

# 全球智库半月谈

对美国贸易赤字的误解搅乱了经济政策辩论

中小微企业的工业政策

东非在美国石墨供应链中的潜在作用

埃及 2023-24 年经济危机——这次会不同吗？

管理汇率风险：新兴市场和低收入国家公债管理者的能力发展

本期编译

郭子怡

廖世伟

申劭婧

熊春婷

薛懿

（按姓氏拼音排序）

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

《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

<b>顾问</b>	张宇燕			
<b>首席专家</b>	张斌		姚枝仲	
<b>团队成员</b>	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

<b>组长</b>	张宇燕			
<b>召集人</b>	徐进		<b>协调人</b>	彭成义
<b>团队成员</b>	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：王琬婷 邮箱：[wangwanting@ucass.edu.cn](mailto:wangwanting@ucass.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

### 经济理论

#### 管理汇率风险：新兴市场和低收入国家公债管理者的能力发展 ..... 6

导读：本文介绍了发展中国家外汇风险管理的一些良好实践，并概述了管理主权债务组合货币风险的工具。采用明确确定外汇风险目标的债务管理战略是公共债务风险管理的一个关键要素。为此，公共债务管理者往往需要面对与公共债务对冲做法有关的复杂的战略和业务事项，包括衍生工具的使用。在此背景下，我们强调了主权债务组合中外汇风险管理的主要制度挑战，并讨论全面实施外汇风险管理战略。

#### 中小微企业的工业政策 ..... 21

导读：为促进经济增长和包容性，产业政策工具必须以微型、小型和中型企业为导向，以具有高生产力潜力的公司为目标并解决其增长制约因素。

### 世界热点

#### 东非在美国石墨供应链中的潜在作用 ..... 24

导读：中国对石墨实行出口管制，而石墨是生产电池和太阳能电池板等无碳技术的关键元素。马达加斯加、莫桑比克和坦桑尼亚作为美国的石墨供应国有许多优势。这三个国家都拥有大量的石墨资源，总部设在美国盟友的西方公司控制着他们的业务，以及公众对美国作为战略伙伴的态度并不消极。在这三个国家中，坦桑尼亚是政治上最稳定、受武装冲突或政权不稳定有关的政治风险影响最小的国家。但它也是一个相对较新的生产国，大规模生产的记录有限。美国的关键矿产采购政策是东非更多参与美国电动汽车供应链的绊脚石，需要修改该政策以促进非洲生产商更多地参与美国石墨供应链。

#### 埃及 2023-24 年经济危机——这次会不同吗？ ..... 34

导读：埃及历史上多次经历经济危机，常通过国际贷款暂时解决。2023-24 年，受新冠疫情、俄乌冲突和巴以冲突影响，埃及面临新的经济挑战。国际货币基金组织和其他国家为其提供了超过 500 亿美元的金融支持。埃及政府也采取了一系列措施稳定经济，包括货币贬值、提高利率、削减补贴和减少军事在经济中的作用。然而，埃及是否进行更深层次的改革以解决其反复出现的经济困难，还是会再次推迟改革、继续依赖国际援助，仍有待观察。

#### 对美国贸易赤字的误解搅乱了经济政策辩论 ..... 49

导读：本文主要研究美国贸易赤字的原因，并指出“将美国贸易赤字的根源归咎于国外因素”这一观点并不完全正确，作者认为尤其是 2002 至 2006 年期间，美国经常账户赤

字不断增加的现象是由两种驱动因素造成的：美国利率下降，特别是国内借贷限制放松导致金融环境更加宽松。

本期智库介绍 ..... 59

## 管理汇率风险：新兴市场和低收入国家公债管理者的能力发展

Thordur Jonasson, Sheheryar Malik, Kay Chung, and Michael G. Papaioannou /文 廖世伟/编译

导读：本文介绍了发展中国家外汇风险管理的一些良好实践，并概述了管理主权债务组合货币风险的工具。采用明确确定外汇风险目标的债务管理战略是公共债务风险管理的一个关键要素。为此，公共债务管理者往往需要面对与公共债务对冲做法有关的复杂的战略和业务事项，包括衍生工具的使用。在此背景下，我们强调了主权债务组合中外汇风险管理的主要制度挑战，并讨论全面实施外汇风险管理战略。编译如下：

### 执行摘要

从债务管理的角度来看，外汇风险来自以外汇计价的债务和未对冲的偿债成本。汇率通常是最不稳定的金融变量之一，其变动可能大大增加未偿债务的价值和偿债成本（以当地货币计算）。反过来，不稳定的偿债成本增加了预算结果的波动性，这可能增加经济的不确定性，并削弱经济对所遇风险的抵御能力。这削弱了金融稳定，并可能导致偿债成本的进一步冲击和更高的总体债务水平。为了减轻这种不利后果，公共债务管理办公室（DMO）需要积极评估主权债务组合中的外汇风险，并制定：（1）设想对现有主权债务风险进行适当对冲的战略；以及（2）较少依赖外汇计价工具的借款计划。这些战略应辅以发展本币政府债券市场（local-currency government bond market, LCBM）的综合措施。

能力发展经验表明，新兴市场与发展中经济体（包括低收入国家，以下简称 EMDE）的公共债务管理办公室（Debt Management Office, DMO）在风险管理能力方面存在巨大差距，在外汇和利率风险管理实践方面存在重大漏洞。我们展示了对新兴市场和低收入国家债务管理办公室的一项新颖调查的结果。约 80% 的答复者来自低收入国家，20% 的答复者来自新兴市场。调查发现，低收入国家和新兴市场货币管理机构参与复杂外汇风险管理的机构能力有限，只有 45% 的被调查者表示他们制定了外汇风险管理战略。它还发现，DMO 面临着不稳定的宏观经济环境，投资者基础薄弱而集中，金融基础设施薄弱，并且往往缺乏签订金融衍生产品合同的法律权力。然而，大多数答复者表示，他们希望发展能力，以便量化风险，并改善当地货币债务市场，以扩大融资选择，这将有助于使其 DMO 更有效地管理外汇风险。

基于（1）这些调查结果和（2）从能力发展参与中获得的国家外汇风险管理经验，我们制定了步骤，以指导发展中国家外汇风险管理的能力发展工作。从公共债务管理者的角度来看，可以使用各种策略和工具来管理新兴市场国家的主权债务和汇风险。套期保值计划的选择和可用工具的决策取决于个别

EMDE 的特定经济和金融状况。本文件概述了与公共债务对冲做法有关的主要战略和业务问题，包括互换和其他衍生工具的使用。此外，我们还讨论了主权债务组合中外汇风险管理的主要制度和能力发展挑战，以及外汇风险管理战略的全面实施。在这方面，强调了对衍生品交易进行良好治理和控制的必要性。

采用具有明确的外汇风险目标的债务管理战略是公共债务风险管理的一个关键要素。这种战略应以债务管理系统为基础，使当局能够以综合方式监测主权风险。从原则上讲，这一系统将能够系统和有效地查明、衡量和管理资产和负债期限以及外汇和利率风险方面的错配。

## 一、引言

自 20 世纪 50 年代以来，在期限、货币或利率构成方面结构不良的债务组合以及大量或有负债一直是诱发或传播许多国家主权债务危机的重要因素。例如，无论汇率制度如何，危机的发生往往是因为持续的巨额财政失衡，以及政府过分注重短期、浮动利率或外汇计价债务可能带来的成本节约。如果在经济增长缓慢或金融市场状况不稳定期间需要再融资，大量发行此类债务工具将使政府预算面临风险。这也会影响一个国家的信誉。

许多新兴市场国家主权债务组合的一个重要组成部分是外币债务。从公共债务管理的角度来看，外汇风险与汇率波动及其对外币债务的利息和汇率成本的影响有关。这是政府债务组合中必须妥善管理的主要市场风险之一。从历史上看，货币贬值增加了外币债务的本国货币等值，从而增加了受影响国家的偿债成本，1994 年墨西哥“龙舌兰”危机就说明了这一点。由于汇率通常是最不稳定的金融变量之一，其变动会大大增加未偿债务的价值和偿债成本。不稳定的偿债成本反过来又增加了政府支出的波动性，这可能导致经济的不确定性。

公债管理者在试图估计风险水平，特别是以本国货币计算的外债还本付息成本时，相当关注公债货币风险的衡量和管理。因此，对这一风险的准确了解有助于他们（1）评估汇率波动导致的偿债成本的潜在波动；（2）为偿债适当预算或有负债资金，从而有助于税务平滑；以及（3）从事包括衍生品交易在内的负债管理业务，以减轻与外汇有关的风险，并可能降低偿债成本。

总体而言，发展中经济体比发达经济体更容易受到外部冲击。这种冲击与债务管理有关。这些冲击包括贸易条件冲击，例如经济在收入或支出方面受到重大影响的价格变动所引起的冲击；资本流动受到冲击，特别是当国际金融市场风险意识恶化和出现潜在传染风险时；以及自然灾害，它们会迅速而剧烈地扰乱政府的中期宏观经济框架。有充分证据表明，汇率具有内在的波动性，因为会受到供需不对称冲击、宏观经济政策不利和多变，以及政治局势和制度变

革的不确定性。在这种情况下，许多新兴市场国家试图衡量外汇风险，并通过外汇风险管理尽可能消除外汇风险。

外汇风险管理是公共债务管理总体风险管理框架的一个关键要素。债务管理人员评估各种债务管理战略。在选择首选策略后，他们通常会分析各种发行策略（例如，外汇与本币债务、固定利率与浮动利率债务、短期与长期到期债务），这些策略允许为给定的财政赤字融资和进行负债管理操作，前提是一国的债务风险指标保持在预先指定的限制范围内。

每个债务发行策略和负债管理操作都根据其隐含的偿债成本及其对相关风险指标的影响进行评估。压力（情景）测试进一步确定各种债务风险因素（如汇率、利率）和基础宏观经济条件变化的影响，包括极端事件（例如，类似历史事件的风险因素的过度变动），相对债务成本和风险指标。基于这些策略对风险冲击的稳健性，债务经理对所考虑的策略进行排序。为了有效地对策略进行排序，应通过纳入各种风险因素发生变化的概率来支持这种方法。

此外，发展中经济体的外汇风险管理能力普遍较低。对大多数发展中经济体而言，平衡成本与风险往往仍是一个具有挑战性的目标。许多发展中经济体进入国内外资本市场的机会有限，债务管理者并不总是有机会从一系列选项中进行选择。相反，它们可能面临有限的、有时是有风险的融资来源。此外，发展中经济体的债务管理人在管理债务组合风险，包括外汇风险方面缺乏适当熟练的工作人员和技术设备，这是很正常的。

在实践中，发展中经济体的债务管理者通常遵循一套目标，旨在扩大其融资选择，从而限制其债务组合中的外汇风险。其中包括：（1）建立当地货币收益曲线，以便为官方和私营部门确定适当的风险价格；（2）展期；（3）设立基准发行，并在二级市场建立流动性；（4）通过吸引外国投资者或一类新的投资者，或通过为现有市场开发新的金融产品（如与通货膨胀挂钩的债券、零息债券），或开发货币风险市场，使国家的投资者基础多样化；（5）支持金融部门发展，促进金融稳定。他们还与货币当局协商，建立足够的外汇储备，以应对危机期间潜在的融资困难（无论是来自国内还是国外）。与此同时，发展中经济体的债务管理者也试图提高其机构和专业能力的效率，以加强债务组合风险管理的有效性。然而，这需要更长时间的持续努力。

本文的组织结构如下：第二部分从债务管理者和宏观财政的角度介绍了货币风险的定义和类型；第三节讨论外汇风险的管理，包括使用衍生工具的先决条件；第四节概述了 DMO 风险管理做法的调查结果；第五部分总结了本文的贡献以及外汇衍生工具在外汇风险管理中的进一步发展。

## 二、EMDE 外币公债的定义与特征

### 外汇风险度量的确定

从债务管理人的角度来看，外汇风险因素表现为汇率的波动性，而主权债务投资组合的汇率敞口程度取决于汇率变化的幅度。债务管理人可以通过改变其债务投资组合的构成来影响风险敞口，但他不能影响风险因素：汇率。从这种关系中，很容易观察到，风险因素转移到外汇风险中的越多，外汇风险敞口就越大。以下指标提供了对此风险敞口的衡量：

$$d_t^{fx} = \frac{D_t^{FX}}{D_t} = \frac{D_t^{FX}}{D_t^{DX} + D_t^{FX}} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}}{D_t^{DX} + \sum_{j=1}^m e_{t,j} D_{t,j}^{FX}},$$

其中  $d_t^{fx}$  为外币债务在债务组合中的份额； $D_t^{fx}$  为外币债务； $D_t$  为总债务； $D_t^{DX}$  为本币债务； $t, j, m, n$  是时间间隔； $e_{t,j}$  是汇率。

分析外汇负债与外汇储备在水平及货币组合方面的错配情况，亦可用以评估政府债务组合的外汇风险程度：

$$d_t^{fxr} = \frac{D_t^{fx}}{R_t} = \frac{FX_t}{R_t} = \frac{\sum_{j=1}^m e_{t,j} FX_{t,j}}{\sum_{h=1}^n e_{t,h} R_{t,h}},$$

式中  $d_t^{fxr} = D_t^{fx} / R_t$  为外币债务占外汇储备的比例， $R_t$  为外汇储备。请注意，对于任意  $h$  和  $j$ ，当  $e_{t,j} \neq e_{t,h}$  时，外汇储备的构成可能与外币债务的构成不同。

由于其债务组合中有很大大一部分以外汇计价的主权国家承担了相应的债务组合外汇风险敞口，它们通常会考虑对部分或全部此类头寸进行对冲。然而，鉴于汇率和利率之间的联动以及债券市场之间普遍存在的高度相关性，全面衡量汇率风险敞口通常并不是一件容易的事。除上述指标外，汇率风险还通过结合债务组合对汇率变化的敏感性和实现给定汇率变化的概率来衡量。

已发行主权国际债券的新兴市场和发展中经济体可能还需要关注到期结构，特别是如果它们进入外国资本市场和相对不发达的国内债务市场的渠道有限(如果有的话)。因此，它们可能需要更优先考虑再融资风险，即与高得多的利率或在为债券再融资时难以进入市场有关的风险。在适当情况下，还应将促进国内债务市场发展的政策列为政府的一项重要目标，许多国家已经这样做了。这一目标对于市场受到限制的国家尤其重要，因为至少在短期内，短期债务、浮动利率债务和外币债务可能是货币融资的唯一可行选择。

应当强调的是，并不提倡或建议优惠贷款提供者以某种特定方式安排其贷款（即在其贷款中包括衍生对冲，或以本国货币发放）。这显然是提供者的特权，由借款人决定是否承担相关的外汇风险。与其他外汇贷款一样，优惠贷款

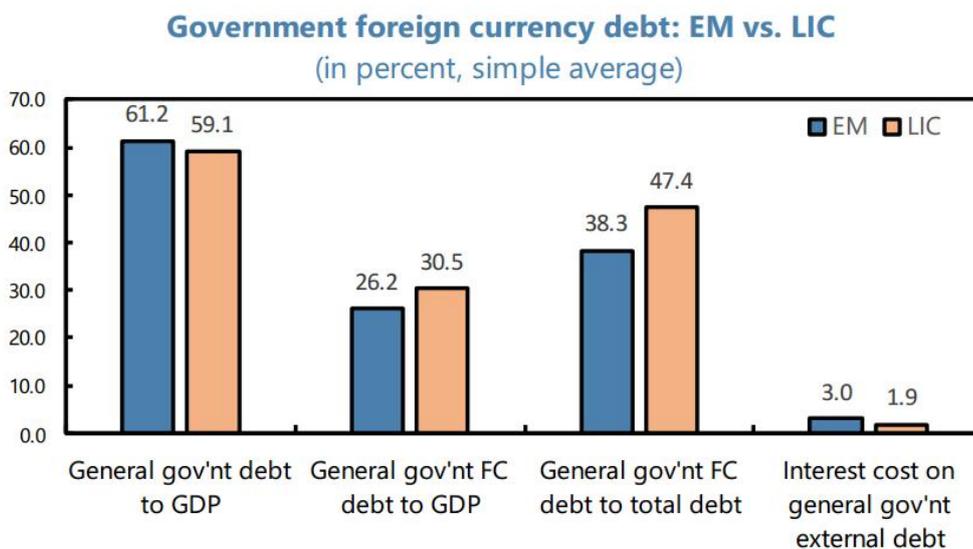
为借款国创造了外汇风险。因此，当局需要决定（1）是否对外币债务进行对冲，以及对外币债务的哪一部分进行对冲，以及（2）使用何种工具（包括衍生工具）来对冲此类风险。

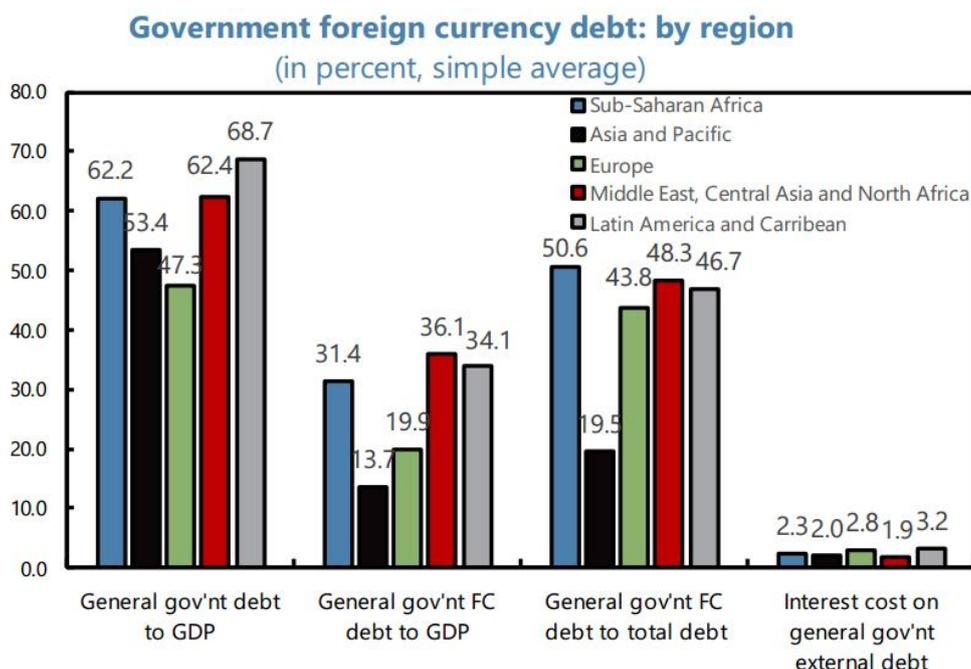
此外，政府应确定是否使用内部资源（知识渊博和训练有素的 DMO 工作人员）或外部顾问（外汇管理专家）来决定上述选项（1）和（2）。因此，如果政府决定依靠自己的 DMO，就应确保有足够的人员和机构能力来开展套期保值活动。特别是，在决定使用衍生工具之前，当局应仔细评估其是否完全具备建立对冲计划和控制使用衍生工具对冲货币风险所带来的风险的能力，包括交易对手、法律、流动性和运营风险。如果 DMO 不具备这种能力，国际金融机构和私营部门实体可以提供相关的技术援助。然而，根据过去的经验，开发这种专门知识，特别是在低收入国家，需要很长时间。另一方面，如果政府通过外部顾问来决定第(1)项和第(2)项，那么就应该有透明的标准和职权范围来选择这些外汇顾问。

### 新兴市场国家的公共债务外汇风险

从宏观财政角度来看，公共债务外汇风险的一个广泛使用的替代指标是以外汇发行或担保的主权债务存量占公共债务总额或国内生产总值的比例。图 1 描述了 2021 年底 EMDEs 的几个一般政府外币债务指标。按地区划分，低收入国家的外币债务份额高于新兴市场国家，撒哈拉以南非洲以及中东和北非地区在其债务组合中的外币债务份额较大。附件 4 详细列出了几个新兴市场和发展实体的外币债务存量的特征，以及它们的主权信用评级和各自的国内生产总值。

图 1 所示：2021 年底新兴市场 and 低收入国家一般政府外币债务指标





资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》数据库；世界银行国际债务统计。注：EM=新兴市场；LICs=低收入国家。

债务构成的跨国比较表明，投资组合结构并不统一，发展中国家的债务组合以官方部门外债为主。这反映在相对较高的外汇汇率风险水平上。然而，从宏观财政的角度来看，多边和双边贷款的一般较长的期限和摊销结构减轻了这一风险，而其期限和利率结构也有助于遏制再融资和再固定风险（专栏1）。对于大多数债务以优惠条件签订的低收入国家来说，比新兴市场国家更低的利息成本也有助于减轻宏观财政风险。

### 专栏 1. 特定发展中经济体的债务构成和债务管理实践方面

有效债务管理战略的一个关键目标是通过确定符合当局中期债务管理目标的债务工具组合（期限、货币和利率结构），帮助管理投资组合成本和风险。展期和摊销结构有助于减轻外债组合的汇率风险，而国内债务组合中可能存在脆弱性，因为现有债务工具的期限相对较短，通常会导致较高的再融资和再固定风险。总体而言，减让性借款和一些半减让性借款的低成本也有助于抵消商业和基于市场的借贷的普遍较高成本。

在货币基金组织和世界银行分析的发展中国家样本中，债务管理战略表现不佳一般与其质量和治理有关。虽然许多国家都有某种形式的战略，但往往没有公布，没有得到高级决策者的批准，也没有得到确保其定期编制、执行和更新的机构决策程序的支持。此外，大多数战略都没有对债务组合进行严格的成本风险分析。

	Average	Max	Min
<b>Level of debt</b>			
Outstanding debt/GDP (%)	39%	73%	13%
<b>Exchange rate risk</b>			
Foreign exchange debt/Total debt (%)	71%	94%	50%
<b>Refinancing risk</b>			
Average time to maturity (years)	11.0	17.5	6.0
Average time to maturity (domestic debt)	3.6	9.1	0.5
Average time to maturity (external debt)	13.5	20.0	6.6
Debt maturing in next 12 months (% of total debt)	15%	34%	2%
<b>Interest rate risk</b>			
Average time to re-fixing total debt (years)	10.3	15.3	4.0
Debt re-fixing in next 12 months (% of total debt)	23%	56%	3%
1/ Covers central government debt in countries that received joint Bank-Fund MTDS TA missions, including Armenia, Cape Verde, Côte d'Ivoire, Ethiopia, the Gambia, Ghana, Guatemala, Kenya, Kyrgyz Republic, Malawi, Moldova, Mongolia, Mozambique, Paraguay, Rwanda, Senegal and Tanzania. Data refer to the respective date of the last MTDS mission.			
Source: IMF-WB MTDS TA reports.			

总的来说，虽然法律框架、债务记录和与货币政策的协调等领域的表现仍然存在，但也发现了关键分析职能方面具有挑战性的缺陷：需要确定强有力的债务管理战略，需要评估对外借款的成本效益和优惠条件，需要改善现金流预测和现金管理。当债务组合的特征更加复杂时，这些弱点可能会变得更加严重，往往产生更不利的影响。

鉴于各国的借款选择可能发生变化，与外部借款有关的政策和程序方面的弱点尤其令人关切。此外，在抽样国家中，只有不到三分之一的国家达到了关于评估外部借款政策和程序的特别最低要求。所用指标的得分表明：（一）很少考虑最有利或最具成本效益的借款条款和条件；（二）普遍缺乏在外国市场借款的书面程序。

此外，业务和制度因素的弱点进一步加剧了国家分析能力的不足。随着借款工具范围的扩大，运营控制、业务连续性规划和员工责任方面的缺陷大大增加了总体风险。对债务管理政策、职能和绩效缺乏有效和独立的审计，破坏了问责制，而且随着借款选择的决策变得更加复杂，问题也越来越多。

详情请参见《帮助发展中国家应对公共债务管理挑战——国际货币基金组织与世界银行的能力建设伙伴关系》，网址：<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/030513.pdf>

### 三、主权债务组合的外汇风险管理

管理公共债务的外汇风险需要当局持续做出重大努力。要使整个债务组合风险管理框架运作起来，需要几个先决条件。本节概述了这些步骤，其中包括：建立债务管理政策框架和界定债务管理人的责任；鉴于债务组合的不同特点，

加强分析与其相关的成本和风险的能力；确保与中期宏观财政框架保持一致；以及定义对冲策略和风险管理框架。最后一个阶段是为衍生工具准备一个稳健的风险管理框架。建议定期进行压力测试，以评估投资组合对潜在经济和金融冲击的抵御能力。

### **建立债务管理政策框架和明确债务管理者的职责**

确定公债管理实体的职能和责任至关重要。这可能涉及（1）拟订中期债务管理战略，包括发展当地货币债券市场；（2）根据确定的战略编制年度借款计划；（3）处理所有借款、信贷安排和其他债务管理活动，以实现战略目标；（4）债务数据记录和其他债务管理活动；（5）编写关于政府债务和债务管理的报告和统计公报；（6）协助编制年度预算。

### **加强对不同情景下债务组合成本和风险的分析能力。**

国内债务和外债具有不同的特点，包括不同的货币面额、利率、投资者基础和偿还情况，使公共债务面临不同的未来风险和负债。应仔细评估和减轻债务结构中固有的风险。

在具备分析能力之后，可以根据明确和可衡量的债务管理目标，制定明确和正式的债务管理战略（附件 1）。正式的债务管理战略将包括对成本和风险的严格分析，以及债务组合可能如何随着时间的推移而演变。例如，如果预计融资需求总额的增长在中期内仍然很高，则利率和展期风险可能会提高，同时由于国内金融部门规模较小，可能会出现融资限制。因此，债务管理战略应当明确说明资金来源，可以是国外的，也可以是国内的（附件 2 和 3）。此外，应定期对债务组合进行压力测试，以评估其对国家可能面临的经济和金融冲击的抵御能力。

### **与中期财政框架的一致性**

债务管理战略应是整体宏观经济框架的一个组成部分，因为它对财政和货币政策都有影响。除了为执行债务管理战略制定准则外，还必须获得高级决策者的支持。为确保债务可持续性，需要密切协调审慎的财政政策以及债务管理和本币债券市场发展战略 (IMF and World Bank 2021; Bossu, Hillier, and Bergthaler 2020)。

### **确定套期保值策略**

在这一阶段，需要进一步分析市场约束条件，以评估套期保值成本和费用，并估计最优套期保值比率。如果政府或 DMO 决定继续（1）对冲部分或全部主权外汇风险，或（2）使用特定对冲工具，DMO 需要就将进行这些活动的金融实体做出另一个决定，特别是关于国内与外部机构和市场。这些决定还需要为每个进程规定适当的标准和职权范围。

### 设定衍生工具的风险管理框架

如果使用衍生工具来管理外汇风险，则应明确衍生工具的风险管理框架。这包括以下特征：（1）强大的法律基础；（2）充足的信息系统，以正确报告交易并连接到相关支付系统；（3）强大的现金管理流程，以处理抵押品的过账/收款；以及（4）详细的交易对手风险框架（例如，选择将与其签署 ISDA 的银行）。有关在主权债务组合中使用衍生工具的风险管理框架的更广泛的运营问题，请参见附件 IV。

### 四、DMO 风险管理实践调查结果

一项调查查明了新兴市场和经济体 DMO 在风险管理能力方面的差距，特别侧重于外汇和利率风险管理做法。30 个国家的债务管理当局（以及某些货币市场方面的货币当局）对调查做出了答复，其中 14 个国家在撒哈拉以南非洲，8 个在拉丁美洲，3 个在欧洲和中亚，3 个在亚洲和太平洋地区。本节介绍调查结果。约 80% 的受访者是低收入国家，20% 的受访者是新兴市场国家。

对低收入国家（LIC）债务管理办公室进行的另一项调查审查了当前的债务管理挑战，发现债务管理战略的制定和实施以及国内市场的发展得到了强调。该调查于 2022 年 5 月进行，发送给 69 个 LIC，回复率为 40%。

总体而言，调查揭示了局限性：在外汇风险管理方面，这些国家缺乏适当的制度基础设施，在使用衍生工具方面的经验有限，总体而言，其外汇风险管理技术有限。问题包括缺乏订立金融衍生品合同的法律权力、宏观经济状况不稳定、投资者基础薄弱且集中以及金融基础设施薄弱。然而，大多数国家(跨越不同地区和收入水平)认为发展风险量化能力和发展本币债务市场是提高 DMO 外汇风险管理有效性的非常重要的因素。其他值得注意的挑战领域是现金和债务管理的整合以及年度借款计划的执行。为了进一步发展，各国表示有兴趣普遍深化投资者基础，并支持地方债务市场的发展。

此外，结果还强调了业务环境。这包括资源不足和信息流动不充分，影响了有效的债务管理和资源配置，包括人员配备和实物/信息技术设备，以及围绕数据记录、监测和接收债务数据(包括来自政府其他部门)的制度安排。在脆弱和受冲突影响的国家以及小国和发展中国家，资源限制更为明显。

### 当前的风险管理实践

大多数作出答复的 DMO 表示，它们的法律给予它们法定权限：（1）发行债券（86%）；（2）开展债务管理业务（69%）；（3）订立金融衍生品合同（55%）。DMO 指出，它们编制了（1）债务管理战略（93%）；（2）风险概况分析（79%）；以及（3）货币风险管理战略（45%）。

### 外汇风险

大多数 DMO 表示，它们对外汇风险有明确的目标（58%），并根据其汇率预测进行短期（不到一年）或中期（3-5 年）压力测试。此外，大多数 DMO 在评估汇率波动的影响时，会考虑摊销和利息支付的当地货币价值以及公共债务存量。然而，接受调查的 DMO 中只有不到一半制定了货币风险管理战略。

### 利率风险

在调查中，约 43% 的 DMO 表示，它们评估了利率波动对利息支付的当地货币价值的影响，并进行了为期 1-3 年（42%）或 3-5 年（33%）的压力测试。

### 负债管理业务

作出答复的 DMO 中约有一半经历过改变国内和外部初级发行的构成。然而，只有约 20% 的受访者表示，他们进行了外债或内债回购或债务交换。这种做法并不频繁（三年内 1-3 次），其中三分之二聘请了法律和财务顾问进行债务回购操作。

### 衍生品的使用

这些国家在金融衍生品交易方面的经验有限。只有一对夫妇签订了货币或利率掉期合约，只有一人签订了期货或期权合约。少数国家制定了国际互换与衍生工具协会（International Swaps and Derivative Association，ISDA）协议、抵押协议或与使用金融衍生工具进行风险对冲相关的政策。

### 本币政府债券市场的发展

约三分之一的受访者表示，他们制定了评估和改善本币政府债券市场的战略，并需要在以下领域接受进一步培训

- 有利的宏观经济条件：为稳步降低利率和通货膨胀创造良好条件。
- 货币市场：增加短期工具交易，发展回购市场。
- 一级市场：发展有深度和流动性的市场，发展可预测和稳定的融资来源，延长期限和建立基准收益率曲线，增加长期投资者的参与，以及发展一级交易商系统。
- 二级市场：增加流动性和交易。
- 投资者基础：进一步将投资者基础从保险公司、养老基金和散户投资者多元化；吸引更多外国投资者投资本币证券；以及放宽进入国际资本市场的机会。
- 金融市场基础设施：建立现代交易平台，改善中央银行、监管机构和监督机构之间的协调。

- 法律框架：建立一个涵盖债务操作、公共财政管理和债务政策的法律框架。

### 债务管理战略

在制定债务管理战略和执行借款计划方面，70%以上的答复者强调现金和债务管理一体化是主要挑战。与此密切相关的是，制定和执行年度借款计划，并传达债务管理战略。

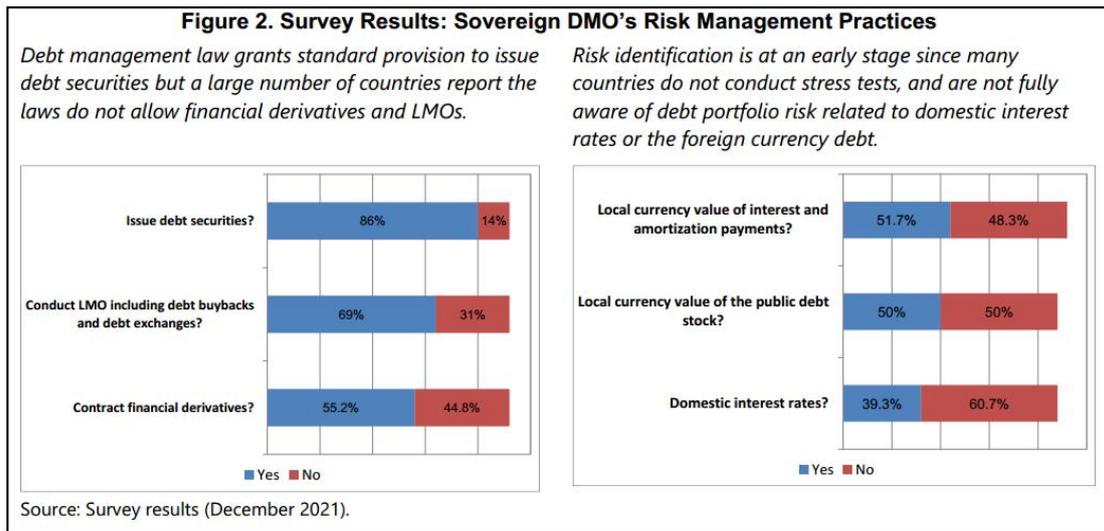
### DMO 专业人员简介和资源

约三分之一的答复者报告说，DMO 有专门负责风险管理或法律问题的高级工作人员（1 至 3 名工作人员），但一般认为能力有限。就债务管理的运作环境而言，还强调了缺乏资源和信息流动不足的问题。资源不仅包括工作人员，还包括有形/信息技术设备以及围绕数据记录、监测和接收债务数据（包括来自政府其他部门的数据）的制度安排，这些都是有效债务管理的主要障碍。

资源制约在脆弱和受冲突影响的国家以及小国和发展中国家更为明显。

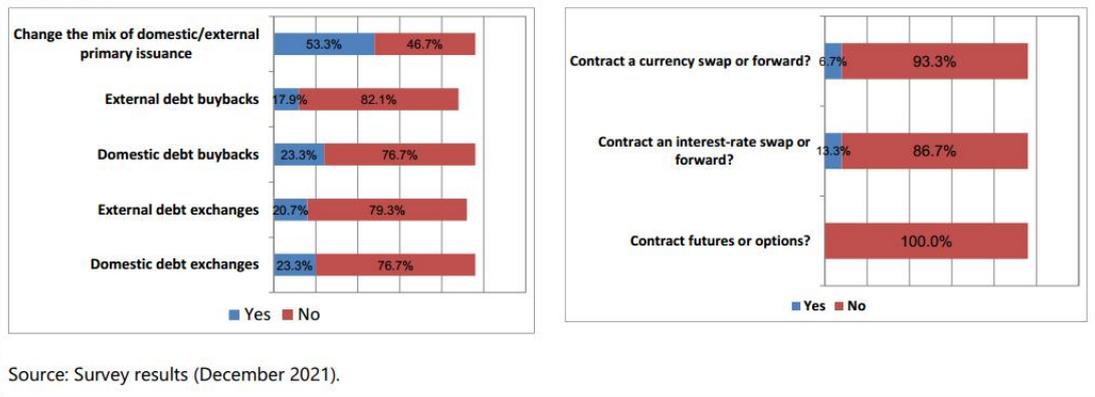
图 2 和图 3 提供了主权债务管理组织在风险管理实践方面的详细调查结果。

图 2：调查结果：主权 DMO 的风险管理实践



Debt management is passive with little use of transactions that can manage foreign currency risk and upcoming maturities as few countries implemented such transactions ...

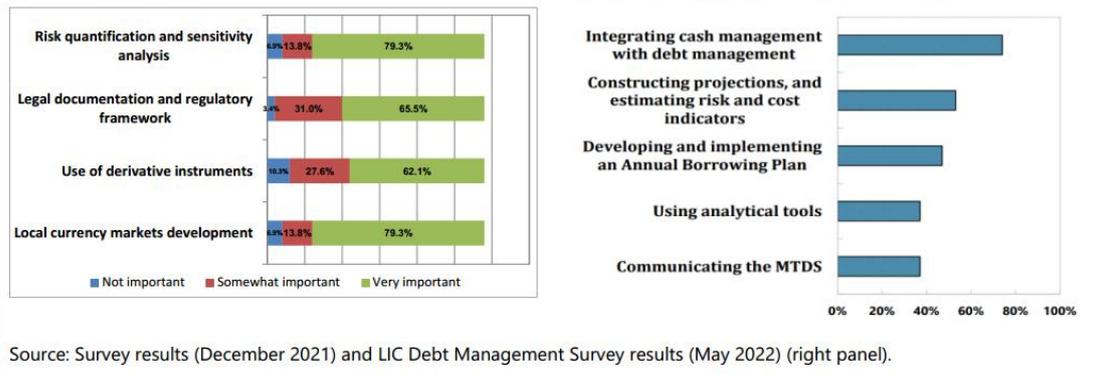
...and even fewer countries used derivatives such as swaps, forwards, interest rate swaps, futures and options during 2019-2021.



Source: Survey results (December 2021).

Countries express a strong need for additional capacity development across the board, particularly for risk quantification, sensitivity analysis and local currency bond market development...

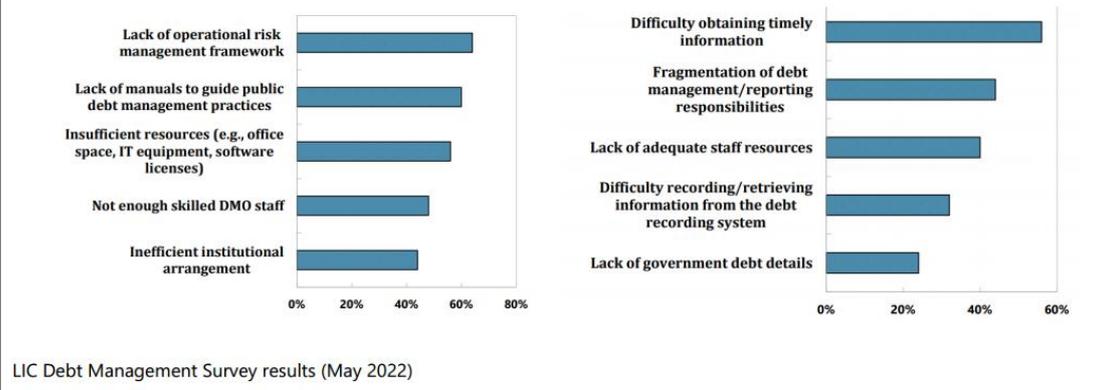
...however, there appear to be fundamental gaps in formulating and implementing a debt management strategy that provides the basis for using risk management instruments, such as derivatives.



Source: Survey results (December 2021) and LIC Debt Management Survey results (May 2022) (right panel).

When asked about the obstacle's debt managers indicate an overall need to strengthen the institutional framework for debt management, risk frameworks, staffing and IT...

...manifesting across a range of areas that undermine effective debt management, including obtaining information on disbursement and new transactions, recording debt, and limited ability to operate the debt management system.



LIC Debt Management Survey results (May 2022)

### 能力发展优先次序

公共债务管理方面的能力发展可以在帮助低收入国家减轻债务脆弱性方面发挥重要作用。最佳做法表明，做到这一点的方法是制定和执行债务管理战略，

并识别和监测与债务构成(利率、货币和展期风险)相关的债务相关财政风险。因此，有效的债务管理是低收入国家一整套审慎宏观经济政策的重要组成部分，这些政策旨在保障债务可持续性，减少经济和金融波动，支持可持续的金融部门发展，从而支持总体增长和发展。

无效的债务管理会产生巨大的财政成本，使国家过度暴露于不断变化的市场条件，并削弱危机防范能力。债务管理能力发展旨在支持低收入国家努力设计和实施管理其债务组合的有效战略，并提供有效的债务管理业务。

有效的公共债务管理依赖于一系列有利条件。为简单起见，可将这些条件分为四个不同但相互加强的方面，它们为制定和实施有效的债务管理奠定了基础：治理、资源、信息和政策（专栏 2）。

### 专栏 2：掌握公共债务管理

有效债务管理的主要有利条件：

**治理：**健全的主权债务管理始于充分的法律和制度安排以及符合最佳做法的债务管理活动授权。一项全面的公共债务管理法，明确规定责任，包括报告要求，对于为债务管理处提供有效运作的法律和制度结构至关重要。

**资源：**债务管理处需要有足够的人力和物质资本才能有效地发挥其作用。分配给公共债务管理的资源应与当前(和预期)债务组合的性质和复杂性相称。

**信息：**债务管理处要有效地完成其任务，就必须不断取得所有有关的数据和资料。这可能包括从政府的多个部门收集数据，因此债务管理机构是否有权要求提供这些信息至关重要。同样，它必须具有有效记录和管理债务数据的必要能力。

**政策：**债务政策应通过与财政和货币当局的适当协调机制，确保与总体宏观经济框架保持一致。此外，债务管理政策应得到最高层政府和立法机构的支持和批准。

**资料来源：**IMF (International Monetary Fund). 2022. 《2022 年低收入国家的宏观经济发展与前景》，国际货币基金组织，华盛顿特区。

实施债务管理战略是需要能力发展增加的一个领域。近年来，基金债务管理更加注重通过使用新的联合基金-银行年度借款计划工具（Annual Borrowing Plan Tool，APBT），将已公布的债务战略转化为可实施的计划。ABPT 还关注到现金管理方面的综合考虑。良好的现金管理制度为政府提供了若干利益，包括及时支付款项；降低短期借贷成本；以及避免支出拖欠。

关于货币风险管理，各国将技术援助的优先事项按以下顺序排列：（1）风险量化和压力测试；（2）当地货币债务市场发展；（3）法律和监管框架；（4）衍生工具的使用。

## 五、结语

本文研究表明，新兴市场国家和地方政府债务组合的外汇风险显著，其主权债务组合的外汇风险敞口需要度量和和管理。用于管理外币债务组合风险的策略通常是主权国家整体债务管理策略的一部分。在发展有效的外汇风险管理时，DMO 往往面临与制度、业务和分析障碍有关的挑战。最近对新兴市场和发展实体 DMO 外汇管理做法的调查结果表明，不到一半的答复者，特别是当地和土著社区，积极评估和规避外汇风险。在这种情况下，DMO 必须立即解决可能的能力发展制约因素，特别是在雇用知识渊博的人员、建立有利的制度框架、获取适当的数据和进行相关分析方面。只有这样，债务管理办公室才有信心能够准确评估债务组合的外汇风险，并制定适当的外汇风险管理策略。特别是，涉及积极使用外汇衍生工具的战略需要由已证明有能力理解和管理这些工具的 DMO 来执行。在发展出处理外汇衍生工具的适当能力之前，DMO 应集中于传统的外汇风险管理战略和工具（另见本节最后一段）。

一旦建立了适当的 DMO 能力，新兴市场和发展中国家的公共债务管理者就可以利用外汇衍生工具来实现最佳的债务组合构成（管理外汇风险）或降低融资成本（降低借贷成本）。例如，货币互换可用于将新债务的货币面值转换为目标货币，以获得成本较低的外汇融资，同时保持对已签订合同债务的还本付息和还款义务的外汇风险敞口进行对冲。特别是，当一个国家能够以与其外汇应收款的货币或其外汇储备的货币状况不密切相关的外汇筹集资金时，可能会出现这种情况。

此外，汇率衍生工具可用于改变现有债务组合的货币构成，以尽可能低的成本获得所需的货币风险。这将需要参与衍生品交易，以覆盖潜在不利货币变动（例如，基于 DMO 对外汇汇率的战术观点）所带来的债务支付的汇率风险。通常，外汇衍生工具可在批准的限额内使用。此外，当利率衍生工具缺乏流动性或期限较短（由于基础国库券和债券市场不发达）时，货币衍生工具可用于对冲利率风险。

在公共债务管理中采用的交叉货币互换定价中，抵押品（通常用于降低信用风险）使其估值复杂化。此外，抵押品规模相对较大，对使用此类衍生工具的成本效益产生了不利影响，尤其是对评级较低的主权国家而言。然而，货币互换的交易成本通常低于债务回购和债务互换的交易成本，尽管互换利率往往随着债务水平的增加而增加。此外，在债务汇率风险管理中使用的按市值计价的衍生工具估值——国际会计准则要求所有衍生工具交易按市值计价（并记录为资产负债表项目）——使得评估衍生工具的风险管理有效性变得更加困难。

应当强调的是，许多新兴市场，特别是发展中经济体，可能无法利用外汇衍生工具管理其公共债务组合，因为：（1）它们缺乏衍生工具的 DMO 的专门知识，（2）这些工具在国内市场相对较少，或（3）进入全球衍生工具市场的成本很高——主要是由于信用评级不充分或信用评级低。在这种情况下，如果可行，应通过债务回购或债务互换，或通过以目标货币签订新的债务合同，达到所需的货币风险敞口。当然，这比使用衍生品来获得所需的债务货币敞口需要更长的时间。最后，为了使发展中经济体的 DMO 更好地了解使用衍生品对其公债的货币风险进行套期保值所涉及的利益和风险，并能够处理衍生品交易，应当做出广泛一致的努力，以提高其内部能力(即人员和机构能力)，包括通过接受来自国际金融机构和私营实体的专门技术援助。

---

本文原题为“Managing Foreign Exchange Rate Risk: Capacity Development for Public Debt Managers in Emerging Market and Low-Income Countries”。本文作者 Thordur Jonasson 是 IMF 货币与资本市场部债务资本市场处的副处长。本文于 2024 年 8 月刊于 IMF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 中小微企业的工业政策

Dani Rodrik & Rohan Sandhu/文 申劲婧 / 编译

导读：为促进经济增长和包容性，产业政策工具必须以微型、小型和中型企业为导向，以具有高生产力潜力的公司为目标并解决其增长制约因素。编译如下：

### 通过关注企业创造就业机会

如果要玩单词联想游戏，很有可能“工作”后面会跟着“工人”。就政策而言，这将不可避免地涉及工人技能培训和学徒计划等产业干预措施。尽管这些计划很重要——特别是对劳动力市场中介和全面服务来说——但有证据表明，只关注劳动力市场供应方的干预措施对就业和收入的影响有限，而且一般成本都比较高（Carranza & McKenzie, 2024; Blattman & Ralston, 2015）。在继续以工人需求为中心的同时，我们需要重新集中精力创造就业机会。因此，接在“工作”后更合适的词汇联想是“企业”——特别是占全球就业 70% 以上的微型、小型和中型企业（MSME）（国际劳工组织，2022）。

### 发展中国家的微型、小型和中型企业

微型、小型和中型企业面临着各种制约因素——从其内部组织动态（如领导和管理、技术投入和金融投资）到外部环境因素（包括市场准入、网络、监管和基础设施）。它们的生产率通常只是大公司的一小部分。然而，重要的是，“中小微企业”这个词包含的企业多种多样（Diao 等，2019），既包括由于缺乏外部就业机会才存在的个体户和微型企业同时也，还包括大卫·伯奇所称的“瞪羚”（gazelles），即对就业增长的贡献最大的高增长年轻企业。

从经济发展的角度来看，这类公司也越来越重要。新兴经济体（如哥伦比亚）与美国的发展差异可能很大程度上在于缺乏这种高增长的企业，以及小规模非生产性公司生存的可能性（Eslava 等，2019）。因此，出于包容性和生产力的考虑，产业政策工具必须面向中小微企业。这里的想法并不是向所有中小微企业提供全面补贴。相反，提高中小微企业生产力的政策应首先确定和瞄准具有生产力潜力的企业，然后提供定制化支持，以解决其增长限制。在一篇新的论文中，我们提供了这种机制不同类型的分类标准和说明（Rodrik & Sandhu, 2024）。

### 政策制定者如何识别具有潜在生产力的企业？

筛选中小微企业的一种方法是通过商业计划竞赛，允许企业通过应用程序进行自我选择。例如尼日利亚的青年创新企业方案（YouWin!）提出了一个多阶段流程，包括最初的申请、培训、详细的业务计划以及评估和选择。成功的申请者有资格获得最多 1000 万奈拉（按当时汇率约合 64000 美元）的赠款，具

体数额取决于他们的商业计划，并需要开展一些具体活动。获奖者还接受了当地专家一对一的指导，以及关于商业规划、运营、财务和沟通等主题的训练营课程。对该计划的评估显示，它既能够吸引经常投资创新企业的企业家，又对企业创业率、就业率、利润和现有企业的生存产生了显著的积极影响（McKenzie, 2017）。

另一个针对中小微企业的机制是通过与大型现有企业合作并支持其供应链。智利有由矿业公司巨头之一的必和必拓（BHP-Billiton）实施，随后由国有的智利国家石油公司（Code1co）接手的世界级供应商计划，旨在扩大当地供应商在采矿业的创新能力。这些大公司定义了具体的技术和运营挑战，选择有兴趣和能力解决这些问题的供应商，然后与这些供应商合作开发解决方案，提供管理、技术和财务支持。评估发现，该方案具有高度选择性，迄今 6000 多个供应商中只有 100 个被选为参与者。与典型企业相比，那些被选中的企业往往是技能密集型和出口导向型企业（Navarro, 2018）。

### 政策如何支持小企业成长？

虽然世界级供应商计划在试行技术解决方案方面取得了成功，但其规模和国际化程度受到了更多系统性障碍和协同挑战的限制。这突出了政府和政策的作用。中国的产业政策框架是一个将许多基于竞争和伙伴关系的元素结合在一起的大规模战略，它把高科技中小企业划分为四种类型：创新型、专业型、“小巨人”和制造业冠军。随着时间的推移，企业有机会从前者升级到后者，该战略的最终目标是培育一个具有国际竞争力的中小企业联盟。这是一个持续的基于竞争的过程——即使被官方划定为某种类型，企业也必须继续竞争以保持地位，涉及国家和地方层面的多层次评估和培养（Brown 等，2023）。一旦企业被选中，他们就会得到一整套包括补贴、研发、融资和指导在内的支持。该方案还吸引了国家和地方银行和金融机构的参与，以及作为客户和导师的大公司，还有一些大学和研究机构。

这一雄心勃勃的政策实施当然是由非常复杂的国家能力支撑的，包括中国省级机构、地方自治、实验和迭代的力量。创新型和专业型中小企业类别都是在省级层面确定的。虽然这种能力并非世界各地都有，但国家能力是一种随着运用而发展的力量。我们的其他例子表明，这一更全面的中小微企业支持战略的原则可以在不同规模，以及更明确和有时限的方案中进行调整。非政府的相关方也可以发挥关键作用。

### 政府作为风险投资家？

这些方法（无论大小）的共同之处在于，它们促使我们从企业生产率约束的角度来考虑中小微企业支持政策。但更重要的是，他们呼吁政府扮演加速器

或风险投资家的角色，既要识别高潜力企业，又要为它们提供成长所需的支持。这一加速器框架也是一个有益的提醒，即我们要在投资组合层面，而不是在单个投资层面评估产业政策的成败。

---

本文原题为“Industrial Policy for Micro-, Small- and Medium-sized Enterprises”，本文作者 Dani Rodrik 是哈佛大学福特基金会的教授和 CEPR 研究员，Rohan Sandhu 是哈佛肯尼迪学院“重塑经济”倡议的发起者。本文于 2024 年 8 月 2 日发表于 VoxDev 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 东非在美国石墨供应链中的潜在作用

Cullen S. Hendrix/文 薛懿/编译

导读：中国对石墨实行出口管制，而石墨是生产电池和太阳能电池板等无碳技术的关键元素。马达加斯加、莫桑比克和坦桑尼亚作为美国的石墨供应国有许多优势。这三个国家都拥有大量的石墨资源，总部设在美国盟友的西方公司控制着他们的业务，以及公众对美国作为战略伙伴的态度并不消极。在这三个国家中，坦桑尼亚是政治上最稳定、受武装冲突或政权不稳定有关的政治风险影响最小的国家。但它也是一个相对较新的生产国，大规模生产的记录有限。美国的关键矿产采购政策是东非更多参与美国电动汽车供应链的绊脚石，需要修改该政策以促进非洲生产商更多地参与美国石墨供应链。编译如下：

美国和中国之间的绿色科技贸易战始于美国的半导体出口管制，现在其他领域也感受到了这场贸易战的影响。2023年12月，中国对石墨实行出口管制，石墨是生产电池和太阳能电池板等无碳技术的关键元素。其影响立竿见影：中国对世界其他地区的石墨出口量在一个月内下降了93%（按数量计算）。对美国和日本出口降至零，而日本正在与美国合作实施半导体制管。

尽管中国是最大的生产者，但并不是唯一的石墨生产国。本政策简报评估了三个撒哈拉以南非洲国家——马达加斯加、莫桑比克和坦桑尼亚——向美国市场稳定供应天然石墨的前景，同时考虑了这三个国家的国内因素和美国根据《通货膨胀削减法案》（Inflation Reduction Act, IRA）制定的政策。这些国家拥有充足的石墨资源以及总部设在西方盟国的运营商。问题是，马达加斯加和莫桑比克存在与治理相关的重大挑战，将东非石墨纳入美国电动汽车（electric vehicle, EV）供应链方面也存在一些国内挑战。美国的关键矿产采购政策将需要修改，以促进非洲生产商更多地参与美国石墨供应链。

随着《通货膨胀削减法案》对石墨和其他电池矿物采购要求的最终指南发布，美国承认了这样一个事实：渴望建立一个“美国制造”的电池矿物供应链是一回事；在短期内创建它是另一回事，特别是考虑到采矿业的交货期很长，而美国国内储量不足。放宽的采购规则将允许美国汽车制造商继续从中国采购石墨直到2027年（由于中国被指定为外国关注实体，自2024年1月1日起禁止从中国采购石墨）。

在美国和日本的买家通过漫长的程序从中国政府获得出口许可证后，一些石墨出口可能会恢复。但美国对中国石墨的依赖造成了供应链的脆弱性，并影响美国实现净零排放的目标。

石墨是净零能源和运输的关键组成部分。它用于电动汽车电池和发动机，太阳能电池板和核反应堆。到2040年，全球石墨产量需要增加8-25倍，才能

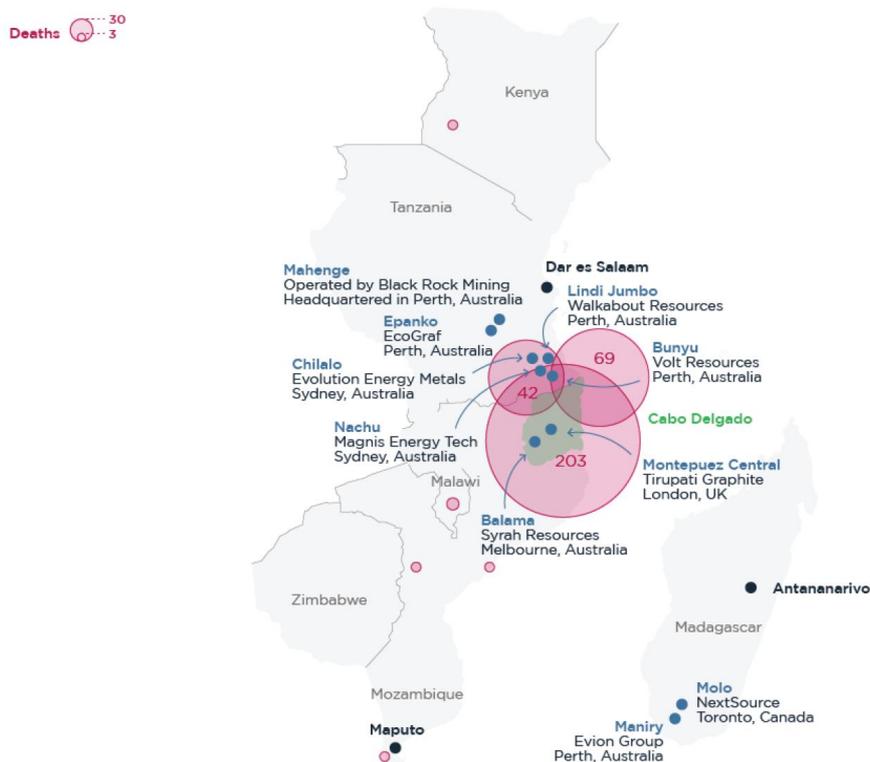
满足国际能源署（International Energy Agency, IEA）所述政策和可持续发展情景下的全球需求预测（IEA, 2021）。

中国是世界上最主要的生产国，在 2023 年占全球产量的 77%（USGS, 2024）。中国是片状、球形（电动汽车电池级）和合成石墨的最大出口国。截至 2022 年，美国是精炼石墨的最大进口国，其次是韩国和日本。

### 非洲的石墨生产商

非洲三个石墨资源丰富的经济体都在东非（图 1）。马达加斯加和莫桑比克是成熟的片状和粉末石墨（HS 250410）生产国，在全球出口中占有相当大的份额（按 2022 年的出口量算，分别占 21% 和 24%）。坦桑尼亚目前是一个边缘生产国，但它在石墨矿方面获得了大量的外国直接投资。2022 年，马达加斯加和莫桑比克均占美国石墨进口量的 22.4%（按数量计算）和 9.6%（按价值计算），仅次于中国的进口量（分别为 49% 和 74%）。这三个国家的天然石墨储量（6700 万吨）加在一起接近全球储量最大的两个国家中国（7800 万吨）和巴西（7400 万吨）（USGS, 2024）。

图 1 东非主要石墨行动和与武装冲突有关的战斗死亡  
(2022-2023 年东非的矿产分布图、首都以及战斗死亡)



注：石墨矿/项目的位置为近似值。

数据来源：战斗死亡人数来自乌普萨拉冲突数据项目（UCDP, 2024）。矿山位置数据和所有者/经营者信息来自 S&P Global（2022）。

美国是莫桑比克和坦桑尼亚最大的双边捐助国，也是马达加斯加最大的捐助国之一。2022年在这两个国家进行的调查表明，莫桑比克 64%的受访者和坦桑尼亚 62%的受访者认为美国对他们国家的影响是积极的。这些国家的石墨业务由强大的美国盟友控制，美国的发展援助政策应该（在理论上和似乎在实践中）使其产生将美国作为战略伙伴的善意。

尽管有这些优势，从这些国家进口石墨仍面临重大挑战。出口量和出口额之间的差距（22.4%对 9.6%）表明，该地区的出口偏向于低附加值产品，如片状和粉尘，因此需要大量的额外加工才能用于电动汽车电池。非洲生产商有向更高附加值的球形石墨出口发展的空间，尽管附加值的提高可能以失去获得与 IRA 相关的税收抵免资格为代价，下文将对此进行讨论。更根本的挑战与治理有关：马达加斯加和莫桑比克的政局都不稳定。坦桑尼亚似乎是一个更安全的合作伙伴。

### 美国关键矿产政策与东非生产国的政策环境和背景

有四项原则指导着美国的关键矿产政策：

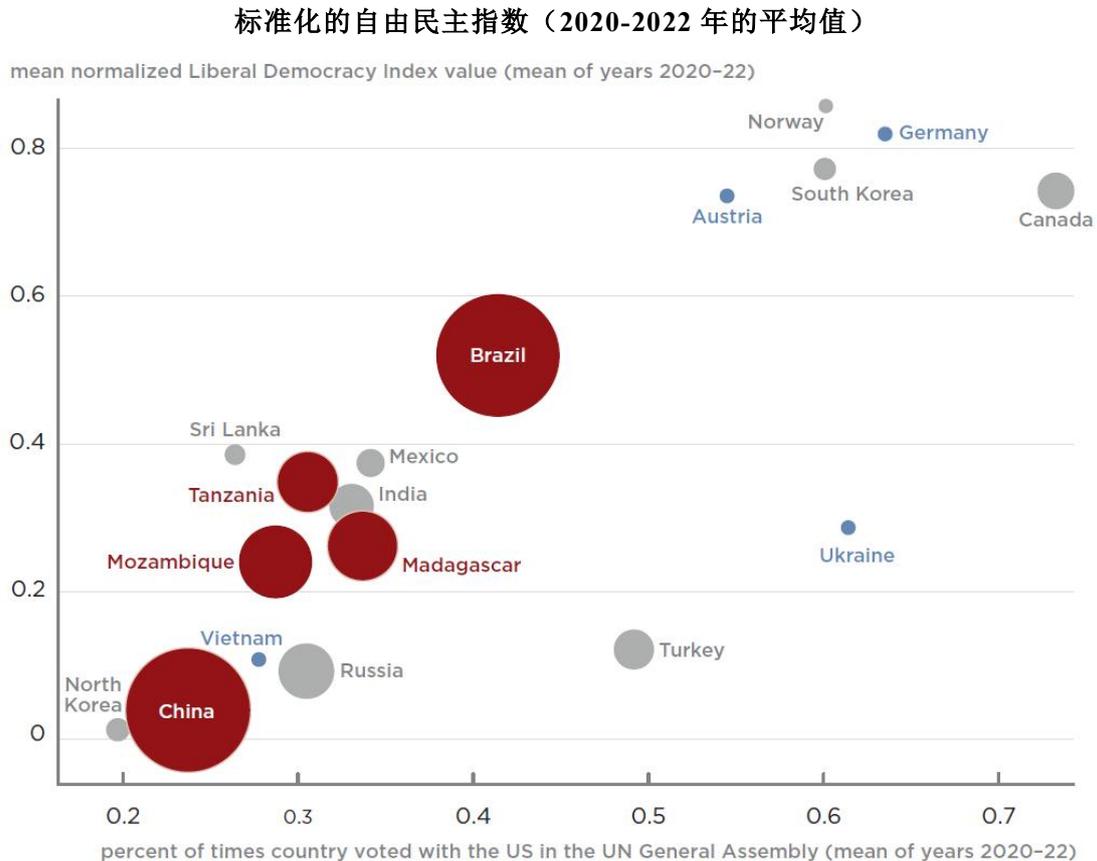
- 1.美国必须减少对中国作为原材料和精炼矿产品来源的依赖。
- 2.在可能的范围内，关键矿产供应链应更加自给自足，或以与稳定、友好、志同道合的国家的贸易和投资关系为基础。
- 3.由此产生的供应链应具有环境和社会可持续性。
- 4.在产业政策的诱导和约束下，私营企业应当发挥主导作用。

从这些东非生产商采购石墨是否符合这些原则？关于第一个原则，答案是有条件的“是”。这些国家产量最高的矿山和最大的绿地项目是由西方公司经营，这些公司的总部设在被《美国国防生产法》视为国内生产商的国家，这减轻了对中国公司在生产和基本加工中所扮演角色的担忧。这一限制源于这样一个事实：就在 2022 年（可获得全面数据的最近一年），莫桑比克和马达加斯加向中国出口的石墨数量远远超过向美国出口的数量，鉴于中国在片状和粉状石墨加工方面的领先地位，这样做是迫不得已，而不是选择。

关于第二个原则，答案很复杂。“志同道合”和“友好”是两个模糊的概念。这两个词可能是指其他自由民主国家，在全球事务问题上与美国立场一致的国家，或者仅仅是与美国一样担心中国在亚洲和海外影响力上升的国家。

在此，本文假设“志同道合”和“友好”的国家是在全球重要问题上与美国意见一致的自由民主国家。图 2 根据 2020-2022 年间，拥有大量石墨储备的国家的平均自由民主得分和该国在联合国大会投票中投票支持美国的比例绘制而成。

图 2 截至 2023 年，拥有大量石墨储量的国家的自由民主得分和在联合国大会投票中与美国达成一致的比例



注：数值为 2020-2022 年。分数标准化为 0 - 1，分数越高越民主。气泡大小代表 2023 年的总储量大小（以公吨计）。越南、德国、乌克兰和奥地利的储量估计包括在世界总量中，大概是因为它们少于 600000 公吨。

数据来源：Coppedge 等（2024）；Bailey, Strezhnev & Voeten（2017）；USGS（2024）。

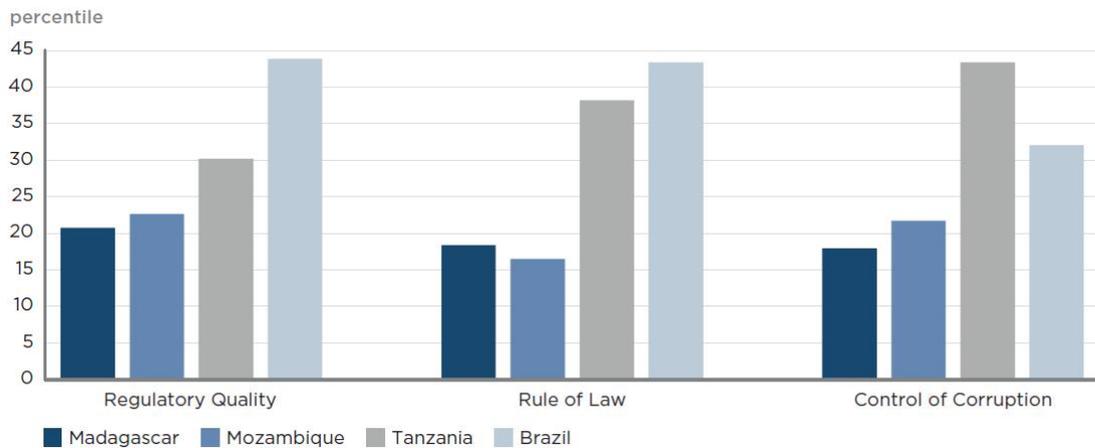
充足的石墨储备与对美国的志同道合和友好程度之间存在不匹配。图 2 显示，这三个东非石墨生产国比中国和朝鲜更志同道合，也更友好，但差距并不大。图 2 的右上象限由自由民主国家和美国联盟伙伴组成：加拿大、德国、挪威、韩国和奥地利。这些国家是美国的强大盟友和稳定的民主政权，但资源禀赋较小。在可能与中国竞争作为原材料来源的石墨资源丰富的国家中，巴西拥有世界第二大已探明储量，是最民主的国家，在联合国大会上与美国的投票一致次数最多。因为矿物质禀赋主要由地质决定，采购决策是选美比赛，伙伴国的选择受到矿石供应的限制。

稳定性呢？降低风险意味着从政治风险较低的国家采购，或者如果政治风险较高，则从对采矿、加工、运输活动和基础设施影响有限的国家采购。它可以分解为两个方面：有利政策环境的质量和稳定性，以及政治暴力或动乱对运

营的影响程度。在这两个方面，这三个国家的宏观指标——如监管质量、法治、腐败控制和无政治暴力/恐怖主义——都值得警惕。

马达加斯加和莫桑比克在全球治理指标的监管质量、法治和腐败控制措施中排在最后四分之一，表明寻租现象普遍，投资者的财产权薄弱（世界银行，2024b）。坦桑尼亚的表现优于这两个国家，尽管它在全球仍排在后半段（图3）。巴西在监管质量和法治方面优于所有三个国家，但在控制腐败方面落后于坦桑尼亚。

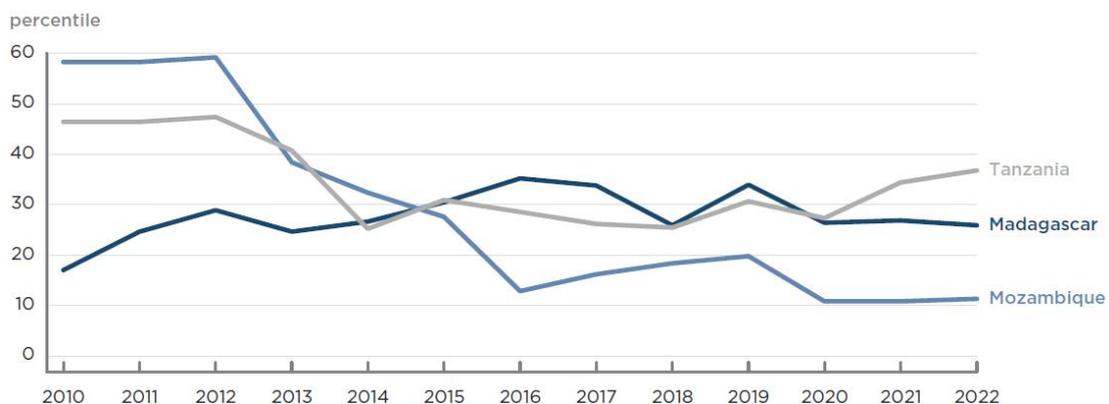
图3 2022年马达加斯加、莫桑比克、坦桑尼亚和巴西的宏观机构指标



来源：世界银行（2024b）。

在制定战略采购决策时，政治稳定至关重要。它影响到确保供应稳定、建设支持性能源和运输基础设施以及减轻和/或补救环境影响的能力（Collier等，2003；Azadegan & Dooley，2021）。在世界银行的政治稳定/无暴力指标中，所有三个东非国家都低于全球中位数，该指标反映了“对政治不稳定和/或政治暴力（包括恐怖主义）可能性的看法”（世界银行，2024b，图4）。在2010-2022年期间，莫桑比克的政治稳定性恶化最严重。

图4 马达加斯加、莫桑比克和坦桑尼亚的政治稳定和没有暴力/恐怖主义，2010-22



来源：世界银行（2024b）。

将政治稳定概念化的另一种方式是关注政权的波动性，即政治制度和规范的稳定程度，而不考虑政权类型。表 1 报告了 2010-2023 年期间三个国家的平均值、标准差和变异系数。坦桑尼亚是这三个国家中最民主和最稳定的国家，马达加斯加在这两项指标上都排名最后（平均值最低，变异系数最高）。综合考虑政权稳定/无暴力和政权动荡两个指标，坦桑尼亚是政治上最稳定的国家。莫桑比克中央政府相对稳定，但政治暴力程度很高。马达加斯加相对和平，但那里的政治稳定极难预测。

表 1 马达加斯加、莫桑比克和坦桑尼亚的政权动荡

Measure	Madagascar	Mozambique	Tanzania
Mean	0.209	0.273	0.374
Standard deviation	0.071	0.031	0.030
Coefficient of variation	0.340	0.113	0.080

注：数据为 2010-2023 年期间的数据。

来源：作者的计算基于 Coppedge 等（2024）的数据。

### 马达加斯加

马达加斯加是冷战结束后迅速自由化的众多社会主义政权之一。在经历了近十年的后过渡期稳定之后，它在 2002 年总统选举前后经历了严重的暴力事件。Didier Ratsiraka 担任了四届总统（1975 年任命；1982 年连任，1992 年至 1996 年卸任后于 1996 年连任）。2002 年，时任首都塔那那利佛市长的 Marc Ravalomanana 向他发起挑战。

尽管 Ravalomanana 在竞选中对反对党进行了严格限制，并制定了其他有利于现任总统的规则，但他的表现远远超出预期，出口民调和独立选举监督员都显示他赢得了选举。在有争议的重新计票被证实，以及 Ratsiraka 和 Ravalomanana 之间的决选宣布后，Ravalomanana 的支持者宣布在主要城市中心举行总罢工，这些地方是 Ravalomanana 最强大的支持基础。作为回应，Ratsiraka 的支持者封锁了主要城镇，阻止他们获得食品或燃料供应。敌对政治派别之间的暴力骚乱在三个月内造成近 100 人死亡（UCDP，2024）。最终，Ravalomanana 获胜并就职。

Ravalomanana 于 2006 年再次当选，并一直任职至 2009 年。同年 1 月，Ravalomanana 的支持者与时任塔那那利佛市长 Andry Rajoelina 的支持者爆发冲突。这场政治危机比 2002 年的危机更加严重，最终不仅导致了 Ravalomanana 的下台，还导致了短暂的军事统治，之后军政府宣布 Rajoelina 为新总统，这被普遍视为一场政变。在南非流亡三年后，Ravalomanana 于 2018 年和 2023 年重

返总统竞选，两次都以失败告终。在此期间，石墨开采活动没有受到重大干扰；与政治不稳定有关的经济混乱主要发生在塔那那利佛和其他主要城市。

### 莫桑比克

冷战结束后，莫桑比克成为世界上受冲突影响最深的国家之一。1977年至1992年，莫桑比克解放阵线（FRELIMO）与罗得西亚和种族隔离时期南非支持的莫桑比克全国抵抗运动（RENAMO）之间的内战夺去了数十万人的生命，使数百万人流离失所。然而，到2016年，莫桑比克经历了24年的相对稳定和繁荣，经济以年均7.8%的速度增长。

自2017年以来，莫桑比克的德尔加杜角地区，该地区蕴藏着莫桑比克的石墨资源，以及大量红宝石和海上天然气储备，一直是伊斯兰国在当地的一个分支机构“莫桑比克伊斯兰国（Islamic State Mozambique, ISM）”发动恶性叛乱的地方（见图1）。2020年暴力活动激增，到那时，ISM已经袭击了几个地区政府。他们占领的莫辛博阿-达普拉亚（Mocimboa da Praia）是德尔加杜角第二大城市，也是主要的贸易和出口中心；并对附近城市帕尔马（Palma）发起了持续的攻击。以道达尔公司为首的跨国公司曾计划在帕尔马投资200亿美元，开发该地区的海上天然气。

在道达尔宣布不可抗力危及液化天然气项目后，南部非洲发展共同体（the South African Development Community, SADC）和卢旺达代表莫桑比克政府对ISM进行了干预。2021年8月，卢旺达和莫桑比克军队夺回了莫辛博阿-达普拉亚，到2022年底，ISM已被赶出沿海城镇。其部队分散到该地区的内部，并改变战术，在面对卢旺达和南部非洲发展共同体部队的优势时，使用更小、更机动的部队，并对石墨采矿作业或附近发动攻击。2022年6月，ISM武装分子发动的路边袭击导致Syrah Resources暂时停止其Balama矿山的物流和人员流动。尽管采矿和加工活动未受影响。由于附近发生暴力事件，再次停止暂停，工作人员于11月撤离。

2023年，袭击和针对平民的袭击大幅减少。然而，ISM仍然活跃，在2024年2月和3月袭击了德尔加杜角南部，并入侵了邻近的楠普拉省。截至2024年7月15日，南共体部队已从特派团和该地区撤出。尽管他们缺席，ISM不太可能重新控制莫辛博阿-达普拉亚或帕尔马。该地区天然气储量的经济利害关系太高，而且该地区太容易防御，因为天然气位于海上，而ISM缺乏发动海上攻击或阻止与政府结盟的部队的两栖增援的能力。随着时间的推移，近内陆地区的石墨作业将受益于积极的安全溢出效应，但德尔加杜角地区仍然存在争议。

ISM 攻击并不是供应不稳定的唯一来源。由于工人和承包商罢工，Balama 煤矿于 2022 年 9 月/10 月停止所有作业并疏散人员。随后，管理层和工人达成共识，允许在 10 月中旬恢复生产。

### 坦桑尼亚

自独立以来，坦桑尼亚一直是这三个国家中政治最稳定的国家，也是东非政治最稳定的国家之一。革命党及其前身自独立以来一直执政。该国总统 Samia Suluhu Hassan 是第六任总统，在 John Magufuli 去世后登上总统宝座，据报道，John Magufuli 于 2021 年死于 Covid。虽然选举不符合自由和公平的国际标准，但总统权力的转移基本上是和平的。然而，在 1989 年至 2017 年（有数据可查的最后一年）期间，有 50 人的死亡与选举暴力有关。其中大部分发生在奔巴岛和桑给巴尔岛，远离达累斯萨拉姆和坦桑尼亚中部和东南部的石墨产区（Fjelde & Höglund, 2022）。

对这种相对稳定与和平的解释有很多，从坦桑尼亚开国元勋 Julius Nyerere（Miguel, 2004）的包容性国家建设治理方法，到缺乏大型族群来动员政治竞争，从而促进了族群间的治理联盟（Lieberman & Singh, 2012）。

坦桑尼亚南部受到了德尔加杜角冲突蔓延的影响。ISM 于 2020 年和 2021 年在边境两侧发动袭击，并在坦桑尼亚招募与自然资源财富分配有关的不满人士。坦桑尼亚南部也有大量的海上天然气储量。当地居民对资源财富地位期望和实际经济表现之间的差距，以及对政府政策公平性的认知，正在激发一些反政府情绪（Must & Rustad, 2019）。ISM 攻击在 2020 年和 2021 年激增；近年来攻击已经减少，因为坦桑尼亚部队和联军在莫桑比克的行动大大削弱了 ISM 部队。目前还没有关于 ISM 攻击破坏坦桑尼亚石墨开采作业的明确报告。

这些简短的案例历史表明，莫桑比克提供了一个比马达加斯加或坦桑尼亚更稳定的中央决策环境，但其石墨出口地区面临高水平的政治风险。马达加斯加的石墨资源受直接风险的影响较小，但中央政府的权威和稳定性更值得怀疑。因此，坦桑尼亚自然而然地成为最稳定和更可预测政策环境的国家。

### 美国的政策环境和背景

美国的政策环境为从这些东非生产商采购石墨带来了一些挑战。IRA 为国内采购和从美国自由贸易协定（free trade agreement, FTA）合作伙伴的采购提供优惠待遇。电动汽车可获得的 7500 美元购买/租赁税收抵免实际上是两项税收抵免：一项（3750 美元）用于必须在北美组装的电池组件，另一项（3750 美元）用于必须在美国或自由贸易协定合作伙伴开采或加工的关键矿物。这两项税收抵免都有逐步增加的含量要求（到 2029 年，电池组件的含量要求达到 100%，到 2027 年矿物达到 80%）。

这三个东非经济体都不是美国的自由贸易协定伙伴。根据《非洲增长与机会法案》（the African Growth and Opportunity Act, AGOA），这三个国家都有资格获得美国的优惠市场准入，但 AGOA 不是自由贸易协定。只有在美国加工的情况下，马达加斯加、莫桑比克和坦桑尼亚的石墨出口才有资格根据 IRA 获得税收优惠，这阻碍了这些国家进入利润更丰厚、更有利于工业发展的加工活动的机会（Hendrix, 2022）。

莫桑比克的石墨似乎具有优势，因为其产量最高的矿山（Balama）由 Syrah Resources 公司拥有，该公司还拥有并经营美国能源部资助的位于路易斯安那州维达利亚的维达利亚活性阳极材料工厂。2024 年 2 月，该工厂成为第一家加工活性阳极材料的美国工厂。使 Syrah 成为唯一一家在中国境外拥有完整供应链的垂直一体化天然石墨和电池阳极公司。尽管其他生产商已与欧洲和印度公司建立了承购协议，但 Syrah 似乎是唯一一家在短期内充分利用 IRA 激励措施的地区性企业。

### 结论

马达加斯加、莫桑比克和坦桑尼亚作为石墨供应国有许多优势。这三个国家都拥有大量的石墨资源，总部设在美国盟友的西方公司控制着他们的业务，以及公众对美国作为战略伙伴的态度并不消极。在这三个国家中，坦桑尼亚是政治上最稳定、受武装冲突或政权不稳定有关的政治风险影响最小的国家。它也是一个相对较新的生产国，大规模生产的记录有限。

IRA 的采购要求是东非更多参与美国电动汽车供应链的绊脚石。可以通过几种方式应对这一挑战：

- 美国贸易代表（The United States Trade Representative, USTR）可以尝试将《非洲增长与机会法》重新归类为自由贸易协定。这条路径在理论上是可能的，但它很可能这是不可能的，因为国会目前的气氛对自由贸易协定和行政程序深表怀疑，这似乎违背了国会的意图。

- 美国贸易代表办公室可以利用《非洲增长和机会法》作为基础，启动关于多边的、关键矿产的执行协议的谈判（类似于与日本的协议）或与特定矿产丰富经济体达成一系列双边协议。

- 国会可以重新授权《非洲增长与机会法》（该法案将于 2025 年到期）并以具体的语言将其指定为用于关键矿产相关目的的自由贸易协定。

每一条前进的道路都面临着政治挑战，特别是在选举季。然而，中国对石墨出口管制的明显影响（在 2024 年初更加明显）可能会促进两党关于石墨和其他关键矿物的采购开展合作并达成共识。

---

本文原题名为“East Africa’s Potential Role in US Graphite Supply Chains”。本文于2024年7月刊于PIIE官网。本文作者Cullen S. Hendrix是PIIE的高级研究员、气候和安全中心的非常驻高级研究员，同时也是科罗拉多矿业学院佩恩研究所的研究员。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 埃及 2023-24 年经济危机——这次会不同吗？

Ruchir Agarwal, Adnan Mazarei / 文 郭子怡 / 编译

导读：埃及历史上多次经历经济危机，常通过国际贷款暂时解决。2023-24 年，受新冠疫情、俄乌冲突和巴以冲突影响，埃及面临新的经济挑战。国际货币基金组织和其他国家为其提供了超过 500 亿美元的金融支持。埃及政府也采取了一系列措施稳定经济，包括货币贬值、提高利率、削减补贴和减少军事在经济中的作用。然而，埃及是否进行更深层次的改革以解决其反复出现的经济困难，还是会再次推迟改革、依赖国际援助，仍有待观察。编译如下：

### 一. 介绍

埃及现代史的特点是反复发生经济危机，这些危机通过国际贷款人注入的援助暂时解决。最近，埃及在 2024 年初勉强避免了一场全面危机。这场危机是埃及长期坚持通过固定汇率维持高估货币的一系列危机之一。它也在某种程度上因无法控制的事件而加剧，包括新冠疫情引发的全球经济衰退以及俄乌冲突导致的食品供应中断引发的通货膨胀。此外，自 2023 年 10 月以来的巴以冲突加剧了紧张局势，导致埃及重要的外汇收入来源中断了。

在这一事件以及之前的其他事件中，国际社会至少在一定程度上提供了援助，这是因为埃及对中东地区的稳定至关重要。在国际货币基金组织（IMF）的领导下，包括波斯湾地区富有国家在内的国际社会迅速动员了大量资金，以满足埃及庞大的资金需求，从而稳定了最近的危机。

埃及当局接受了最近为加强外汇储备而提供的援助，颁布了一系列稳定经济的措施，允许汇率在 2023 年和 2024 年大幅贬值，并承诺采取更灵活的汇率制度——后者受到国际贷款人的鼓励。值得称赞的是，政府还采取了一些艰难的措施来遏制预算支出，包括减少补贴。

当局还表示，他们将削减军队在经济中的作用——这是一项长期的改革，以前承诺过，但没有实施。这些干预措施暂时缓解了局势。但从长远来看，它们是否改善了该国的经济轨迹？答案不太确定。

现在的关键问题是：埃及会进行更深层次的改革，持久地解决其反复出现的经济困难，还是会再次推迟改革，押注于当前的危机将会过去，国际社会将在未来的危机中再次为其纾困？这份政策简报追溯了当前危机的起源和发展，以及该国反复发生国际收支（balance of payments, BOP）危机的历史。

自 1952 年成立共和国以来，埃及至少经历了八次这样的危机。长期存在的问题是国际收支困难的模式，这种模式往往需要放弃固定或高度稳定的汇率，但一旦危机平息，就又需要恢复稳定的汇率。这一模式不仅根植于对固定汇率优点的信仰，也根植于埃及的政治经济，特别是其国家/军方主导的治理结构。

埃及是世界上最动荡地区人口最多的国家，埃及能够一次又一次地依赖国际金融支持，要归功于其“战略性强，不能出事”的重要地位。但目前尚不清楚最近的危机和最新的 IMF 计划（该计划于 2022 年 12 月达成一致，并于 2024 年 3 月恢复）能否打破这一循环，并通过深入改革该国的机构和政策来培育真正的经济弹性。

埃及的地缘政治重要性很可能使其能够在不进行根本性改革的情况下继续获得国际救助。这个国家的精英们有强烈的动机维持现状，这使得实施必要的改革变得不太可能，比如减少军队的经济作用和结束任人唯亲。此外，埃及获得地缘政治租金的能力，包括以国际金融组织和主要捐助者提供资助的形式，使当局能够继续押注于在不进行重大改革的情况下抵御未来的危机。

这份政策简报的结构如下：第二节回顾了最近的危机，第三节研究了 1952 年以来埃及国际收支危机的主要特征，第四节对反复出现的危机模式背后的原因提出了一些想法，第五节讨论了埃及打破危机模式和改革的前景。

## 二. 2023-24 年危机

多年来，埃及一直面对着深层次的经济挑战，原因包括扭曲的价格和激励措施、庞大但方向错误的补贴、普遍存在的治理缺陷以及软弱的宏观经济政策。这些因素导致了长期财政和经常账户赤字、低增长、青年失业率上升、债务激增，有时还导致快速通胀。这些问题的核心是政府坚持在外国投资和援助减少，特别是来自海湾合作委员会（Gulf Cooperation Council, GCC）国家的投资和援助减少以及汇款减少的背景下，进行干预稳定汇率。这些因素的结合，再加上新冠疫情和俄乌冲突侵蚀了埃及的外汇储备，商业银行的净外汇头寸降至危险的低水平，扩大了官方汇率和平行市场汇率之间的差距，并导致高通货膨胀和对外付款积压，所有这些都威胁到经济稳定。

随着 2023 年 10 月巴以冲突的爆发，局势发生了可怕的变化。随之而来的红海航运和旅游业的中断加剧了埃及的困境，并带来了新的不利因素，特别是影响了旅游业和苏伊士运河的重要外汇收入来源（联合国开发计划署，2024）。这场动荡的连锁效应体现在平行市场汇率的急剧下跌（其溢价超过 100%）、信用违约掉期利率的上升、信用评级机构日益悲观的展望，以及经常账户赤字的扩大。面对迫在眉睫的经济危机，埃及发现自己正处于十字路口，必须立即采取果断行动。

但巴以冲突也提升了埃及的地缘政治重要性，促成了直接的国际金融支持。一些国际合作伙伴先前由于埃及不愿进行实质性改革而犹豫不决，现在联合起来向埃及提供援助。欧盟、IMF、阿联酋和世界银行提供了超过 500 亿美元的资金注入，使埃及避免了潜在的国际收支灾难。埃及已经在 2022 年 12 月与

IMF 达成了一项计划，但由于缺乏改革而暂停（IMF，2023）。2024 年 3 月，随着地缘政治的介入，该计划恢复施行，并从约 30 亿美元增加到 80 亿美元。

迫于巴以冲突造成的局势恶化，为了促进外部援助，埃及同意实施一系列经济措施。迄今采取的主要步骤是将汇率大幅贬值 38%，并在提高利率 600 个基点的支持下统一汇率制度。此外，埃及已承诺限制大型基础设施项目的扩散，并改革补贴制度，以控制预算支出。它还承诺减轻军方对经济的广泛影响，并改善私营部门的竞争环境。2024 年 6 月，为了帮助解决财政预算问题，埃及将补贴面包的价格提高了 300%，这是一个重大举措，由于其对普通民众的广泛影响，可能会产生严重的政治后果。

上述大部分都是在以前的计划中向 IMF 做出的长期但未兑现的承诺。然而，这些措施在资本市场上得到了乐观的回应，导致贷款人暂时忽视了埃及在真正废除其政策框架方面的持续犹豫，这种政策框架导致了连续的汇率固定或稳定和贬值周期。

### 三. 1952 年以来的八次国际收支危机

自 1952 年以来，埃及经历了八次重大的国际收支危机，每一次都遵循一种熟悉的模式：由外部援助和债务融资的结构性经常账户和预算赤字，导致偶尔的国际收支和财政危机。在此期间，埃及贸易政策的特点是进口替代，预算因过度支出（包括食品和燃料补贴）而出现结构性缺陷，收入来源（如与苏伊士运河、石油出口和国际援助有关的收入）易受外部冲击。

表 1 介绍了八项国际收支困难和贬值，其中六项与使用 IMF 融资有关。表 2 显示了 1999 年以来埃及实际汇率制度的变化。因为 IMF 没有报告早些年的此类数据，因此我们在表 3 中报告了 1931-2019 年埃及实际汇率制度的分类，该分类基于 Ethan Ilzetzki、Carmen Reinhart 和 Kenneth Rogoff（2021）的工作。

埃及在 1952 年采取的民族主义、国家主导和内向型经济框架涉及重大的经济控制、国家干预、广泛的国有化和土地改革。几十年来，埃及面临着无数的国内政治变化、战争、全球政治联盟的变化、地区冲突和贸易条件的冲击。这些因素导致国际收支困难反复出现。

从我们的研究中可以看出，在汇率挂钩的背景下，国际收支困难的模式是一致的，通常涉及外汇市场的分割和多种汇率，以及货币替代。这导致实际有效汇率（Real Effective Exchange Rate，REER）一再被高估，有时还伴随着汇率限制的收紧。这些过高的估值通常需要通过贬值或暂时转向浮动汇率进行快速的调整，后者在近几年中才开始被使用，然后再迅速回到高度稳定或固定汇率制度。图 1 和图 2 显示了自 1952 年以来埃及镑（£）汇率和实际有效汇率的变化情况。

表 1 埃及的八次国际收支危机，1956 - 2024

Year	Episode	Devaluation date/details	Description	
1	1956	The Suez Crisis	Partial devaluation	Borrowed \$15 million in 1956 from the IMF to stabilize the economy during the Suez Crisis
2	1960s	Repegging of 1962 & Subsequent BOP Pressures	Switch from sterling peg to US dollar peg in 1962. Devaluation from EE1 = US\$2.87 to EE1 = US\$2.30 (20% devaluation)	Two Stand-By Arrangements from the IMF totaling 82 million SDR in 1962 and 1964
3	1970s	The 1973 Multiple Exchange Rate System	Partial devaluation	By adding a premium/surcharge of 50-55% to the official exchange rate (\$2.56), the Egyptian pound was effectively devalued to \$1.70-1.64
4	1978-79	The 1979 Devaluation	Devaluation in 1979 from EE1 = US\$2.5 to EE1 = US\$1.43 (a 44% devaluation)	Secured an IMF Extended Fund Facility worth SDR 600 million in 1978.
5	1989-91	Devaluations of 1989 and 1991	Devaluations: EE1 = US\$0.91 (a 36% devaluation) in 1989, EE1 = US\$0.5 in 1990 (a 45% devaluation), and EE1 = US\$0.3 in 1991 (a 40% devaluation)	IMF Stand-By Arrangements of 1987 and 1991; Paris Club Debt Treatments in 1987 and 1991
6	2002-03	The 2002 Devaluation & the 2003 Float	Depreciation to EE1 = US\$0.22 in 2002; float in January 2003	Float aimed to eliminate the parallel market for foreign exchange
7	2016	The 2016 Devaluation	Depreciation to EE1 = US\$0.06 in November 2016 (a 45% devaluation)	Transitioned to a liberalized exchange rate regime briefly as part of an IMF Extended Fund Facility program
8	2023-24	Two Devaluations of 2023 and 2024	Depreciation to EE1 = US\$0.03 in January 2023 (a 40 percent devaluation); flotation in March 2024 with the pound valued officially at about US\$0.02	Flotation aimed to curb inflation and attract foreign investment, increasing the IMF bailout loan to \$8 billion

注：SDRs = Special Drawing Rights 特别提款权

资料来源：作者根据各种资料来源进行的分析。

表 2 埃及实际汇率制度，1999-2024 年：基于 IMF 数据

Year	Category	IMF program arranged or resumed
1999	Conventional pegged arrangement	
2000	Pegged exchange rate within horizontal bands	
2001	Pegged exchange rate within horizontal bands	
2002	Managed floating with no predetermined path for the exchange rate	
2003	Managed floating with no predetermined path for the exchange rate	
2004	Managed floating with no predetermined path for the exchange rate	
2005	Conventional pegged arrangement	
2006	Conventional pegged arrangement	
2007	Managed floating with no predetermined path for the exchange rate	
2008	Other managed arrangement	
2009	Other managed arrangement	
2010	Crawl-like arrangement	
2011	Stabilized arrangement	
2012	Crawl-like arrangement	
2013	Stabilized arrangement	
2014	Stabilized arrangement	
2015	Other managed arrangement	
2016	Floating	EFF
2017	Stabilized arrangement	
2018	Stabilized arrangement	
2019	Crawl-like arrangement	
2020	Stabilized arrangement	RFI, SBA
2021	Stabilized arrangement	
2022	Floating	EFF
2023	Stabilized arrangement	
2024	Floating	EFF

注：《国际货币基金组织成员国汇率安排和外汇限制年度报告》（AREAER）追踪所有 IMF 成员国的汇率和贸易制度。1999 年至 2007 年和 2008 年至 2021 年都有关于安排分类的数据，后一时期反映了修订后的方法。作者将 2022 年的数据扩展到 2024 年，AREAER 数据库尚未报告这些数据。类别栏下的浅蓝色阴影表示事实上的浮动汇率制度。扩展贷款（Extended Fund Facility, EFF）向因结构性弱点而面临严重的中期国际收支问题的国家提供财政援助，这些问题需要时间来解决。备用安排（Stand-by Arrangement, SBA）向面临国际收支问题的国家提供短期财政援助。快速融资工具（Rapid Financing Instrument, RFI）向任何有紧急国际收支需求的 IMF 成员国提供及时的金融援助。埃及的 SBA 和 RFI 计划是在 2020 年新冠疫情的背景下安排的，并不包括广泛的条件限制。

资料来源：IMF AREAER 数据库（IMF，2022），作者分类。

表 3 埃及事实上的汇率制度，1931-2019 年，基于 Ilzetki, Reinhart 和 Rogoff (2021)

Date	Classification Primary/Secondary/Tertiary	Comments
September 29, 1931-1950	Peg	UK pound. Suspension of Gold Standard, remained in Sterling Area until July 14, 1947 but continued to be linked to the pound.
1950-May 7, 1962	Managed floating/Multiple exchange rates	Links to US dollar
May 7, 1962-July 25, 1971	De facto crawling band /Multiple exchange rates	+/-5% band; US dollar. Official rate is pegged to US dollar and periodically adjusted. Parallel market premium remains consistently above 150%.
July 25, 1971-October 8, 1991	De facto crawling band /Multiple exchange rates	+/-5% band; US dollar
October 8, 1991-January 30, 2001	De facto peg to US dollar/Multiple exchange rates	Parallel market premium is in single digits through December 1998, when the data ends.
January 30, 2001-June 2015	De facto crawling peg	US dollar. On January 30, 2001 rates are unified. A horizontal +/-1% band is announced.
July 2015-December 2019	De facto crawling band	US dollar +/-2%

资料来源：Ilzetki, Reinhart 和 Rogoff (2021)

有时会有微妙的贬值形式，例如在主要面值汇率之外引入更多的贬值汇率，有时以溢价和在基础汇率之上收取附加费的形式（Hansen 和 Nashashibi, 1975）。在几乎所有的事件中，埃及都从 IMF 借款，有时使用有条件的贷款，有时使用没有条件的贷款，以及从其他来源借款（表 4）。

如后续章节所示，埃及的八次国际收支危机——大约每十年一次——反映了一种模式，即之前的汇率高估和限制性汇率措施，以及随后的汇率贬值或临时浮动制度。

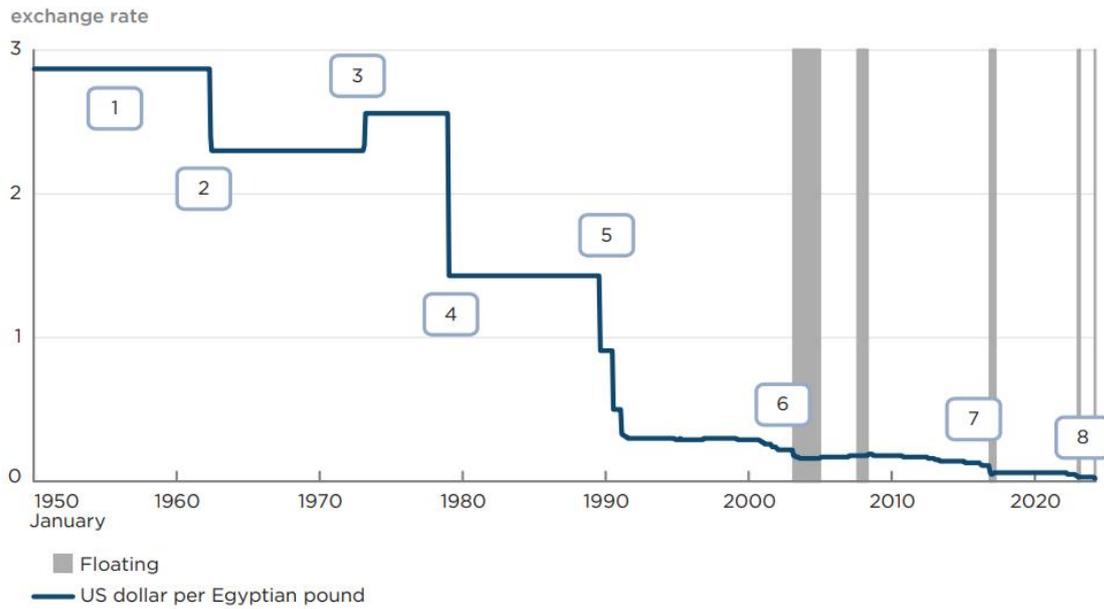
### 1. 1956 年苏伊士运河危机

1956 年 7 月，总统贾迈勒·阿卜杜勒·纳赛尔（Gamal Abdel Nasser）对苏伊士运河的国有化导致了英国、法国和以色列的军事干预，严重破坏了贸易并导致埃及经济动荡（Boughton 1997, Ikram 2021）。这一时期也见证了埃及在地缘政治上向苏联和东欧集团的重新定位。埃及在英国、法国和美国的外汇储备被冻结（Owen 1991）。

为了应对经济后果，埃及于 1956 年 9 月从 IMF 借款 1500 万特别提款权（Special Drawing Right, SDR），并于 1957 年至 1961 年通过出口溢价制度实施了事实上的贬值，该制度因货币和目的地而异，同时还有进口费和附加费。到 1958 年，出口溢价扩大到除大米和石油产品以外的所有商品，并于 1959 年建立了可兑换货币交易的新溢价制度。随着国际收支的改善，溢价有所下降，进口必需品的实际溢价为 19%，而出口为 10%。

埃及进行了部分贬值（不改变官方汇率），在不改变名义汇率的情况下稳定了国际收支。

图 1 1950-2024 年八次金融危机背景下的埃及官方汇率



数据来源：CEIC 数据。浮动汇率制度的分类以国际货币基金组织的分类为基础。

图 2 1952-2024 年八次金融危机背景下的埃及实际有效汇率



数据来源：Darvas 实际有效汇率数据库；IMF AREAER 数据库（IMF, 2022）；作者分类。

表 4 埃及的国际货币基金组织借款历史，1956 - 2024

Facility	Date	Amount agreed (in millions of SDRs)	Amount drawn (in millions of SDRs)	Quota (in millions of SDRs)	Percent of quota (percent)	Major event
<i>Major Programs</i>						
Stand-By Arrangement	May-1962	43	43	90	47	Devaluation
Stand-By Arrangement	May-1964	40	40	120	33	
Stand-By Arrangement	Apr-1977	125	105	188	66	Devaluation
Extended Fund Facility	Jul-1978	600	75	288	208	
Stand-By Arrangement	May-1987	250	116	342	73	Devaluation
Stand-By Arrangement	May-1991	234	147	463	51	Devaluation
Extended Fund Facility	Nov-2016	8,597	8,597	2,037	422	Devaluation
Extended Fund Facility	Dec-2022	2,350	261	2,037	115	Devaluation
Extended Fund Facility (Augmentation)	Mar-2024	3,762	618	2,037	185	Devaluation
<i>Other Arrangements with No/Limited Conditionality</i>						
Gold Tranche Borrowing	Sep-1956	15	15	60	25	Suez Crisis
First Credit Tranche Borrowing	Feb-1957	15	15	60	25	Suez Crisis
Compensatory Financing Facility	Oct-1963	16	16	90	18	
Compensatory Financing Facility	Mar-1968	23	23	150	15	
Upper Credit Tranche Borrowing	Mar-1968	40	40	150	27	
First Credit Tranche Borrowing	Jul-1970	18	18	150	12	
First Credit Tranche Borrowing	Sep-1971	32	32	188	17	
Rapid Financing Instrument	May-2020	2,037	2,037	2,037	100	COVID-19
Stand-By Arrangement	Jun-2020	3,764	2,606	2,037	185	COVID-19
<i>Other Arrangements with No Amounts Drawn</i>						
Extended Fund Facility	Sep-1993	400	—	678	59	
Stand-By Arrangement	Oct-1996	271	—	678	40	
Stand-By Arrangement*	Jun-2011	1,883	—	944	200	Revolution
Stand-By Arrangement*	Nov-2012	3,160	—	944	335	Revolution

注：SDRs = Special Drawing Rights 特别提款权；\*这两项安排是作为工作人员层面的协议宣布的，但没有提交基金组织董事会批准

## 2. 1962 年的重新调整和随后的压力

1960 年代，国家在经济中的作用扩大，金融部门和大型企业实行公有制（Mohieldin&Kouchouk，2003）。由于政府在军事和基础设施项目上的高额支出，包括 1967 年与以色列的战争和阿斯旺高坝（建于 1960 年至 1970 年），埃及面临着经济挑战。政治不稳定使经济更加紧张。

为了稳定经济，埃及在 1962 年从与英镑挂钩改为与美元挂钩，将埃及镑兑美元的汇率从 2.87 美元降至 2.30 美元，贬值了 20%。货币贬值得到了 IMF 的两项备用安排（1962 年和 1964 年）的支持，总额为 8200 万特别提款权，以及 1963 年 1600 万特别提款权的补偿性融资贷款。这些努力旨在解决财政和外部失衡，稳定国际收支平衡，支持经济改革，但政治不稳定和与以色列的战争中断了实现这些目标的进程。

## 3. 1973 年多种汇率制度

20 世纪 70 年代，由于 1973 年 10 月的战争和随后的重建需求，埃及面临着经济压力。为了管理外汇短缺和改善贸易平衡，在官方汇率(2.56 美元)上增加了 50 - 55% 的溢价/附加费，有效地将埃及镑贬值至 1.70-1.64 美元，而不改变官方名义汇率。

#### 4. 1979 年的贬值

1973 年 10 月战争之后，安瓦尔·萨达特总统开始从社会主义政策过渡到开放经济政策（Infitah），以实现经济自由化并吸引外国投资，包括用于重建的投资。政府采取措施扩大私营部门的作用，但这些改革进展缓慢，并伴随着通货膨胀和预算赤字的上升。与此同时，埃及从东欧集团转向亲西方的政治立场和经济模式，再加上国内政治的脆弱性，使得包括 IMF 和世界银行在内的捐助者给予了更多的支持（Ikram 2021）。

1977 年，由于食品价格大幅上涨，取消食品和天然气补贴导致了大范围的骚乱。1978 年，IMF 提供了一项价值 6 亿特别提款权的 EFF，为经济稳定和改革提供了额外的财政资助。1979 年埃及镑大幅贬值——从 2.56 美元贬值到 1.43 美元，降幅达 44%——目的是解决不断增长的贸易赤字，刺激经济增长。

#### 5. 1989 年和 1991 年的贬值

20 世纪 80 年代初，埃及面临着石油价格、汇款和旅游收入下降带来的经济压力。这些因素再加上公共支出水平的提高，导致了巨大的财政赤字和外部失衡，包括大量外债的积累，到 1988 年达到了国内生产总值的 175%（Mohieldin&Kouchouk, 2003; Ikram, 2021）。1990 年第一次海湾战争的影响加剧了这种情况。

为了解决汇率高估问题和提高出口竞争力，埃及在 1986-87 年实施了一项改革计划，其中包括重组多重汇率制度和货币贬值。中央银行在 1989-91 年间将埃及镑贬值了三次：从 0.91 美元至 0.50 美元再至 0.30 美元——分别贬值 35%、45%和 40%，导致埃及镑在三年内贬值 80%。在这段时间，实际有效汇率出现相当大的波动，反映了这些经济调整。上述贬值是在 IMF 支持计划的背景下发生的，事实上埃及的确统一了其多重汇率制度。

埃及还在 1987 年获得了巴黎俱乐部的债务处理，将其债务减少了 71 亿美元，随后在 1990-91 年的处理中解决了 211 亿美元的更大债务负担。在此期间，IMF 也发挥了作用，1987 年和 1991 年的备用安排支持了债务注销，并使埃及致力于私有化和经济自由化。

#### 6. 2002 年的贬值和 2003 年的浮动

在 21 世纪初，由于 911 恐怖袭击和第二次海湾战争的影响，埃及经历了外汇短缺和一个更加活跃的外汇平行市场。为了解决这些问题，中央银行于 2002 年将埃及货币贬值至 1 欧元=0.22 美元，并于 2003 年 1 月过渡到管理下的浮动汇率。这一转变旨在消除外汇平行市场，促进更具市场敏感性的货币估值，并提高投资者的信心。

#### 7. 2016 年的贬值

到 2016 年，埃及再次面临严峻的经济挑战，包括高通胀、巨额预算赤字和严重的外汇短缺。2011 年革命后的政治不稳定加剧了这些问题。2016 年 11 月，

央行将埃及镑贬值至 0.06 美元，贬值了 45%，并过渡到自由化的汇率制度。此次贬值是由 IMF 提供的 86 亿特别提款权贷款支持的更广泛的经济改革方案的一部分，旨在解决严重的外汇短缺和恢复投资者信心。这些改革措施包括减少补贴、增加税收和实施结构性改革以促进经济增长和稳定。实际有效汇率亦出现重大调整，表明对外竞争力有所改善。

## 8. 2023、2024 年两次贬值

埃及在 2023 年面临另一场严重的经济危机，新冠疫情、俄乌冲突和巴以冲突加剧了这场危机。为了抑制通货膨胀和吸引外国投资，政府在 2023 年 1 月将货币贬值至 0.03 美元，贬值了 40%，并在 2024 年 3 月实行浮动汇率，埃及镑的官方价值约为 0.02 美元。浮动汇率是为了实现可持续的汇率，提高投资者信心，并解决外部失衡问题。IMF 恢复援助计划并将其贷款从 30 亿美元增加到 80 亿美元，以支持该国的经济改革，其中包括限制大型基础设施项目、改革补贴制度和减少军方的经济影响力。

### 历史背景下的 2023-24 年危机

埃及当前经济危机的特点是困扰埃及经济数十年的常见模式，包括非浮动汇率制度导致的汇率高估、持续的国际收支赤字以及 IMF 要求货币贬值以换取紧急援助的压力。这些周期性危机凸显了埃及经济框架的结构性脆弱性和实施深入改革的挑战性。

埃及的政策方针旨在稳定价格和吸引外国投资，但往往导致官方汇率和平行市场汇率之间的重大偏差。汇率之间的差异反映了潜在的经济失衡，包括财政赤字、生产力低下和外汇储备不足。这种不平衡加剧了对货币的外部压力，迫使货币定期贬值，以使汇率与市场现实保持一致。

埃及经济危机的另一个持久特征是经常性国际收支赤字。这些赤字源于进口依赖、出口增长不足和政府支出水平高等结构性问题，这些失衡导致外汇储备减少，需要外部资金援助。IMF 经常在提供紧急援助方面发挥关键作用，但条件是实施经济改革，包括要求埃及货币贬值，并向更灵活的汇率制度迈进。这些措施旨在恢复外部竞争力和稳定经济。

然而，尽管一再干预和贬值，埃及通常会恢复其汇率稳定和管理的做法。这一模式表明，人们对浮动汇率制度的抵触情绪。回归固定汇率制度是出于社会政治因素考虑，包括对通胀，特别是食品价格，以及潜在的社会动荡的担忧。此外，军方对经济的重大影响，加上地缘政治动态，强化了维持稳定（尽管估值过高）汇率的偏好。

最近的全球和区域冲击加剧了当前的危机，反映了这些历史模式。在 IMF 的救助支持下，埃及于 2023 年 3 月大幅贬值，并于 2024 年 3 月上市，旨在抑制通胀、吸引外国投资和解决外部失衡。但是鉴于埃及历来倾向于恢复固定汇率政策和推迟必要的结构调整，这些改革的可持续性仍不确定。

#### 四. 埃及为何一再面临国际收支危机

分析埃及的历史记录和当前危机，发现有三个关键特征一直导致该国一再发生经济危机：（1）在持续的内部和外部失衡中实行固定汇率；（2）对地缘政治租金的依赖，往往导致对 IMF 计划的需求；（3）治理问题，包括国家和军队的主导作用、问责不足和任人唯亲。

在我们看来，理解埃及的汇率政策需要考虑更广泛的经济和政治经济模式、国家和军队的重要作用以及政府对补贴的使用。这些因素塑造了经济格局，并影响汇率决策的结果和有效性。军方的巨大经济影响力和广泛的补贴制度创造了一个将汇率稳定的过程和结果都复杂化的环境。

#### 汇率政策和潜在的担忧

自 1952 年成立共和国以来，埃及经历了经常性的结构性预算和经常账户赤字，通常由外部援助和债务融资提供资金，造成偶尔的债务危机。由于当局没有充分调整财政和货币政策来解决埃及的失衡问题，因此有必要让汇率稳步贬值。然而，该国通常选择保持固定汇率或高度稳定的汇率，这种做法加上经常账户困难，一再导致国际收支问题。作为回应，埃及当局被迫对汇率政策做出断断续续的改变，如逐步贬值和/或突然实施爬行钉住或浮动，尽管随后通常会恢复汇率稳定。这些调整也往往伴随着多种汇率、外汇和贸易限制以及中央银行的干预。通常情况下，货币贬值或汇率制度的变化发生在与 IMF 的艰难谈判之后，因为埃及经常抵制 IMF 在汇率政策、补贴改革和私有化方面的条件。

灵活的汇率为许多经济体带来了好处，因为它保持了外部竞争力，并能更好地适应冲击（Irwin & Obstfeld, 2024）。然而，埃及长期以来一直在犹豫是否采取灵活的汇率制度。虽然讨论汇率灵活性的程度(例如，有管理的浮动)是否适合埃及是合理的，但很明显，该国现行的固定汇率或高度稳定的汇率政策并没有很好地起到作用。这种偏好背后的因素更多源于经济和社会政治考虑。

**进口替代政策和弹性悲观：**自 1952 年以来，埃及的发展战略一直侧重于进口替代。这种方法通常涉及维持高关税和高估汇率，以降低进口替代产品的中间投入的进口成本。此外，人们普遍存在弹性悲观情绪，这导致人们怀疑汇率贬值对促进出口的好处，并担心出现紧缩性贬值。

**对通货膨胀和社会不稳定的恐惧：**埃及对灵活汇率的担忧的核心是通货膨胀的风险，特别是食品价格。埃及是世界上最大的小麦进口国。任何显著的货币贬值都可能大幅增加粮食进口成本，提高面包和其他主食的价格。这种情况可能会威胁社会稳定，因为普遍可负担的食品和燃料对埃及的社会契约至关重要。为了支持人口和管理这些风险，政府通过控制和补贴将食品和燃料价格保持在低位。这一政策在很大程度上依赖于维持汇率稳定。当局有时试图改革补贴制度，但这些努力在改进该制度或使其更有针对性方面通常是无效的。

**对不断增加的偿债支出的担忧：**推动埃及汇率政策的另一个潜在问题是其庞大的外债，IMF 预计其外债将在 2023/24 财年超过国内生产总值的 59%（IMF, 2024a）。这些债务大部分是以外币计价的。埃及镑的任何贬值都会增加偿债负担。

除了这些埃及与许多其他发展中国家和新兴市场经济体共有的原因外，地缘政治和埃及的经济治理模式也发挥了关键作用。

### **地缘政治安全网与对改革的自满**

埃及坚持维持其汇率政策得益于外部融资的可获得性。这种支持通常以贷款（来自官方贷款人和市场，后者通常是短期的）、赠款和各种国际合作伙伴的债务减免的形式出现，其主要动机是埃及的战略地缘政治意义。这种资金流入为维持该国的钉住汇率制度和长期为预算融资提供了必要的流动性，有效地推迟了进行更多根本性经济调整的需要。然而，这种依赖外部资本流动来维持人为稳定的汇率和偿还先前的外债掩盖了潜在的经济脆弱性，推迟了对长期财政可持续性至关重要的改革。

埃及因其战略地位，包括对苏伊士运河的控制、军事实力以及 1979 年与以色列签订的和平条约，在中东政治中发挥着举足轻重的作用。这一地位或多或少确保了国际援助和支持的持续流动，特别是在危机期间。近年来，不仅美国及其盟国和 IMF 提供了金融支持，中国也提供了金融支持（CRS, 2023）。然而，这种地缘政治的突出地位导致了埃及对“地缘政治安全网”的依赖，使埃及能够拖延必要的经济改革。

但该国的地缘政治重要性并不是一成不变的。受地区动态和全球战略利益变化的影响，它不断变化。在加沙局势升级之前，埃及的地缘政治地位明显下降，海湾合作委员会国家的援助减少，国际金融机构提供财政生命线的意愿下降就是明证。

在巴以冲突期间，埃及地缘政治重要性的复苏似乎加强了政府对“地缘政治租金”的依赖，使得经济改革继续拖延。埃及在危机期间对这种国际援助的预期——这种预期通常被证明是正确的——削弱了应对核心经济挑战的动力，如军方在各个经济部门的主导地位、补贴改革的紧迫性以及更灵活的汇率政策的需求。

### **国家和军队主导的经济**

埃及的经济是由国家主导的，军队发挥着举足轻重的作用（Sayigh, 2019），自 20 世纪 90 年代以来，任人唯亲的现象有所增加，主要政党（Diwan, Keefer&Schiffbauer 2019; Ikram, 2021）。有政治关系的公司由于更容易获得公共资源和更宽松的监管而蓬勃发展。

军方控制着经济的重要方面，包括公共企业和部分私营部门，并受益于优惠税收待遇、降低进口税、补贴能源和获得外汇。许多国家控制的地区，包括

那些由军方管理的地区，注重进口替代，并倾向于维持高估的汇率。自 2013 年政变以来，军方的经济优势有所增长。它监管重大建设项目和基础设施，显著增加了政府债务。这一转变加剧了结构性经济问题，如失业（特别是年轻人）、生产率低下以及能源和房地产以外领域的投资受限。

目前军方是主要的土地所有者，其政治影响力使其能够获得合同并享受税收和关税豁免，这使其比民间竞争对手更具优势。军方主导的经济活动所带来的利润很少惠及政府文职机构，这凸显了政治控制如何胜过经济效率和生产率增长。军事财政和免税的不透明也引发了对问责制度和公平性的担忧。

尽管军队在一些国家的政治和经济体系中的作用支持了结构转型和增长（如皮诺切特治下的智利、1988 年前的韩国和 20 世纪 80 年代初的土耳其），但埃及的军队经常实行干涉主义和内向型经济政策。这种集中控制模式阻碍了效率和响应能力，而这在私营企业系统下可能更容易实现。这些因素导致了埃及的低增长率和持续的财政和国际收支困难。

其他国家在军事统治下的经历也不乏经验教训。在韩国，军方认识到向外向型经济政策转变的重要性，尽管这需要与产业政策与激励制度相结合。出于对美国支持下降的担忧，从 20 世纪 60 年代开始，韩国领导人将安全和经济发展的需要联系在一起（Ikram & Nassar, 2022），并改变了经济政策和实践的方向，朝着更具竞争力的出口导向型经济发展。

另一方面，巴基斯坦在经济战略方面保持不变。军方仍然严格控制着国家的政治和经济——尽管与埃及相比，巴基斯坦允许更多的平民参与。巴基斯坦继续依赖地缘政治租金作为金融安全网，尽管自美国结束对阿富汗的介入以来，其地缘政治重要性有所下降。到目前为止，军方和文职的精英们都认为，都认为他们可以在不进行实质性改革的情况下维持自己的利益，并在经济和政治上生存下去。因此，他们——就像埃及一样——用类似的政策（包括汇率政策）经历了断断续续的危机。

## 五. 这次会不一样吗？

一次又一次，埃及对固定汇率或高度稳定汇率的追求导致了其国际收支困境。灵活汇率并不能解决新兴市场国家的所有宏观经济困难，其中包括随着更多地使用美元计价和价值链的全球化，贸易对汇率变动的敏感度下降。尽管如此，埃及需要考虑更灵活的汇率，以使其免受不利的全球经济冲击，并允许更大的政策空间来解决其结构性外部和财政失衡的后果（图 3），特别是考虑到其对国际资本流动的长期依赖。

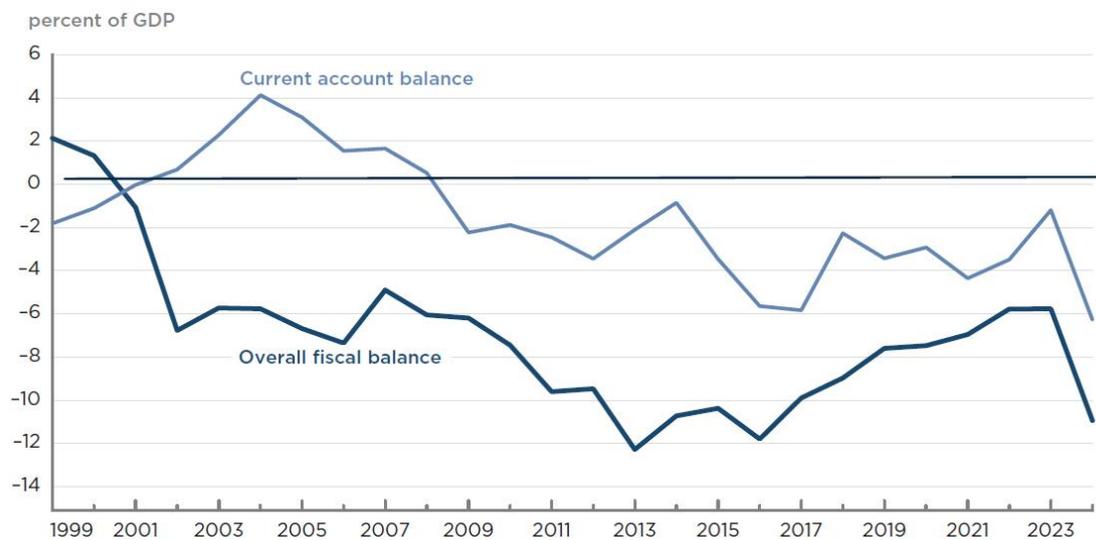
几十年来反复出现的危机清楚地表明，埃及需要改弦更张，进行涉及治理和机构的改革。在它面前有两条路：一条是狭窄的，充满挑战和潜力的；另一种是老生常谈的，熟悉的，可能会造成未来危机和风险的。让我们考虑一下各种选择。

### 场景 1：挣脱束缚

这条道路包括一系列大胆、持续的改革，旨在解决埃及经济困境的根本问题。

治理改革是第一支柱，或许也是最具挑战性的支柱。减少军队的经济主导地位包括提高透明度和执行反腐败措施。这意味着重新定义国家-市场关系，允许私营部门增长、创新和军事控制部门以外的多样化。它还包括创造一个公平竞争的环境。加强问责制至关重要。这种问责制可以通过加强司法独立、改善公共财政管理和培养精英文化来实现。这些措施将有助于建立对该系统的信任，提高经济效率，并促进公共财政管理。但只有在现行的政治经济模式明显站不住脚的情况下，军方才可能同意改革。

图 3 1999-2024 年埃及财政和经常账户余额



资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》数据库

其次，重新考虑对地缘政治租金的依赖。从历史上看，埃及一直利用其战略地位来确保国际援助的稳定流动。这往往拖延了必要的改革。为了打破这一模式，埃及必须利用其战略重要性，不仅是为了获得短期援助，而是要成为持久经济稳定和增长的催化剂。促进经济基础多样化和私营部门增长，以及吸引非传统部门的外国直接投资是至关重要的步骤。为了有效管理资源和减少财政对外部生命线的依赖，还需要更强大的机构和更好的监管。

最后，放弃固定汇率。灵活的汇率允许货币浮动，以适应市场实际情况。这可以缓解失衡，提高竞争力。当然，这种转变并不容易。通胀压力，特别是食品价格方面的通胀压力，是一个重大问题。但有了有针对性的社会保障网络，政府可以在保护最弱势群体的同时，让经济得以喘息。采用灵活的汇率还意味着促进更大程度的财政自给自足，减少对外部融资的依赖。在这方面，补贴改革和创造有利于投资的环境将是关键的补充政策。

### 场景 2：永恒的循环

在这种情况下，埃及坚持它所熟悉的治理框架：回归固定汇率，依赖地缘政治租金，并允许军队继续深深扎根于经济中。这是烂熟于心的剧本。但历史表明，这种方法就像试图将皮球浸入水中。最终，市场现实的力量会将其重新推高。

高估的汇率导致持续的外部失衡。货币失调变得非常明显，国际收支赤字膨胀。进口依赖度仍然很高，出口增长不足，政府支出继续增加。外汇储备减少，呼吁国际援助的循环重新开始。IMF 登场，上演了人们熟悉的货币贬值和承诺改革的剧本。这些干预措施提供了暂时的缓解，但它们很少能解决根本原因，让潜在问题恶化，直到下一次危机爆发。

与此同时，治理问题依然存在。军方对重要经济部门的控制和任人唯亲的盛行扼杀了效率和创新。经济增长依然乏力，社会经济问题依然存在。新一轮危机和救助的循环即将到来。

### 展望未来

这次会不一样吗？可能不会，因为改变的可能性很小。有几个因素可能会使现状得以延续（如情景 2 所述）。包括军方、官僚机构和部分私营部门在内的许多团体，都在现状中有着相当大的、根深蒂固的利益。他们不会成为变革的推动者，除非政权的存在处于危险之中，而且可以说，对于内部人士来说，当前的危机在政治上似乎仍然是可控的。公众的抵制是有限的，地缘政治租金的流动和市场情绪的转变让埃及得以蒙混过关。

因此，很难想象埃及目前的经济困境会促使当局着手进行深度改革。我们倾向于认为，经济困难的反复循环——包括创造就业机会不足、财政和对外收支平衡方面的结构性赤字以及对固定或过于稳定的汇率的依赖——可能会继续下去。包括 IMF 和世界银行在内的国际社会可能会继续为埃及提供金融安全网。

---

本文原题为“Egypt’s 2023–24 Economic Crisis: Will This Time Be Different?”。作者为 Ruchir Agarwal 和 Adnan Mazarei。Agarwal 是哈佛大学肯尼迪学院 Mossavar-Rahmani 商业与政府中心（Mossavar-Rahmani Center for Business & Government, M-RCBG）的研究员；Mazarei 是彼得森国际经济研究所的非常驻高级研究员。本文于 2024 年 8 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 对美国贸易赤字的误解搅乱了经济政策辩论

Maurice Obstfeld /文 熊春婷/编译

导读：本文主要研究美国贸易赤字的原因，并指出“将美国贸易赤字的根源归咎于国外因素”这一观点并不完全正确，作者认为尤其是2002至2006年期间，美国经常账户赤字不断增加的现象是由两种驱动因素造成的：美国利率下降，特别是国内借贷限制放松导致金融环境更加宽松。编译如下：

在2024年美国总统大选的喧嚣中，两大政党之间虽然相互竞争但抱有共同的政策想法——对经济开放抱有深深的不信任。两个政党都更有可能对国际贸易有所抵触，而不是像前几任美国总统一样认为参与国际贸易经济充满了机会。美国总统小约瑟夫·R·拜登（Joseph R. Biden Jr.）延续了上任总统特朗普（Donald Trump）的限制性贸易政策，并在某些情况下强化了限制性政策。近期特朗普宣称如果他在2025年重返白宫，他将进一步加大赌注。

在特朗普的世界观中，正如在许多共和党和民主党同僚的世界观中一样，20世纪90年代末美国出现的巨大而持续的对外贸易逆差在美国去工业化中发挥了核心作用。来自中国的进口及其对美国中心地区的负面就业影响——“中国冲击”——是美国对国际贸易产生不满的主要原因，这通常与中国的贸易顺差有关。事实上，当前围绕美国贸易政策的大部分动荡都源于1998年至2008年的十年间。在这十年间，全球经常账户失衡达到了前所未有的水平，美国经常账户赤字在2006年达到了创纪录的GDP的5.9%，而中国的盈余在2007年达到了GDP的9.9%。

这种分析或明或暗地认为，美国对外国合作伙伴的赤字是由外部事件或国外的政策决定强加给美国的——例如，中国巨额盈余背后的因素。据此，一些人得出结论，美国应该通过对对外贸易征税或限制贸易数量来限制进口，从而保护本国免受经济危机的影响。

然而，这种认为庞大的美国经济受外国经济力量的无助受害者的想法扭曲了现实，并导致了错误的政策结论。

这份政策简报对美国1998-2008年的外部赤字主要是从世界其他地区输入的宏观经济说法提出了质疑。当前有两种主流理论。一种观点认为，美国因追求更自由的贸易而使自己面临来自贸易伙伴的不公平竞争。因此，美国进口增加，而出口下降。另一种理论，即“全球储蓄过剩”理论及其变体，认为更高的海外净储蓄创造了要求美元升值和平衡美国贸易赤字的全球宏观经济条件。当然，在实践中，任何将导致贸易赤字的因素分为国内和国外两部分都是有争议的，因为国内经济传导机制调节着外国冲击对赤字的作用方式。而且，国内和国外的冲击总是在起作用。这份政策简报列出了两种主流理论，虽然它们简单且不充分。一种理论是错误的；另一种是不完整的。

将贸易自由化视为赤字的主要原因是完全错误的。赤字是一个经济体集体决定储蓄和投资的宏观经济结果。更自由的贸易是否会比储蓄更多地增加投资(要扩大赤字,这是必须的)尚不清楚,但如果确实如此,投资驱动的赤字可能对经济有利。

全球储蓄过剩的故事本质上是宏观经济的,因此从表面上看更可信。尽管如此,我认为它过于简单化,因此不完整。对于1998-2001年亚洲金融危机期间和之后美元大幅升值的年份,这一观点更有说服力。在2002-2006年期间这一观点就不那么令人信服,这期间美元贬值,美国经历了一场注定以悲剧告终的房地产繁荣。在第二个时期,美国在全球市场的债务发行为高消费(相对于收入而言)和房地产市场的繁荣提供了资金,因此金融资本从海外净流入美国。在任何时候,资本都会流出和流入美国,总流量通常远高于弥补经常账户赤字所需的净额。然而,在2002-2006年期间,美国对外资的拉动主导了外资对美国的海外推动。

弄清历史很重要,因为它继续给当前关于贸易政策的辩论蒙上长长的阴影。错误的诊断既可能导致破坏性的贸易政策,也可能无法解决损害美国经济的国内经济扭曲。

### 1. 指责外国人

美国前贸易代表罗伯特·莱特希泽(Robert Lighthizer)在其新书《没有自由的贸易》(No Trade Is Free)中写道,美国“长期的巨额贸易赤字讲述了一个国家未能保护自己利益的故事”(莱特希泽,2023,第25页)。有人可能会同意这一总体评估,同时得出不同的政策结论,但按照莱特希泽的说法,所需的保护是不受外部经济力量的影响。他列举了1995年世界贸易组织(WTO)的诞生,2001年中国加入WTO,将美元作为储备货币和避险货币的海外需求,以及所谓的海外消费不足。

莱特希泽还指责外国经济政策,包括“货币操纵、政府在产能和相关基础设施上的定向支出、进口限制、剥削性的银行系统、劳动力不流动、工资抑制以及类似的计划。这是不公平的贸易”(第30页)。他对不公平贸易政策的一些抱怨是合理的——这些政策会扭曲全球贸易,损害贸易伙伴——但他没有承认,美国赤字的某些来源以及批评者认为的负面影响可能来自美国自身。如果是这样的话,美国没能保护自己的利益,主要原因不是来自外国人,而是来自自己。

戈登·汉森(Gordon Hanson, 2024)是一篇关于中国冲击的基础实证论文(Autor, Dorn, and Hanson 2013)的合著者,他在对莱特希泽的书的评论中,反驳了作者关于“世贸组织在美国贸易赤字中的作用和关税的纠正潜力”的观点。正如汉森所指出的,贸易差额等于出口减去进口,尽管贸易政策发挥了一些作用,但宏观经济因素是最重要的:进口随着国内总支出的增加而增加,总支出影响可用于出口的国内产品的数量,当总支出增加时,美元的外汇价值往

往会上升。这些联系确保了经常账户余额恰好等于国民储蓄减去国内投资，因为任何超过居民储蓄额的投资都必然是由海外资本流入提供融资的。关税和其他贸易壁垒不能影响贸易赤字，除非它们转移储蓄或投资，对美国来说，几乎没有证据表明关税和其他贸易壁垒在数量上对贸易赤字起了决定性作用。

虽然汉森准确地指出了赤字的宏观经济性质，但他与莱特希泽一样，将赤字的来源归因于外生的海外市场发展（汉森，2024，170-71）：从1998年到2008年，美国贸易赤字确实有所上升，但在2010年代初回落到1999年的水平，原因不是世贸组织，而是1997年亚洲金融危机，之后亚洲央行通过购买美国国债大幅增加了外汇储备，这导致美国拥有更大的资本账户盈余，即流入美国的资本多于流出的资本。美国通过进口大于出口来抵消资本账户盈余。美国的贸易平衡受到了影响，因为美国国债仍然是世界各国央行的首选外国资产，这推高了美元的价值，使进口商品变得更便宜，而美国出口变得更昂贵，造成了巨大的贸易赤字。

汉森的解释是本·伯南克（Ben Bernanke，2005）提出的“全球储蓄过剩”理论的又一版本，“全球储蓄过剩”理论是在亚洲危机爆发数年后，美国外债达到峰值前不久提出的。这一观点认为，亚洲危机引发了危机国家和其他国家自我保险的趋势，这些国家积累了外汇储备，其中大部分是美元。伯南克指出，1998年后全球储蓄的增加也主要是因为石油出口国盈余，但与东亚盈余国情况一样，这些储蓄者希望持有美国资产，而美国别无选择，只能满足外国需求。

汉森（2024）本人并没有得出这一结论：认为美国资本流入的因果作用证明了限制资本流入从而能降低经常账户赤字是合理的。然而，其他评论人士则持不同意见。正如莱特希泽（Lighthizer，2023）在某本书中引用，马修·克莱因（Matthew Klein）和迈克尔·佩蒂斯（Michael Pettis，2020，214）曾断言，“美国经常账户赤字的持续存在只能用海外过度储蓄以及美国在吸收这些过度储蓄中的作用来解释。”佩蒂斯（Pettis，2024）认为，美国应该对外国资本流入征税，以削弱美元并减少贸易赤字。他认为这是许多弊病的根源，例如破坏比较优势的运作。

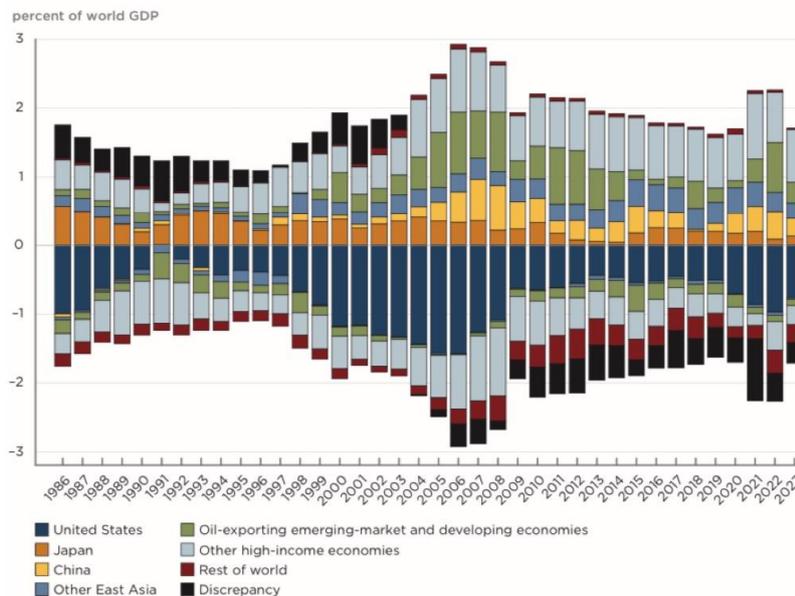
对汉森、克莱因和佩蒂斯以及莱特希泽来说，强势美元在调节美国对外赤字扩大方面发挥了核心作用。与这一观点一致的是，特朗普的经济团队计划推行弱势美元政策。如果他当选，可能会迫使美联储帮助其实现美元贬值。

## 2. 符合事实

图1显示了自20世纪80年代中期以来全球经常账户失衡的演变，当时美国赤字在里根政府时期达到了前所未有的高点。黑条是全球经常账户余额的统计差异，这种差异是由于国际收支统计中的测量误差造成的。我将其定义为缺失的经常账户盈余（当为正数时）或赤字（当为负数时），这将使所有国家的经常账户余额总和等于零。例如，当它为正数时，总测量盈余低于总测量赤字。

全球失衡在 1998-2008 这十年间急剧扩大，直到 2009 年才有所放缓。在 2006 年的高峰时期，全球失衡达到了全球 GDP 的近 3%。如图 1 所示，1998-2001 年（扩张开始时）的主要事实是美国赤字的上升。包括“其他东亚地区”（包括新兴工业化的香港、韩国、新加坡和台湾）在内，总账盈余方面的失衡没有可比性。

图 1：1986-2023 年按国家集团分列的全球经常账户失衡总额

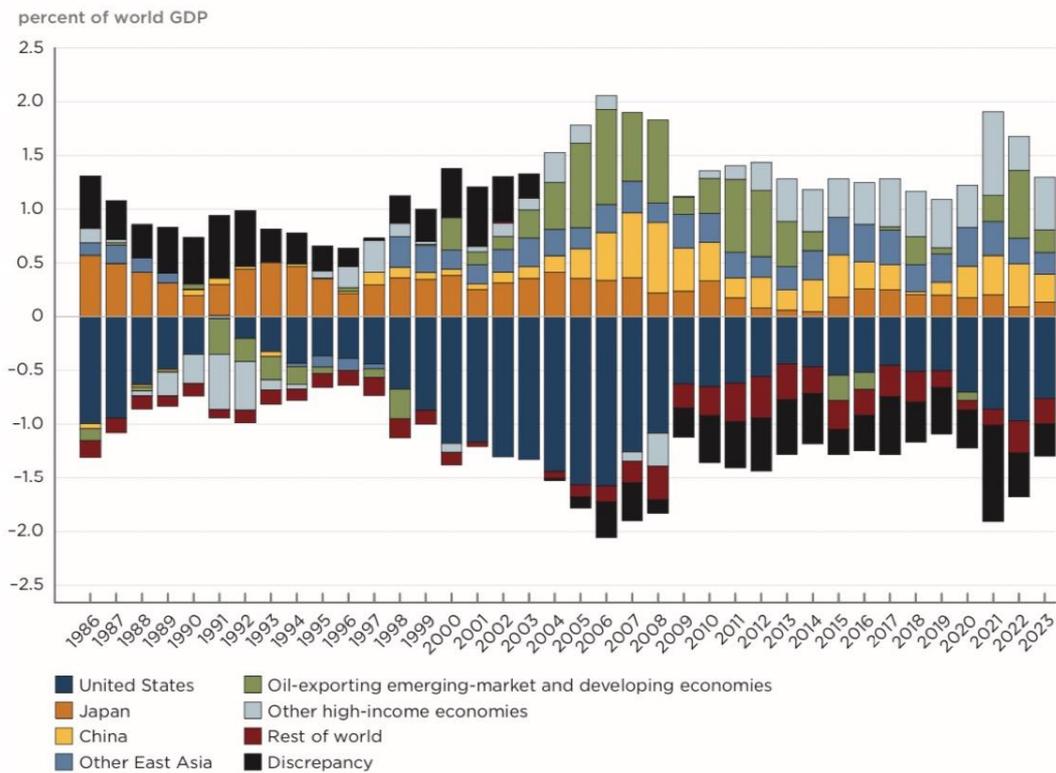


资料来源：国际货币基金组织，世界经济展望数据库，2024 年 4 月，1997 年以前的中国数据来自世界银行，世界发展指标。

这些数据足以说明亚洲危机国家并非美国赤字的主要驱动因素（或许 1998 年除外），但无法解释的全球差异也在 1997 年后开始增长，并在 2001 年达到顶峰。在全球层面上，2003 年全年出现了“缺失的经常账户盈余”，这种盈余无法可靠地归因于任何一组国家。这种差异似乎不太可能完全是由于亚洲危机国家未报告的盈余造成的，但根据目前可获得的信息，没有办法确定原因。

国家分组内的净盈余和赤字是另一种全球失衡现象，正如图 2 所示。从 2003 年开始，石油出口新兴市场和发展中经济体（EMDEs）的净盈余与美国不断增长的赤字增长形成鲜明的对比，2005 年中国也加入了对比行列。同样是在 2005 年，随着差异的迹象翻转，缺失的全球盈余变成了明显缺失的全球赤字。

图 2：1986-2023 年按国家集团分列的全球经常账户失衡净额



资料来源：国际货币基金组织，世界经济展望数据库，2024年4月，1997年以前的中国数据来自世界银行，世界发展指标。

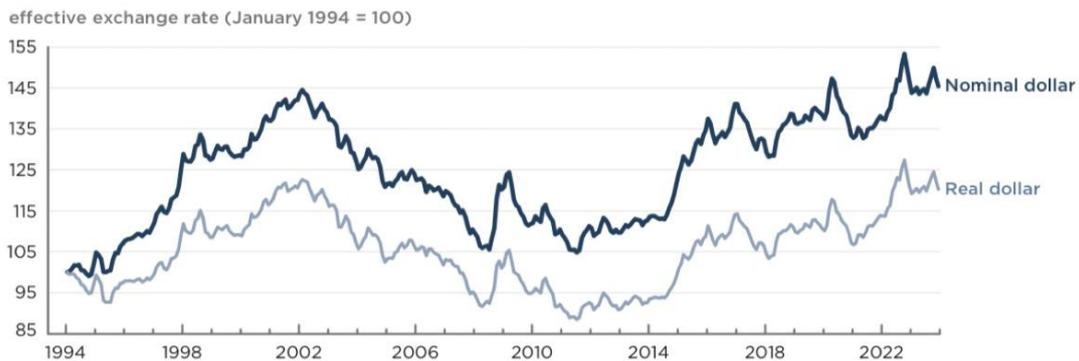
2005-2008年，图2所示的大部分经常账户净赤字都能在石油出口国EMDEs、中国和日本找到相应规模的经常账户盈余。

简单考察全球失衡模式，可以得出三个初步结论：亚洲危机国家不太可能在美国1998-2008年赤字中扮演主导角色；自2003年以来，石油国盈余一直是美国赤字的对应面。中国出现巨额盈余大概要晚10余年。然而，值得再次强调的是，本世纪初的全球经常账户差异使得很难准确地确定与美国赤字规模相对应的盈余，因为美国正在出现历史性的巨额赤字。

## 2.来自美元的线索

全球储蓄过剩理论的支持者认为，外国对美国资产的需求推高了美元汇率，在一定程度上加剧了贸易逆差。从表面上看，这种简单的叙述似乎是合理的，但美元在1998-2008年期间的表现展现了一种更为微妙的情况。

图 3：1994 年 1 月至 2023 年 12 月美元的名义和实际有效汇率



注：1994 年 1 月，这两个数列的基期都改为 100。

资料来源：国际清算银行，月度广义美元指数。

图 3 显示了美元的名义和实际有效汇率。美元从 1990 年代中期开始升值，一直持续到 2002 年第二季度，这可能与外国投资者对美元需求的增加相一致。但随后它开始明显贬值，这一过程一直持续到 2008 年第三季度。

这一长期贬值阶段与以下理论不符：外国资本流入继续推高美元，使美国出口产品在国际上的竞争力下降，而进口产品对美国消费者来说更便宜，从而扩大了美国的贸易赤字。事实上，在从 1997 年（当时占 GDP 的 11.1%）下降到 2002-2003 年的 9% 左右后，美国出口开始强劲而稳定地扩张（2008 年占 GDP 的 12.4%），直到雷曼兄弟（Lehman Brothers）破产导致全球经济陷入混乱。尽管如此，美国的净出口赤字还是增加了，因为进口比出口增长得更快。

表 1 显示了 1997-2009 年间美国经常账户占 GDP 的比例和美元名义汇率的变化。1997 年至 2002 年间，随着美元升值 20%，美国对外赤字占 GDP 的比例上升了 2.5 个百分点。这是伯南克（2005）的全球储蓄过剩账户最可信的时期，尽管正如我所指出的，对应的盈余无法在数据中完全识别（由于错误和遗漏），并且在此期间测量的中国盈余数据仍然相当温和。然而，在 2002-2006 年期间，由于美元贬值 14%，美国对外赤字占 GDP 的比例增加了 1.7 个百分点。这与以下观点不一致：海外资本流入(全球储蓄过剩)扩大了对美国资产的需求，美元走强，从而美国贸易赤字扩大。然而，这一时期正如全球储蓄过剩理论中所强调的一样存在以下 2 个特点：中国经常账户盈余的扩大和石油出口国经常账户盈余的扩大。

表 1：1997-2009 年美国经常账户/GDP 比率和美元有效名义汇率的变化

Time period	Change in ratio of current account to GDP (percentage points)	Change in US dollar effective nominal exchange rate (percent)
1997-2002	-2.5	20.3
2002-06	-1.7	-13.6
2006-07	0.8	-9.0
2007-08	0.4	9.9
2008-09	2.1	-7.6

注：名义有效美元汇率为每月国际清算银行（BIS）名义广义美元指数。一段时间内汇率的年度变化是一月份数值之间的对数差异。例如：2002-2006 年的汇率变化被计算为 2003 年 1 月和 2007 年 1 月之间的变化，正变化是名义有效升值。

来源：IMF 的美国经常账户数据，世界银行展望数据库，2024 年 4 月。

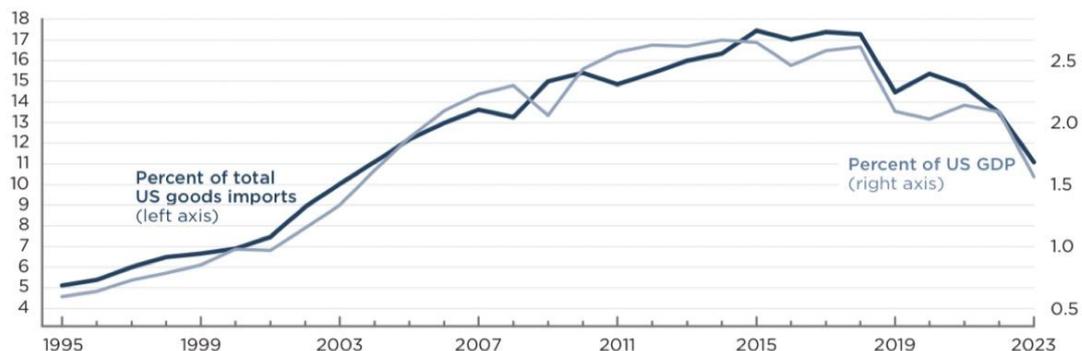
表 1 的其余部分列出了三个特别动荡的年份。2006-2007 年美国房地产繁荣结束，美国赤字占 GDP 的比例下降了近 1 个百分点(尽管东亚整体盈余扩大)，美元下跌了 9%，2007 年 12 月美国经济开始衰退。第二年，由于世界金融市场的恐慌，美元大幅升值，同时美国赤字略有下降。2008-2009 年，随着美国衰退加深，美联储首次推出量化宽松举措，全球金融恐慌最严重的时期过去，美国赤字大幅减少，约占 GDP 的 2.1 个百分点。

该表的一个含义是，美元汇率的逐年变动与经常账户之间缺乏简单的关系。尽管美元贬值降低了美国出口价格，并提高了美国的进口成本，但如果美国的总体支出（包括可贸易商品）同时增加，美国的净出口仍可能下降，正如 2002-2006 年美国赤字大幅增加所表明的那样。

### 3.美国 2002-2006 年的赤字增长主要是由美国造成的。

2002-2006 年间美国外部赤字的进一步扩大，在关于美国去工业化的背景下显得尤为突出。在那些年里，中国的经常账户盈余开始激增（图 1 和图 2），其对美国的出口也是如此（图 4），而美国制造业就业比例则大幅下降。但与此同时，美元大幅贬值。尽管美元走弱，但赤字仍急剧增长，因为美国不断膨胀的支出进一步扩大了贸易赤字。如上所述，美国出口增长，但进口增长更快。

图 4：1995-2023 年美国从中国进口的商品占美国商品进口总额和国内生产总值的比例



资料来源：美国人口普查局和美国经济分析局。

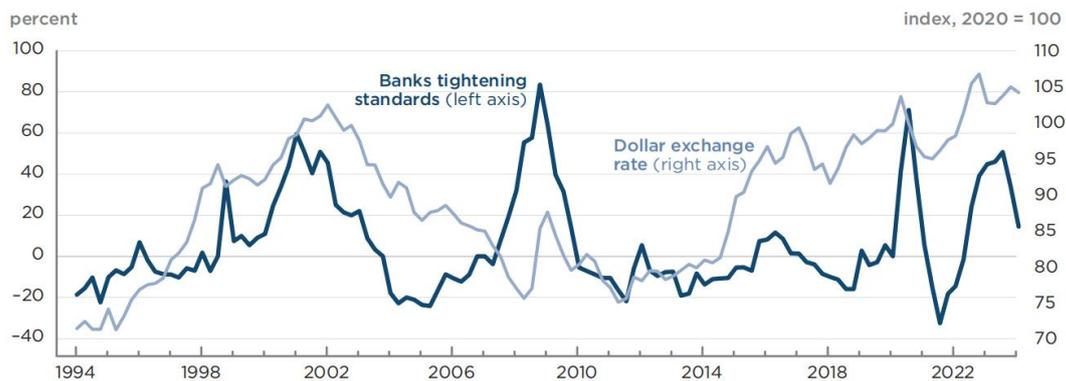
对作用机制的总结如下：美国的低利率，特别是美国其他金融条件的放松，使得房价、股价和消费支出大幅上涨，同时美元走软。更高的消费蔓延到进口和非贸易美国产品，从制造业出口部门抽走资源，同时增加了净出口赤字。尽管美国消费支出的总体水平较高，但需求从进口竞争商品转向更便宜的中国进口商品有助于解释中国冲击——即使美国贸易赤字较小，这种转变也会发生

更准确地说，流入美国的资本增加（与外国商品和服务赤字增加相对应）是这些事态发展的结果，而不是原因。诚然，美联储的利率政策和长期美国债券利率行为在一定程度上是对全球低利率和全球对美国安全资产需求的回应，但资本流入美国是美国房地产泡沫或经常账户赤字主要原因的说法并不准确。这些论点已在其他地方详细提出（Obstfeld 和 Rogoff，2010 年），并得到后续研究的支持，其中一些将在下文讨论。

鉴于美国经济疲软，美联储于 2001 年 1 月启动了一个宽松周期，将美国政策利率降至欧洲关键政策利率之下。简·多科（Jane Dokko）及其同事（2011，265）指出，在美联储于 2004 年中期启动逐步紧缩周期之前，“联邦基金利率在 2003 年和 2004 年处于过去五十年历史区间的低端”。从 2002 年第一季度开始，美国当前和预期未来的货币政策立场推动了美元的贬值。宽松的货币政策也支持了消费和房价上涨，尽管这些影响的强度存在争议。

其他几项研究反驳了以下观点，即更多的资本流入美国，导致美国利率下降，从而推动了房地产市场的繁荣。戴维·莱布森（David Laibson）和约翰娜·莫勒斯特罗姆（Johanna Mollerstrom）（2010）指出，全球储蓄过剩本应引发美国国内投资热潮。然而，2001-2002 年和 2005-2006 年间，美国私人非住宅投资仅略有增长，而住宅投资增长更多，只占 GDP 的一小部分。作者认为这是住房资产价格泡沫，而不是外国储蓄刺激了消费和赤字的证据。Andrea Ferrero（2015）认为，美国信贷和偏好冲击是住房价格和经常账户之间负相关的主要原因。杰克·法维卢基斯（Jack Favilukis）及其同事（2013）认为，外国资本流入安全的美国资产——例如，外国央行购买美国国债——对美国房价产生了两种相反的影响，这两种影响大致相互抵消：虽然这些资本流动导致利率下降，从而支撑房价，但它们同时推动美国居民购买风险更高的资产，从而倾向于提高国内风险溢价并降低房价。根据 Favilukis 等人（2013，238），“繁荣时期房价租金比的急剧上升必须归因于风险溢价的整体下降，而不是利率的下降。”他们广泛记录了流入美国的资本与房价之间联系的实证弱点。

图 5：银行贷款标准和名义美元汇率，1994 年 1 月至 2024 年 1 月



注：“银行收紧标准”系列显示银行收紧对大中型企业的商业和工业贷款标准的净百分比。来源：银行贷款标准数据来自联邦储备系统理事会通过联邦储备经济数据（Fred）（DRTSCILM 系列）收集的银行贷款实践高级贷款办公室意见调查（SLOOS）。美元的广义有效名义汇率是国际清算银行的数据，通过 Fred（NBUSBIS 系列），从月度数据转换为季度数据。

与 Dokko 等人(2011)和 Ferrero 等人(2015)一样，Favilukis 等人(2013)将房地产繁荣与金融市场创新联系起来，金融市场创新使借款人(尤其是抵押贷款借款人)更容易发行债务。这些创新包括非传统抵押贷款的快速增长，以及由于贷款模式的传播而导致的更宽松的贷款标准。房屋升值反过来又进一步放松了抵押品限制。即使储蓄过剩故事的核心资本净流入并没有导致房地产繁荣，而是在很大程度上反映了繁荣，流入住房金融的外国资本总额(它们本身由美国的资本外流提供资金)在缓解美国金融状况方面发挥了重要作用(Acharya 和 Schnabl 2010, Bertaut 等人 2012)。

彼得·利恩·约尔根森（PeterLihnJørgensen，2023）在一个动态宏观经济模型中将主题结合在一起，该模型将 2000-2002 年美国住房升值解释为全球储蓄过剩的产物，但将随后的升值归因于 2006 年放松美国借贷限制。该模型还涵盖了 2000 年至 2006 年间美国经常账户赤字的稳步增长，以及这一时期美元第一阶段的升值和第二阶段的贬值。

值得重申的是，2002 至 2006 年期间，美国经常账户赤字不断增加，美元贬值是由两种现象的共同驱动因素造成的：美国利率下降，特别是国内借贷限制放松导致金融环境更加宽松。这些因素推动了住房升值和消费增长，进而影响到进口，导致进口增长快于出口。它们还通过传统的利率渠道鼓励美元贬值，因为宽松的借贷限制使美国居民能够在全球市场上发行更多以美元计价的债券。促进这一进程的是私人证券化热潮，允许将非流动性贷款转换为可交易的美元债券。

最近的学术研究支持这一主题，即更宽松的（和全球）金融状况与美元汇率走弱相关（例如，见 Avdjiev et al. 2019）。图 5 绘制了美元的名义有效汇率与美联储的数据，这些数据来自高级信贷员意见调查(SLOOS)，涉及美国

银行收紧对大中型市场公司的商业和工业贷款标准的净百分比。信贷标准的严格程度与美元走强有着显著的一致性。1994-2023 年季度数据中两个系列之间的相关系数为 0.39。

#### 4. 结论

2000 年代的流行观点如下（如克莱因和佩蒂斯的 2020 年和莱特希泽的 2023 年）：即对外贸易顺差必然导致美国贸易逆差，美国出口萎缩，美国工业基础空洞化。在这些观点中，外国盈余可能产生于不公平的贸易做法，这种做法有利于外国出口，而不利于来自美国的进口。另一种情况是，国外盈余可能来自国外的过度储蓄，反映在资本流入美国金融市场并导致了同等规模的贸易账户赤字。20 世纪 90 年代末亚洲金融危机后，支持全球储蓄过剩的人也同样倾向于将美国贸易赤字的根源归咎于国外因素。

但贸易伙伴的商业政策不太可能解释美国贸易赤字，其根源主要是宏观经济。然而，全球储蓄过剩假说在解释 1998 至 2001 年间美国外部赤字的最初扩张方面很有价值，尽管国际收支数据的缺口导致我们无法进行全面评估。这一假设不太适用于之后美国赤字的进一步扩大的情况——这是美国房地产升值最快的时期，也是美国从中国进口增长更快的时期。

在这些年里，不断扩大的外部赤字主要是由美国国内因素推动的，特别是房地产繁荣，而房地产繁荣本身主要不是因为资本净流入。主要原因是美国的金融条件宽松，其形式是金融创新促进了借贷限制的放松。较低的利率可能也起到了一定的作用，但可能是次要的。2002-2006 年期间外国资本并没有大量进入美国，而是被吸引进来的。美元在 1997-2001 年升值时的表现与 2002-2006 年贬值时的表现大不相同，这有力地表明了美元的动态变化。

后一个时期表明，如今美元走弱并不一定意味着美国贸易赤字减少。为削弱美元而采取的政策将是至关重要的。它们不一定会减少赤字，而且可能会造成相当大的附带损害。

本世纪以来，美国两大主要政党对国际贸易的敌意越来越大，他们将贸易逆差视为去工业化的原因，并认为加征关税或施加其他贸易限制是潜在的解决方法。但归咎于贸易的弊病（以及其他弊病）在很大程度上完全是因为国内政策失误，这是任何程度的贸易限制都无法弥补的。

---

本文原题为“Misconceptions about US Trade Deficits Muddy the Economic Policy Debate”。本文作者 Maurice Obstfeld。Maurice Obstfeld 是加州大学伯克利分校(University of California, Berkeley) 1958 届经济学荣誉教授，1991 年至 2023 年在加州伯克利任教，现在是 PIIE 国际经济研究所的高级研究员。本文为 2024 年 8 月发表于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 本期智库介绍

### **The Center for Economic Policy Research (CEPR) 经济政策研究中心**

简介：经济政策研究中心成立于1983年。它包括七百多位研究人员，分布于28个国家的237家机构中（主要是欧洲高校）。其特点是提供政策相关的学术研究、并关注欧洲。Voxeu.org是CEPR的门户网站，受众为政府部门的经济学家、国际组织等。它的文章多为与政策相关的工作论文初稿，比财经报纸专栏更为深入，同时比专业学术文章更加易懂。

网址：<http://www.voxeu.org/>

### **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/>

### **International Monetary Fund (IMF) 国际货币基金组织**

简介：IMF于1945年12月27日成立，为世界两大金融机构之一，职责是监察货币汇率和各国贸易情况、提供技术和资金协助，确保全球金融制度运作正常，其总部设在华盛顿。IMF主要通过监督、贷款以及技术援助和培训三大职能来促成国际金融体系的稳定。IMF的工作论文及其他出版物在全球宏观经济政策研究方面拥有巨大影响。

网址：<http://www.imf.org/>