大。

国际金融协会资本流动追踪——2022 年 8 月关键节点 71

导读：国际金融协会对 7 月份资本流动重要内容进行追踪，主要有以下值得关注的信息：7 月份流入新兴市场的投资组合资金流为-98 亿美元，股票和债务流动分别为-10 亿美元和-88 亿美元，中国股市出现 35 亿美元的资金外流。该报告在此基础上进一步对未来月份资本流动的影响因素进行分析。

本期智库介绍 74

通货膨胀时企业利润是否增加？

Mathias Andler, Anna Kovner/文 李佳欣/编译

导读：当通货膨胀率很高时，公司可能会提高产品价格。然而，市场观察家和记者都想知道，企业是否利用高通胀率来增加企业利润。我们从上市公司的视角来审视这个问题，发现一个行业的价格上涨往往与企业利润的增加有关。然而目前通货膨胀和利润增长之间的关系在历史背景下并不罕见。编译如下：

通货膨胀与上市公司利润

我们利用在北美产业分类系统（North America Industry Classification System, NAICS）三位数水平上公布的PPI，将行业水平上的通货膨胀与相同行业的上市公司的总利润进行比较。我们对36个行业做了处理，范围从石油和天然气开采行业（NAICS 211）到电信行业（NAICS 517）。处理并没有涵盖所有的行业，因为我们把分析限制在拥有15家以上上市公司的行业，这样结果就不会受到任何一家公司的过度影响。

NAICS 行业代码

211 石油和天然气开采	337 家具及相关产品制造
212 采矿业，不包括石油和天然气	339 杂项制造业
213 采矿业的支持活动	423 商业批发商，耐用品
221 公用事业	424 商业批发商，非耐用商品
311 食品制造	441 机动车及零部件经销商
312 饮料和烟草制品制造	448 服装和服装配件商店
315 服装制造	452 一般商品商店
321 木制品制造	454 非商店零售商
322 造纸业	481 航空运输
324 石油和煤炭产品制造	483 水上运输
325 化学制造	484 卡车运输
326 塑料和橡胶制品制造	488 运输的支持活动
331 初级金属制造	511 出版业，互联网除外
332 金属制成品制造	515 广播业，互联网除外
333 机械制造	517 电信
334 计算机和电子产品制造	523 证券、商品合同、投资
335 电气设备和电器制造	524 保险公司及相关活动
336 运输设备制造	721 住宿

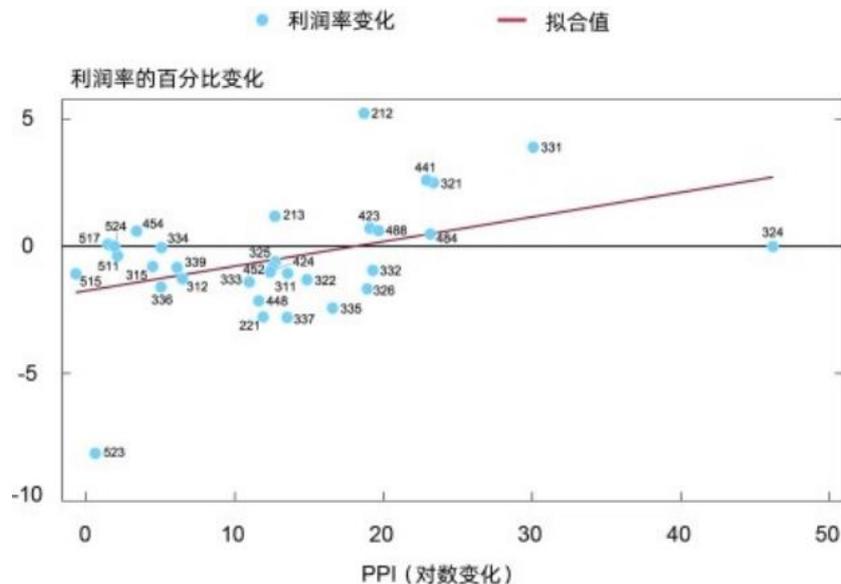
影响销售和利润的因素有很多，而谁从高通胀中受益才是问题的关键。研究人员在分析总体数据时也考虑了这些因素，但很难准确分离出较高的通货膨胀在多大程度上来自于利润的增加。这是因为净销售额既反映了价格、数量，也反映了商品的组合，这意味着销售额或利润的增加可能是由于价格上涨，但也可能是由于销售了更多的商品或商品组合的变化。

为了了解通货膨胀和利润之间的关系，我们最好能够细分销售单位的数量。虽然这在现有的公共数据中很难做到，但衡量利润率的一个简单方法是毛利率。毛利率是净销售额和直接销售成本之间的差额，并以净销售额为标准。它反映了公司的投入成本和收入之间的差异。将销售额归一化，以百分比来衡量毛利率，而不是以美元来衡量毛利，可以减轻人们对因销售更多商品而导致的毛利增长的错误归因的担忧。

通货膨胀较高的行业毛利增加较多

下图是 2022 年第一季度与 2021 年第一季度相比，毛利率和通货膨胀的变化。斜率为 0.24，表明平均而言，价格每增加 1%，企业毛利率就会增加 24 个基点。

图 1 毛利润率和 PPI 的变化



资料来源：作者根据 Compustat 数据计算。基于在 2022 年第一季度和 2021 年第一季度向美国证券交易委员会提交文件的 2728 家公司，这些公司来自有 15 家以上上市公司的 32 个行业。

注：数字=3 位数的 NAICS 行业代码。

这一次是否不同？

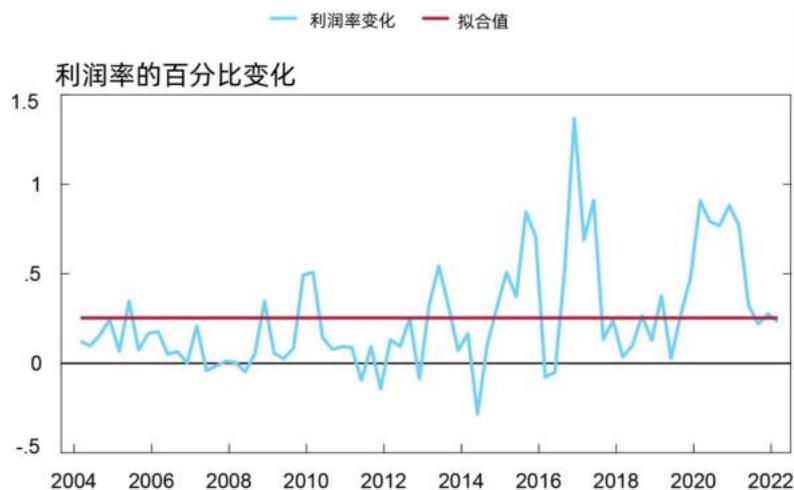
市场力量的变化是否增加了企业提高价格的能力？我们研究了过去 20 年（有大多数行业的通货膨胀数据）和过去 40 年（有较少行业的通货膨胀数据）

的利润率和通货膨胀之间的关系。我们根据季度数据将通货膨胀率回归到毛利率的变化上，包括毛利率随时间和行业平均变化的固定效应。

只看最近一段时间与历史数据的比较，通货膨胀和毛利之间的关系在 2021 年和 2022 年第一季度似乎急剧上升。我们估计通货膨胀和 2021-22 年观测值之间的相关系数为正，且具有统计学意义，并发现在此期间的斜率约为 0.36，而 2004 年至 2020 年期间为 0.29。然而，进一步研究发现，利润和通货膨胀之间的关系是非线性的，也就是说，当分别估计不同四分位数的通货膨胀关系时，我们看到通货膨胀和利润之间的关系随着通货膨胀水平的变化而变化。当通货膨胀率较高时（在 37 个基点和 4.3% 之间，代表通货膨胀率的第 25 和 75 百分位数），估计的斜率最陡峭。

下图说明了这一点，该图估计了自 2004 年以来，在控制时间和行业固定效应的情况下，每个季度各行业毛利和 PPI 之间的关系。在疫情发生后的那段时间，斜率特别陡峭，尽管最近它已经恢复到接近历史平均水平。在整个样本中，几乎每个季度的斜率都大于 0，平均为 0.25，证明了行业水平的通货膨胀和毛利变化之间始终存在正相关。

图 2 PPI 和毛利率之间的关系随时间推移而变化



资料来源：作者的计算。

虽然我们只有数量比较有限的行业的通货膨胀数据，但如果回溯到 1986 年的较长时间序列上进行估计，结果是非常相似的。最近通货膨胀和利润之间的关系似乎与过去通货膨胀非常高时实现的关系相似。

这种结果和通货膨胀之间的非线性关系，除了利润之外，还出现在几个方面，最初是由纽约联储的研究人员（Amiti, Heise, and Karahan）指出的。这与定价中的战略互补理论是一致的，即知道竞争对手正在改变价格，公司就有

勇气改变自己的价格。我们的分析与公司改变价格的原因无关——我们只关注公司自身行业的通货膨胀，而不是投入品价格的变化。

通货膨胀对企业利润的影响可能没有那么大

即使在通胀率异常高的情况下，企业利润的变化与通胀率之间的关系也是正的。这并不意味着那些通胀率较高的行业比通胀率较低的行业更能增加利润，而不是说利润在增加。回过头来看 2022 年利润变化的最初图表，大多数行业（36 个中的 22 个）的利润总额变化是负的。利润总体上在下降，只是高通胀行业的公司的利润下降的速度较慢。此外，毛利率忽略了利润的许多关键组成部分，最明显的是销售成本、一般成本和管理成本。在这些其他成本发生变化的情况下，公司的整体净利润率可能也在发生变化。最后，毛利率的变化是负序列相关的，这意味着利润的减少往往是在利润的增加之后。这意味着，利润增加后可能不会有更多的利润增加。

本文原题为 “Do Corporate Profits Increase When Inflation Increases?”。本文作者 Mathias Andler 是纽约联邦储备银行研究和统计小组宏观金融研究的研究分析师，Anna Kovner 是世界银行研究和统计组的金融稳定政策研究主任。本文于 2022 年 7 月刊于联邦储备银行官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

重新审视贝弗里奇曲线：为什么它发生了如此大的变化？

Thomas a. Lubik/文 熊春婷/编译

导读：贝弗里奇曲线通过捕捉失业率和职位空缺率之间的反向关系来分析劳动力市场。虽然过去 20 年数据随经济状况略有变化，但新冠疫情极大地改变了现存模式。起初，曲线大幅度向外移动。随着经济好转，就业机会的增长超过了失业率的下降，曲线急剧向上倾斜。这些变化的程度是历史上前所未有的。经济简报解释贝弗里奇曲线背后的概念，并讨论这些变化背后的潜在因素。编译如下：

贝弗里奇曲线是劳动力市场宏观经济学的核心概念。该曲线以英国经济学家威廉·贝弗里奇命名，它捕捉了失业率和职位空缺率之间的反向关系。新冠疫情导致贝弗里奇曲线发生前所未有的转变。经济简报探讨该曲线是如何移动的，并解释其原因。

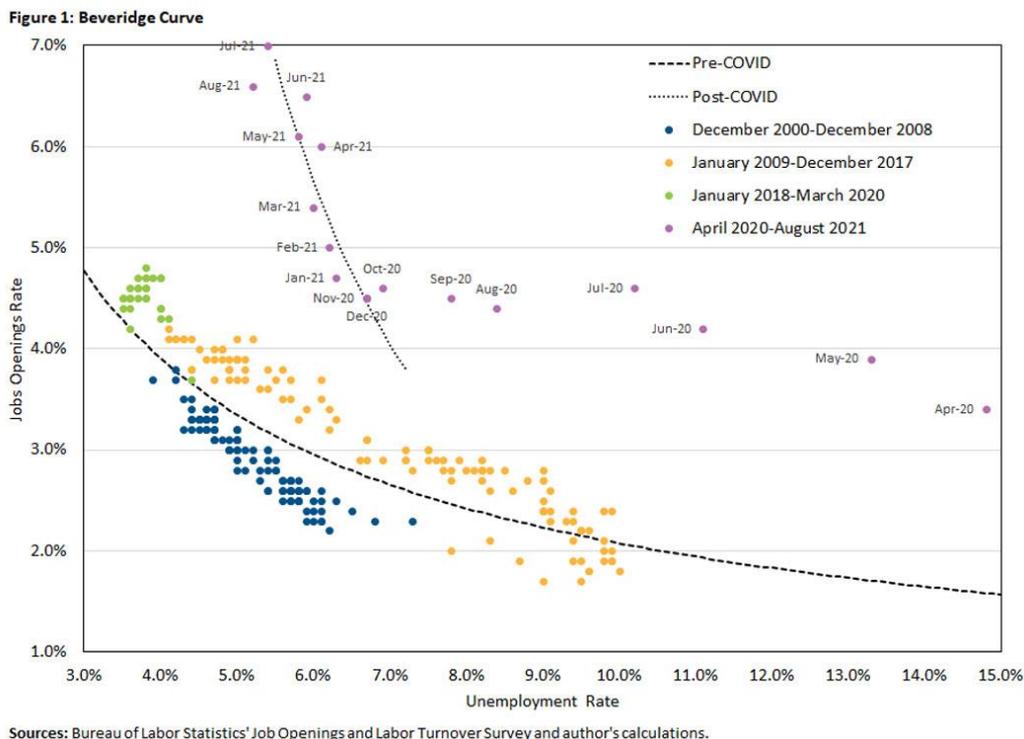
一、什么是贝弗里奇曲线？

在不同时期，不同国家，不同部门，贝弗里奇曲线都显示出极其稳健的规律。它绘制了职位空缺率（y 轴）与失业率（x 轴）之间的关系。该曲线一般向下倾斜，表明当失业率较低时，职位空缺率往往较高，反之亦然。

图 1 显示了用美国劳工统计局（Bureau of Labor Statistics）职位空缺和劳动力流动调查司（JOLTS）收集的从 2000 年 12 月到 2021 年 8 月关于职位空缺率和失业率的月度数据所绘制的贝弗里奇曲线。每个点代表一个失业率和职位空缺率的组合。

样本分为四个不同的时期，分别对应金融危机之前的时期、之后的衰退时期以及直到 2017 年的复苏时期。2018 年 1 月至 2020 年 3 月，这期间失业率持续低于 4.5%。第四个时期——2020 年 4 月到 2021 年 8 月——是新冠疫情爆发的时期。

图1 贝弗里奇曲线



在该图表明，贝弗里奇曲线在新冠期间发生了相当大的变化。但即使在新冠之前，数据点以特定的模式聚集也是显而易见的。贝弗里奇曲线是数据的一个特征，但它可以用劳动经济学中所说的“搜索-匹配”模型来理解和分析。在这个程式化模型的背景下思考贝弗里奇曲线，说明了为什么人们认为它有助于衡量劳动力市场的状况。此外，它使我们能够弄明白隐藏在图形背后的故事。

二、什么产生了贝弗里奇曲线？

在搜索和匹配框架中，有招聘需求的公司会发布职位空缺信息；求职者寻找工作，但如果没有找到合适的工作，他们会选择领取失业救济金，等下期再次寻找。这便是工人和公司在招聘过程中进行匹配的过程。

假定空缺职位的代价高昂的，这意味着一个被填补的职位是有价值的：公司不想失去工人，因为寻找新的工人是昂贵的。因此，维持长期的雇佣关系是有价值的。

1、创造就业条件

劳动经济学家以上述分析为基础创造了名为“创造就业条件”的招聘规则：发布职位空缺的预期成本——包括公司与求职者匹配的可能性——等于公司期望从这段雇佣关系中获得未来利益的现值。这主要反映了净工资收入以及未来可能招聘的新员工。

当工资达到了求职者愿意接受的最低数额，他们会接受这份工作。这表明

接受工作机会与否是一个可以明确的选择。求职者可以权衡工作的好处（主要是工资和辅助福利）和不工作的好处（包括领取失业金、找到更好工作的可能性以及不工作的时间价值）。雇主很清楚这些选择，并据此提供相应的工资，这一匹配的过程促使达成互相受益的雇佣关系。

2、积累就业条件

上述推理得到了第二个关键关系，即“就业积累条件”。求职者找到工作后，或因退休等原因离开劳动力队伍后，他们便离开了“失业池”。同样，当求职者失去工作时，他们也会进入“失业池”。JOLTS 记录了这些劳动力市场的流动情况，这有助于我们通过流入量和流出量跟踪就业或失业人口存量。

3、创造就业与积累就业的交叉

因此，我们可以认为创造就业和积累就业分别代表劳动力需求和劳动力供给。在创造就业的情况下，我们观察到失业率和职位空缺率之间存在向上倾斜的关系。当失业率很高（因此求职人数很多）时，雇主会发现雇用工人更容易，成本也更低。因此，他们公布了更多的职位空缺。

同样，在积累就业的条件下失业率和职位空缺率的关系是向下倾斜的。随着职位空缺率的上升，求职者和企业之间在进行新匹配，则失业率下降。

因此，贝弗里奇曲线由两个关系相交的点组成。当经济增长时，就业创造条件曲线沿着就业积累曲线右移，从而在商业周期过程中描绘出贝弗里奇曲线。在图 1 中，每个点表示与经济状态相关的特定时间点。

三、新冠肺炎前的贝弗里奇曲线：逆时针环

图 1 显示，前三个周期各个点整齐地排成一条向下倾斜的贝弗里奇曲线。与此相反，疫情前的数据水平发生了大规模的向上和向右转移，待 2020 年 10 月经济恢复加快，数据列便急剧上升。

2000 年 12 月 JOLTS 调查开始时，美国经济正处于 2001 年短暂衰退的风口浪尖，当时失业率为 3.9%。随着 2001 年底经济走出衰退，劳动力需求回升，随着职位空缺率的上升，失业率缓慢下降。这个初始阶段几乎展示了一个从低谷到低谷的完整商业周期，数据基本上形成了它们自己的贝弗里奇曲线，因为它们在较长样本的拟合曲线之下紧密地聚集在一起。

金融危机和经济大衰退导致失业率在 2009 年 10 月迅速飙升至 10% 的峰值。可以说，这一时期早期的劳动力市场数据与前面的数据点一致，因为职位空缺率以同样的速度下降。几个月后，随着劳动力需求的增加，企业公布了更多的职位空缺，失业率下降，数据在虚线上方沿曲线向左移动。这种模式被经济学家奥利维尔·布兰查德和彼得·戴蒙德描述为“逆时针循环”，即经济在扩张时高于曲线，在收缩时低于曲线。

这个周期本来有望结束。然而，虽然 2017 年 4 月失业率低于自然失业率——4.5%，但沿曲线向左的运动仍在继续，失业率和职位空缺率都达到峰值。图 1 绿色点表明劳动力市场在持续改善。许多研究人员所担心的——大衰退在劳动力市场上造成了永久性的创伤，并造成了“不匹配”——并没有成为现实。

三、新冠期间的贝弗里奇曲线：飞跃、转变和曲折

然而，随着新冠肺炎的爆发，这一切都崩溃了。2020 年 4 月是封锁整体经济的第一个月，这个月失业率飙升至 14.8%。随后的几个月里，经济从新冠冲击中恢复，失业率也迅速回落。

值得注意的是，经济回升后的曲线沿着与新冠疫情前的曲线平行，但在向外移动了许多。最初的失业率上升和随后的失业率下降与职位空缺率有关，一般只在经济表现非常好的时候才能观察到这一现象。

2020 年秋天，贝弗里奇曲线又发生了巨大变化。从 10 月份开始，此时失业率为 6.9%，职位空缺率的上升速度远远快于失业率的下降速度。这种模式导致了比新冠疫情前更为陡峭的贝弗里奇曲线。（见图 1 中紫色圆点中的虚线）企业必须发布更多的空缺职位来维持给定的失业率水平，而且失业率的任何下降都需要企业大量增加空缺职位。

四、贝弗里奇曲线为何移动？

如何解释新冠肺炎冲击后贝弗里奇曲线的这种变化和扭曲？搜索匹配模型可以回答这个问题。商业周期中曲线的位置取决于维持给定失业率所需的职位空缺数。如果求职者和企业之间的匹配效率降低，维持给定的失业率需要更高的职位空缺率。也就是说，雇主需要发布更多的空缺来填补一定数量的职位。根据该模型，贝弗里奇曲线的外移可以用匹配效率的下降来解释。

这种匹配效率的下降可能是由多种潜在因素造成的。部门转移、不断变化的技能要求和地域分散都会发挥作用。例如，中西部一个被解雇的汽车工人会发现很难在西南部找到一份护士的工作。

在总体数据中，这种不匹配表现为匹配效率的下降，因为失业者可能不具备雇主需要的技能。因此，雇主发布更多的职位（或更广泛地搜索）。相反，求职技术的改进——例如在线招聘——将提高匹配效率，因为空缺职位信息可通过网络触达更多的求职者。这些因素在新冠流行期间也起了作用。

2020 年初秋贝弗里奇曲线斜率的急剧增加呈现出不同的谜题。由于匹配效率下降，现在任何失业率的降低都需要比流感大流行前更高的职位空缺率。换句话说，现在的失业率对职位空缺率变化的反应远远低于新冠大流行之前，甚至低于初秋经济开始复苏开始之前。

失业率的降低面临着两个日益严峻的阻力：一是匹配效率的下降——这使

得将雇主和求职者更难形成雇佣关系——二是这种匹配转化为就业的容易程度在下降。换句话说，雇主必须更加积极地争取求职者。

因此，贝弗里奇曲线的变化和扭曲可以帮助经济学家和政策制定者理解劳动力市场的状况，并指出潜在的根本原因。虽然这一扭曲可能与求职技术和招聘努力的变化有关，但现存的关于这种不匹配来源的贝弗里奇曲线运动的研究要么没有定论，要么只显示出很小的影响。

同样，技术变革让求职变得更容易，但或许也让招聘变得更难。整理成千上万份在线提交的简历既费钱又费时，雇主们不得不采用其他筛选方法。

总而言之，目前还不清楚这些变化是如何影响贝弗里奇曲线的。尚未确定是哪些原因导致它移动。我们所知道的是，这种规模的转变和扭曲是前所未有的。在以前的研究中（Luca Benati 称之为“时变贝弗里奇曲线”），贝弗里奇曲线在每次衰退后的形状和位置都会发生轻微的变化。尽管在每个经济周期中贝弗里奇曲线都会完成一个逆时针的循环，但它永远不会回到原来的位置。这些变化在统计上大多难以区分，不过 1981—1982 年和 2007—2009 年的衰退在这些变化的程度上尤为突出。值得注意的是近期该曲线的转变和扭曲比新冠大衰退时期的转变更大。

五、贝弗里奇曲线为何移动？

新冠肺炎大流行导致经济活动发生了巨大变化。一个突出例子是，劳动力市场如何受到贝弗里奇曲线的转变和扭曲的影响，这是前所未有的。经济简报将这些变化与理论劳动力市场模型的逻辑联系起来，并认为它们与劳动力市场的结构性变化是一致的，即匹配效率和匹配弹性的恶化。

在新冠大流行期间，创造就业变得更加困难，企业不得不更加积极地招聘工人。展望未来，要将失业率降至新冠肺炎以前的水平，就需要职位空缺达到以前水平的两倍。

虽然扩张性的货币和财政政策原则上可能实现这一目标的劳动力需求，但积极的劳动力市场政策似乎更善于应对这些结构性变化。

本文原题为“Revisiting the Beveridge Curve: Why Has It Shifted so Dramatically?”。本文作者 Thomas a . Lubik 是里士满联邦储备银行研究部的高级顾问。本文于 2021 年刊于里士满联邦储备银行官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

经济观点——前沿市场的资金缺口

Sergi Lanau、Jonathan Fortun/文 郭子怡/编译

导读：本文主要讨论前沿市场的外部融资缺口问题，重点关注面临外部债券赎回的两个国家——萨尔瓦多和巴基斯坦。两国担负着巨额账户赤字的同时还面临着巨大的债券偿还压力。文章预计萨尔瓦多将面临高达 GDP4% 的资金缺口，而巴基斯坦在其他官方贷款的帮助下压力相对较小，作者仍认为短期内两国陷入违约的可能性不大。编译如下：

- 我们讨论了前沿市场潜在的外部融资缺口
- 关注即将面临外部债券赎回的国家
- 我们看到，下半年萨尔瓦多的融资缺口至少占国内生产总值的 4%
- 预计政府将消耗大量外汇储备来支付债券
- 如果官方债权人将贷款展期，巴基斯坦的困局将得到缓解
- 占 GDP1% 的资金缺口是可能的，但官方贷款机构将填补这一缺口

针对上周回应议员提问时提出的前沿市场外部融资需要问题，我们展开拓展讨论。不同于新兴经济体，大多数前沿市场都背负着极大的经常账户赤字，鉴于令人望而却步的美元债务利息差，为这些赤字融资并不容易。在许多情况下，有限的实际贬值意味着赤字不会轻易缩减。未来几个月，萨尔瓦多和巴基斯坦也将面临债券赎回。近年来，前沿市场在国际市场上经常发行超过 GDP 的 1% 的债券，缓解了外部压力。现在，避免资金缺口的唯一现实选择是官方支持。我们大致描述了萨尔瓦多和巴基斯坦从现在分别到 2023 年 1 月和 2022 年 12 月赎回债券的融资情景。在萨尔瓦多，考虑到巨额经常账户赤字和没有政策调整的情况，即使在温和的假设下，22 年下半年的资金缺口也可能增加到 GDP 的 4%。我们怀疑萨尔瓦多回购债券的尝试能否成功。在巴基斯坦，大幅贬值将缩小经常账户赤字，但也会带来资本外流。如果 IMF（国际货币基金组织）全额支付其计划，并且其他官方债权人开始展期，巴基斯坦的短期缺口可能会比萨尔瓦多小。尽管如此，为了避免更多的外汇储备流失，可能需要大约 1% 的 GDP 的额外官方支持。中国和沙特阿拉伯联合起来可以缩小这一差距。但在不太乐观的假设下，巴基斯坦和其他地方也可能出现难以处理的资金缺口。

尽管前沿市场出现了巨额经常账户赤字，但由于商品价格高，其中一部分仍在拓展。外部融资需求巨大，融资来源稀缺（图 1）。目前还不清楚失衡是否会很快缩小。与新兴市场相比，前沿市场通常实行严格的钉住汇率或严格管理的汇率，其实际汇率几乎从未贬值，而新兴市场对浮动汇率的担忧不那么普遍。因此，我们预计外部失衡不会系统性地减少。在我们的国家样本中，巴基

斯坦的实际贬值幅度很大，加纳的实际贬值幅度也很大，但其他地方的实际贬值很小或不存在（图 2）。

图 1 前沿资金需求极大

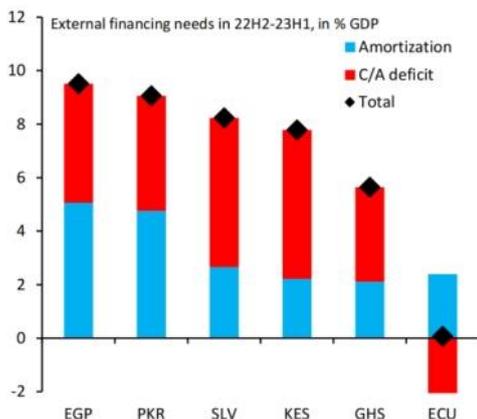
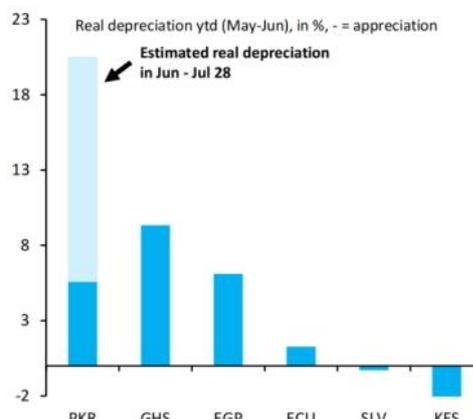


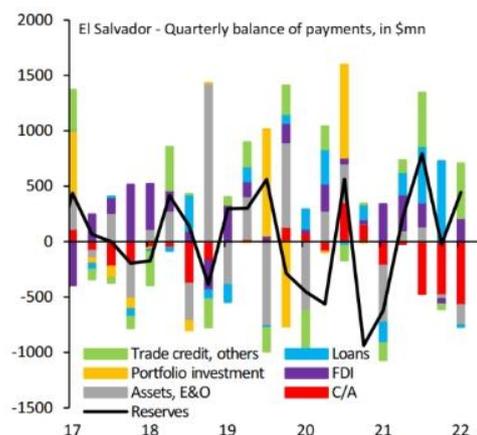
图 2 我们没有看到很多贬值



数据来源：Haver, IIF

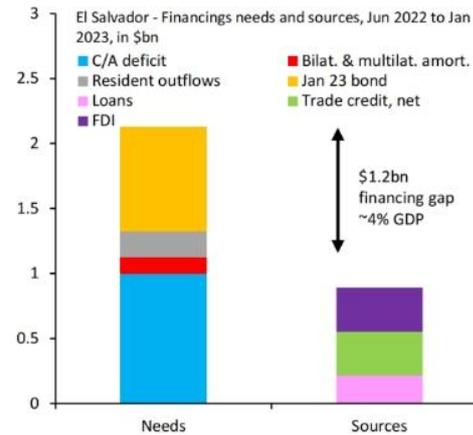
在萨尔瓦多，这个问题很关键。21Q4-22Q1 经常账户赤字达到 GDP 的 8%，Q2 贸易赤字继续恶化。在没有政策调整 and 实际贬值的情况下，我们看不到从现在到明年 1 月外部债券赎回之间，失衡如何能够缩小。令人惊讶的是，萨尔瓦多的国际收支在第一季度没有显示出严重困难的迹象，贷款、外国直接投资和贸易信贷足以填补经常账户赤字，甚至增加储备（图 3）。截至第四季度的详细信息显示，政府获得了 3 亿美元的净贷款。我们认为，从现在到明年 1 月，压力会越来越大。在一个具有温和假设的融资情景中，萨尔瓦多在 2022 年 6 月至 2023 年 1 月将产生 12 亿美元或记为 GDP 的 4% 的资金缺口（图 4）。

图 3 萨尔瓦多的资金缺口将很大



数据来源：Haver, IIF

图 4 但偿还债务将是优先事项



我们预计其经常账户赤字将小于第一季度。假设外国直接投资和贸易信贷继续保持过去几个季度的平均水平，并以 175% 的贷款周转率运作，与我们最近看到的净贷款流量一致。在这种相对良性的情况下，缺乏市场准入和经常账户赤字造成了巨大的融资缺口。我们不认为政府回购 2023 年和 2025 年债券的尝

试会改善这种情况。养老基金持有 11% 的已发行欧元债券，并可能参与其中。即使回购 25% 的 2023 年债券，仍将存在相当于 GDP 的 3.3% 的资金缺口。

巴基斯坦必须在 12 月偿还 10 亿美元的债券。与萨尔瓦多不同，巴基斯坦在最近几个月经历了大幅的实际贬值。我们估计，截至 7 月底，这一比例为 22%。这是一个很大的数字。2018 年阿根廷和土耳其货币危机的特点是实际贬值 25-30%。大幅贬值将缩小上半年超过 GDP 的 4% 的经常账户赤字，但也是资本外流的迹象。除经常账户外，分期偿还贷款（主要是官方贷款）是巴基斯坦下半年总融资需求的主要项目。截至 5 月，政府贷款的展期低于 50%，但到 6 月几乎回升至 100%，这很可能是由于来自中国的贷款（图 5）。巴基斯坦根据 IMF 计划即将支付的款项将促进其他官方债权人的贷款。因此，我们对即将到期的贷款采用 98% 的滚转率。假设国际货币基金组织的剩余审查也已完成，我们得出的融资缺口可能为 40 亿美元，约占 GDP 的 1%（图 6）。

图 5 巴基斯坦需要更多的官方贷款

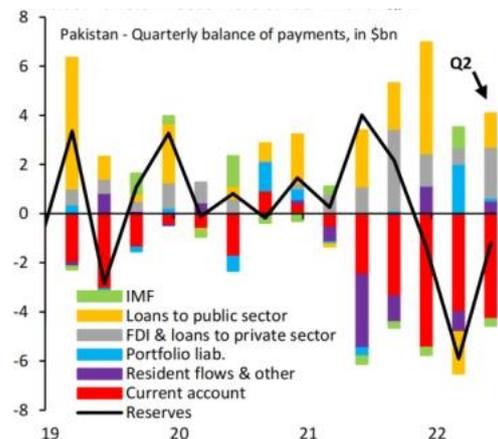
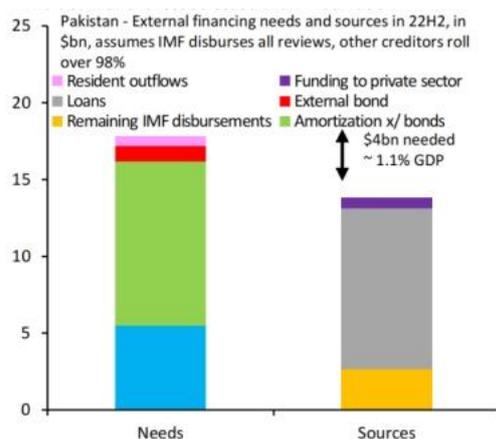


图 6 但其资金压力比萨尔瓦多小



数据来源：Haver, IIF

关键问题是，两国的融资压力是否会上升到违约不可避免的地步。到明年 1 月，萨尔瓦多将陷入真正复杂的局面。国际货币基金组织的计划看起来不太可能，成功的回购似乎也无法完成，并且外汇储备很低。然而，偿还债务似乎是最优先事项，这一情形让人想起斯里兰卡。我们认为政府找到资源偿还债券的概率超过 50%，也许是通过从养老基金中提取资源。在接下来的研究中，我们将讨论在这种情况下，2023 年剩余时间里的资金状况会有多严重。我们为巴基斯坦提出的情景受到下行风险的影响。最近几周的大幅贬值增加了更复杂的外部危机爆发的风险。然而，我们的总体评估是，将会有足够的官方融资来赎回外部债券（政府预计将从非 IMF 官方债权人那里获得 40 亿美元）。即使考虑到在当前的政治环境下，实现 IMF 计划下的剩余里程碑将是困难的，对短期内违约的担忧依旧是被夸大了。

本文原题为“Economic Views - Funding Gaps in Frontier Markets”。本文作者 Sergi Lanau 为 IIF 的副首席经济学家；另一位作者 Jonathan Fortun 也是一位著名经济学家。本文于 2022 年 8 月 2 日发布于 Institute Of International Finance。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国经济概况

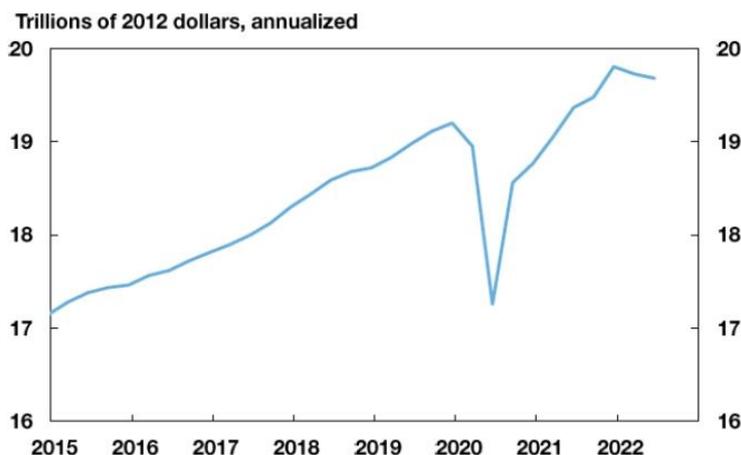
newyorkfed/文 薛懿/编译

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至2022年8月10日的数据。编译如下：

一. 总览

1. 失业率下降，消费者支出保持不变，并且核心 CPI 通胀有所缓解。
2. 第二季度产出下降。
 - (1) 拖累经济增长的因素包括库存、食品和天然气方面的消费者支出以及居民投资。
 - (2) 消费者服务和出口方面的支出增加。
3. 6月份实际可支配收入略有下降。
 - (1) 该水平低于其趋势增长路径。
 - (2) 实际消费者支出自2021年10月以来一直保持不变。
 - (3) 个人储蓄率保持在较低水平。
4. 就业人数强劲增长，并且失业率下降。
5. 6月份核心 PCE 通胀同比增速略微上升，而食品和能源价格大幅上涨。
6. 7月份核心 CPI 通胀的环比增速普遍下降。
7. 10年期美国国债收益率大幅下降，而标准普尔 500 指数上升，并且美元汇率保持稳定。
 - (一) 2022年第二季度产出低于疫情前的趋势路径。
 1. 自2019年第四季度以来，GDP 的年增长率为 1.0%。
 - (1) 在6月的经济预测摘要（SEP）中，对长期 GDP 增长率的预测中值为 1.8%。
 - (2) 3月份蓝筹股调查预计，2024-2028年期间的年平均增长率为 2.0%。
 - (3) 如果自2019年第四季度以来，GDP 增速接近长期预测值，那么当前第二季度的 GDP 水平将比预期水平低了 2.25%。
 2. 失业率低于长期正常水平。
 - (1) 7月份 3.5%的失业率低于蓝筹股调查对 2024-2028 期间平均失业率 3.8%的预测，低于 SEP 对长期失业率 4.0%的预测中值。
 - (2) 7月的劳动力参与率比疫情前的水平低了 1 个多百分点。

图 1 实际 GDP

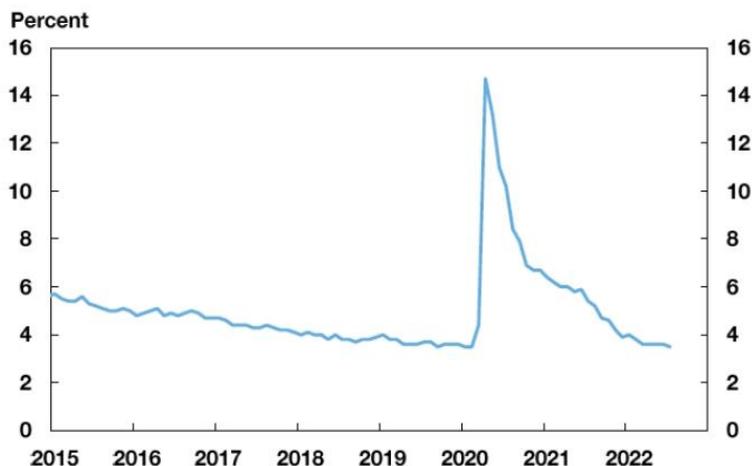


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）失业率下降。

1. 7 月份失业率略微下降至 3.5%，这标志着失业率首次回到疫情前水平。
2. 家庭调查的就业数据增长 18 万人，同时就业率同比增长 3.7%。
3. 劳动力参与率下降 0.1 个百分点至 62.1%。形成这一下降的主要原因是男性劳动参与率的下降抵消了女性的增长。

图 2 失业率



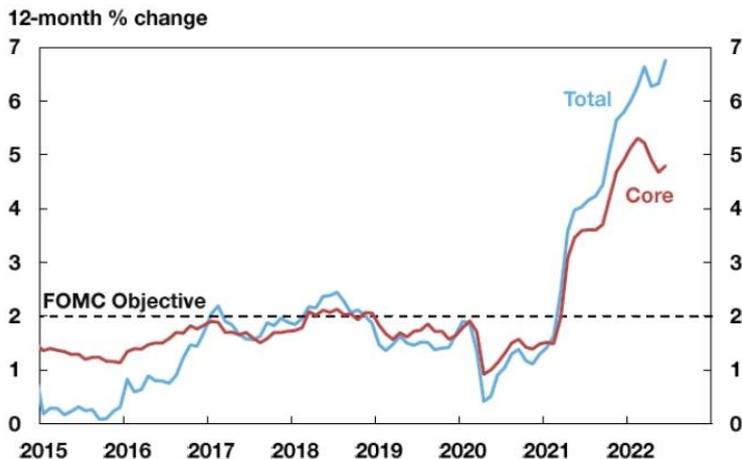
数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

（三）6 月份 PCE 通胀的同比增速上升。

1. PCE 通胀的同比增速从 5 月份的 6.3% 增长至 6 月份的 6.8%。
 - (1) 食品价格上涨 11%，同时能源价格上涨 44%。
2. 核心 PCE 通胀从 5 月份的 4.7% 升至 6 月份的 4.8%。
 - (1) 耐用品通胀从 6.6% 下降至 6.1%，其中机动车通胀从 12.6% 降至 9.5%。
 - (2) 房屋通胀从 5.1% 升至 5.5%。
3. 核心 PCE 通胀的环比年化增长率从 5 月份的 4.3% 增至 6 月份的 7.5%。

- (1) 房屋通胀从 7.6% 跃至 9.0%。

图 3 个人消费支出平减指数



数据来源：经济分析局（BEA）。

二. 经济活动

(一) 2022 年第二季度 GDP 下降。

1. 继第一季度下降 1.6%（年率）之后，GDP 在第二季度再次下降 0.9%（年率）。

- (1) 尽管连续两个季度出现下滑，GDP 仍同比增长 1.6%。
- (2) 存货投资是 GDP 下降的主要原因。
- (3) 对私人国内购买者的最终销售（消费加上私人固定投资）在本季度持平。

2. 第二季度，实际个人可支配收入下降 0.5%（按年率），这是连续第五次下降。

- (1) 该下降反映了持续的高通货膨胀。
- (2) 个人储蓄率为 5.2%，低于疫情前 7.5% 左右的水平。

图 4 GDP 增长



数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）6 月份制造业活动下降。

1. 6 月份制造业指数下降了 0.5%。

(1) 总体指数同比上涨 4%，比疫情前的水平高出 3%。

2. 汽车行业的制造业指数下降 1.5%。

(1) 该指数同比上涨 13% 并且接近疫情前水平。

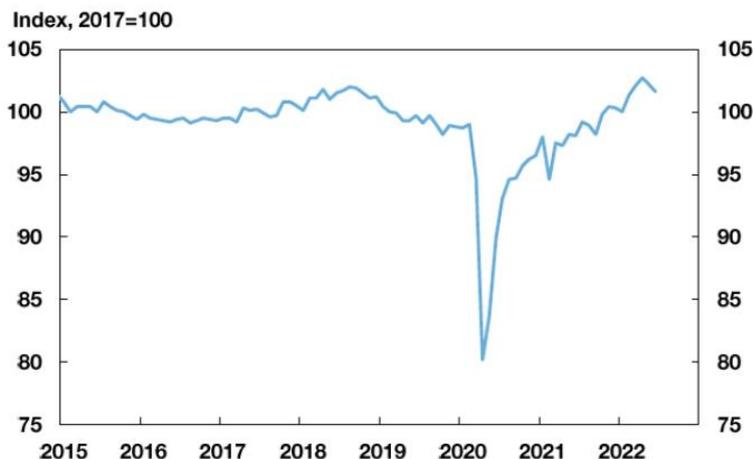
(2) 该指数表明，该行业已在很大程度上克服了 2021 年的供应侧问题。

3. 7 月份 ISM 制造业指数保持不变，表示经济温和增长。

(1) 新订单分项出现下滑。

(2) 供应商交货指数表明，制造业面临的瓶颈减少了。

图 5 制造业指数



数据来源：美国联邦储备委员会。

三. 家庭

（一）6 月份实际可支配收入下降。

1. 6 月份实际可支配收入略微下降，而名义个人收入上涨 0.6%。

(1) 名义薪酬上涨 0.5%，经营者收入上涨 1.4%，投资收入上涨 0.6%，同时个人转移收入上涨 0.4%。

(2) 名义收入同比增长 6%，其中薪酬同比增长 9%，经营者收入同比增长 5%，投资收入同比增长 4%，而转移收入同比下降 4%。

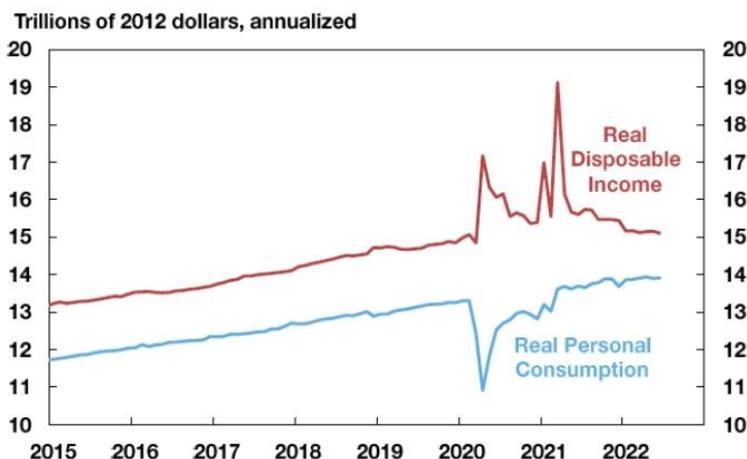
(3) 受通货膨胀下降和税收增加的影响，实际可支配收入同比下降 3%。

2. 6 月份实际个人消费支出与上月持平，同比增长 2%。

(1) 自从 2021 年 10 月以来，支出几乎一直保持不变。

(2) 个人储蓄率处于异常低的水平。

图 6 个人可支配收入和消费



数据来源：经济分析局（BEA），美国联邦储备委员会。

（二）6月消费者的商品支出保持不变。

1. 实际商品支出与5月份持平，且同比下降3%。

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

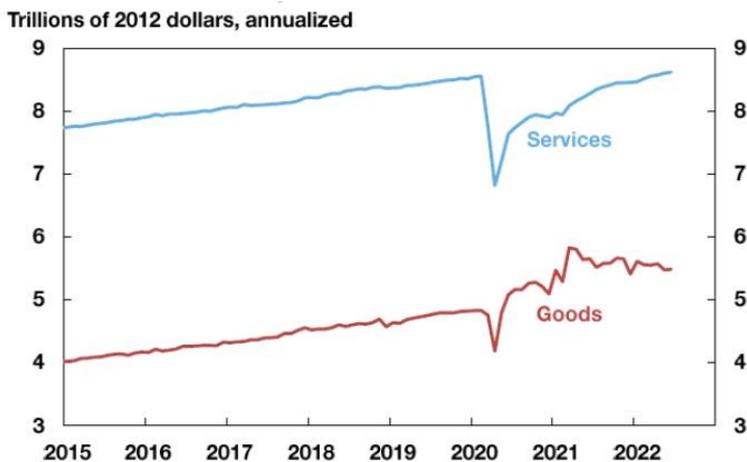
（2）食品购买已回落至其趋势增长路径。

（3）商品支出比其趋势增长路径高出约5%。

2. 服务业的实际支出与上月持平，并且同比增长4%。

（1）随着娱乐、医疗、公共交通和个人护理支出的减少，支出的稳步增长将其与趋势增长路径的差距缩小到了3%左右。

图 7 消费者支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

四. 商业部门

（一）2022年第二季度设备支出略微上升。

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

(1) 本季度设备支出使得 GDP 年化增长率下降了 0.2 个百分点。

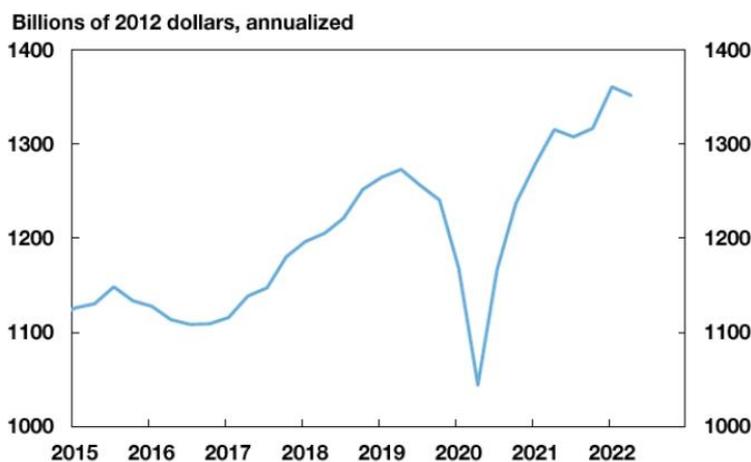
(2) 信息和工业类别的支出下降，而运输类别的支出上升。

(3) 设备支出同比增长 2.7%。

2. 资本货物订单在 6 月稳步增长，并且保持在较高水平。

(1) 近几个月的订单数据表明，设备支出的增长有所放缓，尤其是近期的增长在一定程度上反映了价格的上涨。

图 8 设备投资支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

(二) 第二季度非住宅建筑支出下降。

1. 实际非住宅建筑投资支出在第二季度以 11.7% 的年率下降。

(1) 建筑投资使得 GDP 年化增长率下降了 0.3 个百分点。

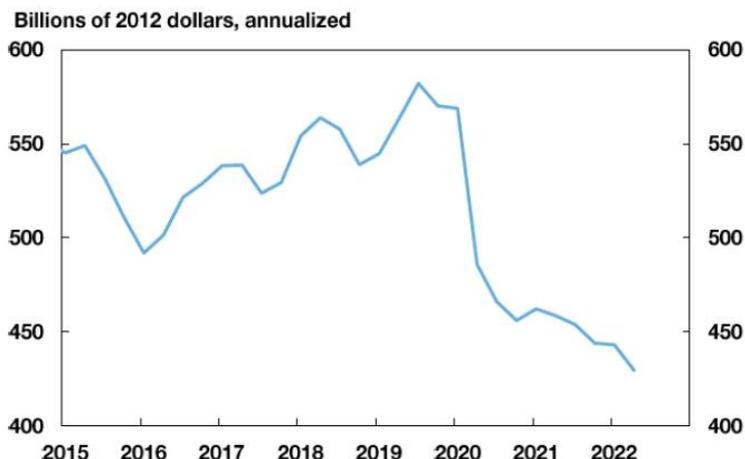
(2) 支出同比下降 6.4%，自 2019 年第四季度以来下降了 25%。

2. 相反，能源领域的支出水平是个例外，因为这是它连续增长的第七个季度。

(1) 但与 2019 年第四季度相比，采矿勘探、竖井和油井方面的支出仍下降了 12%。

3. 6 月份的名义私人非住宅建筑支出略微低于 2021 年 12 月的水平。

图 9 非住宅建筑投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

五. 房地产行业

（一）第二季度住宅投资支出大幅下滑。

1. 住宅投资使得 GDP 年化增长率下降了 0.7 个百分点，但仍比 2019 年第四季度的水平高出 10%。

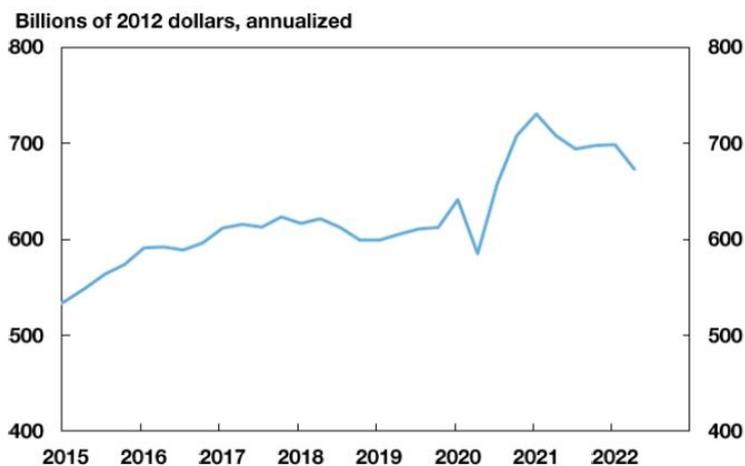
2. 独户和多户住宅的投资支出表现仍很强劲。

(1) 与 2019 年第四季度相比，独户住宅投资和多户住宅投资分别增长了 23% 和 21%。

(2) 住房改善和设备方面增长缓慢，抑制了整体住宅投资支出的增长。

3. 房屋开工量在 6 月份下降，较 2021 年第一季度的平均水平低 10%。

图 10 住宅投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

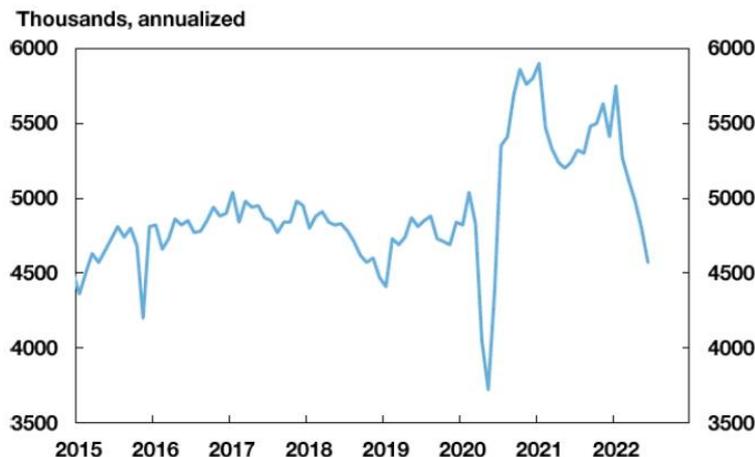
（二）6 月份房屋销售再次下降。

1. 6 月份独户住宅现房销量下降 5%，较 2022 年第一季度下降了 15%。

2. 6 月份独户住宅新房销量下降 8%，较 2022 年第一季度的水平低 24%。

3. 5 月份房价仍在大幅上涨，同比增长 20%。

图 11 现有房屋的销售量



数据来源：人口普查局，全国房地产经纪人协会。

六. 政府部门

(一) 第二季度联邦实际支出再次下滑。

1. 联邦政府实际支出使得第二季度 GDP 的年增长率下降了 0.2 个百分点，这是其第四个季度拖累经济增长。

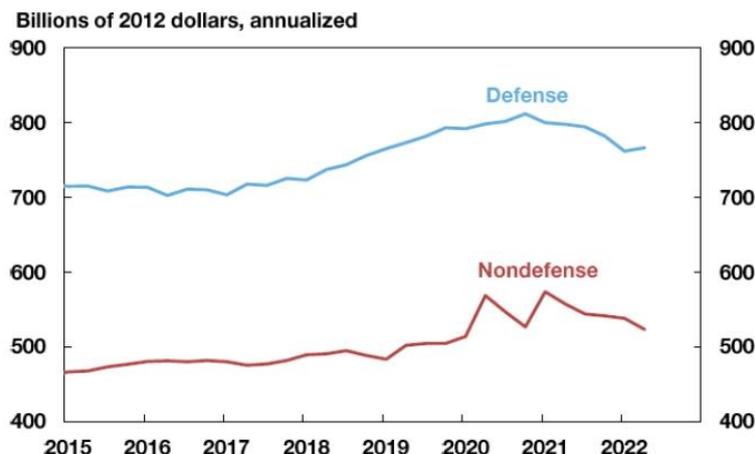
(1) 非国防支出使第二季度 GDP 的年增长率下降 0.3 个百分点，而国防支出为 GDP 增长贡献了 0.1 个百分点。

(2) 总支出同比下降 5%，其中消费下降 6%，而投资支出保持不变。

2. 来自非国防支出的拖累反映了一个统计上的怪事。

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

图 12 美国联邦政府支出

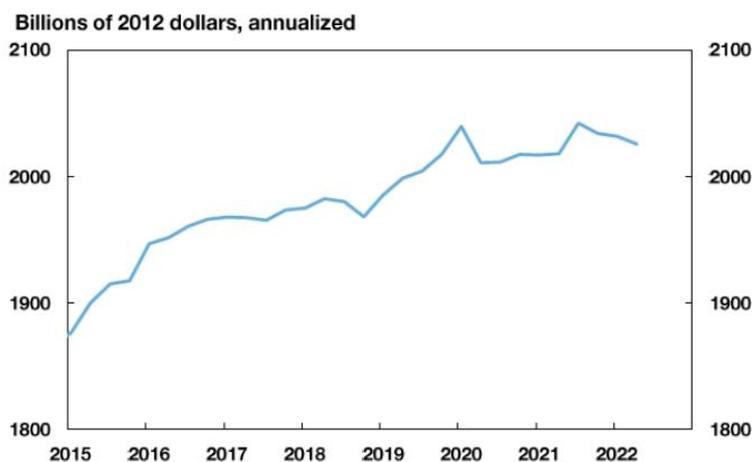


数据来源：经济分析局 (BEA)。

(二) 第二季度州和地方政府支出下降。

1. 实际州和地方政府支出使 GDP 年化增长率下降了 0.1 个百分点。
 - (1) 支出与上年同季度持平。
2. 州和地方政府的消费支出与上一季度持平。
 - (1) 消费支出同比增长 2%。
3. 投资支出下降了 3%，其中建筑支出 4% 的下降和设备采购 2% 得下降抵消了知识产权产品 1% 的增长。
 - (1) 投资总支出同比下降 8%，同时建筑支出下降了 11%。

图 13 州和当地政府支出



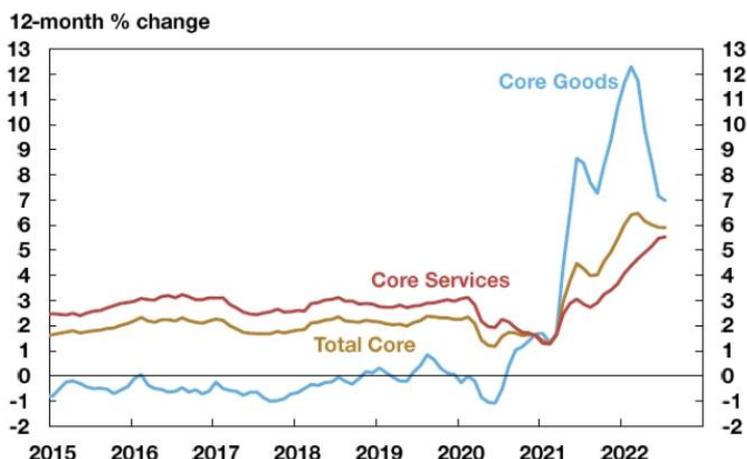
数据来源：经济分析局（BEA）。

七. 通货膨胀

（一）7 月份核心 CPI 通胀的环比增速大幅下降。

1. 7 月份核心通胀的同比增速保持在 5.9%。
 - (1) 核心商品通胀从 6 月份的 7.2% 降至 7 月份的 7.0%。
 - (2) 核心服务通胀保持在 5.5%，其中租金通胀从 5.8% 上升到 6.3%。
2. 核心 CPI 的环比增速为 0.3%（年率为 3.8%），远低于 6 月份 0.7% 的增幅（年率为 8.8%）。
 - (1) 核心商品的月平均通胀率从 0.8% 降至 0.2%。
 - (2) 核心服务的月平均通胀率从 0.7% 降至 0.4%。

图 14 核心 CPI 通胀率

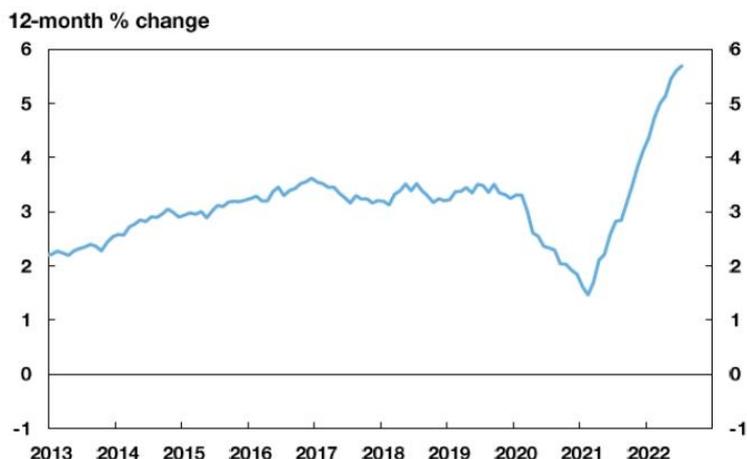


数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）7 月份住房通胀有所缓解。

1. 住房通胀的同比增速从 6 月份的 5.6% 小幅上升到 7 月份的 5.7%。
 - (1) 自疫情开始以来，该指数以 3.8%（年率）的速度增长。
 - (2) 在疫情开始之前的几年里，该指数以 3.3% 的速度增长。
2. 住房通胀的环比增速从 7.6%（年率）下降到 6.7%。
 - (1) 租金部分的通胀从 9.7% 下降到 8.8%。
 - (2) 租金同比上涨了 6.3%，并且自疫情开始以来，以 3.8% 的年率增长。

图 15 CPI 通胀：住房



数据来源：劳工统计局（BLS）。

八. 劳动力市场

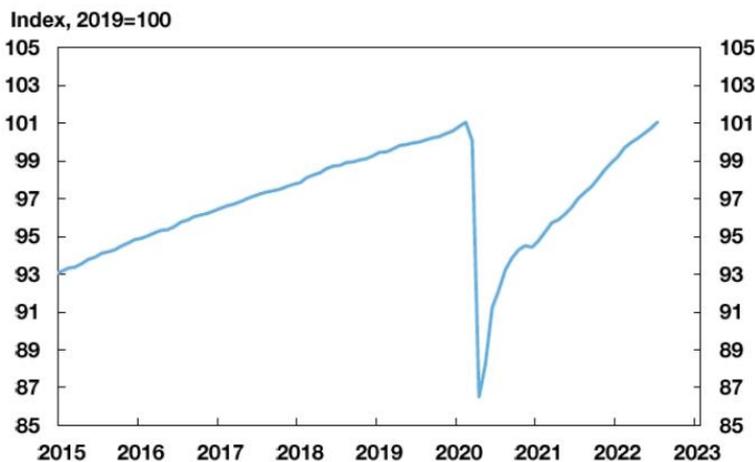
（一）7 月份就业增长稳健。

1. 非农就业人数在 7 月增长 52.8 万人。
 - (1) 非农就业人数回到 2020 年 2 月的水平。

(2) 教育和健康服务业、休闲和酒店业以及专业和商业服务业的增幅最大。

2. 7 月份家庭调查的就业人口比率为 60.0%。过去六个月，这一比率一直保持在 60%左右的狭窄区间内。

图 16 就业情况



数据来源：劳工统计局（BLS）。

(二) 7 月份工资增速仍保持高位。

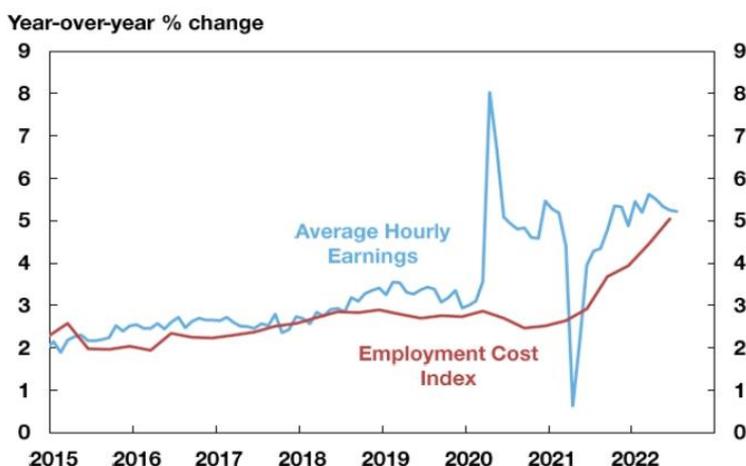
1. 7 月份平均时薪环比增长 0.5%（年率为 5.8%），接近 6 月份的增幅。

(1) 时薪同比增长 5.2%。

2. 休闲和酒店业的工资增速放缓至 0.6%，同比增长 8.7%。

3. 第二季度就业成本指数同比增长 5.0%，高于 2022 年第一季度 4.5% 的增速。

图 17 平均时薪和就业成本指数



数据来源：劳工统计局（BLS）。

九. 地区发展

(一) 7 月份地区商业活动喜忧参半。

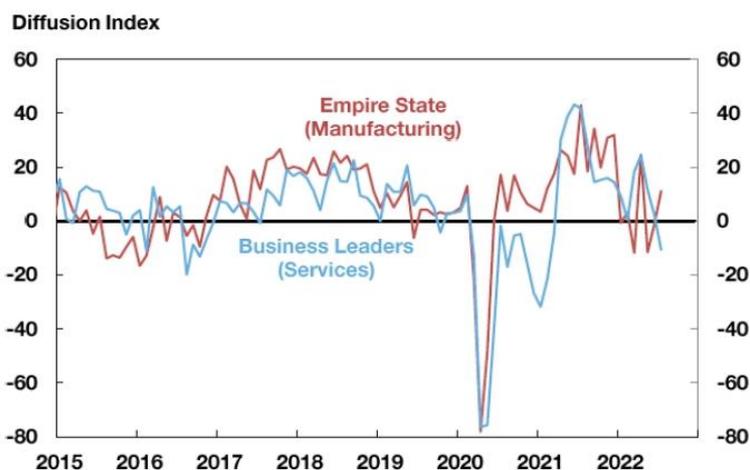
1. 根据 7 月份的地区商业调查，在过去一年中，服务业的活动首次出现下降，而制造业活动略微增长。

(1) 商业领袖调查的整体指数（服务业企业）下降 13 个点至 -10.7，而帝国州制造业调查的整体指数（制造业企业）增长 10 个点至 11.1。

(2) 对于未来 6 个月，企业都不再预期商业活动增长。帝国州制造业调查的预期指数降至 -6.2，并且商业领袖调查的预期指数降至 0。

(3) 虽然仍处于高位，当前以及未来的价格指数全面走低。

图 18 纽约联邦储备银行帝国州制造业调查



数据来源：纽约联邦储备银行。

(二) 部分地区就业增长强劲。

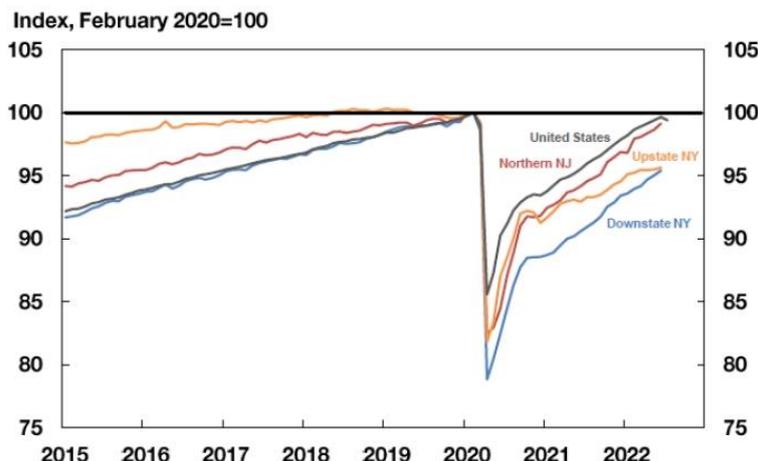
1. 6 月份，纽约州南部、新泽西州北部和波多黎各的就业增长超过全国，但纽约州北部和费尔菲尔德的表现仍不如全国。

(1) 在过去的 12 个月里，纽约州南部的就业率增长了 5.3%，新泽西州北部增长了 5.3%，康涅狄格州的费尔菲尔德增长了 2.7%，纽约州北部增长了 2.9%，而全国范围内的就业增长了 4.3%。

(2) 纽约州南部的就业率比疫情前水平低 4.6%，纽约州北部低 4.3%，新泽西州北部低 0.9%，费尔菲尔德低 2.7%，而全国的就业缺口为 0.3%。

(3) 波多黎各 6 月份的就业率同比增长 6.4%，比疫情前水平高出 4.8%。

图 19 地区就业趋势



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

十. 国际进展

(一) 净出口推动了第二季度的经济增长。

1. 第二季度进口和出口同时增长。

(1) 出口为 GDP 年化增长率贡献了 1.9 个百分点，而进口分别使其降低了 0.5 个百分点。

2. 出口的增长不足以使对外销售恢复到疫情前的水平。

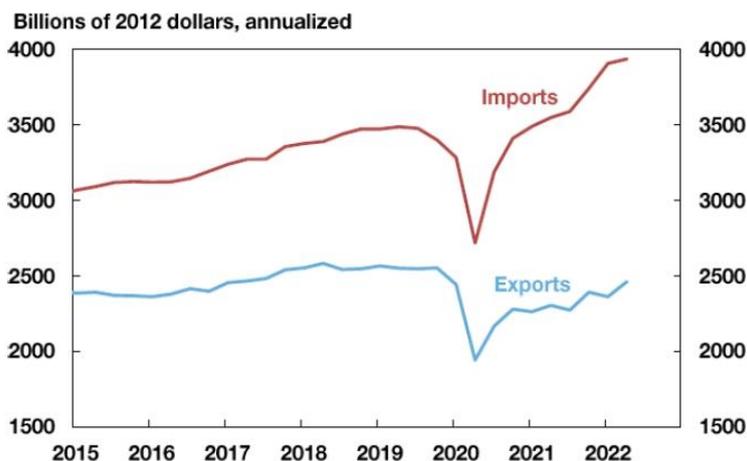
(1) 工业用品、耐用消费品和旅游业带动了出口的增长。

3. 进口远高于疫情前的水平。

(1) 进口在前两个季度大幅增长后开始放缓。

(2) 消费品的进口水平继续远高于其趋势增长路径。

图 20 商品和服务的进出口



数据来源：经济分析局 (BEA)。

(二) 7 月份油价下降。

1. 油价（以 WTI 原油为基准）从 6 月份每桶 115 美元降至 7 月的每桶 102 美元。

(1) 油价同比增长 40%。

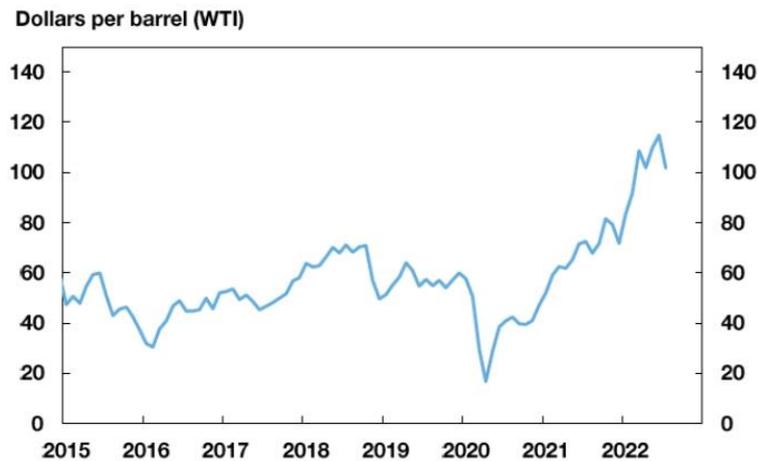
(2) 油价从 6 月中旬的 120 美元/桶，降至 7 月中旬的 100 美元/桶，然后在 8 月初跌至 90 美元/桶。

2. 美国能源部 8 月份预测，石油产量将在 2022 年下半年超过需求。

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

(2) 据估计，俄罗斯的产出将在 2022 年下半年反弹，然后在 2023 年大幅下降。

图 21 原油价格



数据来源：能源信息管理局。

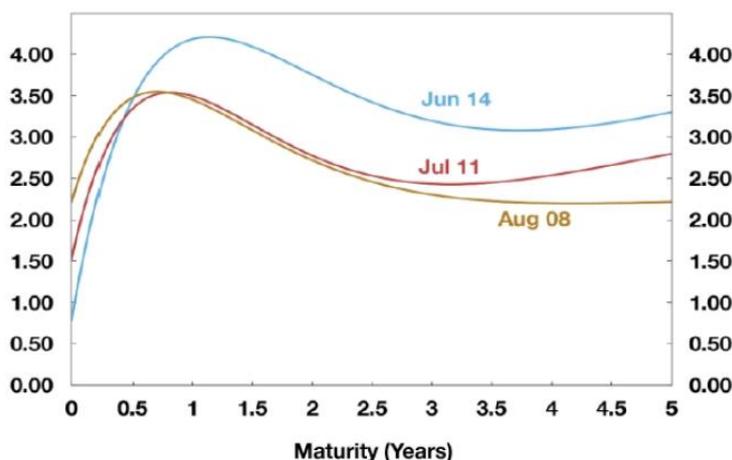
（一）联邦基金利率的隐含路径下降。

1. 2022 年 7 月 11 日至 8 月 8 日期间，隔夜指数掉期（OIS）利率所隐含的联邦基金利率预期路径对于所有期限大于 1 年的债券均有所下降。

2. 到 2023 年底，市场隐含的联邦基金利率约为 3.0%，低于联邦公开市场委员会（FOMC）自 2022 年 6 月以来的经济预测摘要（SEP）3.8%的中值。

3. 在 5 年期限内，市场隐含的联邦基金利率降至 2.2%，低于 SEP 的长期联邦基金利率中值 2.5%。

图 22 预期联邦基金利率



数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司。

注：估计使用 OIS 报价。

（二）10 年期美国国债收益率下降。

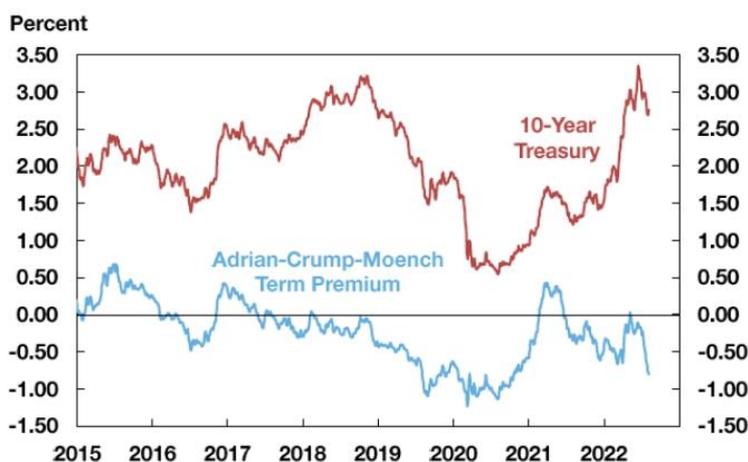
1. 在 8 月 8 日，10 年期美国国债收益率为 2.77%，比 7 月 11 日低了 22 个基点。

(1) 2020 年 1 月的收益率均值为 1.76%。

(2) 2020 年、2021 年和 2022 年前七个月的收益率均值分别为 0.89%、1.44% 和 2.51%。

(3) 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，7 月 11 日至 8 月 8 日期间，10 年期美国国债收益率下降主要是因为预期利率路径和期限溢价均有所下降。

图 23 10 年期美国国债和期限溢价



数据来源：纽约联邦储备银行和联邦储备委员会。

注：5 天平均移动值。

（三）美国股价上升。

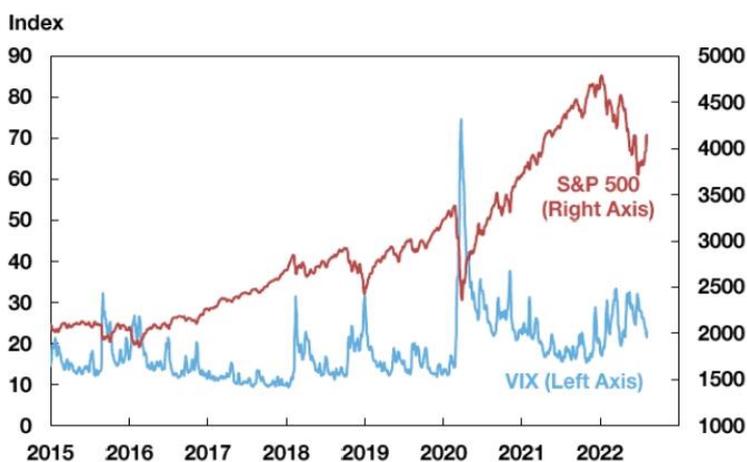
1. 与 7 月的平均水平相比，以标准普尔 500 指数衡量的美国股价在 8 月 8 日上涨了 6%。

(1) 截至 8 月 8 日，标准普尔 500 指数今年累计下跌了 14%，此前该指数在 2021 年上涨了 29%。

2. 以芝加哥期权交易所波动率指数（CBOE Volatility Index）衡量的期权隐含股市波动率从 7 月 11 日的 26.2 降至 8 月 8 日的 21.3。

(1) 从 2000 年至今，VIX 指数的中值为 17.9。

图 24 美国股市指数和波动率



数据来源：S&P 和《华尔街日报》。

注：5 天移动平均值。

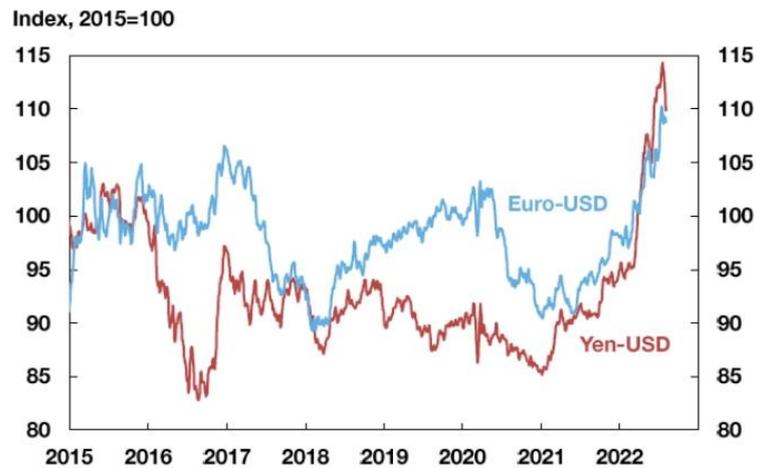
（四）美元保持稳定。

1. 8 月 5 日的美元贸易加权指数与 7 月平均水平持平。

2. 该指数较 2021 年的平均水平上涨了 15%。

3. 与 7 月平均水平相比，8 月 8 日美元兑欧元不变，兑日元下降 1%。

图 25 美元汇率



数据来源：联邦储备委员会。

注：5 天平均移动值。

本文原题为“U.S. Economy in a Snapshot”。纽约联储银行是组成美联储的 12 家地区联储银行之一，其设立目的亦是為了维护经济、金融体系的安全、公正和活力。《美国经济概况》汇编了纽约联邦储备银行的研究和统计小组工作人员的观察结果。本文于 2022 年 8 月刊于 newyorkfed 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

谁控制着绿色能源所需的矿产资源？

Luc Leruth & Adnan Mazarei / 文 廖世伟 / 编译

导读：俄罗斯入侵乌克兰不仅暴露了欧洲对俄罗斯石油和天然气的依赖十分危险，还凸显出西方工业国家面对威胁的脆弱性，尽管这种脆弱性不太受重视，但同样令人担忧，它可能会阻碍从化石燃料向清洁能源过渡所必需的矿物获取，本文数据显示，随着近年来通过水力压裂法成功开采天然气，中国已成为提炼和消耗关键矿物的商品的主要国家，就像美国在化石燃料能源方面一样。编译如下：

俄罗斯入侵乌克兰不仅暴露了欧洲对俄罗斯石油和天然气的依赖十分危险，还凸显出西方工业国家面对威胁的脆弱性，尽管这种脆弱性不太受重视，但同样令人担忧，它可能会阻碍从化石燃料向清洁能源过渡所必需的矿物的获取。

钴、铜、锂、镍和稀土元素（REEs）都是生产电动汽车和电池、利用太阳能和风能以及其他减少消耗者和工业对化石燃料依赖的行动中所必需的。由于各种原因，这些重要矿物的供应很脆弱。一是这些矿物的生产和加工只在少数国家进行，包括一些政治环境不稳定的国家。

同样令人担忧的是，美国以外的重要矿产储备主要由少数几个政府拥有，最明显的是中国，他们有权力干预这些矿产的供应。美国拥有其中一些矿产的储量，但除非美国政府援引 1950 年《国防生产法》（Defense production Act）等立法，否则美国政府对这些矿产的生产或加工没有直接控制权。

PIIE 最新发表的一篇工作论文警告说，虽然一种矿物的生产可能广泛分布在全球，但一个企业实体（包括通过子公司）可能对在不同国家生产这种矿物的几家公司的决策拥有最终控制权。

测量实际控制并不简单。本文采用一种完善的博弈论方法，使用 ZENO Index 提供的软件处理的大型数据集，衡量股东改变其持有股份的公司（直接或通过子公司）投票结果的能力。

数据显示，随着近年来通过水力压裂法成功开采天然气，中国已成为提炼和消耗关键矿物的商品的主要国家，就像美国在化石燃料能源方面一样。该论文的发现将按矿物分类在本文的其余部分介绍。

稀土元素：中国占主导地位

稀土元素用于电动汽车、风力涡轮机、节能荧光灯以及能源转型所需的其他项目。中国对关键稀土元素（如钕和镝）的储量和产量有着相当大的控制，对供应链的其他部分也是如此。稀土储量最大的三个国家（中国、越南和俄罗斯）占全球稀土储量的 70%，而中国拥有略多于一半的稀土储量。

从战略角度来看，一个关键的考虑因素是中国在全球价值链中的地位。2020 年，Mountain Pass（一家总部位于美国的公司，自称是西方最大的稀土生产商）承认，它生产的稀土精矿出售给在中国上市的全球领先稀土公司，因此可以由中国控制。据报道，缅甸也拥有一些稀土储量，并将其所有产品出售给中国。

钴：中国和格拉森堡家族是主要参与者

钴用于可充电电池电极和制造超合金。刚果民主共和国（DRC）是目前最大的生产国（69%），其次是远远排在第二位的俄罗斯。有些国家拥有大量的储量，但尚未开始生产（如印度尼西亚）。但是，当我们看到钴矿运营公司的注册地时，情况就不一样了。主要生产商分别位于英国/瑞士（嘉能可和欧亚自然资源）和中国（中国铝业和 Metorex）。在刚果民主共和国注册的公司只开采了全球产量的 3.5%。

中国股东控制着这两家公司，它们的产出占全球的 13.8%，约占知名且活跃的大公司产出的 24%。格拉森伯格家族（来自南非）是嘉能可的最大股东，该公司占全球产出的 19.3%。因此，钴领域最大的两个参与者不是刚果民主共和国和俄罗斯，而是格拉森伯格家族和中国。欧洲没有存在感。

铜：中国以微弱优势控制着最大的生产份额

铜是应用最广泛的矿物，不仅在清洁能源技术中，而且在传统工业中也是如此。这个市场很成熟，而且不是很集中。智利是世界上产量最高的国家（28%），其次是秘鲁（10.4%）和中国（8.3%）。智利也拥有最大的储备（22.7%）。然而，在英国注册的公司是最大的生产商，其次是在智利、美国和墨西哥注册的公司。中国排名第五。

几家最大的铜生产公司由机构投资者（例如，智利政府或公共投资公司）和机构投资者控制。中国控制着最大的生产份额（11.2%），但差距很小。欧洲的影响力很小，而美国拥有一些重要的股东（被动基金）。

锂：中国掌握着相当大的生产控制权

锂在电动汽车和锂离子电池中的使用正在迅速增长。从地理位置上看，澳大利亚的锂产量占全球的一半以上，其次是智利和中国。在储量方面，这个顺序是相反的，但许多国家都试图在自己的领土上寻找锂储量。锂矿山通常在其所在地被纳入。

总部位于中国的股东控制着几家矿业公司，占总产量的 33.1%（以及大公司产量的一半）。美国有大股东，但这些都是被动型基金（Vanguard 和 BlackRock），欧洲没有大股东。

镍：中国的重要性有限

镍是一种用途广泛的矿物，用于各种清洁能源技术，也用于钢铁等传统行业。印度尼西亚是世界上最大的生产国，菲律宾和俄罗斯分别排在第二和第三位。印尼也拥有全球已探明镍储量的很大一部分，不过人们正在努力寻找更多的储量，尤其是在非洲。矿业公司注册的国家分布很分散，外国公司主要开采印尼的镍。

和铜有点类似，大多数镍生产企业由投资基金和工业股东共同控制。中国的重要性仍然有限，美国没有任何大股东（除了被动基金），欧洲也不存在。

政策影响

与这些矿物的所有权和生产有关的问题包括对环境的影响、工人的待遇和治理，都与股权结构有关。数据表明，投资基金和工业公司作为主要控股股东的组合往往会在其对环境 and 劳动权利的敏感性方面获得高分。被动型基金（大多在美国成立）在环境问题上表现不佳，很可能不是（也不应该是）在世界各地推动美国劳工权利议程的好工具。

为了应对这些担忧，发达国家需要提高对关键矿产行业中经营公司的所有权网络和控制结构的认识，并更加关注生产国的治理问题，特别是腐败问题。例如，阿富汗的关键矿产储备使该国极易受到外国公司或国家支持的腐败的影响。消耗国还应注意生产公司（和/或）消耗公司之间的合并，以防止生产瓶颈。但是，减少这些风险的最明显的方法是各国补贴经济活动，探索替代来源和替代品，以过渡到清洁能源，并回收关键的废弃矿物。

本文原题为“Who Controls the World’s Minerals Needed for Green Energy?”。本文作者 Luc Leruth 是第比利斯大学国际经济学院的访问学者和克莱蒙费朗大学的副研究员。作者 Maggie Isaacson 是彼得森国际经济研究所非常驻高级研究员，他曾担任国际货币基金组织（IMF）的副主任，负责解决新兴市场的各种金融危机，包括 1998 年的俄罗斯金融危机。本文于 2022 年 8 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国新非洲战略承认非洲的希望，但面临迫在眉睫的信誉差

W. Gyude Moore / 文 张丝雨 / 编译

导读：今天，美国国务卿安东尼·布林肯公布了美国对非洲的新战略，该战略扩大并巩固了他去年 11 月在尼日利亚演讲中提出的政策。虽然他在那次演讲中刻意避免提及中国，但新政策承认，美国在非洲利益的重塑部分是由其他外部力量的崛起所推动的，这些外部力量的影响预示着不同于美国价值观，甚至可能与美国价值观相反的价值观——即中国。对美国及其非洲伙伴来说，新战略既是希望，也是挑战。编译如下：

承诺

布林肯在尼日利亚的演讲与他的前任在非洲问题上的言论明显不同，这表明拜登政府正在与特朗普对非洲的看法保持距离。那次讲话和新战略都承认非洲大陆在提供全球公共产品和解决全球危机方面的不可或缺的作用。非洲人口很少像西方人习惯的那样被视为一种负债，而更多的是被视为一种战略资产。非洲大陆的人口结构、拥有世界上 30% 的战略矿产资源（因为我们正在向以矿产为主的经济转型）、拥有世界上最大的成员国自由贸易区，以及作为一个重要的碳汇的角色，意味着非洲不能被忽视或在全球事务中视为边缘国家。该战略承认，没有非洲大陆的实质性参与，任何全球性挑战都不可能真正的解决方案。

把这作为美国介入非洲的出发点是鼓舞人心的，因为这为未来的美国政府、美国的盟友和对手建立了一个底线。它试图将非洲从美国外交政策的长期边缘推向中心。美国在非洲的同行、接近同行的竞争对手和盟友将不得不考虑美国对非洲大陆的新姿态，任何促使非洲外部行动者在其外交政策制定中向上调整非洲大陆地位的战略对非洲来说都是积极的一步。

新战略还承认，非洲大陆需要实现能源结构的多样化，以实现向净零排放的公正过渡。这是非常重要的。美国气候特使约翰·克里斥责并恐吓非洲领导人，因为他们提出了一个明显的观点，即天然气应该在非洲大陆实现净零排放的道路上发挥过渡作用。非洲在历史上对气候危机造成的影响最小，但受其破坏性影响最大。由于近一半的人口无法使用电力，非洲大陆已经无法为其出口增加价值——54 个经济体中有 45 个仍然依赖于原材料（超过出口的 60%）。美国的新战略认识到，试图迫使非洲人牺牲经济发展来换取零碳能源的做法是不公正的，并承诺与非洲各国政府合作，使其能源结构多样化。

承认美国广泛定义的非洲侨民的巨大潜力，也是一项有希望的发展。拜登-哈里斯的竞选活动中包括了鼓励移民的言论，但奥巴马政府本身对此一直保持沉默。将资源投入到利用散居侨民将表明政府对此有多重视。

挑战

该战略的重点是支持民主和培育自由开放的社会，这将是第一个挑战。目前尚不清楚华盛顿是否意识到其民主的吸引力已经减弱了多少。拜登政府显然没有意识到美国政治失灵的全球代价，而且似乎这种失灵从未出现过——尤其是对上一届政府而言。上次选举的结果清楚地表明，这种功能失调不是一个缺陷，而是现在美国民主的一个特征。在世界各地，尤其是在非洲，各国将把目光投向其他地方和国内，以规划自己的民主道路。以美国民主为指引的世界已经褪色，而美国人是最不可能注意到这一点的。

由于非洲大陆不断增长的年轻人口，非洲最大的需求之一是扩大其人力资本禀赋。美国世界领先的高等教育体系适合培养非洲私营和公共部门的下一代领导人。但是，美国签证系统的完全失灵，以及它对非洲游客（无论是学生还是短期游客）固有的敌意，削弱了美国对非洲和非洲人的态度发生了实质性变化的说法。2017年，在南加州大学举行的非洲贸易会议因没有非洲人而被迫取消。每一个非洲代表都被拒签。不幸的是，这种情况并没有改善，拒接率和等待时间如此荒谬，近乎滑稽。在这方面存在着一种信誉差距，这种差距不会仅仅通过宣布一项新战略就能解决。

在整个非洲大陆，人们仍然对我们在疫情最严重时期获得疫苗的情况感到不满。因此，美国支持疫情复苏和经济机会的目标既会让人松一口气，也会让人怀疑：松一口气是因为欧洲大陆一直受到多重经济危机的冲击，从 COVID-19 到俄罗斯入侵乌克兰。由此产生的债务、燃料和粮食危机使数百万人陷入贫困和饥饿的边缘。怀疑的原因是迄今为止在非洲推广疫苗的步伐缓慢，这将挫伤这里的任何热情，大多数非洲决策者将采取观望态度。

新战略支持经济机会的承诺承载着重大的希望，但面临着一个严峻的挑战：信誉。希望在非洲的机会中显而易见，而且该战略表明本届政府抓住了更多的可能性。虽然世界上其他地区的风险资本都在下降，但非洲却逆势而上。创业公司的融资“在今年前六个月翻了一番，达到 31.4 亿美元。”非洲企业（主要是科技初创企业）在采掘和原材料以外继续获得融资是一个很好的趋势。过去 20 年来一直是美国与非洲经济接触的支点的《美国-非洲增长与机会法案》（AGOA）的授权即将结束。《非洲增长与机会法》的后续方案（目前正在讨论中）可以通过扩大《非洲增长与机会法》的优势和消除其弱点来增加经济机会。重组后的“繁荣非洲”（Prosper Africa）、成立不久的美国国际开发金融公司（US International Development Finance Corporation），以及新的《非洲增长与机会法》（AGOA），可以确保美国与非洲大陆在未来几年建立互利的经济关系。

但这一支柱也面临着严峻的挑战。最近，美国政府大张旗鼓地宣布了一系列新举措，结果却成了公开的失败，给美国制造了一个信誉缺口。我们并不清楚“繁荣非洲”到底做了什么或者它带来了什么好处。蓝点网络（Blue Dot Network）的效用一直令人怀疑，如果有的话。拜登政府的“重建更好的世界”（Build Back Better World, B3W）计划不幸夭折，没有为非洲或其他任何地方的任何著名项目提供融资，加剧了信誉危机。美国在非洲的这一战略面临的挑战，将是说服其非洲伙伴，这不仅仅是空洞的承诺。真正的考验将在下一个预算周期，因为任何没有资源分配以实现结果的战略都只是一个愿望清单。

声明

CGD 的博客文章反映了作者的观点，借鉴了他们专业领域先前的研究和经验。CGD 是一个无党派、独立的组织，无任何机构立场。

本文原题名为“[The New US Africa Strategy Recognizes the Continent’s Promise but Faces a Looming Credibility Gap](#)”。作者 W. Gyude Moore 是全球发展中心（CGD）高级政策研究员、乔治敦大学外交服务项目理学硕士的顾问委员会成员以及健康管理科学和特许城市研究所的董事会成员，拥有伯里亚学院政治学学士学位和乔治城大学外交政策和国际安全硕士学位，他的政策分析和研究重点是治理、基础设施融资以及非洲对外部参与者变化格局的应对，本文于 2022 年 8 月刊于 CGD 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国正日益成为一个净债务国，我们应该担心吗？

Gian Maria Milesi-Ferretti/文 申劭婧/编译

导读：截至 2020 年底，美国对世界其他地区的债务比世界其他地区对美国的债务多 14 万亿美元，占 GDP 的比例远超前。这主要是因为过去十年美国股价和美元的上涨大大提高了在美国的外国股票投资价值。从外部性方面考虑，鉴于美国只以本国货币借款，因此不存在与美元贬值相关的“资产负债表风险”，因此这一局势无需过度担心。编译如下：

根据经济分析局（Bureau of Economic Analysis, BEA）对美国净国际投资头寸（Net International Investment Position, NIIP）的最新数据，截至 2020 年底，美国对世界其他地区的债务比世界其他地区对美国的债务多 14 万亿美元。这相当于美国 GDP 的 67%，高于 2019 年底的约 50%，远高于十年前的 16%。

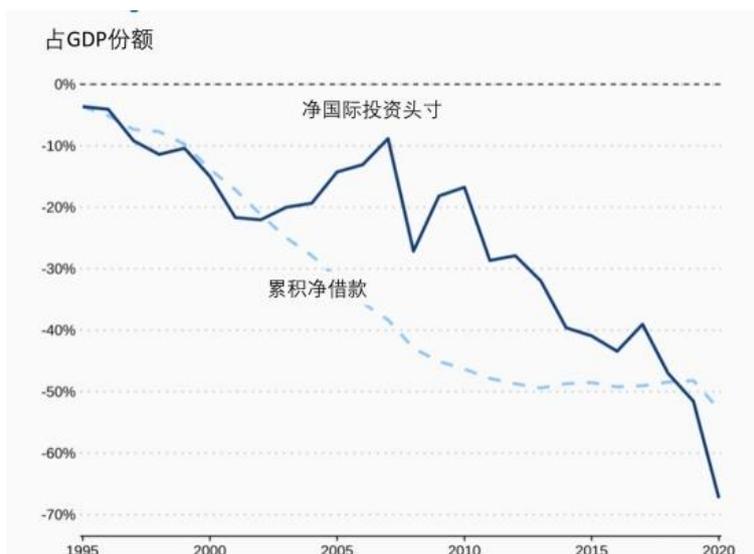
本文讨论了两个问题：首先，这种情况是如何形成的？毕竟，美国的经常账户赤字在过去十年中一直适中。为什么美国的净债务人头寸增加了这么多呢？其次，净外债的增加是否值得关注？

这种情况是如何形成的

NIIP 是美国外国资产和美国外国负债之间的差额。美国海外资产包括美国跨国公司海外关联公司的价值（外国直接投资，或 FDI）、美国居民持有的外国公司的股份（投资组合股权）、非居民发行的债券（例如，美国养老基金购买的墨西哥政府债券）、美国银行在外国银行的存款等。与此对应，美国负债包括外国公司在美国的关联公司的价值、非居民持有的美国公司的股份、外国中央银行和投资者持有的美国国债和公司债券，以及在美国银行的外国存款和贷款。

当美国居民的支出超过 GDP 时，美国就会出现经常账户赤字，其资金来源是国外净借款。这种借款的形式可以是外国购买美国国债或美国公司的股票、在美国进行外国直接投资、或美国居民出售在国外持有的资产。就像美国预算赤字增加美国公共债务一样，经常账户赤字会增加美国净债务人头寸。图 1 显示了美国 NIIP 占 GDP 的份额，以及在此期间美国从海外获得净借款的累计值（虚线）。如果外部资产和负债的价值没有波动，并且一切都被完美地衡量，那么两条线就会重合。相反，图中的两条线存在很大的差异。

图 1 美国净国际投资头寸和累计外部借款



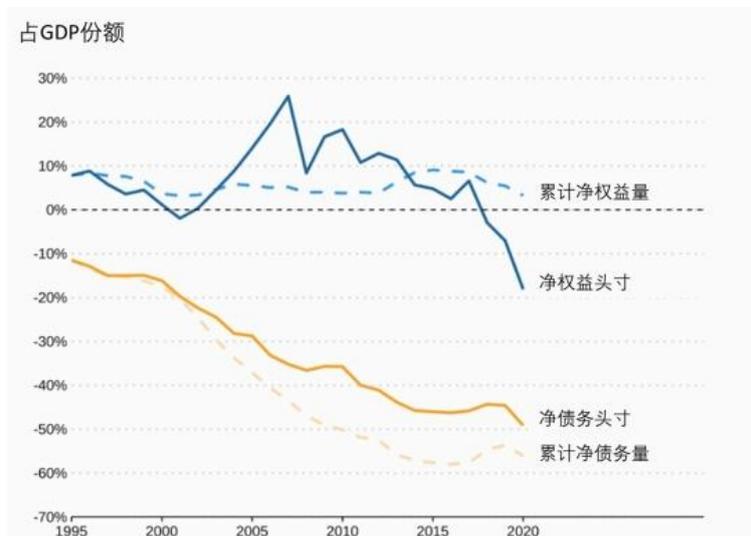
在 1998 年至 2008 年的“全球失衡”期间，美国经常账户赤字非常大，并从海外进行大量净借款。2010 年，美国从外国人那里借了相当于 GDP 45% 的钱。然而，当年的净债务头寸要小得多——仅占 GDP 的 17%。造成这种差距的主要原因是受汇率和股价驱动的美国资产和负债价值的变化。美国海外资产的很大一部分以外币计价（例如以比索计价的墨西哥政府债券，或总部设在爱尔兰的美国公司的价值），而几乎其所有负债都以美元计价。因此，当美元贬值时（2000 年至 2010 年间发生的情况），外国资产的美元价值相应上升。此外，在此期间，美国以外的股价比美国股价上涨更快，从而提高了美国股票和海外 FDI 持股相对于在美国的外国持股的市值。

自 2010 年以来，美国对外借贷有所减少，除 2020 年外，累计海外净借贷与 GDP 的比值基本稳定。但净国际投资头寸已下降到 GDP 的 50% 左右。这一次，估值效应发生了逆转：美元自 2010 年以来显著走强，美国股价涨幅远高于外国股价。换句话说，外国人在美国的投资价值相对于美国人在海外的投资价值上升了很多。随着金融一体化程度的提高（外部资产和负债在美国 GDP 中所占的份额增加），这些资产价格变化引起的估值效应适用于更大的“基数”，因此也更大。

图 2 可以更好地理解这些影响，该图将美国 NIIP 分为两个部分：净债务部分（债务证券加上贷款、存款等）和净权益组成（投资组合权益和 FDI 的净头寸之和）。作为主要储备货币的发行者，美国在传统上会收到大量净债务流入（例如外国央行购买美国国债），因此在债务部分中积累了大量的净负债头寸（橙色实线）。然而，就权益部分而言，它一直是净“债权人”，例如通过美国跨国公司的海外投资。然而，尽管股票流入大致平衡，但过去十年美国股价

和美元的上涨大大提高了在美国的外国股票投资价值，并导致净权益头寸（蓝色实线）发生巨大变化和流出（蓝色虚线）。

图 2 美国 NIP 分解：股权与债务



我们应该担心吗？

为了解决这个问题，首先应该将美国净外部负债与其经济规模的关系与其他国家进行比较。如果我们考虑到 2020 年 GDP 超过 1500 亿美元的 50 多个国家，只有四个国家的净负债占其 GDP 的份额大于美国。即爱尔兰（NIP 数据有偏差，因为许多跨国公司将其知识产权注册在那里）、希腊、葡萄牙和西班牙。十年前，他们都面临严重的债务危机。

最大的外部债权人和债务人（截至 2020 年底）

最大债务国		最大债权国（实体）	
(GDP 百分比)			
爱尔兰	182%	香港	616%
希腊	178%	新加坡	295%
葡萄牙	113%	挪威	286%
西班牙	-84%	阿联酋	242%
美国	-67%	台湾	197%
(十亿美元)			
美国	-\$14,092	日本	\$3,721
西班牙	-\$1,160	德国	\$3,121
英国	-\$858	香港	\$2,153
爱尔兰	-\$755	中国大陆	\$2,150
澳大利亚	\$730	台湾	\$1,366

这对美国来说是一个很大的风险吗？出于多种原因，答案是否定的。

首先，过去十年美国对外头寸恶化的驱动力是美国财富市值的增加。美国公司更强劲的前景反映在股价上涨上。因此，美国的财富在此期间大幅增加，居民和非居民都从中受益。如果美国前景衰弱，美国股市的调整和美元贬值将相应地降低美国净外部负债的价值（美国需求疲软和美元疲软往往会减少美国经常账户赤字）。

论点二与测量方法有关。估计 FDI 债权和负债的市场价值的方式可能会夸大美国净权益状况的恶化。同样由 BEA 发布的另一种净 FDI 估计值（图 3 中的蓝线）显示，净 FDI 头寸仍然为正，比市场价值估计值（橙线）所暗示的高出 GDP 的 20 个百分点左右。

图 3 美国净国外直接投资市场价值和当前成本



但是“外部可持续性”如何？在大多数国家，净外债增加意味着偿债负担不断增加，这最终可能需要大幅调整汇率和压缩国内需求，以产生此类偿债所需的贸易顺差。对于以外币借款的国家，汇率贬值会增加以本币计量的外债。事实上历史证据表明，巨额净外部负债会增加外部危机的风险，尤其是当它们反映净债务负债时（Catao & Milesi-Ferretti, 2014）。

然而，美国只以本国货币借款，因此不存在与美元贬值相关的“资产负债表风险”。相反，如前所述，美元疲软改善了美国的外部头寸。作为主要储备货币的发行者，有两个有利因素可以缓和美国维持贸易顺差的需求：

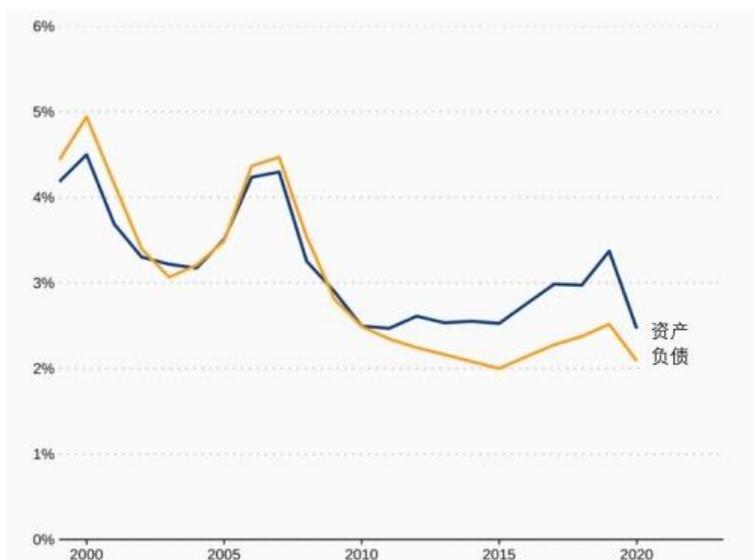
1. 过去 20 年美国对外负债的平均收益率一直低于 GDP 增长率，这在很大程度上反映了美国国债和公司债券收益率的大幅下降。
2. 其资产的收益率一直超过其负债的收益率——以至于美国的投资收入余额仍然为正，尽管其净债务人头寸很大。

虽然美国外国资产与其负债之间有利的收益率差异一直是学术界激烈争论的主题，但证据清楚地表明，美国海外投资与外国在美国投资之间的 FDI 收益率差异是最重要的解释因素（图 4-5；另见 Curcuru, Thomas & Warnock, 2013）。反过来，这种差异至少部分反映了美国跨国公司旨在在低税收管辖区登记利润的战略（Güvenen 等，2017），从而夸大了美国的外国资产回报。

图 4 外国直接投资资产和负债的收益率



图 5 不包括外国直接投资的外部资产和负债收益率



然而，这一额外的测量问题并不影响对美国对外头寸的评估：投资收入减少将被出口增加所抵消。尽管 NIIP 恶化，美国的投资收入状况在过去十年中基本稳定在 GDP 的 1% 左右。

尽管如此，也有一些令人担忧的理由。长期实际利率可能上升，这有可能减少美国从中受益的有利收益率差异。更重要的是，考虑到美国预计的复苏速

度，大多数预测者认为今年美国经常账户赤字将大幅扩大，因为经济恢复开放和大规模提高进口的财政刺激催生了强劲需求，并且世界其他地区延迟复苏对美国出口造成了一定影响。美国经常账户赤字的扩大应该是暂时的——假设世界其他地区在 2022 年复苏得更多，但起点是比 90 年代后期大得多的净债务头寸，这可能使“良性忽视”这些事态发展的可能性较小，包括在政治方面。美元的动态将在这里发挥重要作用，无论是通过其估值效应还是通过其对美国出口的影响。

本文原题为“The US is Increasingly a Net Debtor Nation. Should We Worry?”。本文作者 Gian Maria Milesi-Ferretti 是美国布鲁金斯学会的哈钦斯财政与货币政策中心的资深研究员。本文于 2021 年 4 月 14 日刊于布鲁金斯学会官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美元在亚洲贸易计价中的主导地位

Rogelio V. Mercado, Jr., Ryan Jacildo 和 Sanchita Basu Das /文 刘铮/编译

导读：本文发现，在亚太地区，全球价值链参与度较高的经济体以美元计价的进出口份额较高，相比之下，在亚太地区之外，全球价值链参与度较高的经济体以美元计价的进出口份额明显较低。此外，在亚太地区，拥有更多跨国公司的经济体通常有更高的美元计价出口份额。一个可能原因是本文所考察的亚洲经济体之间贸易一体化程度较低，以及缺乏能够替代美元的强势区域货币。这些国家对美国和欧洲的贸易敞口仍然很大。编译如下：

摘要

本文研究了亚洲和太平洋经济体贸易中美元计价份额与其参与全球价值链（GVCs）的程度和跨国公司（MNCs）数量之间的相关性。利用 Boz 等（2020 年）的数据集，本文的实证分析研究了横截面层面的异质性——这些异质性可以解释美元在该地区进出口计价中的高份额。结果表明，在亚太地区，全球价值链参与度较高的经济体以美元计价的进出口份额较高，相比之下，在亚太地区之外，全球价值链参与度较高的经济体以美元计价的进出口份额明显较低。此外，在亚太地区，拥有更多跨国公司的经济体通常有更高的美元计价出口份额。在所有原因中，一个可能原因是亚洲经济体之间贸易一体化程度较低，以及缺乏能够替代美元的强势区域货币。这些国家对美国和欧洲的贸易敞口仍然很大。研究结果为亚太地区提供了新的经验证据，也为跨国公司的存在提供了理论依据。

关键词：国际贸易计价、主导货币模式、全球价值链、跨国公司

1、引言

为什么美元始终是亚太地区国际贸易计价的主导货币？一般来说，贸易可以用三种货币中的一种计价：出口商的本国货币，即生产者货币定价（PCP）；目的地或进口商的货币，即当地货币定价（LCP）；或者第三国货币，即“媒介”货币或主导货币模式（DCP）。然而，据观察，在大多数情况下，美元（有时是欧元）在全球贸易交易计价中占相当大的比例——不管参与贸易的国家是谁，形成了一个以“媒介”货币计价的 DCP 模式（Adler 等，2020 年；Gopinath，2015 年）。通常，美元扮演着“媒介”货币的角色，占全球所有国际贸易交易计价的 40% 左右。这远高于美国在全球贸易中约 10% 的份额（Georgiadis 等，2021，Goldberg 和 Tille，2008；Gopinath，2015；Boz 等，2020）。在亚太地区，在有数据的经济体的贸易计价中，美元份额甚至更高，约为五分之四——相比之下，美国在该地区货物贸易中的份额不到十分之一（ADB，2021）。

在贸易计价中使用美元作为“媒介”货币有若干影响。首先，由于汇率变动引起的外部调整在短期内会产生更为温和的反应。在蒙代尔-弗莱明框架下，汇率贬值将导致一国以本币衡量的进口价格上升，从而导致进口需求下降。但这也意味着其贸易伙伴以其本国货币计算的价格下降。这导致一国出口需求增加。因此，一国汇率贬值导致进口减少，出口增加，短期内贸易平衡得到改善。

相反，在 DCP 模式下，一国的货币贬值会导致以本国货币计算的进口价格上升，从而降低进口需求。然而，其贸易伙伴所面临的当地货币价格没有变化，因为它们相对于媒介或主导货币的汇率没有变化。因此，在 DCP 下，国内汇率贬值导致进口下降，短期内出口反应平淡。其次，在 DCP 下，需要更大的汇率波动来实现重大的短期外部调整，特别是对于贸易赤字过大的经济体。这将对资产负债表产生不利影响，后者可能导致通货膨胀以及更严格的宏观经济政策（IMF，2020）。

考虑到与 DCP 相关的风险，我们有必要了解哪些因素导致经济体使用美元进行贸易计价。一些研究解释了贸易计价中使用 DCP 的有关因素，例如 Georgiadis 等（2021）重点关注亚太经济体，因为它们的进出口中以美元计价的份额较大。本文扩展了现有研究。需要考虑的一个关键因素是全球价值链（GVCs）的作用，因为全球价值链的整合可能导致出口商以其购买进口投入品的货币进行出口计价（IMF，2020；Georgiadis 等，2021）。此外，除了全球价值链之外，本文还考虑了跨国公司在解释美元在贸易计价中主导作用方面的重要性。跨国公司的商业决策将生产活动分割或外包到不同的地点，从而产生全球价值链。跨国公司的存在可能强化美元的主导地位，因为外国子公司可能会选择以第三方货币进行进出口计价（Ito 等，2010 年）。因此，本文在两个方面与以往研究不同。首先，它侧重于亚太地区的样本——该地区美元在贸易计价中发挥着更大的作用；其次，它考虑了跨国公司的存在。

为了解决主要研究问题，我们使用 Boz 等（2020 年）的数据集，研究选定经济体（包括亚太地区）的进出口贸易货币计价，并研究贸易计价中美元份额不同引起的横截面变化。实证研究考虑了参与全球价值链或更多跨国公司的经济体以美元计价的进出口份额是否较高或较低。实证结果表明：（i）在亚太地区，全球价值链参与度较高经济体进出口中的美元计价份额较高；（ii）拥有更多跨国公司的亚太经济体往往仅在出口方面拥有更高的美元计价份额。证据还表明，在非亚太地区，全球价值链参与度较高的经济体进出口中美元计价份额往往较低，这与亚太经济体的结果有所不同。这意味着在不同区域，参与全球价值链产生的影响可能不同。

本文安排如下。第 2 节将回顾相关文献，第 3 节介绍了选定的典型事实，第 4 节讨论了实证方法和数据来源，第 5 节讨论了实证结果，第 6 节为结论。

2、文献综述

在美元在国际贸易计价中占据主导地位的背景下，一些研究考察了贸易计价货币的决定因素。这些研究提到的贸易计价货币影响因素包括：美国和其他主要贸易经济体的贸易份额、通过有组织的交易所进行的贸易程度、贸易经济体的经济规模、贸易货物的可替代性、参与全球价值链的情况、金融市场发展、习惯做法造成的惯性。就欧元而言，地理位置也是一个影响因素。现有文献已经分析了全球或国家层面的情况。

Boz 等（2020 年）利用 1990 年至 2019 年间 102 个国家的综合数据集，确认了美元在贸易计价中的主导地位，同时强调了其他几个事实，包括：1）美元和欧元越来越多地作为计价货币，尽管这些国家和地区的全球贸易份额不断下降；2）欧元区国家或部分欧盟国家倾向于使用欧元作为计价货币，这一比例随时间增加，对美元地位形成挑战。作者进一步研究了锚定货币计价如何影响汇率对进口价格和贸易量的作用。他们发现，与进口国和出口国的双边汇率波动相比，美元汇率波动对进口价格和贸易量的传导作用往往更大。

在早期的一项研究中，Goldberg 和 Tille（2008）研究了包含 24 个国家的数据集，以确定以某些货币进行出口计价的决定因素。他们探讨了规模经济、需求价格敏感性、宏观经济波动、工资和总需求以及外汇市场交易成本等因素。得出的结论是，在大多数与美国进行的国际贸易交易，以及在有组织的交易所交易的商品中，美元的使用非常普遍。出口国的规模很重要，因为小国的出口商不太可能在目的地国发挥主导作用，因此他们不太可能使用本国货币计价。此外，由于小国的生产者更可能依赖第三方国家的进口（而不是大国的进口），前者的投入品以主导货币计价，减少了小国生产者对本国货币计价的使用。对于高度可替代性的商品，各行业交易往往围绕单一货币（特别是美元）。没有实质性证据表明，美元被用作宏观经济基本面波动的对冲货币，或其使用受到外汇市场交易成本的影响。另一方面，欧元的使用取决于贸易的密切程度和与欧元区的接近程度。

Georgiadis 等（2021）研究了 115 个国家的货币计价，得出四个结论。首先，欧元区和美国的巨大规模支撑着价格制定的战略互补性，并直接影响了欧元和美元成为从欧元区和美国进口的计价货币。全球价值链的一体化影响了从欧元区和美国到世界其他地区的出口计价，因为这允许对冲因汇率波动导致的进口投入成本变化。在这两种货币之间，一国对美国出口份额每增加一个百分点，美元计价就会上升 0.8 个百分点，高于欧元计价的增长。第二，美元计价在第三

国贸易中占主导地位，欧元在这类工具货币中的作用有限。第三，中华人民共和国（PRC）在全球贸易中日益重要的地位使美元受益。尽管规模有限，但人民币使用的增加是以牺牲当地货币和欧元为代价的。最后，作者证明，中国人民银行的全球货币互换协议导致使用人民币计价增加——至少对与中国有更紧密贸易关系的国家而言是这样的。这导致了美元和欧元计价的减少，尽管对美元的影响更大。

在探讨影响贸易计价中货币选择因素时，Ito 和 Chin（2014）考察了人民币以及人民币使用与资本账户自由化的关系。他们得出结论，金融市场较为发达的国家对使用新货币进行贸易计价更加开放。特别是，资本账户开放的国家更倾向于以欧元或本国货币计价。虽然这一发现意味着发达和开放的金融体系可能会降低美元的主导地位，并可能支持人民币等其他货币的国际化，但贸易计价中的货币选择也存在惯性，即，一旦一种货币用于结算贸易交易一段时间，交易员可能需要一段时间才能决定转向新的货币。

Ito 和 Kawai（2016）研究了 1970-1998 年期间贸易计价中主导货币的决定因素，考察的因素包括：与主要货币国家的贸易关系、商品贸易、汇率波动、金融发展和开放等。研究结果如下：第一，一国是否使用主要货币进行贸易计价与其和主要货币国家的出口份额正相关——尽管这并不完全适用于美元，因为它受到贸易关系之外的许多其他因素驱动；第二，第三经济体的金融发展和开放不是使用主要货币进行计价的决定因素，表明金融市场更发达和开放的国家可以用本国货币为其出口计价；第三，从事商品贸易的国家更可能以美元为对出口计价；第四，主要货币在一国贸易计价中的份额受该国家在其货币篮子中分配给主要货币的权重及其与主要货币区国家的贸易份额的影响。换言之，由于该研究发现亚洲-大洋洲国家属于美元区，这意味着这些经济体在贸易交易中更多地使用美元；最后，除美元以外，它发现，主要货币国家很可能以本国货币为其贸易计价，前提是它们在全球贸易中占有很大份额，并且人均收入较高。较发达的金融市场对此类决策没有太大影响。此外，Ito 和 Kawai（2021）声称，美元的主导地位取决于（i）美国作为最大和最具活力的经济大国的地位；（ii）以美元为基础的金融市场的发展水平，因为它是世界上最开放、最深入、最广泛和最具流动性的市场；（iii）美联储作为最负责任的中央银行之一的声誉；（iv）支持美元作为无法企及的国际货币的“网络外部性”以及“惯性”。

在国家层面，Amiti 等（2020 年）提供了关于比利时公司如何决定其进出口交易货币的理论和实证分析。他们发现，对于比利时与欧盟外经济体的进出口贸易而言，欧元和美元一样重要。作者确定了两个出口货币选择的影响因素：企业规模和进口投入的成本份额。中间投入的进口份额较大的大型企业可能会

选择欧元之外的另一种货币为出口定价，这与生产者货币定价不同。最常见的另一种货币是美元。作者发现，进口投入的计价货币对出口货币的选择有正向影响。与此相关的是，全球价值链（以企业参与所有权和外国直接投资的跨境活动来衡量）增加了在出口中使用外币，特别是美元的可能性。然而，对于企业进口货币的选择而言，企业规模并不是一个决定因素。相对于出口而言，这些公司在进口货币选择方面的决策不那么积极。影响公司进出口货币选择的另一个因素是其竞争对手对类似交易的货币选择。

类似的，Ito 等（2010 年）研究了日本出口公司货币计价的决定因素。他们采访了日本四个行业的 23 家公司，包括汽车、电气、通用机械和电气部件行业，以收集有关其货币计价行为和选择计价货币策略的信息。他们发现，虽然日本电气和汽车公司在向发达国家出口时倾向于选择当地货币计价，但他们在向亚太经济体出口时更倾向于选择美元计价。他们有证据证明这些新的决定因素。首先，与发达市场相比，日本的出口商更喜欢以进口商的货币计价，以防止其子公司与当地公司之间竞争。其次，当向发达市场出口高度差异化的产品时，日本公司选择日元计价。第三，由于日本公司的最终目的地市场仍然是美国，因此日本公司对其在亚太市场的生产子公司的出口采用美元计价。

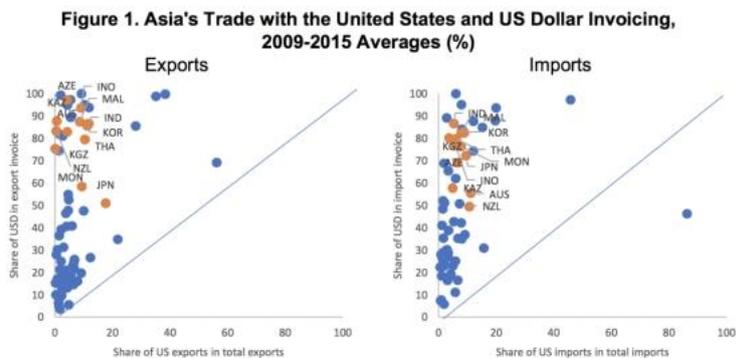
本文对现有文献和政策讨论的贡献在于，我们考察了亚太经济体的样本，并评估了东道国跨国公司子公司在选择其贸易计价货币方面的作用。目前，虽然对全球范围内研究包括了亚太区域的经济体，但对区域背景的讨论有限（如果有的话）。此外，尽管有大量文献将跨国公司、价值链和对外贸易联系起来，但在分析计价货币决定因素时，跨国公司的作用往往被忽略（Kiyota and Urata 2005；Ander、Dür 和 Lechner 2020；Qiang、Liu 和 Steenbergen 2021）。此外，作为补充，本文还进一步探讨了全球价值链参与程度对计价货币选择的影响，并对有关该问题的文献进行了展望（Georgiadis 等，2021）

3、贸易计价数据集和典型事实

在研究经济体贸易计价行为时，我们使用了 Boz 等（2020）的数据集。这是目前可用的最全面的数据集。它显示了按计价货币（即美元、欧元、本国货币和其他货币）分类的进出口明细。公布的数据集包含 90 多个经济体 1990 年至 2020 年期间的经济水平数据（尽管存在数据缺口或信息缺失）。分析侧重于澳大利亚、阿塞拜疆、印度、印度尼西亚、日本、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、马来西亚、蒙古、新西兰、大韩民国和泰国等 12 个亚太经济体 2009 年至 2015 年期间的数据。数据期间的选择取决于实证分析中自变量的数据可得性，下文将对此进行详细描述。

从趋势和典型事实来看，尽管美国在商品贸易中所占份额不大，但亚太经济体仍严重依赖美元计价。这一观察结果同时适用于出口和进口，尽管各经济体的排序并不相同。就 2009 年至 2015 年的出口而言，在有数据的 12 个区域经济体的总出口中，美国的平均份额从不足 1% 到超过 17%，但美元在计价中的平均份额则从大约一半到 97%。同样，就同期进口而言，来自美国的商品价值占进口总额的比例在 4% 至 11% 之间，但以美元计价的进口总额占比在 50% 至 87% 之间。

如图 1 所示，亚太经济体比其他区域经济体更依赖美元——即使美国在贸易流通中的份额大致相同。将亚太地区从发达经济体和其他新兴经济体区分开来看，结果也是类似的（图 2a）。可以理解的是，由于大多数发达经济体是欧洲国家，它们的贸易主要以欧元计价，这凸显了区域货币在贸易结算中的作用（图 2b）。顺便说一句，样本中相当数量的新兴和发展中经济体（EMDE）也是欧洲国家。因此，整体来看，美元在 EMDEs 贸易计价中的份额不如在亚太地区那么明显。然而，如果对非亚太地区新兴经济体做进一步区分，美元在亚太经济体中的平均贸易计价份额只是略高于非欧洲和非亚太新兴市场经济体。尽管如此，非美元货币在这两组经济体中的分布并不相同，在亚洲及太平洋地区，本币所占份额明显更大。

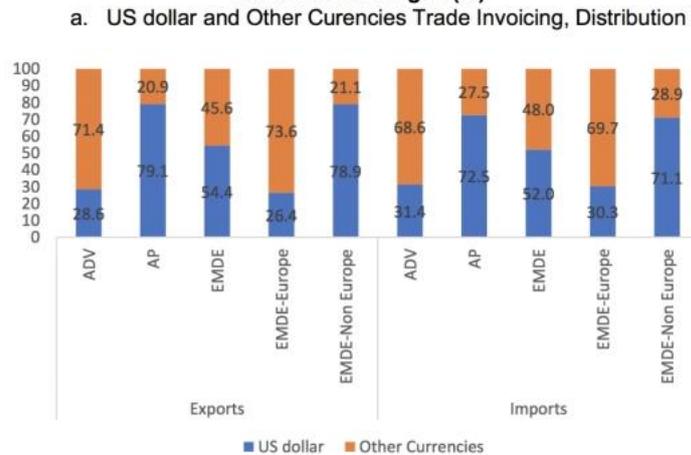


AUS = Australian, AZE = Azerbaijan, IND = India, INO = Indonesia, JPN = Japan, KAZ = Kazakhstan, KOR = Republic of Korea, KGZ = Kyrgyzstan, MAL = Malaysia, MON = Mongolia, NZL = New Zealand, THA = Thailand, US = United States, USD = United States dollar.

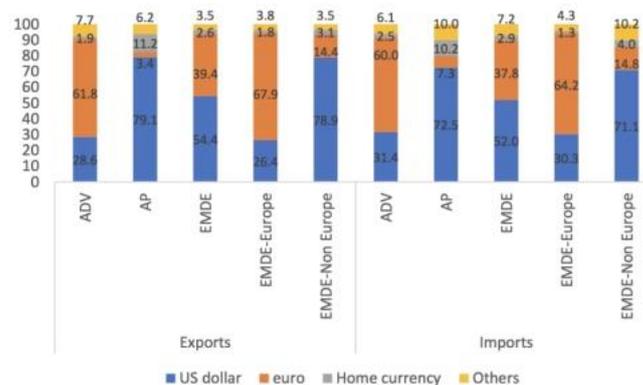
Note: The averages by economy only cover years when data for both variables are available.

Source: Authors, based on Boz et al. (2020) and IMF Direction of Trade Statistics database (accessed November 2021).

Figure 2. US dollar and Non-US dollar Trade Invoicing by Country Group, 2009-2015 Averages (%)



b. US dollar, Euro, Home Currency and Other Currency Trade Invoicing, Distribution



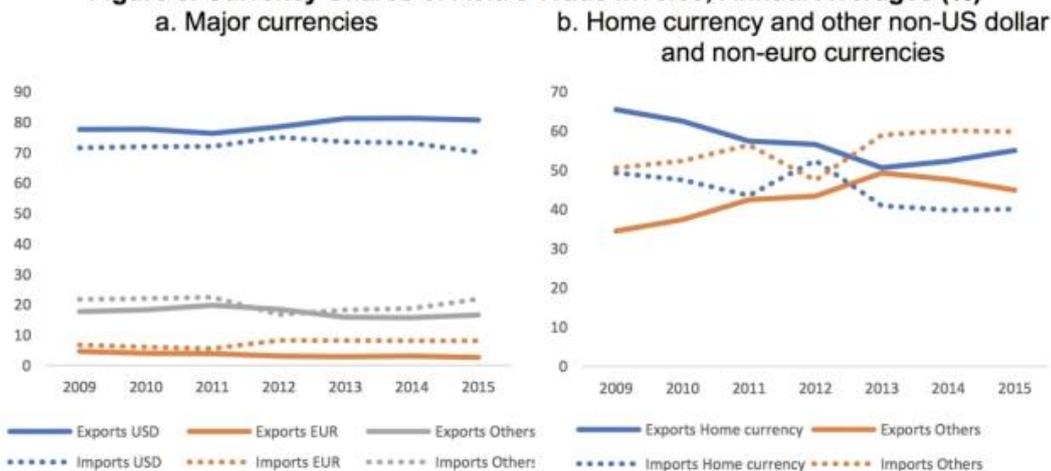
ADV = advanced economies, AP = Asia and Pacific, EMDE = emerging market and developing economies, US = United States.

Notes: Asia and Pacific economies are based on the membership of ADB. The other groupings based on income are based on the definition of the IMF. The EMDE group excludes economies that are in the Asia and Pacific group. The averages cover all years with data from 2009 to 2015. The averages are calculated by country group first then over the years.

Source: Authors, based on Boz et al. (2020).

从2009年到2015年，美元在亚太经济体贸易计价中所占的份额非常稳定。出口和进口趋势都强劲地有利于美元（图 3a）。亚太经济体贸易交易中使用的“其他货币”略低于五分之一，本币被用作计价货币的份额比美元和欧元以外的任何其他货币都高。然而，有趣的是，商品进口并非如此（图 3b）。

Figure 3. Currency Shares of Asia's Trade Invoice, Annual Averages (%)



EUR = euro, US = United States, USD = United States dollar. The values presented in Figure 3b pertains to the average annual values of "Others" in Figure 3a.

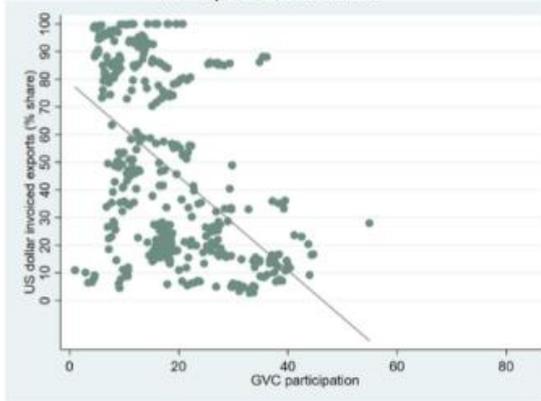
Source: Authors, based on Boz et al. (2020).

全球价值链参与度（以全球价值链相关产出占总产出的份额表示）与美元计价份额呈负相关（图 4a.i 至 4a.ii）。然而，在亚太地区，这一结论似乎并不成立（图 4b.i 至 4b.iv）。这大概是因为区域价值链是全球价值链的重要组成部分。亚太地区的区域价值链同样依赖美元。相比之下，区域共同货币的存在对欧洲经济体计价货币的选择产生了重大影响（图 4c.i 至 4c.iv）。随着参与全球价值链的程度加深，欧洲经济体也倾向于更多地使用欧元。

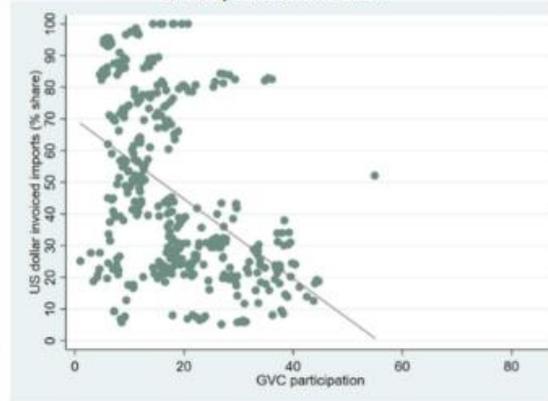
Figure 4. US Dollar Invoicing Share and GVC Participation (%), 2009-2015

a. US dollar-invoiced exports and imports and GVC participation

i. Exports, all data

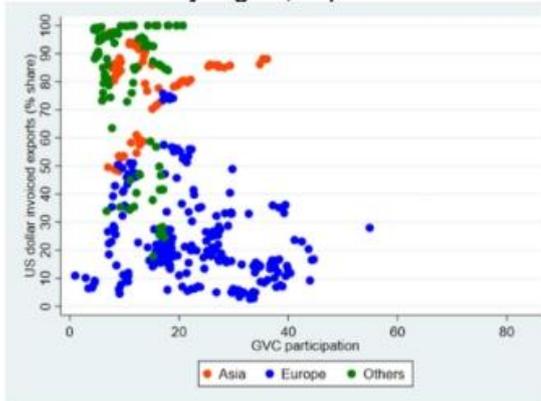


ii. Imports, all data

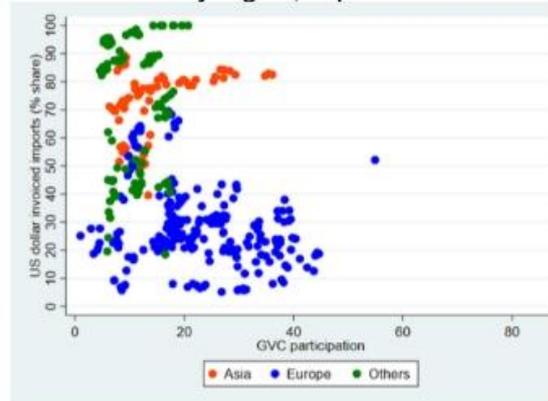


b. US dollar-invoiced exports and imports and GVC participation, by region

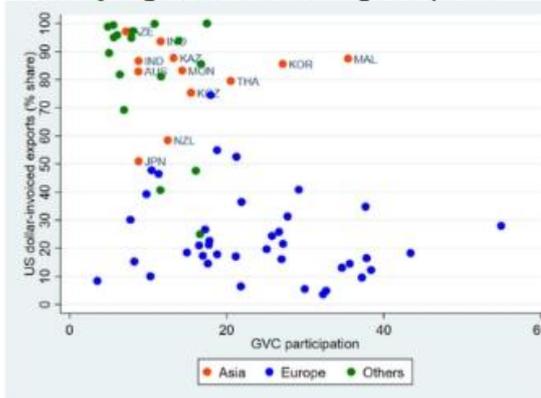
i. By region, exports



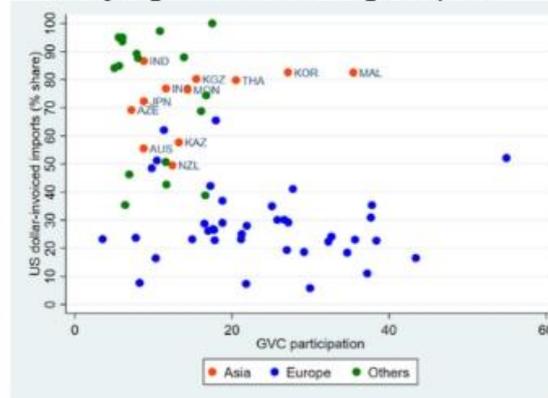
ii. By region, imports



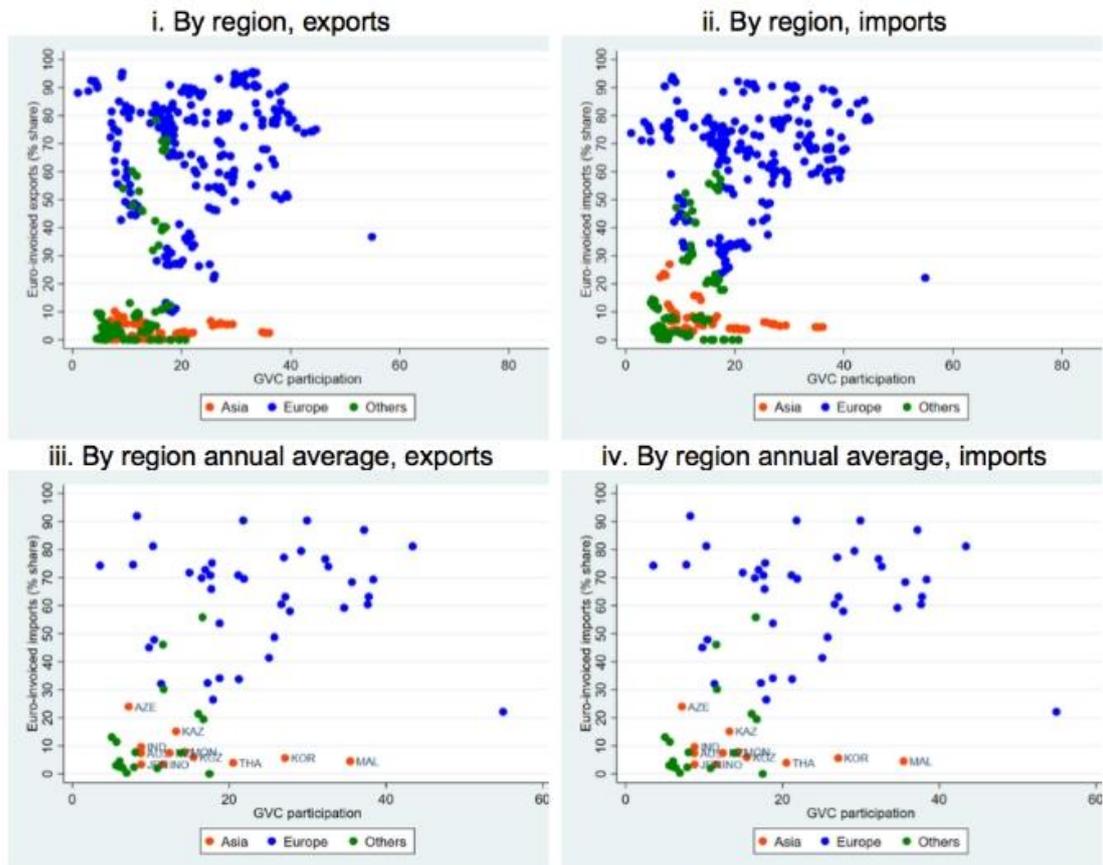
iii. By region annual average, exports



iv. By region annual average, imports



c. Euro-invoiced exports and imports and GVC participation, by region



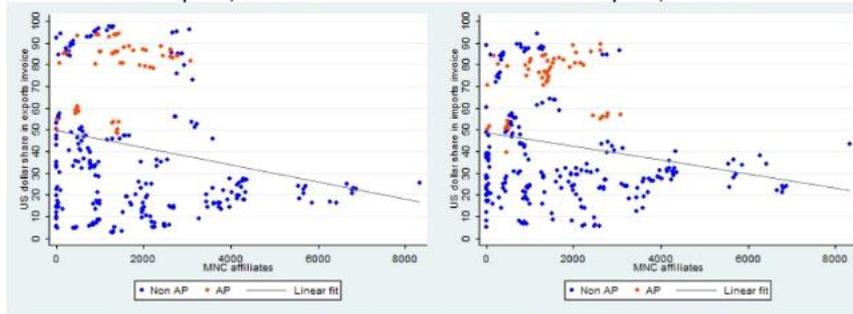
AUS = Australian, AZE = Azerbaijan, IND = India, INO = Indonesia, JPN = Japan, KAZ = Kazakhstan, KOR = Republic of Korea, KGZ = Kyrgyzstan, MAL = Malaysia, MON = Mongolia, NZL = New Zealand, THA = Thailand. AP = Asia and Pacific, GVC = global value chain, USD = United States dollar.

Notes: GVC participation refers to GVC-related output as percentage of output. The averages by economy only cover years when data for both variables are available. The data are sourced from Eora and published on the World Bank World Integrated Trade Solutions (WITS) database, <https://wits.worldbank.org/gvc/gvc-output-table.html>. The averages by economy only cover years when data for both variables are available.

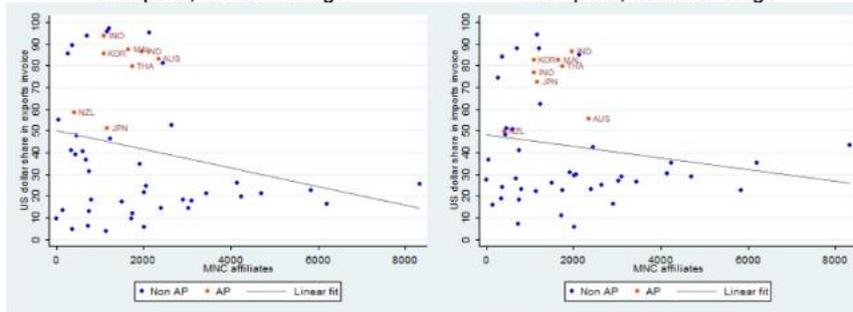
Source: Authors, based on Boz et al. (2020) and World Bank WITS database (accessed November 2021).

当把美元计价份额与跨国公司子公司数量（图 5a 至 5d）、总货物贸易 / GDP（图 6a 至 6d）标注在一张图上时，同样可以观察到负相关关系。然而，与全球价值链一样，亚太经济体展现出一幅不同的图景。这种关系在跨国公司子公司的数量方面是正向，而在总货物贸易 / GDP 方面则不明确。

Figure 5. US Dollar Invoicing Share (%) and Number MNC Affiliates, 2009-2015
 a. Exports, all data b. Imports, all data

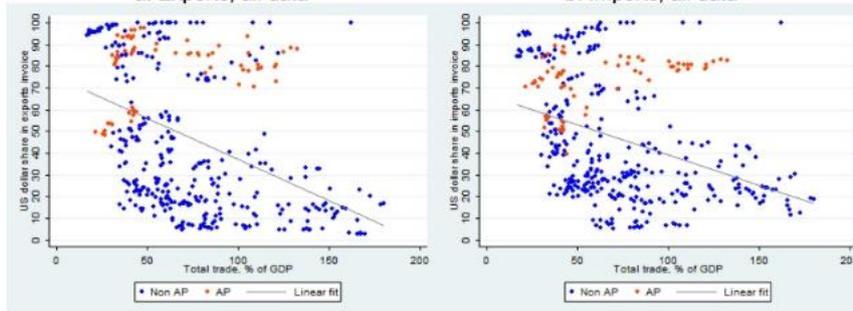


c. Exports, annual average d. Imports, annual average

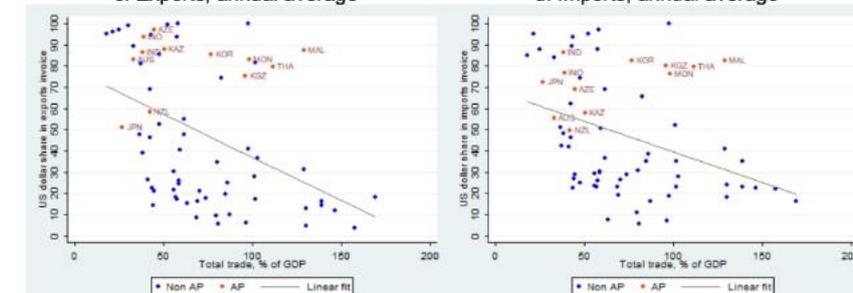


AUS = Australian, IND = India, JPN = Japan, KOR = Republic of Korea, MAL = Malaysia, NZL = New Zealand, THA = Thailand. AP = Asia and Pacific, MNC = multinational corporations, US = United States.
 Note: The averages by economy only cover years when data for both variables are available.
 Source: Authors, based on Boz et al. (2020) and OECD Stat database (accessed November 2021).

Figure 6. US Dollar Invoicing Share and Total Trade-to-GDP (%)
 a. Exports, all data b. Imports, all data



c. Exports, annual average d. Imports, annual average



AUS = Australian, AZE = Azerbaijan, IND = India, INO = Indonesia, JPN = Japan, KAZ = Kazakhstan, KOR = Republic of Korea, KGZ = Kyrgyzstan, MAL = Malaysia, MON = Mongolia, NZL = New Zealand, THA = Thailand. AP = Asia and Pacific, GDP = gross domestic product, US = United States.
 Note: The averages by economy only cover years when data for both variables are available.
 Source: Authors, based on Boz et al. (2020), IMF Direction of Trade Statistics database (accessed November 2021), and IMF World Economic Outlook October 2021 database (accessed November 2021).

值得注意的是，从 2009 年到 2015 年，在亚太地区运营的跨国公司子公司数量一直在稳步增长。这些子公司大多在澳大利亚、印度和泰国开展业务（图 6c 至 6d）。然而，在缺乏全面数据集的情况下，似乎无法证明跨国公司子公司对亚太区域贸易和经济产出的贡献程度。在全球层面，经合组织（2018）通过实施一些假设，估计 2014 年跨国公司及其关联公司的产量约占经济产出的 33%，其中关联公司贡献 12%，总部贡献 21%。

以这些观察结果为背景，同时如前一节所述，我们有必要强调，有数据的经济体的全球样本主要在欧洲，它们在贸易交易中使用欧元的数量超过了美元。这意味着地理位置和邻近程度以及区域协定在选择计价货币方面可能至关重要。

4、经验规范和数据来源

为了研究亚太地区高美元贸易计价水平受哪些因素影响，我们在研究美元贸易计价的跨国差异时考虑了几个因素。鉴于前一节中的典型事实表明亚太地区的美元贸易计价水平较高，因此我们重点关注这一区域样本。具体而言，估计以下等式：

$$y_i^{USD} = \alpha + \beta'X_i + \gamma'X_i * AP_i + \delta\gamma'Z_i + \theta AP_i + \varepsilon \quad (\text{Equation 1})$$

其中， y_i^{USD} 指国家*i*在给定时期以美元进行进出口贸易计价的份额。 X_i 和 Z_i 是解释变量的向量， AP_i 是一个虚拟变量，如果经济体属于亚太地区，则取 1，否则取 0。 X_i 包括全球价值链和跨国公司。控制变量 Z_i 包括人均 GDP（作为经济发展水平的代理变量）和贸易开放度指标。为了解决潜在内生性问题，用滞后一年的 X_i 和 Z_i 对 y_i^{USD} 进行回归。使用稳健的标准误。

考虑到全球价值链和跨国公司数据的可用性，我们利用 2010 年到 2015 年的数据分别对等式（1）进行回归，从而进行了 6 次横截面回归。由于等式（1）利用了美元贸易计价的横截面变化，全球价值链和跨国公司估计系数的符号和显著性将表明全球价值链或跨国公司较高（较低）的经济体以美元进行贸易计价的份额是否显著较低（较高）。全球价值链或跨国公司与虚拟变量 AP 的交互项将表明与非亚太区域样本相比，全球价值链或跨国公司参与程度较高或较低的亚太经济体美元贸易计价份额是否会显著增加或减少。首先分别对全球价值链和跨国公司进行估计，随后同时纳入回归。跨国公司的影响可能反映在全球价值链中，特别是制造业和服务业的某些子部门或产品，但也有一些跨国公司的子部门和产品更倾向于国内市场，因此没有成为全球价值链的一部分。单独和同时估计全球价值链和跨国公司可解决多重共线性问题。

考虑到全球价值链和跨国公司数据的可用性，我们利用 2010 年到 2015 年的数据分别对等式（1）进行回归，从而进行了 6 次横截面回归。由于等式（1）

利用了美元贸易计价的横截面变化，全球价值链和跨国公司估计系数的符号和显著性将表明全球价值链或跨国公司较高（较低）的经济体以美元进行贸易计价的份额是否显著较低（较高）。全球价值链或跨国公司与虚拟变量 AP 的交互项将表明与非亚太区域样本相比，全球价值链或跨国公司参与程度较高或较低的亚太经济体美元贸易计价份额是否会显著增加或减少。首先分别对全球价值链和跨国公司进行估计，随后同时纳入回归。跨国公司的影响可能反映在全球价值链中，特别是制造业和服务业的某些子部门或产品，但也有一些跨国公司的子部门和产品更倾向于国内市场，因此没有成为全球价值链的一部分。单独和同时估计全球价值链和跨国公司可解决多重共线性问题。

除了进行横截面分析外，我们还进行混合 OLS 回归。混合回归能够增加样本量，从而改善估计结果。此外，还使用具有经济和时间固定效应的面板回归分析来检验回归结果。但包含经济固定效应将控制国家间异质性，这是我们分析的重点。此外，我们还进行了若干敏感性测试，包括进行样本分割、区分制造业和服务业的跨国公司、控制汇率制度以及使用亚太经济体样本。

本研究中使用的数据集来自不同来源（表 1）。如前一节所述，贸易计价货币份额数据来自 Boz 等（2020）发布的数据集。全球价值链（GVC）参与率数据（全球价值链相关产出占总产出的比例）来自世界银行世界综合贸易解决方案在线数据库，最初来源于 Eora。国内生产总值（GDP）和人均 GDP 来自国际货币基金组织（IMF）的《2021 世界经济展望》数据库。跨国公司子公司的数据来自经济合作与发展组织（OECD）统计数据库。我们对人均收入和跨国公司数据取对数，从而线性化。同时，商品进出口数据来自国际货币基金组织贸易统计数据库。表 2 给出了等式 1 的因变量和自变量的描述性统计。这些数值清楚地表明，美元在亚太经济体进出口贸易计价中的份额大于全样本平均值。

Table 1. Data and Sources

Data	Source
Trade invoicing currency shares	Boz et al (2020)
Global value chain participation (share of GVC-related output to total output)	World Bank WITS sourced from EORA
GDP, nominal current prices	IMF World Economic Outlook October 2021
GDP per capita, nominal current prices	IMF World Economic Outlook October 2021
Multinational corporations, number of affiliate firms (Outward activity of multinationals by country of location)	OECD.Stat
Bilateral goods trade, nominal current prices	IMF Direction of Trade Statistics

GDP = gross domestic product, IMF = International Monetary Fund, OECD = Organisation for Economic Co-operation and Development, WITS = World Integrated Trade Solutions.

Source: Authors.

Table 2. Descriptive Statistics

All economies	Number of economies	Number of observations	Mean	Standard deviation	Minimum	Maximum
Exports invoiced in US dollar, share (%)	69	398	48.0	33.0	2.7	100.0
Imports invoiced in US dollar, share (%)	69	397	47.0	27.7	5.2	100.0
Global value chain participation (%)	69	483	18.8	12.0	1.0	86.4
LN(Number of multinational corporation affiliates)	69	330	6.9	1.9	0.0	10.0
LN(GDP per capita in US dollars)	69	483	9.5	1.2	6.1	11.7
Total goods trade (% of GDP)	69	483	71.6	36.5	17.0	180.2
Asia and Pacific economies	Number of economies	Number of observations	Mean	Standard deviation	Minimum	Maximum
Exports invoiced in US dollar, share (%)	12	68	79.4	14.1	48.1	97.7
Imports invoiced in US dollar, share (%)	12	67	72.5	11.8	39.5	89.4
Global value chain participation (%)	12	84	15.5	8.5	6.3	38.8
LN(Number of multinational corporation affiliates)	12	56	6.9	1.1	3.1	8.0
LN(GDP per capita in US dollars)	12	84	9.1	1.3	6.8	11.1
Total goods trade (% of GDP)	12	84	66.7	34.8	21.4	140.5

GDP = gross domestic product, LN = natural logarithm, US = United States.

Source: Authors' calculations.

5、实证结果分析

表 3 显示了对 2015 年所有经济体进行横截面回归的基线结果。第 (1) (3) (5) 列显示了对美元在出口贸易计价中所占份额的估计结果，第 (2) (4) (6) 列显示了对美元在进口贸易计价中所占份额的估计结果。第 (1) 和 (2) 列侧重全球价值链，第 (3) 和 (4) 列考虑跨国公司，而第 (5) 和 (6) 列同时包括全球价值链和跨国公司。我们分别呈现了对全球价值链和跨国公司的单独估计结果，因为跨国公司也是参与全球价值链的一部分。除了第 (1) 和 (2) 列外，横截面分析受到较小样本量的限制。尽管如此，表 3 提供了证据表明，全球价值链参与度较高的亚太经济体以美元计价的进出口份额显著较高。结果可能意味着，当该地区的进口投入大多以美元计价时，会促使该地区的公司也以美元进行出口计价——正如 Georgiadis 等 (2021) 所述。此外，估计结果表明，跨国公司较多的亚太经济体以美元计价的出口份额往往要高得多。这可能意味着，该地区的外国子公司在以美元对出口产品进行计价方面发挥了重要作用，因为国内经济中的外国子公司倾向于以第三方货币（如美元）计价。当我们将 2010 年至 2014 年的数据进行横截面回归时，表 3 显示的结果依然成立。对

控制变量、人均 GDP 以及贸易开放度的估计结果表明，人均收入和贸易开放程度高的经济体以美元计价的进出口份额往往较低。

Table 3. Cross-section OLS, 2015, All Economies

Variables	(1) Exports (US dollar invoiced, share)	(2) Imports (US dollar invoiced, share)	(3) Exports (US dollar invoiced, share)	(4) Imports (US dollar invoiced, share)	(5) Exports (US dollar invoiced, share)	(6) Imports (US dollar invoiced, share)
GVC _{t-1}	-0.456 (0.483)	0.248 (0.296)			-1.709 (1.487)	-2.164* (1.215)
AP*GVC _{t-1}	1.813*** (0.451)	1.856*** (0.326)			2.572** (0.956)	2.699*** (0.726)
LN(MNC) _{t-1}			-4.685 (4.334)	-0.963 (4.164)	-3.895 (4.119)	0.119 (3.661)
AP*LN(MNC) _{t-1}			24.521*** (8.005)	13.421 (13.036)	18.597*** (5.601)	6.635 (9.792)
LN(GDPPC) _{t-1}	-6.942** (2.852)	-9.624*** (2.252)	-5.313 (3.725)	-7.418** (3.526)	0.702 (6.471)	-0.067 (4.918)
Trade _{t-1}	-0.368** (0.138)	-0.440*** (0.085)	-0.360*** (0.091)	-0.296*** (0.075)	-0.083 (0.275)	0.073 (0.225)
AP	0.509 (12.041)	-8.110 (8.750)	-148.113** (56.547)	-70.875 (91.723)	-151.141*** (38.047)	-69.901 (67.434)
Constant	148.525*** (28.556)	164.714*** (22.097)	156.802*** (47.443)	143.895*** (42.283)	104.561 (72.275)	78.444 (55.642)
Observations	52	52	32	32	32	32
R-squared	0.470	0.482	0.543	0.517	0.629	0.648

Robust standard errors in parentheses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

AP = Asia and Pacific economies dummy, GDPPC = gross domestic product per capita in US dollars, GVC = global value chain participation, LN = natural logarithm, MNC = multinational corporation affiliates, OLS = ordinary least squares, US = United States.

Notes: All independent variables are lagged by 1 period. Trade refers to total trade as percentage of GDP. Refer to Table 1 for additional details.

Source: Authors' calculations.

为了提高基线结果的稳健性，我们用 2010 年至 2015 年的所有数据对等式（1）进行混合回归。结果如表 4 所示。然而，有证据表明，全球价值链参与度较高的非亚太区域经济体以美元计价的贸易份额往往显著较低。这可能表明，非亚太经济体的进口投入较少以美元计价，因此，非亚太公司并不倾向于以美元进行出口计价。考虑到非亚太地区样本包括欧洲经济体，而后者参与全球价值链程度较高（主要原因是与其他欧元区国家往来密切），因此以欧元进行贸易计价的份额较高，这一推测是合理的。如表 5 和表 6 所示，当对亚太区域和非亚太区域样本分别进行混合 OLS 回归时，表 4 所示的结果成立。表 6 显示，全球价值链参与度较高的非亚太区域经济体以美元计价的贸易份额往往显著较低，这与表 4 一致。然而，当使用具有经济固定效应的面板回归来估计等式（1）时，由于某些估计系数不再显著性，结果显得较弱。这一发现预计将包括对跨国差异的经济固定效应控制，因此估计捕获了跨时间的差异，鉴于 2010 年至 2015 年的样本期内，以美元计价的进出口份额变化不大，这在各经济体中并不

重要。尽管如此，当使用具有固定年效应的面板回归估计等式（1）时，结果成立。

Table 4. Pooled OLS, All Economies

Variables	(1) Exports (US dollar invoiced, share)	(2) Imports (US dollar invoiced, share)	(3) Exports (US dollar invoiced, share)	(4) Imports (US dollar invoiced, share)	(5) Exports (US dollar invoiced, share)	(6) Imports (US dollar invoiced, share)
GVC _{t-1}	-0.674** (0.292)	-0.098 (0.204)			-1.447*** (0.302)	-1.575*** (0.266)
AP*GVC _{t-1}	1.885*** (0.203)	1.747*** (0.156)			2.285*** (0.207)	2.101*** (0.174)
LN(MNC) _{t-1}			-0.026 (0.753)	0.563 (0.615)	-0.030 (0.712)	0.551 (0.560)
AP*LN(MNC) _{t-1}			5.917*** (1.944)	3.486** (1.703)	3.875** (1.664)	1.640 (1.670)
LN(GDPPC) _{t-1}	-7.246*** (1.568)	-9.195*** (1.261)	-8.458*** (1.320)	-8.668*** (1.055)	-3.456** (1.557)	-3.188** (1.280)
Trade _{t-1}	-0.266*** (0.070)	-0.297*** (0.047)	-0.365*** (0.034)	-0.274*** (0.028)	-0.112* (0.063)	0.012 (0.053)
AP	1.802 (5.082)	-2.631 (3.696)	-9.928 (13.179)	1.227 (11.731)	-34.115*** (12.282)	-21.385* (12.345)
Constant	143.592*** (14.690)	154.233*** (11.796)	148.986*** (14.802)	142.379*** (12.160)	111.581*** (15.452)	100.543*** (12.698)
Observations	351	350	246	245	246	245
R-squared	0.460	0.451	0.520	0.521	0.596	0.628

Robust standard errors in parentheses. Level of significance: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

AP = Asia and Pacific economies dummy, GDPPC = gross domestic product per capita in US dollars, GVC = global value chain participation, LN = natural logarithm, MNC = multinational corporation affiliates, OLS = ordinary least squares, US = United States.

Notes: All independent variables are lagged by 1 period. Trade refers to total trade as percentage of GDP. Refer to Table 1 for additional details.

Source: Authors' calculations.

Table 5. Pooled OLS, Asia and Pacific Economies

Variables	(1) Exports (US dollar invoiced, share)	(2) Imports (US dollar invoiced, share)	(3) Exports (US dollar invoiced, share)	(4) Imports (US dollar invoiced, share)	(5) Exports (US dollar invoiced, share)	(6) Imports (US dollar invoiced, share)
GVC _{t-1}	0.859*** (0.245)	1.054*** (0.147)			1.195*** (0.251)	1.094*** (0.198)
LN(MNC) _{t-1}			3.138* (1.650)	1.738 (1.515)	3.556* (1.784)	2.125 (1.590)
LN(GDPPC) _{t-1}	-6.694*** (1.363)	-6.837*** (0.794)	-5.699*** (1.209)	-5.635*** (0.808)	-7.024*** (1.421)	-6.854*** (0.795)
Trade _{t-1}	-0.163*** (0.049)	-0.123*** (0.033)	0.061 (0.043)	0.101*** (0.026)	-0.215*** (0.052)	-0.152*** (0.044)
Constant	138.938*** (10.904)	127.572*** (6.598)	106.601*** (16.588)	108.473*** (12.389)	113.807*** (17.628)	115.080*** (11.742)
Observations	60	59	44	43	44	43
R-squared	0.297	0.594	0.430	0.552	0.526	0.659

Robust standard errors in parentheses. Level of significance: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

GDPPC = gross domestic product per capita in US dollars, GVC = global value chain participation, LN = natural logarithm, MNC = multinational corporation affiliates, OLS = ordinary least squares, US = United States.

Notes: All independent variables are lagged by 1 period. Trade refers to total trade as percentage of GDP. Refer to Table 1 for additional details.

Source: Authors' calculations.

Table 6. Pooled OLS, Non-Asia and Pacific Economies

Variables	(1) Exports (US dollar invoiced, share)	(2) Imports (US dollar invoiced, share)	(3) Exports (US dollar invoiced, share)	(4) Imports (US dollar invoiced, share)	(5) Exports (US dollar invoiced, share)	(6) Imports (US dollar invoiced, share)
GVC _{t-1}	-0.637* (0.332)	0.005 (0.225)			-1.851*** (0.417)	-2.001*** (0.361)
LN(MNC) _{t-1}			0.029 (0.743)	0.630 (0.602)	-0.167 (0.704)	0.419 (0.547)
LN(GDPPC) _{t-1}	-7.289*** (2.080)	-9.854*** (1.665)	-8.912*** (1.691)	-9.389*** (1.342)	0.145 (2.662)	0.403 (2.166)
Trade _{t-1}	-0.280*** (0.081)	-0.327*** (0.053)	-0.425*** (0.037)	-0.327*** (0.031)	-0.024 (0.090)	0.106 (0.075)
Constant	144.331*** (19.331)	160.806*** (15.372)	157.630*** (18.172)	153.081*** (14.725)	78.526*** (24.999)	67.558*** (20.394)
Observations	291	291	202	202	202	202
R-squared	0.339	0.330	0.412	0.410	0.465	0.503

Robust standard errors in parentheses. Level of significance: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

GDPPC = gross domestic product per capita in US dollars, GVC = global value chain participation, LN = natural logarithm, MNC = multinational corporation affiliates, OLS = ordinary least squares, US = United States.

Notes: All independent variables are lagged by 1 period. Trade refers to total trade as percentage of GDP. Refer to Table 1 for additional details.

Source: Authors' calculations.

总之，主要研究结果如下。首先，全球价值链参与度较高的亚太经济体以美元计价的进出口份额往往较高。这与非该区域经济体形成了对比，后者中全球价值链参与度较高的经济体以美元计价的进出口份额显著较低。这表明，不同地区和国家参与全球价值链的影响可能不同。例如，在一些欧洲国家，由于

欧元区在这些国家整体贸易中的重要性，美元作为国际贸易计价货币的作用受到了欧元的挑战。随着跨境价值链活动的增加和欧洲一体化的加深，这些国家以欧元计价的贸易数量有所增加（Georgiadis 等，2021）。因此，虽然降低贸易成本的政策和基础设施增加了该区域内的贸易活动，但强势的区域货币也有助于其在贸易计价中的使用。这与本文所重点研究的亚太经济体有所不同。尽管样本中的一些亚太经济体显示出更大的贸易一体化和区域价值链参与度，但该区域内的跨境活动程度仍然相对较低。此外，对于其中的许多国家来说，第三国（通常是美国或欧洲）是最大的出口目的地。此外，该地区尚未形成强大的地区货币，尽管有证据表明，得益于与中国的贸易关系日益密切以及中国人民银行的政策驱动举措，东南亚国家间的人民币计价正在增长（Georgiadis 等，2021；Sato 和 Shimizu，2016）。

其次，拥有更多跨国公司的亚太经济体通常有更高的以美元计价的出口份额。其中一个可能的原因是跨国公司的议价能力更高，而其最终产品的目的地是美国市场，因此它们可以要求以美元计价，从而将外汇风险转嫁给亚洲的全球价值链参与者。我们没有找到确凿的证据证明这适用于进口。计价货币的选择具有惯性这一论点同样也适用于跨国公司子公司。正如 Ito 和 Chinn（2014）引用克鲁格曼（1980）的说法，一旦习惯使用一种货币，就很难转换货币——在涉及的贸易实体是同一公司或跨国公司网络的一部分的情况下，这更加根深蒂固。正如 De Backer, Miroudot 和 Rigo（2019）所述，跨国公司子公司的部分动机是“希望将生产靠近客户，避免贸易成本（即横向跨国公司），以及生产中间货物和服务，并在跨国公司网络内的其他国家使用（即纵向跨国公司）”。

我们利用混合 OLS 估计进行了若干敏感性测试和扩展。首先，对 MNC 值的对数形式进行 5% 水平的缩尾处理以剔除异常值，可以得到相同的结果。第二，制造业和服务业跨国公司与美元计价份额之间具有不同相关性，与服务业跨国公司的外国子公司相比，制造业跨国公司的外国子公司可能更倾向于以第三方货币（如美元）计价。表 7 和表 8 表明，拥有更多制造业和服务业跨国公司的亚太经济体以美元计价的出口份额显著较高。然而，制造业跨国公司的系数往往高于服务业公司，表明制造业跨国公司的影响更大。第三，亚太样本包括各类经济和金融发展以及贸易和资本账户开放程度不同的经济体。我们又考虑了一个更小的样本，包括印度、印度尼西亚、大韩民国、马来西亚和泰国。表 9a 结果显示，全球价值链有相同的估计结果，但跨国公司不再具有显著性。这表明，全球价值链对美元贸易计价的积极影响的基线结果是稳健的。关于资本账户开放，我们使用 Chinn-Ito 数据集（2006 年）纳入法定资本账户开放度的测量，

结果显示，全球价值链的估计结果保持不变，而跨国公司的结果则不然，如表 9b 所示。

Table 7. Pooled OLS Using Manufacturing MNCs, Asia and Pacific Economies

Variables	(1) Exports (US dollar invoiced, share)	(2) Imports (US dollar invoiced, share)	(3) Exports (US dollar invoiced, share)	(4) Imports (US dollar invoiced, share)	(5) Exports (US dollar invoiced, share)	(6) Imports (US dollar invoiced, share)
GVC _{t-1}	0.859*** (0.245)	1.054*** (0.147)			1.308*** (0.227)	1.161*** (0.211)
LN(MNC_m) _{t-1}			5.135*** (1.811)	2.744 (2.035)	6.085*** (1.980)	3.609 (2.194)
LN(GDPPC) _{t-1}	-6.694*** (1.363)	-6.837*** (0.794)	-4.559*** (1.348)	-5.047*** (0.904)	-5.788*** (1.501)	-6.143*** (0.824)
Trade _{t-1}	-0.163*** (0.049)	-0.123*** (0.033)	0.040 (0.047)	0.091*** (0.028)	-0.267*** (0.054)	-0.182*** (0.052)
Constant	138.938*** (10.904)	127.572*** (6.598)	87.363*** (19.232)	98.737*** (17.373)	90.797*** (20.479)	101.694*** (17.215)
Observations	60	59	44	43	44	43
R-squared	0.297	0.594	0.462	0.562	0.576	0.681

Robust standard errors in parentheses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

GDPPC = gross domestic product per capita in US dollars, GVC = global value chain participation, LN = natural logarithm, MNC_m = multinational corporation affiliates in manufacturing, OLS = ordinary least squares, US = United States.

Notes: All independent variables are lagged by 1 period. Trade refers to total trade as percentage of GDP. Refer to Table 1 for additional details.

Source: Authors' calculations.

Table 8. Pooled OLS Using Services MNCs, Asia and Pacific Economies

Variables	(1) Exports (US dollar invoiced, share)	(2) Imports (US dollar invoiced, share)	(3) Exports (US dollar invoiced, share)	(4) Imports (US dollar invoiced, share)	(5) Exports (US dollar invoiced, share)	(6) Imports (US dollar invoiced, share)
GVC _{t-1}	0.859*** (0.245)	1.054*** (0.147)			1.140*** (0.231)	0.989*** (0.195)
LN(MNC_s) _{t-1}			3.897*** (1.203)	-0.088 (1.206)	3.962** (1.478)	-0.029 (1.404)
LN(GDPPC) _{t-1}	-6.694*** (1.363)	-6.837*** (0.794)	-6.047*** (1.329)	-5.770*** (0.889)	-7.444*** (1.555)	-6.986*** (0.886)
Trade _{t-1}	-0.163*** (0.049)	-0.123*** (0.033)	0.079* (0.042)	0.104*** (0.026)	-0.185*** (0.046)	-0.124*** (0.043)
Constant	138.938*** (10.904)	127.572*** (6.598)	104.898*** (16.652)	122.738*** (10.132)	115.440*** (19.100)	131.891*** (10.536)
Observations	60	59	38	37	38	37
R-squared	0.297	0.594	0.486	0.523	0.573	0.617

Robust standard errors in parentheses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

GDPPC = gross domestic product per capita in US dollars, GVC = global value chain participation, LN = natural logarithm, MNC_s = multinational corporation affiliates in services, OLS = ordinary least squares, US = United States.

Notes: All independent variables are lagged by 1 period. Trade refers to total trade as percentage of GDP. Refer to Table 1 for additional details.

Source: Authors' calculations.

Table 9b. Pooled OLS, with Capital Account Openness Measure

Variables	(1) Exports (US dollar invoiced, share)	(2) Imports (US dollar invoiced, share)	(3) Exports (US dollar invoiced, share)	(4) Imports (US dollar invoiced, share)	(5) Exports (US dollar invoiced, share)	(6) Imports (US dollar invoiced, share)
GVC _{t-1}	0.532* (0.278)	1.102*** (0.157)			1.608*** (0.184)	1.170*** (0.230)
LN(MNC) _{t-1}			1.799 (1.606)	1.821 (1.602)	1.785 (1.526)	1.813 (1.622)
LN(GDPPC) _{t-1}	-3.016* (1.669)	-7.376*** (0.912)	-0.143 (3.418)	-5.990*** (1.687)	0.468 (3.623)	-5.502*** (1.531)
Trade _{t-1}	-0.141** (0.064)	-0.126*** (0.035)	-0.061 (0.064)	0.109** (0.047)	-0.485*** (0.072)	-0.201*** (0.071)
KAOPEN _{t-1}	-21.755*** (5.982)	3.241 (5.064)	-31.232* (15.806)	2.014 (10.452)	-44.685*** (16.433)	-8.152 (10.022)
Constant	120.858*** (13.065)	130.202*** (6.863)	88.700*** (20.723)	109.621*** (12.850)	90.688*** (22.075)	110.891*** (11.842)
Observations	60	59	44	43	44	43
R-squared	0.419	0.598	0.502	0.552	0.663	0.665

Robust standard errors in parentheses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

GDPPC = gross domestic product per capita in US dollars, GVC = global value chain participation, LN = natural logarithm, MNC = multinational corporation affiliates, KAOPEN = standardized capital account openness measure from Chinn and Ito (2006), OLS = ordinary least squares, US = United States.

Notes: All independent variables are lagged by 1 period. Trade refers to total trade as percentage of GDP. Refer to Table 1 for additional details.

Source: Authors' calculations.

Table 9a. Pooled OLS, Selected Asia and Pacific Economies

Variables	(1) Exports (US dollar invoiced, share)	(2) Imports (US dollar invoiced, share)	(3) Exports (US dollar invoiced, share)	(4) Imports (US dollar invoiced, share)	(5) Exports (US dollar invoiced, share)	(6) Imports (US dollar invoiced, share)
GVC _{t-1}	0.755*** (0.143)	0.479*** (0.142)			0.772*** (0.137)	0.536*** (0.155)
LN(MNC) _{t-1}			0.028 (1.104)	1.535 (1.888)	0.577 (1.302)	1.917 (1.773)
LN(GDPPC) _{t-1}	-2.961** (1.110)	-2.761** (1.250)	0.939 (0.647)	-0.023 (0.873)	-2.949** (1.096)	-2.722* (1.337)
Trade _{t-1}	-0.208*** (0.021)	-0.062** (0.025)	-0.108*** (0.031)	-0.011 (0.024)	-0.215*** (0.023)	-0.085*** (0.028)
Constant	113.128*** (8.429)	100.694*** (9.980)	86.455*** (10.736)	71.602*** (17.613)	109.102*** (13.453)	87.321*** (18.028)
Observations	26	26	26	26	26	26
R-squared	0.677	0.133	0.485	0.060	0.682	0.216

Robust standard errors in parentheses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

GDPPC = gross domestic product per capita in US dollars, GVC = global value chain participation, LN = natural logarithm, MNC = multinational corporation affiliates, OLS = ordinary least squares, US = United States.

Notes: All independent variables are lagged by 1 period. Trade refers to total trade as percentage of GDP. Refer to Table 1 for additional details. The Asia and Pacific economies included in this estimation are India, Indonesia, Malaysia, Republic of Korea, and Thailand.

Source: Authors' calculations.

第四，之前的研究，包括 Devereux 等（2004 年）和 Goldberg 和 Tille（2008 年和 2013 年），强调了汇率在出口商计价货币选择中的重要性。表 10 显示了亚太地区样本的结果，其中包括一个虚拟变量，如果根据国际货币基金组织的

区域报告，汇率相对于美元为固定、钉住或有管理的，则取 1，否则取 0。这些估计结果表明，在亚太地区，参与全球价值链程度较高，且采用固定汇率、钉住汇率或有管理汇率制度的经济体，其以美元进行出口计价的份额往往显著较低，这可能是由于以美元固定汇率进行出口收入计价与以美元进行出口计价的收入相同。第五，为了显示全球价值链和跨国公司在不同区域的不同影响，表 11a 和 11b 提供了对欧洲、非亚太和非欧洲经济体样本的混合 OLS 回归的估计结果。对于欧洲样本，第（1）和（2）列中显示出微弱的正向显著影响，第（5）和（6）列则显示出负向显著影响。因此，如表 11a 所示，欧洲样本的结果不确定。对于非亚太和非欧洲样本，表 11b 中的估计表明，更高的全球价值链参与度和更多的跨国公司导致更少美元计价且是显著的。这些结果与亚太样本的结果相反，意味着更高的全球价值链和跨国公司对各区域的贸易计价有不同的影响。

总之，这些扩展回归和敏感性测试表明，不仅基线结果是成立的，而且跨国国家和区域差异对于了解亚太地区美元贸易计价情况非常重要。

Table 11a. Pooled OLS, European Economies

Variables	(1) Exports (US dollar invoiced, share)	(2) Imports (US dollar invoiced, share)	(3) Exports (US dollar invoiced, share)	(4) Imports (US dollar invoiced, share)	(5) Exports (US dollar invoiced, share)	(6) Imports (US dollar invoiced, share)
GVC _{t-1}	0.405* (0.229)	0.340* (0.185)			-0.734** (0.308)	-0.948*** (0.242)
LN(MNC) _{t-1}			-0.701 (0.472)	0.208 (0.303)	-0.678 (0.461)	0.237 (0.292)
LN(GDPPC) _{t-1}	-3.967 (2.465)	-4.020** (1.798)	-0.793 (1.626)	-4.865*** (1.404)	3.372 (2.346)	0.513 (1.702)
Trade _{t-1}	-0.257*** (0.054)	-0.195*** (0.047)	-0.171*** (0.022)	-0.152*** (0.023)	-0.017 (0.068)	0.046 (0.055)
Constant	75.567*** (23.978)	76.446*** (17.972)	50.859*** (16.496)	89.826*** (15.680)	13.567 (21.856)	41.669** (17.301)
Observations	201	201	160	160	160	160
R-squared	0.158	0.123	0.242	0.242	0.276	0.314

Robust standard errors in parentheses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

GDPPC = gross domestic product per capita in US dollars, GVC = global value chain participation, LN = natural logarithm, MNC = multinational corporation affiliates, OLS = ordinary least squares, US = United States.

Notes: All independent variables are lagged by 1 period. The European sample includes Albania, Austria, Belarus, Belgium, Bosnia and Herzegovina, Bulgaria, Croatia, Cyprus, Czech Republic, Denmark, Estonia, Finland, France, Germany, Greece, Hungary, Iceland, Ireland, Italy, Latvia, Lithuania, Luxembourg, Macedonia, Malta, Montenegro, Netherlands, Norway, Poland, Portugal, Romania, Serbia, Slovakia, Slovenia, Spain, Sweden, Switzerland, Turkey, Ukraine, and United Kingdom.

Source: Authors' calculations.

Table 11b. Pooled OLS, Non-Asia and Pacific and Non-European Economies

Variables	(1) Exports (US dollar invoiced, share)	(2) Imports (US dollar invoiced, share)	(3) Exports (US dollar invoiced, share)	(4) Imports (US dollar invoiced, share)	(5) Exports (US dollar invoiced, share)	(6) Imports (US dollar invoiced, share)
GVC _{t-1}	-1.617*** (0.520)	0.656 (0.477)			-8.204*** (1.863)	-12.969*** (1.237)
LN(MNC) _{t-1}			-1.430 (1.119)	-2.762* (1.574)	-2.500*** (0.835)	-4.453*** (1.048)
LN(GDPPC) _{t-1}	-1.851 (2.455)	-9.555*** (1.757)	10.534*** (2.854)	2.243 (2.637)	36.739*** (6.311)	43.668*** (3.675)
Trade _{t-1}	-0.095 (0.088)	-0.376*** (0.105)	-0.693*** (0.161)	-0.356** (0.173)	1.042** (0.425)	2.388*** (0.276)
Constant	118.758*** (21.448)	169.980*** (15.972)	24.218 (27.784)	83.647*** (30.188)	-193.389*** (54.654)	-260.348*** (30.052)
Observations	84	84	36	36	36	36
R-squared	0.134	0.182	0.560	0.154	0.770	0.670

Robust standard errors in parentheses. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

GDPPC = gross domestic product per capita in US dollars, GVC = global value chain participation, LN = natural logarithm, MNC = multinational corporation affiliates, OLS = ordinary least squares, US = United States.

Notes: All independent variables are lagged by 1 period. Non-Asia and Pacific and non-European sample include Argentina, the Bahamas, Botswana, Brazil, Chile, Colombia, Costa Rica, Egypt, Israel, Liberia, Malawi, Mauritius, Morocco, Paraguay, Peru, Russia, and Tunisia.

Source: Authors' calculations.

6、结论

本文注意到一个事实，即亚洲及太平洋地区经济体以美元计价的进出口份额往往较高。本文旨在研究这一区域全球价值链和跨国公司与贸易计价中美元份额之间的相关性。利用 Boz 等（2020 年）的数据集，本文的实证分析研究了横截面层面的异质性——这些异质性可能解释美元在该地区贸易计价中的高份额。结果表明，与非该区域经济体相比，在亚太地区，全球价值链参与度较高的经济体以美元计价的进出口份额较高，相比之下，在该区域之外，全球价值链参与度较高的经济体以美元计价的进出口份额明显较低。造成差异的一个可能原因是区域贸易敞口或区域贸易合作的程度，以及区域货币的建立。此外，拥有更多跨国公司的亚太经济体以美元计价的出口份额要高得多。这可能是因为美国仍然是许多跨国公司最终产品的主要目的地。研究结果为亚太地区提供了新的经验证据，也为跨国公司的存在提供了理论依据，这是本文的主要贡献。

根据实证研究的结果，亚太区域价值链反映了全球价值链，强化了美元贸易计价。该地区对外国公司的更加开放似乎也产生了类似的效果。这些发现支持了 Ito and Chin（2014）提出的惯性理论，并强调了目前美元在亚太地区贸易和金融结构中的中心地位。亚太地区的交易员习惯于以美元进行交易。计价、支付和结算的金融基础设施和协议也比其他货币更加完善。

高度依赖美元贸易计价的风险包括：对外部调整的限制性影响、资产负债表效应、货币错配和金融脆弱性。为了减少该地区对美元的依赖，必须建立降

低使用其他地区货币成本、提高使用其他地区货币便利性的制度，使其相对于美元更具竞争力。为此，支持推动建立更广泛的区域金融基础设施，将不同的国内市场联系起来，同时签署促进在贸易中使用区域货币的协议，是逐步减少该地区对美元依赖的关键。跨国公司可以在这方面发挥重要作用，增加以当地货币而不是美元计价的比例，从而减轻发展中国家全球价值链参与者的风险管理负担。此外，如上文所述，Georgiadis 等（2021）认为“中国人民银行建立的货币互换协议有利于增加人民币在贸易计价中的使用”。印度尼西亚、马来西亚和泰国采取的本币结算框架的潜在扩展（Sato, 2019）以及类似的一些举措，也是在这方面进行的有益探索。最后，加快亚洲外汇对冲市场发展是促进本地区货币稳定的关键一步，这可以鼓励日后将其用于贸易计价。

本文原题为“US Dollar Dominance in Asia’s Trade Invoicing”。本文作者 Rogelio V. Mercado, Jr. 是东南亚中央银行组织（SEACEN）高级经济学家，Ryan Jacildo 是 ERCI/ERCD 经济学家，Sanchita Basu Das 是咨询顾问。本文为东南亚中央银行组织研究和培训中心 2022 年 7 月发布的工作论文。[单击此处可以访问原文链接。](#)

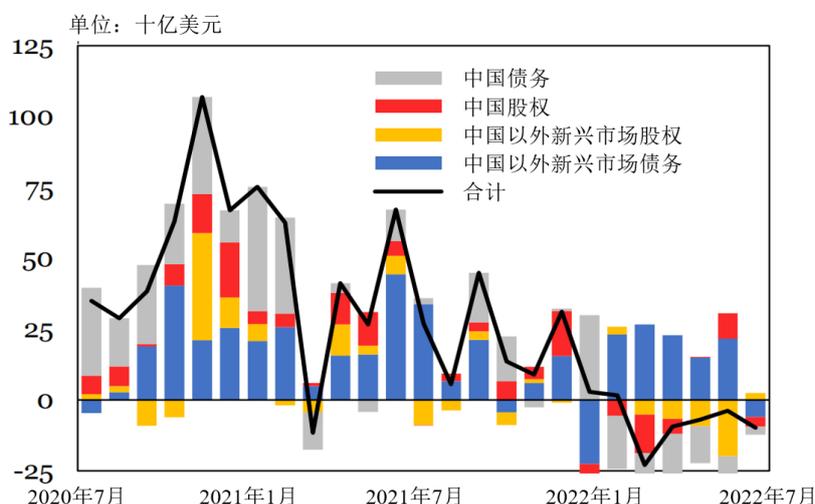
国际金融协会资本流动追踪——2022年8月关键节点

Jonathan Fortun/文 桂平舒/编译

导读：国际金融协会对7月份资本流动重要内容进行追踪，主要有以下值得关注的信息：7月份流入新兴市场的投资组合资金流为-98亿美元，股票和债务流动分别为-10亿美元和-88亿美元，中国股市出现35亿美元的资金外流。该报告在此基础上进一步对未来月份资本流动的影响因素进行分析。编译如下：

我们估计，新兴市场证券在2022年7月遭遇了98亿美元的资金流出，创下了连续五个月流出的记录（图1）¹。全球衰退风险、地缘政治和通胀对资金流动构成压力，但美联储更温和的态度会显著改善资金流动前景，7月下旬的日资金流证明了这种积极的转变。就整个月而言，股票流出蔓延至债务流动。

图1：流向新兴市场的非居民投资组合



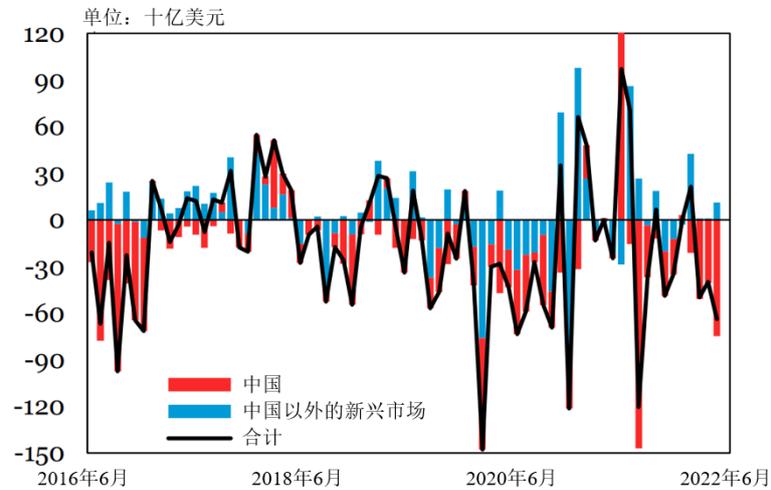
7月的特别之处在于，中国以外的新兴市场债务出现了重大的资本外流（-60亿美元），中国债务也出现了约30亿美元的资本外流。中国以外的新兴市场股市则出现边际流入（25亿美元）。

最近资金流动大多可归因于美元变动。在俄乌冲突爆发后的前几个月，美元对其他发达经济体大幅升值，但对新兴市场仍保持区间波动。美元对新兴市场汇率未能升值的原因是，大宗商品价格上涨促进了大宗商品出口国发展，但也拖累了大宗商品进口国。随着美联储加快加息周期，该情况在6月份发生变化。由于全球金融环境趋紧令高风险资产承压，新兴市场全线受挫。我们对流入新兴市场的非居民资金流的高频追踪反映了这一点，目前中国以外的资金流

¹ 非居民投资组合流动是总净资本流动的一个部分。总净资本流动包括组合流动、银行资金流、直接投资和国际收支金融账户的其他组成部分等所有形式的居民资金流和非居民资金流。投资组合流动虽然与资金流动类似，但不应与之混淆。

动额与 2013 年的“缩减恐慌”和 2015 年的人民币贬值恐慌时期负得一样多。这些流出并非微不足道，但远不及第一波新冠疫情期间流出的严重程度。

图2：净资本流动



未来几个月，资本流动的动态将受多个因素影响，其中通胀见顶时间和中国经济前景将是关注的焦点。此外，市场对新发行外债的兴趣也十分重要，近几个月来，外债净发行量出现负值，而放眼各地区，只有中东大型石油出口国的净发行量仍为正值。这种资金流动的收缩（二级市场和一级发行都是如此）源于美联储 6 月份的鹰派转变，随着美联储接近“中性”，这为整个新兴市场资本流动的缓解奠定了基础，在一定程度上降低了加息的紧迫性。尽管如此，新兴市场显然存在一些疲弱之处，例如它们的实际利率已严重为负且风险正在迅速上升。

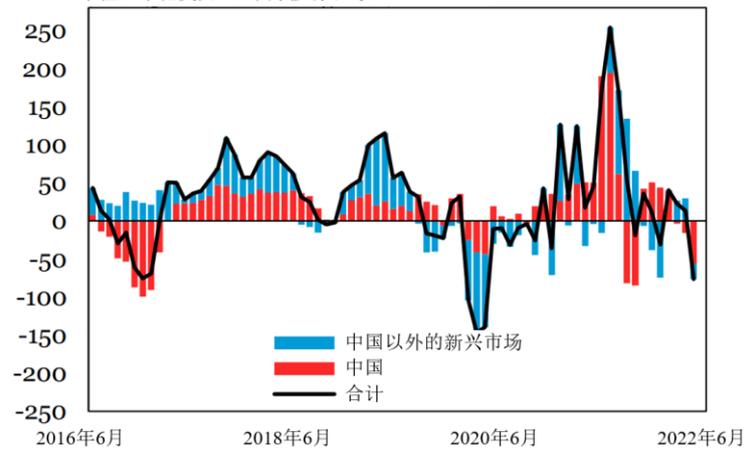
从区域来看，本文数据显示所有新兴市场地区都出现了资金外流。²

请在我们的[网站](#)上找到所有可供下载的数据。

²应谨慎解读月度的国家级数字，因为它们可能与官方的季度国际收支数字不完全一致。为了了解全貌，我们推荐我们的主要(基于模型的)综合指数。

图3：新兴市场储备操作

单位：十亿美元（3个月移动平均）



本文原题为“[IIF Capital Flows Tracker - August 2022 Pivotal Juncture](#)”。本文作者 Jonathan Fortun 是国际金融协会经济学家。本文于 2022 年 8 月 3 日刊于国际金融协会（IIF）官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

Center for Global Development (CGD) 全球发展中心

简介：CGD 位于美国华盛顿，是一独立的非营利性思想库，通过严谨的研究及与政策集团的积极性接触，鼓励美国及其他富裕国家进行其政策的改变以减少全球的贫困和不平等现状。

网址：<https://www.cgdev.org/>

Institute of International Finance (IIF) 国际金融协会

简介：国际金融协会的目标是帮助金融行业加强风险管理和实施最佳做法，并倡导有助于推动全球金融稳定的监管、财政和经济政策的实施。该协会的使命是支持金融市场稳健风险管理，参与制定行业最优行为准则与标准。以成员利益和全球金融稳定为出发点开展监管、金融以及经济政策游说活动。支持成员机构的教育与培训活动。

网址：<https://www.iif.com>

Brookings Institution (BI) 布鲁金斯学会

简介：布鲁金斯学会创建于 1916 年，总部在美国首都华盛顿特区，是一家研究公共政策的非赢利组织，被誉为最有影响力、最值得借鉴和最受信任的智库。其宗旨是开展高质量的独立研究，并据此提出具有创新精神和实用性的政策建议，以达到三个目标：捍卫美国民主；确保所有美国人获得经济繁荣、加强社会保障、维护公共安全带来的机遇；推进一个更加开放、安全、繁荣和合作的国际社会。

网址：<https://www.brookings.or.us>

Peter G. Peterson Institute for International Economics (PIIE) 彼得森国际经济研究所

简介：由伯格斯坦（C. Fred Bergsten）成立于 1981 年，是非牟利、无党派在美国智库。2006 年，为了纪念其共同创始人彼得·乔治·彼得森（Peter G. Peterson），更名为“彼得·乔治·彼得森国际经济研究所”。在《2011 年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，PIIE 在全球（含美国）30 大智库中列第 10 名，全球 30 大国内经济政策智库中列第 4 名，全球 30 大国际经济政策智库第 1 名。

网址：<http://www.piie.com/>