

全球智库半月谈

新兴市场与中美关系

《中欧投资协定》被低估了吗

美国在亚太地区贸易战略的三大支柱

美国量化宽松与新兴市场金融周期

疫情后货币操纵开始反弹

汇率和通胀率的长期下降是否能在新冠疫情后恢复

前沿市场债务监测——一把双刃剑

本期编译

桂平舒

李佳欣

李陆屿

母雅瑞

申劭婧

徐懿凡

薛 懿

张舜栋

(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

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

国际战略研究组

组 长	张宇燕			
召集人	徐 进		协调人	彭成义
团队成员	李东燕	全球治理	袁正清	国际组织
	邵 峰	国际战略	徐 进	国际安全
	薛 力	能源安全	欧阳向英	俄罗斯政治
	黄 薇	全球治理	冯维江	国际政治经济学
	王鸣鸣	外交决策	高 华	北约组织
	卢国学	亚太政治	王 雷	东亚安全

彭成义	中外关系	徐秀军	全球治理
田慧芳	气候变化	李 燕	俄罗斯政治
任 琳	全球治理	丁 工	发展中国家政治

联系人: 傅子晴 邮箱: jenniferfzq@163.com 电话: (86) 10-8519 5775 传真: (86) 10-6512 6105

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码: 100732

免责声明:

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

目 录

世界热点

新兴市场与中美关系6

导读：美国和中国 2021 年的政策立场将左右新兴市场的运转。本文讨论了美国最新财政方案将如何与中国的常态化政策进行互动。本文认为，拜登总统的财政扩张政策在理论上会通过贸易渠道对新兴市场国家产生正面溢出作用，但中国常态化政策所导致的金融状况紧缩可能削减这种正面溢出效果。

《中欧综合投资协定》被低估了吗 10

导读：2020 年 12 月，中欧双方初步就《中欧综合投资协定》达成了一致。在欧盟委员会看来，该协定是一份“独一无二”的协定，将对中欧贸易和赴华投资的欧洲企业带来重大利好。笔者认为，尽管远非完美，但这份协定确实具有里程碑式的意义。

美国经济概况 18

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至 2021 年 4 月 9 日的数据。

美国在亚太地区贸易战略的三大支柱39

导读：本文是美国查塔姆研究所全球贸易政策论坛的一部分，指出美国应该在亚太地区采取新的贸易政策。本文作者 Schneider 认为特朗普政府的贸易政策毫无章法，新政府的对华战略应该加强与各个组织的合作，广泛联系盟友，以迫使中国改变其贸易政策。

美国量化宽松与新兴市场金融周期 42

导读：这篇文章中我们分析了宏观审慎政策 (Maps) 是如何影响非银行金融中介 (NBFI) 的，其中，宏观审慎政策主要适用于银行，较少适用于借款人。利用 2002 年至 2017 年期间参与金融稳定委员会监测的 24 个辖区的数据，我们研究了宏观审慎政策对银行资产和那些可能涉及银行类金融稳定风险（狭义 NBFI）的非银行金融中介活动的影响。我们发现，国内宏观审慎政策的紧缩增加了这些非银行金融中介活动，减少了银行资产，提高了非银行金融中介在金融资产总额中的份额。相比之下，外国司法管辖区的紧缩政策会导致非银行金融中介份额的减少，即非银行金融中介活动的减少和国内银行资产的增加。宏观审慎政策的收紧和放松对非银行金融中介有很大的对称影响。我们发现，宏观审慎政策（国内和国外）对所有可能对金融稳定构成风险的非银行金融中介经济活动的影响在经济上和统计上都是显著的。

经济政策

疫情后货币操纵开始反弹 61

导读：2020 年货币操纵风潮卷土重来，新冠疫情是重要推动因素。私人投资者逃离了风险更高的中低收入国家，转向被认为更安全的发达经济体。这些资本流动推高了发达经济体相对于发展中经济体的货币汇率，并对发达经济体的贸易平衡造成了压力。

汇率和通胀率的长期下降是否能在新冠疫情后恢复？ 65

导读：21 世纪，尤其是 2014 年以来，全球汇率波动一直呈下降趋势，特别是 G3 核心货币（美元，欧元和日元）之间，某种程度上 G4（加上中国）也是。这种趋势一直持续到新冠疫情带来的衰退期间：这很不寻常，因为美国在衰退时汇率波动通常会增加。与衡量股票价格波动的指标相比，汇率波动可与布雷顿森林体系 I 鼎盛时期的低点相媲美。本文认为，造成这一现象的核心因素是货币政策趋同，这体现在通货膨胀率以及利率，尤其是长期利率差别的大幅降低上。人们预期零界线将在未来几年对发达经济体产生显著约束，这将使得这种前所未有的稳定（部分扩展到新兴市场）得到有力加强。我们考虑了各种假设，认为货币波动的停滞是主要解释因素。本文的最后部分警告说，系统性经济危机通常会产生重大转折，因此不能排除扩展的布雷顿森林体系 II 崩溃的可能。

全球治理

前沿市场债务监测——一把双刃剑 89

导读：前沿市场的总债务从 2019 年不到 GDP 的 100% 上升到 2020 年的近 110%，创历史新高。政府债务占增长的四分之三，现在占 GDP 的 60% 以上。马尔代夫、赞比亚、巴林和刚果共和国的政府债务占国内生产总值的比例增长最大，而埃塞俄比亚的债务占国内生产总值的比例下降。前沿市场债务数据库新增了 15 个国家。

本期智库介绍 99

新兴市场与中美关系

Robert Gilhooly, Carolina Martinez, Abigail Watt/文 李佳欣/编译

导读：美国和中国 2021 年的政策立场将左右新兴市场的运转。本文讨论了美国最新财政方案将如何与中国的常态化政策进行互动。本文认为，拜登总统的财政扩张政策在理论上会通过贸易渠道对新兴市场国家产生正面溢出作用，但中国常态化政策所导致的金融状况紧缩可能削减这种正面溢出效果。编译如下：

评估新冠疫情冲击的一个关键挑战是如何判断国际溢出效应（Chudik 等，2020），而强有力的政策回应是减少长期经济损害和为经济提供最佳复苏机会的关键（Baldwin 和 Weder di Mauro，2020）。

自民主党赢得佐治亚州决选以来，美国财政政策的转变无疑是强有力的。1.9 万亿美元的《美国救援计划法案》很可能将美国国内生产总值推高 5-7% 左右。事实上，这引发了一场关于美国财政政策是否变得过于扩张的激烈辩论（Landau，2021）。

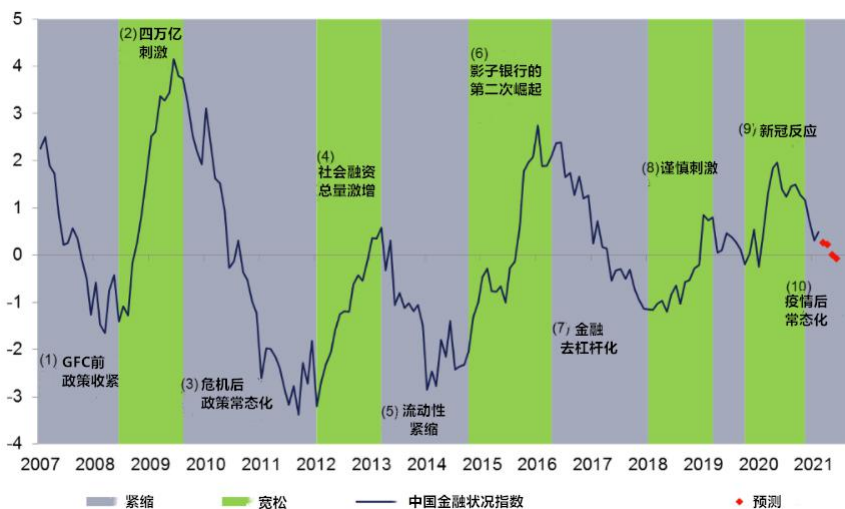
美国的财政政策会对世界其他地区产生巨大的推动作用，但美国的财政冲击并不是孤立发生的。中国正在收紧政策支持，这反映出其 GDP 已恢复到危机前的水平。而许多其他新兴市场发现，继续维持 2020 年颁布的扶持水平将变得越来越困难。

许多新兴市场减少扶持政策的一个原因是，美国的财政政策推高了美国国债的收益率。这是对美国光明前景的自然内生反应，但对新兴市场而言，除非该市场的实体经济有足够大的溢出效应，否则这可能更类似于其金融状况的外生收紧。更为强劲的外部环境也可能导致中国决策者减少扶持政策。

正如 Gilhooly 等人（2020）阐述的那样，中国的金融状况为评估传统和非传统政策杠杆的运作方式提供了一个有用的衡量标准。金融状况指数（FCI）不仅总结了中国人民银行（PBOC）手中的一系列政策工具，还将债券收益率、货币、信贷、风险溢价、波动率和外汇等其他因素归纳为易于解释的时间序列，便于实时跟踪。

图 1 显示，中国的金融稳定指数已经收紧，我们预计它将很快突破零“中性”线。信贷冲动是反映社会融资总额信贷增长与 GDP 之比的关键因素，随着去年对第一季度 GDP 的冲击从计算中消失，信贷冲动将机械地转为负值。更一般地，当局一直强调，尽管中国央行的主要政策利率可能不会上调，但财政支持正在撤出，金融稳定仍是一个关键的优先事项。

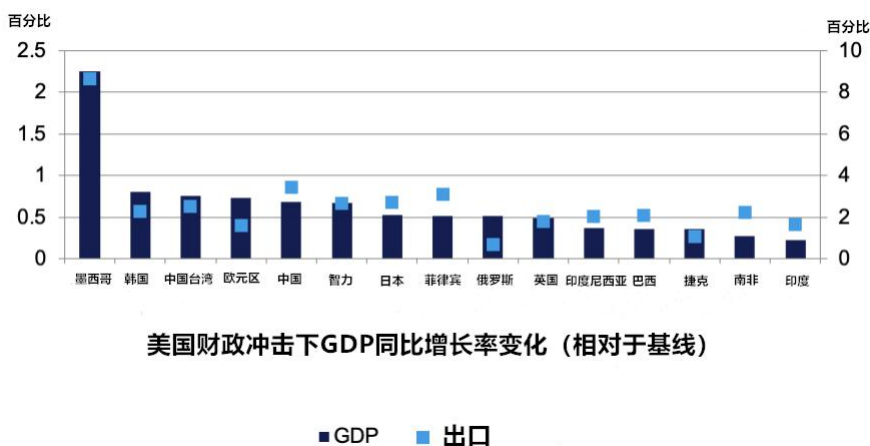
图 1 中国的金融周期正在迅速下降，很快就会转为略负



考虑到美国的财政政策可能会在更常态化的时期对全球贸易和主要贸易伙伴产生怎样的影响，为考虑当前形势中的关键分歧提供了一个有用的基础。

根据牛津经济学院的全球模型，美国财政刺激计划预计将分别推高美国消费者支出和商品进口 13660 亿美元和 3110 亿美元，使经常账户赤字占 GDP 的比例增加约 0.4%。包括通过贸易伙伴的第二轮影响，这将足以在三年内使世界贸易增长 2.4%。对中国和其他新兴市场出口国而言，美国的财政刺激通常会显著推高贸易和 GDP，最大反应出现在一年后（图 2）。

图 2 全球模型说明了美国财政冲击如何在更标准的回扣中溢出



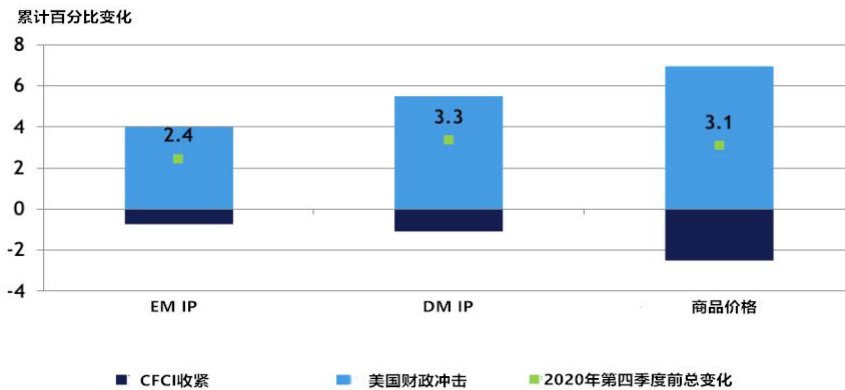
美国财政冲击下 GDP 同比增长率变化（相对于基线）

■ GDP ■ 出口

除了美国财政政策没有在任何接近“正常时期”的情况下实施之外，中国的反应可能会减弱美国对新兴市场的推动作用。利用 Watt 等人（2019）提出的贝叶斯 VAR (BVAR) 框架，我们估计了美国经济增长冲击和中国金融状况收紧对几个关键指标的综合影响。

图 3 显示，美国经济增长冲击主导了中国金融状况的紧缩。BVAR 意味着新兴市场 and 发达市场的工业生产 (IP) 增长显著增加，同时两年内商品价格上涨。

图3 实证结果表明，美国的财政政策可能主导中国的紧缩政策



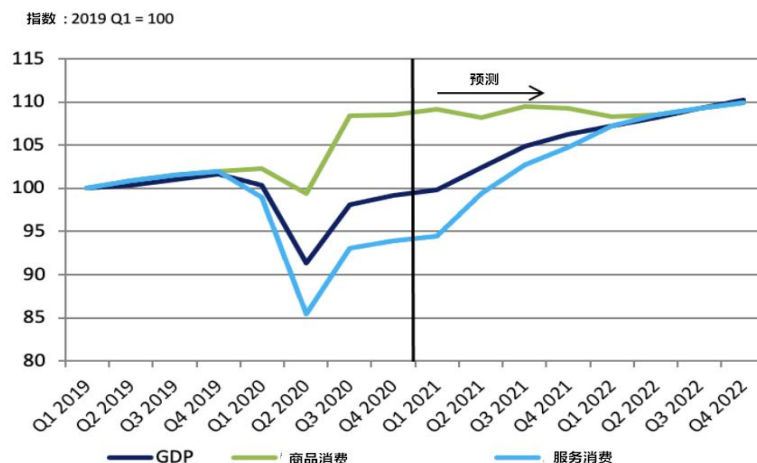
有充分的理由对 BVAR 所暗示的净提振力度持谨慎态度。

首先，中国的金融状况有可能比我们的核心案例更为紧缩。过去的政策比我们目前的假设更具周期性，可能是因为中国的 FCI 未能捕捉到均衡利率的下降。鉴于大宗商品周期与中国宏观经济前景密切相关，这可能对更一般的新兴市场大宗商品出口国产生影响。

第二，也是最关键的一点，美国经济复苏和财政一揽子计划的构成可能意味着，鉴于美国财政政策的放松，全球贸易这一关键的传导渠道不太可能像通常预期的那样得到改善。

COVID-19 冲击引发了消费内部的实质性轮换，推动美国实际商品消费份额上升了近 4%。随着疫苗接种活动的正常化——允许服务业进一步重新开放——商品消费份额也可能正常化。因此，如果再加上美国的财政刺激，这意味着美国商品消费可能只会持平（图 4）。换言之，美国的财政政策可能阻止了商品消费的下降，但也表明它可能不会产生多少额外的全球贸易（与牛津模型在标准情况下暗示的对全球贸易的实质性推动不同）。类似的轮换很可能发生在其他发达市场，但没有明显的财政支持的抵消，进而对全球贸易构成了压力。

图4 美国消费的轮换意味着商品消费可能持平



美国财政一揽子计划的构成也很重要。3月份通过的一揽子计划中的措施向个人倾斜,表明进口强度相对较低。拟议中的美国就业计划可能更为进口密集型,其支出主要集中在基础设施、绿色措施以及研发方面。时间和规模仍不确定,支出可能分散在一个更长的时间框架(可能是十年),并可能会利用一些增税的抵消来缓解经济刺激。

结论

美国的救援计划将重振美国经济,而这将导致政策刺激从中国撤出。然而,这种正面冲击也将伴随着美国和其他发达国家市场增长构成的明显转变。随着疫苗接种使服务业复苏,商品消费的常态化有可能削弱全球贸易带来的许多好处。

本文原题名为“A Tale of Two Shocks: Emerging Markets Amid US and China Cross-currents”。本文作者 Robert Gilhooly 是 VOX 研究经济学家, Carolina Martinez 是 VOX 投资分析师, Abigail Watt 是 VOX 研究经济学家。本文于 2021 年 4 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

《中欧综合投资协定》被低估了吗

Uri Dadush 和 André Sapir / 文 张舜栋 / 编译

导读：2020年12月，中欧双方初步就《中欧综合投资协定》达成了一致。在欧盟委员会看来，该协定是一份“独一无二”的协定，将对中欧贸易和赴华投资的欧洲企业带来重大利好。笔者认为，尽管远非完美，但这份协定确实具有里程碑式的意义。编译如下：

引言

多年以来，尽管在其成员国内部存在若干特殊政策，但欧盟作为一个整体，在外商直接投资（FDI）问题上一向坚持以条约为基础的开放政策。相较之下，尽管中国自改革开放以来在对外开放领域取得了长足进步，但依然在一些领域（尤其是服务业）保留了对外商投资的诸多限制。不过，目前中国对制造业的外商直接投资已经相当开放，其开放程度已接近欧盟水平。

考虑到中国和欧盟在外商投资开放程度上的不平衡，欧盟长期以来一直致力于推动中国对外开放。在历时八年的谈判后，2020年12月，中欧双方初步达成了《中欧综合投资协定》（Comprehensive Agreement on Investment, CAI）。而在此之前，中国也于2020年1月颁布了新的《外商投资法》。该法案鼓励外商对某些行业进行投资，而对另一些行业的外商投资则进行了限制。两个典型的限制性政策是：法律要求进入中国的外资与中国本地企业成立合资企业（JV）进行合资经营，并限制外资进入产能过剩的行业（如钢铁和混凝土行业）。但这部法案也对外商投资出台了各种保护性措施，如要求各级政府在政府采购中对中资和外商企业一视同仁，并禁止强制技术转让。最引人注目的是，新版的《外商投资法》规定，如果中国签署的国际协议中包含更有利于外商投资准入的条款，那么这些条款将优先于中国现有的针对外商投资的相关法规。目前，中国签署重要的国际协定包括：在WTO框架下的各项协定、与其他14个亚太国家签署的RCEP协定，以及和美国签署的中美一阶段贸易协定。而与欧盟协商的《中欧综合投资协定》，则是迄今为止中国签署的第一份针对投资的开放协议。在目前通过的文本中，《协定》并未就外商投资者的保护细则做出规定。但该协定明确要求，缔约国应于协定签署两年内，完成针对外商投资者的保护政策谈判。与此同时，此前中国与欧盟各成员国签署的各项双边投资协定（BIT）依然有效。

本报告重点分析了《中欧综合投资协定》将对有意向前往中国投资的欧盟企业带来的收益。由于目前欧盟已经对中国企业的赴欧投资相当开放，因此笔者认为，该协定对欧盟带来的经济收益将主要来源于更加开放的中国市场。此外，该协定也有利于促使中国融于基于规则的国际多边体系，这也是该协定的重要使命

之一。在报告中，笔者的分析主要基于经济问题的角度。但与此同时，笔者也认为，这份由世界第二和第三大经济体签署的投资协定，绝不可能隔绝于地缘政治和其他敏感议题。尤为引人注意的是，近期以来中国和欧洲在一些议题上的争端有日趋激烈的趋势。在这样的背景下，中国对部分欧洲议会的议员和研究人士实施了制裁。而只要这样的制裁继续生效，我们就很难看到欧洲议会对《中欧综合投资协定》的合法性审查顺利通过。

显然，《中欧综合投资协定》远远不是一份简简单单的投资协议。欧盟委员会将该协定视为一项里程碑式的成功，而批评和质疑人士则认为这份协定还有许多遗憾。笔者认为，该协定固然不是一份完美的协议，但它依然是一项重要的成就。近年来，中国在扩大对外开放领域单方面推动了许多进步，而《中欧综合投资协定》则以国际协定的形式巩固了这些进步，这使得赴华投资的欧盟企业得以获得更多的市场准入资格和法律保护。更重要的是，《中欧综合投资协定》在政府补贴、国有企业和技术转让等争议性领域取得了长足进步，这是殊为难得的。

《中欧综合投资协定》对欧盟企业赴华投资将带来哪些影响？

《中欧综合投资协定》在多大程度上改善了赴华投资的欧盟企业的经营环境？总的来说，该协定可以从两个维度帮助欧盟企业更好地参与中国市场的公平竞争：一是扩大开放，为欧盟企业在更多行业创造准入条件，并放宽对中外合资的限制；二是促进公平，就政府补贴和国有企业等问题作出规定，确保外资企业和中资企业在平等的市场环境下竞争。

《中欧综合投资协定》能否为欧盟企业扩大市场准入？

在过去，中国对外商投资的限制曾相当严格——根据 OECD 组织的测算，在 1997 年，中国在“外商直接投资管制限制指数”的测评中得分为 0.625（1 为完全封闭，0 为完全开放），而到 2019 年，中国在该指标上的得分已变为 0.244，其进步可谓明显。从国际比较的角度来看，与金砖国家相比，中国的外商投资开放度与印度和俄罗斯相近，但比巴西和南非要更加封闭。而对欧盟成员国而言，他们的外商直接投资管制限制指数都接近为 0。此外，需要指出的是，中国最新的《外商投资法》显著提高了中国的对外开放程度，而这一效应暂时未被反映在 2019 年 OECD 对中国的指数测算当中。

中国过去 20 年来在对外开放领域取得的长足进步，得益于单边和多边措施的结合。

首先，让我们来分析中国的制造业部门——中国的制造业规模比欧盟大 60%，且仍在不断扩张。与其他行业部门相比，中国的制造业部门吸引了来自欧盟的外商直接投资中的大头。麦肯锡 2019 年的一份报告指出，中国的制造业已被高度整合进了全球价值链，每年进口了大量的先进零部件，且在其消费市场吸

引了更多的跨国企业。根据联合国贸易和发展会议（UNCTAD）的研究，2020年中国已成为全球外商直接投资的最大目的地国，其总量已超过美国。而就中国制造业部门的对外开放度而言，1997年，该部门的外商直接投资管理限制指数为0.379，而到2019年这一指标已降至0.073——这意味着中国的制造业部门已趋于完全对外开放。从国际对比的视角来看，根据OECD的研究，目前中国制造业部门对FDI的开放程度已超过澳大利亚、加拿大和墨西哥，而这些扩大对外开放的成就完全是中国通过一系列外商投资法案和政策所单方面做出的。

相较之下，中国服务业的对外开放则是在单边和多边机制下被共同推动的——这其中的原因之一，是WTO只对服务业的对外开放做了规定，而并未就制造业出台相关条款。尽管如此，与制造业相比，中国的服务业对外开放程度要低许多——在1997年，中国服务业部门的外商直接投资管理限制指数为0.739，而2019年该指数为0.306，依然远大于欧盟国家的平均水平。

与其他成员国一样，中国在加入WTO之前，在服务贸易总协定（GATS）的框架下，对外商企业进入本国服务业部门的前景做了若干承诺。在WTO的服务行业分类列表（SSCL）中，服务业共包含162个子行业，而中国仅对其中的26个子行业做出了外商投资可以自由进入的承诺，对71个子行业做出了带有保留性的准入承诺（意味着外商企业必须与中资企业合资成立子公司），并对其余65个子行业没有做出准入承诺。而就外商投资是否能获得国民待遇（指外商企业能获得与本国企业同等的监管要求）的问题来说，中国仅对162个服务业子行业中的22个做出了外商企业可获得国民待遇的承诺，这大大低于其他WTO成员国的平均水平。当然，需要指出的是，中国在《外商投资法》中对服务业开放做出了一系列单方面的改革。但由于这些服务业扩大开放的举措是由其国内法规定的，因此也就不受任何国际协定的制约和背书。因此对外商投资者而言，除非得到国际协定的再次确认，否则这些基于国内法的开放措施其价值就是相对有限的。

那么，与中国新出台的《外商投资法》和其加入WTO时所做出的承诺相比，新的《中欧综合投资协定》是否为欧盟企业创造了更多的市场准入条件呢？

就制造业部门而言，《中欧综合投资协定》对中国在《外商投资法》中的改革做了再次确认：在《中欧综合投资协定》的附录3（正面清单）中，30个制造业部门目前已实现高度对外开放，其中的20个实现了完全对外开放（即免于任何限制条件，包括对合资企业的强制要求），这些行业包括食品加工、服装与纺织业、化工业（爆炸物行业除外）、制药业（除了少数疫苗行业外）、航空航天制造、仪器仪表和电子元件业等；而在其余的10个行业中，其关于合资企业的限制条件也已被取消，仅存的限制条件也主要是与产能过剩相关的，这些行业包

括水泥、钢铁、造船业等。在这些行业中，特别值得一提的是汽车制造业，因为该行业占到了欧盟对华投资总量的 30%。根据新的《外商投资法》，以及《中欧综合投资协定》，在 2022 年后，中国的汽车制造业将不再强制要求外资企业在中国成立合资子公司，且新能源汽车企业暂时不受产能总量的限制。与此同时，中方在《中欧综合投资协定》的附录 3 中，要求“禁止成立新的燃油汽车企业”，这反映了中国政府支持新能源汽车发展的决心。

就服务业而言，与 WTO 的相关条款相比，《中欧综合投资协定》在三个维度上提高了中国的对外开放度：

一是中国完全开放了 8 个先前在 WTO 框架下未对外商开放的服务业行业，包括兽医服务业、管理咨询服务业、人员安置供应服务业、电话接听服务业、货币经纪业、非银行金融机构汽车融资业、体育服务业，以及铁路运输配套服务业；

二是中国部分开放了 11 个服务业行业，包括数据库服务、自然科学研发服务、跨学科研发服务、印刷出版、市场研究和民意调查服务、期货和期权等衍生产品交易、资产管理、医院服务、娱乐服务、客运航空运输服务，和货运空运服务。中国政府针对这些行业的外商投资保留了部分限制性政策，如要求设立合资企业等；

三是中国取消了多个服务业行业的强制性合资企业限制，而主要保留限制的行业则包括部分音像制品行业、通信行业和教育行业。针对这些行业而言，中国政府的出发点更多是政治性的，而非经济性的。

总的来说，尽管远非一蹴而就，但《中欧综合投资协定》的确改善了欧盟企业对华的市场准入条件。此外，中国对许多行业放开合资企业限制的举动尤为重要，因为这涉及到棘手的强制技术转让问题，我们将在后文中探讨这一问题。

《中欧综合投资协定》是否为欧盟企业创造了更公平的市场环境？

对于欧盟企业来说，能够自由地进入广阔的中国市场固然重要。但在投资中国后，能够获得公平的市场环境，就是这些企业所最为关心的问题。在本节中，笔者将对四个重要议题进行讨论，分别是——强制性技术转让、国有企业问题、政府补贴问题和标准制定问题。

首先，我们讨论备受关注的技术转让问题。对于赴华投资的外商来说，监管当局通过要求设立合资企业，强制进行技术转让的问题是一个老大难的问题。中国政府在加入 WTO 时对这个问题做出了一些承诺，但目前来看，并未很好地解决这一问题。在产品部门，WTO 规则只适用于贸易，而不适用于外商直接投资。因此，在这些部门，中国政府可以维持合资企业的强制规定。而在服务部门，WTO 规则适用于外商直接投资，但这些规则的前置条件是成员国在服务贸易总协定（GATS）的框架下做出过相应承诺。如前文所述，尽管中国在该框架下对

服务业开放做过一些承诺，但对部分关键部门则有所保留，且对设立合资企业做了严格的要求。由于 WTO 规则并不能很好地解决技术转让的问题，因此中国的主要贸易伙伴国（包括美国、欧盟和东盟国家）分别通过多种渠道，试图在双边和多边机制下解决这一问题。值得注意的是，在新的《外商投资法》中，中国明确承诺禁止强制技术转让，但这一承诺还尚未获得国际协定的再次确认。从这个角度来看，《中欧综合投资协定》的意义是重大的——在现有的中国已签署或有意向申请加入的国际协定中（包括 TPP、CPTPP 和中美一阶段协议），《中欧综合投资协定》对强制技术转让的限制是最严格的，这份协定要求缔约国“不得以任何形式对自然人或企业在其领土内转让技术、生产过程或其他专有知识做任何要求或承诺”。有学者（Mavroidis 和 Sapir, 2021）认为，这种表述能够确保外资企业在华的合作伙伴以任何形式强制要求外资方转让技术的诉求都无法得到中国政府的背书。由于该条款同时适用于产品部门和服务部门，因此该条款或将有力促进欧盟企业对华投资。

此外，《中欧综合投资协定》还有利于确保欧盟企业与中国国有企业在公平的市场环境下进行竞争。在文本中，该协定对国有企业的概念进行了清晰、全面的定义，并明确承诺协定的相关内容适用于中国各级各类的国有企业，这在中国目前已签署的国际协定中还尚属首次。自加入 WTO 以来，中国的国有企业日益成为全球各界所关注的问题。国有企业在中国经济中占据重要地位，目前对中国 GDP 的贡献率在 23%至 28%左右，而相比之下，欧盟国家国有企业占 GDP 的比重则为 15%左右。有趣的是，在加入 WTO 的承诺中，中国仅针对国有企业问题做了非常有限的表述，主要为：（a）国有企业的经营行为独立于政府行为；（b）对国有企业的任何补贴都是特定的，而非普遍的；（c）国有企业自负盈亏；（d）中国政府将公开通报对国有企业的任何补贴。这其中，一项争议的焦点是中方并未对 WTO 准确地定义何为国有企业。而《中欧综合投资协定》则超越了股权和控制权结构，将一切“政府能够任命高级管理人员或影响其经营决策的企业”统称为“涵盖实体”（Covered Entities，即等同于 WTO 框架下的“国有企业”，以下统称为“国有企业”）。此外，基于缔约方（的任何一级政府）指定而在市场中具有垄断地位的企业也属于“涵盖实体”。《中欧综合投资协定》第三条之二第 2 款进一步规定，涵盖实体在缔约方境内购买和销售商品或服务时，必须遵循商业原则，并不得歧视其他企业。关于对国有企业的补贴问题，《中欧综合投资协定》在“补贴的透明度”章节中，要求缔约方公开对一切企业的政府补贴，并授权缔约方在认为有必要时，要求另一方政府公开对某企业的补贴信息，这些信息包括：相关企业的所有权结构、收入状况，补贴的大小及目的等。与中美一阶段贸易协定和 RCEP 协定相比，《中欧综合投资协定》对国有企业的定义和限制是最为全

面、严格的。另外值得一提的是，TPP 协定的第 17 章对国有企业问题做了若干规定。尽管中国暂时不是 TPP 的缔约国，但 TPP 协定的国有企业相关条款在制定之初，就部分以中国为潜在的成员国做了考虑。因此，《中欧综合投资协定》的成功签署，为中国进一步融入 TPP 框架奠定了良好基础。与 TPP 相比，《中欧综合投资协定》对国有企业的定义更为宽泛（TPP 仅对中央政府管理的国有企业做了规定，而中欧协定则涵盖了缔约国的各级政府），但对透明度的规定则弱于 TPP（TPP 要求缔约国在缔约两年内提交完整的国有企业名录）。

同时，《中欧综合投资协定》还对服务业部门的补贴问题提出了新的规范。在 WTO 框架中，针对企业的补贴仅适用于商品贸易。而《中欧综合投资协定》则首次就服务业部门中的补贴问题做了规范，这无疑是一项里程碑式的进步。在对华的投资实践中，外国投资者常常抱怨他们的中资竞争对手获得了不透明、不公平的补贴。在加入 WTO 之初，中国曾就补贴问题在《补贴与反补贴措施协议》（SCM）框架下做过一些承诺。但当时，中国还只是全球贸易其中的一个较小的参与方。这些年来，随着中国的快速发展，当时针对补贴问题的承诺已不再适应于当代的实际情况。其中突出的表现之一，即是 WTO 框架下的补贴规范仅适用于货物贸易，而非服务贸易。具体来说，《中欧综合投资协定》对服务业部门的补贴问题在透明度（即应某一方的要求，向其通报补贴情况）和协商做了规定，但并未强制要求缔约方终止某一项补贴，或对其采取任何反补贴措施。也就是说，如果某一方就补贴问题提出控诉，则协定只要求另一方如实进行通报，并尽最大善意寻求解决方案。《协定》规定：“如果请求方在协商后认为有关补贴已经或可能对请求方在本协定项下的投资利益产生重大负面影响，则被请求方应尽最大努力与请求方共同寻求解决办法”，而这样的表述与中美一阶段协定和 RCEP 协定的相关条款相比，都已称得上是进步。总的来说，《中欧综合投资协定》在补贴的透明度和协商问题上取得了一定进步，但更深层的改革任务依然艰巨。

最后，《中欧综合投资协定》有助于推动欧盟企业参与中国的行业标准制定过程。在现代的经济生活中，技术规范和行业标准的制定是非常重要的。是否能够参与其中，将决定外资企业能否平等地参与所在国的市场竞争。在欧洲，外资企业与本国企业在行业标准的制定上拥有相同的权利。但在中国，情况则有所不同。根据美国政府于 2018 年向 WTO 提交的报告，美资企业在中国经营时，往往面临两种类型的困难：一是部分中国官员向外资企业施压，要求其以技术转让为交换条件，方可参与中国的行业标准制定过程；二是中国在一些领域（如通信、无线网络和信息安全行业）推行本国独有的技术标准，而忽视国际现行的通用标准。从实践来看，试图在该领域推动开放是相对困难的——中国在加入 WTO 时并未就这一问题做任何承诺，而中美一阶段协定也未能就这一问题达成一致。

RCEP 协定中包含一项鼓励缔约国在标准制定上加强信息交换的条款，但也未能达成更多共识。从这个意义来看，《中欧综合投资协定》所取得的进步是可喜的——协定明确提出，要求缔约国政府允许外国企业“参与缔约国中央政府牵头的各级相关标准化工作和技术委员会的标准制定过程，其优惠条件不得劣于缔约国政府给予本企业的条件”。对于赴欧投资的中国企业，和赴华投资的欧洲企业来说，这是一项双赢的条款。但考虑到两方对外开放程度的差异，欧洲企业将更大地受益于这项条款。不过需要补充的是，协定相关条款只适用于由中央政府牵头的标准制定过程。而对于由地方政府及非政府组织牵头的标准制定机制，该条款则不具有强制性效力。

当然，只有得到切实执行的承诺才是有价值的。《中欧综合投资协定》建立了国与国之间的争端解决机制，该机制类似于欧盟与其他贸易伙伴国所建立的机制。当争端产生时，若协商无效，则申诉方可以请求成立仲裁委员会。如专家组裁定申诉人胜诉，而被诉人未能遵循专家组的裁决，则申诉方可采取对等措施进行报复。需要指出的是，从历史来看，中国在遵循 WTO 上诉机构裁决方面具有非常良好的记录。一旦 WTO 的上诉机构形成最终意见，中国通常都会执行其裁决意见。

《中欧综合投资协定》对全球贸易与投资格局的影响

中国如今是全球第一大货物贸易国。从这个意义来说，与欧盟签署的《中欧综合投资协定》不仅将对这两个经济体带来重要影响，也将对全球贸易和投资格局带来变化。正如欧盟委员会所言，这份协定是“独一无二”的 (*sui generis*)。在现存的超过 2000 项双边贸易协定中，他们都只对投资者保护做了规定，而未能涉及市场准入的问题。而现有的 WTO 框架也未能就商品部门的外商投资市场准入做出规定。从这个角度来看，《中欧综合投资协定》的意义是独特的。

对 WTO 而言，《中欧综合投资协定》的签署是一项喜忧参半的消息。从消极的角度来看，这份协定是一项双边的投资协定，主要惠及的对象是中国和欧洲企业，因此对其他 WTO 成员国而言带来了消极的影响；但从积极的角度来看，这份协定有力提高了中国和欧盟的市场透明度，对补贴、技术转让、国有企业等问题做出了明确规范，这将同时惠及除了中欧之外的其他经济体。同时，这份协定的签署，意味着中国以国际协定的形式对可持续性投资的原则做了承诺（如可持续的劳动及环境标准），这势必将对其他发展中国家带来示范作用。

事实上，《中欧综合投资协定》的签署对于中国、欧盟和美国三方都将带来深远的影响。

首先，对中国来说，协定的签署宣誓了中国扩大对外开放的坚定决心。尽管目前协定的相关条款还远称不上完美，但依然将惠及赴华投资的各国企业。此外，

随着其与欧盟在补贴、国有企业和强制技术转让等问题上达成一致，中国在推动所有企业实现“竞争中性”的道路上又迈出了坚实一步。结合与美国签署的一阶段贸易协定，中国已经向世界展示，其有意与世界其他国家一起，在大家所共同关心的问题上寻求共识。同时，随着本协定和 RCEP 协定的签署，中国已向世界证明，尽管其与美国的关系遇冷，但中国深度融入国际贸易体系的步伐并未停滞。

其次，对欧盟而言，《中欧综合投资协定》的签署并不意味着他们做出了太多改变。这背后的部分原因，是欧盟的投资市场已经实现了相当程度的对外开放。同时，欧盟委员会也表示，他们将继续对中国赴欧投资的企业进行竞争中性审查。但是，该协定的签署意味着，欧盟有能力独立地与中国开展卓有成效的国际谈判，且欧盟无意追随其他国家与中国进行经济脱钩。对于现有的国际贸易体系而言，该协定的签署是一针强心剂。考虑到欧盟并未对该协定的签署做出过多让步，这样的成就显得更加来之不易。在 2009 年《里斯本协定》生效后，欧盟对外签署的所有贸易和投资协议都必须遵守基本的欧盟准则（包括人权、劳工权益和环境保护等）。若缔约国未能落实其针对可持续发展的承诺，《中欧综合投资协定》并未授权另一方政府对其发起制裁或报复。但是，协定将授权相应的专家委员会定期发布报告，对缔约双方的履约情况做出评价。这意味着，只要中国政府关心其在国际舞台上的形象，他们就会有动力履行其关于可持续发展的承诺。

最后，对美国来说，协定的签署也将有力维护其经济利益。首先，协定废止了中国先前对服务业外商投资者成立合资企业的强制规定，这不仅对欧盟企业有效，也对一切外国投资者有效。其次，该协定在补贴、市场透明度、国有企业和强制技术转让等问题上的进步，也将直接或间接地作用于中国市场的美资企业。同时，当美国政府意图与中国就二阶段贸易协定进行谈判时，《中欧综合投资协定》的签署也将为中美的双边谈判建立有益的共识。

总的来说，该协定固然不是一份完美的协议，但它依然是一项重要的成就。近年来，中国在扩大对外开放领域单方面推动了许多进步，而《中欧综合投资协定》则以国际协定的形式巩固了这些进步，这使得赴华投资的欧盟企业得以获得更多的市场准入资格和法律保护。更重要的是，《中欧综合投资协定》在政府补贴、国有企业和技术转让等争议性领域取得了长足进步，这是殊为难得的。

本文原题为“Is the European Union’s Investment Agreement with China Underrated?” 作者 Uri Dadush 是 Bruegel 研究院的客座研究员；Andre Sapir 是 Bruegel 研究院的资深研究员。本文于 2021 年 4 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国经济概况

newyorkfed/文 薛懿/编译

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至 2021 年 4 月 9 日的数据。编译如下：

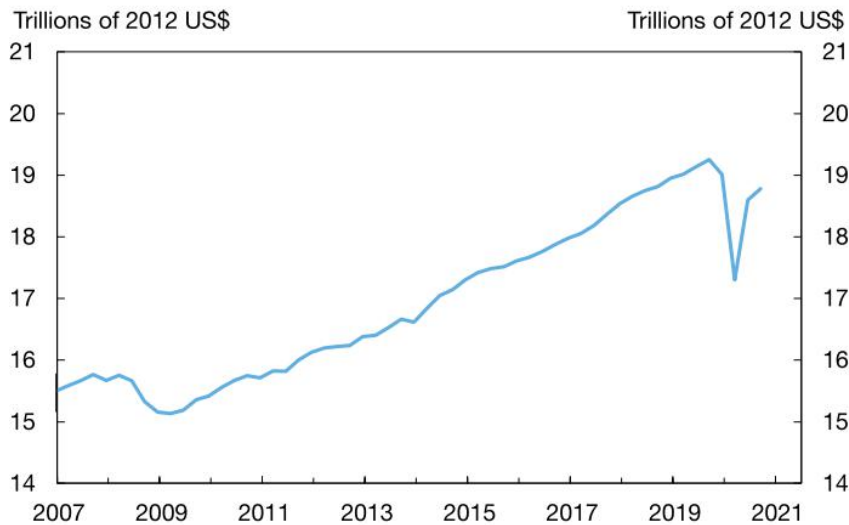
一、总览

1. 受异常恶劣天气影响，2 月份数据普遍疲弱。但是就业数据显示 3 月份出现强劲反弹。
2. 消费支出在 1 月份大幅上升后，在 2 月份有所下降，主要源于商品支出的减少。
3. 2 月份实际商业设备支出下降。除飞机外的非国防资本货物的出货量下降了 1%，但较去年同期增长了 8%。
4. 房地产行业在 2 月份有所收缩。房屋开工量下降 10%，多户住宅开工量比独栋住宅下降更多。
5. 劳动力市场在 3 月份有所改善，就业人数大幅增加，失业率下降。
6. 核心个人消费支出 (PCE) 通胀率在今年 2 月回落至接近 2020 年下半年的水平。
7. 美国股票价格达到历史最高水平。10 年期国债收益率上升，现在回到了接近 2020 年初的水平。期限超过一年的联邦基金利率的市场隐含路径上升。此外，美元对欧元和日元升值。

(一) 2020 年第四季度产出大幅下降。

1. 尽管 2020 年下半年 GDP 大幅反弹，但第四季度 GDP 同比下降了 2.4%。
 - (1) 相比之下，2009-2019 年经济扩张期间的 GDP 平均增长率为 2.3%。
 - (2) 在 3 月份的经济预测摘要 (SEP) 中，长期 GDP 增长率的中位数为 1.8%。
 - (3) 3 月份蓝筹股调查预计，2023-2027 年期间的年平均增长率为 2.1%。
2. 各种测算显示，目前经济还处于衰退状态。3 月份 6.0% 的失业率远高于蓝筹股调查中近 4% 的长期预测和 SEP 对长期失业率 4.0% 的预测中值。

图1 实际 GDP

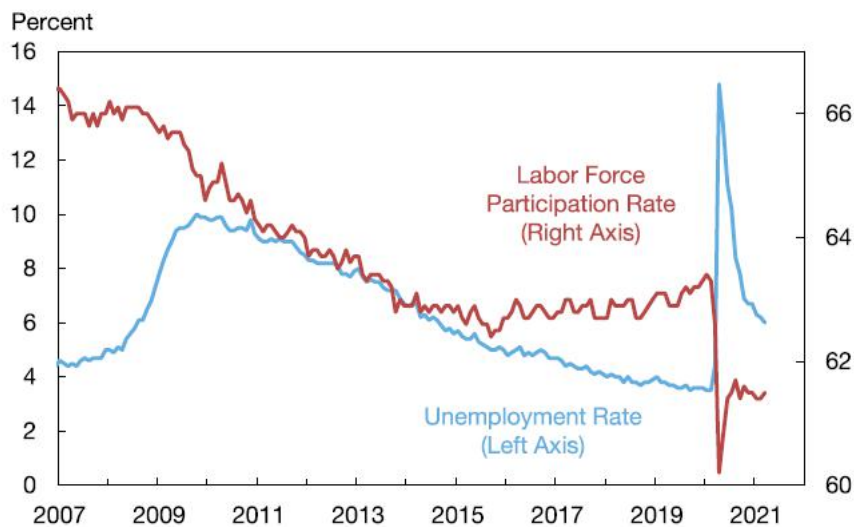


数据来源：经济分析局（BEA），国会预算办公室（CBO）。

（二）3月份劳动力市场继续复苏。

1. 非农就业人数增加 91.6 万人。
 - (1) 私营服务业的就业人数增加了 59.7 万人。休闲和酒店业 (+28.0 万人) 等各个行业的就业人数普遍增加。
 - (2) 商品生产业的私人雇佣人数增加了 18.3 万人，其中制造业增加了 5.3 万人，建筑业增加了 11 万人。
2. 失业率小幅下降到 6.0%。
3. 劳动力参与率和就业人口比例分别上升至 61.5%和 57.8%，都是因为女性就业增加。

图2 劳动力市场指标

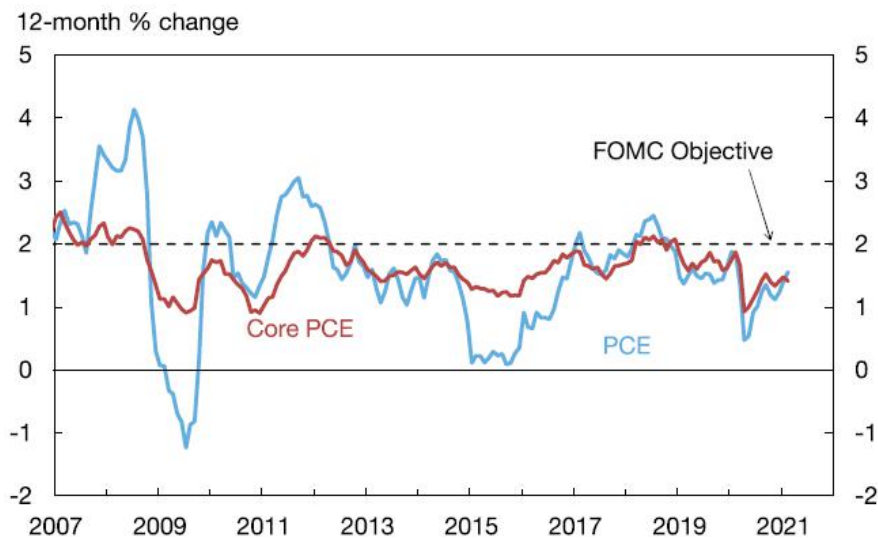


数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

(三) 2 月份核心通货膨胀率略微放缓。

1. 2 月份 PCE 价格指数同比上涨 1.5%，较 1 月份 1.4% 的涨幅有所上升。
 - (1) 服务业通胀保持在 1.9% 不变。
 - (2) 耐用品通胀从 1 月份的 1.2% 下降至 1.0%。
 - (3) 能源通胀从 -4.2% 升到 1.2%。
 - (4) 食品通胀稳定在 3.3%。
2. 核心 PCE 通胀从 1.5% 降至 1.4%。
 - (1) 核心通胀率主要被耐用品拉低。
 - (2) 通胀率仍然低于联邦公开市场委员会 2% 的长期目标。

图 3 个人消费支出平减指数



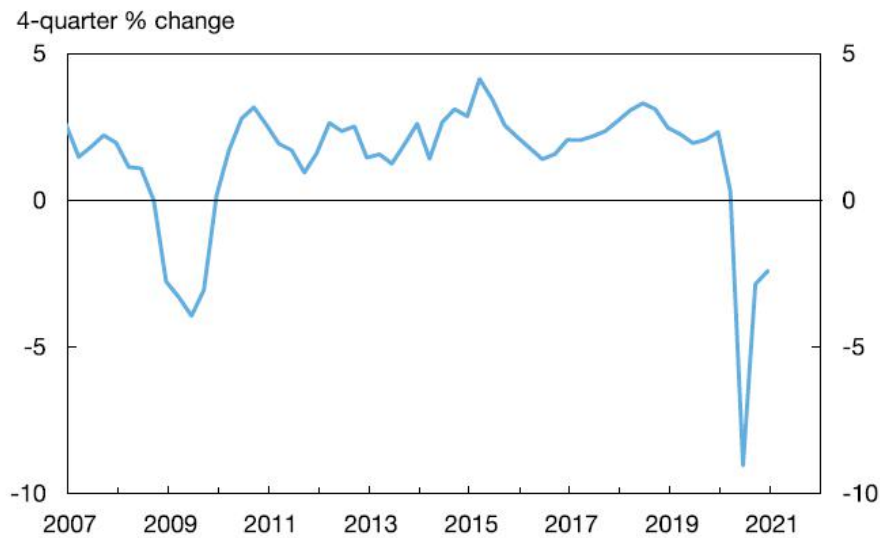
数据来源：经济分析局（BEA）。

二、经济活动

(一) 继第三季度大幅增长以后，第四季度增长稳健。

1. 在第三次估计中，GDP 在第三季度以 33.4% 的年率飙升以后，第四季度的年化增长率为 4.3%。四季度变化为 -2.4%。此外，个人消费支出（PCE）增长 2.3%。
2. 非住宅、住宅和库存投资也对第四季度的 GDP 增长做出了贡献，而政府支出和净出口拖累了经济增长。
3. 在第四季度，实际国内收入（GDI）增长了 15.7%（按年率），四季度变化为 -1.4%。

图4 GDP 增长

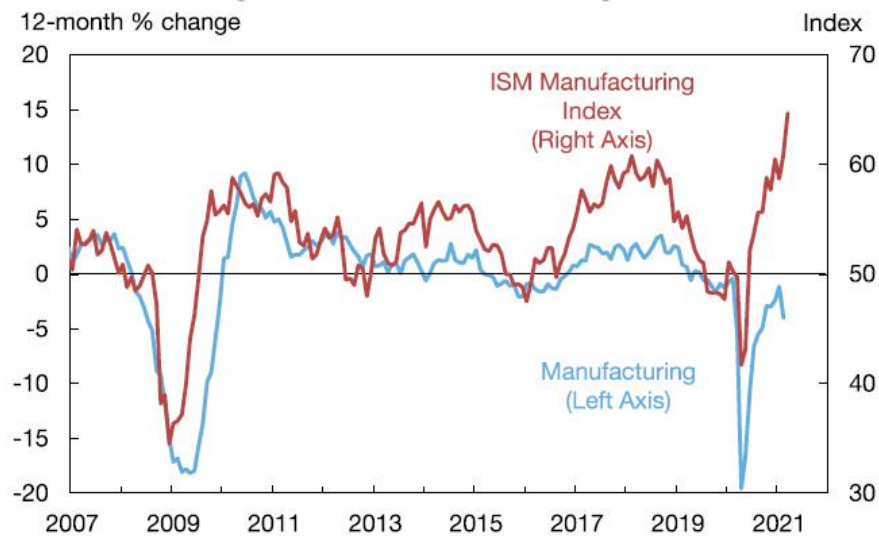


数据来源：经济分析局（BEA）。

（二）3 月份制造业开始恢复。

1. 受严寒天气影响，2 月份制造业生产下降 3.1%。3 月份制造业工时增加，表明生产开始出现反弹。
2. 3 月份 ISM 制造业指数升至 64.7。
 - (1) 这是自 1983 年 12 月以来的最高水平。
 - (2) 供应商交货部分反映出疫情引起的供应中断。
 - (3) 价格构成表明，制造业支付的价格有很大的成本压力。

图5 制造业和 ISM 制造业指数



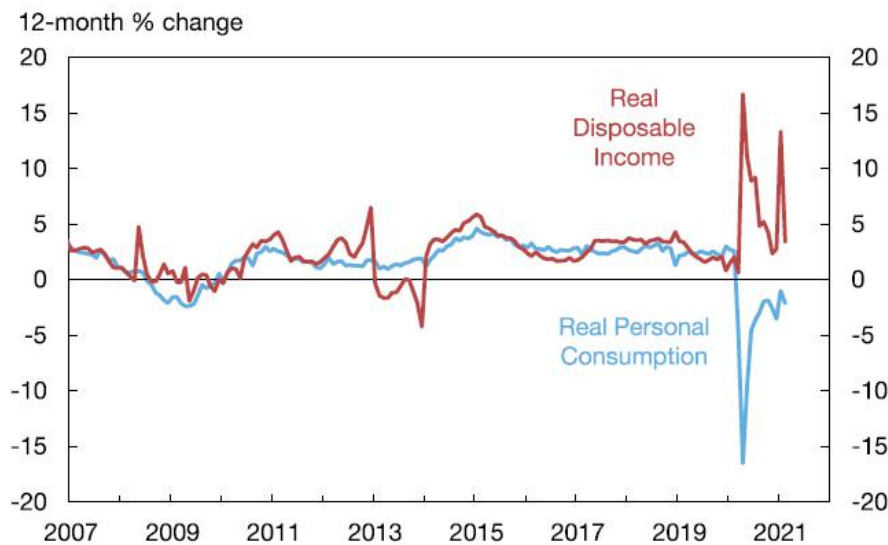
数据来源：供应管理协会（ISM），美国联邦储备委员会。

三、家庭

(一) 收入和消费在 2 月份有所回落。

1. 2 月份实际可支配收入下降了 8%。
 - (1) 下降的原因是政府转移支付大幅减少，而政府转移支付在 1 月份曾大幅增加。
 - (2) 即使有所回落，实际可支配收入仍比上年同期高 3.4%。
2. 实际个人消费支出在 1 月份上升 3%后，2 月份下降了 1%。
3. 个人储蓄率在 1 月份跃升至 19.8%后，又回落至 13.6%。

图 6 个人可支配收入和消费

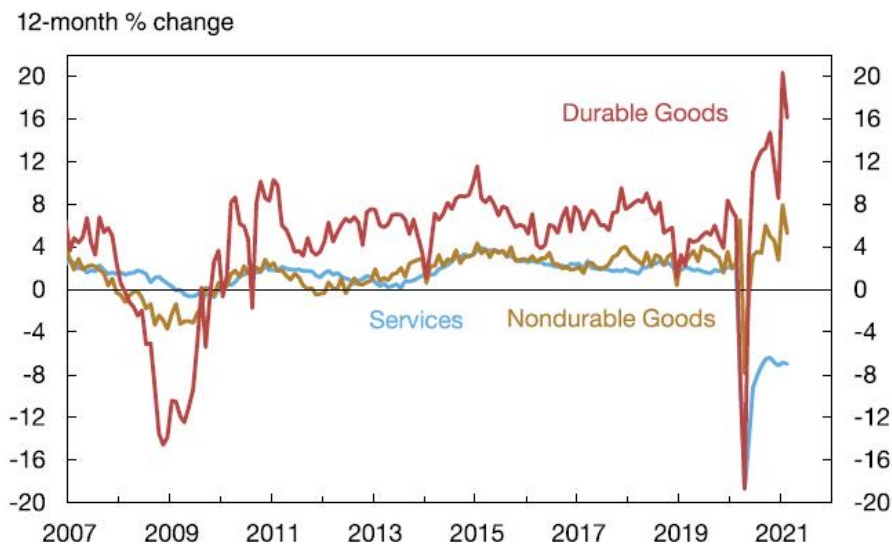


数据来源：经济分析局 (BEA)，美国联邦储备委员会。

(二) 2 月份商品支出下降。

1. 2 月份实际商品支出下降 3%，其中耐用品消费下降 5%，非耐用品支出下降 2%。
2. 服务支出基本不变。得益于流行病预防措施的放松，一些类别的支出有所增加。
3. 过去一年，商品支出增长了 9%，服务支出下降了 7%。
 - (1) 耐用品支出增长了 16%。

图 7 消费者支出



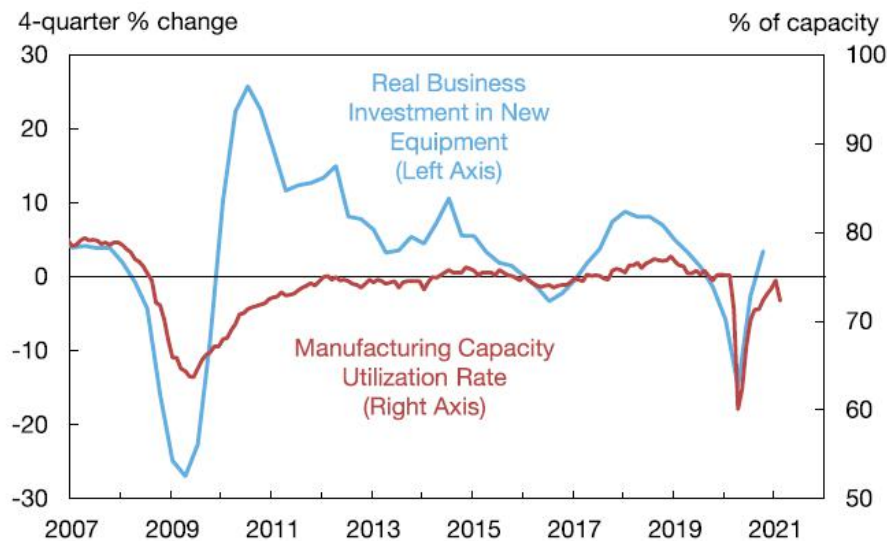
数据来源：经济分析局（BEA）。

四、商业部门

（一）2020 年第四季度设备支出再次强劲增长。

1. 实际商业设备投资在第三季度以 68% 的年率大幅增长后，在第四季度以 25% 的年率继续增长。四大类设备的支出都强劲增长，其中运输设备的增幅尤其明显。并且支出仍较上年同期增长了 3.5%。
2. 截至 2 月份的资本货物出货量数据表明，设备支出将进一步上升。
3. 设备支出的反弹推高 1 月份制造业产能利用率至 74.6%，接近大流行前 75.2% 的水平。而恶劣的严寒天气将 2 月份的利用率拉低至 72.3%，比其长期平均值（1972-2020 年）低 5.8 个百分点。

图 8 设备投资和产能利用

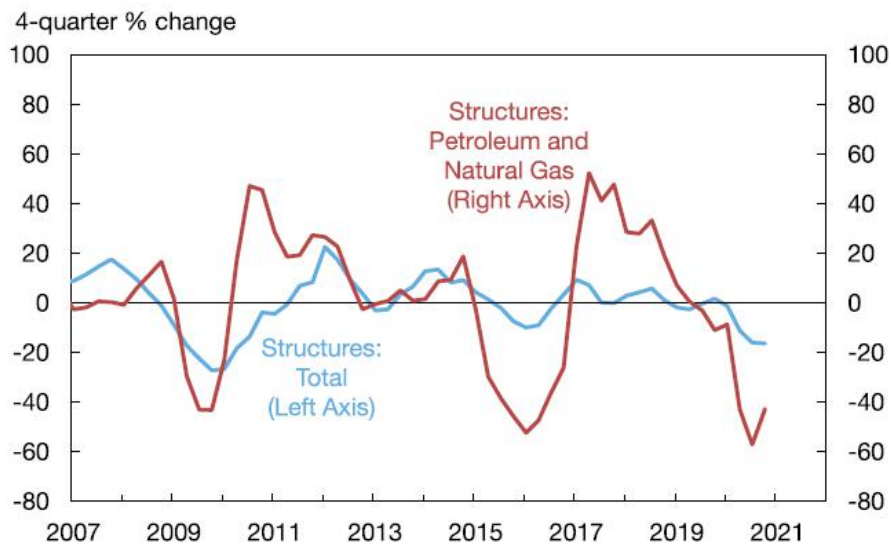


数据来源：经济分析局（BEA），美国联邦储备委员会。

(二) 第四季度非住宅建筑支出下降。

1. 在第四季度实际非住宅建筑投资下降 6%（折合成年率），是连续下降的第五个季度。此外，支出同比下降 16%。
 - (1) 然而采矿勘探、竖井和油井三个类别的支出，都是从非常低的水平开始向上飙升。
2. 石油和天然气方面的建筑支出有所增加，但仍然处于较低水平。能源以外的建筑投资在最近几个季度也一直下降。
3. 截至 2 月份的非住宅建筑数据显示，第一季度数据低迷。

图 9 非住宅建筑投资



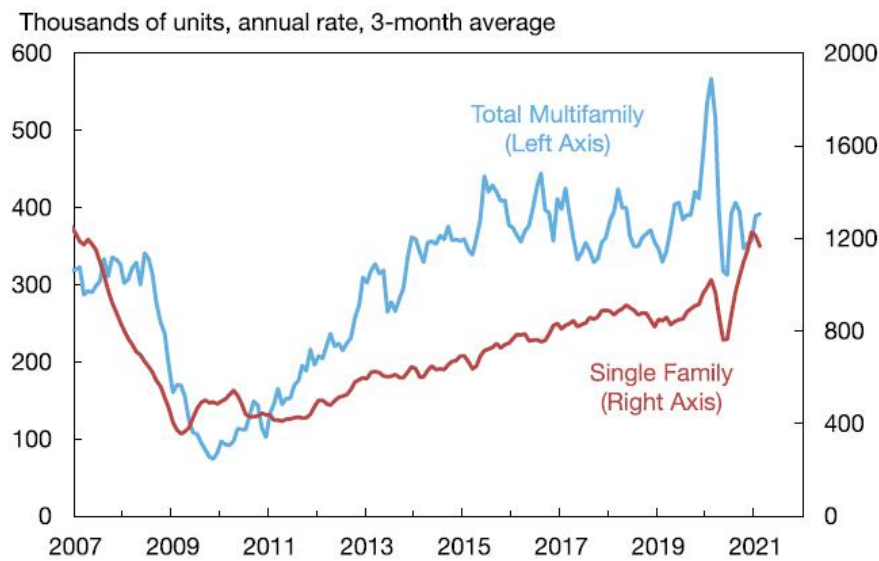
数据来源：经济分析局（BEA）。

五、房地产行业

(一) 2 月份房屋开工量骤降。

1. 2 月份房屋开工量下降了 10%，接近去年夏天的水平，但明显低于 2020 年 12 月的峰值。其中恶劣的冬季天气可能是一个重要原因。
2. 独户住宅开工下降 9%（年率），达到 100 万套。但独户住宅 3 个月平均开工量仍高于疫情前的水平。
3. 多户住宅开工量下降 15%，至 40 万套。并且多户住宅 3 个月平均开工量接近 2015-2019 年的水平。

图 10 房屋开工量

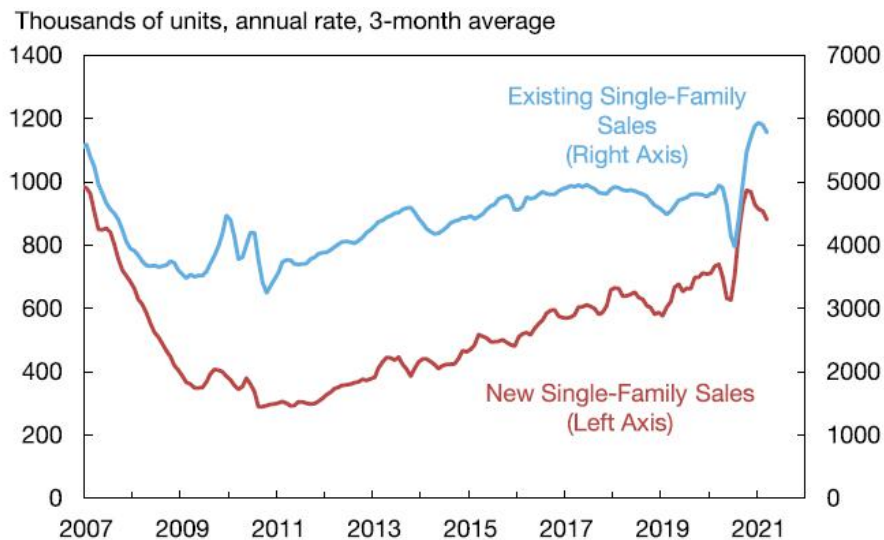


数据来源：人口普查局。

(二) 尽管 2 月份下跌，房屋销售依然稳定。

1. 在连续两个月增长至 552 万套后，2 月份现房销售下降了 6.6%（按年率），但同比增长 8.0%。
2. 独户住宅新房销售下降 18.2%，至 77.5 万套，但同比增长 8.2%。
3. 房屋销售远高于疫情前的水平。

图 11 新房屋和现有房屋的销售量



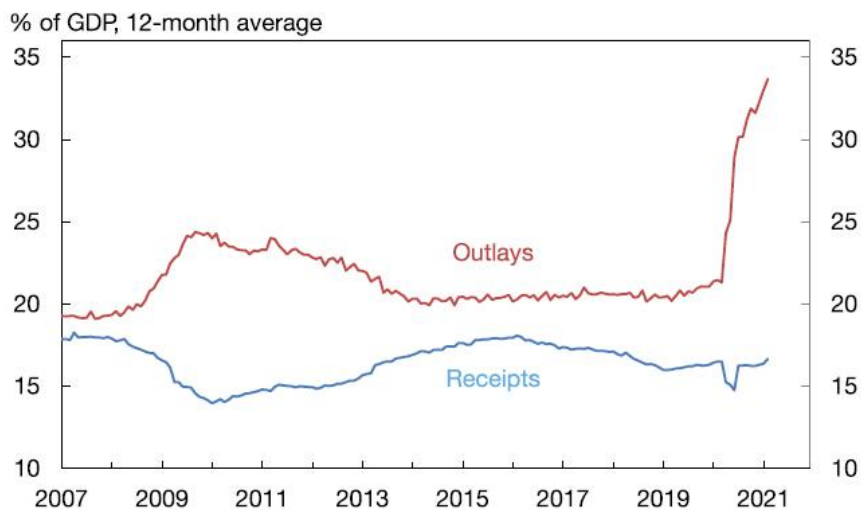
数据来源：人口普查局，全国房地产经纪人协会。

六、政府部门

(一) 疫情期间联邦赤字扩大。

1. 联邦赤字在疫情期间飙升，截至今年 2 月份的 12 个月中达到 GDP 的 17%。
2. 这一大幅增长完全归因于联邦支出的增加，联邦支出从 2019 财年占 GDP 的 21% 上升到最近 12 个月的 34%，但收入稳定在 GDP 的 17% 以下。此外，对家庭的收入资助金和对企业的薪酬保护计划是支出增长的主要原因。
3. 未来几个月赤字仍将居高不下。国会预算办公室（CBO）估计，3 月份通过的《美国救助计划法案》（American Rescue Plan Act）到 9 月份将增加 1.1 万亿美元（占年度 GDP 的 5%）的支出。

图 12 美国联邦预算的收入和支出

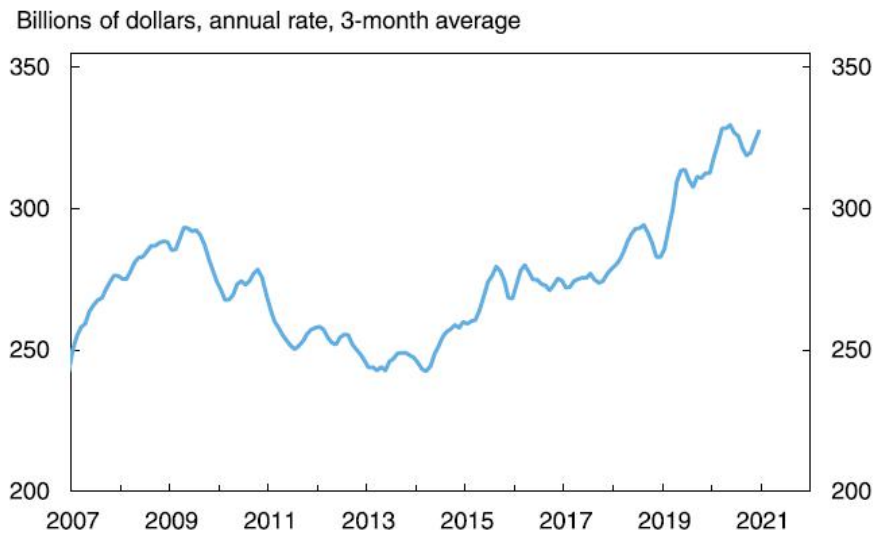


数据来源：美国财政部公报，经济分析局（BEA）。

(二) 州和地方政府建设保持稳定。

1. 1 月和 2 月州和地方政府建设支出的平均水平仅略低于 2020 年第四季度的水平。
 - (1) 2021 年初的支出接近一年前的水平，略高于 2019 年的水平。
2. 与 2020 年第四季度相比，大多数建筑支出类别没有变化。住房和道路方面的支出增加了，而在医疗保健和教育建设方面的支出下降了。
3. 2020 年州和地方政府建设支出增长了 5%，其中增长最大的是住房、中小学教育和水资源。

图 13 州和当地政府的建设支出



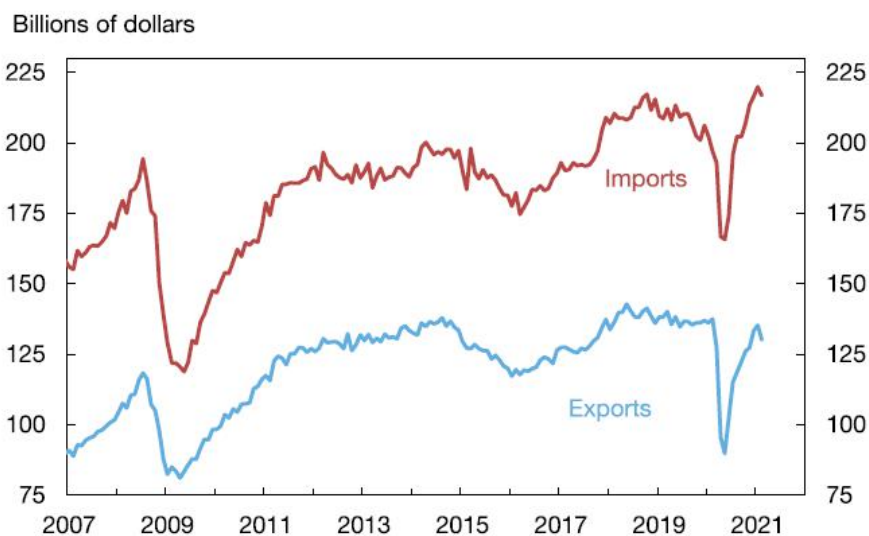
数据来源：人口普查局。

七、国际进展

(一) 年初商品贸易下滑。

1. 2021 年前两个月，名义进出口数据疲软。这反映出国外需求低迷和阻碍进口的瓶颈问题。
2. 与 2020 年第四季度相比，1 - 2 月的出口下降了 2.3%。除工业产品外，所有类别的出口都出现了下降。
3. 与第四季度相比，前两个月的进口仅增长了 0.2%。除汽车销量大幅下滑外，所有主要行业都出现了增长。

图 14 商品贸易

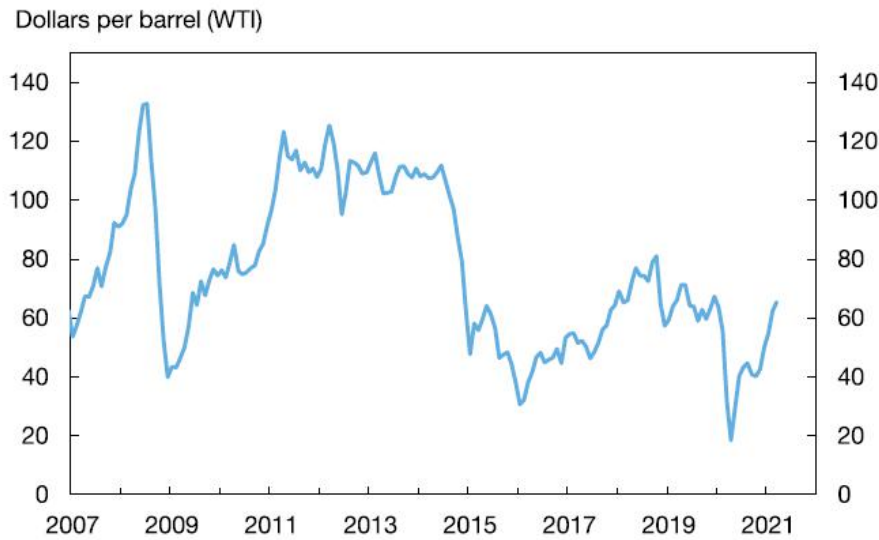


数据来源：人口普查局。

(二) 美油价回落至疫情前的水平。

1. 供求形势的发展将油价推高至 60 美元/桶左右。但 2020 年 4 月，WTI 基准指数曾跌至 17 美元/桶。
2. 2021 年初的全球原油需求比 2019 年低 5%。中国对液体燃料的需求高于疫情前的水平，而美国和欧洲的需求都下降了 10%。
3. 自 2020 年第二季度以来，全球供应一直低于需求。据估计，2021 年第一季度，美国和 OPEC 的液态燃料产量分别下降了 12%和 10%。

图 15 原油价格



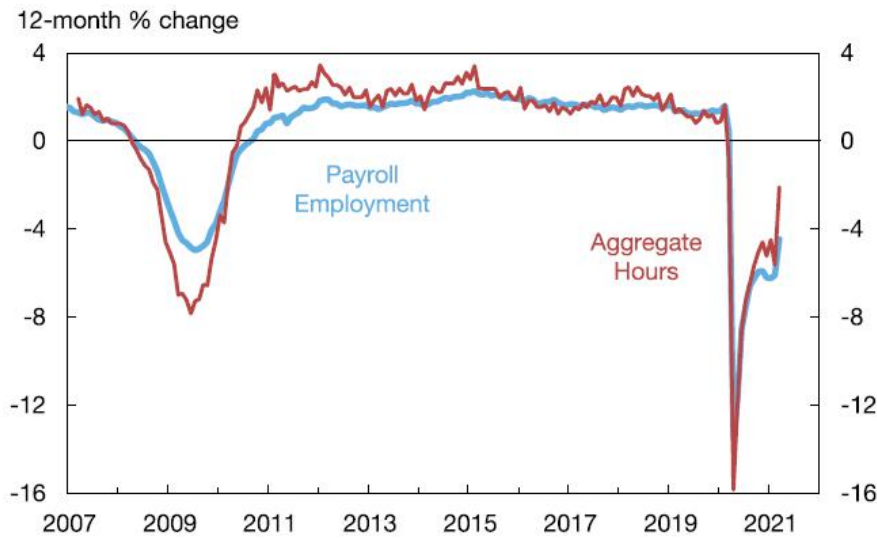
数据来源：能源资料管理局。

八、劳动力市场

(一) 3 月份就业人数上升。

1. 非农就业人数增加了 91.6 万人。
 - (1) 就业人数普遍增加，其中休闲和酒店业、公共和私人教育业以及建筑业增幅最大，分别为 28 万人、19 万人以及 11 万人。
 - (2) 休闲和酒店业近三分之二的就业增长来自餐饮业 (+17.6 万)。
2. 政府就业人数增加了 13.6 万，其中联邦、州和地方政府就业人数分别增加 0.7 万人、4.6 万人和 8.3 万人。
3. 所有私营雇员的每周总工作时间增加了 1.5%。

图 16 就业情况和总工作时间

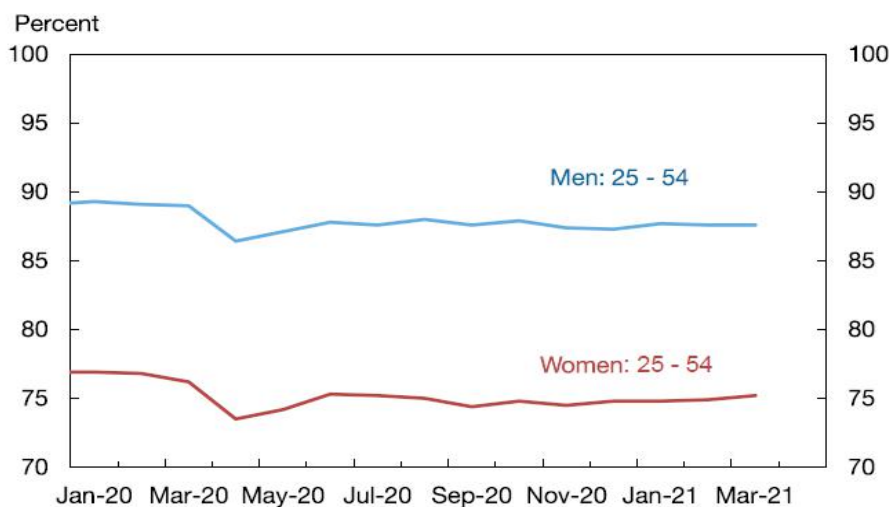


数据来源：劳工统计局（BLS）。

（二）劳动参与率的增加是由于女性就业的增加。

1. 3 月份，黄金年龄劳动力参与率增长是由女性参与率增加推动的。
 - (1) 男性黄金年龄劳动力参与率保持在 87.6% 不变。
 - (2) 女性黄金年龄劳动力参与率上升 0.3 个百分点，达到 75.2%。
2. 男性和女性的黄金年龄劳动力参与率分别比 2020 年 2 月的水平低 1.5 和 1.6 个百分点。
3. 但是，男性和女性的黄金年龄劳动力参与率明显高于 2020 年 4 月。
 - (1) 男性黄金年龄劳动力参与率最低为 86.4%。
 - (2) 女性黄金年龄劳动力参与率最低为 73.5%。

图 17 按性别划分的劳动参与率

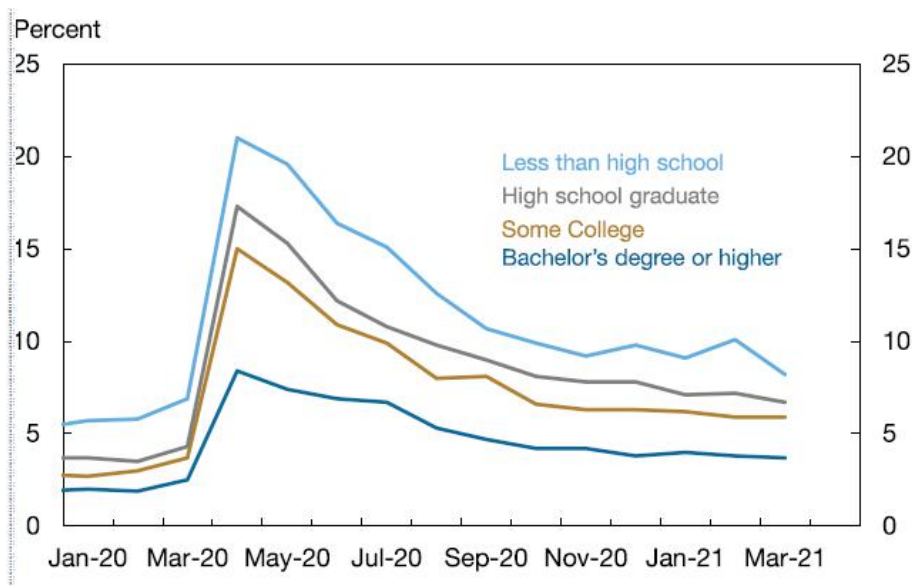


数据来源：劳工统计局（BLS）

(三) 按教育程度划分的失业率开始趋同。

- 3 月份，高中以下和学士学位之间的失业率差距为 4.5%。
 - (1) 在经济衰退期间，失业率达到顶峰时，高中以下学历和学士学位的劳动力的失业率差距为 12.6%。
- 按教育程度划分，高中以下、高中毕业生、大专或高职、本科及以上学历的失业率分别为 8.2%、6.7%、5.9%和 3.7%。在这场疫情期间，按教育程度划分的失业率排序保持不变。

图 18 按教育程度划分的失业率

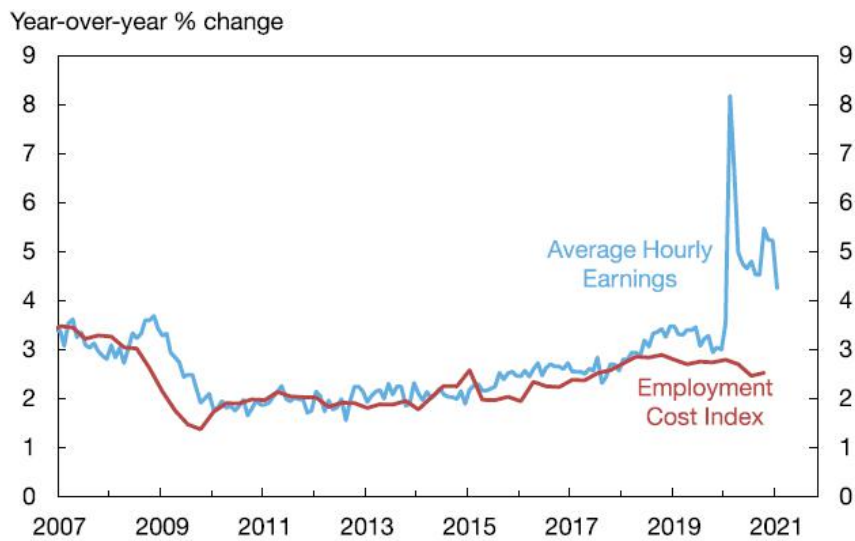


数据来源：劳工统计局 (BLS)

(四) 平均时薪基本不变。

- 过去一个月，平均时薪下降了 0.1%。
 - (1) 以 12 个月为基准，平均时薪增长了 4.2%。
 - (2) 就业波动主要集中在工资较低的行业，这让平均时薪数据的解读变得更加复杂。
 - (3) 就业成本指数 (ECI) 在计算中保持了工作构成的固定，显示 2020 年工资增长相对稳定。
- 平均周薪增加了 0.7%，从 2 月份的 1,038.00 美元增加到 3 月份的 1,045.60 美元。以 12 个月为基准，平均周薪增长了 6.7%。

图 19 平均时薪和就业成本指数的增长



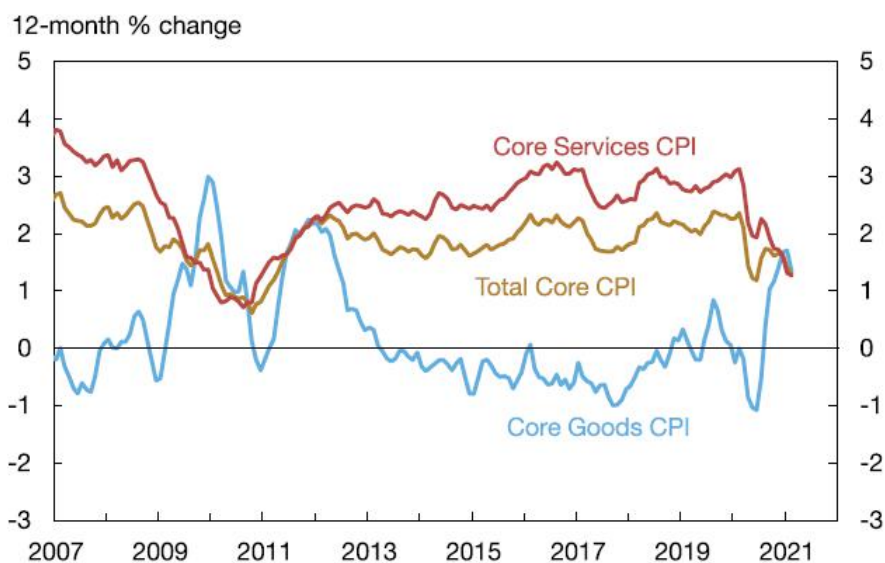
数据来源：劳工统计局（BLS）。

九、通货膨胀

（一）2 月份核心 CPI 通胀仍然较低。

1. 2 月份核心 CPI 同比上涨 1.3%，比去年 9 月设定的 1.7% 的速度再次放缓。由于能源价格上涨，整体通胀率升至 1.7%。
2. 核心商品价格自去年 5 月以来首次下跌。该指数同比上涨 1.3%，相比之下，1 月份上涨了 1.7%，去年 6 月份下跌了 1.1%。
3. 核心服务价格在连续两个月持平后小幅上涨。该指数 12 个月的变化为 1.3%，与 1 月份持平，但比一年前的增幅低接近 2%。

图 20 CPI 通胀率：核心商品和核心服务



数据来源：劳工统计局（BLS）。

(二) 能源价格回到疫情前的水平。

1. CPI 的能源部分已经从疫情初期的崩溃中完全恢复。
 - (1) 2 月份该指数同比上涨 2%。
 - (2) 考虑到一年前的低水平，看起来该指数 3 月份将上涨 10%以上，4 月份将上涨 25%。
2. 能源指数的波动是由汽油价格推动的。疫情期间，汽油价格的最低点在 2020 年 5 月，当时汽油价格下跌了 35%。
3. 电力价格自 2017 年年中以来一直稳定，但自去年 8 月以来一直有小幅上升的趋势。今年 2 月，电力价格同比上涨了 2%。

图 21 CPI 通胀：能源价格



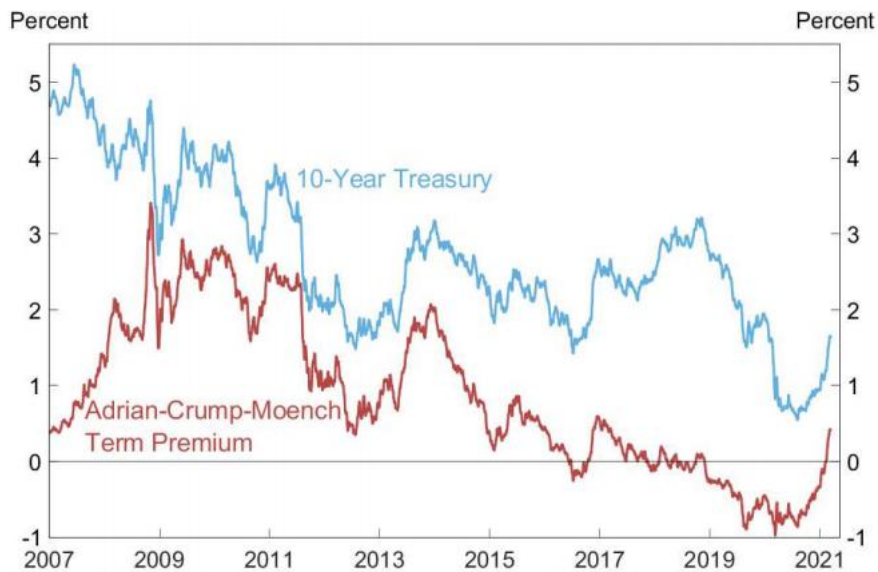
数据来源：劳工统计局 (BLS)。

十、金融市场

(一) 长期国债收益率继续上升。

1. 以 5 天移动均线计算，从 3 月 12 日至 4 月 2 日期间，10 年期美国国债收益率从 1.67% 升至 1.83%。
 - (1) 以 5 天移动平均线计算，10 年期美国国债收益率达到 2020 年 2 月的水平。
 - (2) 今年年初以来，美国国债收益率已上涨约 90 个基点。
2. Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，将收益率的增加归因于较高期限的溢价。
 - (1) 以 5 天移动均线计算，10 年期溢价在 3 月 12 日至 4 月 2 日上升约 18 个基点。

图 22 10 年期美国国债和期限溢价



数据来源：纽约联邦储备银行计算；Fed。

注：5 天移动平均线，零息债券收益率。

(二) 美国股市继续走高。

1. 上个月美国股市持续上涨，再创历史新高。标准普尔 500 指数在 3 月 12 日至 4 月 1 日期间上涨了 1.9%。截至 3 月 23 日，该指数今年累计上涨 8.6%。
2. 以芝加哥期权交易所波动率指数 (CBOE Volatility Index) 衡量的期权隐含股票市场波动率仍在 17-21 区间内。
 - (1) VIX 指数在 4 月 1 日收于 17.33，低于 3 月 12 日的 20.69，接近 17.7 的历史中值。

图 23 美国股市指数和波动率

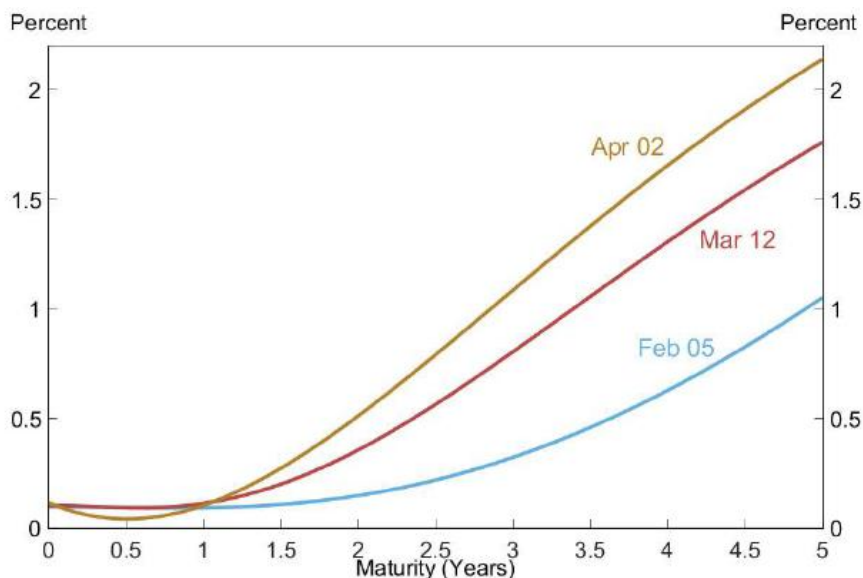


数据来源：彭博财经有限公司。

(三) 联邦基金利率的隐含路径上升。

1. 在 3 月 12 日至 4 月 2 日期间，隔夜指数掉期 (OIS) 利率所隐含的联邦基金利率预期路径在期限超过一年的情况下上升。
2. 在 2023 年底，市场隐含的联邦基金利率将高于联邦公开市场委员会 (FOMC) 对 2021 年 3 月以来的经济预测的总结和纽约联储从 2021 年 1 月开始对一级交易商调查结果的中值。

图 24 预期联邦基金利率



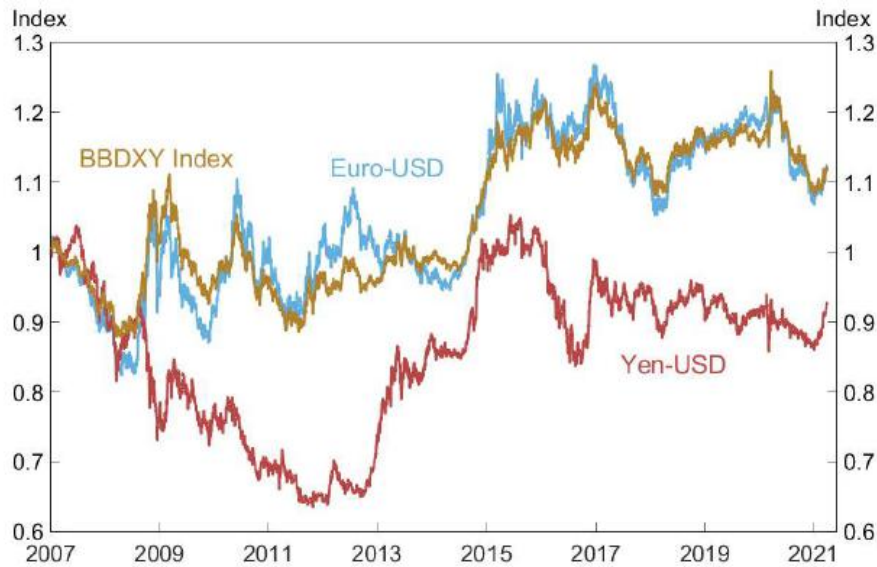
数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司。

注：估计使用 OIS 报价。

(四) 3 月份美元升值。

1. 3 月 12 日至 4 月 1 日期间，美元兑一篮子全球货币的汇率上涨了 0.8%。同期美元兑欧元、日元都升值 1.5%。
2. 自 2021 年初以来，美元兑一篮子全球货币已升值 2.5%。

图 25 美元汇率



数据来源：彭博财经有限公司。

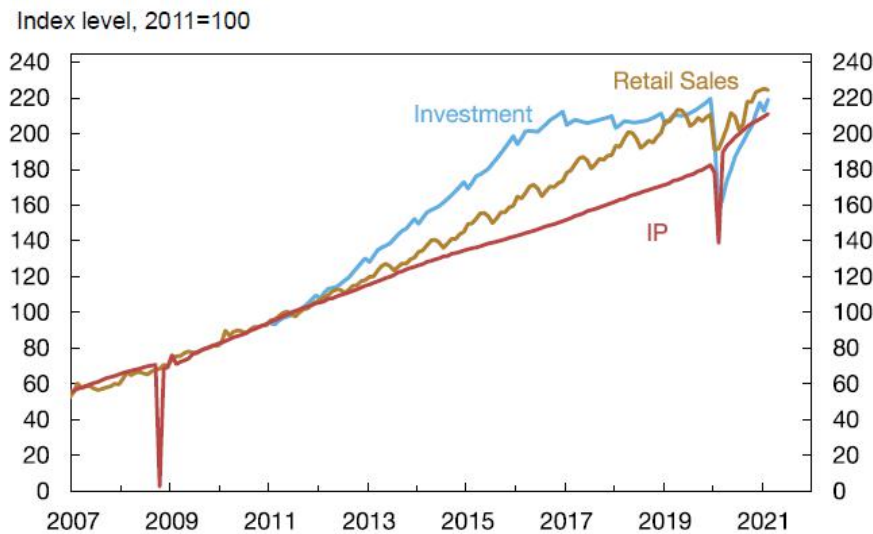
注：开始日期 2007.03.01 取值为 1。

十一、特殊主题：中国

（一）2021 年中国经济增长似乎将放缓。

1. 由于 2020 年初的比较基数非常低，2021 年前两个月的增长计算被扭曲。
 - (1) 工业生产同比增长 35%，而零售额增长了 34%。
 - (2) 投资支出增长 35%，略低于预测者的预期。
 - (3) 出口猛增 61%。
2. 尽管从 12 个月来看呈现大幅增长，但月度增长率与 2020 年第四季度大致相似，因疫情造成相关旅行限制，零售额增长放缓。
3. 中国政府已经开始实施紧缩的经济政策，包括削减中央和地方政府的财政赤字。

图 26 投资，零售和工业生产

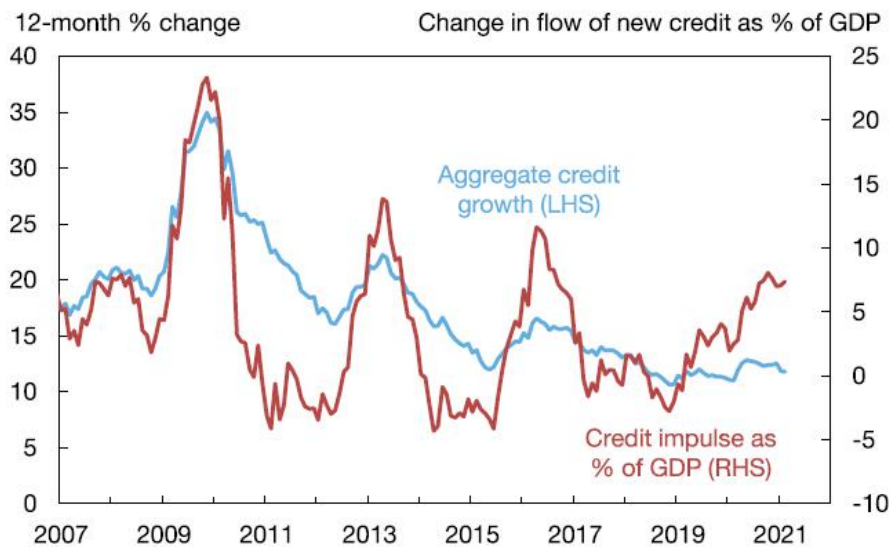


数据来源：国家统计局。

(二) 中国的信贷增长仍然相当强劲。

1. 信贷脉冲（新增信贷流量占 GDP 比重的变化）出现或正在接近峰值。信贷脉冲与中国的增长指标密切相关。
2. 最近的信贷刺激主要是抵押贷款。虽然企业银行贷款仍然占新增贷款的大部分，但是家庭信贷已经有所增加，为蓬勃发展的房地产行业提供了支持。
3. 信贷增长预计将在今年放缓，但有关部门表示，信贷刺激措施将逐步取消。

图 27 抵押贷款发起量（再融资和购买）



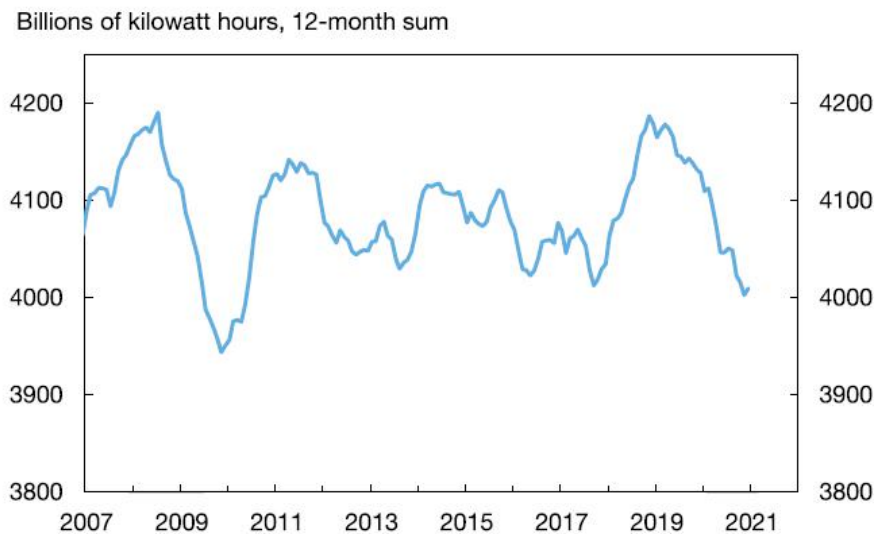
数据来源：中国人民银行，中国经济数据库，纽约联邦储备银行估计。

十二、特殊主题：电力

(一) 发电量没有随着产出增长。

1. 疫情之前，2019年的发电量接近2007年的发电量。相比之下，在大衰退之前的10年里，发电量以每年1.75%的速度增长。
2. 2019年的实际GDP比2007年高出20%左右。
3. 需求一直保持水平。从2007年到2019年，发电量仅增长1%，其中住宅用电量增长3%，商业用电量增长2%，工业用电量下降2%。
4. 2020年，发电量和GDP都下降了约3%。

图 28 美国发电量

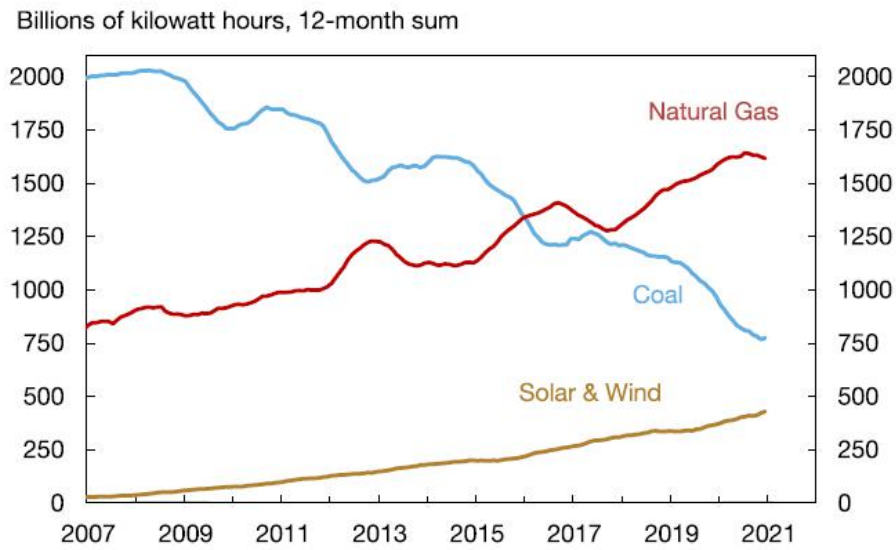


数据来源：能源信息管理局。

(二) 发电能源发生变化。

1. 2007年，煤炭约占发电能源的一半。然而，煤炭所占比例从2007年的48%降至2020年的19%。
2. 天然气占据了煤炭的市场份额。
 - (1) 它的份额自2007年以来翻了一番，达到40%。
 - (2) 核能和水力发电的份额保持不变。
3. 风能和太阳能的市场份额有所增加。
 - (1) 风能的份额从2015年的4.7%上升到2020年的8.4%。
 - (2) 太阳能的份额从0.6%上升到2.3%。
 - (3) 自2015年以来，这两种能源在发电中的份额以每年1%的速度稳步增长。

图 29 发电能源



数据来源：能源信息管理局。

本文原题为“U.S. Economy in a Snapshot”。纽约联储银行是组成美联储的 12 家地区联储银行之一，其设立目的亦是维护经济、金融体系的安全、公正和活力。《美国经济概况》汇编了纽约联邦储备银行的研究和统计小组工作人员的观察结果。本文于 2020 年 4 月刊于 newyorkfed 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国在亚太地区贸易战略的三大支柱

Marianne Schneider-Petsinger/文 李陆屿/编译

导读：本文是美国查塔姆研究所全球贸易政策论坛的一部分，指出美国应该在亚太地区采取新的贸易政策。本文作者 Schneider 认为特朗普政府的贸易政策毫无章法，新政府的对华战略应该加强与各个组织的合作，广泛联系盟友，以迫使中国改变其贸易政策。编译如下：

唐纳德·特朗普政府全无法章法地处理了与亚太地区的贸易，结果美国发现自己现在处于亚太地区最重要的贸易协定之外，并且很难与全球经济增长、安全和技术创新的主要参与者重新接触。

当美国处于观望状态时，其他主要参与者——特别是欧盟和英国——已与亚太地区主要合作伙伴在自由贸易协定方面取得了进展。同时，亚太地区的区域一体化也在推进。

区域全面经济伙伴关系 (RCEP) 是由包括中国在内的 15 个亚太国家之间在 2020 年底达成的贸易协议，跨太平洋伙伴关系全面进步协议 (CPTPP) 是美国退出后更雄心勃勃的跨太平洋伙伴关系 (TPP) 之后 11 个国家之间签订的协议，RCEP 和 CPTPP 是新的亚太贸易架构中两个最大的组织，而美国却不属于任何一个。

加入 CPTPP 对美国仍然有意义，但是乔·拜登政府现在已经搁置了所有贸易协定事宜，直到解决疫情这一国内优先事项和经济复苏再继续处理。即使等到那时，要把特朗普撕毁的贸易协议重新粘起来，也需要解决长期以来人们对劳工和环境条款的担忧。

但是，如果可以采用三支柱方法，将新方法与美国针对亚太地区的全面贸易战略联系起来，就还有前进的道路。

1. 从数字部门开始拟定分部门协议

在没有成熟的双边或区域自由贸易协定的情况下，美国应优先考虑与世界贸易组织相关的部门协定。尽管还可以基于流行病来考虑诸如医疗产品之类的部门，或者基于气候危机来考虑诸如环境之类的部门，但是数字贸易部门明显是最需要关注的领域。

部门协议可以建立在 CPTPP 的数字贸易规则和 2019 年美日数字贸易协议的基础上，也可以与现有的电子商务多边协议的倡议并驾齐驱。这一由澳大利亚、新加坡和日本带头的谈判于 2019 年启动，目前包括 164 个 WTO 成员中的 86 个。

引人注目的是，在电子商务谈判、RCEP 和 CPTPP 中，印度都缺席。美国知道与印度（世界上规模最大，增长最快的数字市场之一）的合作至关重要，但与印度的合作需要处理跨境数据流方面的巨大差异。

但是，东南亚国家联盟（ASEAN）的十个成员国正在推动数字贸易，因此天然可以成为美国推进数字部门协议的伙伴。

2. 加强供应链

与美国亚太地区主要盟友的合作对于美国增强药品和半导体等关键供应链的弹性至关重要。2020年，日本、澳大利亚和印度在亚太地区启动了“供应链弹性倡议”。该倡议也对其他志趣相投的国家开放，美国也应加入。

美国与该集团在供应链上有很多共同点，尤其是对中国的过度依赖。但更重要的是，如果供应链弹性计划包括美国在内，则合作伙伴可以使这一计划与美日澳印四方峰会的形成更加紧密地结合起来。“四方”指的是美国、日本、澳大利亚和印度之间的四方安全对话。

台湾是全球半导体供应链的瓶颈，因为台积电（TSMC）是全球最大的芯片制造商，并且已经陷入中美之间地缘政治的紧张局势和技术竞争的交火中。通过深化贸易合作（尽管不太可能达成全面的贸易协议）来加强半导体的供应链安全，将为美国和台湾提供良好的服务。

3. 新的贸易政策与对华战略的连贯性

美国需要对华采取新的贸易政策。但到目前为止，拜登政府尚未对特朗普政府施加的有缺陷的关税政策表示出任何立即改变的倾向，并且似乎有可能让中国对2020年1月开始的第一阶段协议的承诺负责。

在没有成熟的双边或区域自由贸易协定的情况下，美国应优先考虑那些符合世界贸易组织要求的部门协定。

特朗普的中国贸易政策中绝对值得保留和扩大的是美欧日三边倡议，以解决非市场的贸易政策和补贴。美国与其盟国应进一步协作向北京施加压力，要求其改变干预市场的贸易政策，并促使中国对侵犯人权的行为承担更大责任。

但是，美国对华的新贸易政策也需要采取谨慎平衡的多边方式，坚持WTO规则，以使中国遵守其承诺，同时与中国接触以更新规则并推动有意义的WTO改革。

从总体上讲，更广泛的亚太贸易战略的两个支柱应加强和支持美国对华的新贸易战略。但是，毫无疑问，这涉及到许多美国盟友在亚太地区与中国的复杂关系和牢固的贸易往来。然而，针对这三个相互联系的支柱而制定的战略为成功转变亚太地区的美国贸易政策提供了坚实的基础。

本文原题为“Three pillars for a US trade strategy in Asia-Pacific”。本文作者 Marianne Schneider-Petsinger，是查塔姆研究所的美国和美洲计划的高级研究员，负责分析政治和经济问题之间的关系。她撰写有关全球贸易，跨大西洋经济合作以及美国地缘经济战略工具的文章并发表演讲。本文于 2021 年 3 月刊于 CHATHAM HOUSE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国量化宽松与新兴市场金融周期

Stijn Claessens, Giulio Cornelli, Leonardo Gambacorta, Francesco Manaresi 和 Yasushi Shiina/文
母雅瑞/编译

导读：这篇文章中我们分析了宏观审慎政策 (Maps) 是如何影响非银行金融中介 (NBFIs) 的，其中，宏观审慎政策主要适用于银行，较少适用于借款人。利用 2002 年至 2017 年期间参与金融稳定委员会监测的 24 个辖区的数据，我们研究了宏观审慎政策对银行资产和那些可能涉及银行类金融稳定风险 (狭义 NBFIs) 的非银行金融中介活动的影响。我们发现，国内宏观审慎政策的紧缩增加了这些非银行金融中介活动，减少了银行资产，提高了非银行金融中介在金融资产总额中的份额。相比之下，外国司法管辖区的紧缩政策会导致非银行金融中介份额的减少，即非银行金融中介活动的减少和国内银行资产的增加。宏观审慎政策的收紧和放松对非银行金融中介有很大的对称影响。我们发现，宏观审慎政策 (国内和国外) 对所有可能对金融稳定构成风险的非银行金融中介经济活动的影响在经济上和统计上都是显著的。编译如下：

1. 导论

2007 年至 2009 年的金融危机 (GFC) 凸显了传统政策 (尤其是微观审慎和货币政策) 在应对信贷和资产价格周期对金融稳定的潜在负面影响方面的局限性。作为回应，新兴市场经济体 (EMEs) 和发达经济体 (AEs) 的央行和监管者越来越依赖于长期中提倡的宏观审慎政策 (如 Crockett (2000))。银行采取的宏观审慎政策包括限制信贷增长、限制贷款价值比率和债务收入比，以及额外的流动性和资本要求，如最低流动性比率或反周期资本缓冲。此外，如限制贷款价值比之类的宏观审慎政策也针对了与借款人相关的风险。

这些宏观审慎政策限制了银行信贷增长的顺周期性 (Cerutti et al (2017a))；宏观审慎政策的回顾见 Claessens (2015) 和 Galati、Moessner (2018)。全球金融危机以来实施的其他各项改革 (包括巴塞尔协议 III 框架和更严密的监管)，这些宏观审慎政策增强了全球银行体系的抗风险能力。然而，有两个因素可能会限制它们对整体金融稳定的效力。

首先是大型非银行金融中介 (NBFIs) 部门的发展，它们也被称为影子银行体系。这些非银行金融中介部门代表了一种潜在的规避核心银行系统监管的途径，它们会削弱包括宏观审慎政策在内的各种政策的有效性，并可能增加金融体系的风险。事实上，有证据表明，宏观审慎政策的收紧可能会使国内活动转向非银行金融中介部门 (Cizel et al (2019))。

第二，可能存在跨司法管辖区的溢出效应。最近的分析表明，宏观审慎政策可以通过减少全球因素的影响来改善金融稳定性 (如 Takáts、Temesvary (2019)，IMF (2020))。然而，也有证据表明，跨境贷款可以使金融市场避开宏观审慎政策，并导致宏观审慎政策的溢出效应 (Avdjiev et al (2017)，Cerutti、Zhou (2018))。

这篇文献基本上只关注了宏观审慎政策对银行贷款的跨国效应,从而忽视了宏观审慎政策对非银行金融中介部门相关流动的影响,因此该文献的结果可能低估了总溢出效应 (Buch、Goldberg (2017))。然而,鉴于非银行金融中介机构在新兴市场经济体和发达经济体的跨境资本流动中越来越重要的作用,这一被忽视的分析可能尤其重要 (所谓全球流动性的第二阶段; Shin (2014), Bruno and Shin (2015))。

本文试图通过研究国内宏观审慎政策在国内和国际上对非银行金融中介资产规模的影响来填补这一空白。在国内方面,我们测试了宏观审慎政策的收紧(放松)是否与非银行金融中介部门金融活动的增加(减少)有关。此外,我们估算了国外宏观审慎政策的使用是否会影响国内非银行金融中介部门的规模,从而检验跨国溢出效应。

我们关注的是参与金融稳定委员会 (FSB) 年度监测辖区的子集数据,这些数据有足够数量的观测数据。对于这 24 个司法管辖区,我们观察了 2002-2017 年的年度非银行金融中介数据。我们特别关注那些可能导致类似银行的金融稳定风险的非银行机构 (这被称为狭义的 NBFIs, 以下简称 NBFIs)。该数据库还包括主要基于资产负债表数据的金融业规模信息。最后,我们使用来自国际清算银行的国际银行统计数据中的跨国银行债权和负债数据。宏观审慎政策的数据来自三个不同的主要来源: Lim et al (2011, 2013), Kuttner、Shim (2016) 和 Cerutti et al (2017b)。我们在 2000-2016 年期间将宏观审慎政策分为不同类别 (这便于我们的研究,因为我们研究宏观审慎政策对 2002 年-2017 非银行金融中介规模的滞后影响)。在我们的基准模型中,我们估计了国内和国外宏观审慎政策 (在五年滚动窗口中测量) 对非银行金融中介规模大小的影响。由于外国宏观审慎政策实施的作用可能会通过金融体系的联系扩散到其他国家,我们根据 (初期) 对研究国的债权和负债对外国的宏观审慎政策进行加权。

我们发现,国内宏观审慎政策的紧缩会导致国内非银行金融中介资产占金融资产总额份额的增加,这是由非银行金融中介资产的增加和银行资产的减少造成的。外国宏观审慎政策的紧缩会导致经济中非银行金融中介占总金融资产份额的减少。当我们区分宏观审慎政策的收紧和放松时,我们发现其影响大体上是对称的。对于非银行金融中介资产的组成部分 (即金融稳定委员会定义的五种经济功能: 详情见第 2.1 节), 宏观审慎政策 (国内和国外) 的影响在经济上和统计上都是显著的。因此,溢出效应似乎与金融稳定有关,特别是对于货币市场基金 (MMFs) 和固定收益基金等集体投资工具,这些工具的特点使它们容易受到溢出效应的影响。

我们的实证结果可能显示了我们的因变量和国内外宏观审慎政策之间的虚假相关性。为了确保结果的稳健性，我们实施了各种测试。首先，我们执行了一个 Phillips-Perron 测试来检查我们面板中的变量的稳定性，同时也提供了反对主要变量随时间的序列相关性的证据。其次，我们对不可观测值应用了 Altonji et al (2005) 的选择检验，从而检验遗漏变量是否会影响我们的结果。这里我们发现，这些遗漏变量使我们研究的系数偏向于 0 的结果在统计上并不显著。因此，这个检验加强了我们的结果。最后，我们通过引入特定国家的时间趋势和国家固定效应来控制特定国家的随时间变化的不可观测值。此时我们的结果仍然是稳健的。

我们的研究结果在几个方面对现有的文献和政策辩论进行了补充。首先，我们的结果证实了 Cizel et al (2019) 和 Irani et al (2018) 的研究结果，他们表明宏观审慎政策对非银行信贷具有替代效应。我们通过区分非银行金融中介部门中金融稳定委员会 (FSB) 定义的五种经济功能来丰富这些结果。其次，我们通过估算对外国经济体非银行金融中介的直接影响，扩展了宏观审慎政策的跨国溢出效应。特别地，我们的研究表明，国内宏观审慎政策的紧缩可能会减少外国司法辖区的非银行金融中介活动 (包括那些更容易受到挤兑影响的资产)。这种 (正) 外部性可能意味着，国内的最优宏观审慎政策比全球最优宏观审慎政策更为宽松。如果这种外部性被内部化，那么可能会有更严格的监管。更普遍地说，这种影响非银行金融中介部门的跨国溢出效应呼吁在实施宏观审慎政策时进行国际范围内的协调。第三，更广泛地说，我们丰富了研究全球银行业演变及其与金融监管的相互作用方面的文献 (如 Buch、Goldberg (2017), Claessens、van Horen (2016), Takáts、Temesvary (2019))。我们的论文还涉及到了使用宏观审慎政策解决银行部门以外的金融稳定问题的讨论，即非银行金融中介部门和金融市场基准设施 (ESRB (2016), Constâncio (2017))。

本文的其余部分安排如下。第 2 节介绍了用于分析的数据，并提供了数据初步的描述性分析。第 3 节描述了研究的实证模型，并给出了估计结果。第 4 节则是本文的总结。

2. 数据描述

本文的分析使用了两个主要的数据库。我们将金融稳定委员会 (FSB) 年度监测中收集到的非银行金融中介金融资产的管辖权信息，与几位研究人员收集的中央政府、中央银行和监管机构制定的宏观审慎政策的数据进行匹配。

2.1 非银行金融活动

金融稳定委员会每年都会进行一次监测，以评估非银行金融中介部门的全球趋势和金融风险 (收集的数据以前被称为“全球影子银行系统的年度监测”)。它采用了一种两步方法。首先，对监测进行广撒网，从而可以观察到所有非银行金

融中介部门的发展。然后，该检测将重点放在非银行金融中介涉及的某些金融活动，从而构建度量狭义的 NBF1 的狭义。这意味着将数据的收集集中在了那些可能涉及银行类金融稳定风险的金融活动（如到期/流动性转换或杠杆），这可能是为了保证政策的实施效果。这一步是通过将非银行金融中介划分为五个经济职能来实现的。

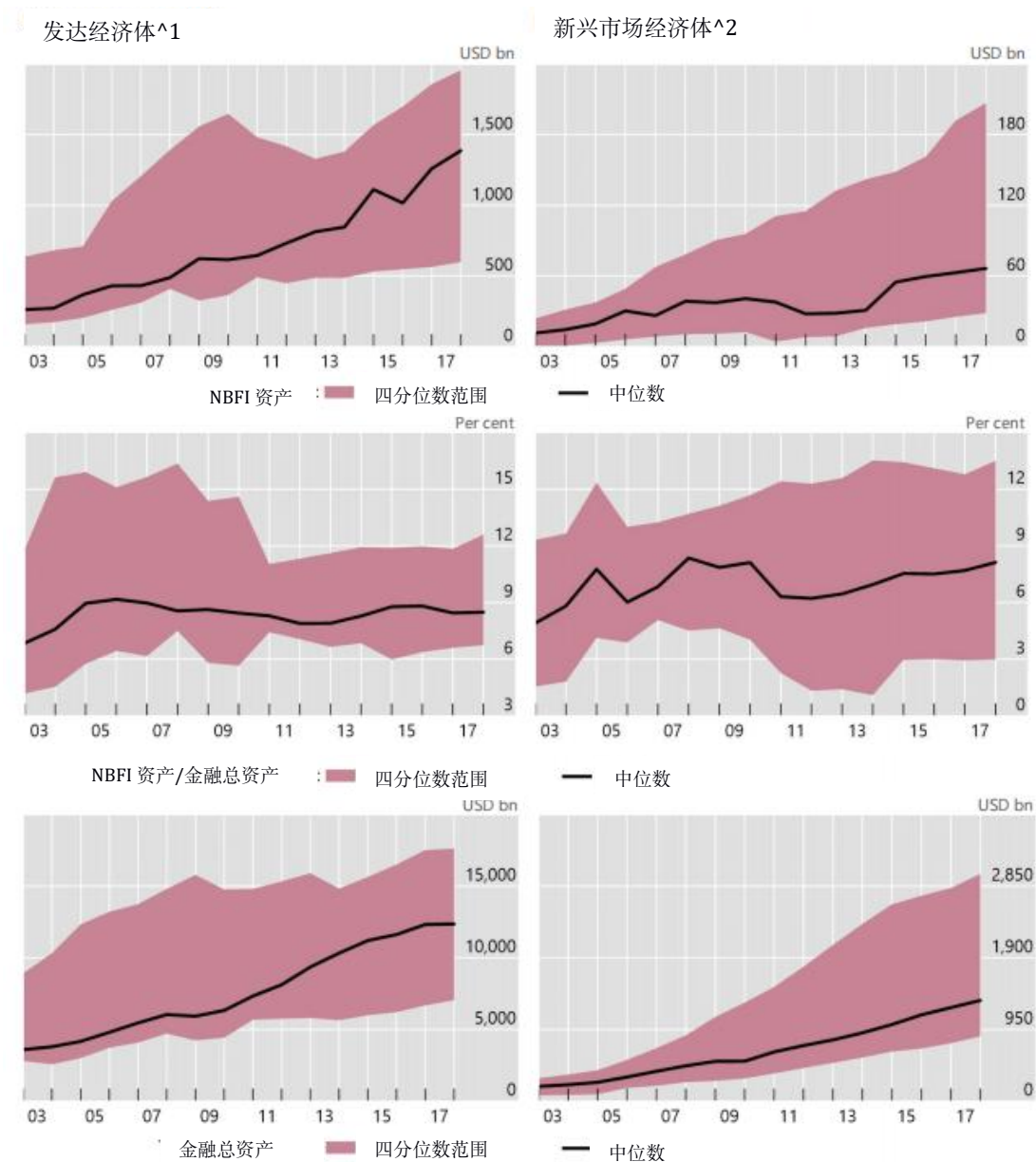
2013 年发布了《金融稳定委员会关于加强实体影子银行监管的政策框架》（以下简称《金融稳定委员会政策框架》），该文件确定了涉及非银行信贷中介的五种可能对金融稳定构成风险的经济功能：

- i) 集体投资工具 (CIVs) 的管理具有易受影响的特性 (EF1)。被类型的典型例子包括货币市场基金 (MMFs)、固定收益基金、混合基金、信贷对冲基金和房地产基金。
- ii) 依赖于短期资金的贷款供应 (EF2)。典型的例子包括金融公司、租赁/保理公司和消费信贷公司
- iii) 依靠短期资金或客户资产担保资金的市场活动的中介 (EF3)。例如，经纪自营商和证券金融公司就被归为这一类。
- iv) 促进信贷创造的公司 (EF4)。例如，信用保险公司、金融担保人和单一险种保险公司被划分为该类型。
- v) 基于证券化的信贷中介和金融实体融资 (EF5)。该类型的例子有证券化工具、结构性融资工具和资产担保证券。

在本文中，我们基于 2019 年参与金融稳定委员会监测的 24 个辖区的数据，使用所谓“狭义 NBF1” (EF1 至 EF5) 作为相关司法管辖区非银行金融中介规模的指标。这些数据是 2002-2017 年期间的年终未付款额。

图 1 的第一行显示了两类国家（发达经济体和新兴市场经济体）非银行金融中介资产的演变。黑线表示样本的中位数，而阴影区域报告了不包括第一个和最后一个四分位数的四分位数范围。这些都表明，非银行金融中介的活动正在迅速扩大，特别是在样本的后半部分。

图 1 非银行金融中介的发展及其与金融活动



¹ AU, BE, CA, CH, DE, ES, FR, GB, IE, IT, JP, LU, NL and US. ² AR, CL, ID, IN, KR, MX, RU, SG, TR and ZA.

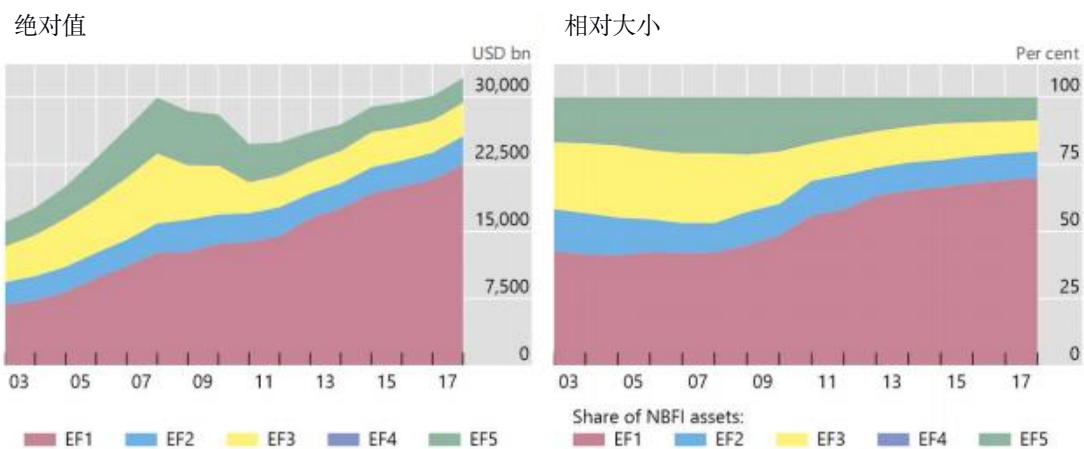
类似的考虑可以从图 1 的第二行中得出，该行报告了狭义 NBF 在金融系统总资产中所占的份额。在我们 16 年的研究范围内，发达经济体狭义 NBF 所占份额的中位数从 2 个百分点增加到了 9%，新兴市场经济体狭义 NBF 所占份额的中位数则从 3 个百分点增加到了 8%。

所占份额这一变量是一种典型的平稳变量。我们可以确认，对于该变量，Phillips-Perron 检验总是拒绝单位根为零假设，即序列是平稳的。我们使用另一种度量该变量的方法，也得到了类似的结果（详见下一节）。然而，总体上而言，不同司法管辖区之间的非银行金融中介资产（占金融资产总额的份额）的发展存在差异。例如，图 1 的第二行显示，金融危机之后，在发达经济体中，非银行金

融中介资产占总金融资产的份额出现了停滞，或者说非常缓慢的增长的迹象，而在新兴市场经济体中，该份额总体上来说增加了。

图 2 的左侧面板显示了非银行金融中介不同组成部分的美元价值随时间的发展。2002 年至 2017 年期间，所有非银行金融中介活动的平均年增长率为 4.7%。集体投资工具（CIVs）具有易受影响（EF1）的特性，因此该部分增长了 8.0%。这些 EF1 约占 2017 年狭义 NBF1 总量的三分之二。集体投资工具（CIVs）主要投资于信贷资产（例如固定收益基金和货币市场基金，这些反映了它们的业务模式），并可能涉及流动性转换。

图 2 狭义 NBF1 测度的发展与构成



在样本期内，从事短期融资贷款提供（EF2）的部分的平均增速为 1.4%，2017 年约占狭义指标的 10%。金融公司通常被划分到 EF2 中，因为它们可能使用更高的杠杆，在某些司法管辖区中，它们可能采用高期限转换。

依赖于短期资金或客户资产担保资金（EF3）的金融资产在此期间则保持稳定，它们在 2017 年的狭义总指标中约占 12%。经纪自营商构成了 EF3 中最大的部分。一些司法管辖区的经纪自营商倾向于使用大量的杠杆，尽管这似乎比全球金融危机之前要少得多。这反映了它们的业务模式，尤其是在计入表外风险时。

金融担保、信用保险等促进创造信贷的平均增长速率是 4%。它们在非银行金融中介中的份额仍然很小（2017 年占总量的 0.4%），这也可能是由于难以识别表外风险敞口。最后，基于证券化的信贷中介（EF5）在此期间较为平稳，2017 年它们占狭义指标的 8%。

2.2 宏观审慎政策

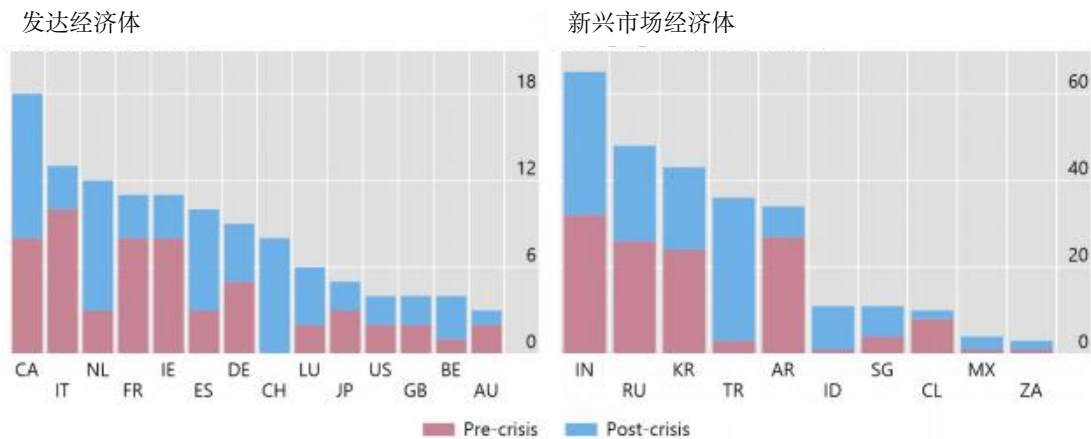
宏观审慎政策的数据主要来自于三个不同的来源：Lim et al (2011,2013)，Kuttner、Shim (2016) 和 Cerutti et al (2017b)。这些来源收集了中央政府、监管机构和中央银行制定的宏观审慎政策。他们把宏观审慎政策分为了 10 类：信贷增长限制、流动性要求、最高债务收入比和其他贷款标准、资本要求/风险权

重、拨备要求、银行对房地产行业的敞口限制、准备金要求、最高贷款价值比和贷款禁止、净持仓限额以及外汇贷款限制。

综上所述，这些不同的数据来源使我们能够建立一个支持本研究在 1990 年至 2016 年期间分析的 24 个司法管辖区的宏观审慎政策的数据库。

图 3 总结了这些数据，并强调了发达经济体和新兴市场经济体之间的不同活跃度（分别为左面板和右面板），以及金融危机前后的不同活跃度（分别为红条和蓝条）。在整个样本中，宏观审慎行动主义在新兴市场经济体中明显大于发达经济体，但随着时间的推移在两组中都有所增加。此外，图 3 提供了清晰的证据，表明国家之间以及每一组内部都存在相当大的差异，这似乎不能简单地用规模、开放程度、区域或其他因素来解释，这一点我们将在本文的最后部分进行阐述。

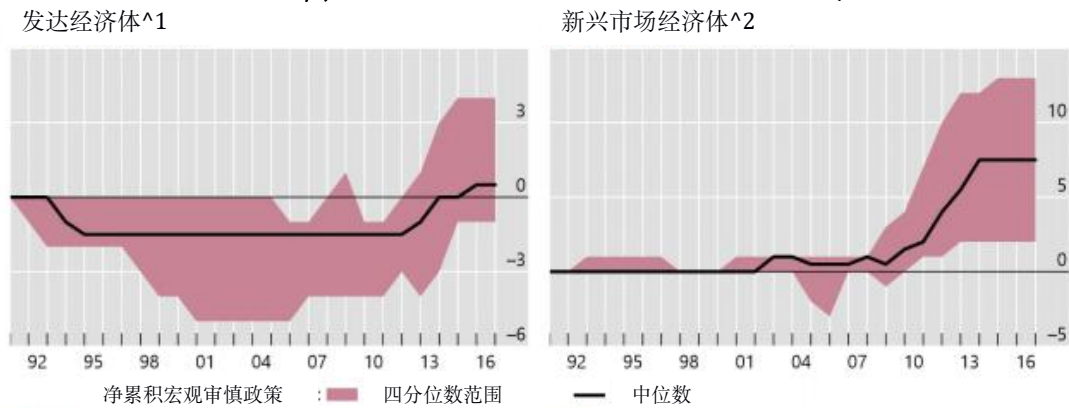
图 3 不同国家的政策行动，政策行动的数量



对于每个类别，宏观审慎政策都可以取三个离散值：-1 表示政策的宽松，1 表示政策的收紧，0 表示没有变化。我们利用这些政策行动来构建分析中使用的总体宏观审慎指数。这种方法的一个缺点是，我们以同样的方式对待所有宏观审慎政策。然而，我们将在下一节中放宽这一假设，分别考虑政策的宽松和紧缩，以及个别的宏观审慎政策。

我们可以利用旨在放松/收紧的干预数量的信息来计算一个国家的宏观审慎政策立场。宏观审慎政策净累积指数的分布情况见图 4。在全球金融危机前，发达经济体的宏观审慎政策通常是宽松的，但 2011 年后是收紧的。而在新兴市场国家中，2001 年之前宏观审慎政策一直是中性的，随后收紧，特别是在全球金融危机之后。

图 4 1990-2016 年净累积宏观审慎政策

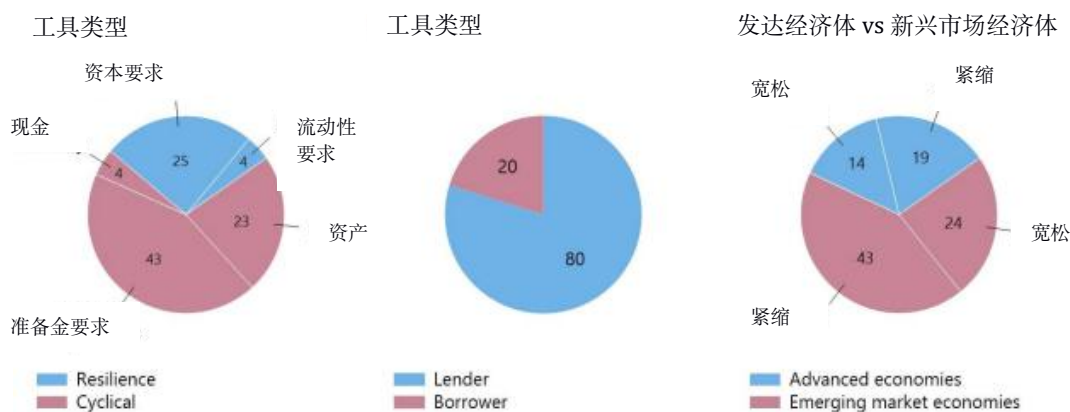


¹ AU, BE, CA, CH, DE, ES, FR, GB, IE, IT, JP, LU, NL and US. ² AR, CL, ID, IN, KR, MX, RU, SG, TR and ZA.

宏观审慎政策可以分为不同的类别。一些工具旨在直接提高金融部门的抗风险能力，而另一些工具则专注于抑制整个金融周期。我们将前者分为：a) 基于银行资本的措施（资本要求/风险权重和拨备要求），和 b) 流动性要求。相反，旨在平滑信贷周期的工具包括 c) 资产方面的工具（信贷增长限制、最高债务收入比、限制银行对住房部门的敞口，如最高贷款价值比）；d) 准备金要求的改变；e) 货币错配工具（对外汇敞口和净持仓额度的限制）。

图 5 表明，在我们分析的 24 个辖区中，大约四分之一的宏观审慎政策是为了直接提高金融部门的稳健性（见图 5 左面板）。绝大多数措施都是为了平滑周期，即以反周期的方式来抑制信贷繁荣，或缓解预期已实现的信贷紧缩。在 43% 的案例中，宏观审慎政策涉及到了银行准备金要求的变化。此外，80% 的措施是针对贷款人的（见图 5 中间面板）。总体而言，62% 的干预旨在收紧金融条件（见右面板）。在所有采用的宏观审慎政策中，新兴市场经济体占了 67%（见右面板）。

图 5 宏观审慎工具的使用（用百分比计算）



我们将非银行金融中介资产的管辖信息与宏观审慎政策的数据进行匹配。最终的样本由来自 24 个辖区的 260 份年度观察结果组成。表 2 显示了用于回归分析的变量的描述性统计。表 3 报告了回归中使用的金融资产变量的非平稳性检验。

特别地，我们报告了 Phillips-Perron 单位根检验的结果。所有滞后一期模型和滞后两期模型的测试都表明变量是平稳的。

表 1 描述性统计

Variable	Mean	St dev	Min	Max
NBFI/Total Financial Assets	9.77	6.23	0.30	29.54
Log-NBFI assets	12.30	2.29	5.92	16.50
Log-banking assets	14.00	1.91	8.19	16.79
Log-economic function EF1	11.78	2.27	5.54	15.77
Log-economic function EF2	8.99	2.89	4.26	14.38
Log-economic function EF3	8.06	3.33	0.61	15.38
Log-economic function EF4-5	9.11	3.45	1.07	15.15
Total Financial Assets/GDP	174.01	107.72	2.62	333.27
MAP	1.13	2.51	-2.00	12.00
MAP ^E (easing)	0.68	1.44	0.00	12.00
MAP ^T (tightening)	1.82	3.05	0.00	18.00
MAP other – weighted by claims	1.14	1.48	-0.64	5.21
MAP other ^E (easing) – weighted by claims	0.44	0.22	0.02	1.07
MAP other ^T (tightening) – weighted by claims	1.58	1.51	0.05	5.46
MAP other – weighted by liabilities	1.28	1.67	-0.64	6.23
MAP other ^E (easing) – weighted by liabilities	0.40	0.21	0.03	0.94
MAP other ^T (tightening) – weighted by liabilities	1.67	1.67	0.01	6.39
MAP other – weighted by claims + liabilities	1.20	1.55	-0.64	5.52
MAP other ^E (easing) – weighted by claims + liabilities	0.42	0.19	0.03	0.89
MAP other ^T (tightening) – weighted by claims + liabilities	1.62	1.57	0.07	5.75
Log GDP	13.69	1.11	10.30	14.92
Lagged real GDP growth	2.14	2.38	-9.77	6.12
Inflation	0.03	0.03	-0.02	0.09
Supervisory authority protection	0.80	0.41	-1.00	1.00

表 2 金融资产变量的非平稳性检验

Variable	P-value	
	Lag (1)	Lag (2)
NBFI assets / total financial assets	0.00	0.00
Log-NBFI assets	0.00	0.00
Log-banking assets	0.00	0.00
Log-economic function EF1	0.00	0.00
Log-economic function EF2	0.00	0.00
Log-economic function EF3	0.00	0.00
Log-economic function EF4-5	0.02	0.02
Total financial assets / GDP ³	0.03	0.01

2.3 确定国内和外部宏观审慎政策的干预

对于每个管辖区，每年我们都可以计算宽松宏观审慎政策 $s(MaP_{it}^E)$ 的数量和紧缩宏观审慎政策 $s(MaP_{it}^T)$ 的数量。继 Boar et al (2017) 之后，我们在五年的窗口期内采取了一系列的干预措施，因此：

$$MaP_{it}^X = \sum_{\tau=1}^5 \widetilde{MaP}_{it}^X \text{ for } X \in \{E, T\}$$

上述公式确定了国内的宏观审慎政策。

我们衡量了 t 年时另一个司法管辖区 j 采用的宏观审慎政策在司法管辖区 i 中的影响, MaP_{jt}^E 和 MaP_{jt}^T , 并为它们赋予权重, 相较于 t 期开始时区域 i 的要求, 区域 j 实施宏观政策后, 区域 i 的金融债权占 i (w_{ij}) 的总金融债权的份额。

金融债权的份额衡量了管辖 i 和管辖 j 之间的联系, 并突出了潜在溢出效应的强度。如果这两个国家没有金融联系 ($w_{ij}=0$), 我们可以假设一个国家的宏观审慎政策变化对另一个国家没有影响。相比之下, 如果管辖区 i 的所有金融债权都仅是相对于管辖区 j, 我们预计宏观审慎政策变化对管辖区 i 的非银行金融中介规模的所有外部影响都将通过管辖区 j ($w_{ij}=1$) 到达。

正式表达式为:

$$Map OTHER_{it}^E = \sum_j w_{ij} MaP_{jt}^E \text{ and } Map OTHER_{it}^T = \sum_j w_{ij} MaP_{jt}^T$$

其中, $w_{ij} = \sum_T \frac{Claims_{ijt}}{Claims_{it}} / T$ 是 j 对 i 的债权占总债权的比例随时间变化的平均值。

我们还改变了对国家间联系的度量方式, 以测试这一结果的稳健性。特别地, 我们给出了使用金融负债总额和跨国联系的总体强度 (债权加负债) 作为衡量的结果。

2.4 一些来自图形的证据

为了探究宏观审慎政策对非银行金融中介的影响, 我们首先提供一个简单的图形分析。为了做到这一点, 我们在国内宏观审慎政策中计算净紧缩:

$$MaP_{it} = MaP_{jt}^T - MaP_{jt}^E$$

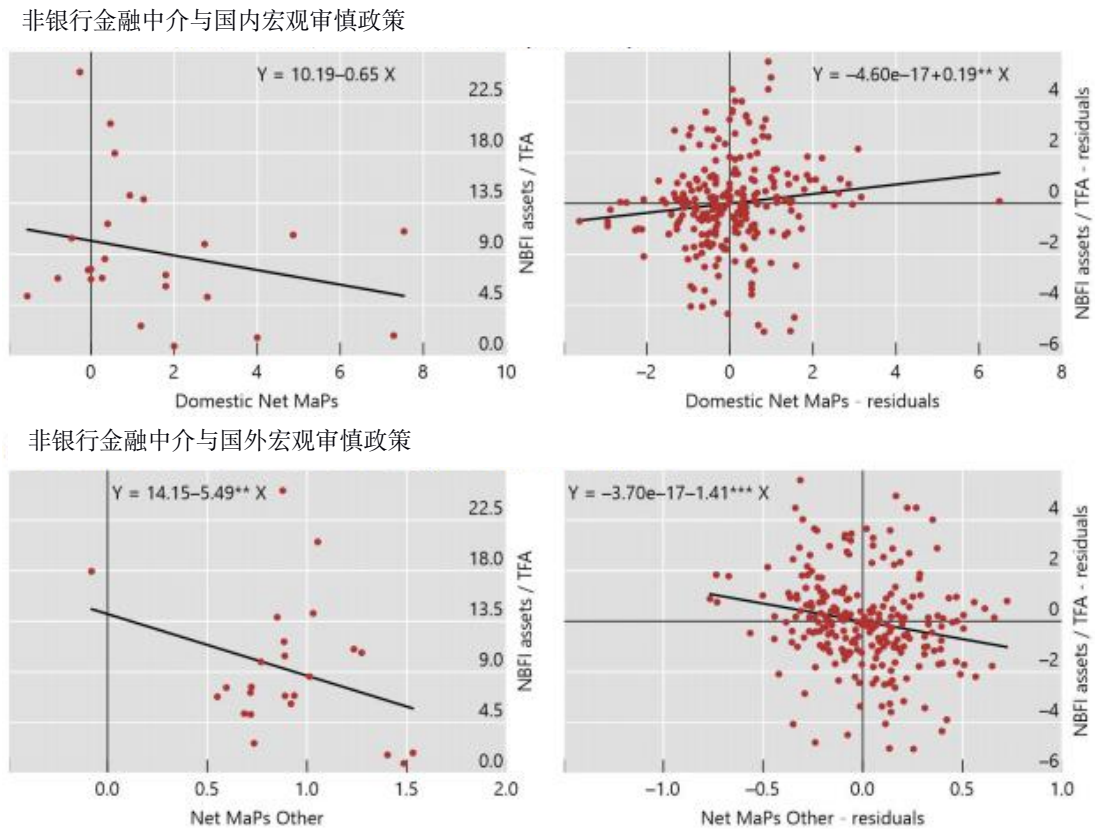
以及外国宏观审慎政策的净紧缩为:

$$MaP OTHER_{it} = Map OTHER_{it}^T - Map OTHER_{it}^E$$

图 6 显示了宏观审慎政策和非银行金融中介发展之间的相关性 (通过非银行金融中介资产在总金融资产中的份额进行衡量)。特别地, 上部面板显示了非银行金融中介和国内宏观审慎政策 (MaP_{it}) 之间的相关性, 而下部面板研究了非

银行金融中介和其他国家宏观审慎政策（以净要求权加权； MaP_{OTHER}_{it} ）之间的相关性。

图 6 条件相关性



在左边的面板中，我们首先在国家层面平均非银行金融中介资产在总金融资产中的份额和宏观审慎政策变量。然后我们计算一个简单的相关性。因此，我们有 24 个观测值，每个管辖区一个。第一次回归显示，在各国之间，非银行金融中介的相对规模与国内宏观审慎政策之间的相关性在统计上不显著。相比之下，与外部宏观审慎政策的相关性在 5% 水平上具有统计学意义。

右边面板报告了去除未观察到的不同司法管辖区和年份的异质性后变量之间的相关性。换句话说，每个点都是一个普通最小二乘（OLS）回归的残差，其中每个变量都根据管辖区域和年份固定效应进行回归。在这种情况下，非银行金融中介资产与国内宏观审慎政策的相关性在统计上为正向相关，与国外宏观审慎政策的相关性在 5% 水平下显著，且为负向相关。

图形的分析没有控制管辖区层面其他的协变量，这可能是遗漏变量偏差的一个重要来源。例如，非银行金融中介的发展可以与更强劲的经济增长相关联，这也可以反过来促使当局实施宏观审慎政策（Boar et al (2017)）。这可能会使宏观审慎政策和非银行金融中介之间的相关性产生偏差。此外，在更开放的经济体中，

当企业和家庭可以从国外的其他金融来源获得资金时，宏观审慎政策的有效性会降低 (Cerutti et al (2017b), Cerutti, Zhou (2018))。为了控制这种偏差和其他偏差来源，我们将采用面板回归进行分析。

3. 实证研究

面板回归分析可以帮助我们得出宏观审慎政策与金融部门发展、宏观经济波动之间更精确的联系。我们需要谨慎地控制未观察到的影响因素，这些因素可能是跨越司法管辖区或是跨越时间范围的，它们可能会通过可观测的变量对非银行金融中介的发展产生影响。我们还需要控制可能存在的反向因果关系，即一个司法管辖区可能会根据金融体系的总体发展而选择实施某些宏观审慎政策。

3.1 模型

我们的基准模型回归了国内司法管辖区和其他司法管辖区在过去 5 年采用宏观审慎政策后国家 i 在第 t 年非银行金融中介资产占总金融资产的份额 $(\frac{NBFI}{TFA_{it}})$ 。在我们的基准模型中，宏观审慎政策是由宏观审慎政策的净收紧来衡量的。我们用几个协变量丰富了模型，以控制对所研究关系的其他解释。首先，一个更大的金融部门与非银行金融中介的发展存在正相关关系，这可能促使政策制定者使用宏观审慎政策：因此，我们控制了金融资产占 GDP 的比例。第二，监管机构的独立性是不受政治因素限制的，这一点是可以迅速有效地采用和修改银行体系的关键条件，一个独立的监管机构可能能够更好地监督银行体系，从而促进非银行金融中介有更强劲的发展：因此，我们纳入了监督权力独立性的指数 (Barth et al (2004))。其他的控制因素包括人均 GDP，滞后的实际 GDP 增长和通货膨胀数值。最后，为了解释未观察到的因素，我们使用了国家和时间固定效应。

特别地，我们估计 (1)：

$$\frac{NBFI}{TFA_{it}} = a_t + b_t + \beta MaP_{it} + \gamma MaP OTHER_{it} + \delta_1 \frac{TFA}{GDP} + \delta_2 SUPERVISION + controls + \varepsilon_{it}$$

我们对因变量和宏观审慎政策变量进行了规范化，为了便于解释这些系数、它们的可比性和对变量间经济意义的评估。因此，系数是指一个因变量在预测变量时每增加一个标准差会改变多少个标准差。

然后，我们将宏观审慎政策中的紧缩效应与控制不对称影响的宽松效应（如果有的话）进行分离。则估计模型为 (2)

$$\frac{NBFI}{TFA_{it}} = a_t + b_t + \beta_1 MaP_{it}^E + \beta_2 MaP_{it}^T + \gamma_1 MaP OTHER_{it}^E + \gamma_2 MaP OTHER_{it}^T + \delta_1 \frac{TFA}{GDP} + \delta_2 SUPERVISION + controls + \varepsilon_{it}$$

3.2 基准模型分析结果

表 4 报道了 OLS 回归的结果，即用不同的衡量方式来衡量国外的宏观审慎政策。在这里，我们关注列 I，它遵循方程 (1)，即利用国内机构的金融要求对国外宏观审慎政策进行加权。

表 3 基准模型

Explanatory variables	(I) Other countries' MaPs weighted by claims	(II) Other countries' MaPs weighted by liabilities	(III) Other countries' MaPs weighted by claims + liabilities
L1.Net MaP tightening	0.0786** (0.0304)	0.0724** (0.0319)	0.0686** (0.0316)
L1.Net MaP tightening, other countries	-0.184*** (0.0513)	-0.124*** (0.0431)	-0.177*** (0.0513)
Total financial assets / GDP	0.107*** (0.0170)	0.100*** (0.0175)	0.103*** (0.0174)
Supervisory authority protection	-0.205** (0.0933)	-0.192** (0.0967)	-0.195** (0.0964)
Other controls ¹	Y	Y	Y
Country FE	Y	Y	Y
Year FE	Y	Y	Y
Observations	260	260	260
Adjusted R-squared	0.924	0.923	0.924

与之前图形所显示的结果一致，我们发现国内宏观审慎政策的收紧与非银行金融中介的资产在金融资产总额中所占份额的增加有关。这一结果与 Irani et al (2018) 的研究结果一致，他们研究了资本监管与美国贷款市场中非银行机构之间的联系。特别地，他们发现，当资本监管增加时，银行减少留存（贷款份额），而非银行机构将填补这一空白。这种效应对以下银行更为明显：(i) 资本水平较低；(ii) 《巴塞尔协议 III》(Basel III) 存在巨大缺口。Cizel et al (2019 年) 也发现了对非银行信贷的替代效应，特别是在发达经济体。Cizel 和其合著者发现，数量限制在限制银行信贷方面尤其有效，但也会导致非银行机构产生强替代效应。

根据表 4 中报告的结果，净宏观审慎政策收紧每增加一个单位，非银行金融中介资产占总金融资产的份额增加约 7% 个单位。即便使用不同的加权方案，结果仍然保持稳定。

我们可以用另一种方式解读上述结果。国内宏观审慎政策的标准差为 2.51，非银行金融中介占金融总资产 (TFA) 份额的标准差是 6.23，前五年净紧缩为 1，其会导致非银行金融中介占金融总资产的份额增加约 0.2 个百分点 ($0.07 * 6.23 / 2.51 = 0.17$)。

其他国家宏观审慎政策的净紧缩会产生相反的效果：国外政策紧缩每增加一个单位会导致非银行金融中介资产份额减少约 12 - 18%，具体数值取决于加权方案。由于我们的三种不同加权方式，外国宏观审慎政策的标准差在 1.48 和 1.67

之间, 而 NBF1/TFA 的标准差为 6.23 个百分点, 前五年净紧缩为 1, 导致 NBF1/TFA 下降 0.5-0.8 个百分点。

我们用两种方法来评估这些结果的稳健性。

首先, 我们检验了残差中可能存在的序列相关。由于线性面板数据模型中的序列相关会导致标准差的偏差, 并使降低结果的有效性, 因此我们检验了面板数据模型中特殊误差项中序列相关的存在。特别地, 我们使用的是 Wooldridge (2002) 导出的固定缺陷单向模型, 该模型可以应用于一般条件, 并且在合理大小的样本中具有良好的作用 (Drukker (2003))。我们发现所有的检验都排除了序列相关性的存在。

其次, 我们检验了宏观审慎政策和非银行金融中介资产之间可能存在的偏差关系。虽然我们考虑了潜在协变量和固定效应, 从而可以解释非银行金融中介资产的很大一部分变异性 (从表 4 中调整后的 R² 一般高于 90% 可以明显看出), 时间的不可观测因素仍有可能使宏观审慎政策 (国内和国外) 和非银行金融中介资产之间的关系产生偏差。为了检验这种可能性, 我们采用 Altonji et al (2005) 开发并由 Oster (2019) 扩展的方法。其基本思想是利用宏观审慎政策及其可观测的协变量之间的关系来研究宏观审慎政策与不可观测变量之间的关系。当我们从一个有限制条件的模型 (我们排除了协变量) 到一个不受限的模型时, 遗漏的变量偏差会与宏观审慎政策系数的变化成正比。为了使这种变化具有实时性, 系数的变化需要根据观察到的 R² 的增加进行缩放。表 5 给出了与表 4 中 (i) 相对应的有限制条件 (即剔除所有时变的国家层面控制) 和非受限 (即剔除所有时变的国家层面控制) 的估计模型 (1) 的国内外宏观审慎政策系数和 R²。结果表明, 当模型不受限制时, 系数的绝对值增加, 而 R² 增加约 2%。这表明, 如果有任何遗漏的变量使我们的系数偏向于零, 估计系数受到的影响可能是保守的。这导致了观测偏差和不可观测偏差之间的负向比例关系 (表 5 的最后一列)。

表 4 遗漏变量偏差的检验

Variable	Restricted		Unrestricted		Degree of proportionality
	Beta	R-squared	Beta	R-squared	
L1.Net MaP tightening	0.0722	0.920	0.0786	0.937	-3.409
L1.Net MaP tightening, other countries	-0.1145	0.920	-0.1844	0.937	-0.672

3.3 宏观审慎政策的收紧与放松

表 6 显示了模型 (2) 的估计值, 该估计值区分了宏观审慎政策的紧缩与放松的影响。这三栏报告了国外宏观审慎政策的三种不同衡量方式的结果。所有列都显示, 国内宏观审慎政策具有显著的对称效应: 国内宏观审慎政策放松和收紧的系数在幅度和统计意义上都相当相似。相反, 国外宏观审慎的干预对非银行金融中介的影响具有预期效应 (紧缩负向、宽松正向), 但紧缩的影响不显著, 而

宽松的影响显著。然而，一项检验表明，在所有的三种加权方案中，外国宏观审慎政策收紧和放松的影响在统计上是相似的。

表 5 宽松 vs 紧缩宏观审慎政策

Explanatory variables	(I) Other countries' MaPs weighted by claims	(II) Other countries' MaPs weighted by liabilities	(III) Other countries' MaPs weighted by claims + liabilities
L1.MaP easing	-0.114** (0.0560)	-0.158*** (0.0585)	-0.142** (0.0555)
L1.MaP tightening	0.0885** (0.0399)	0.105** (0.0406)	0.0922** (0.0393)
L1.MaP easing, other countries	0.108*** (0.0318)	0.106*** (0.0363)	0.121*** (0.0337)
L1.MaP tightening, other countries	-0.102 (0.0793)	-0.048 (0.0712)	-0.044 (0.0784)
Total financial assets / GDP	0.106*** (0.0166)	0.109*** (0.0177)	0.106*** (0.0168)
Supervisory authority protection	-0.209** (0.0898)	-0.258*** (0.0978)	-0.234** (0.0908)
Other controls ¹	Y	Y	Y
Country FE	Y	Y	Y
Year FE	Y	Y	Y
Observations	260	260	260
Adjusted R-squared	0.926	0.926	0.927

3.4 对非银行金融中介资产和银行资产水平的影响

在迄今为止进行的分析中，我们使用非银行金融中介资产占金融总资产的份额作为因变量。如果宏观审慎政策影响分子或分母，或两者都影响，则此份额可能受到影响。为了确定是哪些影响导致了我们的结果，我们使用非银行金融中介资产的对数和银行资产的对数作为因变量，再次估计方程 (1)。

表 7 显示，在国内宏观审慎政策出现净紧缩的情况下，非银行金融中介资产显著增加。与此同时，正如该政策的基本原理所表明的那样，总部设在本国的银行持有的资产在下降。因此，在国内宏观审慎政策变化的情况下，分子和分母都在移动，而且方向相反。

表 6 宏观审慎政策对 NBFi 资产和银行资产的影响

Explanatory variables	Logarithm of NBFi assets			Logarithm of banking financial assets		
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
	Other countries' MaPs weighted by claims	Other countries' MaPs weighted by liabilities	Other countries' MaPs weighted by claims + liabilities	Other countries' MaPs weighted by claims	Other countries' MaPs weighted by liabilities	Other countries' MaPs weighted by claims + liabilities
L1.Net MaP tightening	0.0602*** (0.0162)	0.0580*** (0.0163)	0.0562*** (0.0161)	-0.0257** (0.0112)	-0.0244** (0.0108)	-0.0231** (0.0110)
L1.Net MaP tightening, other countries	-0.0689** (0.0329)	-0.0469* (0.0247)	-0.0775*** (0.0297)	0.0215 (0.0186)	0.0765*** (0.0149)	0.0713*** (0.0167)
Supervisory authority protection	-0.0863*** (0.0297)	-0.0823*** (0.0300)	-0.0822*** (0.0304)	-0.0533*** (0.0201)	-0.0603*** (0.0212)	-0.0574*** (0.0209)
Other controls ¹	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Country FE	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Year FE	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Observations	260	260	260	260	260	260
Adjusted R-squared	0.989	0.989	0.989	0.996	0.996	0.996

我们也可以量化影响。由于国内宏观审慎政策变量的标准差为 2.51，而非银行金融中介资产对数的标准差为 2.29，因此前五年净紧缩为 1 会导致非银行金融中介资产增加了 5% ($0.06 \times 2.29 / 2.51 = 0.05$)。相比之下，由于银行金融资产对数的标准差为 1.91，前五年净紧缩为 1 会导致银行资产减少 2% ($0.024 \times 1.91 / 2.51 = 0.02$)。

在外国宏观审慎政策净紧缩，而国内非银行金融中介资产下降的情况下，我们观察到了银行活动的增加。这与我们非银行金融中介资产占总金融资产份额降低的结果一致。

就国内宏观审慎政策的净紧缩而言，这些影响的估计精度较低。根据衡量外国宏观审慎政策影响的方法，五年内外国宏观审慎政策的净紧缩为 1，将导致非银行金融中介资产减少 6-11%，相应的银行金融资产增加 3-9%。

特别让人感兴趣的是，由于海外政策的净紧缩，银行在国内辖区的活动有所增加。这一结果可能反映了一些受宏观审慎政策影响的外国银行在国内经济中的活动变化 (Nocciola、Zochowski, 2019)。事实上，Avdjiev et al (2017) 发现，在银行总部所在的司法管辖区，本币储备要求的收紧会导致国际银行向其他司法管辖区提供更多贷款。同样，银行所在国的贷款价值比的限制收紧与向外国借款人提供更多贷款有关，特别是在资本状况更好、流动性更强的银行中。Aiyar et al (2014) 分析了英国的经验，发现不受监管影响的外国银行分支机构或国内非银行金融中介可以规避资本要求。国际银行业研究网络 (Buch and Goldberg (2017)) 最近的多项研究项目证实了这一发现，并表明审慎工具的影响有时会通过银行房

贷而跨越国界。研究还表明，平均意义上这种影响并不大。有趣的是，国际溢出效应因审慎工具和银行而异。Reinhardt、Sowerbutts (2015) 也强调了一些银行特定因素（如资产负债表状况和商业模式）会影响贷款增长率溢出效应的幅度和方向。

3.5 非银行金融资产的不同组成部分之间的影响

在本节中，我们评估了宏观审慎政策对非银行金融中介不同组成部分的影响（表 1）。第一个组成部分包括对集体投资工具（CIVs）的管理，这些工具具有易受影响的特性。如第 2 节所示，该成分（标记为 EF1）在样本期间相关性不断增强，并在 2017 年底占非银行金融中介总资产的 65%。

表 8 显示，在国内宏观审慎政策净紧缩的情况下，EF1 资产显著增加，影响也相当大。由于国内宏观审慎政策的标准差为 2.51，EF1 金融资产的对数值的标准差为 2.27，因此前五年净紧缩为 1 导致集体投资工具管理下的资产增加了 8% ($0.09 \times 2.27 / 2.51 = 0.08$)。例如，在银行资本要求净收紧的情况下，发行企业债券和购买集体投资工具债券会变得更具有吸引力。在外国宏观审慎政策净紧缩的情况下，EF1 资产（国内）下降 5-12%，具体数值取决于用来衡量外国宏观审慎政策影响的不同衡量标准。

表 7 对集体投资工具管理的影响

Explanatory variables	Logarithm of EF1 assets		
	(I) Other countries' MaPs weighted by claims	(II) Other countries' MaPs weighted by liabilities	(III) Other countries' MaPs weighted by claims + liabilities
L1.Net MaP tightening	0.0969*** (0.0259)	0.0944** (0.0263)	0.0929*** (0.0259)
L1.Net MaP tightening, other countries	-0.0765** (0.0328)	-0.0375* (0.0225)	-0.0675** (0.0281)
Supervisory authority protection	-0.0846* (0.0441)	-0.0816* (0.0451)	-0.0810* (0.0453)
Other controls ¹	Y	Y	Y
Country FE	Y	Y	Y
Year FE	Y	Y	Y
Observations	258	258	258
Adjusted R-squared	0.986	0.986	0.986

第二部分包括依赖短期资金提供贷款的非银行金融机构的资产，这些是与银行直接竞争的金融公司、租赁/保理公司和消费信贷公司的资产。表 9 显示，在国内宏观审慎政策净紧缩的情况下，EF2 资产增加约为 18% ($0.15 \times 2.89 / 2.51 = 0.18$)。银行环境的收紧有利于租赁/保理和其他非银行中介机构接管银行贷款业务。如果外国宏观审慎政策出现净紧缩，EF2 资产（国内）将减少 48-78%，具体数值取决于用来衡量外国宏观审慎政策影响的不同衡量标准。

第三部分包括依靠短期资金或客户资产担保资金的市场中介机构的资产 (EF3)。这一总额主要包括经纪自营商和证券金融公司的资产。即使在这种情况下, 宏观审慎政策变化的影响也是与经济相关的。表 10 表明, 在国内宏观审慎政策净紧缩的情况下, EF3 资产增加约为 23% ($0.17 \times 3.33 / 2.51 = 0.23$)。在外国宏观审慎政策净紧缩的情况下, EF3 资产 (国内) 下降 50-62%, 具体数值取决于用来衡量外国宏观审慎政策影响的方法。

表 9 对市场中介活动的影响

Explanatory variables	Logarithm of EF3 assets		
	(I) Other countries' MaPs weighted by claims	(II) Other countries' MaPs weighted by liabilities	(III) Other countries' MaPs weighted by claims + liabilities
L1.Net MaP tightening	0.173** (0.0675)	0.165** (0.0653)	0.159** (0.0642)
L1.Net MaP tightening, other countries	-0.220** (0.102)	-0.268*** (0.0890)	-0.289*** (0.104)
Supervisory authority protection	-0.310*** (0.0946)	-0.286*** (0.0987)	-0.294*** (0.0978)
Other controls ¹	Y	Y	Y
Country FE	Y	Y	Y
Year FE	Y	Y	Y
Observations	260	260	260
Adjusted R-squared	0.873	0.875	0.874

鉴于 EF4 组成部分 (金融担保人和信用保险公司的资产) 的波动性和其占比相对较低的权重, 我们不能进行适当的分析。回归结果是相当不稳定的, 因为每年获得的观察数量有限, 同时该部分机构的行为更不稳定。因此, 我们选择将 EF4 和 EF5 两类集中在一起。后者是指基于证券化的信贷中介, 包括证券化工具的资产、结构性融资工具和资产支持证券。我们将这个组件标记为 EF4-5。

表 11 显示, 在国内宏观审慎政策净紧缩的情况下, EF4-5 资产显著增加。由于国内宏观审慎政策的标准差为 2.51, EF4-5 金融资产的对数值的标准差为 3.45, 因此前五年净紧缩为 1 导致证券化资产增加了 15% ($0.11 \times 3.45 / 2.51 = 0.15$)。在外国宏观审慎政策净紧缩的情况下, EF4-5 资产 (国内) 下降 56-75%, 具体数值取决于用来衡量外国宏观审慎政策影响的措施。

表 10 对基于证券化的信用中介的影响

Explanatory variables	Logarithm of EF4-5 assets		
	(I) Other countries' MaPs weighted by claims	(II) Other countries' MaPs weighted by liabilities	(III) Other countries' MaPs weighted by claims + liabilities
L1.Net MaP tightening	0.107* (0.0646)	0.0980 (0.0659)	0.0910 (0.0644)
L1.Net MaP tightening, other countries	-0.240** (0.102)	-0.306*** (0.0930)	-0.339*** (0.107)
Supervisory authority protection	-0.117 (0.0949)	-0.0894 (0.0986)	-0.0982 (0.0980)
Other controls ¹	Y	Y	Y
Country FE	Y	Y	Y
Year FE	Y	Y	Y
Observations	260	260	260
Adjusted R-squared	0.798	0.802	0.801

4. 结论

在过去二十年里，大型非银行金融部门的发展是发达经济体和新兴市场经济体的一个关键特征。本文提供的证据表明，这种增长的一个决定性因素是银行部门宏观审慎政策的实施。我们使用的数据来自金融稳定委员会在 2002 年至 2017 年期间的监测活动和一些研究人员收集的关于宏观审慎政策的信息。我们的研究结果表明，非银行金融中介部门的金融机构会对针对银行的监管做出反应。我们的结果还表明，这并不局限于国内市场：一个司法管辖区的金融机构会对外国司法管辖区的政策选择做出反应。

特别地，我们发现，国内宏观审慎政策的净紧缩通常会导致国内非银行金融中介资产占金融总资产份额增加约 0.2 个百分点。这是由非银行金融中介资产的增加和银行资产的减少所导致的。与此同时，外国司法管辖区的宏观审慎政策紧缩会减少非银行金融中介资产占国内金融资产总资产的份额。非银行金融中介资产的所有组成部分都会对宏观审慎政策的国内外变化做出反应。

这一证据表明，金融监管会波及到国内外其他未被针对的行业。外部性的存在可能意味着国内最优的宏观审慎政策可能比跨国视角下最优宏观审慎政策更宽松或更紧缩。这就要求在制定和颁布经济政策方面进行国际协调，以便更好地将这种外部性内在化。

本文原题为“Do Macroprudential Policies Affect Non-bank Financial Intermediation?”。本文作者是 Stijn Claessens, Giulio Cornelli, Leonardo Gambacorta, Francesco Manaresi 和 Yasushi Shiina。本文于 2021 年 2 月发表在国际结算银行官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

疫情后货币操纵开始反弹

Joseph E. Gagnon & Madi Sarsenbayev/文 徐懿凡/编译

导读：2020 年货币操纵风潮卷土重来，新冠疫情是重要推动因素。私人投资者逃离了风险更高的中低收入国家，转向被认为更安全的发达经济体。这些资本流动推高了发达经济体相对于发展中经济体的货币汇率，并对发达经济体的贸易平衡造成了压力。编译如下：

货币操纵，即各国通过让其货币贬值以增加贸易顺差的政策，沉寂数年后于去年开始反弹，部分原因可能在于新冠疫情。疫情爆发推动资本从发展中经济体流入发达经济体。重新涌现的货币操纵行为很大程度上反映了当前资金流正试图转移到最大的发达经济体，尤其是美国。

各国通过在货币市场上买卖来操纵本国货币的价值，使其出国商品更便宜、进口商品更昂贵。2020 年，有 8 个国家和地区达到了 2017 年 C. Fred Bergsten 和 Joseph E. Gagnon 提出的货币操纵行为标准：危地马拉、中国香港、以色列、韩国、新加坡、瑞士、中国台湾和泰国，这些国家总共购买了 4460 亿美元的官方净资产，远高于 2019 年涉嫌操纵行为的 5 个国家购买的 1600 亿美元，但低于 2003-2013 年的操纵高峰时期，当时操纵者们每年的购买量有时超过 1 万亿美元。

4 月 16 日，美国财政部发布《美国主要贸易伙伴宏观经济与外汇政策半年度报告》，这份报告并没有将任何国家列为货币操纵国，但表示瑞士、中国台湾和越南在 2020 年达到了其认定的货币操纵的所有标准，将会与这些国家“加强接触”，以确定它们是否确实在操纵货币。我们计划马上发布一份对财政部报告的分析。

如何定义货币操纵？

根据 Bergsten 和 Gagnon 的说法，一个国家必须满足以下所有标准，才能被认为是某个年份的货币操纵国：

- 经常项目盈余超过 GDP 的 3%；
- 官方外汇资产净收购（官方净流量）超过 GDP 的 2%；
- 外汇储备和其他官方净资产超过三个月的进口商品和服务总量；
- 外汇储备和其他官方净资产超过公共和私人短期外债的 100%；
- 官方净流量超过能源出口减去生产成本后的 65%；
- 该国被世界银行列为高收入或中上收入国家。

近些年的货币操纵情况

这篇博文将 Bergsten-Gagnon 关于货币操纵的标准应用于国际货币基金组织 (IMF) 的世界经济展望数据库 (2021 年 4 月) 中列出的 2020 年 GDP 10 亿美

元以上的国家。下表显示了 11 个国家在过去三年（2018-2020）至少有一年满足了所有的标准。

第一列显示每个国家三年中超过标准的年数。接下来的两列显示了每个国家的净官方资产（外汇储备加上其他官方资产减去官方负债），以十亿美元为单位计算和 GDP 占比计算。再右边四列展示了以十亿美元为单位计算的净官方资金流（或净收购）以及 2020 年占 GDP 的百分比。最后两列代表的是过去三年的平均官方净流量和经常账户余额占 GDP 的百分比。

只有四个国家和地区在 2020 年超过了认定标准：危地马拉、中国香港、以色列和韩国。在这些国家和地区中，危地马拉是一个例外，因为前三项标准每一项都是勉强超过，而且自 2000 年以来没有出现所有标准都超过的情况。另外 3 个国家分别在 2000-2015 年间曾被 Bergsten 和 Gagnon 认定为操纵国。

冰岛只在 2019 年超过了该标准，并且是自 2000 年以来的唯一一次。根据 Bergsten 和 Gagnon 的说法，挪威在 2018 年超过标准，是前几年最常见的操纵国之一。中国澳门在 2018 年超过了标准，但 2019 年以来其没有再报告过完整的官方流量数据。中国澳门的经常账户在 2019 年占 GDP 的 34%，但随着旅游业在疫情来临后崩溃，其经常账户在 2020 年暴跌至-34%。2018 年以前，中国澳门是最常见的操纵国之一。

新加坡、瑞士、中国台湾和泰国近年来以及 2003-2013 年间一直是货币操纵者。新加坡和瑞士在 2020 年的货币操纵总额中占了一半以上。

新冠疫情带来的影响

新冠疫情是 2020 年货币操纵风潮卷土重来的重要因素。私人投资者逃离了风险更高的中低收入国家，转向被认为更安全的发达经济体。这些资本流动推高了发达经济体相对于发展中经济体的货币汇率，并对发达经济体的贸易平衡造成了压力。（资本流入超过资本流出只能出现在进口超过出口的情况下。）

一些发达经济体试图通过出售本国货币和购买其他发达经济体的货币来避免这种贸易调整。货币操纵迫使那些货币被购买的国家进行更多的必要贸易调整，尤其是美国，其经常账户余额下降了 1660 亿美元。日本经常项目减少 220 亿美元，英国减少 190 亿美元，欧元区减少 130 亿美元。与此同时，2020 年操纵本国货币的 8 个国家和地区的经常账户余额合计增加了 190 亿美元。如果没有货币操纵，这些国家的经常账户余额肯定会不断下降。

表 1 2018-2020 年货币操纵国

	2018-2020	2020 年官方净资产	官方净流量	2018-2020 年平均官	2018-2020 平均经常
		产			

	货币操纵 国	单位 10 亿美元	GDP 占 比	单位十亿美元			GDP 占 比 2020	方净流量 (GDP 占 比)	账户余额 (GDP 占 比)
				2018	2019	2020			
				金融中心					
新加坡*	3	1400	412	92	110	139	41	32	16
瑞士*	2	1020	136	14	16	124	17	7	6
中国 香港*	1	492	141	2	6	34	10	4	5
中国 澳门**	1	90	164	6	0	n.a.	n.a.	n.a.	11
制造业出口国									
韩国*	1	753	46	24	19	45	3	2	4
中国 台湾*	3	671	100	14	16	49	7	4	12
泰国*	2	238	48	0	17	14	3	2	5
以色列*	1	173	43	6	6	38	9	4	4
资源出口国									
挪威	1	1341	370	39	24	0	0	5	4
危地 马拉*	1	9	11	1	1	2	2	2	3
冰岛	1	6	29	0	1	0	-1	0	4

n.a.表示数据缺失

* 2020 年达到 Bergsten-Gagnon 关于货币操纵的标准

**澳门的数据 2020 年不完整，官方净资产为 19 年数据

数据来源：国际货币基金组织、世界银行、主权财富基金研究所、瑞士国家银行、危地马拉银行的（也可通过 Macrobond 获取）、香港政府统计处、泰国银行、挪威统计局、新加坡统计局、中华人民共和国中央银行，以及作者的计算。通过 Macrobond 获取的资金来源：挪威银行 (Norges Bank) 台湾省预算、会计和统计总局；泰国国家经济和社会发展委员会办公室。台湾非储备外国官方资产的数据来源于中华民国中央银行的年度报告和详细资产负债表。石油生产成本数据来源于 2016 年 4 月 15 日《华尔街日报》的“桶分解”，并根据美国消费者价格按比例进行推断。注：本表列出了 2018-2020 年至少一年超过所有货币操纵标准的国家，2018 年和 2019 年数据与 2020 年 7 月 9 日数据的差异反映了修订后的数据。根据碳氢化合物出口和名义 GDP 的变化比例，能源净出口相对于 GDP 的比例在 2020 年发生了变化。一些国家和年份的非储备官方资产和流量采用了 Gagnon 和 Sarsenbayev 所描述的永续盘存法。

本文原题为“Currency Manipulation Rebounded in 2020 as Pandemic Concerns Rose”。本文作者 Joseph E. Gagnon 曾担任美联储高级研究员和美联储货币事务部客座副主任，还曾在美国财政部任职、在加州大学伯克利分校哈斯商学院任教。作者 Madi Sarsenbayev 2018 年 9 月加入 PIIE 彼得森国际经济研究所担任研究分析师。本文于 2021 年 4 月 16 日首刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

汇率和通胀率的长期下降是否能在新冠疫情后恢复？

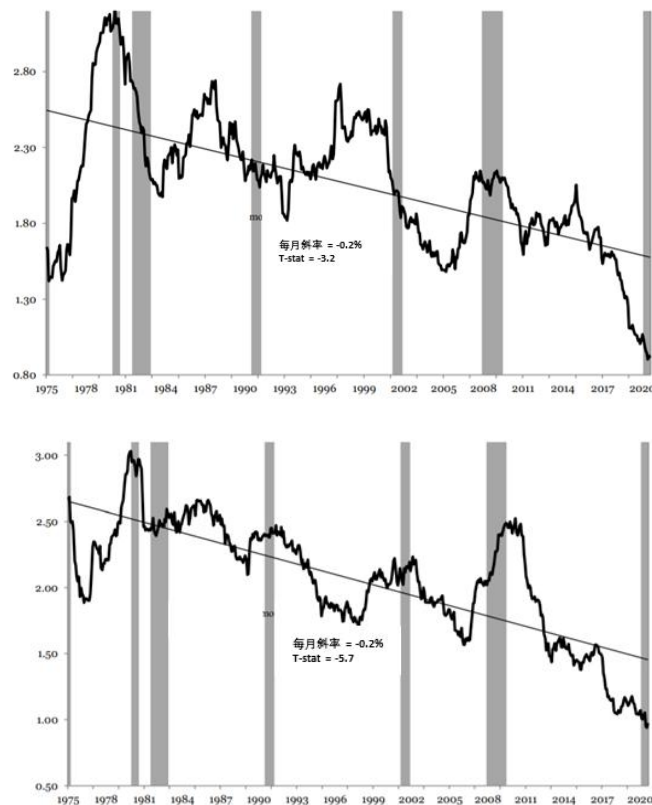
Ethan Ilzetzki, Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff/文 申劭婧/编译

导读：21 世纪，尤其是 2014 年以来，全球汇率波动一直呈下降趋势，特别是 G3 核心货币（美元，欧元和日元）之间，某种程度上 G4（加上中国）也是。这种趋势一直持续到新冠疫情带来的衰退期间：这很不寻常，因为美国在衰退时汇率波动通常会增加。与衡量股票价格波动的指标相比，汇率波动可与布雷顿森林体系 I 鼎盛时期的低点相媲美。本文认为，造成这一现象的核心因素是货币政策趋同，这体现在通货膨胀率以及利率，尤其是长期利率差别的大幅降低上。人们预期零界线将在未来几年对发达经济体产生显著约束，这将使得这种前所未有的稳定（部分扩展到新兴市场）得到有力加强。我们考虑了各种假设，认为货币波动的停滞是主要解释因素。本文的最后部分警告说，系统性经济危机通常会产生重大转折，因此不能排除扩展的布雷顿森林体系 II 崩溃的可能。编译如下：

尽管发生了前所未有的全球衰退，但新冠疫情带来最令人惊讶的特征之一是汇率的惊人稳定。没错，尽管日元兑美元汇率几乎没有变动，但欧元兑美元的汇率却升了 7%（在撰写本文时）。但是回看历史，2008 年金融危机期间，美元兑欧元汇率在 158 至 107 之间波动，日元兑美元则在 90 至 123 之间波动。本文表明，在新冠疫情期间，G3 全球汇率稳定性不断提高（到目前为止）是一个尚未得到研究的长期趋势的加速展现¹。将中国纳入涵盖全球一半 GDP 的 G4 系统只会强化这一趋势。图 1 说明了这一点，它显示了自 70 年代中期以来美元兑日元（上图）和美元兑欧元（或美元 - 德国马克，下图）汇率的下降。

¹ Ilzetzki, Reinhart 和 Rogoff (2019) 注意到了全球汇率系统中稳定性的增减，但是他们并未讨论细节。

图 1 G3 汇率波动的下降



数据来源：国际金融统计局，NBER 和作者。

注：该图显示了当月汇率变动绝对值的四年移动平均值。上图：日元兑美元。下图：欧元兑美元。欧元在 1999 年之前用德国马克替代。阴影部分显示了美国 NBER 衰退的日期。

目前，世界处于一种“扩展的布雷顿森林体系 II”的汇率制度中，不仅发展中的亚洲货币兑美元汇率稳定，而且包括欧洲和日本在内的大多数经合组织国家货币兑美元都保持这种稳定。确实，我们将表明，从某些方面来说扩展的布雷顿森林体系 II 的持续时间已经和布雷顿森林体系 I 的开放资本市场时期一样长，并且在全球 GDP 方面具有更大的包容性。最近核心全球汇率体系的稳定性尚无法与战后布雷顿森林体系 I 的最佳时期相提并论，但与股票价格的波动相比要好得多（请参见下面的图 2）。

到底发生了什么，波动性丧失将对全球汇率体系的未来产生什么影响，这是是否不仅针对未来的经济中心，也针对新兴市场 and 外围国家？我们认为，一个中心驱动力是国际短期和长期利率差异的崩溃，以及认为利率有效下限将持续很长时间的假设。传统货币政策的相对波动显然在较长时期内不会发生。利率差异的崩溃不仅反映了疫情的全球性，而且反映了长期以来全球通胀差异的惊人下降。

当然，我们也会考虑其他可能的解释，包括实际风险或金融风险下降，疫情后大规模财政干预以及美元主导地位的上升（包括美联储外汇掉期额度的提高）。

真实冲击很可能有更大的同步性。疫情已席卷全球，随着疫情中心在不同时期不断变化，因为政策选择和脆弱性，其对一些国家的影响比其他国家大得多。

对于国际经济学家而言，疫情冲击及其对汇率影响的“自然实验”产生了有趣，甚至令人惊讶的结果。Dornbusch (1976) 指出，货币政策的不确定性原则上可以成为汇率波动的主要驱动力。但是，Meese 和 Rogoff (1983) 数十年的研究发现，从经验上支持这个猜想是困难的。取而代之的是在过去十年的文献中，特别是在 Gabaix 和 Maggiori (2015) 的杰出工作之后，人们普遍认为风险因素和财务摩擦可能起主导作用。Itskhoki 和 Mukhin (2019a, 2019b) 认为，没有其他合理的方法可以解决国际宏观经济学中的主要难题。尽管如此，我们在这里认为，新冠疫情冲击的自然实验有效关闭了常规利率政策，同时加剧了其他方面的不确定性，这表明货币因素可能比以前认为的更重要，不仅在央行政策颁布之后的几个小时之内，而是在更长的时间段内。

尽管新兴市场汇率波动加剧，而且面临众多挑战以及信贷机构不断降级的风险，但仍远低于 2008-09 年的水平。国际货币基金组织 (IMF) 已经积极采取行动以扩大信贷额度，但其基金有限，争取更多援助的呼声在很大程度上陷入了为自身问题烦恼的发达国家的迷失之中。没有人相信新兴市场国家能获得像欧元区给予南欧那样的救助资源。经过二十年的稳步改善，宏观经济危机及通货膨胀率和汇率波动再次上升的风险似乎比 1980 年代以来的任何时候都更大。

在第三部分，我们探讨了新冠疫情与 2008 年金融危机之间的一些明显差异。如今，大规模的流动性无疑是一个引人注目的特征：2008 年，大规模的中央银行量化宽松政策并未对更广泛的货币政策产生杠杆作用。银行在不扩大贷款的情况下基本上保留了储备金。而这次不同：在短短几个月内，美国的 M2 飙升了 25%。全球货币总量迅速增长；公司呼吁信贷额度和借款作为抵御信贷紧缩的保证；在美国，抵押贷款再融资也起着重要作用。总之，当前流动性过剩。

最后，我们考虑美元在系统中心的作用，大多数知情的观察者仍然认为美元可能会在相当长时间内保持当前状态。但是，正如 Farhi 和 Maggiori (2017) 所强调，霸主很自然的有扩大债务到很高水平的倾向（因为它没有完全将世界其他地方的风险内部化），这可能导致“安全”资产不再安全，并且因为信心的下降更加脆弱。我们注意到，美国目前在世界市场上的未偿债务与欧洲和日本一样多，而且即使在全球 GDP 中所占份额继续其长期下降趋势，它也在计划发行更多债券。同样，从美国的角度来看，边际风险/收益的权衡可能完全合理，但从全球角度来看则不一定。

一、G4 汇率波动的长期下降

2020 年，我们对国际货币体系的考察始于其核心，即按经济活动划分的最大经济区货币：美元，人民币，欧元和日元，并将其标记为 G4。这些经济体合起来占世界 GDP 总量的约一半（按购买力计算）。它们的中心是美元，迄今为止交易最多的货币，央行储备的首选货币以及贸易和金融合同中的最高开票货币（Rey 2013; Gopinath 2015; Ilzetzki, Reinhart & Rogoff, 2017; 2019; 2020; Maggiori, Nieman & Schreger, 2020）。在本节中，我们的主要发现是：核心汇率波动长期下降。在 2014 年末和 2015 年初长期利率基本达到零时，这种情况加剧，并持续至新冠疫情时期²。考虑到近期的下降，请注意，即使在许多实际变量波动性显著降低的“大缓和”时期（2008 年之前），汇率波动也保持相对稳定（Rogoff, 2006）。

上面的图 1 记录了 G3 货币（美元，欧元和日元）波动的下降。该图的顶图显示了从 1975 年（布雷顿森林体系固定汇率制结束后不久）到 2020 年 8 月日元兑美元双边汇率（按月变动）的波动率（绝对值的四年移动平均值）。底图显示了欧元兑美元的双边汇率，其中欧元在 1999 年之前由德国马克表示。这两个数字都显示出类似的动态。尽管汇率起伏不定，但在两个双边汇率中都清楚显示出（具有统计意义的）下降趋势。欧元兑日元交叉汇率（未显示）的波动也有所下降。

最近的趋势也许更加惊人。G3 汇率的波动已急剧下降，并自 2014 年以来一直远低于过往平均。这包括 2020 年 3 月至 2020 年 6 月，即因为新冠疫情大流行全球充满不确定性的时期。疫情导致的萧条期间的低汇率波动率是一个明显的异常值，因为历史上汇率波动率总会放大经济周期趋势，并在美国衰退中趋于加剧。这在图中很明显，其中美国国家经济研究局提出的衰退日期被加了阴影³。

图 2 显示，汇率稳定不仅仅是更广泛的资产价格波动小的体现。它显示了欧元兑美元（较早德国马克兑美元）汇率的月度绝对值与其他资产相同度量标准之间的差异⁴。图 A 给出了汇率与石油价格波动之间的差异。B 比较了汇率和商品价格指数波动率。C 将标准普尔 500 指数作为股票市场指数，将汇率波动率与（美国）股票市场波动率进行比较。所有三个子图均显示，与其他资产相比，汇率波动的下降趋势更为明显。

² 日本债券收益在 2014 年 10 月低于 50 的基准点。德国和法国 10 年期债券收益在 2015 年 3 月触到 50 基准点。自此它们都保持下降趋势，直到 2016 年（日本）和 2019 年（欧元中心区）。

³ 波动性问题与汇率水平是两件事。关于在整个 2020 年“逃离安全”事件期间美元是否出现非典型下跌有些讨论，无论美元相对于其他主要货币价值多少，其波动性相对于之前小得多的衰退时期几乎都为零。

⁴ 我们使用差异而非比率作为相对指标，因为存在值为 0 或接近 0 的观察值。

图 2 的图 D 将近期汇率波动下降放入较长历史背景下进行考虑。图中显示的前实施布雷顿森林体系固定汇率制度前二十年，即 1950 年代和 1960 年代。毫不奇怪，这些年无论从绝对还是相对角度，汇率波动率都较低。但是该图同时指出，在过去几年中即使与布雷顿森林体系相比，汇率相对于其他资产的波动性也较低。相对于股票市场，2020 年 3 月是有记录以来汇率波动最低的月份。

图 2 相对于资产价格，欧元/美元汇率波动性降低

图 A 欧元/美元 vs 原油价格波动性

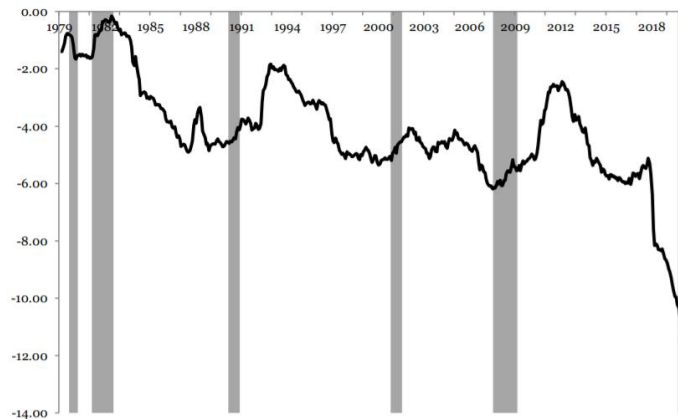


图 B 欧元/美元 vs 商品价格波动性



图 C 欧元/美元 vs 股票市场波动性， 1975-2020

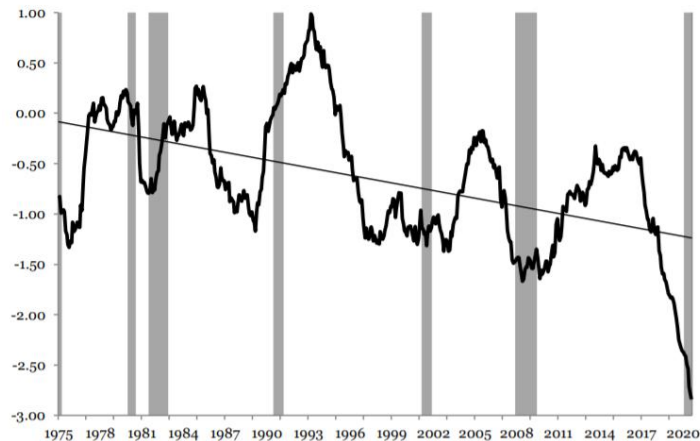
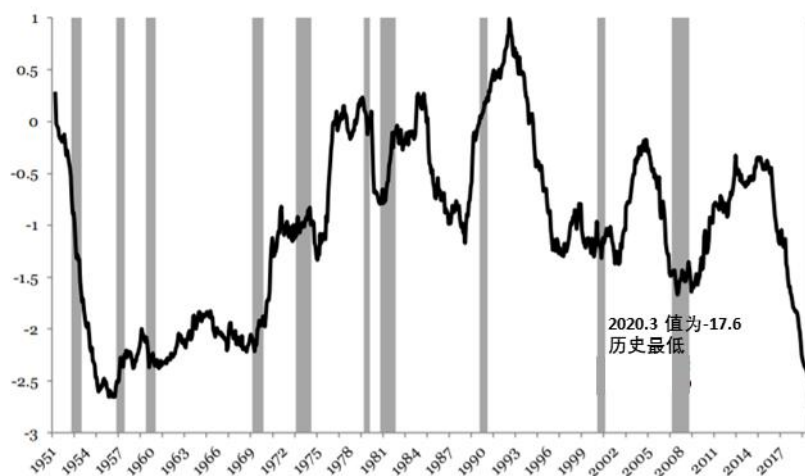


图 D 欧元/美元 vs 股票市场波动性， 1950-2020



数据来源：圣路易斯联邦储备银行，国际金融统计，IMF 主要商品数据库，Shiller (2005) 和作者。

注：该图显示了欧元兑美元汇率的月度变化（1999 年前使用德国马克）与资产价格月度变化的绝对值差的四年移动平均值。四个子图中的资产是：（A）石油：西德克萨斯中质原油（WTI）现货价格，每桶美元；（B）所有商品价格指数；（C）标准普尔 500，1975-2020；（D）标准普尔 500，1950-2020。

尽管与 G3 货币相比，人民币在国际商业和金融中作用仍然不那么重要，但按某些衡量标准，中国已经是世界上最大的经济体，人民币正在逐步扩大其国际地位⁵。因此，在将扩展的布雷顿森林体系 II 下的全球系统与早期比较时，有必要将人民币纳入一篮子主要“G4 货币”中考虑。

附录中的图 A1 显示了人民币相对于美元和欧元的波动性。在过去二十年中，中国已将其汇率固定，首先是兑美元汇率，从 2015 年开始变为一揽子汇率。因

⁵ 作为一种货币，人民币正逐渐成为一种国际货币，有人预测人民币在几十年内可能与美元具有同等地位 (Eichengreen, 2011)。

此，人民币兑美元汇率稳定并不是什么新闻。但是，该图显示了两个不太明显的事实。首先，随着中国人民银行将人民币与一揽子货币挂钩，美元汇率的较大波动已被相对于欧元的波动幅度大致取代。自 2015 年以来，人民币相对美元的波动性略有增加，但其相对欧元和日元的灵活性却有所下降。其次，由于图 1 所示的欧元兑美元汇率波动性下降，即使在 2015 年之前，人民币汇率波动性仍呈下降趋势。

附录中的图 A2 比较了 G4 货币在布雷顿森林体系 II 下的 20 年与当时的前四种主要货币（美元，德国马克，英镑和法国法郎）在最初的布雷顿森林体系下（1950 年至 1970 年）的波动率。该图显示，在过去二十年中，布雷顿森林体系的汇率波动性远低于核心汇率（几乎为零）。但是该图也说明了当前国际货币政策的相对持久性。随着 50 年代西欧的通胀率达到两位数，且交换这些货币的平行市场十分活跃，核心国家间的影子汇率仍然动荡不安。的确，随着英国在 50 年代使英镑贬值并成为国际货币基金组织（IMF）的最大借款国，布雷顿森林体系用了整整十年时间才实现了最初承诺的汇率稳定。这种成功也是短暂的。该图显示，仅十年之后该系统就开始破裂。这么看，布雷顿森林体系 II 已经非常长寿了。

此外，现代 G4 占世界 GDP 的 50%（按购买力计算，按市场汇率计算甚至更多），而 1960 年之前的 G4 为 40%。再想想苏联——当时的第二大经济体，却不是布雷顿森林体系的一部分，我们可以认为当前比布雷顿森林体系 I 具有更大的全球影响力。最后，请注意集团内部汇率稳定性的提高，这是因为现代我们迎来了欧元，欧洲 19 种本国货币也已经消失。

对于 G4 以外的其他高收入经济体，趋势在某些方面看起来有所不同，但在其他方面则相似。附录中的图 A3 显示了按交易量计算的接下来 3 种主要货币的汇率波动。与 G4 货币相反，澳元和加元已逐渐朝着更大的汇率灵活性迈进。但是与 G4 相似，过去 5 年中，它们的汇率波动急剧下降，波动幅度远低于历史趋势，包括在新冠疫情危机期间⁶。这就指向了一个在过去十年格外彰显的导致汇率波动普遍较低的公共因素。

表 1 显示，视觉上明显的变化在统计上也是显著的。它报告了所有 G3 货币对每周绝对值的变化对几种趋势和断点的回归结果。用多数数据点计算，我们发现 1999 年至 2020 年汇率波动长期呈现较小下降趋势。以所有数据点计算，我们发现该下降趋势自 2014 年以来加速了五倍多。2014 年的断点几乎恰好与欧洲中央银行（ECB）首次设定负利率，许多欧洲长期债券开始以负收益率交易相对应⁷。正如我们所讨论的，这开始了各国长期利率波动和差异都前所未有保持低位

⁶ 英镑是例外，英国脱欧后的不确定性带来的汇率波动和英镑的大幅贬值导致汇率波动幅度小幅增长。

⁷ 断点位于 2014 年 8 月，Bai 和 Perron (1998) 检验美元汇率相对于 GDP 加权的欧元兑日元汇率的绝对值

的时期，这个我们会在接下来的部分进行讨论。该表还显示，控制其他资产价格的波动性后，2014年以来的趋势更加明显，这证实了图2给人的直观印象。考虑到新冠疫情期间影响汇率波动的其他因素，通常统计结果显示汇率波动还会加速下降，但是在大多数回归中结果尚不显著，这是由于时间框架较短，因此可以预期。

表1 G3/G4 货币波动性的趋势和断点

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
趋势	-.03***	-.02***	-.01	-.02***			
2014年8月后趋势		-.12***	-.17***	-.14***	-.15***	-.15***	-.10***
Abs($\Delta\%$ S&P500)			.07***	.05***	.05***	.05***	.04***
Abs($\Delta\%$ 商品价格)			.02***	.01***	.01***	.01***	.01***
全球金融危机				.74***	.74***	.74***	.56***
货币对固定效应	否	否	否	否	是	是	是
货币对特定趋势	否	否	否	否	否	是	是
包括中国	否	否	否	否	否	否	是

注：下表显示了面板 OLS 回归的结果，其中因变量是 G3 汇率对中每周变化的绝对值。趋势是线性时间趋势。2014 年 8 月之后的趋势是线性时间趋势与一个等于 2014 年 8 月——Bai 和 Perron (1998) 稳定性测试中确定为趋势断点的日期——之后几周的哑变量间的交互。我们将这两个变量的系数乘以 100 以便阅读，并反映基点汇率变动绝对值的每月变化。回归表明，从 2014 年开始，波动率下降的速度加快了五倍以上，汇率波动率以每年近 10 个基点的速度从平均 75 个基点下降。Abs($\Delta\%$ S&P500) 和 Abs($\Delta\%$ 商品价格) 是 S&P 500 股票市场指数和西德克萨斯中质原油 (WTI) 价格每周增长百分比的绝对值。列 1-6 是 G3 货币对的回归。第 7 列是与人民币的交叉汇率。第 5-7 列包括货币对固定效应。第 6-7 列还包括每个货币对的单独时间趋势。

二、汇率稳定与货币发展

造成 G4 汇率差异的下降及其在新冠疫情大规模冲击下竟然反应很小的原因是什么？上一部分分析中，只有一个国家（中国）具有针对其汇率的明确政策。尽管其他国家实际上可能没有那么灵活的汇率制度 (Ilzetzki, Reinhart & Rogoff, 2019)，但也没有迹象表明各个央行有意识地采取了加强汇率管理的行动，当然也没有任何相关声明。相反，我们推测低通胀环境下达到顶峰的的通胀，增长和

变化趋势中确定了统计上显著的断点。此日期紧接欧洲央行于 2014 年 6 月采用负利率之后。另一个断点是在 2008 年 8 月，这与全球金融危机相对应。此断点反映了趋势波动性的增加，并且很可能反映了该时期波动性的暂时增加，图 1 从视觉上也增强了这一印象。因此，我们控制了危机本身，而不是危机中趋势波动性的变化。控制 2008 年 8 月趋势汇率波动的断点后结果相同。新冠疫情未被确定为正式断点，因为在样本末尾观察极少的情况下，不太可能捕获断点。

利率趋势，以及过去十年 0 界限的货币政策导致了汇率波动率较低⁸。在本节中，我们提供了货币向零界限的收敛尤其重要有力的证据。然后我们转向（在我们看来）不太可能的其他有关波动率下降的解释。

II.A 通货膨胀和利率动态

过去十年中，全球通货膨胀率已显著降低。几个主要经济体都对通货紧缩情有独钟。以通货膨胀为目标的中央银行面临着不寻常的挑战，即试图达到目标下限。由于世界各地几乎都处于个位数的通货膨胀，各国之间的通胀差异也有所下降。按照购买力平价的要求，长远来看汇率应根据跨国价格差异进行调整。因此，较低的通胀差异可能会导致较小的同期和预期趋势汇率调整。

图 3 的 A 图显示了二战后至今 22 个发达经济体年通胀率的标准差(条形图)和平均通胀率(线图)。与汇率确定更相关的是，跨国通胀差异也有所下降。在过去二十年中，战后各个国家的通胀差异为有记录以来的最低水平。图表一直延续到 2030 年，该时间段内使用国际货币基金组织 2020 年 4 月的《世界经济展望》，将实际通胀率变化替换为各国的通胀预测值。差异预计将继续缩小。

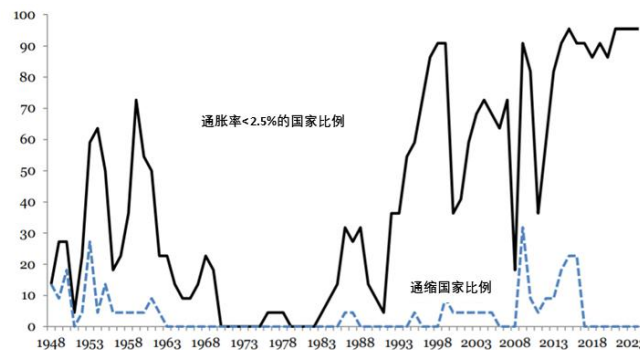
图 3 通胀波动性下降

图 A 年度通胀的平均数和标准差，22 个发达经济体



⁸ Stavrakeva 和 Tang (2020) 在一篇重要论文中使用宏观新闻的调查和数据来分解驱动汇率的因素。结果支持了这样一种观点，即对于大多数汇率对而言，货币政策因素对汇率波动的影响已经随时间而减弱。

图 B 低 (<2.5%) 或负利率国家的比例



数据来源：IMF 世界经济展望和作者。

图 3 的 B 图显示，年通货膨胀率低于 2.5%（实线）的高收入国家所占比例目前已接近 100%，这是布雷顿森林体系多年来从未实现的壮举。虚线显示了通货紧缩国家的比例。全球金融危机之后，许多国家经历的通缩已经平息，因此，如今几乎所有高收入经济体的通胀率都在 0% 至 2.5% 的狭窄区间内。当然，购买力平价在数据中只有比较弱的作用，往往需要很多年才能显现出来（Rogoff, 1996, Gopinath 等, 2020）。因此，通胀差异只能解释汇率波动下降的部分原因。更重要的是短期和长期利率的趋同，尽管二者可能相关。

图 4 中的图 A 显示了 2020 年发行交易量前十货币的中央银行的货币政策利率标准差（实线），时间轴从 2000 年开始。全球利率水平的长期下降已得到充分证明，但正如该图所强调的那样，这也与各国政策利率波动较小有关。图中的虚线显示了利率为零或为负（定义为 25 个基点或更低，因为某些中央银行不愿将利率精确设定为零）的国家所占的百分比⁹。

在开始阶段，只有日本的利率为零。到 2020 年，讨论范围内除中国以外的所有中央银行利率均为零或更低。由于政策利率被固定为零，并且影子政策利率（例如使用泰勒法则估计）在未来几年内仍将远低于零，因此短期利率差异很小。（我们认识到，我们正在从风险溢价中抽象出来，而它可能会贯通利率差异和预期汇率变动，但是与普遍的利率崩溃相比，这方面影响很小。）

该图的 B 图将近期趋势置于 1959 年开始的较长历史阶段中，集中观察四个主要中央银行（美联储，德国联邦银行/欧洲央行，日本银行和英格兰银行）。该图显示，随着平均货币政策利率下降（虚线），它们之间的差异也下降了。仍然存在的很小的差异主要是因为一些中央银行选择了负利率，而另一些中央银行

⁹ 有趣的是，Lilley 和 Rinaldi (2020) 发现，金融危机后，风险较高的发达经济体货币（在欧元危机期间可能包括欧元）的汇率与全球市场风险的度量（例如 VIX）之间的相关性越来越高，可能是因为零界限约束期间，这意味着中央银行允许政策利率波动以抵消全球风险变化的空间变小，因此汇率吸收了更多调整。

到目前为止则将零视为名义政策利率的下限。有趣的是，在 21 世纪的第二个十年中，各国的政策利率变化比布雷顿森林体系 I 时期稳定得多，布雷顿森林体系 I 的货币政策协调本来应该是固定汇率制度的结果，至少在对国际货币的管制放松时期成立。随着中央银行将政策利率设定为零，并期望在未来几年内继续执行这些政策（仅出于对经济状况的考虑，而不论前瞻性指导的可信度如何），事实上的货币协调程度从未如此高过。

图 4 政策利率波动率降低

图 A 货币政策利率标准差和下限为 0 的比例

10 种主要货币，2000-2020 年

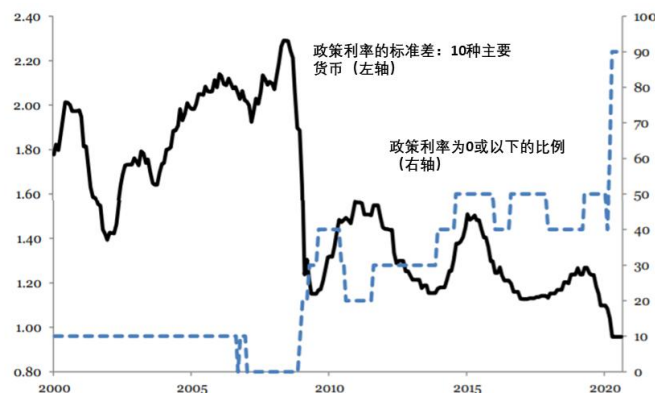
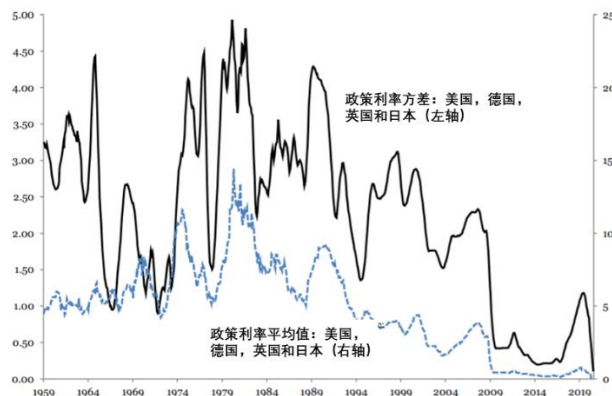


图 B 货币政策利率标准差和平均值

美国，德国，英国和日本，1959-2020



数据来源：IMF，国际金融统计，国家央行和作者。

的确，图 5 中所示的长期利率差异的崩溃是这一切的关键所在。汇率的标准货币模型表明，利率差异的整个期限结构都很重要¹⁰¹¹。图 5 说明了战后 22 个高收入经济体 10 年期债券的年利率在整个战后时期如何演变（上图：名义，下图：

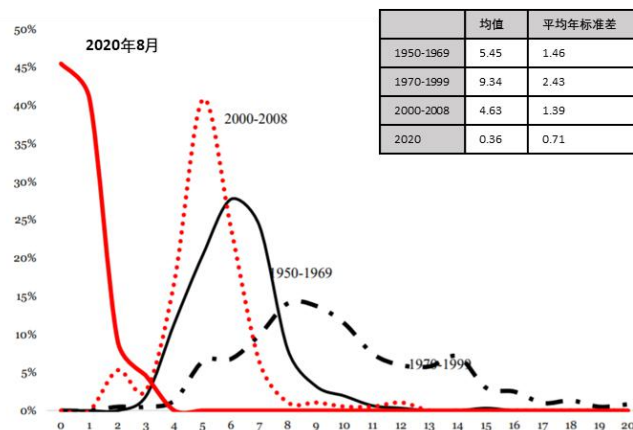
¹⁰ 另外，将利率差异与汇率动态联系起来的无附加担保的利率平价（UIP）在经验上更适合长期利率。

¹¹ 利率方差的下降部分因为暗示了利率水平的下降。然而根据 UIP 理论，汇率波动由利率差异波动性决定，即使后者下降是出于人为机制的原因

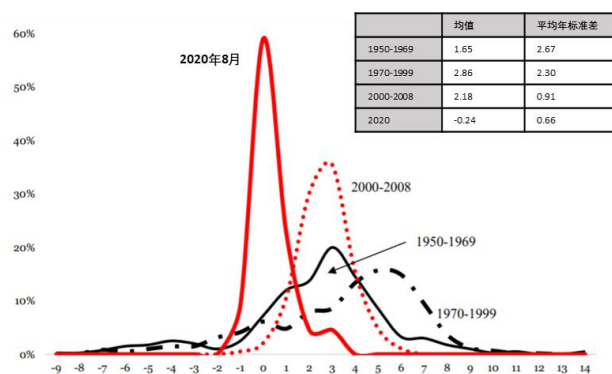
实际)。布雷顿森林体系下的稳定岁月(1954-1969年)以黑色实线显示,十年期国债收益率平均为6%,跨国年平均偏差为2.2%¹²。布雷顿森林体系的灭亡和1970年代的高通货膨胀带来了一段时期(1970-1999年)的高收益率(平均9%)和利率波动的显著增加(年均方差6.6%) (黑色虚线所示)。各国间的长期利率差异在21世纪有所下降,恢复到布雷顿森林体系时期的差异(平均为5%,方差为2.1%,用红色虚线表示)。剔除掉2011年(欧元区危机期间,息差增加),21世纪的差异甚至更低,方差为1.85%。最后,红色实线表示2020年8月上旬长期利率的分布¹³。在近10年的时间里,将近一半的高收入经济体以负名义利率借款。各国之间的差异也处于历史低位(0.5%)。该图的底图显示了长期实际利率的相似下降趋势。

图5 21个高收入经济体10年期债券收益

图A 名义收益



图B (事前的) 实际收益



数据来源: IMF, 国际金融统计, 国际经济展望和作者。事前收益计算基于前一年的通胀。

¹² 我们从样本中排除了希腊, 因为希腊的高债券收益率过度影响了1950年代和2000年代的均值和方差

¹³ 图5中的每一行显示了不同长度的时间窗口上的利率分布。较长时期内的分布更宽, 因为除了国家内部差异之外, 每个分布均还反映了时间上的差异。图中的表格显示了每个时期的平均年方差, 可比性更高, 因为它仅包括各个国家之间的方差。

尽管可以使用非货币解释（我们也会考虑），但汇率波动的急剧减少肯定与 Dornbusch (1976) 的汇率过冲模型相一致，该模型将货币政策的波动放在了首要和中心位置。

II.B 汇率波动性的替代解释

如果不是货币政策趋向一致，还有什么因素可以解释汇率波动的下降呢？

美元升值为锚货币

一个有关汇率稳定性提高的合理理论据是，美元巩固了其作为主导货币的作用，为外国央行稳定美元汇率提供了更大的动力，从而导致整个系统波动性下降。Rey (2013) 和 Gopinath (2014) 强调了美元的主导作用。我们回顾了 Ilzetzi, Reinhart 和 Rogoff (2019) 提供的证据，并讨论了为什么 Ilzetzi, Reinhart 和 Rogoff (2020) 的论文中欧元远远达不到美元挑战者的标准。

美元支配地位是一个合理的解释，但是从大多数指标看，它在过去十年中一直相对稳定，无法轻易解释新冠疫情之后的波动性急剧下降。如果非要说，未来十年内疫情增强了欧元替代美元的实力，因为欧洲大力推出欧元债券来缓解受灾最重的欧洲国家的影响。我们认为美联储 2020 年再次采取自 2008 年开始的积极措施，通过向发达经济体中央银行和某些新兴市场提供美元换汇额度来稳定国际市场是正确的。如果不采取行动，几乎可以肯定的是，海外美元金融市场将面临危机，并且对汇率波动的潜在影响可能是巨大的。在全球金融体系的未来发展中，历史学家可能会认为这两次危机标志着美联储朝着承担更多国际角色的方向发展。

美联储增加换汇额度是一个有趣的替代假设，但总的来说，我们怀疑它能否真的解释汇率波动性的崩溃，这远远超出了美联储只是抵消流动性紧缩行动所产生的预期。实际上，近 90% 美联储未偿还换汇交易确实属于欧洲央行和日本银行，它们当然有可能缓解汇率波动。但是，新冠疫情中央行的互换额度从未达到全球金融危机中的额度。此外，到目前为止欧洲央行已几乎完全动用了换汇余额，而日本银行已经解绑了其四分之三资产。

财务风险普遍下降

正如我们已经指出的那样，过去十年的学术文献越来越重视转移风险溢价和金融摩擦，认为这是短期汇率波动的主要驱动力。Itskhoki 和 Mukhin (2019) 认为，只有转移风险溢价才能同时解释 Meese-Rogoff 断联迷思，PPP 迷思，贸易期限迷思，Backus-Smith 迷思和 UIP 迷思。下限为零引起的瘫痪实际上降低了财务风险，这似乎是合理的。Miranda-Agrippino 和 Rey (2020) 认为，对美国货币

政策的冲击是全球风险周期的主要驱动力。要从 Dornbusch 模型中将风险假设分离出来，还需要做更多的工作。

尽管如此，人们认为 21 世纪汇率长期保持稳定是因为世界变得更加安全，但这与实际观察并不相符。90 年代短暂的美式和平在 2001 年那次对美国领土的重大恐怖袭击后破灭，接着美国在短短十年内爆发了两次重大国际冲突。过去十二年来我们经历了自大萧条以来最大的全球金融危机，以及至少一个世纪以来最严重的疫情。两次危机加在一起产生了巨大的政治动荡，也给政府的职责和政府债务的使用带来了不确定性。自有收集现代国民账户数据以来，今年第二季度，美国经济出现了最大的季度 GDP 下滑。财务不确定性指标（例如 VIX）即使自 3 月份大幅上升以来有所下降，仍处于较高水平。同时，汇率波动有所下降。

图 6 的顶图扩展了图 2 的分析，显示了汇率波动相对于其他资产波动的下降。它展示了一个世纪以来的 VIX 指数。实际的 VIX 指数衡量的是“隐含波动率”，即从 30 天未来期权中推测的私营部门对风险的感知。我们使用已被观察到的波动率进行了历史扩展，但是两个系列在重叠月份中具有高度相关性（89%）。

该图显示，从历史比较来看，21 世纪是金融市场动荡时期。图中的水平虚线表示在 135 年时间序列中位于前 1% 的观测值。除大萧条之外，只有其他三个事件显示出如此大幅度的波动：1987 年的黑色星期一，2008 年的全球金融危机和 2020 年 3 月的新冠疫情震荡。因此，过去 20 年汇率波动的下降正好发生在一个世纪以来股市波动最大的两次事件背景下。

图 6 隐含波动率：VIX 和 CVIX

图 A VIX 指数 1885-2020

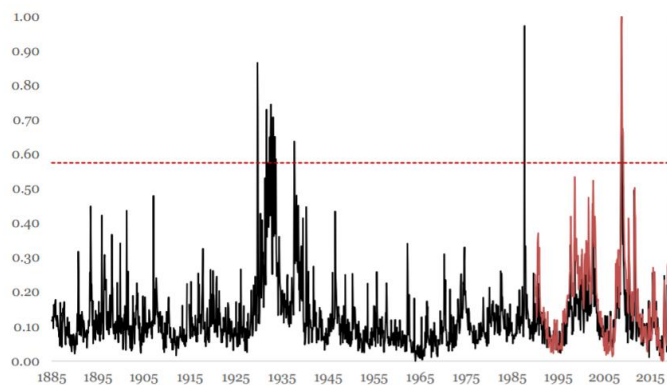


图 B VIX (顶线) 和 CVIX (底线) 指数 2001-2020

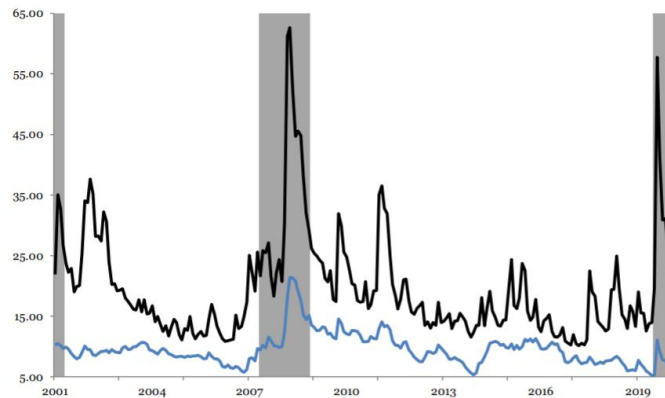


图 6 的 B 图着眼于最近，并展示了 VIX 指数（顶线）以及由德意志银行构建的 VIX 的货币等价——CVIX（底线）。CVIX 对交易量前 9 的货币交叉对的隐含波动率进行了平均，结果呈略微下降的趋势，并于 2020 年 1 月达到历史最低。与我们的核心货币比较相比，CIVX 的下降趋势不算剧烈，因为它不仅包括 G3 货币：美元，欧元和日元（不包括人民币），还包括英镑，瑞士法郎以及澳大利亚和加拿大元。

在新冠疫情期间，CVIX 的动态与 VIX 截然不同。尽管 VIX 指数在 2020 年接近历史高位，但 CVIX 在除了 3 月以外的所有月份都低于历史平均水平。在三月份，它达到 11，这个数字仅比该指数的历史均值高了标准差的一半，并且 2016 年 2 月的数据就已经超过了该值。另一方面，VIX 自三月份以来就急剧下降，但仍远高于其历史中位数。

图 2 和图 6 中的汇总证据表明，相对于其他资产，货币波动有所下降，这表明良性风险环境不太可能解释这一现象。

实体经济与财政政策

我们已经指出全球汇率波动趋势的下降——特别是在核心货币对上——已经从八十年来最严重的全球金融危机和一个世纪以来最严重的疫情中幸存下来。尽管可以说 2008 年的全球金融危机对此有很大的调节作用，且在新冠疫情爆发后将会有第二波调节，任何考虑到这两次危机的数据都将呈现出产出，失业和全球经济的极大波动。由于实体经济变得更加稳定而导致汇率波动下降的论点似乎令人怀疑。

同样，在新冠疫情爆发前及期间，汇率波动的消失与最近的财政激进主义也并不一致。例如，尽管疫情期间各国间总体的旅行方向相似，但各国财政公告的发布时间和涉及方面差异很大，汇率效应显然很小。

话虽如此，这场危机的全球性本身已导致世界各国中央银行采取了非常协调一致的应对措施。因此，冲击的性质可能间接解释了随之而来的汇率波动减弱。

此外，各国央行对实际冲击和通胀的预期反应间的一致性要大得多，这可能导致市场对未来货币政策的预期更加明确。

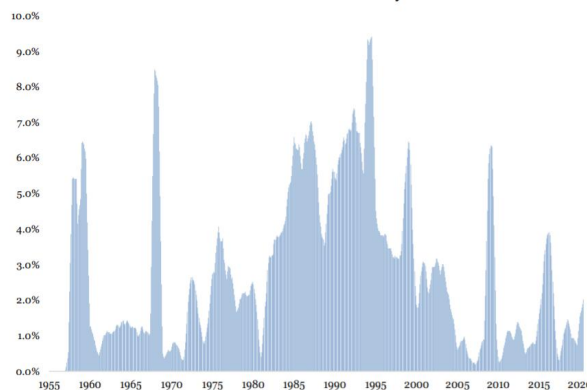
新兴市场

到目前为止我们主要关注发达经济体，接下来将转向新兴市场。21 世纪更高的汇率和通胀稳定同样出现在新兴市场。除了最近出现的一些例外（阿根廷，乌克兰，委内瑞拉），新兴市场的通货膨胀率都处于低位和稳定水平，并且目前已保持了战后不出现恶性通货膨胀事件最长的时间（2003-2013 年）（津巴布韦在 2008 年发生过明显的恶性通胀，但它通常不被认为是新兴市场）。在汇率方面，许多新兴市场已经逆转了 G4 的趋势，转向更大的汇率灵活性，并放弃了正式的汇率目标。

图 7 的 A 图显示，全球金融危机和随后的货币发展重振了货币崩盘，在 2008-09 年度，所有货币的崩盘率为 6%，而在 2013 年联邦政府“缩减购债恐慌”期间，美联储放慢了资产购买，又有 4% 的货币崩盘。该图显示了所有经历货币崩盘的国家比例，在这种情况下，崩盘定义为其锚定货币的双边汇率下降 12.5%（锚定类别参见 Ilzetzki, Reinhart & Rogoff, 2019）。新冠疫情仅导致了少数（2%）货币崩溃。与以前的冲击相比，这是微不足道的——大约是“缩减购债恐慌”期间的一半，离全球金融危机时期还差的很远。图 B 显示了恶性通胀的普遍下降，这与总体上新兴市场的低得多的趋势通胀有关。在下一部分中，我们将讨论新兴市场明显的韧性¹⁴。

图 7 货币崩溃，全球流动性和新兴市场通胀

图 A 货币崩溃的国家份额



¹⁴ 在此期间，由于许多新兴市场选择了更为灵活的汇率制度，因此它们的汇率波动性一直很高。

Kalemlı-Özcan (2019) 表明，新兴市场政策利率的波动性在 21 世纪有所下降，但与高收入国家不同，这种下降自 2014 年以来一直停滞不前，利率远高于零。此外，由于风险溢价，将其与高收入国家进行比较会比较复杂，而 Kalemlı-Özcan (2019) 强调风险溢价对新兴市场非常重要。

图 B 中等新兴市场通胀 & 过度通胀新兴市场的份额



数据来源：IFS，世界大企业联合会，联邦储备银行和作者。

三、扩展的布雷顿森林体系 II 的风险

在撰写本文时，发达经济体间的汇率稳定一直持续，其他金融资产也已稳定。但是，疫情仍在继续，世界范围内的病例和死亡人数仍在累积，第二次急性大流行仍然可能发生。持续的疫情及其后果对汇率波动的下降趋势以及更广泛的国际货币体系会构成什么风险？当然，除了宏观经济政策，尤其是货币政策外，结果还取决于人类能否成功应对病毒，以及公众能否拥有不会再有更大风险的保证¹⁵。

对于当前的汇率稳定期是否会持续，我们只能保持推测态度，因此在本节中，我们仅强调一些注意事项。但是我们当然不希望给读者留下可以无限期将扩展的布雷顿森林体系 II 一直推论到未来的印象。例如，当前的疫情性衰退与 2008 年的金融危机间存在一些显著差异，这表明通货膨胀，利率和汇率留下的余波最终将变得更加动荡，即使市场目前并未显现出这种可能性¹⁶。

我们前面提到的一个因素是，这次央行积极的干预已经产生了更多的市场流动。2008 年，银行储备的大幅增加主要都落到中央银行中，因此并未对更广泛的货币总量产生杠杆作用。这次，许多市场的流动性显著提高，尤其是美国，欧洲，日本和英国的货币总量激增，如图 8 所示。顶图显示，自新冠疫情以来，M2 的增长速度空前，底图则显示这种货币扩张已反映在更广泛的流动性衡量标准上（M3）和全球范围内。这部分是由于公司呼吁增加信贷额度，以便为疫情的下一个高峰做好准备，但是在美国，抵押贷款再融资也很重要。一个开放问题是，随着经济的好转，这样较高的流动性是否最终会渗入通货膨胀，尤其中央银

¹⁵ Kozlowski, Veldkamp 和 Venkateswaran (2020) 认为，即使疫情在 2020 年 12 月结束，较高的可感知尾部风险的长期影响将在未来很多年内显著影响投资和消费。

¹⁶ 在新冠危机爆发时，通货膨胀预期崩溃，但此后又恢复到疫情前的水平。目前预期仍低于美联储 2% 的目标（请参见附录中图 A4 的顶图）。同时，有迹象表明存在潜在的通胀压力。Jaravel 和 O'Connell 使用英国数据显示，在封城首月，每月通货膨胀率飙升至 2.4%。Cavallo (2020) 认为，官方数据低估了 17 个新兴经济体和高收入经济体的通胀，因为他们没有考虑在疫情期间消费模式的改变。附录中图 A4 的底图显示了食品价格通胀与 CPI 通胀之间的非典型差异，突显了当前有效通胀率的不确定性。

行可能仍然担心低增长以及公共和私人部门债务高企的问题。许多其他中央银行可能会遵循美联储的新政策框架，它强调了决策者现在（正确地）为促进增长，愿意承担通胀的风险。

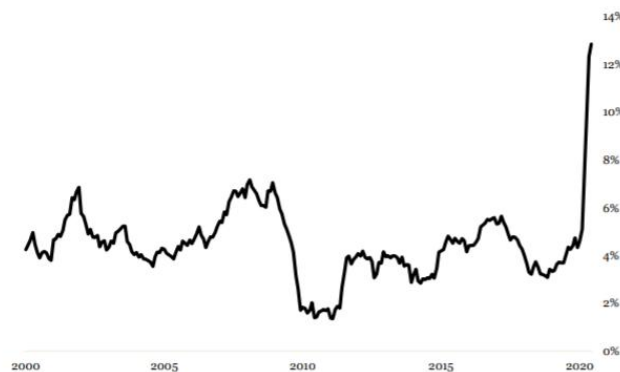
第二个关键区别是新冠疫情造成了严重的供应冲击。尽管它可能加速了一些重要且积极的生产力变化（更多的远程通信和电话会议），但对中期的影响可能非常不利。从全球供应链压力和贸易下降来看，这一点显而易见。与2008年金融危机以来相比，贸易下降的速度已经放缓。大量证据表明，全球因素已成为导致过去二十年间趋势利率和通胀意外下降的主要原因（Rogoff, 2003; Kose 等, 2018）。如果发生去全球化，这一趋势可能会逆转。的确，在过去的四十年中，全球劳动力的大规模有效增长——特别是由于中国和东欧的一体化——以及女性在劳动力群体中的扩张很可能是压低有效劳动力比例和价格的主要因素。即使没有全球化，人口统计数据也表明全球有效劳动力正在下降，除非印度和非洲在中国开始老龄化时挑起大梁。

图 8 货币总量增长

图 A: 美国 M2



图 B 美国，欧元区，日本和英国的 M3 总量



数据来源：美联储，欧洲央行，日本银行，英格兰银行和作者。

新冠疫情还可能导致大规模的国内经济结构重组，面向消费者的业务不再受到重视，这反过来又扭转了过去四十年中城市化的进程。更高的人口密度可以提高生产效率，但代价是疫情传播的风险更大。财务压力也可能产生负面影响。即使有非常慷慨的联邦贷款，许多小企业可能也无法继续生存，并且商业房地产可能遭受巨大破坏。因此，将当下危机类比成 2008 年通缩金融危机时，务必要小心谨慎；供应的持久影响可能更加不利。

以史为鉴，我们已经看到（附录中的图 A2）21 世纪的国际货币体系到现在为止已经长寿过布雷顿森林体系。这似乎令人惊讶，因为布雷顿森林体系时代有时被认为自二战后一直延续到 1970 年代初，但是实际上它可以分为两个不同的阶段。首先，从战争结束到 1950 年代中期，面对高且波动较大的通胀率，市场汇率（根据西欧活跃的平行市场来衡量）同样波动较大。因此，尽管从形式上讲此时是固定汇率时期，但与资本市场一体化，统一汇率制度和低通胀制度相比，这是截然不同的。布雷顿森林体系真正的鼎盛时期是从 1950 年代中期到 1960 年代后期的第二阶段，相对短暂，此时通胀率下降到个位数，汇率市场统一，欧洲市场也开始发展。

图 9 显示了从 1960 年到 2020 年国际货币体系和全球通货膨胀的演变。它将世界通胀率（每个国家在 100 多个国家/地区中占世界 GDP 比重加权后的平均通胀率）与 G3（美国，德国和日本）双边汇率的平均变化（图 1 中两图的综合）结合。正如我们在仅针对发达经济体时所强调的那样，全球通胀水平与汇率变化之间的密切相关性立即显而易见。请注意，尽管通胀差异更高，但六十年代初期还是全球通货膨胀的最低点¹⁷。

图 9 世界通胀和汇率波动性



¹⁷ 在图 9 中，全球通胀率按每个月可获得数据的国家的 GDP 加权平均值计算。因此，将 50 年代和 60 年代的通胀率与最近的通胀率进行比较时应保持谨慎：60 年代样本所包含的发展中国家要少得多，而发展中国家在当时世界 GDP 中所占的比例也要小得多。尽管如此，有趣的是在朝鲜战争之后的通货紧缩和低利率时代，布雷顿森林体系汇率才开始趋于稳定。

数据来源：IFS，世界大企业联合会和作者。

注：世界通胀率是按 GDP 加权平均同比通胀率计算。GDP 权重为 1990 年 Geary-Khamis 购买力平价。各国的通胀率上限为 100%，以避免异常值过度影响。G3 汇率波动率是美元、欧元（1999 年之前的德意志马克）和日元的三种交叉汇率中月度绝对汇率变动值的四年移动平均值。

1971 年美国决定解除美元与黄金的绑定，这标志着布雷顿森林体系的田园牧歌时代正式结束，但如图所示，该体系在 60 年代后期已经处于衰落状态。70 年代初期的通胀高潮成了压垮骆驼的最后一根稻草。对金本位制度的背离是 1971 年 8 月 15 日同时宣布的一揽子政策的一部分，这并非偶然。这些政策包括试图通过价格控制限制不断上升的通胀和对进口商品征收 10% 的关税——这是与当今世界贸易紧张局势加剧相关的另外一个问题¹⁸。

这迎来了全球汇率制度的第三阶段，即“大规模解除锚定”阶段，世界通胀率始终保持两位数，并达到 20% 的峰值。我们已经看到高收入国家的通货膨胀也存在很大差异，加入发展中国家后就更是如此，它们中的许多经历了恶性通货膨胀¹⁹。这也是一个汇率高波动和多种货币崩溃的时期（见图 7）。直到 90 年代中期至后期，世界通胀率才稳定下来，各国之间的通胀率差距也相应缩小。这个生态系统支持布雷顿森林体系 II 的出现，由于 G4 汇率变动性下降，该体系现已演变为扩展的布雷顿森林体系 II。

显然，全球通胀率的上升可能对当前国际货币秩序构成威胁。以通货膨胀为目标已成为 21 世纪约定俗成的货币框架。独立中央银行的激增和通胀目标制很可能锚定了通胀预期，并助长了过去二十年的良性通胀环境。但是，针对通胀的目标还没有经过与导致 70 年代“大规模解除锚定”时期相似的考验。在新冠疫情之后，它可能还面临一个挑战。

另一个潜在的风险来源是全球公共和私人债务的急剧增加。考虑到极低的利率，急剧上升的债务可能完全是良性的，但同时也可能增加脆弱性，从而导致信心丧失。理论表明，最优化的霸主可能会通过利用全球对其债务的需要，大幅扩大发行规模，将世界从“安全区”转移到有风险的“多个均衡区”。如果霸主只考虑自身风险，而不将系统性崩溃的全球成本内部化，就会发生这种情况。值得回顾的是，2008 年金融危机爆发前，美国和英国的决策者（他们掌控的金融公司是金融全球化的主要受益者）对其他国家对其放松的金融监管可能导致全球性问题的担忧同样采取了息事宁人的消极态度。

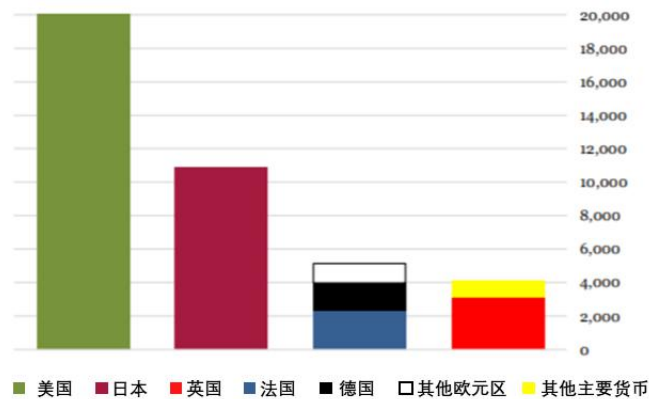
¹⁸

<https://www.presidency.ucsb.edu/documents/address-the-nation-outlining-new-economic-policy-the-challenge-peace>

¹⁹ 我们的世界通货膨胀指数将国家的通货膨胀率上限限制为 100%，以避免极端的过度通胀权重过大。

理论上，美国债券发行量大幅增加的短期风险仍然很低，但请注意图 10，该图将美国在全球市场上的借贷与其他主要货币发行方进行了比较。值得注意的是，尽管其他主要发达经济体发行人的经济总量大大超过美国，但美国政府与其他所有国家的总和相比，在全球市场上拥有更多债务。此外，短期内即使考虑欧洲正在发行欧洲债券，美国的借款总量也可能继续超过世界。

图 10 可交易债务债券，2020/8



数据来源：美国财政部和作者。

注：2020 年 8 月有价债券数据，单位：10 亿美元（以 2018 年 8 月的市场汇率换算，某些国家为 6 月或 7 月，取决于数据可用性）。从左至右：美国；日本；高评级欧元区债券（奥地利，比利时，芬兰，法国，德国和荷兰；其他主要货币（澳大利亚，加拿大，瑞典，瑞士和英国）。由于缺乏该时期数据，中国没有被包含在内。

即使美国债务水平的上升最终带来更大的脆弱性（即进入多重均衡区域，类似 Farhi 和 Maggiori (2018) 的模型），经济理论也很少告诉我们何时人们会最终失去信心，这可能需要一年或一个世纪。我们自己有一个很强的先验假设，就是短期风险可能很小，并且在未来几年内继续保持。但是如果美国公共债务继续主导全球公共债务市场（总体上迅速增长），情况可能会发生快速而出乎意料的变化。值得注意的是，耶鲁大学经济学家罗伯特·特里芬 (Robert Triffin) 在 1960 年曾提出对美国国会的著名警告，即美元外汇储备的增长与黄金储备和美国 GDP 对其的支持减少之间存在根本矛盾 (Triffin, 1964)。然而，布雷顿森林体系仍继续延续了十多年。

30 年代战时金本位制的崩溃和 70 年代初布雷顿森林体系的崩溃发生在宏观经济压力巨大的时期。如果扩展的布雷顿森林体系 II 发生崩溃，下一次未必如此，但是我们不应低估风险。

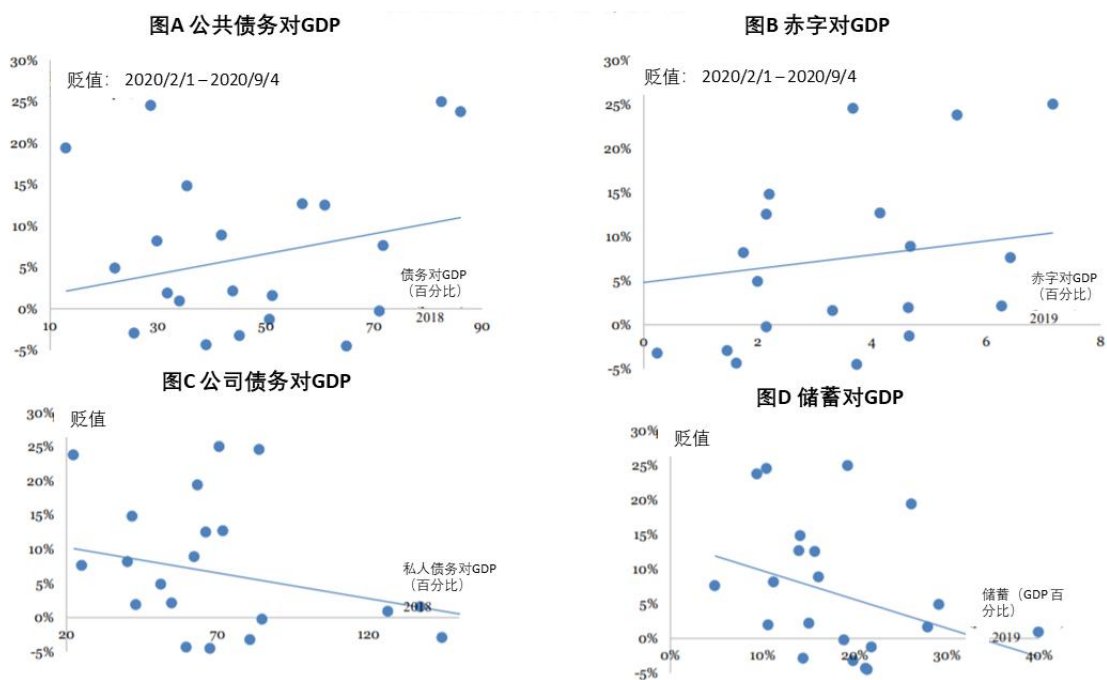
即使核心没有崩溃，新兴市场的也风险巨大，与 1980 年代和 1990 年代不同，此时风险向包括美国在内的发达经济体的溢出可能更大。以购买力平价衡量，新兴市场现在约占全球 GDP 的 60%，而当时仅为 40% 以上。此外，当今发达经济

体和新兴市场之间存在着复杂的全球供应链, 这至少在中期几乎肯定会对生产力和发达经济体的价格产生重大影响。夸张地说, 新兴市场是全球通货膨胀和汇率稳定的先头哨, 但不要认为我们可以消除传导风险。

3月, 新兴市场主权债券的息差激增, 从巴西雷亚尔(年初至今下跌24%)到土耳其里拉(2016年以来累计下跌60%)的各种货币暴跌, 几家央行将其四分之一的外汇储备支出以支持自己的货币。国际金融研究所的每日资本流动显示, 从2020年2月至2020年4月, 新兴市场的资本流出量是2008年雷曼兄弟倒闭后同期的五倍。从那时起流出变少, 资本流动开始逐渐恢复进入一些市场。新兴市场的汇率已经发生了变化, 但是到目前为止, 大多数情况下变化幅度小于2008年危机时期。但这可能会改变。

确实, 危机仍在继续。即使发明了疫苗, 新兴市场也可能不会受益多年。同时, 他们面临着与发达经济体相同的财政, 社会和政治压力。新兴市场的长期宏观经济稳定处于危险之中。图11评估了迄今为止新兴市场相对良好的业绩背景下存在的一些风险因素。它显示了被国际货币基金组织归类为“新兴市场”的各个国家的散点图, 将自2月1日至今的汇率下降与新冠疫情危机之前的许多“既有条件”进行了比较。目前有很多文章谈及私营部门债务作为金融危机预测因素的重要性。但有趣的是, 在新冠疫情期间, 私营部门债务与GDP的比率与货币抛售之间没有相关性(图C)。对于公司债务和家庭债务, 以及近年来私营部门债务的增长, 这都适用(图中未显示)。

图11 先前条件和新冠导致的货币贬值: 新兴市场



数据来源: IMF 全球债务数据库, Bloomberg 和作者。

相反，图 11 的第一行（图 A 和 B）表明，财政状况与近几个月来的汇率下降相关。自 2020 年 2 月以来，债务和赤字与国内生产总值比率较高的国家（均在 2019 年衡量）汇率下降幅度更大。尽管样本量较小且数据差异很大，但相关性至少表明到目前为止，相对于对私营部门资产负债，市场对新兴市场的财政状况更敏感。

21 世纪产生了有记录以来中央银行外汇储备的最大积累。本世纪中央银行的外汇储备已从 2000 年的 1.4 万亿美元增加到今天的 11 万亿美元，增长了近 8 倍。图 11 中的图 D 显示，在大量使用这些储备资产以支撑新兴市场汇率的背景下，新兴市场汇率的相对稳定性是可以被观察到的。陷入危机时，储备金持有量相对于 GDP 较大的国家汇率下降幅度较小，这表明储备金可作为抵御汇率波动的缓冲。最引人注目的是土耳其，自年初以来，其中央银行已动用了外汇储备的 30%。但是为了支持其货币，储备抛售已经广泛蔓延到从埃及到厄瓜多尔（外汇储备分别下降了 20% 和 30%）的各个国家²⁰。

IV 结论

本文着重介绍了全球汇率体系的一个重要但不为人所知的事实：即其核心不断增长的稳定性。布雷顿森林体系 II 规定的体制强调了美元与快速发展的亚洲国家间的稳定，它现在已演变为扩展的布雷顿森林体系 II，包括美国，欧洲和日本。从某些方面来看，扩展的布雷顿森林体系 II 在稳定性，持久性和影响广度方面已经超过布雷顿森林体系 I。要说明这一事实，只需回顾一下在布雷顿森林体系 I 时期，第二大经济主体苏联就没有参与进来，其货币也没有与美元挂钩。相比之下，目前不仅欧元兑美元汇率变得相对稳定，而且欧元区 19 个国家间的汇率不稳定已得到完全消除。

就像布雷顿森林体系 I 崩溃一样，扩展的布雷顿森林体系 II 也存在风险。风险在新兴市场中最明显，它们在全球 GDP 中所占份额自 1980 年以来就急剧上升，并通过需求和日益重要的全球供应链与发达经济体联系在一起。在疫情之前的几年，新兴市场的外债水平（公共和私人部门）已经上升到风险水平，并且由于产量不确定和全球贸易下降，现在已成为重要的风险来源。尽管许多人可以利用当今流动性极佳的市场，但利息成本很高，而且新借款还不足以为即将到期的贷款再融资或替代投资组合流出。可以说，几个债务国实际上流动性不错（特别是由于美联储和欧洲央行的非常规行动），但它们却无法偿还债务。

²⁰ 附录中的图 A4 是一个相同的图表，比较了新兴市场主权债券利差（超过 10 年的美国国债），并展示出相似的模式。

此外，即使疫情缓和，它仍很可能在经济供应方面造成持久的负面影响。全球化可能会大幅度回滚，旅行限制可能会持续数年，全球供应链会寻求整合以增强抵御力，而政治发酵会放大这些影响，而且这与选举结果无关。随着病毒持续存在，小型企业破产浪潮可能会加强垄断并减轻创新压力。尽管中央银行已扩大了担保范围，但金融裂痕可能会开始扩大。即使当前的低通胀状况持续多年，仍然存在不小的风险，即面对长期不利的供应冲击，最终高度扩张的货币和财政政策的结合会破坏近几十年来的通胀平静。对全球经济的巨大冲击可能会促成转折点的出现。毋庸置疑，风险很难评估，但我们认为尽管汇率市场目前处于不可思议的平静期，这种情况可能会结束，就像 2008 年的“大缓和”时期和 2020 年的“第二次大缓和”时期那样。

全球汇率制度的稳定性增加几乎不是问题。的确，核心汇率波动的长期下降趋势可能反映了全球向拥有独立且技术治理的中央银行的转变。但是，2014 年开始并持续到最近，甚至在新冠疫情期间一样如此的波动率下降仍然需要进行诊断。我们认为，最近的趋势很可能反映了货币政策在零界限上的瘫痪，并且有理由担心今天的稳定可能掩盖了其脆弱性。汇率是衡量国家相对宏观经济和金融震荡的综合指标，目前的低压读数需要进一步研究，然后才能确定现代独立的中央银行的是否真的取得了成功。

本文原题为“Will the Secular Decline in Exchange Rate and Inflation Volatility Survive COVID-19?”。本文作者 Ethan Ilzetki 是伦敦经济学院的助理教授, Carmen M. Reinhart 是哈佛大学肯尼迪政府管理学院教授, Kenneth S. Rogoff 是哈佛大学公共政策教授, Giancarlo Corsetti 是剑桥大学宏观经济学教授。本文于 2021 年 4 月刊于美国国家经济研究局官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

前沿市场债务监测——一把双刃剑

Khadija Mahmood, Emre Tiftik/文 桂平舒/编译

导读：前沿市场的总债务从2019年不到GDP的100%上升到2020年的近110%，创历史新高。政府债务占增长的四分之三，现在占GDP的60%以上。马尔代夫、赞比亚、巴林和刚果共和国的政府债务占国内生产总值的比例增长最大，而埃塞俄比亚的债务占国内生产总值的比例下降。前沿市场债务数据库新增了15个国家。编译如下：

COVID-19大流行表明了获得关于前沿市场²¹部门债务全面、准确和及时信息的重要性。尽管过去10年，许多新兴市场的投资者关系和数据透明度实践²²得到了显著改善，但大多数前沿市场经济体的部门债务统计数据仍不完整。公共和私人债务的水平和构成情况不透明可能会令投资者感到警惕，而缺乏全面的债务数据库仍然是决策者寻找并识别风险时的一个障碍。因此，在许多情况下，确保和维持投资者信心将需要大大提高债务透明度和信息共享实践。最重要的是，透明度是确保稳定的国际资本流向发展中国家的先决条件，也是公平债务解决实践的基石——参见稳定资本流动和公平债务重组原则²³。

考虑到这一点，我们将前沿市场债务数据库的国家覆盖个数从30扩大到42。我们利用一系列公开来源数据来估计部门债务统计情况。我们的新数据库包含了所有22个有资格加入G20共同框架的国家，它们也有未偿还的欧元主权债券（见表4）。秘鲁和越南被移至新兴市场数据库，并将在未来的全球债务监测报告中进行跟踪。我们将继续将委内瑞拉纳入前沿市场债务监测，尽管前沿市场债务总额不包括委内瑞拉。核心要点：

前沿市场债务比率空前飙升。随着去年经济活动的急剧收缩，前沿市场的总债务飙升了10个百分点，到2020年几乎达到GDP的110%。尽管这是有记录以来前沿市场债务比率的年度最大增幅（图1），但与新兴市场国家（30%）和成熟市场国家（38%）相比增幅有限，这主要反映了这些国家动员额外资金应对COVID-19的能力有限。尽管如此，负债率还是全面上升：巴林、马尔代夫、阿曼和赞比亚的负债率增幅最大，而坦桑尼亚是我们样本中唯一一个总负债率下降的国家，尽管下降幅度很小。

前沿市场债务超过3万亿美元：2020年，以美元计算的前沿市场债务总额

²¹ 译者注：前沿市场是经济落后于工业化国家的不发达新兴市场，国际金融公司（IFC）在20世纪90年代提出了前沿市场的概念，用以描述新兴市场大集团中的特定子集。

²² 参见“债务透明度：债务报告热图” <https://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/debt-transparency-report>

²³ 详见 <https://www.iif.com/Publications/ID/3490/Principles-For-Stable-Capital-Flows-And-Fair-Debt-Restructuring-Brochure>

增加了约 1200 亿美元，主要受孟加拉国、罗马尼亚和科特迪瓦的推动。此外，尽管债务水平的增长比 2019 年登记的高 30%，但低于自 2005 年以来约 1500 亿美元的年均增长。

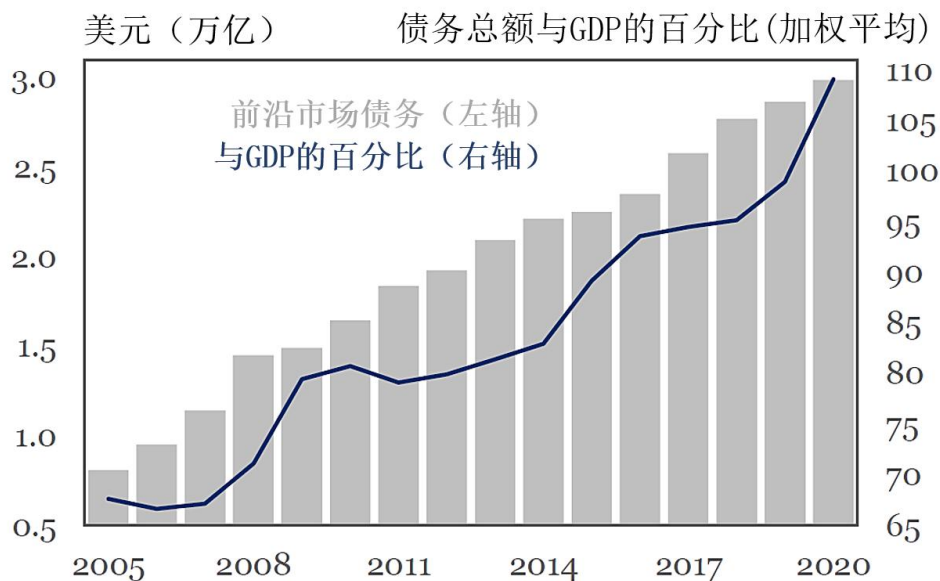
2020 年政府债务飙升至 GDP 的 60%，创历史新高。政府债务比一年前高出约 8%，占总债务增长的四分之三（图 2）。马尔代夫、赞比亚、巴林和刚果共和国的政府债务占 GDP 的比例急剧上升，而埃塞俄比亚是唯一一个略有下降的国家（图 3）。尽管国际市场较低的借贷成本使一些主权国家获得了前所未有的机会，以具有吸引力的利率进入欧洲债券市场，但不断增加的利息支出仍然是许多前沿市场的主要担忧来源（图 4）。

2020 年私营部门债务占 GDP 的比重达到 49%，比一年前高出约 2.3%，但自 2016 年底以来大体保持稳定。非金融企业和金融企业负债率增幅很小，均不足 1 个百分点。然而，家庭债务达到了 GDP 的 16%，创历史新高（新兴市场为 45%）。

发行活动活跃：尽管自 2020 年 3 月以来，前沿市场中超过一半的主权国家遭遇了信用评级下调，但与之前的紧张时期相比，投资者对前沿市场债务证券的兴趣保持良好。2020 年前沿市场债券发行总额约为 2700 亿美元，比 2019 年增加了约 250 亿美元，其中主权债券占总发行量的 95%。在国际市场上发行了约 650 亿美元的债券，较 2019 年增长了 40%。截至 2021 年第一季度，样本中的 42 个前沿市场国家中有 39 个拥有未偿还的欧洲债券，其存量超过 3000 亿美元（或 GDP 的 13%）。孟加拉国、冈比亚和坦桑尼亚是样本中仅有的没有未偿还的欧洲债券的国家。相对而言，很少有前沿市场公司活跃于国际债券市场，前沿市场公司欧洲债券的总存量平均约占 GDP 的 5%。

赎回概况：超过 1900 亿美元的前沿市场债券和贷款将在 2021 年到期，其中 35%以上是以外币计价。到 2022 年，赎回额将超过 2000 亿美元，安哥拉、尼日利亚和巴基斯坦在 2021 年底前将面临大量赎回。如果赎回，6500 亿美元的特别提款权（SDR）的新分配将有助于前沿市场在短期内减轻偿债负担（图 5）。

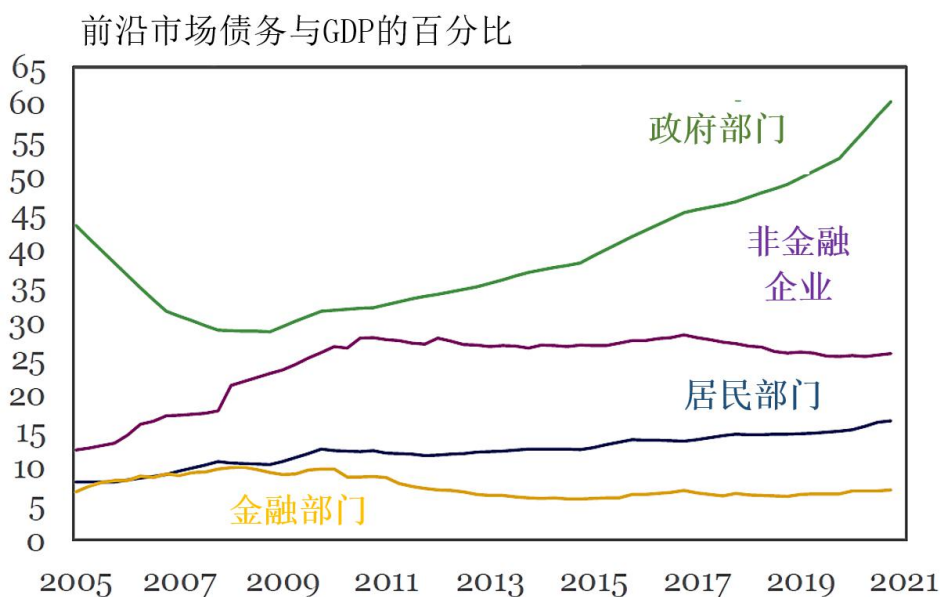
图1: 40多个国家的前沿市场债务总额达到GDP的110%，仅在一年内就增长了10个百分点*



来源: IIF估计, 各国国家统计局, IMF, BIS, Haver ;

*排除了委内瑞拉

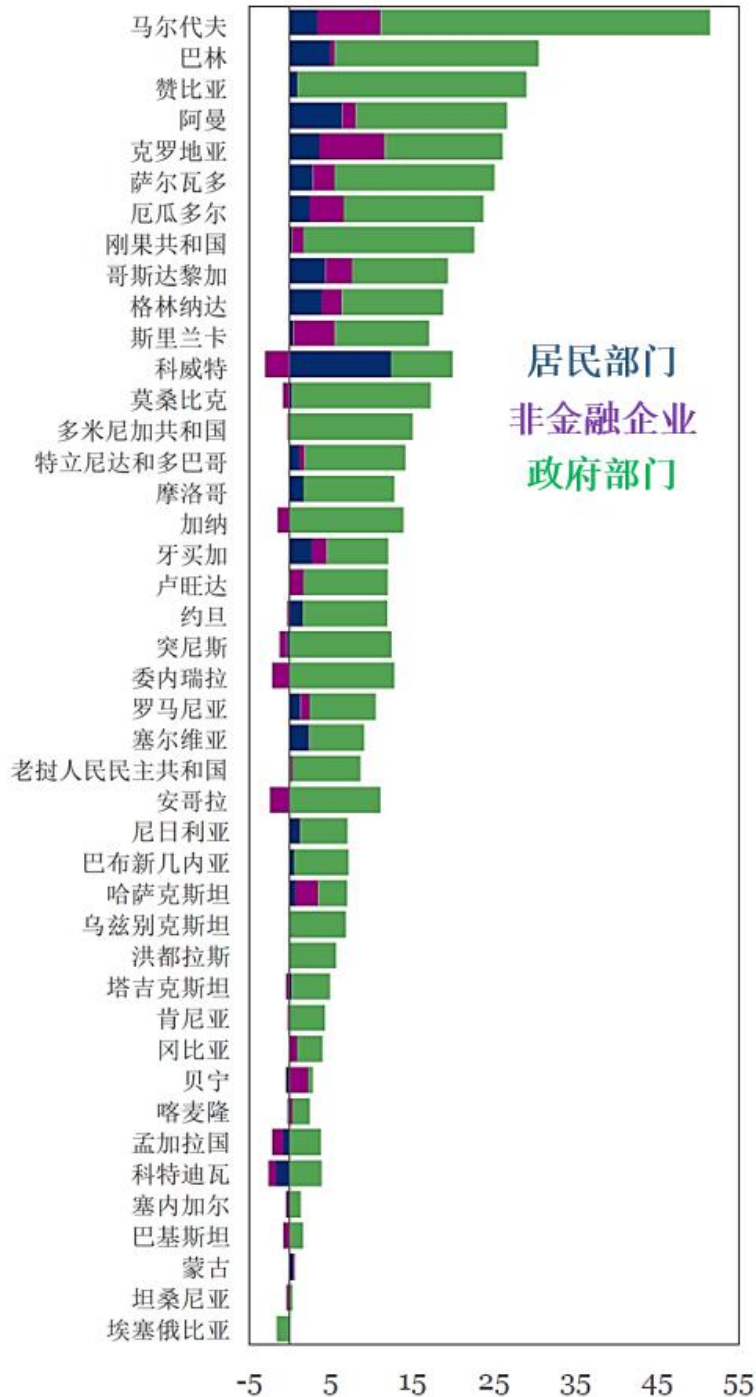
图2: 2020年债务增长的四分之三来自政府部门, 其债务已飙升至GDP的60%



来源: IIF估计, 各国国家统计局, IMF, BIS, Haver ;

*排除了委内瑞拉

图3：各国前沿市场债务与国内生产总值比率的变化*
2020年负债率的估计变化（百分点）

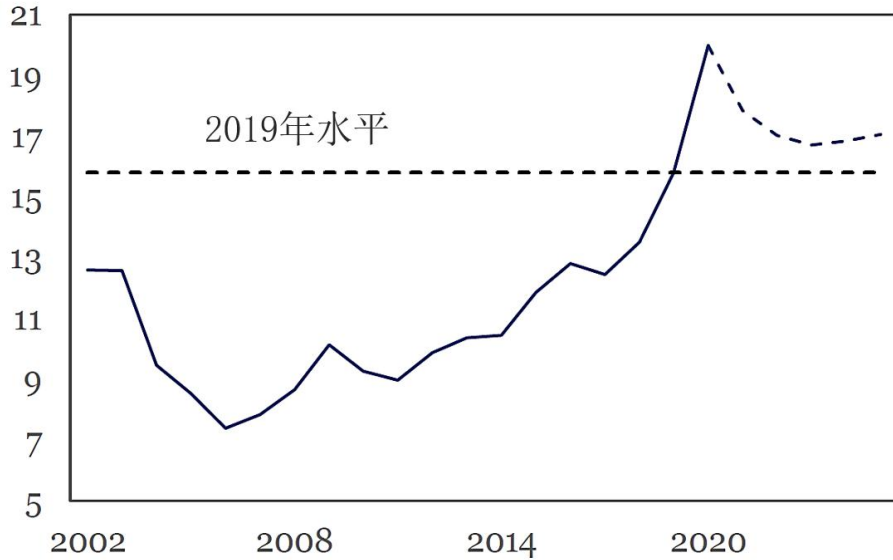


来源: IIF估计, 各国国家统计局, IMF, BIS, Haver ;

*出于跟踪目的包括委内瑞拉

图4：政府利息支出是前沿市场的沉重负担

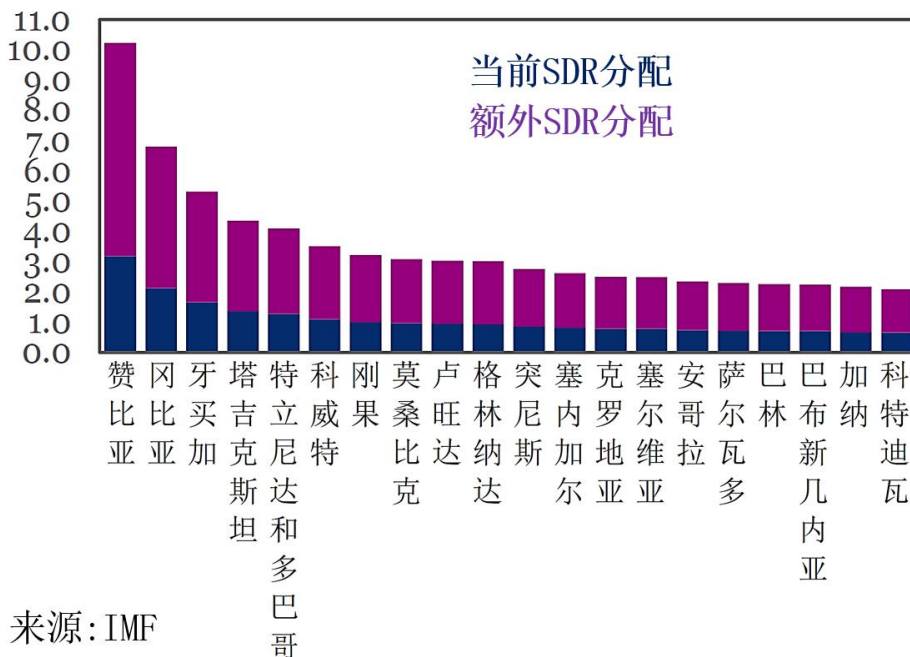
利息支出占政府收入百分比



来源：IIF, IMF

图5：新的特别提款权提议可能有助于前沿市场从 COVID-19中复苏

SDR与GDP的百分比



来源：IMF

图6: 欧洲债券市场是许多前沿市场主权国家的重要融资来源

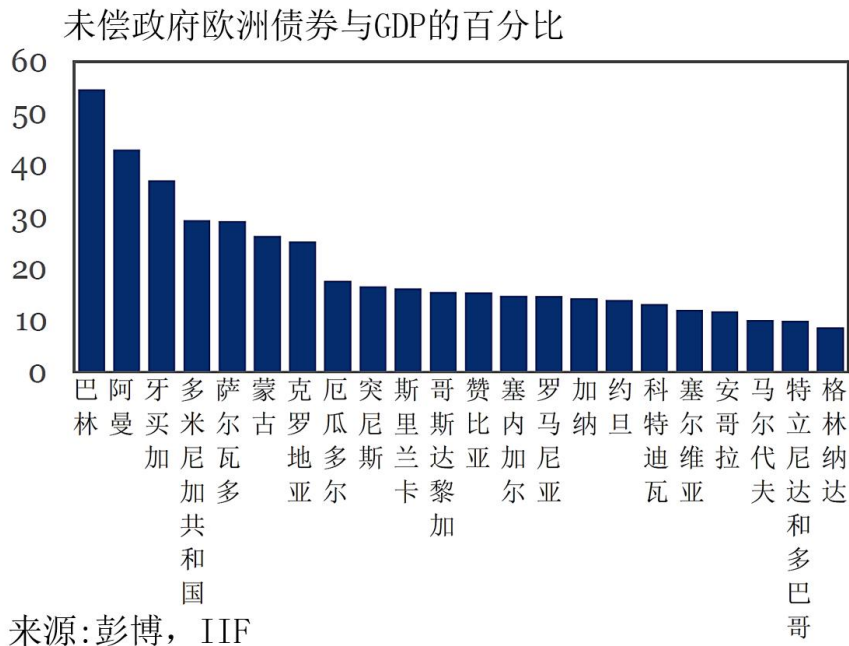


图7: 进入国际债券市场的前沿市场企业数量有限*

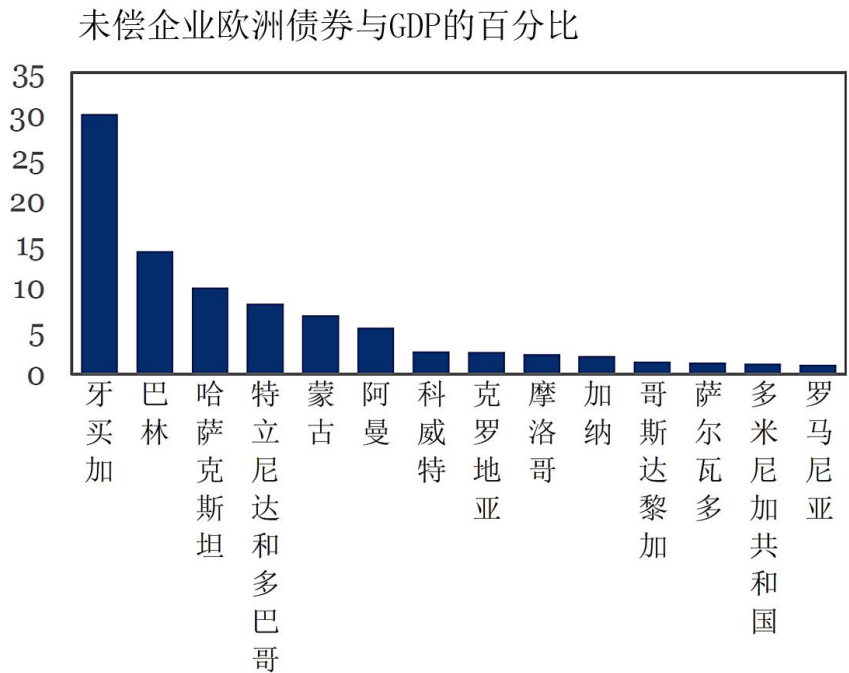
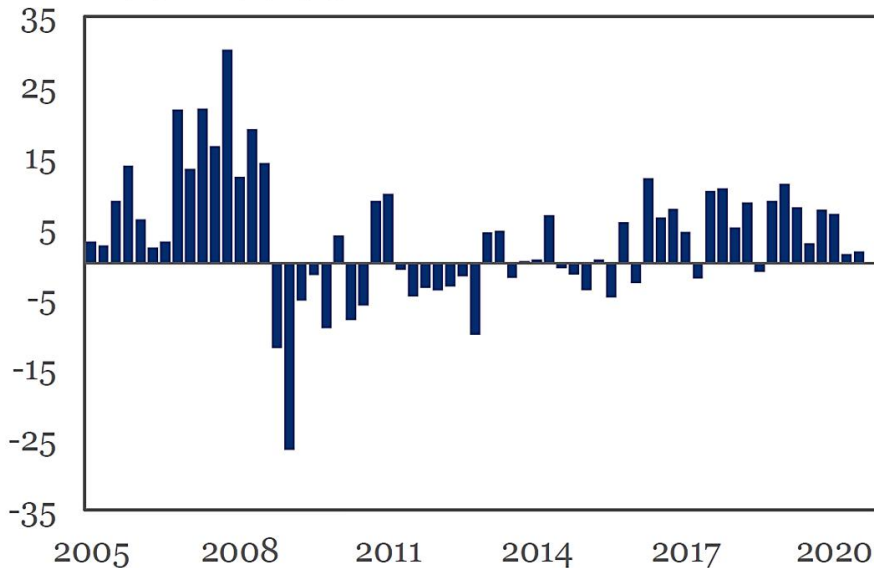


图8：流向前沿市场的跨境银行资金流仍为正

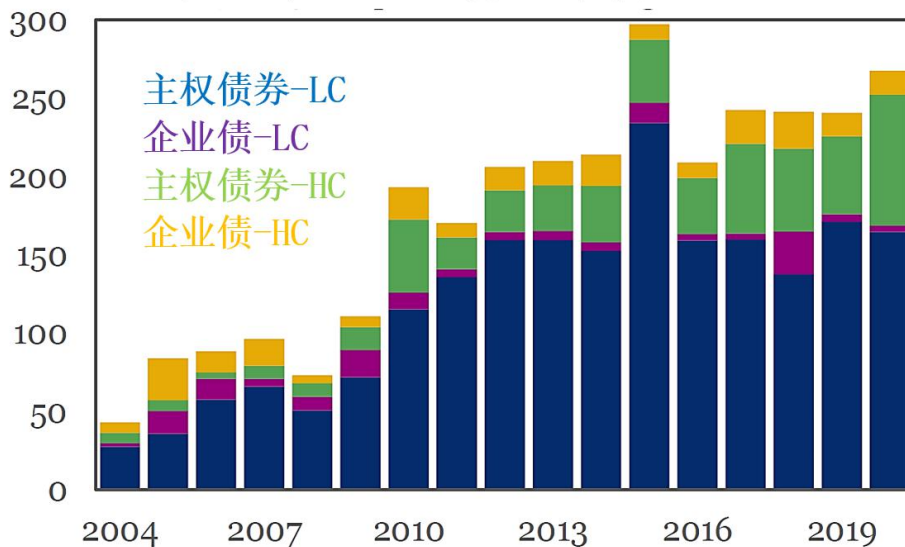
截至2020年第三季度流入前沿市场的跨境银行资金
(单位：十亿美元)



来源：BIS, IMF

图9：前沿市场(42个国家)债券发行总量

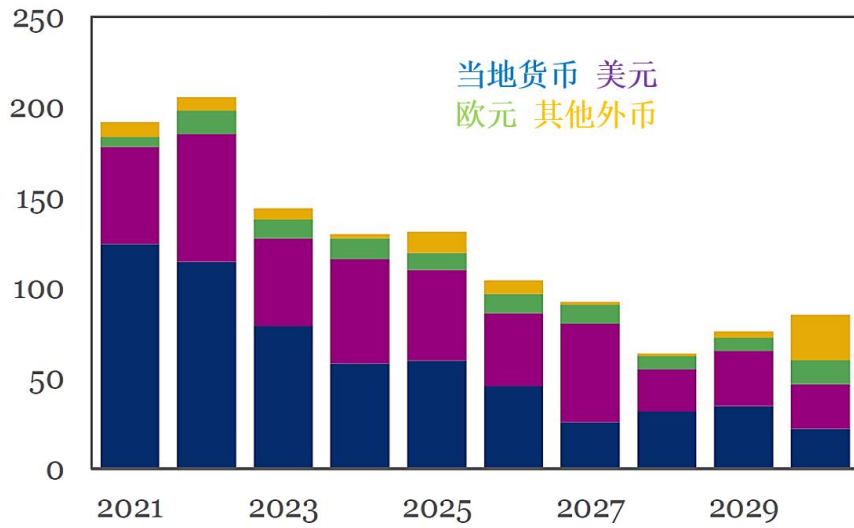
前沿市场42个国家公司债和主权债券（单位：百万美元）



来源：彭博, IIF; IC=当地货币, HC=硬通货; 剔除短期证券

图10: 前沿市场(42个国家)债务期限分布

前沿市场42个国家公司债和贷款 (单位: 十亿美元)



来源: 彭博, IIF;

表 1: 前沿市场债务 (分市场)

与 GDP 的比值 (%)	居民部门		非金融企业		政府部门		金融部门	
	2020Q4	2019Q4	2020Q4	2019Q4	2020Q4	2019Q4	2020Q4	2019Q4
全球	64.4	60.4	100.1	91.9	105.4	88.3	85.9	80.8
成熟市场	76.8	72.5	98.2	91.1	130.4	109.7	113.5	108.3
新兴市场	43.8	40.2	103.5	93.1	63.5	52.4	39.8	34.9
前沿市场 (除委内瑞拉)	16.4	15	25.6	25.2	60.2	52.4	6.9	6.3
前沿市场-亚洲	6	6.2	27	27	65.5	61.1	3.4	2.9
孟加拉国	9.2	10	34.2	35.5	39.6	35.8	1.9	1.9
老挝人民民主共和国	6.5	6.4	15.6	15.4	70.9	62.6	19.7	12.4
马尔代夫	15.6	12.2	34	26.2	118.3	78	0	0
蒙古	9.6	9.1	49.7	49.6	0	0	8.2	6.4
巴基斯坦	2.6	2.7	19.2	19.9	87.2	85.6	1.6	1.4
巴布新几内亚	7	6.4	17.1	17.3	46.7	40.1	0.4	0.1
斯里兰卡	12.1	11.7	58.6	53.5	98.3	86.8	5.3	5.2
塔吉克斯坦	5.1	4.9	5.6	6.1	47.8	43.1	0.4	0.9
乌兹别克斯坦	0	0	0	0	36.1	29.3	11	8.4
前沿市场-欧洲	17.4	16	37.4	35	43.6	36.5	8.5	9.8
克罗地亚	38.3	34.6	96.3	88.3	87.7	73.2	6.9	6.8
哈萨克斯坦	10.6	9.9	28.7	25.9	23.4	19.9	15.9	20
罗马尼亚	16.7	15.4	32.1	31	44.8	36.8	3.8	3.5
塞尔维亚	20.9	18.6	22.6	22.5	59.5	52.8	4.1	4.2
前沿市场-拉美 (除委内瑞拉)	23.5	21.3	22.1	19.8	71.4	56.5	4.9	6.3
哥斯达黎加	42.4	38	25.1	21.9	70.1	58.4	8.2	10.4
多米尼加共和国	12.6	12.6	15.7	15.9	68.8	53.8	3	6.4
厄瓜多尔	18.5	16	30.6	26.4	68.9	51.8	1.2	1.7
萨尔瓦多	32.5	29.6	29.2	26.5	89	69.4	3.3	3.6
格林纳达	35.5	31.6	19.8	17.3	71.5	59.1	1.2	1
洪都拉斯	0	0	0	0	46	40.3	4.4	4.4
牙买加	26.9	24.2	21.7	19.9	101.3	93.9	12.1	11.4
特立尼达和多巴哥	22.7	21.5	29.9	29.3	57.5	45.1	16.5	15.7
委内瑞拉*	0	0	25.8	27.9	245.6	232.8	4.8	4.1
前沿市场-非洲	13	12.5	14.9	15.3	60.4	53.2	3.7	3.6
安哥拉	2.2	2.2	10.4	12.9	120.3	109.2	5	4
贝宁	6.9	7.3	12.8	10.6	41.8	41.2	0.7	0.6
喀麦隆	3.4	3.6	10.9	10.5	44.7	42.7	0.8	1.1
刚果共和国	3.4	3.1	14.4	13	104.5	83.7	1.5	1.3
科特迪瓦	4.4	6.2	15.7	16.6	41.7	37.9	1.4	1.4
埃塞俄比亚	1.4	1.4	17.5	17.5	56.1	57.6	11	8.4
冈比亚	6	6	2.2	1.3	83.1	80	0.4	0.4
加纳	2.5	2.7	18.2	19.6	76.7	62.8	4.4	4.3
肯尼亚	7.4	7.5	19.4	19.6	66.4	62.1	1.6	2
摩洛哥	27.8	26.1	40.4	40.4	76.9	65.8	2.1	2.9
莫桑比克	7.1	6.8	21.7	22.6	121.3	104.4	2.2	2.2
尼日利亚	18.3	17.1	7.3	7.3	35	29.1	4.4	4.5
卢旺达	8.5	8.5	15.6	13.9	61.6	51.4	0.6	0.3
塞内加尔	8.7	9.1	22.8	23	65.4	64.1	1.4	1.7
坦桑尼亚	5.6	5.6	7.4	7.8	38.5	38.2	0.5	0.7
突尼斯	36.7	37.1	28.2	29	84.8	72.3	3.1	3.1
赞比亚	5.3	4.3	12.3	12.3	120	91.9	0.6	0.9
前沿市场-中东	45.3	37.1	43	43.9	60.3	47.2	28.8	21.3
巴林	49.8	44.8	41.6	41.1	128.3	103.4	131.3	99.5
约旦	37.2	35.6	44.2	44.5	88.4	78	6.3	6.9
科威特	52.6	40.2	35.9	38.9	19.3	11.8	16.8	10.7
阿曼	35.5	29.1	55.1	53.4	81.5	63.1	13.1	10.1

数据来源: IIF、国家资料来源、BIS、IMF、Haver。*涵盖全球债务监测的新兴市场 32 个国家样本,**只是为了跟踪目的。

表 3 前沿市场债务（按部门划分）

单位（十亿美元）	居民部门	非金融企业	政府部门	金融企业
2010	250	571	624	200
2020	412	743	1646	186

资料来源:IIF 前沿市场债务数据库

表 4 前沿市场国家和委内瑞拉

国家名称	国家代码	国家名称	国家代码
哥斯达黎加	CR	尼日利亚（新）	NG
科特迪瓦	CI	阿曼	OM
克罗地亚	HR	巴基斯坦	PK
多米尼加共和国	DO	巴布亚新几内亚（新）	PG
厄瓜多尔	EC	罗马尼亚	RO
萨尔瓦多	SV	卢旺达（新）	RW
埃塞俄比亚（新）	ET	塞内加尔（新）	SN
冈比亚,	GM	塞尔维亚	RS
加纳	GH	斯里兰卡	LK
格林纳达（新）	GD	塔吉克斯坦（新）	TJ
洪都拉斯（新）	GD	坦桑尼亚	TZ
牙买加	JM	特立尼达和多巴哥	TT
约旦	JO	突尼斯	TN
哈萨克斯坦	KZ	乌兹别克斯坦（新）	UZ
肯尼亚	KE	委内瑞拉	VE
		赞比亚	ZM

附录：IIF 前沿市场债务数据

前沿市场数据集包括 42 个前沿市场国家和委内瑞拉：

- 家庭债务数据来自各国国家来源，如果无法获得，则使用国际货币基金组织（IMF）的资金支持指数（FSI）数据和瑞士信贷全球财富数据册的成人人均债务数据，对其进行估算。
- 非金融企业债务估计为跨境银行贷款（BIS）、未清偿债券（彭博）和国内贷款（IMF，世界银行）的总和。
- 金融部门的债务统计数据来源于各国的金融账户。对于那些没有编制金融账户的国家，金融部门的负债估计为跨境银行贷款（BIS）和未偿债券的总和（彭博）。
- 政府债务统计数据来自 IMF 《世界经济展望》。

本文原题为“Frontier Markets Debt Monitor Double-edged Sword”。本文作者 Khadija Mahmood 为国际金融协会（IIF）经济学家，Emre Tiftik 为国际金融协会（IIF） 派驻华盛顿的可持续发展研究主任。本文于 2021 年 4 月 5 日刊于国际金融协会（IIF）。[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/>

The Royal Institute of International Affairs Chatham House (Chatham House)

英国皇家国际事务研究所

简介：英国皇家国际事务研究所成立于1920年，位于伦敦圣詹姆斯广场著名的查塔姆大厦内，是目前英国规模最大、世界最著名的国际问题研究中心之一。其宗旨是“推动个人和组织对日益复杂多变的世界进行全面研究，并提供政策参考。”英国皇家国际事务研究所与英国政府、企业、媒体和学术界均有着广泛的联系，对政府的外交政策有一定的影响。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，Chatham House在全球（含美国）30大智库中列第2名，全球30大国内经济政策智库中列第6名，全球30大国际经济政策智库中列第4名。

网址：www.chathamhouse.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/>

Brussels European and Global Economic Laboratory (bruegel) 布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室

简介：布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室成立于2005年，是主要研究国际经济的独立、非理论（non-doctrinal）的智库。致力于通过开放、基于事实并且与政策有关的研究、分析和讨论，对欧洲及全球经济政策制定作出贡献。bruegel的成员包括欧盟各国政府以及一些领先的国际公司。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，bruegel在全球（含美国）30大智库中列第16名，全球30大国内经济政策智库中列第9名，全球30大国际经济政策智库中列第3名。

网址：<http://www.bruegel.org/>

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

简介：国际金融协会是唯一和最具影响力的全球性金融业协会，总部设在美国华盛顿。该协会成立于1983年，最初的目的 是应对上个世纪80年代初不断扩大的拉丁美洲国家债务危机而设立的。其成员包括世界所有的主要商业银行和金融投资机构， 以及资产管理公司、养老基金、评级机构和保险公司等。

网址：<https://www.iif.com>