

第六章 理解全球化

在过去的半个世纪里，全球化对人们的生活产生了深远的、积极的影响。然而，尽管全球化带来了许多好处，但也因其诸多弊端在现代经济和现代社会中受到指责。的确，相对于科技创新和其他已产生更深远影响的长期趋势，全球化面临着更多严厉的批判。本章阐述增长的经济全球化趋势——贸易和金融的更紧密融合——如何推动生活水平的显著提升。调整成本和金融风险需妥善管理，但不能成为抵制全球化的理由¹。

贸易和金融开放是深刻的共生关系。贸易一体化不仅依赖于金融联系，还将产生金融联系。跨国经营的银行对贸易融资提供支持，并紧跟客户将业务拓展至海外市场。外汇计价的贸易需要对冲交易，交易对手方也不断积累国际头寸。为创造出口，公司通过有吸引力的技术和资源库在国外提升实力。管理因贸易促进不断扩大的金融资产和负债头寸将进一步深化金融联系，包括金融服务的国际贸易。

更紧密的全球经济一体化十分有益。全球化在提高生活水平和帮助大部分世界人口脱贫方面发挥了重要作用。贸易开放大幅提升了生产效率，大大提高了消费机会。金融开放不仅促进了国际贸易，使风险得以在更广范围内分散，带来了更高的投资收益，还提升了融资的便利和可获得性，促进了知识和理念在不同国家间的传递。

全球化也带来了众所周知的挑战。贸易带来的好处并未在各国均匀分布。国内政策往往不能有效解决那些遗留问题。必要的结构性调整比预期的时间更长、完成得更少。此外，除非相关风险能得以正确处置，金融全球化可能产生金融稳定风险，正如国内金融自由化带来的风险一样。尤其是金融不稳定还可能增加不公平性。但是全球化也被认为是“替罪羊”。例如，有充足证据表明，全球化并不是导致各国收入不平等加剧的主要原因。

试图抵制全球化不是应对挑战的正确方法。与金融创新一样，全球化已成为经济发展的重要组成部分，需要被恰当地管理。各国可以通过国内政策提高韧性，包括灵活的劳动力和商品市场和提高适应能力的政策（如再教育项目）。各国的紧密联系意味着单个国家的政策和行为必然会对其他国家产生影响。因此，国际合作应作为国内政策的补充，尤其是一个全球化的监管框架应是稳健、有韧性的国际金融体系的重要基础。

本章首先阐述了贸易开放和金融开放的紧密联系，并构建了框架对全球化进行分析。此后本章描绘了全球化的历史路径——从导致第一次世界大战的“第一次浪潮”，经历了两次世界大战期间的“大逆转”，到第二次世界大战后“第二次

浪潮”中全球化的复苏和激增。本章指出，近期关于“全球化顶峰”的建议是一种误导。接下来，回顾了贸易和金融一体化的框架在第二次浪潮的发展过程，讨论了全球化对福利的影响，注意其对收入大幅增长和贫困急剧下降的贡献、金融开放给金融稳定带来的风险。最后一部分是观察结论，分析了进一步强化全球化的好处和使调整成本最小化的政策措施。

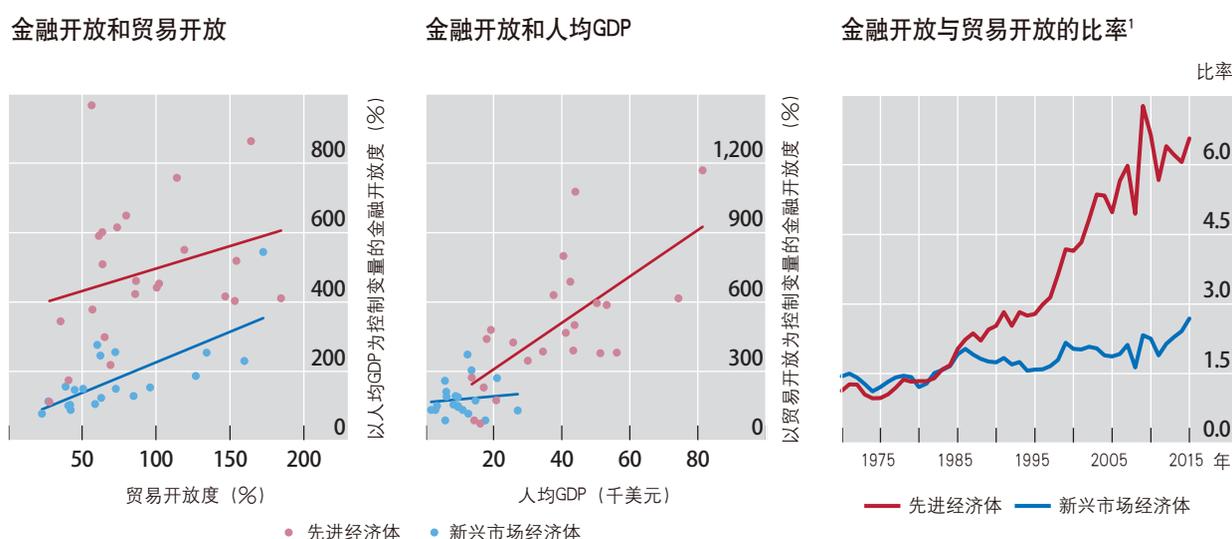
贸易开放和金融开放紧密相连

国际贸易和金融开放紧密相连。金融联系推动国际贸易发展，例如跨境支付和信贷。反过来，国际贸易将强化金融联系，例如国际资产和负债的积累。因此，那些贸易开放程度高的国家，其金融开放度也相对较高，这点不足为奇（见图 6.1 左图）。

然而，实际开放与金融开放的关系随着一体化和发展的程度演变发展。概念上讲，全球化可以分为三层。第一层是基础层，是大宗商品和成品的贸易与对应的简单国际金融联系，如跨境支付；第二层是更复杂的贸易和金融联系，包括与效率驱动下分散化跨国生产相关的半成品和中介服务，以及相应的融资安排。第三层是金融交易，越来越多的应用于灵活管理资产负债表头寸。这些头寸包括资产和负债储备，一般还有由前两层产生的风险暴露，以及储蓄的分配和多样化，这不需要与贸易相关。因此，第三层引入了一些实际开放与金融开放的脱钩。

金融开放程度的提升与贸易开放和人均GDP的关系

图6.1



金融开放度=(对外资产+负债)/GDP；贸易开放度=(进口+出口)/GDP；以人均GDP为控制变量的金融开放度（贸易开放度）=金融开放度。
 先进经济体=澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、瑞士、爱沙尼亚、西班牙、德国、丹麦、芬兰、法国、英国、希腊、意大利、日本、立陶宛、拉脱维亚、挪威、葡萄牙、瑞典、斯洛文尼亚、斯洛伐克、美国；
 新兴市场经济体=阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、捷克、匈牙利、印度尼西亚、印度、韩国、墨西哥、马来西亚、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、泰国、土耳其、南非。
 1. 位于中位数的国家已列在每组中，但不包括瑞士、中国、捷克、爱沙尼亚、匈牙利、韩国、立陶宛、拉脱维亚、波兰、葡萄牙、俄罗斯、斯洛文尼亚、斯洛伐克。
 资料来源：Lane and Milesi-ferretti (2017)；世界银行；BIS的计算。

贸易开放和金融开放间的联系在全球化第一层关系中最直接。这一层的国际贸易主要由资源禀赋推动，并由许多国际金融服务支持。国际贸易通过国际支付方式进行结算，通常涉及外汇交易。的确，国际贸易支付通常以国际货币结算，并非以进口商或出口商所在国货币结算，近一半的国际贸易以美元计价、近四分之一的国际贸易以欧元计价（即使分别将美国和欧元区国家排除在外）²。此外，由于运送时间和海关手续等因素国际交易需要一段时间才能完成，他们需要额外的融资。银行的贸易金融为三分之一的国际贸易提供了便利，其中大型全球性银行提供的便利占四分之一到三分之一³。在信用证方式下，银行承诺在货物交付时付款，目前六分之一的国际贸易通过信用证进行支付。

在全球化的第二层中，国际金融联系支持更深度的贸易和生产专业化，尤其是在半成品方面。可以通过国外直接投资（FDI）拥有国外设备并进行生产，外包给国外公司或者在全球价值链（全球价值链）中分散化生产。更复杂的国际贸易与服务多个市场的多国合作的增长息息相关，往往在国外子公司集中式生产、在母公司集中研发⁴。这些更复杂的生产框架通常需要更多的融资。全球价值链相关的投资可能通常需要跨境融资，而且往往是外币融资。更长的生产链条可能涉及更多的营运资本和更大的外币风险暴露⁵。金融可以通过降低上述风险推动国际贸易发展，例如通过衍生品或者借入外币匹配对应的收入来源。

全球化的第三层的特点是因金融目标建立的复杂的金融联系。这一层建立在前两层基础上，因为国际贸易会产生资产和负债储备，需要进行金融管理。更普遍的是，随着企业和居民财富的增长，对于更复杂金融产品和金融服务的需求和供给也在不断扩大。某种意义上说，国际贸易也通过促进更高收入增长支持着全球化的第三层。的确，金融开放度随着收入水平的提高迅猛增长（见图 6.1 中图）。然而，境外资产和负债总头寸比净头寸增长更多，表明金融联系更多的独立属性：1980 年以来，金融开放度远超实际开放度，这在先进经济体尤为明显（见图 6.1 右图）。

全球化的这三层拥有共同元素。一是国际货币的使用。作为主要的国际货币，美元曾经占据了一半的国际贸易、几乎 50% 的全球跨境银行债券、超过 60% 的中央银行外汇储备资产以及 90% 的外汇交易。因此，美元在全球金融条件的决定中发挥着核心作用（相关内容参见第五章）。二是全球化的活跃金融机构，它们在不同洲的多个国家或地区运营。通过全球运营和成熟发展，推动资金和金融风险的全球化流动。统一的资产负债表管理水平带来了更紧密的国际金融联系。

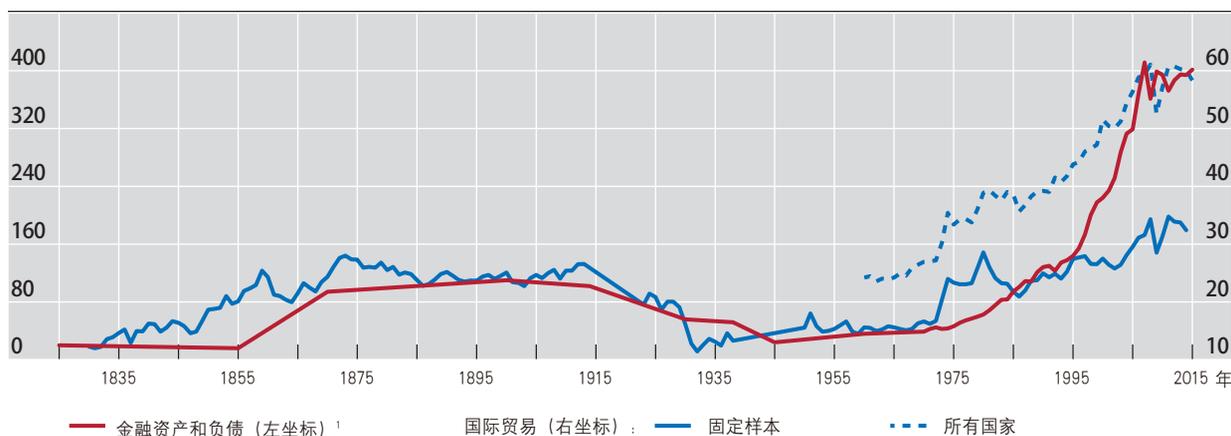
全球化的演变

第一次全球化浪潮，同时经历了实体和金融的跨境联系，在第一次世界大战和“大萧条”后退却。主要经济体的贸易开放度是进出口⁶总额占 GDP 的比率，该数值在 21 世纪初接近 30%，是 18 世纪早期的两倍（见图 6.2）。金融开放度的增长按照国外投资者持有的投资资产占 GDP 的比重进行计算，因为大部分资本流向殖民地国家，该数据相对不那么引人注目。然而，第一次全球化浪潮相对简单，许多交易都发生在全球化的第一层或第二层。第一次浪潮的退却与浪潮的形成一样值得关注：世界大战期间的“大逆转”见证了几乎完全的开放。许多因

经济全球化第二次浪潮超过了第一次浪潮

样本国家进出口占GDP的比率

图6.2



1. 1970年以前，按照外部金融资产的2倍进行计算。

资料来源：Federico and Tena-Junguito(2017); Lane and Milesi-Ferretti(2017); Obstfeld and Taylor(2004); Federal Reserve flow of funds accounts; IMF Balance of Payment Statistics; World Bank; Us Department of the Treasury; Mckinsey Global Institute analysis; BIS的计算。

素导致了“大萧条”期间的贸易额下降，不仅包括不断抬头的保护主义，但保护主义导致了一半左右的全球贸易额下降⁷。

第二次全球化浪潮，开始于第二次世界大战后，远超前于第一次浪潮。由于有的国家国际贸易增长，越来越多的国家开始办理国际贸易业务，贸易开放剧增并超过战前峰值。从全世界来看，贸易开放度自1960年以来实现了翻番(见图6.2)。交通和通信方面的发展再次发挥作用，但相比第一次浪潮，贸易自由化成为更重要的因素⁸。在20世纪中期的20年内国际贸易增长迅猛，中国和前社会主义国家重新参与全球贸易，全球化的第二层快速扩张。生产阶段在各国专业化划分带来了全球价值链史无前例的扩张。

在两次浪潮中，金融开放随着贸易开放的增长而增长，但第二次浪潮中的增长尤为重要。据估计，尽管有瑕疵，但金融开放程度高于战前峰值的3倍。外部金融资产和负债从1960年占GDP的36%飙升至2015年的GDP的4倍(293万亿美元)。

从20世纪90年代中期开始的金融开放度大幅攀升集中在先进经济体。先进经济体和新兴市场经济体外部头寸在20世纪90年代与GDP基本持平。此后，先进经济体的跨境金融资产和负债从GDP的135%飙升至GDP的570%。相比之下，新兴市场经济体同期的增长相对较缓，从GDP的100%上涨至GDP的180%。

国际贸易

在第二次全球化浪潮中，国际贸易的性质发生了较大改变。经济发展、市场准入的扩大、交通运输和信息通信技术的发展拓宽了国际贸易交易产品的范围。

50年前，天然的资源禀赋是贸易往来的重要决定因素，大部分贸易发生在全球化的第一层。如今，技术工种、非技术工种和相关专业知识的所在地已成为更重要的影响因素，全球化的第二层逐渐成为主导。20世纪60年代初期，食物贸易占了货物贸易的1/4，现在食物贸易的份额不超过10%（见图6.3左图）。类似的，虽然燃油、金属和矿石价格发生了较大波动，但其贸易额占GDP的比重几乎没有变化。相反，包括金融在内的服务贸易额在过去三十年中大幅增长，占全球GDP的比重从7%攀升至13%。目前为止，最大的变化是制成品贸易的增长，其占全球贸易的1/2。

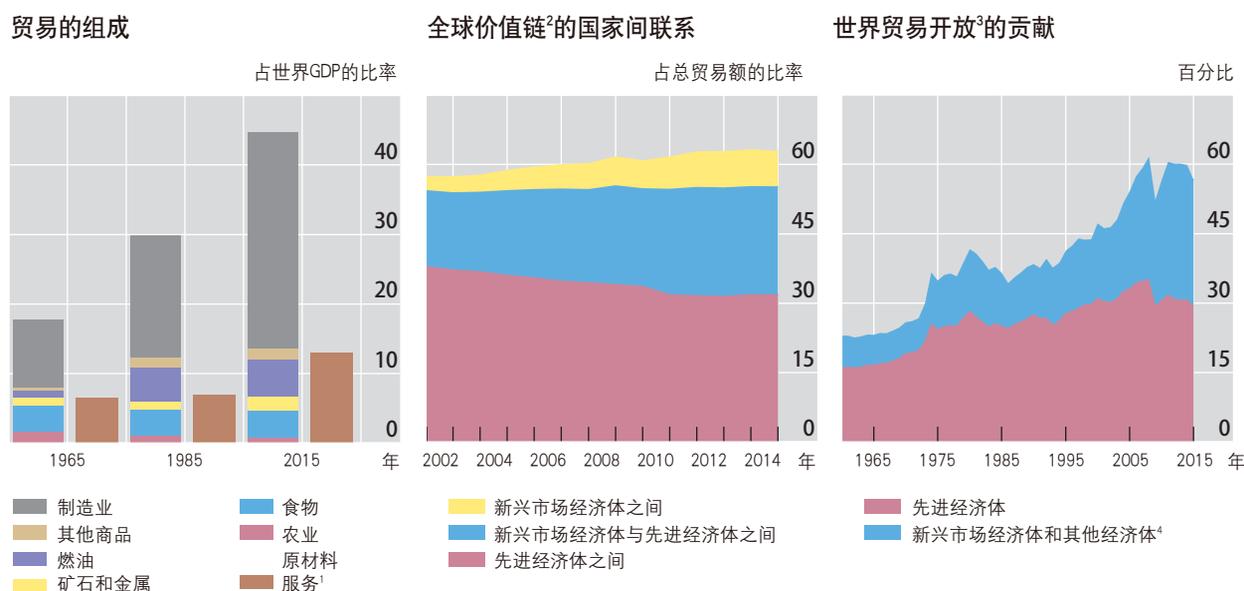
全球价值链是拉动贸易增长的关键因素，尤其是在制成品方面，市场准入、交通运输和技术的发展推动了贸易增长⁹。该进程始于20世纪80年代中期，不同国家的高技能和低技能任务增加，使半成品和中介服务的贸易占了全球贸易总额的2/3。

新兴市场经济体在全球价值链的参与度急剧上升。2014年，按半成品和中介服务贸易额测算，新兴市场经济体参与的全球价值链贸易占比为50%，而2001年对应的数值为1/3（见图6.3中图）。新兴市场经济体之间的全球价值链贸易份额超过了2倍。仅中国占全球价值链贸易的份额就高达19%，上涨了7%。在此过程中，与新兴市场经济体对世界经济不断扩大的影响相比，新兴市场经济体间的贸易一体化比先进经济体的增长速度更快（见专栏4.A；图6.3右图）。

大型的跨国公司是全球贸易的主导，它们在多个国家运营，在全球价值链中

随着EME的参与，国际贸易变得更为复杂图

图6.3



1. 数值从1965年开始计算。2. 半成品和中介服务。先进经济体=奥地利、澳大利亚、比利时、加拿大、瑞士、塞浦路斯、德国、丹麦、爱沙尼亚、西班牙、芬兰、法国、英国、希腊、爱尔兰、意大利、日本、立陶宛、卢森堡、拉脱维亚、马耳他、荷兰、挪威、葡萄牙、瑞典、斯洛文尼亚、斯洛伐克、美国；新兴市场经济体=保加利亚、巴西、中国、捷克、克罗地亚、匈牙利、印度尼西亚、印度、韩国、墨西哥、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、土耳其、中国台湾和世界其他地区。3. 相关国家进出口总额除以GDP。4. 世界总额小于先进经济体的份额。
资料来源：世界银行，全球进出口数据库，BIS的计算。

发挥重要作用。例如，90%的美国贸易均涉及跨国公司，其中一半的贸易发生在跨国公司的相关主体之间¹⁰。尽管新兴市场经济体的贸易不断扩张，跨国公司在先进经济体更为盛行。

金融

先进经济体的金融开放度从20世纪90年代中期开始迅猛增长。由于金融自由化和金融创新为管理头寸和风险提供了新机会，国际资产和负债激增。先进经济体的外部债务从1995年的不到GDP的80%攀升至2015年的超过GDP的290%。外部债务的每个重要组成部分占GDP的比重至少实现了翻番。正如全球化的第三层中强调的资产负债的重要性一样，债务类负债增长了4倍，权益类负债增长了5倍。

在发达的欧洲地区，更紧密的金融一体化尤为明显，欧元的引入促进了跨境交易的发展（见图6.4左图）。2001—2007年，先进经济体外部债务占GDP比重上涨的23%可归因于欧元区内金融交易的增长；其中14%可归因于非欧元区国家对欧元区国家的金融债务。

由于跨国公司在国际贸易中扮演的重要角色，大型的、活跃国际金融机构在全球金融尤其在先进经济体中逐渐占据主导地位。这些巨型机构在多个洲的不同国家设立子公司和分支机构，它们不仅从事跨境金融交易，还在当地提供资金借贷服务，但在国际收支的会计框架中不属于国际交易。因此，标准的国际收支中测算金融开放度的方法似乎低估了全球关联度（见专栏6.B），非金融部门也是一样，跨国公司的子公司也在当地市场进行生产活动。

就新兴市场经济体而言，金融开放度比贸易开放度增长略快，但其外部负债结构发生了较大改变，以支持更大的风险分担（见图6.4右图）。自20世纪80年代早期以来，权益占比（股权投资和FDI中的股权部分）出现了迅猛增长。

促进新兴市场经济体权益类债务比率增长的原因有以下两个方面。一是新兴市场经济体更紧密的贸易一体化刺激了股权的流动，例如通过全球价值链产生的股权流动。二是机构质量和机构治理、宏观经济条件的改善激发了投资者对新兴市场经济体长期投资的兴趣。考虑到FDI往往需考虑更长期的宏观经济因素，这些对于FDI十分重要¹¹。

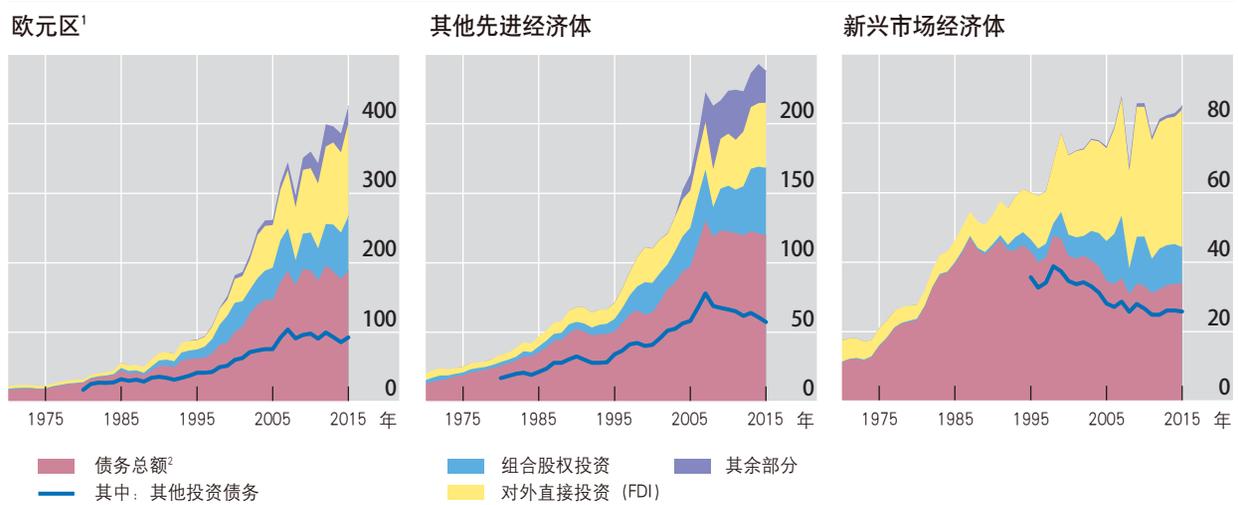
然而，分担风险的上升小于FDI占全球资本流动比例上涨所应带来的水平。第一，FDI流量不仅包括权益，还包括债务，债务所需的风险分担相对较小。在非金融企业的境外发行和投资活动的推动下，集团公司内部的资金往来成为债务的重要部分¹²。因此，FDI债务似乎更像投资组合债务，不像更稳定的FDI权益类债务。第二，分担风险近期的大部分涨幅反映了相对于金融中心的头寸。这在某种程度上反映出跨国公司更加复杂的公司结构，远比传统绿地投资的结构要复杂¹³。

新兴市场经济体的外部资产结构与外部负债大不相同，反映了新兴市场经济体是如何应对先进经济体之间全球化的第三层增长的。全球金融互动范围和规模的不断扩大，使新兴市场经济体对金融冲击更为敏感，正如我们在20世纪80年代和90年代金融危机中看到的那样。金融危机导致新兴市场经济体政府积累大量的外汇储备、收入上涨以及储蓄增加，国内安全资产数量有限促使私人部门对

先进经济体和新兴市场经济体外部头寸的不同演变过程

外部负债总额占GDP的比重

图6.4



完整的国家列表参见http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx.

1. 欧元区序列由多个单独的欧元国家序列组成。欧元区国家间的头寸未单独计算。2. 在此期间，其他投资债务也列在图中，总债务额与其他投资债务的区别主要在于债务投资组合，尽管存在小部分未分配的债务。

资料来源：Lane and Milesi-Ferretti (2017)；BIS的计算。

先进经济体资产的需求增长。

全球化已到顶峰？

自 2007—2009 年的国际金融危机（GFC）以来，全球化势头受到抑制¹⁴。金融危机期间，国际贸易额大幅下降，尽管后来快速回升，但回升相对乏力（见图 6.3 右图）¹⁵。从实际值看，全球贸易增速几乎从未赶上与全球 GDP 增速。这点引起了大家的注意，因为除了两次世界大战期间外，19 世纪以来贸易额涨幅一直超过 GDP 增速。从名义值看，国际贸易发展显得更为乏力，由于货物贸易和服务贸易相对价格（尤其是商品价格）的下跌，国际贸易涨幅低于 GDP 增幅。金融危机抑制了金融开放度（基于标准国际收支算法）的快速增长。2007 年全球外部资产和负责储备是当年全球 GDP 的 400%，而 2015 年的全球外部资产和负责储备与 2007 年出现的峰值相比只发生了微小变化，这与 2000—2007 年 190% 的涨幅形成了鲜明对比（见图 6.2）。

实物因素和金融因素在全球化的第二层的互动在某种程度上解释了贸易开放度和金融开放度的增速放缓。在金融危机的早期，金融条件趋紧加速了国际贸易的大幅下跌¹⁶。越来越多的融资依赖型消费耐用品和资本商品的出口量下跌，借款需求和可用资金下降。此后，其他共同因素变得越来越重要。由于需求疲软，贸易密集型实物投资也较为低迷，这也抑制了相应的国际资本流动。欧洲经济复苏疲软——一个贸易很密集、金融开放程度很高的区域——是另一重要因素。一

贸易和金融联系并未均匀分布在各个国家。地理位置较近以及经济发展相近国家间的双边贸易开放度更高（见表6.A左上表）^①。因此，区域内贸易开放度（左上表对角元素）比跨区域贸易开放度高（非对角元素）。目前，发达的欧洲是内部开放程度最高的区域。也就是说，过去15年间，先进经济体间的区域内贸易开放度变化较小，但新兴市场经济体间的区域内贸易开放度大幅增长（见表6.A左下表），这与先进经济体和新兴市场经济体间的贸易增长相符，新兴市场经济体的经济发展和经济增长带动了其与先进经济体的贸易增长。

正如在全球化的前两层强调的，实体开放度和金融开放度紧密相连，贸易伙伴间的双边金融联

双边贸易联系分布广泛，金融联系相对集中

表6.A

跨区域的双边贸易和金融联系占广泛区域GDP的百分比

贸易联系								金融联系							
2015年								2015年							
进口商								借款者							
	AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		
框 口 开	AEu	20.9	1.4	2.7	1.5	0.6	1.5	AEu	86.2	23.6	7.6	4.5	5.9	5.3	
	OA	1.0	7.7	0.2	1.9	1.3	0.5	OA	20.5	31.0	0.7	4.1	4.1	2.1	
	EEu	3.1	0.2	9.0	0.6	0.2	1.0	EEu	2.1	0.3	1.8	0.2	0.1	0.0	
	EA	1.9	2.8	0.8	12.0	1.0	1.6	EA	0.9	1.7	0.3	2.4	0.3	0.8	
	LA	0.5	1.5	0.2	0.7	3.5	0.3	LA	0.7	1.0	0.0	0.0	1.5	0.0	
	AME	1.1	0.6	0.4	2.0	0.2	5.4	AME	3.5	2.0	0.5	0.5	0.3	5.5	
	2001—2015年的变化								2001—2015年的变化						
进口商								借款人							
	AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		AEu	OA	EEu	EA	LA	AME		
框 口 开	AEu	0.3	0.1	1.2	0.4	0.1	0.5	AEu	31.5	8.4	4.8	2.6	1.9	2.6	
	OA	-0.1	-0.4	0.1	0.3	0.3	0.2	OA	7.7	17.9	0.4	2.3	1.7	1.4	
	EEu	1.5	0.1	2.6	0.1	0.1	0.6	EEu	1.6	0.1	1.2	0.0	0.1	0.0	
	EA	0.4	0.6	0.3	4.1	0.5	0.7	EA	0.3	1.0	0.3	0.2	0.2	0.6	
	LA	0.1	0.3	0.1	0.4	0.2	0.1	LA	0.6	0.7	0.0	0.0	0.6	0.0	
	AME	0.0	0.0	0.1	0.5	0.0	2.5	AME	2.2	1.7	0.4	0.5	0.3	4.4	



先进经济体：AEu=发达欧洲国家；OA=其他先进经济体。

新兴市场经济体：AME=非洲和中东国家；EA=新兴亚洲国家；EEu=新兴欧洲国家；LA=拉丁美洲国家。

每个数的分子等于单个国家的双边联系（金融或贸易）总和，分母等于两个国家或地区的GDP总和，并进行适当调整以排除任何遗漏的双边联系。完整的国家列表参见http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx。

资料来源：IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey and Direction of Trade Statistics; United Nations Conference on Trade and Development, Foreign Direct Investment Statistics; BIS本地银行数据; BIS的计算。

系和贸易联系也是如此^①。与贸易联系类似，最紧密的双边跨境金融联系来自于先进经济体之间（见表 6.A 右上表）。此外，即使在国际贸易中，发达的欧洲国家与新兴欧洲国家间、北美洲和拉丁美洲的国家间、所有先进经济体和新兴亚洲国家间的金融联系都非常紧密。在全球化的前两层中，实体联系和金融联系也是如此。

然而，正如全球化的第三层所提，贸易伙伴间的实际联系和金融联系存在较大差异。例如，与贸易联系相比，双边金融联系更为集中。发达欧洲国家间最紧密的联系比先进经济体和新兴市场经济体间、新兴市场经济体之间的联系更为深远。

贸易联系和金融联系的演变在过去的数十年间发生了重大改变。新兴市场经济体间的贸易显著增长，尤其是同一区域内新兴市场经济体之间的贸易增长更为突出，但金融流动并非如此，这符合非洲和中东的预期（见表 6.A）。尽管发生了金融危机，但先进经济体间的金融流动比新兴市场经济体之间的金融流动增长迅速，先进经济体金融创新和发展的速度更快（见表 6.A 右下表的左上方四分之一区域）。这点在全球化的第三层得以明显验证。

^①这是国际贸易文献中长期存在的研究结果；如 eg J Bergstrand 于 1985 年在 the Review of Economic and Statistics 第 67 卷第 3 册 474 ~ 481 页中指出，“国际贸易中的引力方程：一些微观经济基础和实证证据”。^②正如正文所提，全球化的第三层与经济体间不断增长的复杂联系有关。它们是：(i) 商品和制成品的国际贸易带来的简单的国际金融联系，如跨境支付；(ii) 更复杂的贸易和金融联系，包括效率推动产生的跨国分散式生产，以及相应的融资安排；(iii) 不断增长的金融交易推动了资产负债表的灵活管理，包括全球化的前两层带来的资产和负债储备。

一般来说，贸易开放和金融开放的回调主要反映了金融机构希望降低风险的心理，但同时非金融企业也有这种心理，全球价值链的减弱印证了这点，因为全球价值链对干扰比较敏感。

然而，至少在金融方面，关于全球化明显停滞的解读需要格外谨慎。首先，传统方式往往夸大开放度的下降。危机后先进经济体和新兴市场经济体的外部负债占 GDP 的比率仍持续增长，尽管这一比例在全球层面未见上升（见图 6.4）。这似乎反映了新兴市场经济体的金融全球化水平比先进经济体低，新兴市场经济体占全球 GDP 的增长份额拉低了金融全球化水平。金融危机后，先进经济体金融开放度的增长明显放缓；与之相反，新兴市场经济体金融开放度保持持续增长。

其次，金融的回调仅限于部分流动，集中在跨境银行贷款，跨境银行贷款在危机前推动了全球化第三层在高度顺周期的快速增长¹⁷。因此，当前的缩减部分反映了危机前不可持续头寸的健康下降¹⁸。此外，部分跨境贷款的收缩被投资组合债务流动的改善抵消。较低的、有时为负的收益率刺激着债券市场和资产管理者填补了银行留下的空缺，被称为“全球流动性的第二阶段”¹⁹。FDI 和证券组合投资继续保持增长。

最后，当使用替代度量标准衡量金融开放度时，银行贷款的收缩并不严重。以上数据是基于经济单位的居民性与非居民性，这也是编制国际收支数据的方法。另一种补充计算方式是基于这些经济单位总部的所在地或国籍，形成相应的资产负债表。这能更好地统计决策制定单位，对于国际活跃银行直接相关，因为这将

“贸易顶峰”意味着全球贸易增速低于全球GDP增速，可能影响贸易驱动的经济增长策略。一篇类似的名为“金融顶峰”的文章声称，世界已经历全球金融化顶峰，金融去全球化已经开始。尤其是，观察者认为，从跨国银行数据来看，金融去全球化的趋势已经开始显现。本专栏对此提出了不同看法。

BIS的跨境银行业头寸数据表明，银行业的去全球化开始于2007—2009年的金融危机，此后一直持续。图6.B.1（左图）显示，40多个国家或地区银行报告的跨境债权从2007年峰值——GDP的60%降至2013年以来的不到40%。这些数据基于当地国际收支计算。这些外部资产储备过去往往用于衡量国际金融一体化^①。

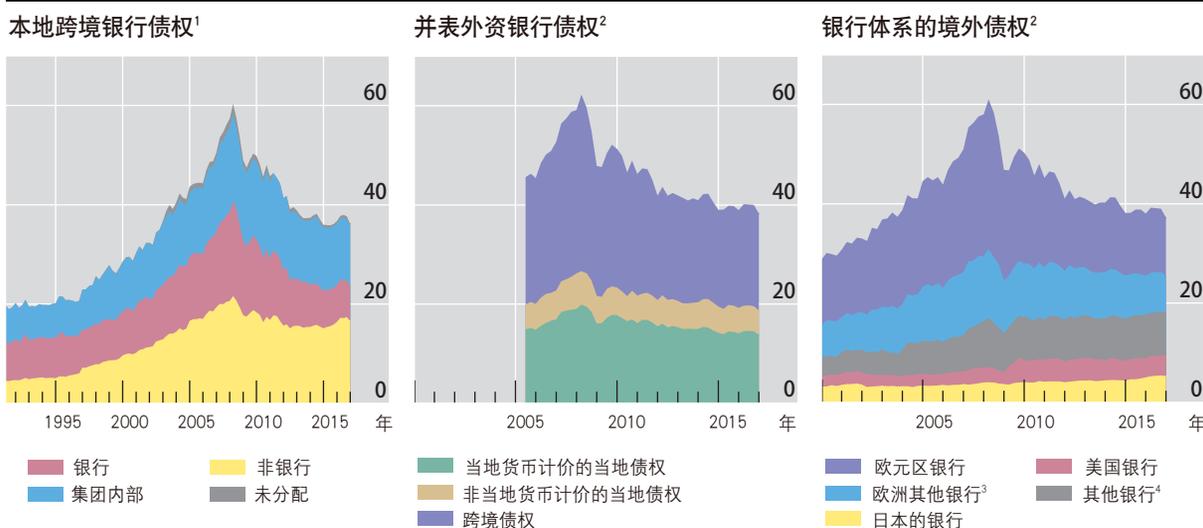
使用外部资产的一大缺陷是头寸可能被重复计算，同时忽略了其他相关因素。在讨论宏观经济总量时，例如就业和附加值，考虑银行的营业地点是有用的。但跨境债权可能并非分析银行业全球化发展趋势的最佳方法。例如，一个银行总部可能在金融中心（如伦敦，图6.B.1左图蓝色区域）为其分支机构提供资金，然后其分支机构再进行境外放款，这样头寸可能被重复计算。同时，银行在当地的头寸，例如境外分支机构在所在地的头寸，未纳入银行总部或其分支机构所在国的外部头寸计算。从并表角度来看，这些是外部头寸——银行持有对境外借款人的债权，即使这些资金是本地募集且已记账的。

BIS按照国别（基于银行总部所在地）整合银行数据，为银行业的去全球化提供了清晰的观察视

去全球化？本地观点vs并表观点

占全球GDP的比重

图6.B.1



1. 所有报告地区银行报告的面向全世界借款人的跨境债权总和（包括集团公司内部头寸）。2. 所有报告地区银行法人报告的面向全球借款人的跨境债权汇总额（不包括集团公司内部头寸）。境外债权包括跨境债权和银行海外机构的当地债权，但不包括银行法人在其母国的债权。根据当地债权（所有币种）在境外债权（从最终风险数据到以直接借款人数据计价的所有境外债权）的份额，本地债权拆分为当地货币计价的当地债权和非当地货币计价的当地债权。3. 银行总部设在瑞士、丹麦、英国、挪威和瑞典。4. 银行总部设在澳大利亚、巴西、加拿大、智利、中国香港、印度、韩国、墨西哥、巴拿马、新加坡、土耳其和中国台湾。

资料来源：IMF《世界经济展望》，BIS合并银行数据（直接借款人和最终风险）以及本地银行数据。

角。首先，本地头寸的缩减幅度不及跨境头寸（见图 6.B.1 中图）。确实，扣除集团公司内部的债权就差不多抵消了本地增加的债权——因此中间图与左图形状和走势类似。然而从并表观点可以看出，跨境银行业务的缩减大部分来源于欧洲的银行（见图 6.B.1 右图）。

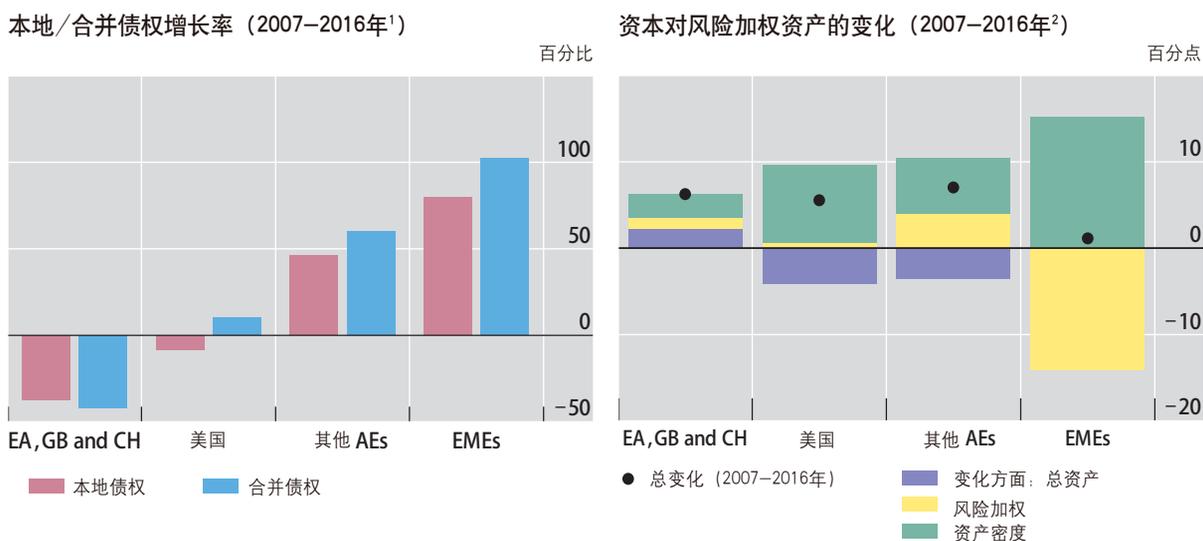
将银行登记地区的资产增速与银行总部所在地的资产增速进行比较（见图 6.B.2）可见，区域内的去全球化趋势比全球范围更明显。总部设在欧洲的银行的境外债权下降了至少 9 万亿美元，而美国、其他发达国家和新兴市场经济体的银行境外债权出现了增长，也就是说，全球境外债权的下降几乎都来自欧洲银行。银行业越来越明显的去全球化趋势，反映出金融危机前欧洲银行业的资产规模及其后来的规模收缩。

将欧洲银行境外资产规模的收缩理解为银行业过剩后的去杠杆化，比理解为结构性的去全球化趋势更好。金融危机后，大银行纷纷提高资本占风险加权资本的比率（见图 6.B.2 右图，黑点），唯独欧洲银行部分采用降低资产总额方式（紫色正数柱形）。其他大银行在扩大资产总额的同时，通过留存收益和发行股票的方式筹集足够的股本。换句话说，欧洲的银行并未能在不剥离资产的情况下通过提高资本的方式使风险加权资本比率上升 5 个百分点。由于欧洲银行广泛的海外运营业务，各国均已感受到它们的收紧策略^①。的确，除西班牙的银行外，本土偏好倾向使银行往往不将本土债权纳入剥离资产。

银行经历损失后从海外撤离至本土市场的行为，反映出海外较低的预期回报或增长的风险规避，

欧洲地区银行剥离境外资产，提高资本充足率

图 6.B.2



1. 当地：EA, GB和CH=奥地利、比利时、瑞士、德国、西班牙、芬兰、法国、英国、希腊、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、葡萄牙；其他 AEs=澳大利亚、加拿大、丹麦、中国香港、日本、挪威、瑞典、新加坡；EMEs=巴西、智利、印度、韩国、墨西哥、马来西亚、巴拿马、土耳其、中国台湾。汇总：EA, GB和CH=奥地利、比利时、瑞士、德国、西班牙、芬兰、法国、英国、希腊、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、葡萄牙；其他AEs=澳大利亚、加拿大、丹麦、中国香港、日本、挪威、瑞典、新加坡；新兴市场经济体=巴西、智利、印度、墨西哥、巴拿马、土耳其、中国台湾。对于美国的数据，修正了数据序列中的断档。2. 选取2014年总资产超过1000亿美元的超过100家银行。EA, GB和CH=奥地利、比利时、瑞士、德国、西班牙、法国、英国、希腊、爱尔兰、意大利；其他AEs=澳大利亚、加拿大、丹麦、中国香港、挪威、瑞典、新加坡；EMEs=中国、印度、韩国、马来西亚、土耳其、中国台湾。本图反映了附加部分对一级资本充足率的变化影响。图中圆点反映了资本充足率的整体变化。每部分的高度显示了特殊因素的贡献。负贡献意味着这个因素将导致资本充足率的下降。所有数据均使用2016年底的总资产作为权重进行加权平均。

资料来源：B Cohen and M Scatigna, "Banks and capital requirements", Journal of Banking and Finance, 69卷, 1分册, S56-S69, SNL; BIS本地银行数据以及合并数据。

考虑到海外损失时该点尤其突出。这也反映出在政府广泛支持银行业以及超常规货币政策针对国内贷款背景下的政策选择^①。从这点来看，欧洲银行去杠杆化过程中较为明显的本土偏好也部分折射出相关政策。总之，从并表数据可以看出，全球总量的变化趋势中有明显的地域因素。

① P Lane and G Milesi-Ferretti, “全球金融危机后的国际金融一体化”, IMF 工作论文, no WP/17/115, 2017 年。
② R McCauley, A Benetrix, P McGuire and G von Peter, “银行业的金融去全球化?”, BIS 工作论文。
③ K Forbes, D Reinhardt and T Wieladek, “货币政策和监管政策的溢出效应、相互作用、(未)预期后果”, Journal of Monetary Economics, 85 卷, 1-22 页, 2016 年。

这些机构的海外办公室考虑在内。正如 BIS 国际银行统计 (IBS) 数据显示, 危机后跨国部分更为稳定 (见专栏 6.B)。此外, 有证据表明新兴市场经济体的银行, 虽然 IBS 未能获取其中许多银行的数据, 通过其海外机构大幅扩大其国际商业存在。这种趋势在区域层面更为明显²⁰。

全球化与福利

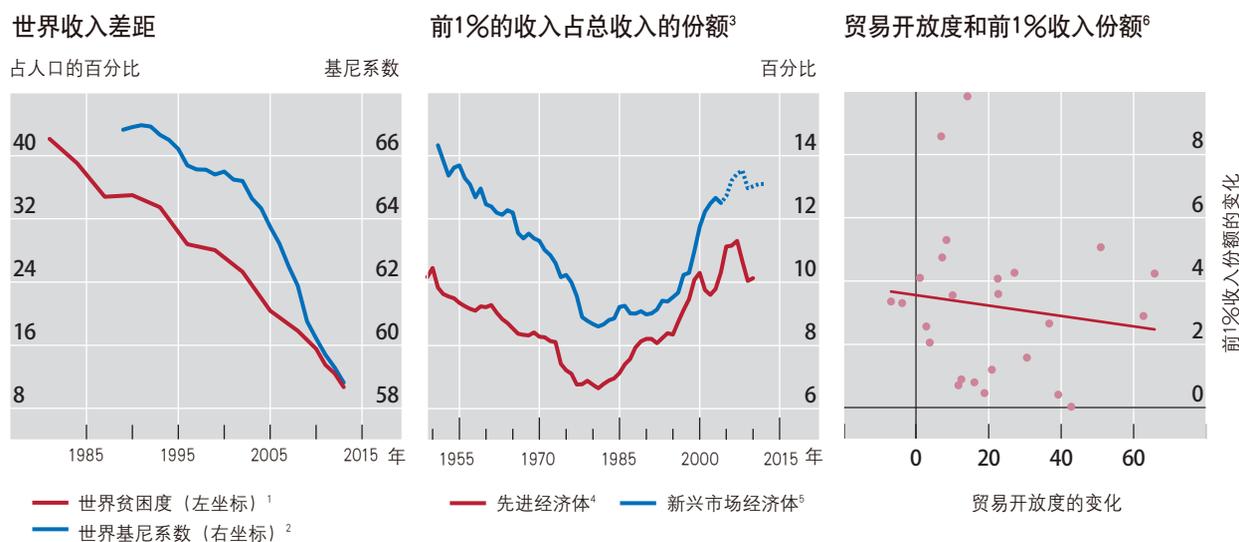
全球化大幅提升了全世界的生活水平, 拉动了收入增长。过去三十年间, 全球化是推动世界极度贫困人口数量下降、各国收入不均的重要因素 (见图 6.5, 左图)²¹。例如, 中国的贫困率大幅下降, 出口产业的发展是 GDP 和经济增长背后的关键推动力。

在相同时期, 居民收入并未得以均匀分布。最大的收入涨幅来自于经济快速增长的新兴市场经济体的中产阶级和发达国家的最富有居民。相反, 全世界中上层的收入仅出现了小幅上涨²²。先进经济体和许多新兴市场经济体的国内收入差距正在扩大。自 20 世纪 80 年代以来, 前 1% 的高收入人群占收入总额的比例呈现大幅增长 (见图 6.5 中图)²³。这与两次大战期间及随后几十年间的收入下滑形成鲜明对比, 两次大战期间的收入下滑主要源于资本损耗、监管政策和财政政策²⁴。作为努力工作的回报, 一定程度的收入差距可以通过创新带来的激励机制促进收入增长。然而, 收入的高度不均衡不利于经济增长, 还可能削弱社会公众对全球化的支持度²⁵。

有力的经验论据证明, 科技是加剧国家内部收入差距的主要因素, 并非全球化²⁶。然而, 全球化的批评者将全球化带来的挑战与造成众多经济和社会弊病的主要原因相混淆。

全球化与增长

在通常情况下, 贸易和金融开放能提升经济增速。国际贸易扩大了市场规模, 加强了企业间竞争, 促进生产活动向生产力水平最高的企业集中 (不论其位于哪个国家), 有助于提高总体效率。生产力水平最高的企业扩张, 实现规模经济,



1. 按照2011年购买力平价计算，国际贫困线标准为1.9美元/天。2. Darvas (2016)采用确定性正态分布法估算的128个国家世界基尼系数。3. 列出国家的简单平均数。4. 澳大利亚、加拿大、瑞士、德国、丹麦、西班牙、法国、英国、爱尔兰、意大利、日本、荷兰、挪威、葡萄牙、瑞典和美国。5. 阿根廷、中国、印度、韩国、马来西亚、新加坡、南非。由于数据限制，虚线不包括阿根廷、印度和印度尼西亚。6. 1985—2012年的变化，不包括印度1999年前的变化；阿根廷和印度2004年前的变化；葡萄牙2005年前的变化；爱尔兰和意大利2009年前的变化；加拿大、瑞士、丹麦和日本2010年前的变化；丹麦2011年前的变化；国家样本与中间图相同。
资料来源：Darvas (2016)；世界银行；世界财富与收入数据库

效率进一步提升；而生产效率最低的企业规模萎缩，提升了总生产力水平。总体来说，贸易在多数经济体中促进经济增长。贸易也直接惠及消费者，因为它提供了更多优质产品供消费者选择²⁷。

金融开放通过更高效地分配资本，促进科技和技能转移，推动经济增长。持有外国金融资产有助于提升收益水平，分散投资风险。境外资本可为资金短缺的企业提供融资，提升竞争水平和经济效率。外国直接投资能促进知识、科技的转移以及最佳实践的传播，实现更加可观的效益。

然而，实证研究表明，金融开放与收入增加、经济增长不具有必然联系。一个原因可能是，两者的关系并非一成不变：只有资本接收国的金融市场、制度设计、治理框架、宏观经济政策和国际贸易一体化等方面发展到一定程度，才能从金融开放中获利。也有观点认为，放松资本账户管制的效果可能短期内并不明显，需要长期观察²⁸。最后，值得注意的是，当前很多实证研究将贸易和金融开放视为独立的变量，相当于假设贸易一体化可以摆脱金融一体化而自我实现。但正如上文所述，贸易和金融开放是相伴而行的。

全球化与不平等

国民收入无疑随着贸易扩张而增加。然而，全球贸易的收益分配并不均衡，这体现了经济运行的基本特征。面临新竞争的效率较低的企业规模萎缩，但新企

业进入市场需要时间，例如受监管或资金等因素限制。贸易全球化中的赢家和输家在技能、收入水平和地理位置上分布不均。先进经济体和新兴市场经济体之间的贸易，通常提升了先进经济体中技术劳动力的收入，因为技术劳动力在全球属于稀缺资源；先进经济体非技术劳动力收入可能大幅减少，因为其面临新兴市场经济体非技术劳动力的竞争。相反，新兴市场经济体的非技术劳动力可能受益。同时，贸易也降低了非奢侈消费品的相对价格，提高了低收入家庭的相对购买力²⁹。考虑到上述因素相互抵消，经济模型无法准确衡量贸易开放对全球不平等的净影响。

金融开放也可能通过对立的渠道影响收入不平等。如果金融开放提升了低收入群体的借贷能力，就有助于该群体提高收入。事实上，有证据表明，更高的资金可得性能提升穷人收入³⁰。此外，如果金融开放，尤其是外国直接投资，提升了资本密集度和职业技能收入，就会使高收入群体受益。如果国内金融体系不够强大，金融开放可能加剧收入不平等，因为特殊利益集团将从中获取相关收益³¹。

贸易和金融开放有利于提升资本收入，加剧收入不平等。商品和资本的跨国流动相对于劳动力更加活跃，会降低劳动力的定价能力，带来工资下行压力，限制了对资本征税的可行性，提升了劳动性收入的税收负担³²。考虑到低收入家庭主要依靠劳动性收入，上述影响可能加剧收入不平等。

在实践中，贸易和金融开放似乎对收入不平等的影响非常有限（见 6.5 右图）。金融全球化对低收入国家的影响更大³³。相反，收入不平等的主要影响因素是技术：技术劳动力对科技的依赖程度更高，其收入也显著提高³⁴。

虽然劳动力份额下降与全球化有关，但有证据表明全球化并非唯一驱动因素。在一些高度开放的国家（如法国和英国）以及行业（如农业、金融和商业服务）中，劳动力份额都未出现明显下降。此外，在一些经济体，此前受到严格监管的服务和公用事业部门（非贸易部门）的劳动力份额降幅最大，其主要原因是结构性改革。在其他一些国家，劳动力份额下降的主要原因是房屋租金上涨（包括房主的房屋租金估价）³⁵。

重要的是，贸易对收入不平等的影响取决于调整面临的障碍。在一些情况下，受到不利影响的地区的经济持续收缩。进口竞争型企业的雇用和工资下降，且从当地的供应商采购量减少，这也对当地消费产生了广泛的溢出效应³⁶。如果劳动力在各地区和行业间流动不畅，这些影响就会持续下去。

全球化和金融稳定

全球化影响经济增长、贫困和收入不平等的一个特殊机制是，全球化影响金融稳定。金融危机会导致永久性的财富损失，对贫困和收入不平等造成严重影响³⁷。

与管理不善的国内金融自由化一样，若没有足够的保护机制，不受约束的金融开放会威胁金融稳定。第一次全球化浪潮中金融危机相对普遍，而此后到 20 世纪 70 年代间的金融压抑期，金融危机爆发较为少见。这并非巧合。20 世纪 80 年代和 90 年代新兴市场经济体金融危机与国际资本流动急剧逆转息息相关。全球金融危机在各国金融体系之间产生严重溢出效应。此外，如果金融开放限制独

立国内货币政策的有效性，则会对金融稳定构成不利影响³⁸。

过去的金融动荡证明了三个国际传播机制的重要性。第一，流动性极强的国际资本具有顺周期性，会放大金融市场繁荣和萧条。第二，外币敞口，尤其是美元敞口，使金融压力在全球范围内传播，导致各国遭受外汇损失。第三，全球活跃金融机构之间密切的金融联系会导致金融紧张扩散，但若问题源自国内，此类金融机构能提供一定缓冲。

国际信贷往往是顺周期性的来源。这与信贷接收国的商业和金融周期密切相关。跨国银行贷款和投资组合债务流动与国内商业和金融周期呈正相关³⁹。外国直接投资流动呈现非周期性，而证券投资组合向先进经济体的流动呈现一定逆周期性。

跨境和国内信贷之间的密切联系可能加剧金融稳定风险。跨境信贷往往放大国内信贷繁荣，因为它成为边际资金来源：在金融繁荣时期，尤其是严重金融危机前的金融繁荣时期，跨境信贷规模往往超过国内信贷规模⁴⁰。

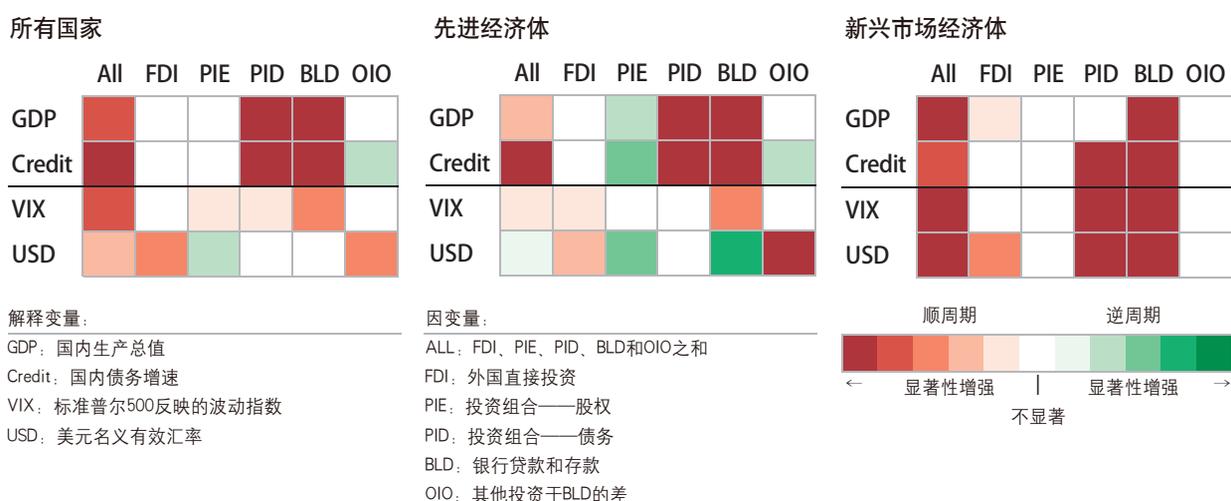
债务流动也对全球因素非常敏感。其中，流向新兴市场经济体的贷款和债券对全球避险倾向和美元走强反应尤为敏感（见图 6.6 中图和右图）。事实上，全球避险倾向，或至少其历史指标（VIX）也对银行向先进经济体的贷款构成了不可忽视的影响。然而，这种敏感性近年来似乎逐步下降⁴¹。相比之下，有证据表明，跨境银行贷款和投资组合债务对美国货币政策的敏感性自金融危机以来大大增强⁴²。

资本流动对美国货币政策的高度敏感性体现出国际货币和金融体系的“过度弹性”，即其放大金融繁荣和萧条的能力，从而导致造成严重的宏观经济后果⁴³。

债务流动相比股权流动周期性更强

回归系数估测总结，按流入经济体

图6.6



对GDP和债务来说，周期性（非周期性）意味着正向（反向）关系；对VIX和USD来说，周期性（非周期性）意味着反向（正向）关系。每格的涂色基于面板回归得到的各系数的总体统计相关性。每个回归中的因变量是资本流动类型（根据GDP规模确定）；每个回归包括一个国内解释变量、一个全球解释变量和国别固定效应。

资料来源：IMF《国际收支统计》和《世界经济展望》、Bloomberg、BIS有效汇率指数和本地银行统计、BIS的计算。

货币政策制度相互作用通过两条主要渠道创造上述弹性。第一，核心经济体货币政策向其他国家传导的主要渠道是抵制汇率升值，因为其他经济体担忧丧失竞争力（实体经济领域）以及出现大规模资本外流（金融领域）。第二，主要国际货币的影响力远远超出国别范畴⁴⁴。

这个全球货币渠道在主要国际货币——美元的案例中尤为强劲。美国以外的非银行借款人持有的美元信贷存量，一个衡量全球流动性状况的关键指标，截至2016年底为10.5万亿美元。这种过大的外部作用意味着美国货币政策立场的变化对其他地区的金融状况有重大影响（见专栏6.C）。而货币政策制定者，包括控制主要国际货币的货币政策制定者，主要根据国内条件制定政策，这可能会无意中导致超出国界的金融失衡。值得注意的是，在美国宽松的货币政策立场的背景下，2008年至2016年，非银行新兴市场经济体借款人的美元信贷大约翻了一番，达到了3.6万亿美元。

美国货币政策影响其他地区金融状况的重要渠道之一是美元汇率。在所谓的“汇率波动的冒险渠道”中，全球融资货币的贬值导致了借款人资产负债表的货币错配，增强了贷款人的冒险倾向。该渠道对流向新兴市场经济体的外部债务至关重要（见图6.6右图），尤其影响全球价值链中的制造业贸易，因为其对融资条件非常敏感⁴⁵。

全球货币，尤其是美元的中介活动也在全球活跃银行间建立了密切的联系。全球经济危机表明，全球金融体系的高度关联性导致了各国大型银行间出现融资紧张，被迫在全球经营中降低杠杆。因此，金融危机后的监管改革重点关注提高大型跨国银行韧性，因为它们是全球金融中介的支柱。

充分利用全球化

过去半个世纪，全球化的高速发展为世界经济带来了可观的效益。贸易开放提高竞争水平，促进技术传播，提升了经济效率和全球生产力。随着而来的收入增长帮助部分国家脱离贫困，全球收入不平等显著改善。各国通过国际贸易向其他国家输送物美价廉的商品和服务，直接提高了人们的生活水平。这些效益还惠及贸易以外的其他领域。金融和贸易开放关系密切：金融联系支持贸易发展，贸易发展进一步增强金融联系。金融开放在政府的妥善引导下，能实现高效的资本分配，促进技术转移，提高各国的生活水平。

全球化在提高生活水平的时候，也带来了诸多挑战。首先，全球化效益的分配并不均等。各国须解决贸易和金融开放中的利益分配问题，以确保社会内部的平等分配，为促进增长的政策和经济框架（尤其是全球贸易）提供群众基础。尽管如此，其他因素，尤其是技术在加剧收入不平等方面发挥了主导作用。正如没人提议在技术上走回头路一样，逆转全球化也将降低各国的生活水平。

其次，金融开放使各经济体面临外部冲击，威胁金融稳定。当然，可以借鉴应对国内金融自由化风险的相关经验，设计合理的保障机制进行应对。由于国际贸易和金融密不可分，尤其是在全球化的前两个层面；没有国际金融体系，就无法享受国际贸易的效益。因此，各国政策目的不是抑制金融开放，而是着力解决相关风险。

很多长期趋势影响着全球经济，给各国带来严峻挑战，全球化只是其中之一。合理的政策设计可以抵消全球化的调整成本，增加全球化的收益。

从国内来看，各国可实施增强经济和金融体系韧性的政策。与技术进步一样，灵活的劳动力和产品市场，辅以提高适应性的措施（如劳动力再培训项目），能降低全球贸易的消极影响。针对性的政策也有助于抵消部分社会阶层的长期损失，例如针对特定地区的就业促进项目⁴⁶。

充分享受金融开放的效益，关键在于设计完善的政策和制度框架，以提升金融体系韧性。在此过程中，国内金融稳定政策工具组合非常重要⁴⁷。这要求在稳定的微观审慎框架基础上，建立清晰的宏观审慎框架。各国还须直接解决金融萧条期间可能出现的遗留债务和资产质量问题，以修复资产负债表，提高整体可信度。

事实上，自20世纪90年代中期以来，新兴市场经济体在政策和制度框架方面取得了重要进展。同时，资产负债表结构显著优化，降低了外部因素冲击下的脆弱性，具体包括增加国际投资净头寸、积累外汇储备和更高的外国直接投资比例⁴⁸。

应对全球关联性的国际合作应成为国内政策的补充。全球金融机构和全球货币的特殊作用超越了国际贸易及与国际贸易前两层相关的金融活动。各国应共同建立国际监管框架，确保政策制定者妥善应对全球金融风险，尤其是与周期性较强的第三层相关的风险。考虑到个别国家的政策和行动会影响到其他国家，多边主义是国际监管的最优策略。

关于跨国金融机构，首要任务是完成当下的国际金融改革。这将大大提升全球金融体系韧性。各国认同的全球监管框架将成为有效监督国际活跃银行的基础，包括跨境信息分享机制；它在全球层面建立公平的竞争环境，是提升效率和韧性的前提。

关于全球货币，有效的危机管理机制仍很重要，因此需要国际合作。各国央行在全球金融危机的基础上不断加强合作。在主要货币地区，央行已建立外币互换合作，或可在短期内建立合作。虽然这一机制存在风险管理和治理问题，但有进一步改进的空间。此外，各国更强调防止金融失衡加剧，这是可以理解的，至少意味着各国在制定政策中将从系统性层面关注溢出效应和溢回效应（spillback）⁴⁹。

除金融合作外，各国还须在贸易和税收等领域加强合作，建立公平的竞争环境。多边贸易协定提供了最大的共同市场，能最大限度地提升效率。在贸易和金融高度关联的背景下，公司（尤其是大型跨国公司）可采用最优的生产和利润申报策略，将税收负担降至最低。若能避免上述情况，就能确保流动极强的资本能分担流动性较弱的劳动力的税收负担，解决收入不平等现象。在各国合作下，设计完善的国内和国内行动能确保全球化继续促进世界经济发展，提升人民生活水平。

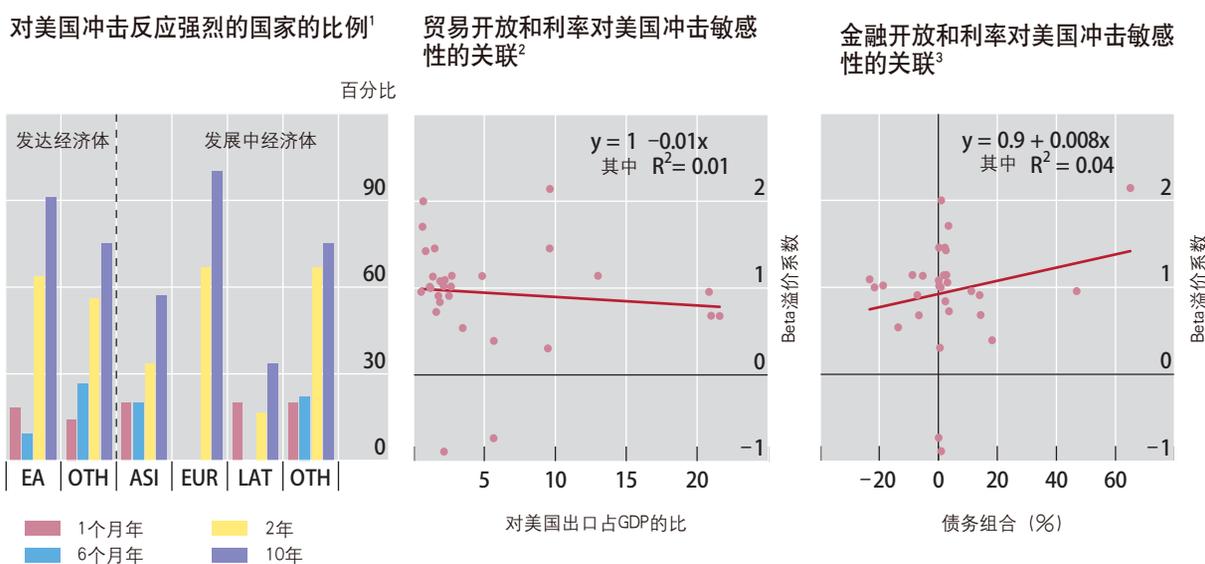
全球化深化与全球资产价格联动性增强并行。例如，过去20年中，先进经济体10年期国债收益率的相关性相比此前20年增强了一倍多。考虑到各国间实体和金融部门关联性的变化情况，很难评估资产价格联动反映的是各国的共同因素还是特定国家的溢出效应。要弄清上述问题，可以研究国际资产价格对特定国家突发情况（“冲击”）的反应。

货币政策公告是一种典型的“冲击”，因为其主要与国内因素相关。因为资产价格涵盖了所有可预期的情况，这一冲击应作为货币政策的不可预期变化，同时包括未来政策路径的信息^①。利率对他国货币政策冲击反应的评估方法是，对国内利率在他国政策冲击下的每日变化进行回归分析，关注他国政策公告发布25分钟内短期和长期利率的变化^②。BIS分析了47个先进经济体和新兴市场经济体1个月期、6个月期、2年期和10年期利率对他国货币政策公告的反应。

分析结果表明，他国货币政策的溢出效应非常明显，其中美国货币政策的溢出效应最为显著，长期利率受溢出效应影响最大。例如，在47个国家中，34个国家的10年期债券收益率在美国冲击下出现显著反应。相比之下，约17个国家对欧元利率震荡表现出显著反应；此外，有5~8个国家对其他五个先进经济体央行的冲击表现出显著反应。上述反应在经济上也非常显著：在受影响程度的中位数国家，美国期限溢价每上升10基点，其长期收益率上升4基点。美国货币政策公告的巨大影响力与美元在国际金融市场中的地位密不可分。长期利率受国际溢出效应影响更为明显。具体来说，

与金融联系相关（与贸易联系不相关）的利率溢出效应

图6.C



发达经济体：欧洲包括AT, BE, DE, ES, FI, FR, GR, IE, IT, NL, PT；其他发达经济体包括AU, CA, CH, CZ, DK, GB, HK, IL, JP, KR, NO, NZ, SE, SG, TW, US。发展中经济体：亚洲包括CN, ID, IN, MY, PH, TH, VN；欧洲包括PL, RO, TR；拉丁美洲包括BR, CL, CO, MX, PE, VE；其他发展中经济体包括NG, PK, RU, ZA。

1. 1个月期和6个月期隔夜互换指数及2年期和10年期债券收益率对美国冲击反应显著的国家比例。2. 10年期债券收益率期限溢价溢出效应回归对各国对美出口占GDP比例的系数散点图。其相关性在统计上不显著。3. 10年期债券收益率期限溢价溢出效应回归对债务资产组合占GDP比例的系数散点图。其相关性在统计上显著，P值为0.12。

资料来源：J Kearns, A Schrimpf 和D Xia撰写的BIS工作报告（即将出版），“The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers”。

只有 8 个经济体的 1 个月期和 6 个月期利率受到美国溢出效应的显著影响；相比之下，23 个经济体的两年期利率和 34 个经济体的 10 年期债券收益率受到显著影响（见图 6.C 左图）。

与贸易开放相比，利率溢出与金融开放的关系更为密切。利率溢出效应强度与贸易开放没有相关性，体现为贸易与 GDP 的比（见图 6.C 中图）。相比之下，利率溢出效应与金融开放指标具有相关性。例如，利率溢出效应与金融开放之间具有显著关联性，体现为国际债务资产组合与 GDP 的比（见图 6.C 右图）。

①文中冲击来自 M Ferrari, J Kearns 和 A Schrimpf 撰写的 BIS2017 年第 626 期工作报告，“Monetary policy’s rising FX impact in the era of ultra-low rates”。关于 7 国央行利率对他国货币政策反应的概述，参见 J Kearns, A Schrimpf 和 D Xia 撰写的 BIS 工作报告（即将出版），“The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers”。②笔者引用三个冲击案例，以充分捕捉央行政策公告的相关信息：(i) 1 个月期隔夜互换利率指数的变化（称为“目标冲击”）；(ii) 与首次冲击正交的 2 年期债券收益的变化（称为“路径冲击”）；以及 (iii) 与前两次冲击正交的 10 年期债券收益率的变化（称为“期现溢价冲击”）。

尾注

- 1 本章不涉及全球化的另一个重要维度，跨国界的移民流动。Borjas (2015) 研究了移民可能给国内生产总值带来的潜在效益。显然，实现这些效益会有很多实际障碍。此外，本章使用基于观测结果的金融开放衡量指标，而非基于规律和法律限制的法律性指标。事实性指标能更好地反映实际开放程度，因为法律性指标未考虑到控制或隐性保护政策的效果。
- 2 这在新兴市场经济体更加明显，其占比约为 2/3，高于先进经济体的 1/3。上述计算基于 Casas 等 (2016) 使用的数据。另见 Ito 和 Chinn (2015)。
- 3 参见 CGFS (2014)。实证研究表明，外资银行为新兴市场经济体提供外部融资和支付担保，有助于其扩大出口。
- 4 例如，美国跨国公司子公司的销售范围很广，辐射其国内市场（超过半数）、第三国 (1/3) 和美国 (11%) (Antràs 和 Yeaple (2014))。跨国公司不仅更多从事外国直接投资和贸易，而且通过在母公司进行研究开发、在子公司 (Keller (2010)) 生产促进技术传播。Baldwin (2016) 认为，知识和观念的转移可以促进贸易，但也对贸易起到替代作用。
- 5 参见 Kim 和 Shin (2016)，生产链的长度和对外部融资需求之间的关系。
- 6 贸易开放的实际水平与估计值有所偏差，但总体特征是相似的；参见 Federico 和 Tena-Junguito (2016)，Klasing 和 Milionis (2014) 以及 Estevadeordal 等 (2003)。
- 7 Irwin (2002) 认为，1929—1932 年国际贸易萎缩，关税升高、进口配额制度及外汇管制的影响占到了一半。
- 8 例如，Constantinescu 等 (2017) 认为，自 1995 年以来，贸易协定将年均贸易增速提高了 2 个百分点，而 Meissner (2014) 则认为，贸易强劲增长时期，其同比增速超过了 GDP。
- 9 有关全球价值链的概述，见 Elms 和 Low (2013)，Kowalski 等 (2015)、WTO (2014) 及其参考文献。
- 10 参见 Antràs 和 Yeaple (2014) 和 Bernard 等 (2009)。
- 11 关于股本型投资和外国直接投资增长的驱动因素，参见 Kose 等 (2009) 和 Koepke (2015)。
- 12 参见 Avdjiev 等 (2014) 和 Gruić 等 (2014)。

- 13 参见 Lane 和 Milesi-Ferretti (2017)。
- 14 参见 Caruana (2017) 中收录的讨论和参考文献。
- 15 关于贸易萎缩和随后持续疲弱的研究很多, 包括 Baldwin (2009), Constantinescu 等 (2015, 2017), ECB (2016), Hoekman (2015), IMF (2016) 以及 Haugh 等 (2016)。
- 16 Amiti 和 Weinstein (2011), Ahn 等 (2011), Chor 和 Manova (2012), Cheung 和 Guichard (2009) 发现, 信贷收紧会导致贸易萎缩, 而 Paravisini 等 (2015) 及 Levchenko 等 (2010) 持相反观点。
- 17 参见 Milesi-Ferretti 和 Tille (2011)。
- 18 参见 eg Borio (2014) 和 Caruana (2017)。
- 19 参见 Shin (2013)。
- 20 参见 Claessens 和 van Horen (2015) 和 CGFS (2014)。
- 21 有关全球收入不平等的概述, 参见 Bourguignon (2015), Lakner 和 Milanović (2015), Deaton (2013) 以及 Milanović (2013)。另见 Pereira da Silva (2016)。
- 22 参见 Milanović (2013)。
- 23 收入最高的 10% 群体也呈现类似趋势, 但 20 世纪 80 年代前的数据不足, 无法准确计算。
- 24 参见 Piketty 和 Saez (2014)。
- 25 Dabla-Norris 等 (2015) 发现, 收入最高的 20% 群体在总收入中占比提高将拖累经济增长 (收入最低的 20% 群体占比提高将促进经济增长), 而 while Ostry 等 (2014) 使用基尼系数衡量收入不平等, 得出了相同结论。Halter 等 (2014) 认为, 收入不平等在短期内促进经济增长, 但长期内将起阻碍作用。
- 26 参见 Cline (1997) 和 IMF (2007)。
- 27 关于贸易和增长的文献很多, 包括 Frankel 和 Romer (1999), Irwin 和 Terviö (2002), Lee 等 (2004) 以及 Noguer 和 Siscart (2005)。Broda 和 Weinstein (2006) 研究表明, 贸易的一大重要贡献是商品种类的显著增加。
- 28 Kose 等 (2006) 提供了全面的概述, 结论认为这种效益是非直接且很难衡量的。Rodrik 和 Subramanian (2009) 及其引用文献进行了总结, 表明金融全球化带来的效益缺少确凿证据。然而, 一些研究的确发现, 金融和资本市场自由化能促进经济增长。比如 Alfaro 等 (2004), Bekaert 等 (2005) 以及 Klein 和 Olivei (2008)。

- 29 参见 Faijgelbaum 和 Khandelwal (2016)。
- 30 Beck 等 (2007) 得出结论, 融资可得性提升有助于提高穷人收入。近日, Ben Naceur 和 Zhang (2016) 使用的多数金融市场指标都证明了这点, 但金融自由化是个例外。Beck 等 (2010) 研究表明, 银行运作所受限制减少也有助于提高贫穷家庭收入。
- 31 关于总结, 参见 Claessens 和 Perotti (2007)。
- 32 Autor 等 (2017) 发现证据表明, 劳动力份额降低的主要驱动因素是企业间再分配, 而非公司内部劳动力份额非加权平均值的下降。这在一定程度上证明了, 各行业生产力水平最高的企业是全球化的最大受益者。
- 33 文献一致表明, 金融开放加剧收入不平等。此话题参见 Cabral 等 (2016), Figini 和 Görg (2011), IMF (2007) 以及 Jaumotte 等 (2013)。这一现象不仅局限于新兴市场经济体。例如, 即使在 OECD 国家, Denk 和 Cournède (2015) 发现, 金融扩张会加剧全球收入不平等, 且没有证据表明这是金融危机带来的后果。
- 34 虽然很多研究发现, 贸易开放缓解了收入不平等 (Jaumotte 等 (2013), IMF (2007)), 并在一定程度上降低了失业 (Görg (2011)), 这与 Goldberg 和 Pavcnik (2007) 国别研究的结论相冲突。上述冲突表明, 可能存在影响贸易和收入平等关系的因素。例如, Milanović (2005) 发现, 贸易开放会压低低收入群体收入的比重, 同时提升高收入群体的收入比重。
- 35 关于劳动力收入比重下降的概述, 参见 ILO 和 OECD (2014) 以及 Karabounis 和 Neiman (2014)。
- 36 参见 Autor 等 (2013)。
- 37 Borio 等 (2011) 总结了国际资本在诱发国内金融过剩中发挥的作用。很多研究发现, 金融危机加剧了收入不平等: 参见 Bazillier 和 H é ricourt (2014), de Haan 和 Sturm (2017), Atkinson 和 Morelli (2011), Baldacci 等 (2002) 以及 Li 和 Yu (2014); 其他文献则并未得出上述结论: 参见 Denk 和 Courn è de (2015), Honohan (2005) 以及 Jaumotte 和 Osorio Buitron (2015)。上述分歧在一定程度上反映了金融危机对新兴市场经济体的影响大于先进经济体的事实; 参见 Galbraith 和 Jiaqing (1999) 以及 Agnello 和 Sousa (2012)。Chen 和 Ravallion (2010) 强调了金融危机对贫困的重大影响。
- 38 参见 Rey (2015)。
- 39 关于资本受国内 GDP 增长影响出现周期性流动的实证证据, 参见 Broner 等 (2013), Contessi 等 (2013), Bluedorn 等 (2013), Hoggarth 等 (2016) 以及 Avdjiev 等 (2017b)。Hoggarth 等 (2016) 还研究了资本受国内债务影响出现

的周期性流动。关于资本受全球性因素影响出现周期性流动的实证证据，参见 Koepke (2015)，Nier 等 (2014) 以及 Eichengreen 等 (2017)。

40 参见 Borio 等 (2011)，Avdjiev 等 (2012) 以及 Lane 和 McQuade (2014)。

41 参见 Shin (2016)。

42 参见 Avdjiev 等 (2017a)。

43 参见 Borio (2014, 2016) 和 Caruana (2015)。

44 参见 Shin (2015)。

45 关于货币波动的风险承担渠道，参见 Bruno 和 Shin (2015, 2017) 和 Hofmann 等 (2016)。

46 近期关于促进贸易改革公平性政策的评论，参见 IMF–World Bank–WTO (2017)。

47 参见 Borio (2014)。

48 Caballero 等 (2005) 通过亚洲金融危机中澳大利亚和智利的国别比较，反映了风险分担行为带来的效益。

49 参见 Ag é nor 等 (2017)。

参考文献

Agénor, P-R, E Kharroubi, L Gambacorta, G Lombardo and L A Pereira da Silva (2017): "The international dimensions of macroprudential policies", *BIS Working Papers*, no 643, June.

Agnello, L and R Sousa (2012): "How do banking crises impact on income inequality?", *Applied Economics Letters*, vol 19, issue 15, pp 1425-9.

Ahn, J, M Amiti and D Weinstein (2011): "Trade finance and the great trade collapse", *American Economic Review*, vol 101, no 3, pp 298-302.

Alfaro, L, A Chanda, S Kalemli-Ozcan and S Sayek (2004): "FDI and economic growth: the role of local financial markets", *Journal of International Economics*, vol 64, no 1, pp 89-112.

Amity, M and D Weinstein (2011): "Exports and financial shocks", *The Quarterly Journal of Economics*, vol 126, no 4, pp 1841-77.

Antràs, P and S Yeaple (2014): "Multinational firms and the structure of international trade", *Handbook of International Economics*, vol 4, ch 2, pp 55-130.

Atkinson, A and S Morelli (2011): "Economic crises and inequality", *United Nations Human Development Research Paper 2011/06*.

Autor, D, D Dorn and G Hanson (2013): "The China syndrome: local labor market effects of import competition in the US", *American Economic Review*, vol 103, no 6, pp 2121-68.

Autor, D, D Dorn, L Katz, C Patterson and J Van Reenen (2017): "Concentrating on the fall of the labor share", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol 107, no 5, pp 180-5.

Avdjiev, S, M Chui and H S Shin (2014): "Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows", *BIS Quarterly Review*, December, pp 67-77.

Avdjiev, S, L Gambacorta, L Goldberg and S Schiaffi (2017a): "The shifting drivers of global liquidity", *BIS Working Papers*, no 644, June.

Avdjiev, S, B Hardy, S Kalemli-Ozcan and L Servén (2017b): "Gross capital inflows to banks, corporates and sovereigns", *NBER Working Papers*, no 23116.

- Avdjiev, S, R McCauley and P McGuire (2012): "Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia", *BIS Working Papers*, no 377, April.
- Baldacci, E, L de Mello and G Inchauste (2002): "Financial crises, poverty, and income distribution", *IMF Working Papers*, no WP/02/4.
- Baldwin, R (ed) (2009): *The great trade collapse: causes, consequences and prospects*, CEPR e-book.
- (2016): *The great convergence*, Harvard University Press.
- Bazillier, R and J Héricourt (2014): "The circular relationship between inequality, leverage, and financial crises: intertwined mechanisms and competing evidence", *CEPR Working Papers*, no 2014-22.
- Beck, T, A Demirgüç-Kunt and R Levine (2007): "Finance, inequality and the poor", *Journal of Economic Growth*, vol 12, no 1, pp 27-49.
- Beck, T, R Levine and A Levkov (2010): "Big bad banks? The winners and losers from bank deregulation in the United States", *The Journal of Finance*, vol 65, no 5, pp 1637-67.
- Bekaert, G, C Harvey and C Lundblad (2005): "Does financial liberalization spur growth?", *Journal of Financial Economics*, vol 77, no 1, pp 3-55.
- Ben Naceur, S and R X Zhang (2016): "Financial development, inequality and poverty: some international evidence", *IMF Working Papers*, no WP/16/32.
- Bergstrand, J (1985): "The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence", *The Review of Economics and Statistics*, vol 67, no 3, pp 474-81.
- Bernard, A, J Bradford Jensen and P Schott (2009): "Importers, exporters, and multi-nationals: a portrait of firms in the US that trade goods", in T Dunne, J Bradford Jensen and M Roberts (eds), *Producer dynamics: new evidence from micro data*, National Bureau of Economic Research, pp 513-52.
- Bluedorn, J, R Duttagupta, J Guajardo and P Topalova (2013): "Capital flows are fickle: anytime, anywhere", *IMF Working Papers*, no WP/13/183.
- Borio, C (2014): "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *Journal of Banking & Finance*, vol 45, issue C, pp 182-98.
- (2016): "More pluralism, more stability?", presentation at the Seventh High-level Swiss National Bank-International Monetary Fund Conference on the International Monetary System, Zurich, 10 May.

- Borio, C, R McCauley and P McGuire (2011): "Global credit and domestic credit booms", *BIS Quarterly Review*, September, pp 43-57.
- Borjas, G (2015): "Immigration and globalization: a review essay", *Journal of Economic Literature*, vol 53, no 4, pp 961-74.
- Bourguignon, F (2015): *The globalization of inequality*, Princeton University Press.
- Broda, C and D Weinstein (2006): "Globalization and the gains from variety", *The Quarterly Journal of Economics*, vol 121, no 2, pp 541-85.
- Broner, F, T Didier, A Erce and S Schmukler (2013): "Gross capital flows: dynamics and crises", *Journal of Monetary Economics*, vol 60, no 1, pp 113-33.
- Bruno, V and H S Shin (2015): "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol 71, pp 119-132.
- (2017): "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis", *Review of Financial Studies*, vol 30, pp 703-49.
- Caballero, R, K Cowan and J Kearns (2005): "Fear of sudden stops: lessons from Australia and Chile", *The Journal of Policy Reform*, vol 8, no 4, pp 313-54.
- Cabral, R, R García-Díaz and A Varela Mollick (2016): "Does globalization affect top income inequality?", *Journal of Policy Modeling*, vol 38, no 5, pp 916-40.
- Caruana, J (2015): "The international monetary and financial system: eliminating the blind spot", speech at the IMF conference *Rethinking macro policy III: progress or confusion?*, Washington DC, 16 April.
- (2017): "Have we passed 'peak finance'?", speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 28 February.
- Casas, C, F Diez, G Gopinath and P-O Gourinchas (2016): "Dominant currency paradigm", *NBER Working Papers*, no 22943.
- (2017): "Dominant currency paradigm: a new model for small open economies", mimeo.
- Chen, S and M Ravallion (2010): "The developing world is poorer than we thought, but no less successful in the fight against poverty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol 125, no 4, pp 1577-1625.
- Cheung, C and S Guichard (2009): "Understanding the world trade collapse", *OECD Economics Department Working Papers*, no 729.

- Chor, D and K Manova (2012): "Off the cliff and back? Credit conditions and international trade during the global financial crisis", *Journal of International Economics*, vol 87, no 1, pp 117-33.
- Claessens, S, O Hassib and N van Horen (2015): "The role of foreign banks in trade", Federal Reserve Board, Maastricht University, Netherlands Bank.
- Claessens, S and E Perotti (2007): "Finance and inequality: channels and evidence", *Journal of Comparative Economics*, vol 35, no 4, pp 748-73.
- Claessens, S and N van Horen (2015): "The impact of the global financial crisis on banking globalization", *IMF Economic Review*, vol 63, no 4, pp 868-918.
- Cline, W (1997): *Trade and income distribution*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Cohen, B and M Scatigna (2016): "Banks and capital requirements", *Journal of Banking and Finance*, vol 69, sup 1, pp S56-S69.
- Committee on the Global Financial System (2014): "EME banking systems and regional financial integration", *CGFS Publications*, no 51.
- Contessi, S, P De Pace and J Francis (2013): "The cyclical properties of disaggregated capital flows", *Journal of International Money and Finance*, 32, pp 528-55.
- Constantinescu, C, A Mattoo and M Ruta (2015): "The global trade slowdown: cyclical or structural?", *IMF Working Papers*, no WP/15/6.
- (2017): "Trade developments in 2016: policy uncertainty weighs on world trade", Global Trade Watch, World Bank, Washington DC.
- Dabla-Norris, E, K Kochhar, N Suphaphiphat, F Ricka and E Tsounta (2015): "Causes and consequences of income inequality: a global perspective", *IMF Staff Discussion Note* 15/13.
- Darvas (2016): "Some are more equal than others: new estimates of global and regional inequality", *Bruegel Working Paper* 8.
- Deaton, A (2013): *The great escape, health, wealth and the origins of inequality*, Princeton University Press.
- de Haan, J and J-E Sturm (2017): "Finance and income inequality: a review and new evidence", *European Journal of Political Economy*.
- Denk, O and B Cournède (2015): "Finance and income inequality in OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, no 1224.

- Eichengreen, B, P Gupta and O Masetti (2017): "Are capital flows fickle? Increasingly? and does the answer still depend on type?", World Bank, *Policy Research Working Paper 7972*.
- Elms, D and P Low (eds) (2013): *Global value chains in a changing world*, World Trade Organization, Geneva.
- Estevadeordal, A, B Frantz and A Taylor (2003): "The rise and fall of world trade, 1870-1939", *The Quarterly Journal of Economics*, vol 118, no 2, pp 359-407.
- European Central Bank (2016): "Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?", IRC Trade Task Force, *Occasional Paper Series*, no 178.
- Fajgelbaum, P and A Khandelwal (2016): "Measuring the unequal gains from trade", *The Quarterly Journal of Economics*, vol 131, no 3, pp 1113-80.
- Federico, G and A Tena-Junguito (2017): "A tale of two globalizations: gains from trade and openness 1800-2010", *Review of World Economics*, pp 1-25.
- Ferrari, M, J Kearns and A Schrimpf (2017): "Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates", *BIS Working Papers*, no 626, April.
- Figini, P and H Görg (2011): "Does foreign direct investment affect wage inequality? An empirical investigation", *The World Economy*, vol 34, no 9, pp 1455-75.
- Forbes, K, D Reinhardt and T Wieladek (2016): "The spillovers, interactions, and (un)intended consequences of monetary and regulatory policies", *Journal of Monetary Economics*, vol 85, pp 1-22.
- Forbes, K and F Warnock (2012): "Debt- and equity-led capital flow episodes", *NBER Working Papers*, no 18329.
- Frankel, J and D Romer (1999): "Does trade cause growth?", *American Economic Review*, vol 89, no 3, pp 379-99.
- Galbraith, J and L Jiaqing (1999): "Inequality and financial crises: some early findings", University of Texas Inequality Project, *Working Paper 9*.
- Goldberg, P and N Pavcnik (2007): "Distributional effects of globalization in developing countries", *Journal of Economic Literature*, vol 45, no 1, pp 39-82.
- Görg, H (2011): "Globalization, offshoring and jobs", in M Bacchetta and M Jansen (eds), *Making globalization socially sustainable*, World Trade Organization, pp 21-48.
- Gruić, B, C Upper and A Villar (2014): "What does the sectoral classification of

offshore affiliates tell us about risks?", *BIS Quarterly Review*, December, pp 20-1.

Halter, D, M Oechslin and J Zweimüller (2014): "Inequality and growth: the neglected time dimension", *Journal of Economic Growth*, vol 19, no 1, pp 81-104.

Haugh, D, A Kopoin, E Rusticelli, D Turner and R Dutu (2016): "Cardiac arrest or dizzy spell: why is world trade so weak and what can policy do about it?", *OECD Economic Policy Papers*, no 18.

Hoekman, B (ed) (2015): *The global trade slowdown: a new normal?*, VoxEU.org eBook, CEPR.

Hofmann, B, I Shim and H S Shin (2016): "Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation", *BIS Working Papers*, no 538, revised May 2017.

Hoggarth, G, C Jung and D Reinhardt (2016): "Capital inflows - the good, the bad and the bubbly", Bank of England, *Financial Stability Paper* no 40.

Honohan, P (2005): "Banking sector crises and inequality", World Bank, *Policy Research Working Paper* 3659.

International Labour Organization and Organisation for Economic Co-operation and Development (2015): *The labour share in G20 economies*, report prepared for the G20 Employment Working Group.

International Monetary Fund (2007): "Globalization and inequality", *World Economic Outlook*, October, Chapter 4.

——— (2016): "Global trade: what's behind the slowdown?", *World Economic Outlook*, October, Chapter 2.

International Monetary Fund, World Bank and World Trade Organization (2017): *Making trade an engine of growth for all: the case for trade and for policies to facilitate adjustment*.

Irwin, D (2002): "Long-run trends in trade and income", *World Trade Review*, vol 1, no 1, pp 89-100.

Irwin, D and M Terviö (2002): "Does trade raise income? Evidence from the twentieth century", *Journal of International Economics*, vol 58, no 1, pp 1-18.

Ito, H and M Chinn (2015): "The rise of the redback: evaluating the prospects for renminbi use in invoicing", in B Eichengreen and M Kawai (eds), *Renminbi internationalization: achievements, prospects, and challenges*, Brookings Institution Press and the Asian Development Bank Institute, pp 111-58.

Jaumotte, F, S Lall and C Papageorgiou (2013): "Rising income inequality: technology, or trade and financial globalization?", *IMF Economic Review*, vol 61, no 2, pp 271-309.

Jaumotte, F and C Osorio Buitron (2015): "Inequality and labor market institutions", *IMF Staff Discussion Note* 15/14.

Karabarbounis, L and B Neiman, (2014): "The global decline of the labor share", *The Quarterly Journal of Economics*, vol 129, no 1, pp 61-103.

Kearns, J, A Schrimpf and D Xia (forthcoming): "The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers", *BIS Working Papers*.

Keller, W (2010): "International trade, foreign direct investment, and technology spillovers", *Handbook of the Economics of Innovation*, vol 2, pp 793-829.

Kim, S-J and H S Shin (2016): "Productivity and trade: a working capital perspective", mimeo.

Klasing, M and P Milionis (2014): "Quantifying the evolution of world trade, 1870-1949", *Journal of International Economics*, vol 92, no 1, pp 185-97.

Klein, M and G Olivei (2008): "Capital account liberalization, financial depth, and economic growth", *Journal of International Money and Finance*, vol 27, no 6, pp 861-75.

Koepke, R (2015): "What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature", *MPRA Paper* no 75887, University of Munich.

Kose, M, E Prasad, K Rogoff and S-J Wei (2006): "Financial globalization: a reappraisal", *IMF Working Papers*, 6189.200, pp 1-94.

——— (2009): "Financial globalization: a reappraisal", *IMF Staff Papers*, vol 56, no 1, pp 8-62.

Kowalski, P, J López González, A Ragoussis and C Ugarte (2015): "Participation of developing countries in global value chains: implications for trade and trade-related policies", *OECD Trade Policy Papers*, no 179.

Lakner, C and B Milanović (2015): "Global income distribution from the fall of the Berlin Wall to the Great Recession", *Revista de Economía Institucional*, vol 17, no 32, pp 71-128.

Lane, P and P McQuade (2014): "Domestic credit growth and international capital flows", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol 116, no 1, pp 218-52.

Lane, P and G Milesi-Ferretti (2017): "International financial integration in the

aftermath of the global financial crisis”, *IMF Working Papers*, no WP/17/115.

Lee, H Y, L Ricci and R Rigobon (2004): “Once again, is openness good for growth?”, *Journal of Development Economics*, vol 75, no 2, pp 451-72.

Levchenko, A, L Lewis and L Tesar (2010): “The role of financial factors in the great trade collapse: a skeptic’s view”, University of Michigan manuscript.

Li, J and H Yu (2014): “Income inequality and financial reform in Asia: the role of human capital”, *Applied Economics*, vol 46, no 24, pp 2920-35.

McCauley, R, A Bénétrix, P McGuire and G von Peter (forthcoming): “Financial deglobalisation in banking?”, *BIS Working Papers*.

Meissner, C (2014): “Growth from globalization? A view from the very long run”, *Handbook of Economic Growth*, vol 2, pp 1033-69.

Milanović, B (2005): “Can we discern the effect of globalization on income distribution? Evidence from household surveys”, *The World Bank Economic Review*, vol 19, no 1, pp 21-44.

——— (2013): “Global income inequality in numbers: in history and now”, *Global Policy*, vol 4, no 2, pp 198-208.

Milesi-Ferretti, G and C Tille (2011): “The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis”, *Economic Policy*, vol 26, no 66, pp 289-346.

Nier, E, T Saadi-Sedik and T Mondino (2014): “Gross private capital flows to emerging markets: can the global financial cycle be tamed?”, *IMF Working Papers*, no WP/14/196.

Noguer, M and M Siscart (2005): “Trade raises income: a precise and robust result”, *Journal of International Economics*, vol 65, no 2, pp 447-60.

Obstfeld, M and A Taylor (2004): *Global capital markets: integration, crisis, and growth*, Cambridge University Press.

Ostry, J, A Berg and C Tsangarides (2014): “Redistribution, inequality, and growth”, *IMF Staff Discussion Note 14/02*.

Paravisini, D, V Rappoport, P Schnabl and D Wolfenzon (2015): “Dissecting the effect of credit supply on trade: evidence from matched credit-export data”, *The Review of Economic Studies*, vol 82, no 1, pp 333-59.

Pereira da Silva, L A (2016): “Rethinking development finance: towards a new ‘possible trinity’ for growth?”, speech at the Atlantic Dialogues 2016, Marrakesh,

December.

Piketty, T and E Saez (2014): "Inequality in the long run", *Science*, vol 344, issue 6186, pp 838-43.

Rey, H (2015): "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", *NBER Working Papers*, no 21162.

Rodrik, D and A Subramanian (2009): "Why did financial globalization disappoint?", *IMF Staff Papers*, vol 56, no 1, pp 112-38.

Shin, H S (2013): "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies", keynote address at the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, 3-5 November.

——— (2015): "Exchange rates and the transmission of global liquidity", speech at the Bank of Korea-IMF conference on *Leverage in Asia: lessons from the past, what's new now, and where to watch out for*, Seoul, 11 December.

——— (2016): "The bank/capital markets nexus goes global", speech at the London School of Economics and Political Science, 15 November.

World Trade Organization (2014): "The rise of global value chains", *World Trade Report 2014*, Chapter C.