

# 发展中国家外部金融 脆弱性分析

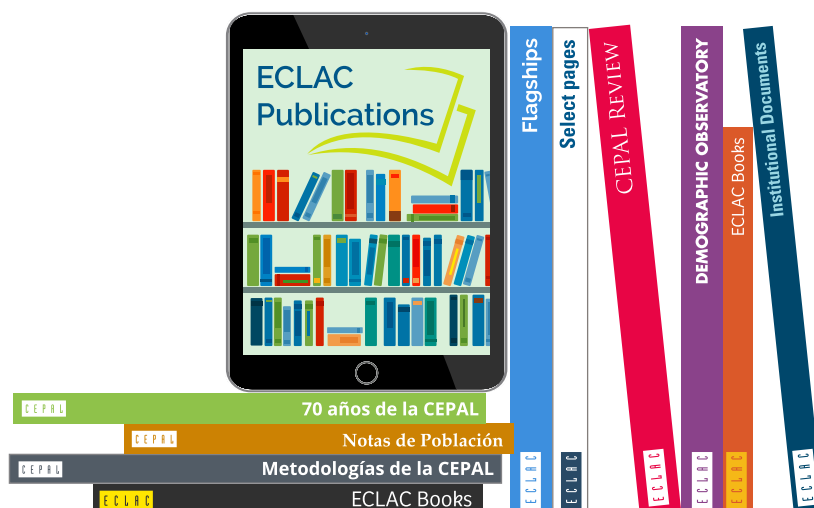
Esteban Pérez Caldentey



UNITED NATIONS

ECLAC

# 感谢您对拉加经委会的这份出版物 感兴趣



如果您希望收到我们社论的信息，请注册  
products and activities. When you register, you may specific  
感兴趣的领域，您将获得其他格式的产品。

**Register**



[www.cepal.org/en/publications](http://www.cepal.org/en/publications)



[www.instagram.com/publicacionesdelacepal](https://www.instagram.com/publicacionesdelacepal)



[www.facebook.com/publicacionesdelacepal](https://www.facebook.com/publicacionesdelacepal)



[www.issuu.com/publicacionescepal/stacks](http://www.issuu.com/publicacionescepal/stacks)



[www.cepal.org/es/publicaciones/apps](http://www.cepal.org/es/publicaciones/apps)

SERIES

**FINANCING FOR DEVELOPMENT**

**276**

# 发展中国家外部金融脆弱性分析

Esteban Pérez Caldentey



UNITED NATIONS



这个文件由经济委员会拉丁美洲和加勒比经济开发部融资与发展单位的协调员Esteban Pérez Caldentey准备，研究助理为Sofia Tolentino。

联合国及其代表的各国不对本出版物中链接到外部网站的内容负责。

提及任何公司的名称、商业产品或服务均不意味着得到联合国或其所代表国家的背书。

本文件中表达的意见未经正式编辑，仅代表作者观点，未必反映组织或其成员国的观点。

联合国出版物 ISSN : 1680-8819  
( 电子版 ) ISSN : 1564-4197 ( 印刷版 ) LC/TS.2024/121 发行  
范围 : L 版权归联合国所有 , 2024 年版权所有 在联合国 , 桑坦德市印刷 S2401034[E]

他的出版物应被引用为 : E. Pérez Caldentey, "Analysis of Developing Countries' External Financial Vulnerability"  
T  
开发商融资系列 , 第 276 号 ( LC / TS.2024 / 121 ) , 圣地亚哥 , 拉丁美洲和加勒比经济委员会 ( 拉加经委会 ) , 2024 年。  
申请授权复制本作品的完整或部分内容应发送至拉丁美洲和加勒比经济委员会 ( ECLAC ) 文档与出版部 , 邮箱为 publicaciones.cepal@un.org。成员国及其政府机构可在未获得事先授权的情况下复制本作品 , 但请求在引用来源的同时通知ECLAC此类复制情况。

Contents

Abstract..... 5

Introduction ..... 7

I. 美元的优势 ..... 9

II. 国际资本市场作为资金来源和首要地位  
美元 ..... 13

III. 美元霸权及其对外资产负债表的后果  
美国 ..... 21

IV. 发展中国家外部资产负债表分析 ..... 25

V. Conclusions..... 31

参考书目 ..... 33

开发商融资系列：已发行发行。.....

Tables

表 1 2005 - 2022 年外币债务发行份额。.....

..... 12 表 2 非银行借款人的总信贷、非银行借款人持有的债务  
证券发行金额及其他相关数据..... 14 表 3 比较发展拉丁美洲和加勒比地区居民在国际  
市场上发行的债务证券未清偿金额的对比分析 ( 1990-2023 ) .....  
..... 14 表 4 新兴市场债券指数(EMBI)变化率与名义汇率之间的简单相关系数.....  
..... 18 表 5 2023 年 1 月，美国外债的主要持有者以数十亿美元计，占总额的百分比。

表 6 1980 - 2021 年，发达国家和发展中国家以及美国的风险净头寸和估值影响。 1970 - 2021 年按类别划分的外部净资产构成 ..... 26 表 8 1970 - 2021 年按发展中地区分列的外部净资产。..... 27

1970 - 2021 年按类别划分的外部净资产构成。..... 27

数字 ..... 27

图 1 美国货币在国际上的使用相对于欧元、英国英镑和日本 yen，2001-2020..... 9 图2 2023 年美元在全球经济中的重要性指标。..... 12 图 3 2000 - 2023 年外债总额占货物和服务出口的百分比 1970 - 2021 年发展中经济体对外资产和负债及对外净资产图 25 图 5 1970 - 2021 年外国直接投资和债务负债的演变 ..... 28

## Abstract

美元作为国际支付手段的重要性显著增加，保持了其作为价值储存手段的强大地位，并进一步强化了其作为世界计价单位的角色。同时，资本市场已成为全球范围内，包括发展中国家在内的主要融资来源。这一背景对美国及其主要依赖美元的国家（尤其是发展中国家）具有重大的金融影响。这些影响通过关注国际金融条件向发展中国家传导的主要机制来突出展现，并通过对美国和发展中国家外部资产负债表的组成部分进行分析来进行探讨。该分析置于国际金融体系以及国际金融流动构成在全球金融危机之后发生变化的背景下。



## Introduction

布雷顿森林体系将美国美元置于国际金融架构的中心位置，使其成为主导的国际储备货币。尽管反复有反对的声音，从短期来看，美元的主导地位无可匹敌，并且很可能在中期内乃至长期内也难以动摇。<sup>1</sup>

美元所享有的优势使美国能够在降低其负债的借贷成本的同时，还能获得更高的资产回报。这导致了从全球其他地区，尤其是发展中国家大规模财富转移至美国。

最近的证据表明，其他发达国家在其对外净资产上也表现出积极的收益率差。<sup>2</sup> 即使在美国也在危机时期其高风险资产出现负收益率的情况下，质量追逐行为仍降低了政府的借款成本。<sup>3</sup>

其作为交换媒介、价值储藏手段和计价单位的层级角色与其在全球经济中的重要性不成比例。美国在正常时期因国际投资地位获得超额回报的权利部分归因于其金融市场的比较优势。美国拥有世界上最大的金融市场。<sup>4</sup>

相比之下，那些与美元挂钩的国家，如发展中国家，加强了其财务脆弱性。在其对外资产负债表的资产一侧，全球金融危机后国际储备的积累显著增加。

---

<sup>1</sup> 本文的想法和内容借鉴了Pérez Caldentey (2024) 的《经济危机如何加强美国美元的作用及其对发展中国家的影响》一文。此外，还参考了Abdrés Arauz和Sylvi Kappes的《中央银行、货币政策及美元化政治经济学》，即将由埃德温·埃尔加出版社于2025年出版。

<sup>2</sup> 见 Mayer (2021)。

<sup>3</sup> 见 Gourinchas 等人 (2017)；Eichengreen (2011)。

<sup>4</sup> Eichengreen (2011)。

并且疫情证明了这是一种昂贵的保险机制。在外资产负债表的负债方，短期流和portfolio债务证券的主导地位和依赖性使它们高度易受资本逆转和国际利率变化的影响。

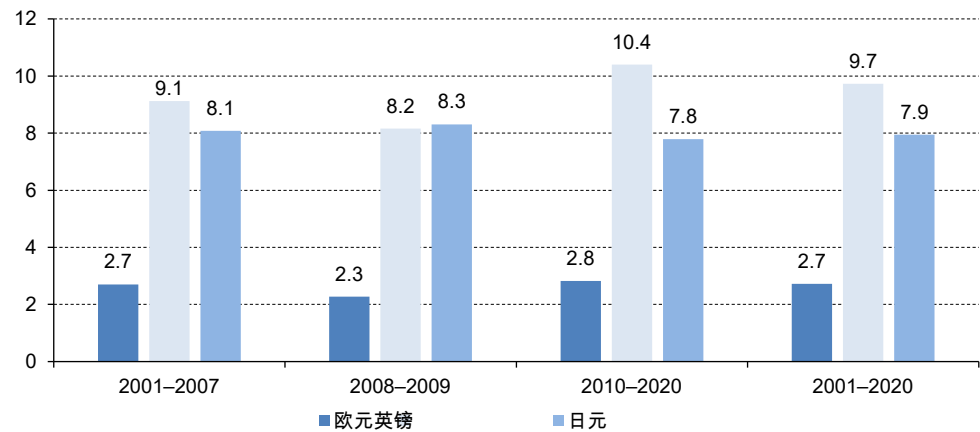
论文分为六部分。第二部分呈现了美元作为交换媒介、价值储存和计价单位的强度数据。该部分论点为美元最强势体现在国际计价单位上。同时，它揭示了美元主导地位与美国经济相对重要性脱钩的事实。第三部分探讨了国际资本市场作为融资来源的重要性上升与美元主导地位之间的关系。第四和第六部分展示了整体背景如何影响美国及发展中国家的对外资产负债状况。最后一部分进行总结。

# 一、美元的优势

美元无疑是世界上最重要的国际储备货币，在可预见的近中期未来，几乎没有证据表明其主导地位将受到挑战。

这在图1中得到了充分的体现，图1展示了从2001年至2020年，以及子时期2001-2007年、2008-2009年和2010-2020年期间，美元相对于欧元、英镑和日元的使用情况的变化。

图1 2001-2020年美国美元相对于欧元、英国英镑和日元的国际使用情况  
( 百分比)



数据来源：基于Carol Bertaut、Bastian von Beschwitz与Stephanie Curcuru ( 2023 ) 的研究。注释：数据通过将美国的国际货币使用指数除以欧元、英镑和日元的相应指数来计算得出。国际货币使用指数是根据以下权重的加权平均值计算得出：全球披露的外汇储备中每种货币的比例 ( 25%权重 )、外汇交易量 ( 25% )、外币发行 ( 25% )、外币和国际银行索赔 ( 12.5% ) 以及外币和国际银行负债 ( 12.5% )。

数据表明，美元是全球使用最多的货币，并且在过去二十年中保持了其主导地位（图4）。在2001-2020年间，美国美元的国际货币使用量几乎是欧元的三倍、英国英镑的9.7倍以及日元的7.9倍。

数据显示，全球金融危机（2008-2009年）并未影响美元的国际地位。实际上，在危机过后，美元的层级角色得以维持或增强。这强调了美元在历史上的独特角色。

美元的使用主要反映其作为国际价值储存手段的功能，最重要的是作为全球计价单位的功能。<sup>5</sup> 这相当于事实上的美元化。

美元化一词随着时间的发展而演变。在20世纪70年代的早期文献中，美元化与货币替代相等同，指的是一个国家居民对外国货币的需求。后来，在20世纪90年代，美元化被理解为美国美元（也可以指另一个储备货币，如欧元）与国内货币并用或替代国内货币的使用。完全美元化（或官方美元化）则指将美国美元作为主要或唯一的法定货币采用。<sup>6</sup> 因此，美元成为交易媒介、价值储藏手段和计价单位。美元化也可以是非正式的（或部分的），指的是“个人用外国货币进行交易和配置金融资产替代本国货币的过程”。<sup>7</sup> 非官方美元化一词的使用导致了货币和资产替代之间的区别。<sup>8</sup> 资产替代指的是以外国货币计价的金融财富持有。资产替代是强调货币作为价值储存手段的结果。

反映经济 unofficial（或部分）美元化程度的指标包括外币存款占银行系统总存款的比例或占总流动性比例。另一个衡量美元化的指标是持有美国境外的美元钞票和/或以美元计价的资产（例如美国国库券）的比例。同样，各国中央银行持有的国际储备中以美元计的比例也被用作衡量美元作为价值储存手段使用程度的指标。

当前美元国际化阶段有所不同。美国美元作为支付手段的重要性有所增加。根据环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）的数据，国际支付交易中美元的使用比例从2013年的36.1%上升到2023年的46.5%。相比之下，欧元的使用比例则有所下降（从2013年的36.5%降至2023年的24.4%）。同一时期，人民币在国际支付交易中的使用比例依然很低，仅为0.03%至3%。

---

<sup>5</sup> 在17世纪90年代英格兰关于白银再铸的辩论中，货币作为计价单位的属性变得尤为突出，这场辩论导致了当时财政大臣威廉·罗斯德与哲学家兼货币理论家约翰·洛克之间的著名辩论。辩论的核心在于硬币的价值是否反映了其金属含量（洛克的观点），还是取决于其面值单位（罗斯德的观点）（Andréadès, 1935, pp. 100-102；Green, 1992；Joyce, 1997）。这场辩论导致了经济学家之间的分歧，一部分强调货币作为计价单位的属性（如凯恩斯等货币主义者，例如Keynes, 1930），另一部分则专注于货币作为交易媒介的作用（如金属主义者和数量理论的追随者）。关于货币作为计价单位属性的研究主要集中在贬值和货币幻觉等问题上（Fisher, 1924；Mundell, 1997）。近年来，计价和融资维度成为这一属性研究的重点（Gopinath等, 2020；Alloway和Wiesenthal, 2022）。这些观点在以单一储备货币为主导的国际背景下显得尤为重要。

<sup>6</sup> 见美国参议院（1999年）、伯格和博伦斯坦（2000年）、基斯佩-阿格诺利（2002年）。

<sup>7</sup> Quispe - Agnoli (2002), p. 4.

<sup>8</sup> Ibid and Berg & Borenstein (2000).

已经有一些举措使用非美元货币进行支付交易。<sup>9</sup> 2023年3月，巴西和中国宣布达成协议，未来将进行双边贸易和金融交易使用各自本币。另一个例子是，非美元货币（包括人民币、阿联酋迪拉姆、俄罗斯卢布和印度卢比）在石油交易中的参与度日益增加。<sup>10</sup> 目前，非美元交易约占石油市场总交易的四分之一。<sup>11</sup>

美元作为价值储存手段的相对强势地位也得以保持。在2008年至2013年间实施的六年的量化宽松政策下，2014年至2016年期间美元占国际储备的比例从平均62.3%增加到65.4%。尽管如此，美元的重要性远远超过其他国际储备货币，包括欧元、英镑、日元和人民币。在疫情期间，美元计价的外国储备份额下降至58.9%，并在2023年保持这一水平。相比之下，欧元、英镑、日元和人民币计价的外汇储备占比分别为20.6%、5.9%、4.7%和2.4%。<sup>12</sup>

数据还显示，美国美元在其作为计价单位的角色中加强了其地位。从1998年到2022年，以美元计价的交易占比从大约81%上升至88.5%。根据 Shin 的说法<sup>13</sup> 所有外汇交易中有88%涉及美元（图4）；而涉及欧元、日元、英镑和人民币的交易分别占31%、17%、13%和7%。<sup>14</sup> 美元在SWIFT支付中的份额达到总份额的43%，而欧元和人民币的份额分别为32%和3.2%。根据国际贸易发票数据的估算，在1999年至2019年间，拉丁美洲和加勒比地区的国际贸易发票中有96%使用美元，亚太地区为74%，而其他地区的比例为79%。<sup>15</sup>

美元霸权与美国经济的重要性无关。美国经济占世界GDP的21.7%，国际贸易总量的11.5%（见图2）。

美元占主导地位的一个重要含义是，全球绝大多数的外部债务是以美国美元发行的。

如表1所示，2005-2022期间，以美元发行的债务占比从53.9%上升至69.7%，占总发行债务的比例。相比之下，以欧元、英镑、日元和人民币等储备货币发行的债务要小得多。此外，在同一时期，这些货币的份额也有所下降（表1）。

---

<sup>9</sup> 还采取了措施增加本币融资的比例。2023年，金砖国家（巴西、俄罗斯、印度和中国）宣布其多边贷款机构——新开发银行的资金比例将从不足20%提升至30%的总金额。参见Rangongo (2023)。

<sup>10</sup> 参见 Blackmon(2023)。

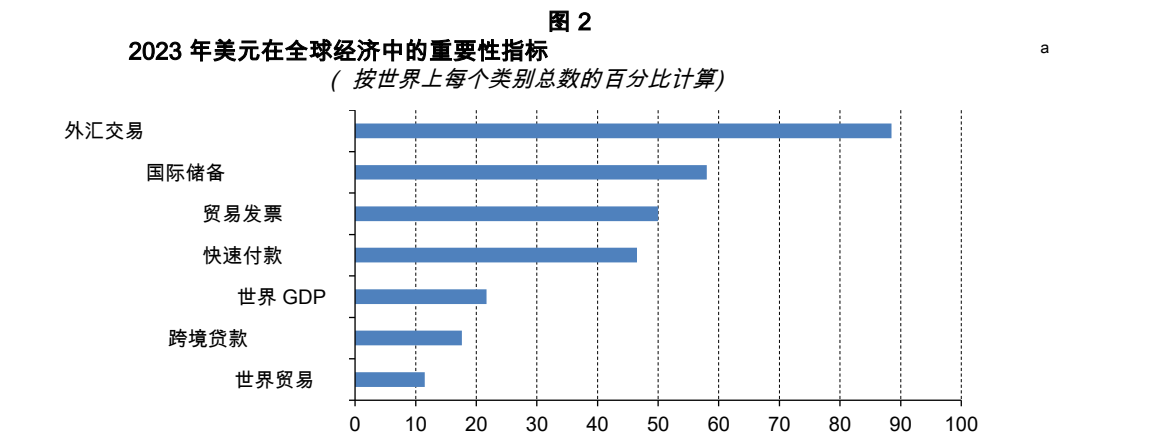
<sup>11</sup> 根据世界经济论坛的数据，石油占世界 GDP 的 3 %。参见 Kolaczowski, M & White A.(2022)。

<sup>12</sup> 数据指的是 2021 年。见 Bertaut 等人 (2023 年)。

<sup>13</sup> 在 Alloway 和 Weisenthal(2022)。

<sup>14</sup> 另见 Hofmann 等人 (2022)。

<sup>15</sup> 事实上，金融流动的完美流动性并不意味着金融资产的完美替代。正如史密辛（2003，第166页）所解释的：“实际上，即使从技术上讲，金融资本完全可以在完全流动的情况下移动，这一条件也只能在包括通常所说的‘货币风险溢价’（弗兰克尔，1992）的情况下成立，这是外国投资者如果持有以本国货币计价的资产所需承担的风险。即使金融资本可以电子化地在边境间‘一键转移’，不同货币计价的资产及其汇率可能会发生变化，这些资产仍然不是完美的替代品。即使存在‘完美资本流动性’，也不一定意味着‘完美资产替代性’。换句话说，在任何特定时刻，哪一方的支付承诺对投资者来说更为重要（美元、加拿大元、墨西哥比索、欧元或日元），这一点仍然至关重要。”



资料来源：Duffie(2023) 和 Li(2024)。  
a 最新可用数据。

其他计算基于BIS ( 2019 ) 的数据表明，2018年，在新兴市场和发展中经济体中，以美元计价的债务占总发行量的80%：欧洲发展中国家为76%；亚洲和太平洋地区的发展中国家为78%；非洲和中东地区的发展中国家为84%；拉丁美洲和加勒比地区的发展中国家为90%。

**表 1 2005 - 2022 年外币债务发行份额**  
( 百分比)

| Year | 美元   | Euro | 英镑   | 日元  | 人民币 | Other |
|------|------|------|------|-----|-----|-------|
| 2005 | 53.9 | 27.6 | 9.3  | 2.6 | 0   | 6.5   |
| 2006 | 54.7 | 27.2 | 11.4 | 1.4 | 0.1 | 5.3   |
| 2007 | 59.1 | 23   | 10.7 | 2.6 | 0.1 | 4.5   |
| 2008 | 63.3 | 22.8 | 6.9  | 3.4 | 0.2 | 3.3   |
| 2009 | 62.9 | 26.3 | 4.8  | 1.9 | 0.3 | 3.7   |
| 2010 | 71.7 | 19.5 | 2.2  | 2   | 0.3 | 4.3   |
| 2011 | 69.7 | 19.3 | 3.1  | 2.5 | 0.9 | 4.5   |
| 2012 | 72.4 | 15.1 | 4.4  | 2.4 | 1   | 4.7   |
| 2013 | 74.2 | 17   | 2.6  | 1.7 | 1.1 | 3.4   |
| 2014 | 68.6 | 21.6 | 3.6  | 1.4 | 1.5 | 3.2   |
| 2015 | 72.2 | 18.8 | 4.5  | 1.4 | 1   | 2.1   |
| 2016 | 72   | 20.1 | 3.7  | 1.3 | 1   | 1.9   |
| 2017 | 71.2 | 21.2 | 2.8  | 1.7 | 0.6 | 2.5   |
| 2018 | 70.8 | 18.9 | 5.6  | 1.4 | 1   | 2.2   |
| 2019 | 72   | 20.4 | 3    | 1.5 | 0.7 | 2.4   |
| 2020 | 71.7 | 20.5 | 3.3  | 1.4 | 0.8 | 2.3   |
| 2021 | 72.5 | 19.5 | 3.4  | 1   | 0.9 | 2.8   |
| 2022 | 69.7 | 20.7 | 3.2  | 1.7 | 2.2 | 2.6   |

资料来源：卡罗尔·贝托，巴斯蒂安·冯·贝施维赞德·斯蒂芬妮·库库鲁 (2023 年)。

## 二、国际资本市场作为资金来源和美元的首要地位

从20世纪90年代到全球金融危机之前，金融全球化的发展动力主要取决于全球银行（主要是美国和欧元区国家的银行）的行为。这一过程通过金融系统的杠杆率、互联性以及金融机构的集中度之间的相互关系来运作。

在全球金融危机（2008-2009年）之后，银行业系统作为全球流动性生成和传递者的相对重要性下降。资本市场，更具体地说，债券市场弥补了全球银行业活力下降的缺口，在提供全球流动性方面扮演了更重要的相对角色。

在2000年第四季度至2023年间，非银行部门债务证券发行量从1.5万亿美元增加到12.9万亿美元，占全球流动性总量的47%和59%。发达国家仍然是债务流动的主要提供者和受益者。然而，通过国际债券市场借款的发展中和新兴市场经济体约占总量的30%，而全球流动性中有50%流向了这一组经济体（表2）。

在全球金融危机之前，新兴市场和发展中经济体的政府是国际资本市场的主要债券发行方。全球金融危机之后，政府继续在国际资本市场上发行债券，并保持其作为主要债券发行方的领导地位。然而，其他行业，特别是非金融企业部门，由于受到创纪录低的外部长期利率的吸引，甚至在某些情况下货币升值的影响，已经成为重要的债券发行方，导致外债分布扩展至经济的其他部门。目前情况显示，非金融企业部门已成为最具活力的债券发行方。

表2 非银行借款人的总信贷、非银行借款人持有的债务证券发行金额 ( 存量 )  
( 2000 - 2023 年万亿美元)

|                 | 2000 | 2007 | 2010 | 2023 |
|-----------------|------|------|------|------|
| 世界              |      |      |      |      |
| 国际债务证券(债券)      | 1.5  | 3.9  | 4.6  | 5.8  |
| 跨境贷款            | 1.6  | 4.3  | 4.9  | 7.1  |
| 债券 / 流动性 ( 百分比) | 47   | 48%  | 48   | 59   |
| 发展和新兴市场经济体      |      |      |      |      |
| 国际债务证券(债券)      | 0.4  | 0.7  | 0.8  | 2.5  |
| 跨境贷款            | 0.6  | 1.2  | 1.6  | 2.5  |
| 债券 / 流动性 ( 百分比) | 42   | 36   | 34   | 50   |

来源：作者根据国际清算银行 ( BIS ) 2024年的数据自行整理。注：数据包括以美元、欧元和日元计价的跨境债券发行和贷款。所有数据均转换为美元，采用相应季度的汇率，并按以美元、欧元和日元计价的债务和贷款的规模加权计算。流动性是指跨境债券和贷款的总和。每年的数据均来自第四季度，但2023年数据来自第三季度。

从1990年3月至2023年9月，这些债务证券的未偿还总额平均占58%和29%。在同一时期内，非金融企业部门债务的增长率显著超过了政府的增速。相比之下，金融部门在总未偿还债务中所占的比例较小 ( 金融机构、私营银行和其他私人金融机构的总比例分别为13%、6%和5% )。

表3 发展中拉丁美洲和加勒比地区居民在国际市场上发行的债务证券余额比较 ( 1990-2023 )  
( 百万美元)

|                           | March<br>1990 | 12 月<br>1995 | 12 月<br>2000 | 12 月<br>2005 | 12 月<br>2010 | 12 月<br>2020 | 九月<br>2023 |
|---------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 所有发行人                     | 43 614        | 199 883      | 315 780      | 307 407      | 424 686      | 968 332      | 978 188    |
| 一般政府                      | 38 224        | 146 783      | 230 077      | 234 113      | 241 000      | 477 573      | 518 524    |
| 非金融<br>Corporations       | 2 192         | 26 765       | 54 565       | 48 534       | 106 343      | 355 255      | 334 962    |
| Financial<br>Corporations | 2 911         | 26 334       | 31 138       | 24 759       | 77 342       | 135 504      | 124 702    |
| 私人银行                      | 1 979         | 17 722       | 15 835       | 10 820       | 39 684       | 62 450       | 55 336     |
| 其他私人金融<br>机构              | 190           | 1 991        | 6 158        | 8 351        | 30 283       | 50 262       | 49 268     |
| 公共其他财务<br>机构              | 293           | 1 809        | 1 150        | 932          | 723          | 14 497       | 14 664     |
| 公共银行                      | 436           | 2 901        | 6 570        | 4 638        | 6 652        | 8 295        | 5 433      |

资料来源：国际清算银行(2024a)。

外币债务的上升自2000年代后期以来伴随着货币错配的加剧。外币计价的负债增加并未被外币兑换资产或收入的相应增加所匹配。<sup>16</sup> 非金融企业部门占货币错配的大部分。<sup>17</sup>

记录显示，在全球金融危机（2008-2009年）期间及之后，国际利率创下历史低位，并实施了量化宽松（QE）政策，这对推动外部债务和债务服务支付的增长起到了重要作用，影响了所有发展中国家和地区，部分地区甚至达到了创纪录的水平，导致这些国家对外融资需求出现了前所未有的上升（2010年至2020年间，对外融资需求达到2至5万亿美元）。

发展中国家利用发行外债（主要是美元计价债务）的成本相对较低的优势，尽管美元需求增加推高了其价值，从而增强了美联储作为全球中央银行的地位和影响力。这一过程得益于国际债券市场在全球新兴和发展中经济体融资来源中的日益重要性（2007年和2022年分别为全球流动性的35%和50%），超过了银行中介的跨境融资。与此同时，外国投资者愿意承担更大的风险，通过投资新兴市场经济体获得更高的回报。国际债券市场还被用于偿还以当地货币计价的现有债务义务，这表明存在庞氏融资结构的累积。

在疫情期间，短期资本的可用性增加给人一种虚假的安全感，尤其是在外围国家。一些主流经济学家错误地庆祝了私人金融市场对疫情的积极反应，而忽视了国际金融机构采取的弱化措施未能有效抵消其社会和经济影响。

COVID-19期间，债务流成为了发展中经济体的主要融资来源，远远超过了国际金融机构的资金流动。令人好奇的是，在这段时间内，短期流动并未如预期那样表现出顺周期行为。尽管活动收缩，其他金融流动，如外国直接投资下降，短期流入量却增加。这与全球金融危机期间短期金融流动的明显顺周期行为形成了鲜明对比。

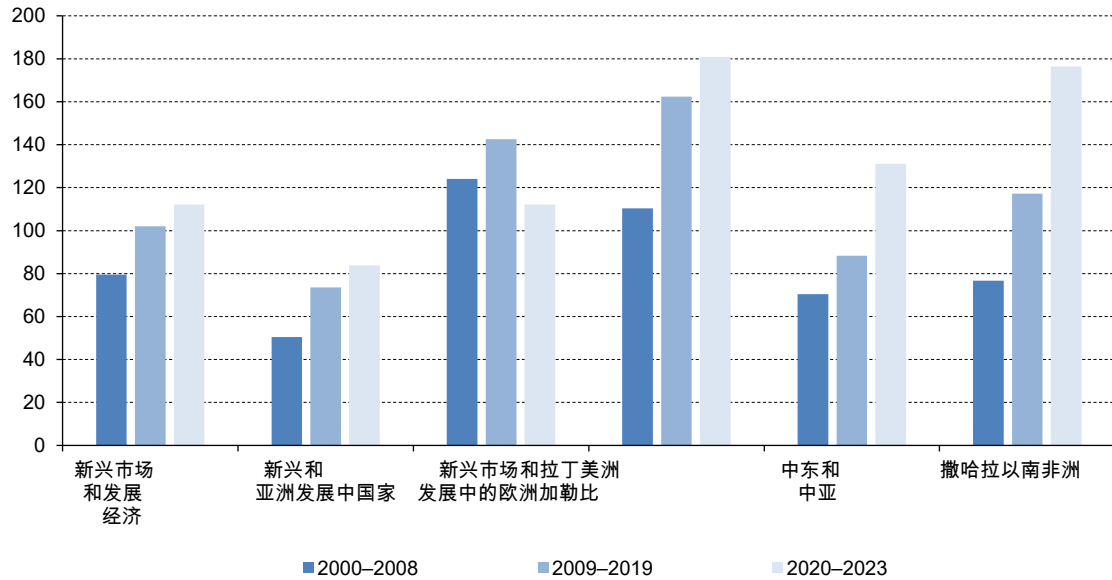
虽然投资组合流动提供了财务上的缓解和更大的政策空间，尤其是在资金紧张的国家，但这些流动却增加了所有发展地区外债水平，而这一趋势自全球金融危机（2008-2009年）以来一直在上升（见图3）。

---

<sup>16</sup> 见Chui等（2016，2018）；Borio（2019）；Carstens（2019）。需要注意的是，这种情况不仅限于拉丁美洲国家，也在大多数发展中国家普遍存在。

<sup>17</sup> 崔在艾尔（2018）。

图 3 2000 - 2023 年外债总额占货物和服务出口的百分比



资料来源：《世界经济展望》。国际货币基金组织(2023 年)。

这个过程与债券市场作为外部融资来源重要性上升相结合，增加了边缘国家对国际利率变化的暴露程度。总体而言，任何资产的价值 = ( ) 等于预期的净收益流 ( 折现率 ( 利率 ) 资本化后的结果 )，即  $P = \frac{N}{r} + C$ ，其中  $(N)$  代表净收益流， $(r)$  代表折现率 ( 利率 )， $(C)$  代表持有成本。

$$P = \frac{N}{r} + C \quad (1)$$

对于任何给定的一组预期，资产的价格会适应 rate ( )

( ) 理解式 (1) 的关键是资产的价格 ( )

+ ( ) ( )

(贴现率利率。这可以通过  $r_e$  看到 ( )

+ 。资产价格的变化使净收入流相互对齐，并与 - 安排公式(1)为， ( ) 与折扣成反比 ( )

在一个由精明且理性的消费者或代表代理组成的背景下，面对预期的利率变化，在资产的需求/供给方面进行调整。 ( )

“正常水平。”利率的正常水平是投资者对 ( ) ( ) - ( ) - 既定的机构投资者，而不是相对于其较高或

水平应在长期内维持。如果在时间  $t$  实际市场利率高于前者，投资者将预期前者在未来会向后者靠拢。

低于正常水平 ( ) (不久的将来，比如在时间  $t$ 。正式，) + 1

$t$  ( ) ( )

( ) ( )

$$( ) = ( ) \text{ and } > 0 \quad (3)$$

Where 是当时的预期利率吗 ( ) ( )

当资本获得收益时， ( ) 重要的是要记住，利率的小幅上涨很容易抹去任何 ( ) ( )

( ) + 1 ( ) + 1 和正常利率。

( ) 投资者预计债券会出现资本损失，当

( ) > 0

( ) ( ) ( )

( ) + 1 ( ) + 1 - ，他们期望

来自利息收入的增长。确实，利率只需增加其自身平方的程度即可几乎抵消利息收益，从而使资本损失占主导地位。

发展中国家的第二个脆弱性来源是汇率波动，这主要产生金融影响。短期内，出口和进口通常以外币计价，大多使用美元。这意味着出口可能对汇率波动不敏感。与此同时，以美元计价的进口在本币中表示时将随着汇率波动而变化。因此，名义汇率和实际汇率贬值不会改变出口，但会通过减少消费（因为以本币计算的进口商品和服务价格会上升）来限制总需求，并且如我们下面所示，最重要的是，会抑制投资。正如（BIS, 2019, p. 36）所解释的那样，汇率贬值的影响并不遵循传统的理论路径：

传统的贸易渠道基于出口价格会根据国家汇率变动进行调整的假设。然而，在短期内这可能并不成立。特别是在新兴市场经济体（EMEs）中，因为它们的贸易几乎完全以外国货币计价，主要为美元。如果发票价格在美元计价下较为粘性，本国货币相对于美元的汇率波动将影响进口，但在短期内对出口竞争力的影响甚微。相反，出口量将受到其他国家进口需求变化的影响。因此，多种货币普遍贬值相对于美元可能会甚至减少EMEs的出口量，因为需求将会收缩。<sup>18</sup>

从长期角度来看，关于实际汇率变化（以实际值表示）对进口和出口（以实际值表示）弹性效应的观点尚未达成共识。文献中一个重要的部分（支付平衡约束增长方法）表明，对于多种不同的国家和地区，在不同时间周期内，进口和出口（以实际值表示）的变化对实际汇率的变化并不敏感，其响应更多的是收入效应而非替代效应。<sup>19</sup>

正如明斯基（1986b，第10页）所解释的，汇率可以作为金融脆弱性的传导器：“同样的考虑因素（也适用于国内经济）”<sup>20</sup> 现金流必须支持资产价值的观点适用于国际债务。唯一的特殊之处在于，支持的现金流可能来源于以一种货币计价的收入，而付款则以另一种货币计价。墨西哥实体的美元计价收入可能需要兑换成美元以验证承诺。可用美元兑换比索的条件决定了是否能够履行承诺。联邦储备局在全球层面设定这些条件：正如Minsky（1983年，第2页）所解释的那样，“...联邦储备局是美元为单位的庞大债务体系中不可或缺的操作者.....”

汇率波动伴随着风险指数的变化，因此汇率贬值（升值）会导致发展中国家风险感知的增加（下降）。从2001年1月到2023年10月的可用证据表明，EMBI变动率与名义汇率变动率之间的相关系数显示出这一关系。

---

<sup>18</sup> Borio (2019)，第 36 页；另见 Alloway 和 Wiesenthal (2022)。

<sup>19</sup> 这是平衡支付约束方法在经济增长研究中的主要实证发现之一，这一方法验证了新凯恩斯经济学的核心理论原则。收入的变化提供了调整内部和外部经济条件的机制。对于给定的收入弹性比率，全球其他地区增长率的提高会导致出口超过进口，从而为总需求的扩张创造空间。随之而来的是收入的增加以及相应的进口增加，恢复了收支平衡。参见Thirlwall（1979, 2013）；McCombie 和 Thirlwall（1994）。

<sup>20</sup> 括号是由这个博客的作者插入的。

在阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁（以0.74、0.59、0.58、0.39、0.52和0.50为例）的情况下，汇率在1%的显著性水平下具有统计显著性。

证据还表明，在将时间段细分为2001-2009年和2010-2023年时，相关系数仍然显著。此外，除阿根廷外，在所有情况下，两个变量之间的统计关系在子时段2010-2023年相对于2001-2009年的时期更强，这可能表明全球金融危机及其对抗其影响的政策实施加强了这种关系（表4）。<sup>21</sup>

表4 基 emerge 市场债券指数 ( EMBI ) 变动率与名义汇率之间的简单相关系数

| 时间段       | 巴西     | 哥伦比亚   | 墨西哥    | Peru   | 智利     | 阿根廷    |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2001-2023 | 0.74** | 0.59** | 0.58** | 0.39*  | 0.52** | 0.50** |
| 2001-2009 | 0.71** | 0.43** | 0.51** | 0.35*  | 0.55** | 0.56** |
| 2010-2023 | 0.79** | 0.77** | 0.75** | 0.56** | 0.67** | 0.38*  |

资料来源: 佩雷斯·卡尔登蒂 (2024 年)。  
注意: 图3中正确的比例尺以基点为单位。相关系数的统计显著性是在基础上确定的。

的公式：
$$\rho = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$$
 其中 r 是简单相关系数，n 是观察次数。 follows a student - t  $\rho$  具有 n - 2 个自由度的分布。 \*\* 表示在 1% 的显著性水平上显著。

伴随着外部债务存量及其偿还额的增加，这在管理财政政策方面设定了限制并提高了外部借款的成本。

这些风险感知会被转移到生产领域，因为主权风险指数往往会决定企业风险指数的发展趋势。除了这一传导渠道外，还应考虑汇率波动对非金融企业和金融机构资产负债表的影响，因为这些企业的财务状况特征是外币负债往往未能完全通过外币资产进行套期保值。本币贬值会恶化那些外债累累企业的资产负债表。如果企业在不匹配的情况下决定购买外币以履行其外汇义务，对外汇的需求增加可能会加剧本币贬值。反过来，这可能会加剧资本外流并增加债务负担，从而强化向金融脆弱性的过渡。

这些漏洞在2021年 pandemic 后通胀加剧导致国际金融条件收紧时暴露出来。

货币政策的紧缩立场不仅影响了新兴市场的国际融资条件，也影响了国内融资条件。实证证据表明，美元指数与外国货币收益率的利差以及本地货币收益率的利差均相关。

外国投资者在当地债务市场获得的重要作用解释了这一程式化的事实。<sup>22</sup> 全球流动性条件通过名义汇率变化反映出来，影响持有当地货币证券的外国投资者的盈利能力。当地货币相对于美元贬值，当前或预期贬值意味着当前和预期的资本损失，这

<sup>21</sup> 见 P é rez Caldentey 和 Vernengo (2024)。

<sup>22</sup> 见 De Paula , Fritz & Prates (2024) 。

增加对外投资者持有当地货币证券的风险。这样，名义汇率的贬值对当地货币计价的证券市场风险条件产生了放大效应。大多数外围地区的中央银行干预能力有限，往往是市场跟随者。它们在国内债券市场干预的程度受限于当地货币预期贬值的程度以及国际利率设定的下限。它们在外汇市场干预的程度受限于国际储备的规模。



### 三、美元霸权及其对美国对外资产负债表的影响

美元作为主要的国际支付手段、价值储存手段和计价单位的霸权地位为美国带来了重要优势。其中一个主要优势是，美国可以发行并提供安全且流动性强的负债给全球其他国家，这些负债在一定程度上起到了抵御金融波动和汇率风险的保险作用。

外国政府持有7.4万亿美元的美国国库券，占总量的24%（表5）。美国债务的外国持有高度集中。其中，六个国家持有半数的债务，分别是日本（15.3%）、中国（11.9%）、英国（9.3%）、比利时（4.6%）、卢森堡（4.4%）和瑞士（4.0%）。

表 5 2023 年 1 月美国外债的主要持有者，单位为数十亿美元，占总额的百分比

| Country        | 美国外债(2023 年 1 月) | 占总数的百分比 |
|----------------|------------------|---------|
| Japan          | 1 104            | 15.3    |
| 中国             | 859              | 11.9    |
| United Kingdom | 668              | 9.3     |
| 比利时            | 331              | 4.6     |
| 卢森堡            | 318              | 4.4     |
| 瑞士             | 291              | 4.0     |
| 开曼群岛           | 285              | 4.0     |
| 加拿大            | 254              | 3.5     |
| 爱尔兰            | 253              | 3.5     |
| 台湾             | 235              | 3.3     |
| Total          | 4 599            | 63.7    |

资料来源：美国事实(2023 年)。

外国政府拥有 7.4 万亿美元的美国国库券，占总额的 24%。<sup>23</sup> 美国债务的外国所有权高度集中（表5）。一半的债务由六个国家拥有：日本、中国、英国、比利时、卢森堡和瑞士（分别为总债务的15.3%、11.9%、9.3%、4.6%、4.4%和4.0%）。

此外，证据表明外国对国债的需求倾向于降低其收益率。根据Beltram等（2013，第1138页）的研究：“外国官方机构对美国国库券和债券流入增加100亿美元，在短期内会使5年期收益率大约下降40至60个基点。然而，我们的协整分析显示，在长期内，当允许外国私人投资者对国外官方持有量变化的影响作出反应时，估计效果大约为每100亿美元下降20个基点。”其他研究也得出结论，国债的价格弹性需求约为-2。<sup>24</sup>

表 6 1980 - 2021 年发达国家和发展中国家以及美国的风险净头寸和估值效应

| 国家 / 国家分组                       | 1980-1990 | 1990-2000 | 2000-2010 | 2010-2021 |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 风险净头寸 ( 百分比) <sup>a</sup>       |           |           |           |           |
| 发达国家                            | 1.4       | 1.0       | 1.5       | 2.7       |
| 发展中国家                           | -3.9      | -8.0      | -26.9     | -28.1     |
| 美国                              | 6.8       | 14.8      | 16.7      | 16.0      |
| 估值效应 ( 占 GDP 的百分比) <sup>b</sup> |           |           |           |           |
| 发达国家                            | 0.44      | -0.21     | 0.77      | -1.88     |
| 发展中国家                           | -0.41     | 0.21      | -2.02     | -0.55     |
| 美国                              | 1.30      | 0.20      | 3.47      | 2.59      |
| 净国外资产头寸 ( 单位：十亿美元) <sup>c</sup> |           |           |           |           |
| 发达国家                            | -6 187    | -21 358   | -75 376   | -147 158  |
| 发展中国家                           | -394      | -907      | -169      | 722       |
| 美国                              | 1 400     | 4 334     | 13 180    | 24 703    |
| 国际储备 ( 单位：十亿美元)                 |           |           |           |           |
| 发展中国家                           | 870       | 1 923     | 7 146     | 19 686    |

资料来源：作者在 Milesi - Ferretti(2022) 的基础上；Gourinchas & Rey(2014)。

<sup>a</sup> 净风险头寸被定义为权益和直接投资资产总额与总资产之间的差额，减去权益和投资负债收入总额与总负债之间的差额。

<sup>b</sup> 估值效应使用公式计算 t 时刻的经常账户；= t 时刻的国内生产总值。=

<sup>c</sup> 净外资产位置等于外部资产和负债的总和。在发达国家的情况下， $\sum (V_t) - \sum (V_{t-1})$  其中 = 估值影响；= 时间 t 的净资产；1970 年至 2077 年之后变为正(2010 年除外)。

是否定的 =

同时，美国可以持有风险性的外国资产。这种“过度特权”使得美国能够在国际市场上以较低的成本发行债务，并在其对外资产负债表上获得超额回报。表6展示了发展中、发达国家以及美国的平均净风险性位置。

<sup>23</sup> 数据为 2023 年 1 月。  
<sup>24</sup> 另见 Gräb 等人(2019 年)。

发达国家和美国的平均净风险头寸 ( 1980-1990年间为1.4%和6.8%，2010-2021年间增加至2.7%和16.0% )。相反，发展中国家的净风险头寸在同一时期从-3.9%下降至-28.1%。

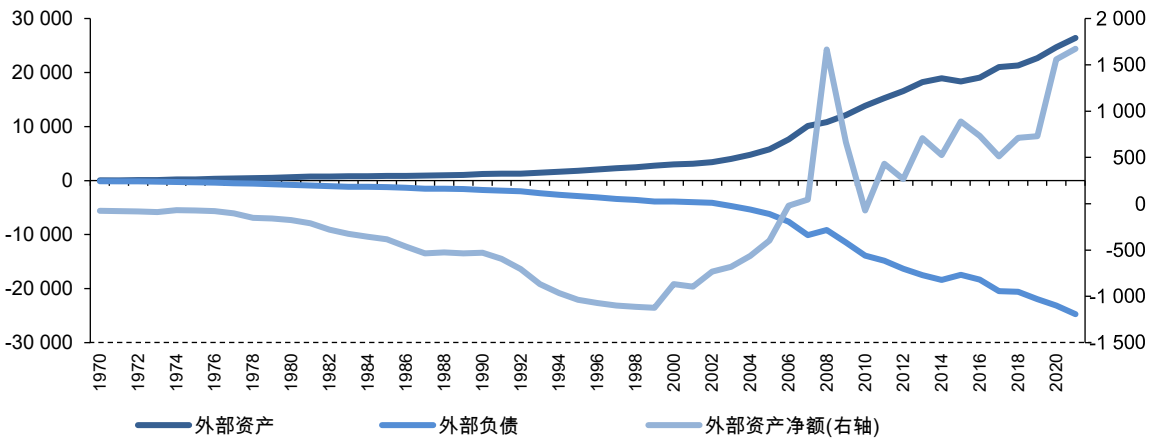
从美国的角度来看，持有风险资产并向世界其他地区提供安全资产能够在正常时期产生超额回报，并在危机时期遭受损失。总体而言，1980年至2021年期间的证据表明，这对美国产生了积极的价值评估效应 ( 表6 )。



## IV. 发展中国家外部资产负债表分析

发展中国家的情况有所不同。对这一群体国家的对外财务账户分析表明，自2000年初以来，发展中国家的对外资产和负债位置显著扩大（图4）。1970年至2021年的可用数据显示，1970-1980年间非居民的总金融债权（对外资产）平均为2670亿美元；1980-1990年间为8700亿美元；1990-2000年间为19330亿美元；2000-2010年间为71460亿美元；而2010-2020年间则为196860亿美元。

图 4 1970 - 2021 年发展中经济体对外资产和负债及对外净资产  
( 十亿美元)



来源：根据Milesi-Ferretti ( 2022 ) 的数据。注：净外部资产等于外部资产和外部负债之和。

在1970年至2006年期间，发展中国家的净外部资产位置为负。从2007年开始，这一位置变为正，并一直保持到2021年，仅在2010年例外。乍一看，这一现象可以被视为一种积极的发展。然而，将资产和负债的组成部分进行分解后显示，正的净外部位置隐藏了对发展中国家的重要脆弱性（表7）。此外，所有发展中国家的整体情况掩盖了发展中国家世界各地区之间的重要差异（表8）。这种情况也体现在外部净资产的构成上（表9）。

外部资产的扩张主要由国际储备积累驱动，其次是债务资产。在全球金融危机（2008-2009年）期间和疫情期间，发展中国家增加了国际储备积累（参见表7和表8）。持有国际储备可能代价高昂。

表 7 1970 - 2021 年按类别分列的外部净资产构成  
( 占总数的百分比)

| 类别        | 1970–1980 | 1980–1990 | 1990–2000 | 2000–2010 | 2010–2021 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Portfolio | 1.4       | 39.9      | 34.9      | -393.9    | -378.9    |
| FDI       | -62.2     | -67.5     | -73.0     | -78.3     | -83.8     |
| Debt      | -114.3    | -133.5    | -157.3    | -185.1    | -214.3    |
| 国际储备      | 179.3     | 205.2     | 226.0     | 245.8     | 265.2     |

来源：作者自己的，基于 Milesi - Ferretti(2022)。

表 8 1970 - 2021 年按发展中地区分列的外部净资产  
( 十亿美元)

| Region   | 1970–1980 | 1980–1990 | 1990–2000 | 2000–2010 | 2010–2021 |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 东亚和太平洋地区 | -32       | 49        | 578       | 2,840     | 6,688     |
| 欧洲和中亚    | 41        | -28       | -362      | -1 815    | -877      |
| 拉丁美洲和加勒比 | -78       | -278      | -580      | -1 146    | -2 967    |
| 中东和北非    | 67        | 304       | 377       | 1 088     | 3 111     |
| 北美       | 4         | -145      | -841      | -2 464    | -8 351    |
| 南亚       | -20       | -64       | -132      | -250      | -800      |
| 撒哈拉以南非洲  | -39       | -136      | -211      | -182      | -459      |

来源：作者自己的，基于 Milesi - Ferretti(2022)。

计算储备积累成本的一种方法是通过获取国内经济短期借贷所承担的私人成本与公有储备资产收益之间的差额（Khalek & Risz, 2023）。据此思路，新兴市场和发展中国家预防性国际储备的年度成本占GDP的比例可能从3%的差额为0.54%、5%的差额为0.89%、到7%的差额为1.25%。<sup>25</sup>

<sup>25</sup> 见Khalek & Risz (2023)，第11页，表2。该方法如下：作者们获取了新兴市场和发展中经济体在1990年至2015年间超额储备的估计值，即所有超过三个月进口量的国际储备，并使用了三个不同的区间，分别为3%、5%和7%。此外，作者们还使用了其他方法来确定新兴市场国家的超额储备水平。

**表 9 1970 - 2021 年按类别分列的外部净资产构成**  
( 单位 : 十亿美元 )

|           | 1970–1980 | 1980–1990 | 1990–2000 | 2000–2010 | 2010–2021 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Region    |           |           |           |           |           |
| Portfolio |           |           |           |           |           |
| 东亚和太平洋地区  | -8.1      | -52.4     | -211.1    | 592.7     | -207.6    |
| 欧洲和中亚     | 5.6       | 0.4       | -610.2    | 641.1     | -2 673.2  |
| 拉丁美洲和加勒比  | -0.7      | -0.7      | -60.4     | 727.9     | -1 585.4  |
| 中东和北非     | 4.6       | 54.6      | 170.7     | 773.6     | 1 282.9   |
| 南亚        | -0.1      | -0.4      | -9.2      | 793.0     | -409.9    |
| 撒哈拉以南非洲   | -2.0      | -1.5      | 1.0       | 835.1     | 93.3      |
| FDI       |           |           |           |           |           |
| 东亚和太平洋地区  | 13.5      | 118.7     | 629.8     | 872.1     | 6 903.1   |
| 欧洲和中亚     | 126.7     | 452.1     | 2 003.1   | 814.4     | 26 159.0  |
| 拉丁美洲和加勒比  | 3.0       | 14.1      | 87.1      | 265.0     | 2 862.1   |
| 中东和北非     | 0.4       | 4.9       | 16.4      | 246.6     | 592.4     |
| 南亚        | 0.1       | 0.3       | 1.2       | -26.4     | 150.1     |
| 撒哈拉以南非洲   | 2.9       | 11.5      | 23.7      | -30.4     | 468.6     |
| Debt      |           |           |           |           |           |
| 东亚和太平洋地区  | -44.2     | -52.9     | -61.8     | -69.3     | -73.3     |
| 欧洲和中亚     | -79.6     | -99.4     | -122.7    | -147.7    | -170.0    |
| 拉丁美洲和加勒比  | -61.3     | -73.7     | -88.6     | -109.2    | -129.9    |
| 中东和北非     | 38.9      | 55.6      | 75.5      | 95.8      | 117.3     |
| 南亚        | -21.1     | -23.5     | -26.2     | -29.3     | -32.4     |
| 撒哈拉以南非洲   | -28.5     | -35.6     | -43.6     | -52.4     | -61.5     |
| 国际储备      |           |           |           |           |           |
| 东亚和太平洋地区  | 36.3      | 41.9      | 46.8      | 52.0      | 58.7      |
| 欧洲和中亚     | 96.4      | 109.1     | 118.6     | 127.8     | 136.1     |
| 拉丁美洲和加勒比  | 20.9      | 23.9      | 25.9      | 27.7      | 30.1      |
| 中东和北非     | 36.4      | 42.0      | 47.5      | 51.8      | 54.8      |
| 南亚        | 3.9       | 4.4       | 4.8       | 5.4       | 6.0       |
| 撒哈拉以南非洲   | 6.6       | 7.1       | 7.3       | 7.5       | 7.6       |

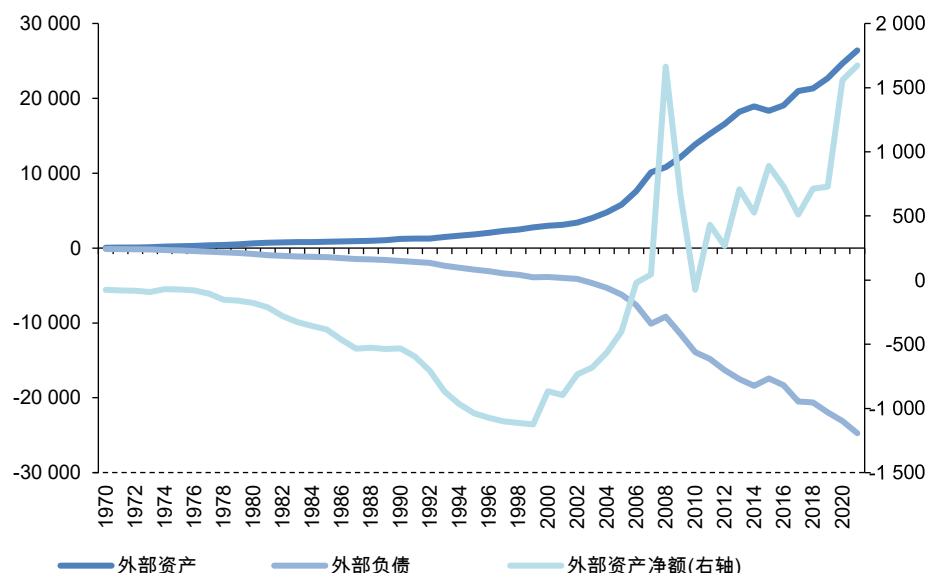
来源 : 作者自己的 , 基于 Milesi - Ferretti(2022) 。

外部负债的变化受报告经济体 ( FDI 负债和债务负债 ) 对外直接投资存量的影响。这些分别占 2002 年至 2021 年期间总外部负债的 43% 和 42% 。

Both 外资直接投资 ( FDI ) 和债务负债共同产生来自发展中国家向发达国家的收入流。外资直接投资收入流出影响国际收支的经常账户 , 而债务流出影响国际收支的金融账户。对于发展中国家而言 , 主要收入支付约占其国内生产总值 ( GDP ) 总和的 5% , 其中包括直接投资、证券投资和其他投资的付款。

外国直接投资负债通常被视为低风险负债。然而，这种观点往往忽视了一个事实：根据国际收支账户统计，外国投资不仅包括股权还包括公司间贷款。<sup>26</sup> 公司间贷款的美元价值增加，外国直接投资的份额也增加了。

**图 5 1970 - 2021 年外国直接投资和债务负债的演变**  
(单位：十亿美元)



来源：作者自己的，基于 Milesi - Ferretti(2022)。

尽管内部公司贷款被视为长期金融流动，但现有证据表明其动态更类似于短期投资组合流动。对于拉丁美洲和加勒比地区的案例，可用数据显示，2005年至2008年间，内部公司贷款占约18%，2010年至2014年间升至22%，2015年至2019年间进一步上升到24%。此外，大多数情况下存在统计显著的正向关联关系，即直接外国投资（FDI）债务流与投资组合流之间，以及负向关联关系，即直接外国投资（FDI）债务流与直接外国投资（FDI）股权之间，以及投资组合流与直接外国投资（FDI）股权之间。<sup>27</sup> 对短期流动性的依赖增加可能导致金融脆弱性和不稳定性，因为这些情况是由短期收益驱动的，而非长期经济发展的考量。

此外，公司间借贷的重要性增加与新兴市场企业附属公司的离岸发行国际债券显著增加相吻合。

<sup>26</sup> 考虑对外国公司股权的投资 *直接投资 (DI)* 当它赋予投资者对该企业管理层的控制权或显著程度的影响时。直接投资 (DI) 通常基于东道国企业与其外部直接投资者之间的一种战略性长期利益关系。按照惯例，确立长期利益的标准是由直接投资者持有至少10%的投票权来衡量。这种对企业的管理具有显著影响的程度 (Wacker, 2013)。  
基准为直接投资者提供了“与直接投资关系的企业称为附属企业或关联企业。此外，所有受同一直接投资者控制或影响的企业都被视为具有直接投资关系” (IMF, 2007, 第101页)。

<sup>27</sup> This is for the period 2000 - 2019. See De Camino, Pérez Caldentey, and Vera (2022).

发展经济企业。<sup>28</sup> 这可能表明后者扮演了金融替代品的角色。它们在国际资本市场发行债券，并将所得款项汇回位于本国的母公司。<sup>29</sup> 这可以解释外资直接投资负债与债务负债为何同步变化（图5）。

债务责任包括组合债务证券中的非居民金融负债（以及其它投资负债，其中包括但不限于贷款、存款和贸易信用）。组合债务负债在1994年至2006年间显著增加（从总债务负债的5.2%上升到22.6%），并在全球金融危机之后进一步增长（分别占总债务负债的22.1%和33.3%）。

向投资组合债务负债的转变使发展中国家更易受到国际金融条件变化的影响。对于1995年至2018年间49个国家的一组全球经济计量数据显示，联邦基金利率与信贷流动和债务证券之间存在反向关系。然而，当仅考虑债务证券时，这种影响往往更大。现有证据表明，利率上升25个基点会导致银行机构信贷流动减少80个基点。但对于金融和非金融企业而言，对于债务证券的影响更为显著，分别下降100和66个基点。

---

<sup>28</sup> 见，Avdjiev 等人 (2014 年)。

<sup>29</sup> 另见 Shin 和 Zhao(2013)。



## 五、结论

美元在作为交易媒介、价值储存手段和计价单位方面没有竞争对手。美元最强的属性在于其作为计价单位的功能。试图取代美元的举措非常谨慎且效果微乎其微。

美元的历史独特作用以及随之而来的 *事实上* 美元化在一定程度上可以解释为全球金融危机后金融体系结构发生变化的结果。

美元的过度特权范围超出了其净投资地位所获得的超额净回报。美国可以在危机时期大幅降低借贷成本，通过美元贬值改善其净外部地位，并将主权债务提高到任何其他国家都无法支持的水平。

美元的主导地位和全球金融体系的变化使得发展中国家在资产负债表的资产和负债两侧更加财务脆弱。国际储备持有成本较高。然而，发展中国家尚未能够设计出替代的缓冲库存机制。

外国投资负债并不一定意味着低风险。公司间贷款的重要性使得外国直接投资容易受到短期波动的影响。公司间贷款与国际资本市场作为资金来源的增长以及组合债务负债比例的增加有关，而后者对外部融资条件的变化极为敏感。



## 参考书目

Avdjiev, S., M. Chui y H. Song Shin (2014), “来自新兴市场经济体的非金融公司和资本流动”, *国际清算银行季度审查*, 12月。巴塞尔: 国际清算银行。Alloway, T. & Weisenthal, J. (2022) 转录: Hyun Song Shin 解释为什么此次美元冲击如此独特。11月2日。Andréadès, A. (1935), *英格兰银行史 (1640-1903)* 第三版 (伦敦: Staples Press)。Beltran, D, M Kretchmer, J Márquez and C Thomas (2013), 美国国债的外国持有与美国国债收益率。《*国际货币与金融杂志*》, 第32卷第1期, 页码1120-43。Berg A.和Borensztein E. (2000), 关于美元化的辩论。国际货币基金组织. 财政与发展。三月。Bertaut C., Von Beschwitz B., Curcuru C. S. (2021), 美国美元的国际角色。 *FEDS 注释* 2023年10月6日. <<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-20211006.html>>. BIS (2019), 债务统计. 巴塞尔: BIS. 巴塞尔: BIS. <<https://www.bis.org/>> (2024), 2023年9月底BIS全球流动性指标. Blackmon, D. (2023), 近期交易频现或预示石油美元衰落。 *福布斯*. 4月2日<sup>nd</sup>. <https://www.forbes.com/sites/davidblackmon/2023/04/02/a-spate-of-recent-deals-raises-chatter-of-a-fading-petrodollar/?sh=4df77cfa5964>. Borio, C. (2019), EMEs的货币政策框架: 通货膨胀目标制、汇率和金融稳定。 *国际清算银行年度经济报告* 2019年. 吉纳拉: 国际清算银行 (BIS) [在线]. 可从: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e2.pdf>. 卡斯特恩斯, A. (2019), 发展中国家的汇率与货币政策框架. 国际清算银行演讲. 2019年5月2日. 基乌, M.; 库鲁克, E. & 特纳, P. (2018), 杠杆率与货币错配: 发展中国家的非金融公司. *世界经济* 第1至19页. 网址: <http://wileyonlinelibrary.com/journal/TWEC>. (2016), 新兴市场中货币错配的新维度: 非金融公司。 *BIS 工作文件* 第550条. 德卡米诺, C., 帕雷斯卡登泰, E. & 维拉, C. (2023), 非金融企业作为金融机构及其宏观经济影响: 拉丁美洲实证分析. 在《*外汇约束与发展中经济体*》一书中第4章. 第71-98页. 萨默斯: 埃德温·埃尔加出版社。

德博拉 (佩拉), 路易斯·费尔南多; 弗里茨, 芭芭拉; 普拉特, 丹妮ela (2024), 从“原罪”到“原罪重演”: 新兴经济体中的货币层级与金融全球化 metamorphosis of external vulnerability from ‘original sin’ to ‘original sin redux’: currency hierarchy and financial globalization in emerging economies *国际政治经济学述评*, DOI: 10.1080 / 09692290.2020.2370340。Doepke, M. & Schneider, M. (2017), 货币作为账户单位。 *计量经济学* . 第85卷. 第5期. 第1537-1574页. 九月. Duffie, D. (2023), 全球对美元的依赖挑战及美国政策回应 斯坦福大学商学院 商学院研究生院 李斐 (D. Duffie) 与 Claire Nelson、Michael Fleming、Frank Keane、Or Shachar、Peter Van Tassel的合作研究 美国联邦储备银行纽约分行 五月会议 国际货币体系中的美元作用 Eichengreen, B. (2011), *过高的特权*。纽约: 牛津大学出版社。弗雷德 (2024), *经济研究* . 圣路易斯联邦储备银行. <<https://fred.stlouisfed.org/>>。Gourinchas, P.O. & Rey, H. (2014), “外部调整、全球失衡与估值效应”, *国际经济学手册*, 在: Gopinath, G. & Helpman, . & Rogoff, K. (编), *国际经济学手册*, 第1版, 卷4, 章节0, 页码585-645, Elsevier. Gopinath, G., Boz, E., Casas, C., Díez, F.J., Gourinchas, P.O., Plagborg-Møller, M. (2020), 主导货币范式. *美国经济评论* . 110(3): 677-719. Gräb, J., Kostka, Th. & Quint, D. (2019), 计量“超凡特权”——欧元国际角色增强的潜在益处. 巴黎: 经合组织. Green, R. (1992), 货币、产出和通胀的古典理论. 纽约: 圣马丁出版社. Hofman, B., Mehrtotra, A., & Sandri, D. (2022), 全球汇率调整: 驱动因素、影响及政策含义. 摘要. BIS通讯. 第62期. 11月1日. 国际货币基金组织 (2023a), 世界经济展望数据库. 十月. 华盛顿: 国际货币基金组织. Khalek, G. A. & Rizk, A. (2023), 新兴市场和发展中经济体储备积累的成本. *经济学与政治学评论*. <<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/REPS-12-2022-0108/full/html>>. Kolaczowski, M & White A. (2022), 为何油价对全球经济至关重要? 一位专家的解释. *世界经济论坛*. 2022年2月16日. <<https://www.weforum.org/agenda/2022/02/why-oil-prices-matter-to-global-economy-expert-explains/>> . Lane, P. R. & Milesi-Ferretti, G. M. (2006), 《国家外部财富II: 1970-2004年外国资产和负债的修订和扩展估计》, IMF工作论文, WP/06/69. Li, Y. (2024), 《美元仍占主导地位, 但去美元化不可阻挡》, *国际银行家*. 2<sup>nd</sup> 1月. 美元依然主导, 但去美元化不可阻挡 (internationalbanker.com)。梅耶, J. (2021), 《国际货币体系中美国的“超额特权”与“超额责任”: 对发展中国家的影响》。《世界经济评论》。157卷. 第927-964页. 麦科比, J. & 特里尔, A.P. (1994), 《经济增长与收支约束》。纽约: 麦克米伦. 米莱西-费雷蒂, G. M. (2022), “各国的外部财富数据库”, 布鲁金斯学会 (基于莱恩, 菲利普·R. 和 吉安·马里亚·米莱西-费雷蒂, 2018, 《全球经济危机后的外部财富再审视: 国际金融一体化》, 国际货币基金组织经济评论 66卷, 第189-222页)。米尼希, 伊曼纽尔·P. (博士) (1983), 《货币与最后贷款人》 (1985)。海曼·P·明斯基档案馆. 纸 31. [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/3](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/3). (1983年), 《货币政策与国际金融环境》 (1983年)。海曼·P·明斯基档案馆. 纸 377. <a href="http://digitalcommons.bard.edu/hm\_archive/377">Minsky, H. (1983). Mundell, R.A. (1997), Updating the Agenda for Monetary Union in Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments</a> 新的分析和政策发展 佩雷斯·卡德内耶 (Pérez Caldentey, E.) (2024), 《经济危机如何加强了美国美元的作用及其对发展中国家的影响》。载于阿布雷斯·阿鲁兹和西尔维·卡佩斯编著, 《中央银行、货币政策与美元化政治经济学》。华盛顿特区: 国际货币基金组织, 第29-48页。该论文将于2025年出版。

Pérez Caldentey, E. 和 Vernengo, M. (2024), 拉丁美洲和加勒比的金融驱动的商业周期, *国际经济 / 国际经济*, 威尼托商会手工业和农业商业 *cámara di commercio industriale artigianale agricola di genova*, 第77卷第1期, 页码5-36。奎斯佩-阿格诺利, M. (2002), 美元化的优势与成本。 *拉丁美洲研究小组*。研究部亚特兰大联邦储备银行。七月。为会议准备的文件” *美元化和拉丁美洲：快速治愈或不良药物* 拉丁美洲和加勒比中心、美洲峰会中心、佛罗里达国际大学于2002年3月4日发布的。” 朗戈诺·T. (2023), 金砖国家银行计划将本币借款比例提高至30%。彭博社。23<sup>rd</sup> 8月。 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-23/brics-bank-aims-to-increase-local-currency-borrowing-to-30>. Shin, H. S. & Zhao, L. Y. (2013), *公司作为代理中介：来自新兴经济体的证据*。Mimeo. C. Thirlwall, A. P. (1979), 国际收支约束作为国际增长率差异的解释。 *Banca Nazionale del Lavoro 季度评论*。128号, 45-53页。2013年, 开放发展中经济体的经济增长：结构与需求的作用。美国北安普顿：爱德华·埃尔加出版社。USA Facts (2023年), 哪些国家拥有最多的美国债务？2023年10月4日, <<https://usafacts.org/articles/which-countries-own-the-most-us-debt/>>。 *欧洲中央银行*。第 1614 / 11 月号系列工作文件。

---



UNITED NATIONS

系列

ECLAC

发展筹资

## 已发布的问题

完整的列表以及 pdf 文件可在 [www.eclac.org/publicaciones](http://www.eclac.org/publicaciones) 上获得

276. 发展中国家外部金融脆弱性分析，Esteban Pérez Caldentey ( LC/TS.2024/121 )，2024。
275. 金融包容性作为生产融入政策及其对公共政策的影响：经验教训，Esteban Pérez Caldentey ( LC/TS.2023/175 )，2024。
274. 影响投资回报的社会影响债券：协调与创新，Georgina Cipoletta Tomassian，Francisco G. Villarreal，Tarek Abdo ( LC/TS.2022/230 )，2023。
273. 特别提款权 ( SDR ) 研究及其在国际金融架构中的作用，Esteban Pérez Caldentey，Nicolás Cerón Moscoso，Juan Martín Ianni ( LC/TS.2022/187 )，2022。
272. 疫情背景下拉丁美洲和加勒比地区的开发银行融资，Georgina Cipoletta Tomassian，Tarek Abdo ( LC/TS.2021/165 )，2022。
271. 美国资产管理行业，Gerald Epstein ( LC/TS.2019/81 )，2019。
270. 合作社和生产性协会的金融包容性：对玻利维亚多民族国家中小企业的研究，Luis Arce Catacora ( LC/TS.2018/118 )，2018。
269. 对中小企业的开发银行融资及金融包容性研究：从阿根廷、哥伦比亚、哥斯达黎加和秘鲁案例出发，Matías Kulfas ( LC/TS.2018/109 )，2018。
268. 哥伦比亚和巴西的小型企业开发银行融资及金融包容性，Antonio Morfín Maciel ( LC/TS.2018/105 )，2018。
267. 金融包容性对拉丁美洲小型企业的生产性融入的影响：创新、决定因素和金融机构实践，João Carlos Ferraz 和 Luma Ramos ( LC/TS.2018/83 )，2018。
266. 中美洲和加勒比地区的开发融资：环境可持续发展资源动员 ( LC/TS.2017/110 )，2017。

## 发展筹资

### 已发布的问题：

276 发展中国家外部金融脆弱性分析

*Esteban Pérez Caldentey*

275 La Inclusión Financiera como política de inserción productiva e implicaciones para las políticas públicas

Lecciones aprendidas

*Esteban Pérez Caldentey*

274 Bonos de impacto

社会结果

*Georgina Cipoletta Tomassian, Francisco G. Villarreal y Tarek Abdo*

273 Un ensayo sobre los derechos especiales de giro (DEG) y su papel en la arquitectura financiera internacional

*Esteban Pérez Caldentey, Nicolás Cerón Moscoso y Juan Martín Ianni*