

全球智库半月谈

欧洲在人工智能领域有人才缺口

从中国到中欧的欧洲产业链转移尚未发生

2020 年二季度美国经济概况

新冠肺炎疫情与股市长期估值

紧急贷款与消费

疫情之后：通胀还是通缩

美国贸易代表莱特希泽的贸易主张

本期编译

桂平舒

李佳欣

李芳菲

母雅瑞

申劭婧

徐懿凡

薛懿

张子萱

(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

欧洲在人工智能领域有人才缺口 6

导读：欧洲对人工智能人才的匮乏有多严重？与世界人工智能领先者美国、中国和英国相比，欧洲又有何不同？

从中国到中欧的欧洲产业链转移尚未发生 11

导读：近期，西欧从中欧的进口大幅下降，而从中国进口的下降幅度要小得多，到2020年4月已经恢复到新冠疫情爆发前的水平。我们认为中欧各国政府应采取新措施，促进经济活动向知识密集型产业过渡。

2020年二季度美国经济概况 15

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、二号区的发展。本文的分析基于截至2020年8月14日的数据。

新冠肺炎疫情与股市长期估值 34

导读：新冠肺炎疫情爆发后，美国股市迅速反弹，重燃了关于股市“泡沫”的讨论。本专栏探讨资产价格如何受到实体经济剧烈冲击的影响，以及有哪些因素推动了这种影响。相关调查数据表明，从长期来看，高资产估值可能不止反应了投资者的乐观情绪。与政府证券相比，股市的预期收益更高，这可能是投资者不顾整体经济环境动荡反而选择继续信任股市的关键。

聚焦中国

风险业务：关于中国贷款和非洲债务问题的新数据 38

导读：最新数据显示，中国占低收入非洲国家公共债务存量的22%（2018年）和偿债总额的29%（2020年）。然而，中国的作用不应被高估。22个面临债务危机的国家中，中国是其中过半国家的小债权人，他们的债务问题不是中国引发的。在这22个国家中，有7个国家（安哥拉、吉布提、喀麦隆、刚果共和国、埃塞俄比亚、肯尼亚和赞比亚）的所有公共债务和公共担保债务的四分之一或更多来自中国，其中四个国家在2018年和2019年与中国的贷款人就债务重组进行了谈判。中国的银行“逐个项目”的分析可能忽略了借款国的总体债务风险，仅有四分之一的中国贷款是由自然资源出口担保的。借款国政府应该在借款之

前更好地规划项目。中国的贷款承诺有很大一部分支付缓慢，部分原因是借款方无力履行其应承担的项目责任。拖延损害了银行、承包商和借款国政府。

战略观察

疫情之后：通胀还是通缩？ 55

导读：新冠肺炎之后的世界经济会保持通胀还是进入通缩？对此观点并不一致。有人认为，疫情导致的失业率上升，就业不足，储蓄增加，因此在可预期的未来，通胀将保持低位，甚至低于目标。而另一派观点认为，一旦复苏开始，已经采取的扩张性货币和财政政策将产生通胀的复苏。孰对孰错，我们将在实践中进行检验。

紧急贷款与消费 59

导读：发展中国家尚不健全的社会保障意味着大多数低收入公民在疫情期间无法实现在家工作或无法获得充分的就业保障。尽管各国财政政策施展空间有限，进入国际金融市场的机会也相当有限，但许多发展中国家政府实施了对家庭和企业的援助方案。本专栏评估了伊朗紧急家庭贷款计划对消费的影响，研究发现，贷款同非耐用品与半耐用品的消费增长正相关，而对耐用品消费或资产购买则没有显著影响，这表明紧急贷款主要投向其预期目标领域。

美国贸易代表莱特希泽的贸易主张 63

导读：罗伯特·莱特希泽是特朗普政府的最高贸易特使、美国贸易代表（USTR），他在自己最近一次为贸易政策失败的辩护中，体现出了为更多贸易战、18世纪重商主义思想，以及改写过去75年世界经济历史辩护的思想。在《华尔街日报》8月20日发表的一篇评论文章中，莱特希泽阐述了他对世界贸易组织（WTO）改革的不满。但他提出的主张因过于极端而无法施行，他对于贸易价值的解读也是过时的。

本期智库介绍 66

欧洲在人工智能领域有人才缺口

Julia Anderson, Paco Viry 和 Guntram B. Wolff/文 李佳欣/编译

导读：欧洲对人工智能人才的匮乏有多严重？与世界人工智能领先者美国、中国和英国相比，欧洲又有何不同？编译如下：

无论人工智能有多么的智能，它仍然依赖技术达标的人类来运作，而技术人才在欧盟是极其稀缺的。在 2019 年，一家德国公司平均需要花费六个月才能为每个岗位找到合适的人才。

人工智能技能的匮乏削弱了欧洲的工业前景。如果没有适当的培训来缩小技能差距，欧洲只有较少的企业能够通过将人工智能纳入其业务运作来大幅度提高生产率。欧洲的人才匮乏也表明，欧盟的工资和更广泛的工作吸引力并不能在全球劳动力市场上参与竞争。有前途的欧洲初创企业无法吸引他们需要的人才。只要人工智能的专业知识仍然是只有科技巨头和对冲基金才能负担得起的奢侈品，欧盟将无法实现其技术和增长的目标。

欧洲是部分世界上最好的科学机构和工程研究机构的所在地，在欧洲这些领域的博士人数比世界的任何其他地方都多¹。但是，正如李开复在他的《人工智能超能力》一书中指出的那样，相比于数据科学家、程序员和人工智能业务翻译人员，人工智能技术的使用更少地依赖于一流的科学家，而恰恰是他们才可以将现有的深度学习算法应用于现实商业用途。

那么，欧洲的人工智能人才匮乏到底有多严重，与世界上的人工智能领先者——美国、中国和英国相比又有多大？我们发现，欧盟在培训和留住人工智能人才方面的表现很差。欧盟正在采取一些新的举措来试图改善这一状况，但其效果在数据中尚不明显。

每年人工智能相关学位的授予

计算机科学学位授予的数据可以描绘一些关于人工智能相关学位的教育程度的迹象²。计算机科学是一个广泛的领域，包括数据科学、信息技术、软件工程、机器人和其他人工智能专业³。不幸的是，数据无法在更细的类别上进行区分⁴。

¹ OECD 经合组织，《教育和培训指标》，2019 年。

² 这里遵循了欧盟关于欧洲人工智能教育的报告中提供的定义。我们还探讨了完善人工智能相关课程。然而，只有美国可以获取数据。

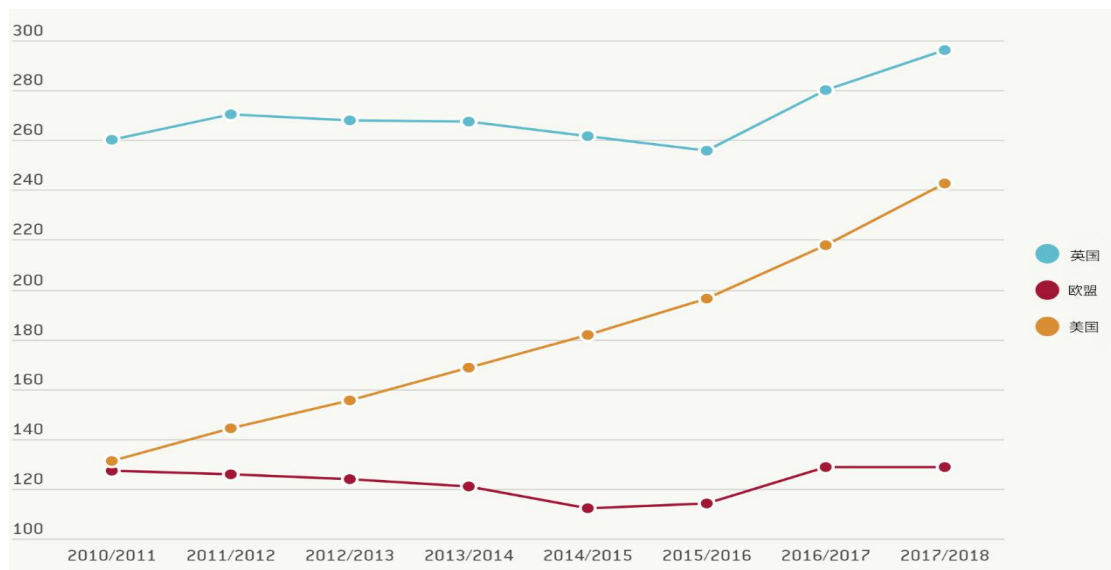
³ 在这里看到欧盟、美国和中国的全部方案清单。

⁴ 中国：中国当局没有在一个较细的层级上报告教育统计数据——是在一个较高的一般学

图 1 显示了欧盟、美国和英国的计算机科学学士学位授予情况，但由于缺乏数据没有显示中国。图 2 显示了所有地区的研究生学位授予（硕士和博士都被包含在内）。为了解欧盟的相对实力，图 3 显示了每年授予研究生学位的绝对数量（请注意，欧盟的数字被低估了，因为缺乏包括法国在内的几个欧盟国家的数据）。

欧盟在全部的三个方面都表现不佳：在截至 2018 年的八年期间，学士学位的授予数量实际上减少了。虽然在研究生方面取得了一些进展，但欧盟 6% 的年增长率与美国 13% 的增长率一比就相形见绌了。换句话说，差距扩大了。

图 1 每百万居民中计算机科学学士学位的授予数量

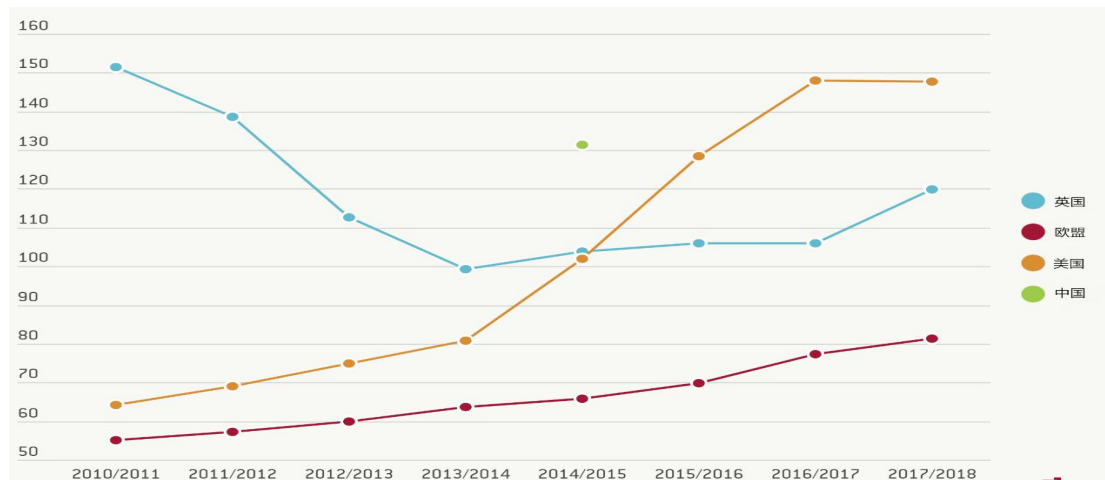


数据来源：美国教育部、国家教育统计中心、高等教育一般信息调查（HEGIS）的美国数据；欧盟和英国数据来自欧洲信息部基于国家的统计数据；中国数据来自 Loyalka 等人（2019 年）估计的中国数据。

注：（一）研究型大学授予计算机科学学位。（二）欧盟不包括数据缺失的下列国家：比利时、克罗地亚、塞浦路斯、法国、匈牙利、立陶宛、卢森堡、马耳他、荷兰、波兰、斯洛伐克、斯洛文尼亚和瑞典。（三）欧盟的数据在若干年内近似于下列国家：丹麦、希腊和罗马尼亚。

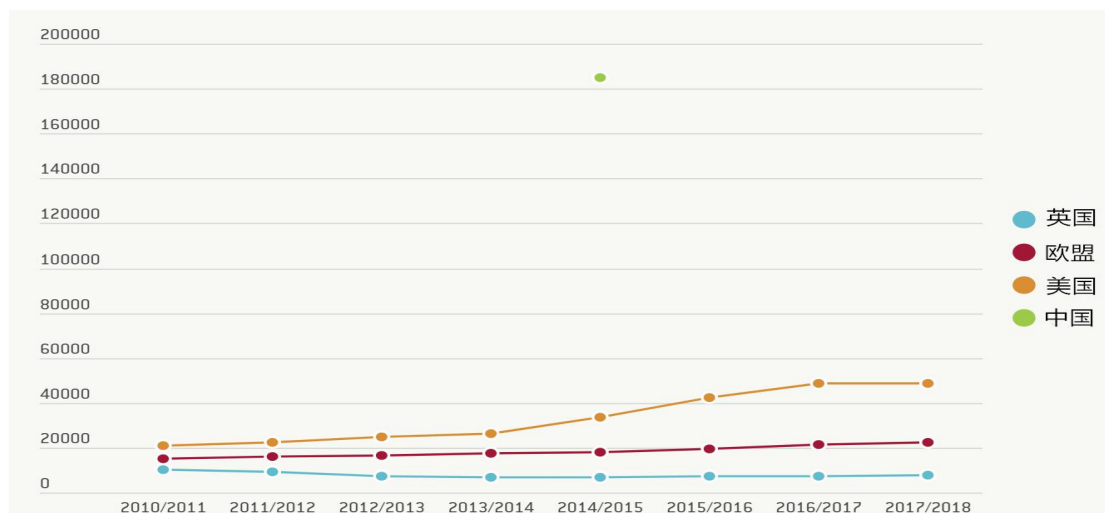
科级别上报告的（如“科学”或“工程”）。因此，我们必须依靠非官方的估计。我们发现 2014/2015 学年计算机科学研究生人数的点估计。这是一篇学术论文，作者对中国主要研究型大学进行了自己的调查。欧盟：在欧盟层面没有汇总的报告。因此，我们必须依靠非官方的汇总。欧洲信息学协会是欧洲计算机科学部门和研究实验室的一个协会，每年为计算机科学学位举办一次汇总活动。美国：美国教育部报告了每年授予计算机科学学位的数量。

图 2 每百万居民中获得计算机科学博士和硕士学位的数量



数据来源：同图 1。

图 3：授予计算机科学博士和硕士学位数量



数据来源：同图 1。

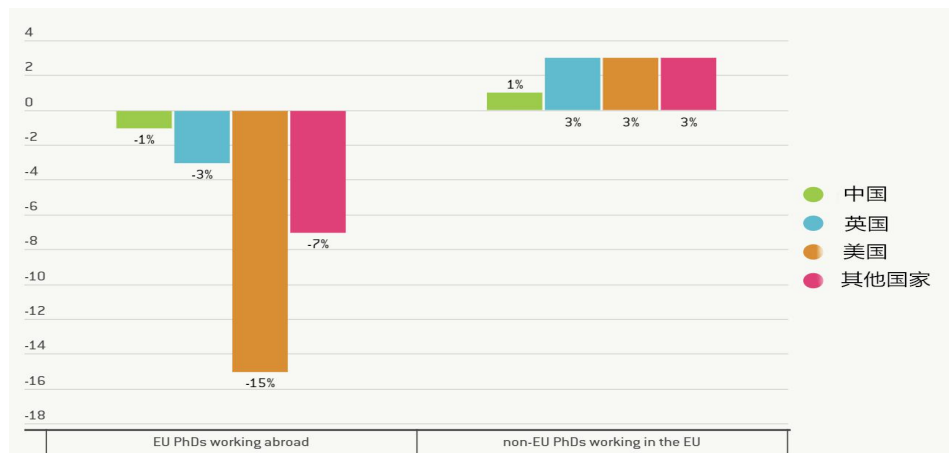
吸引和留住人工智能博士人才的能力

欧盟人工智能教育的赤字可以通过入境移民来缓解。然而，如图 4 所示，欧盟劳动力市场吸引的国际人工智能人才份额相对较小。更糟糕的是，欧洲失去了很大一部分它所培养的博士学位人才（特别是流向了美国）。

图 4 是基于 jfgagne.ai 对顶级人工智能会议的博士生贡献者概况的分析⁵。

⁵ 对有时间、联系和资金参加这类会议的博士持有者实行选择偏向。

图 4：欧盟和其他地区对人工智能博士的吸引力（2019 年）



数据来源：jfgagne.ai，2019 年全球 AI 人才报告。

注：根据对人工智能领域 21 次主要科学会议出版物的审查和对作者领英简介的分析。欧盟由法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、瑞典组成；RoW 由澳大利亚、加拿大、印度、以色列、日本、新加坡、韩国、瑞士、中国台湾组成。

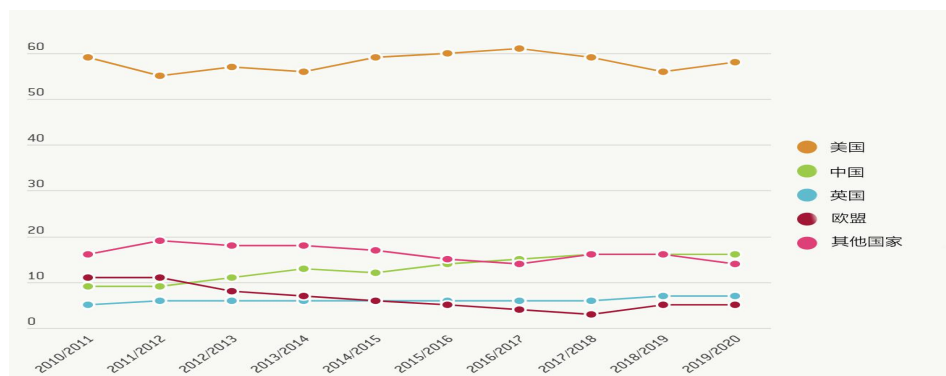
活跃人群中人工智能人才的分布情况

另一项证据来自对领英个人资料的研究，通过关键词过滤和机器学习筛选，对超过 6.45 亿个人资料进行了综合识别人工智能技能。研究发现，英国拥有人工智能技能的个人数量平均是欧盟的 1.8 倍⁶。而美国多出 3.1 倍。

人工智能排名前列的大学数量

最后，我们看看根据出版产出进行排名的每个地区顶级人工智能大学数量。图 5 清楚地表明美国大学在排名中占主导地位。欧盟大学一贯表现不佳。

图 5：前 100 所人工智能大学（基于学术出版物）



⁶ 在数据限制方面，领英指出，“领英的成员约占欧洲活跃劳动力的 50%，其成员在欧盟各地分布不均匀。因此，虽然结果在统计上没有代表性，但在我们的成员中往往可以很好地代表数字化和高科技劳动力”。

目前国家层面和欧盟正在做出一些努力，以弥补人工智能赤字。在 2019 年 8 月，德国政府表示将授予 30 名新的人工智能教授职位。2020 年 2 月，欧盟委员会承诺制定一项计划以“吸引最好的教授和科学家”，并“在人工智能领域提供世界领先的硕士课程”。这些都是初步的措施。

欧盟应对措施不足之处在于其对预算的承诺。欧洲理事会于 2020 年 7 月 21 日商定将不到 5 亿欧元的预算资金用于加强欧盟的数字技能（与欧盟委员会的建议相比减少了 17%）⁷。鉴于资金是分布在 7 年内和 27 个国家中，5 亿欧元还远远不够——考虑到资助一个具有国际竞争力的人工智能教授职位可能需要 500 万欧元的费用。

在德国政府承诺的 30 个新教授职位中，到目前为止只授予了两个。这是一项有声望并且资金充足的倡议，其实施较为缓慢体现了欧盟在建设其人工智能教育领域时遇到的困难。欧盟要想实现其技术目标和增长目标，就必须进行大量的投资。

本文原题为“Europe Has An Artificial-intelligence Skills Shortage”。本文作者 Julia Anderson 为 Bruegel 的研究助理, Paco Viry 为 Bruegel 的研究助理实习生, Guntram B. Wolff 是 Bruegel 的经理。本文于 2020 年 8 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接](#)

⁷ 在欧盟委员会 2020 年 5 月的数字欧洲方案概算中，82 亿欧元的方案预算总额中有 6 亿欧元分配给数字化技能和就业，即占总额的 7%。我们将这一比率应用于欧洲委员会 2020 年 7 月的数字欧洲方案订正预算（68 亿欧元）。

从中国到中欧的欧洲产业链转移尚未发生

Zsolt Darvas / 文 张子莹 / 编译

导读：近期，西欧从中欧的进口大幅下降，而从中国进口的下降幅度要小得多，到2020年4月已经恢复到新冠疫情爆发前的水平。我们认为中欧各国政府应采取新措施，促进经济活动向知识密集型产业过渡。编译如下：

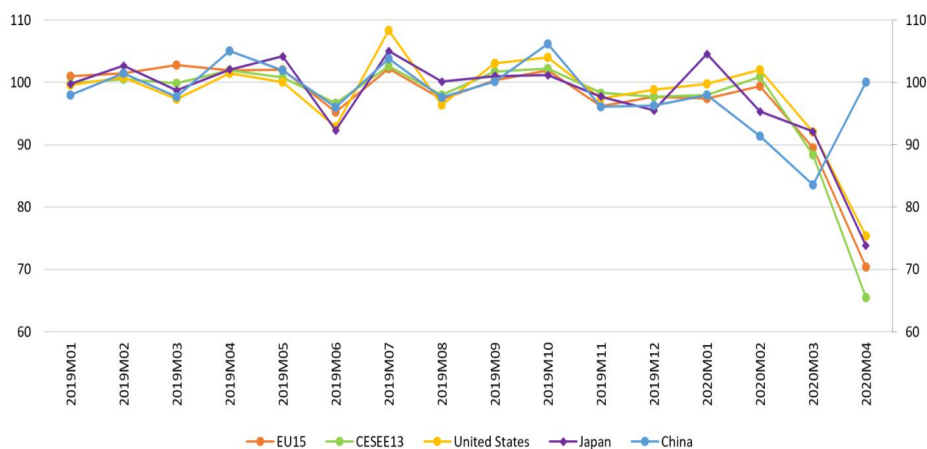
今年，新冠疫情的爆发给全球贸易带来了重大影响，并打乱了全球生产网络的运作。从中欧、东欧和东南欧国家（CESEE）的角度来看，这可能使西欧制造商供应链向东亚倾斜，并促进中欧、东欧和东南欧等国的投资活动。

据世界贸易组织预测，2020年全球第二季度的商品贸易量将比去年同期下降近20%，这是有史以来规模最大的衰退。当前全球近一半的贸易是中间产品的贸易，但疫情的爆发使得这种中间品的交易受到影响，这导致了产业链受损，逆全球化等问题。对于西欧企业来说，由于地理位置接近，CESEE将是供应链重新整合的重点区域，这些地区的投资增加将有助于欧洲经济从新冠疫情的打击中复苏，支持经济增长和就业。

贸易数据令产业链迁移的希望落空

然而，最近的贸易数据让这种理想变得暗淡：欧盟15个国家从CESEE地区的进口大幅下降，而截至2020年4月，欧洲国家从中国的进口已恢复到2019年的水平。从CESEE的进口则下降了35%，欧盟成员国之间进口平均下降了30%，从美国和日本的进口下降了25%。中国是疫情的最初爆发国，因此从中国的进口下降时间早于其他国家，但即使是在2020年3月的最低点，这一数值也仅比2019年的平均水平低16%，而在2020年4月，它已恢复到2019年的水平。

图1 欧盟15国进口数据



(从左到右依次为欧盟15国、东欧东南欧、美国、日本、中国)

在 13 个中欧和东欧国家中，斯洛伐克出口受到的打击最大，几乎减半。罗马尼亚是第二大重灾区，其次是匈牙利和捷克共和国，出口损失约 40%。爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛的损失则在 15% 左右。

欧盟从中国的进口数据显示，从 2019 年 4 月到 2020 年 4 月，最高增幅是：自动数据处理机（+8.84 亿欧元，+33%）、纺织面料服装制品（+1.29 亿欧元，+36%）以及电子、阀门相关产品（+9200 万欧元，+12%）。下降最大的是鞋类进口（-2.54 亿欧元，-52%）、电信设备（-2.32 亿欧元，-6%）以及婴儿车、玩具、游戏和体育用品（-2.25 亿欧元，-28%）。其他中间产品如泵、压缩机、风机、电力机械及零部件、机动车零部件降幅较小。

我们能从这些数据中得到什么？

首先，鉴于 2020 年 4 月欧盟 15 国的经济活动和进口总额远低于 2019 年的平均水平，从中国进口量的短暂下降和快速反弹确实非常显著，从供应链中断的角度来看，供应链似乎还没有向东南欧转移。另外，中国对疫情的应对处理及时，经济复工较快，这可能加强了中国供应商的可靠性。

第二，虽然中欧和东欧国家在地理上很靠近欧盟市场，但它们远远无法代替中国在价值链中的地位。例如，在信息和通信技术产品的最主要的产业链在东亚，也许将某些中间品从中国转移到欧洲意味着离消费者更近，但会离其他供应商更远，而在欧洲复制整个产业链则几乎是不可能的。

第三，欧盟 15 国从美国和日本的进口下降幅度低于 CESEE，这表明，在封锁和贸易中断时期，与西欧的距离并不是驱动贸易流动的主要决定因素，贸易的产品构成似乎是一个更重要的因素。这再次证明了不应 CESEE 与西欧的地理接近过于乐观。

第四，贸易受损的程度取决于贸易产品，斯洛伐克、罗马尼亚和匈牙利等更融入西欧生产网络的中东欧国家出口下降幅度更大。由于大部分出口品都是制造业产品，出口下降应与工业生产下降同时发生。欧盟统计局的数据显示，从 2019 年 5 月到 2020 年 5 月，斯洛伐克、匈牙利和罗马尼亚的工业生产下降幅度最大（约三分之一）。这表明在欧洲产业链中过于下沉会使一个经济体遭受更大的总体风险，并对就业和 GDP 增长产生影响。

第五，随着工业生产的复苏，贸易也在复苏。欧盟统计局的数据显示，放松封锁以来，工业生产从 2020 年 4 月至 5 月开始恢复，在编写本报告时，可获得的最新双边外贸数据是 2020 年 4 月。因此，预计到 4 月份欧盟内部贸易的大幅下降将在未来几个月内得到纠正，但复苏的节奏如何还有待进一步研究。

第六，与全球价值链相关的贸易在 2008 年全球金融危机后的损失也比传统贸易严重得多，但 2009 年之后恢复得更快（见图 1）。

因此，过度参与全球价值链会使贸易和生产对全球经济的变化更为敏感，这可能对产出、就业、政府预算平衡和经济冲击时期等许多指标产生不利影响。尽管我们无法断言这种影响会持续多久，但这种不利的变化肯定会使经济、社会和经济政策的政策制定者对产业政策有所考量。

参与全球价值链的长期好处

参与全球价值链有许多长期的好处。正如 Richard Baldwin 所说，产业结构欠发达、国内市场较小的新兴国家和发展中国家可以加入高科技国家企业的供应链，而不是像韩国和台湾那样长期建立供应链，因为这些国家是在全球价值链时代之前发展起来的。

国际货币基金组织最近的一项研究得出结论，对人均收入和生产率有积极影响的是与全球价值链相关的贸易，而非传统行业。这种长期利益可能促使中东欧国家政府尽可能多地吸引外商直接投资，最近，中东欧国家为吸引国外知名制造商而展开的竞赛似乎表明，这一发展战略将继续下去。

大多数中东欧国家在产业链的地位并没有上升

我们评定发展的另一个重要标准是，参与全球价值链的公司是否在价值链中逐渐向上移动。IMF 通过分析德国的汽车供应链发现，对大多数中欧和东欧国家而言，结果都是不利的：对于捷克共和国、匈牙利、波兰和斯洛伐克来说，2000 年至 2013 年，高技术水平和低技术水平行业的贡献大体保持不变，这表明这些国家在价值链上的地位没有上升。相比之下，罗马尼亚的制造业正从低技术转向高科技。至于非欧盟国家，研究发现，中国对德国汽车供应链的贡献正在向更多的高科技服务业转移，而俄罗斯则由于采矿业和采石业在低技术制造业的贡献度出现提高。

相关指标表明，经济、社会的建设进展也不令人满意。欧盟的创新计分板采用 27 项绩效指标衡量，分为四大类 10 个创新维度，得出的结论是，除爱沙尼亚外，中东欧国家 2019 年的排名远低于欧盟平均水平。此外，2012 年至 2019 年，捷克、匈牙利、保加利亚和斯洛伐克的创新绩效低于欧盟平均水平，罗马尼亚和斯洛文尼亚的创新绩效甚至出现倒退。

总的来说，虽然参与全球价值链在经济增长和就业方面为中非经济体国家带来了重大利益，但这与技术和创新能力的提高却没有关系。而且随着工资的快速增长和人口前景恶化，该地区在西欧制造业网络中的低成本优势正在逐渐减弱。

如果想向价值链的上游移动，向知识密集型活动的方向发展，首先需要更好的教育和研究，而这反过来又需要更高的公共支出。

例如，在大多数中欧和东欧国家，高等教育的公共支出低于国民总收入的1%，但在大多数北欧和西欧国家，这一比例约为1.5%或更高。在即将进行的一项研究中，我们发现大学公共支出与一些教育成果指标之间存在着统计学上的显著相关性。小学和中学教育同样重要。正如 James Heckman 所说，在贫困家庭中，儿童早期发展的最高回报率来自于尽早投资，因为技能以互补和动态的方式产生技能。塞西有许多贫穷和处境不利的家庭。中等教育、职业培训和终身学习同样至关重要。鉴于中东欧国家的公共债务相对较低，而且其经济增长预期要快于西欧（这将有助于提升它们的财政可持续性），这些国家为什么没有将更多的资源用于教育和研究呢？

新冠疫情的冲击应该给中东欧国家的决策者敲响警钟。确实现有的经济模式吸引了外商直接投资注入了全球价值链，虽然这在短期会提振经济，但并不会从根本上提升产业链地位，相反，欧洲国家应采取一些提升本国供应链地位的一些政策。

本文原题为“Relocating Production From China to Central Europe? Not So Fast!”。本文作者 Zsolt Darvas，是 Bruegel 高级研究员，布达佩斯科维努斯大学的高级研究员。本文于 2020 年 8 月发表于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

2020 年二季度美国经济概况

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、二号区的发展。本文的分析基于截至 2020 年 8 月 14 日的的数据。编译如下：

1. 总览

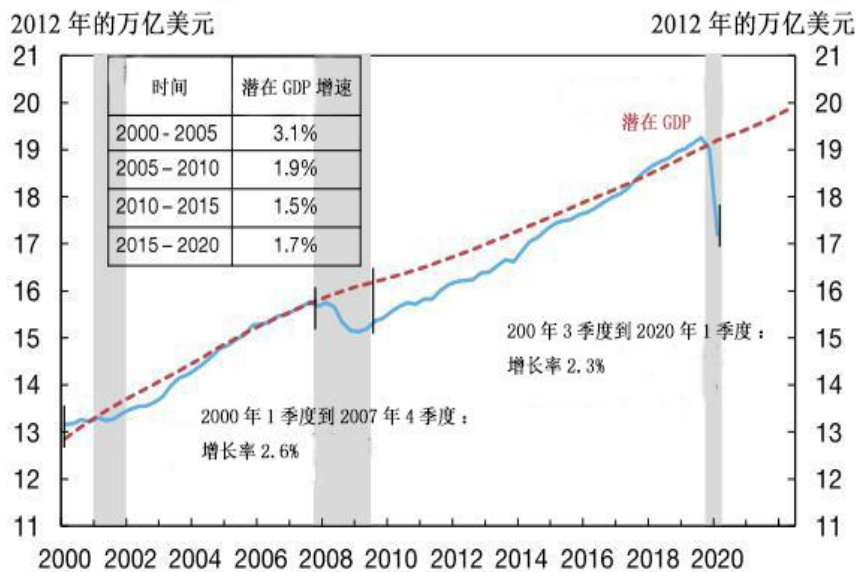
- 6 月份消费支出继续反弹。
 - 商品支出恢复到 2 月份的水平，但服务支出仍远低于 2 月份的水平。
 - 2020 年《新冠病毒疫情救助、救济与经济安全法案》(Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act, 简称 CARES 法案) 的经济影响在当月减少，名义个人收入也随之下降。
 - 7 月份消费者信心下降。
- 2020 第二季度，实际商业设备支出大幅下降，反映了 COVID-19 大流行的破坏力。
 - 6 月份非国防资本货物的新订单和运输量进一步反弹。
- 6 月份房地产行业持续复苏。
 - 独户住宅开工量以及新屋和现房的销售量均有所上升，但由于许多州爆发严重的新冠肺炎疫情，前景的不确定性依旧很高。
- 7 月份就业人数增长速度放缓。由于临时裁员减少，失业率开始下降。劳动力参与率基本保持不变，就业人口占总人口的比例略有增长，但两者仍然都很低。此外，近期永久性失业人数的上升已经停止。
- 核心个人消费支出 (PCE) 通胀仍远低于联邦公开市场委员会 (Federal Open Market Committee, FOMC) 的长期目标。
- 美国股市指数在过去一个月有所上涨。隐含波动率下降。10 年期国债的名义收益率仍然处于低位。市场隐含的预期政策利率路径变化不大。广义贸易加权美元指数普遍下跌。油价缓慢上涨。

2020 年第二季度，产出远低于潜在产出。

- 2020 第二季度的实际 GDP 比国会预算办公室 (CBO) 估计的实际潜在 GDP 的低了约 10.4%。
 - 第二季度的产出缺口是战后时期最大的负产出缺口。上一个低点是 1982 年第四季度的-7.3%。

- 7 月份 10.2% 的失业率远高于 CBO 对其长期自然失业率 (4.38%) 的估计。
- CBO 预计, 明年实际潜在 GDP 将以相对缓慢的速度进行增长 (1.4% 左右)。
- 其他措施也表明, 美国经济中存在相当多的资源冗余。尽管 6 月份出现反弹, 但产能利用率仍然很低。

图 1 GDP



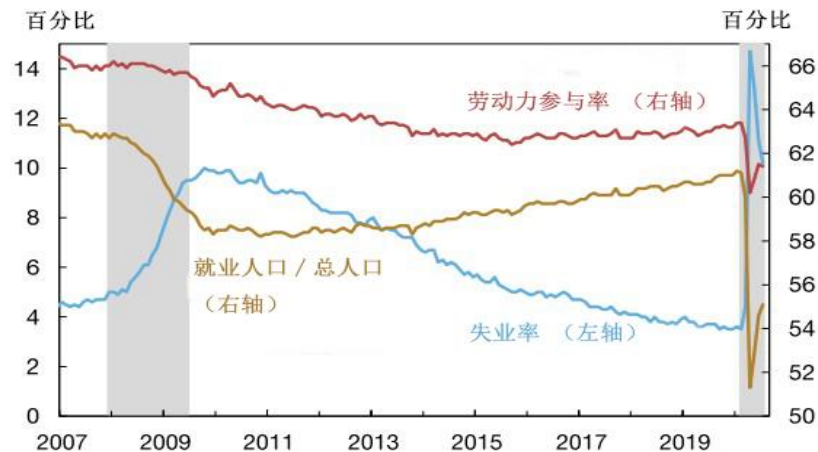
数据来源: 经济分析局 (BEA), 国会预算办公室 (CBO)。

注: 阴影部分表示国家经济研究局 (NBER) 定义的衰退。

7 月劳动力市场状况缓慢改善

- 失业率从 6 月的 11.1% 下降到 7 月的 10.2%。
- 7 月非农就业人数增加了约 180 万。
 - 受制造业 (+26000) 和建筑业 (+20000) 的推动, 商品生产行业的就业人数增加了 3.9 万人。
 - 私营服务业的就业人数增加了 140 万, 其中休闲旅游业增加 59.2 万, 零售业增加 25.8 万个, 教育和健康服务业增加 21.5 万个。
- 就业人口占总人口的比例从 6 月的 54.6% 上升到 7 月的 55.1%。

图2 劳动力市场指标



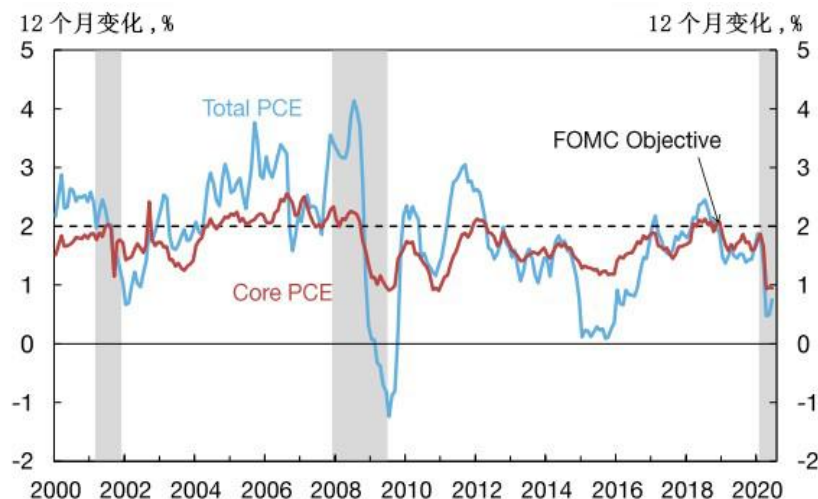
数据来源：经济分析局。

注：阴影部分表示国家经济研究局（NBER）定义的衰退。

通货膨胀率持续低于2%

- PCE 总价格指数在5月上涨0.1%后，在6月上涨了0.4%。核心PCE价格指数（不包括食品和能源价格）在5月上涨0.2%之后，在6月上涨了0.2%。
 - 6月能源价格上涨了4.6%，同比下跌12.8%。食品价格上涨了0.5%，同比上涨5.2%。
- PCE 总价格指数12个月变化上涨至+0.75%，而核心PCE价格指数12个月变化保持在+0.9%。然而，核心PCE通胀率仍明显低于联邦公开市场委员会（FOMC）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。

注：阴影部分表示国家经济研究局（NBER）定义的衰退。

2. 经济活动

2020 年第二季度实际 GDP 大幅下跌

- 根据 BEA 的初步估计，2020 年第二季度实际 GDP 年增长率为-32.9%（季度增长率为-9.5%），是战后时期最严重的下跌。4 季度变化为 9.5%。
- 第二季度实际个人消费支出折合为年率下降了 34.5%，降幅最大。受新冠疫情影响，服务行业下降最为严重。
- 商业投资、住宅投资、出口和进口也大幅下降。
- 联邦政府支出上升，反映了与 PPP 项目相关的支出。州和地方政府支出下降。
- 由于新冠肺炎转移，该季度个人收入有所增加。个人储蓄率升至 25.7%。

图 4 GDP 增长



数据来源：经济分析局。

制造业继续反弹

- 制造业产出在 5 月份增长 3.8%后，6 月份增长了 7.2%。然而，制造业生产 12 个月变化为-11.2%。
- ISM PMI 指数在 7 月份上升了 1.6 个百分点至 54.2。并且新订单指数和生产指数分别上升了 5.1 和 4.8 个百分点，升至 61.5 和 62.1。
- 美联储 7 月份的 5 项地区调查都显示，随着部分经济领域重新开放，制造业状况持续改善。此外，5 项调查都显示，自疫情爆发以来，制造业首次出现好转。

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。

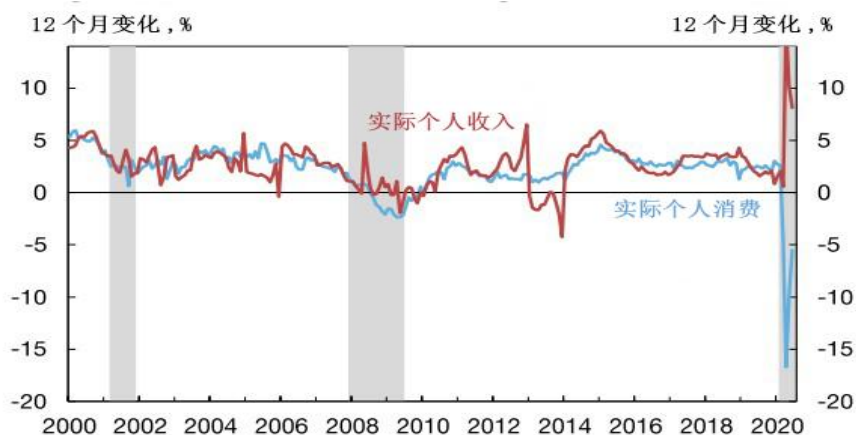
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

3. 家庭

6 月消费者支出再次增加

- 6 月实际 PCE 增长了 5.2%，比 2 月份的水平低 6.6%。
 - 商品消费支出增长 5.7%，其中耐用品消费增长 8.8%，非耐用品消费增长 4.1%。商品支出回到了 2 月份的水平。
 - 服务业支出增加了 5%，仍然比 2 月份的水平低了约 12%。
- 6 月名义个人收入下降了 1.1%。
 - 尽管失业保险金增加了，但是受经济的影响，个人收入还是下降了
- 6 月个人可支配收入下降 1.4%，个人储蓄率从 5 月的 24.2% 降至 6 月的 19.0%。

图 6 个人可支配收入和消费



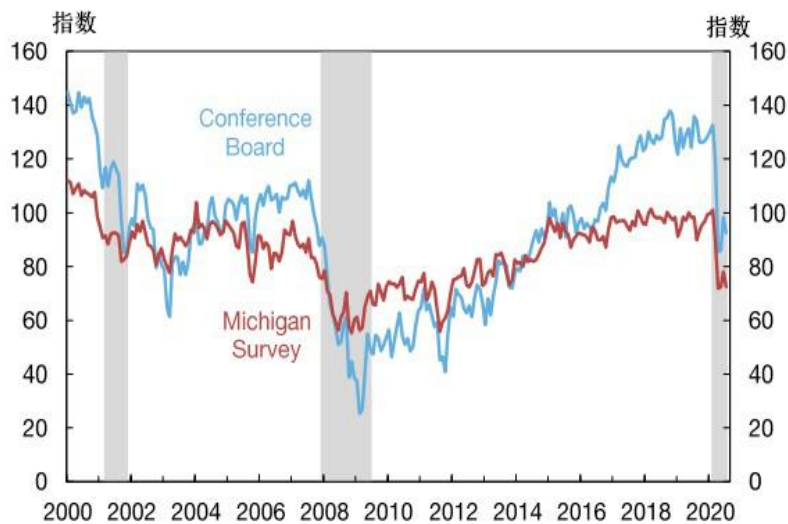
数据来源：BEA，美国联邦储备委员会。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

7月消费者信心下降。

- 7月消费者信心指数下降。
 - 7月世界大型企业联合会指数（Conference Board）从98.3降至92.6。
 - 密西根消费者信心指数从78.1降至72.5。
- 世界大型企业联合会指数下滑的原因是预期指数下滑了15个点。
 - 相比之下，7月现况指数从86.7增加到94.2。
- 7月消费者对就业和商业状况的短期展望也在恶化。

图7 消费者信心



数据来源：世界大型企业联合会，密西根州。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

4. 商业部门

2020 年第二季度设备支出直线下降

- 2020 年第二季度，实际商业设备投资同比下降 37.7%，并且已经连续下降 5 个季度，4 个季度变化是-15.5%，是自 2009 年第三季度以来的最低水平。
 - 2020 年第二季度，信息处理设备的支出上升，但其他主要设备类别的支出下降。运输设备的下降尤其严重。
- 设备投资疲软，同时产能利用率低。
 - 6 月份这一比率为 66.9%，高于上一次衰退的低谷，但低于衰退前的低谷。
 - 从历史上看，产能利用率低与设备投资疲软有关。

图 8 设备投资和产能利用



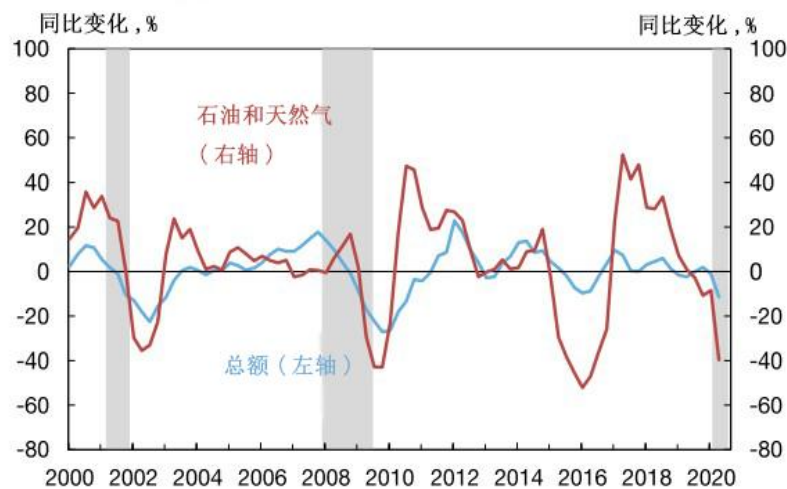
数据来源：BEA，美国联邦储备委员会。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

2020 年第二季度非住宅建筑支出下降。

- 实际非住宅建筑投资同比下降 34.9%，已连续下降 3 年。4 个季度变化是 -11.5%。
- 所有主要建筑类型的支出都大幅下降。采矿勘探、竖井和油井三方面的下跌最为严重。
- 过去几个季度，石油和天然气方面的建筑支出一直疲弱，反映出能源价格走低的影响。钻机数量的持续低位表明该支出近期内将进一步疲软。
 - 能源以外的建筑投资在最近几个季度也一直低迷或下降。

图 9 非住宅建筑投资



数据来源：BEA，美国联邦储备委员会。

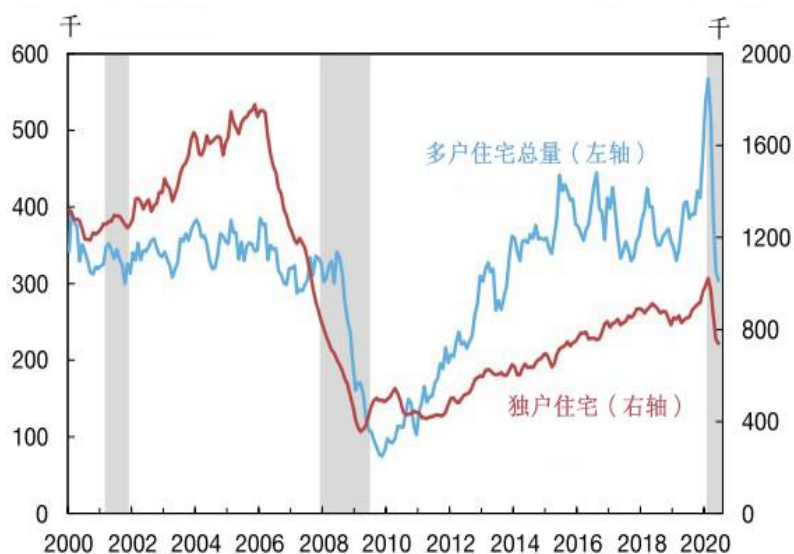
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

5. 房地产行业

6月房屋开工率开始反弹。

- 房屋开工总数增长 17.3%。截至 6 月份的 12 个月里，房屋开工率下降了 4.0%。并且房屋开工 3 个月搬迁均值约为 104.4 万户（折合年率）。
- 独户住宅开工数（折合年率）为 83.1 万户，比 5 月份出高 17.2%，同比下降 3.9%。并且独户住宅 3 个月开工数的均值降至 74 万户。
- 多户住宅开工数升至 35.5 万户（折合年率），比 5 月高 17.5%，同比下降 4%。并且多户住宅 3 个月开工数的均值降至 30.4 万户。

图 10 房屋开工量



数据来源：人口普查局。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

房价依旧保持坚挺。

- 房地产数据公司 CoreLogic 的独户住宅价格指数继续强劲增长。
 - 截至 6 月份的 12 个月里，房价上涨了 4.9%。
 - 自 2019 年底以来，房价上涨速度加快。
 - 2020 年第二季度的价格增长超过了 2020 年第一季度。
- 待售房屋供应收紧。
 - 6 月的待售库存相当于 3.8 个月的销售额。
 - 随着销售从 3 月和 4 月的大幅下滑中复苏，库存再度收紧。

图 11 独户住宅市场



数据来源：CoreLogic，全国房地产经纪人协会。

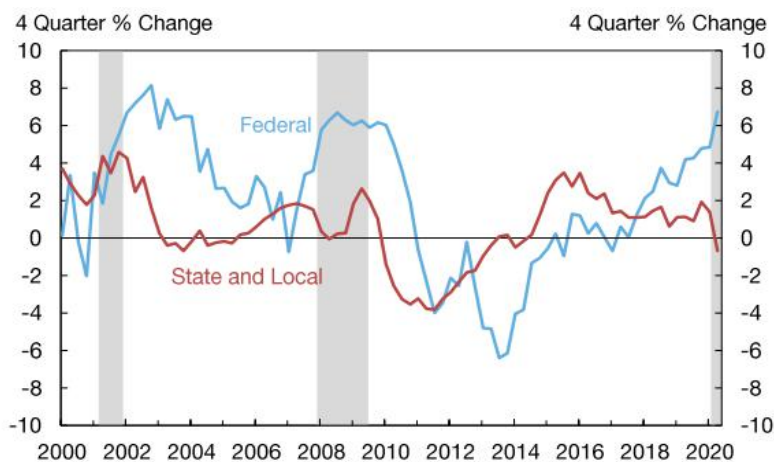
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

6. 政府部门

实际政府支出增长放缓。

- 截至 2020 第二季度，过去一年实际政府消费和总投资增长了 2.1%，低于第一季度的 2.7%。
- 联邦政府与州和地方政府在发展上有明显的分歧。
 - 2020 年第二季度实际联邦支出的 4 个季度变化为 +6.7%，是自 2008 年以来最高的。
 - 实际州和地方政府支出的 4 个季度变化为 -0.6%，是自 2013 年以来的最低水平。
- 实际联邦支出的增加是由工资保护计划贷款申请所推动的。

图 12 实际政府消费和总投资



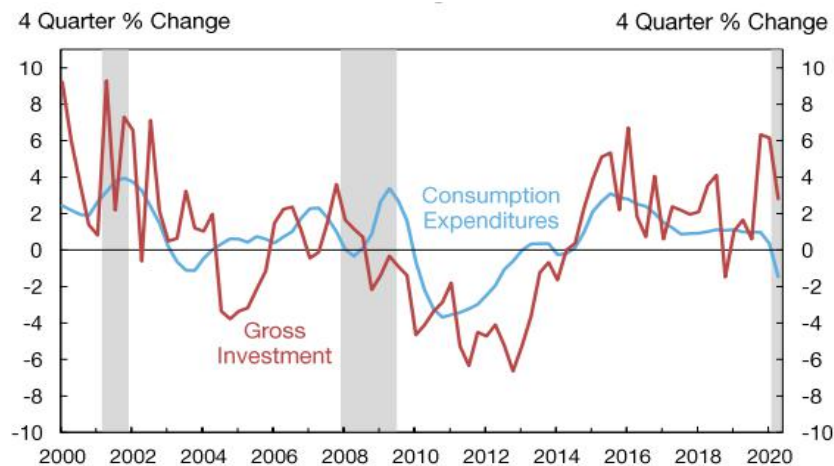
数据来源：BEA。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

州和地方政府的支出骤降

- 截至第二季度，过去一年州和地方的实际消费增长率为-1.47%，这是自 2012 年以来从未出现的降幅。消费支出主要包括工资， 占总支出的 80%以上。
- 第二季度，州和地方政府总投资支出的 4 季度变化为+ 2.8%，与最近几个季度相比增速明显放缓。
 - 按重要性排列，总投资类别为新设备（如计算机），知识产权产品（如软件）以及公共工程和基础设施项目。

图 13 实际州/当地政府消费和总投资



数据来源：BEA。

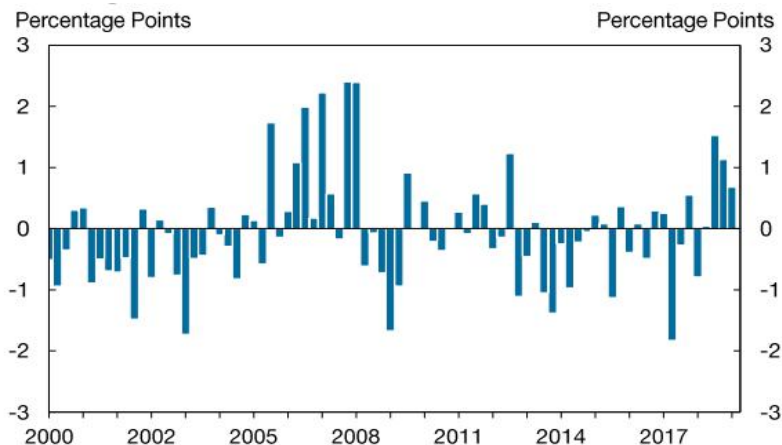
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

7. 国际进展

净出口仍对 GDP 有促进作用，但影响正在减弱。

- 根据提前发布的数据，2020 年第二季度净出口为 2020 第二季度的 GDP 增长贡献了 0.68 个百分点。
 - 实际出口下降了 22.0%（按年率），实际进口下降了 17.4%（按年率）。
 - 实际出口和进口均比上一季度大幅下降，因为新冠疫情给世界贸易造成了巨大损失。
- 6 月的贸易逆差为 507 亿美元，较 5 月的 548 亿美元减少了 41 亿美元。
 - 商品的实际出口额较上月增长了 12.2%，主要是受耐用品贸易量增长的推动，例如资本品和汽车。
 - 实际货物进口也增长了，但仅增长了 4.1%。增长的主要动力是汽车需求的增长，扭转了前几个月的下降趋势。

图 14 净出口：对 GDP 增长的贡献

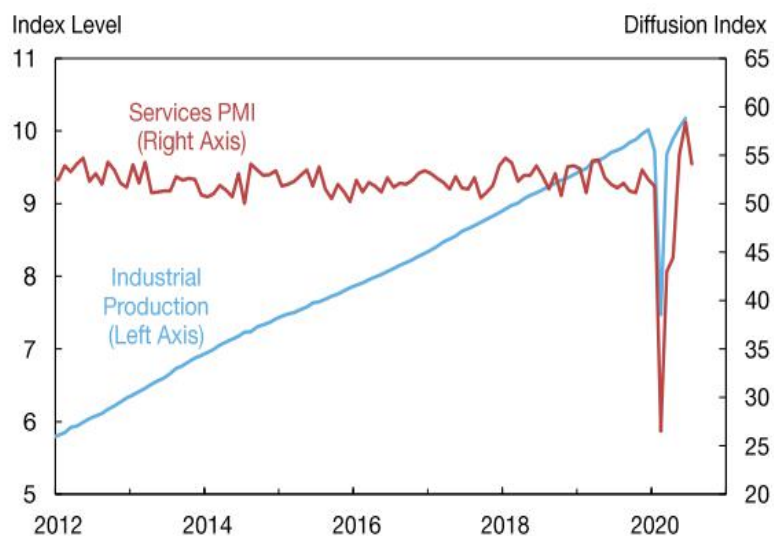


数据来源：BEA。

中国经济强劲复苏

- 中国工业产出在第一季度“锁住”后迅速反弹，目前已超过 2019 年 12 月的水平。
 - 6 月份的产出同比增长 16.8%，比 2019 年底高出约 1.6%。
 - 在经历了 2018-2019 年的长期低迷之后，强劲的汽车生产和销售为增长提供了支持。
 - 对电子和医疗设备的强劲需求也促进了生产。
- 服务业的复苏较为缓慢，但也正在稳健复苏。服务业 PMI 在 2 月份跌至 26.5 的低点，到 4 月一直保持在 50 以下。自 5 月开始，该指数已远高于 50。

图 15 中国：工业生产和服务业 PMI 指数



数据来源：国家统计局（NBS）和 HIS 市场。

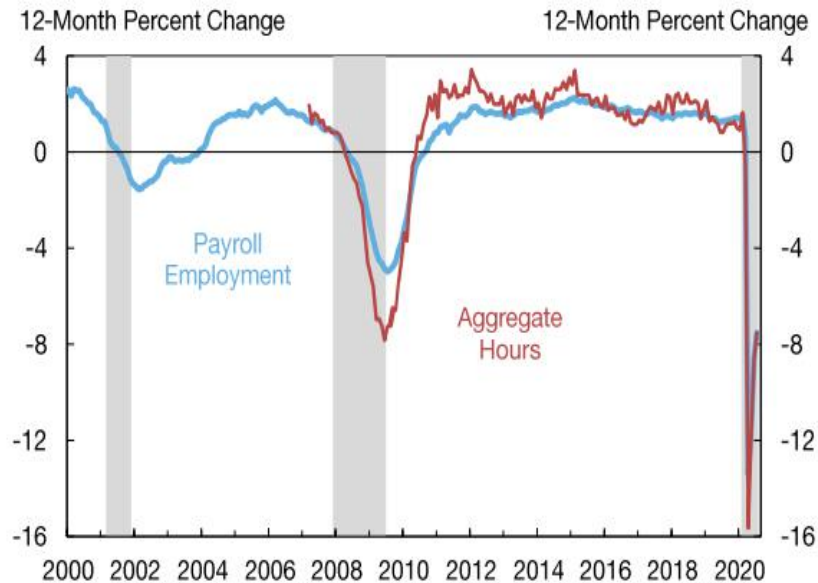
注：工业生产为“工业附加值”，并根据季节因素进行调整。

8. 劳动力市场

就业持续复苏

- 7月非农就业人数增加了约180万，但就业人数仍然比2月低1290万。
- 7月私人雇佣的人数增加了150万。政府雇佣增加了30.1万，主要是由于教育方面的季节性调整和雇用临时人口普查人员。
- 受月工资增长的推动，7月所有私营部门雇员的周工作时间增加了1.0%。

图 16 就业情况和总工作时间



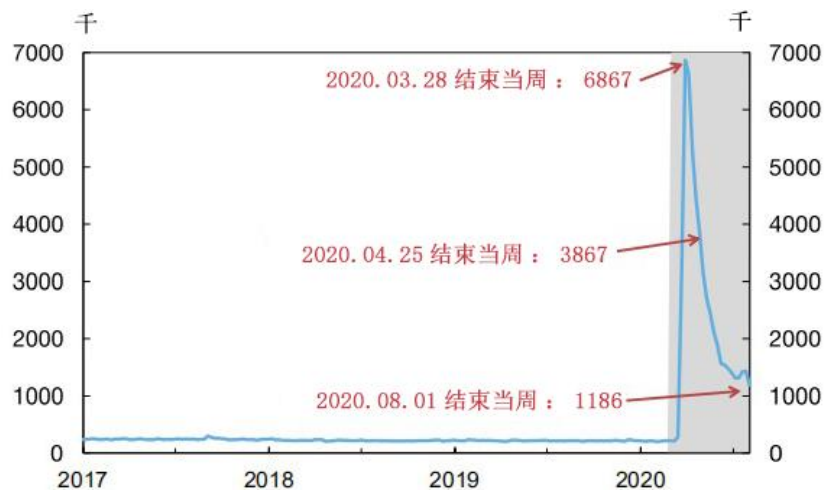
数据来源：劳工统计局（BLS）。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

失业救济申请人数继续逐渐下降。

- 经过7月底的小幅上升后，经季节性调整，截至8月1日的当周，首次申领失业保险金人数为118.6万人。这是自3月以来的最低水平，但在较长历史时期内，这仍然是一个非常高的水平。
- 除了根据州计划提出的初步申请外，51个州报告有655707人首次申领大流行失业援助（PUA）。
- 经季节性调整后，州计划下的持续申领人数降至1610.7万人，但仍高于2019年的10倍。并且保险失业率降至11%。

图 17 SA 首次失业保险申领人数

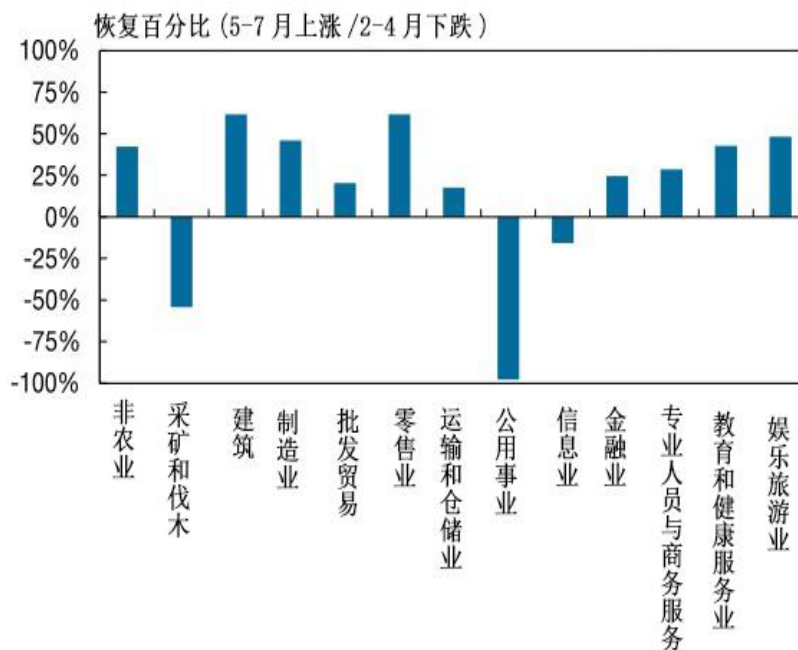


数据来源：劳工部。

各行业就业复苏乏力

- 将 5 月至 7 月的就业增长与 2 月至 4 月的失业人数进行比较，非农就业人数只恢复了此前失业人数的 42%。
- 恢复较多的行业包括零售业 (62%)、建筑业 (62%) 和休闲旅游业 (48%)。
- 工作岗位尚未恢复的行业有公用事业 (-98%，这意味着将继续失去工作)、采矿和伐木 (-54%) 和信息行业 (-16%)。

图 18 累计失业复苏

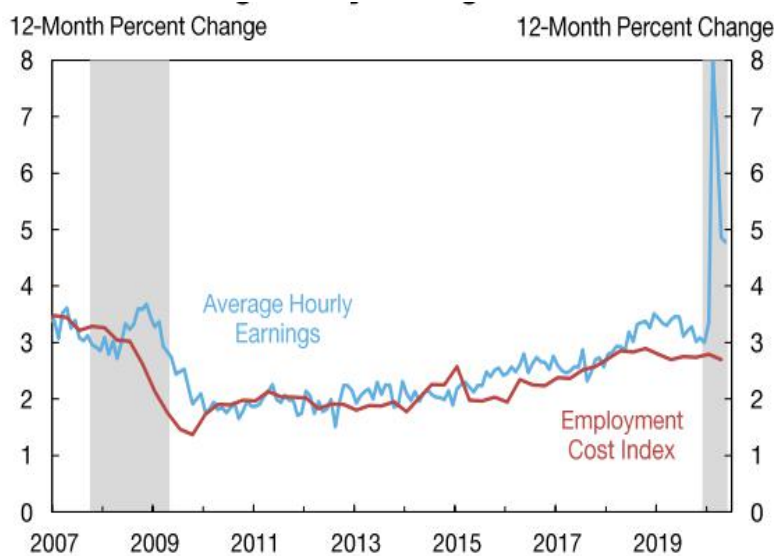


数据来源：劳工统计局 (BLS)。

7月平均时薪上升

- 平均时薪在6月到7月间上升了0.2%。12个月变化是+4.8%。月环比增长部分恢复了前两个月的下降。
- 2020年第二季度，民工的雇佣成本指数（Employment Cost Index, ECI）增长了0.5%，低于彭博社的中值预测和2020年第一季度的变化。
 - ECI指数的12个月变动为2.7%，略低于上季的2.8%。
 - ECI受成份变化的影响较小。

图 19 平均时薪和雇佣成本指数的增长



数据来源：劳工统计局（BLS）。

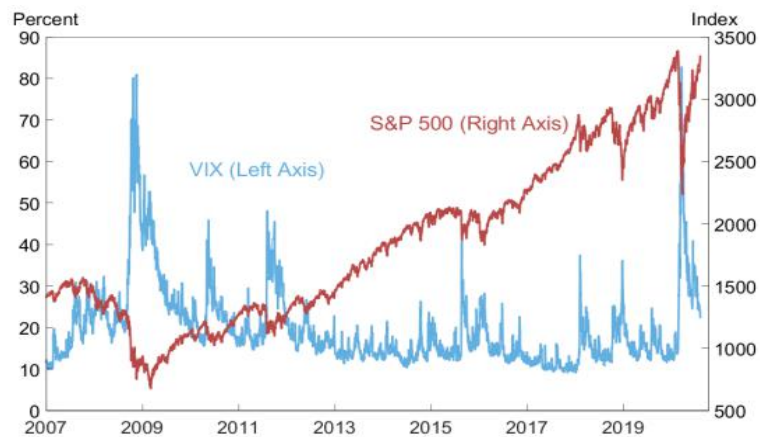
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

9. 金融市场

美国股市有所改善。

- 美国股市在过去一个月大体稳定，并接近历史高位。
 - 7月8日至8月7日，标准普尔500指数上涨了5.7%。该指数较3月23日的近期低点上涨了49.7%，而且只比2020年2月19日的历史高点低1.0%。
 - 截至8月7日，该指数今年累计上涨3.7%。
- 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一定程度上偏高。
 - 8月7日VIX指数为22.21，远低于2020年3月16日创下的82.69的纪录高位，但仍高于2019年的13.78。

图 20 美国股市指数和波动率



数据来源：彭博财经有限公司。

美元外汇贬值

- 7月8日至8月7日，美元兑一篮子全球货币的汇率下跌了2.4%。同期美元兑欧元贬值了3.9%，兑日元贬值了1.2%，兑墨西哥比索贬值了1.3%。
- 自2020年初以来，美元兑一篮子全球货币的净汇率几乎没有变化。

图 21 美元汇率



数据来源：彭博财经有限公司。

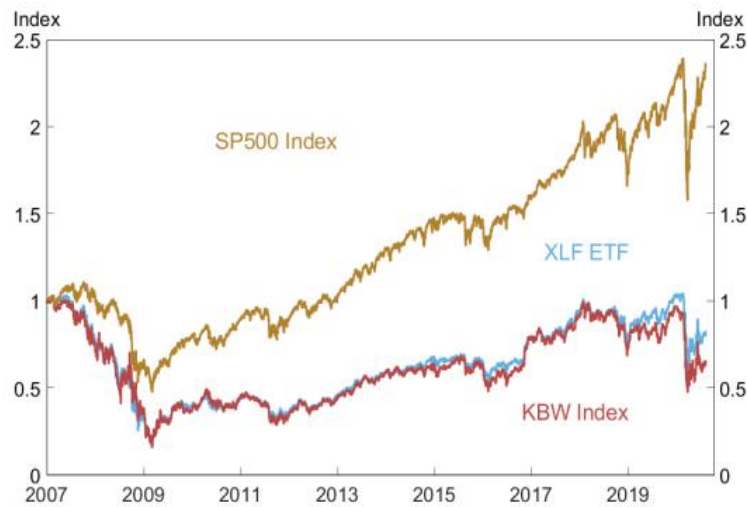
注：开始日期 2007.03.01 取值为 1。

银行股表现改善

- KBW 纳斯达克银行指数显示，7月8日至8月7日期间，银行股上涨了7.3%，较3月23日的近期低点上涨了37.8%。截至8月7日，该指数今年下跌了31.7%。

- XLF 金融部门的 ETF 在 7 月 8 日至 8 月 7 日期间也上涨了 7.2%，较 3 月 23 日的低点上涨了 40.6%。截至 8 月 7 日，该指数今年累计下跌了 19.3%。

图 22 美国银行股票表现



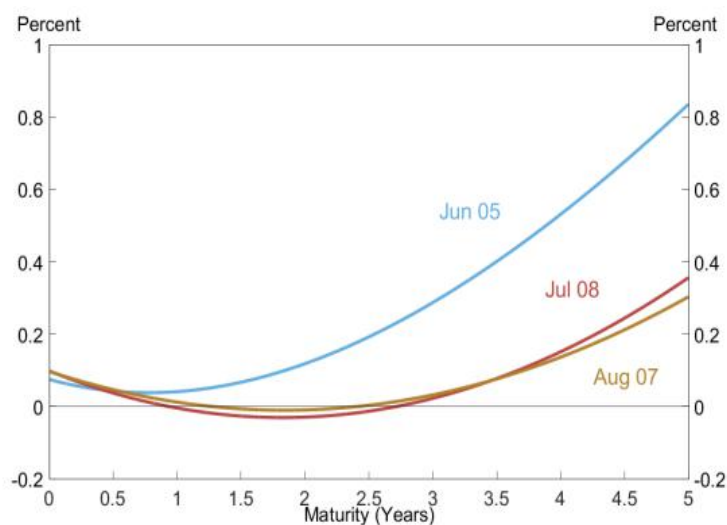
数据来源：彭博财经有限公司。

注：开始日期 2007.03.01 取值为 1。

联邦基金的隐含路径几乎没有改变。

- 在 7 月 8 日至 8 月 7 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略有上升，但对于较长期限的债券则略有下降。
- 市场暗示的走势仍略低于 FOMC 对 2020 年 6 月以来的经济预测总结和纽约联储从 2020 年 6 月开始对一级交易商调查结果的中间路径。

图 23 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。

长期国债价格持续下跌

- 长期美国国债收益率自 7 月初以来略有下降。
 - 在 7 月 8 日至 8 月 7 日期间，10 年期国债收益率下降了约 15 个基点。
 - 10 年期国债收益率比 2019 年底降低了约 140 个基点。
- 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，期限溢价也有所下降。
 - 以 5 天移动均线计算，10 年期溢价在 7 月 8 日至 8 月 7 日下跌约 15 个基点。

图 24 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；FRB。

注：5 天移动平均线，零息债券收益率。

盈亏平衡通胀率增加

- 最近几周，市场隐含的基于 TIPS 的长期通胀补偿措施(盈亏平衡, breakevens)有所增加。
 - 8 月 7 日，5 至 10 年的盈亏平衡通胀率为 1.52%，以 5 天移动平均线计算，较上月增加了约 10 个基点。
- 根据 Abrahams-Adrian-Crump-Moench 模型，通货膨胀风险溢价也有所增加
 - 以 5 天移动平均线计算，预计的 5 至 10 年通货膨胀风险溢价增加了 5 个基点。

图 25 5-10 年远期分解



数据来源：纽约联邦储备银行计算；FRB。

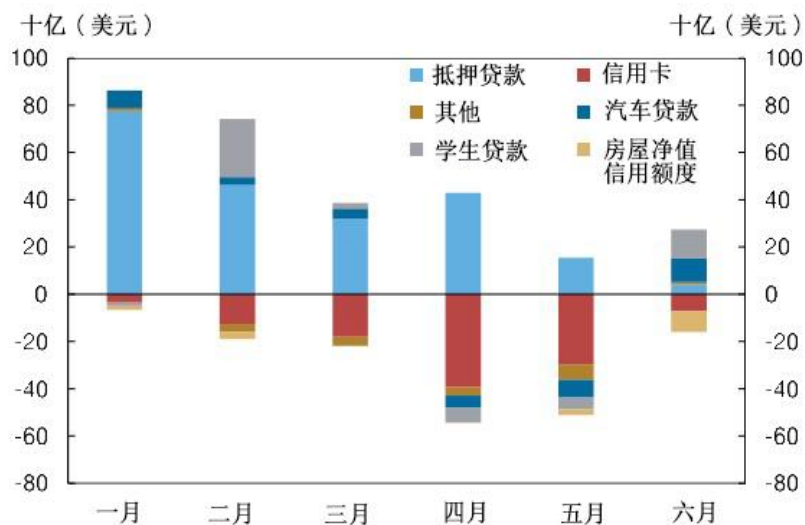
注：5 天移动平均线，零息债券收益率。

10. 特殊主题：家庭负债

信用卡余额随着消费的下降而下降。

- 2020 年第二季度美国家庭未偿债务余额减少了 340 亿美元。
 - 这是自 2014 年第二季度以来的首次下降，原因是信用卡余额减少了 760 亿美元，比上一季度疫情初期创下的 340 亿美元还高出一倍多。
 - 汽车贷款和学生贷款基本持平，抵押贷款有小幅增长。
- 根据最新获得的消费者信用面板数据，3 月信用卡余额大幅下降。2020 年 4 月和 5 月，随着美国大部分地区的禁售令生效，消费开始下降。

图 26 对债务余额变化的贡献

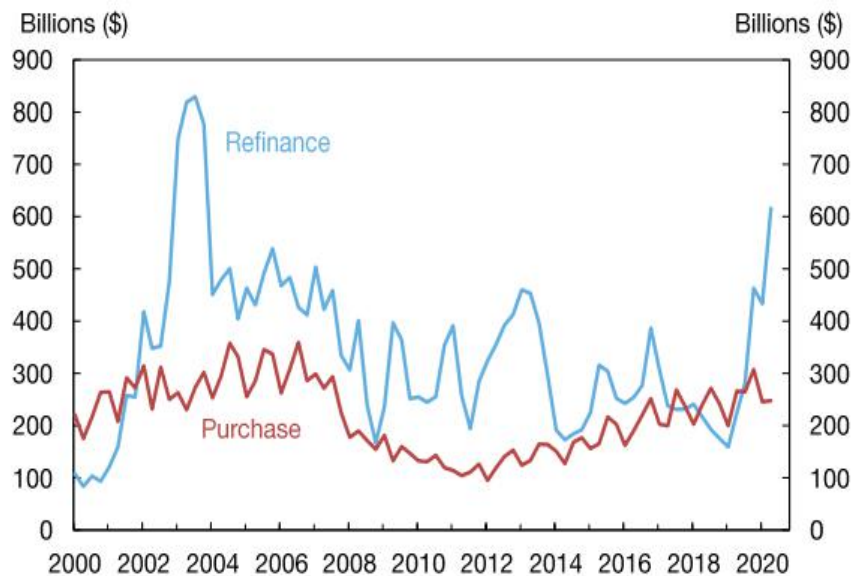


数据来源：纽约联邦储备银行消费者信用面板数据。

抵押贷款再融资随着抵押贷款利率的降低而激增。

- 抵押贷款发放总额在第二季度达到 8,560 亿美元
- 抵押贷款分为购买贷款和再融资贷款两部分，显示出截然不同的趋势。
 - 抵押贷款再融资明显增加，因为许多房主利用抵押贷款的低利率对现有抵押贷款进行再融资。
 - 购买贷款基本停滞不前。
- 由于这一趋势，新发放抵押贷款的信用评分中位数升至迄今为止的最高水平。

图 27 抵押贷款



数据来源：纽约联邦储备银行消费者信用面板数据。

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 8 月刊于 newyorkfed 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

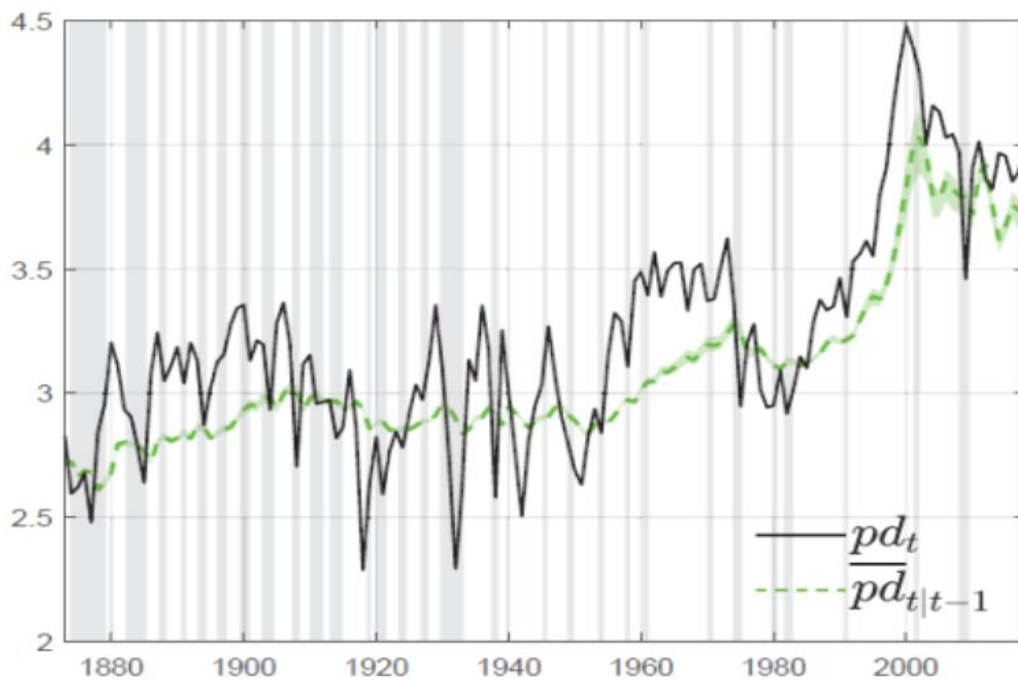
新冠肺炎疫情与股市长期估值

Daive Delle Monache, Ivan Petrella & Fabrizio Venditti /文 徐懿凡/编译

导读：新冠肺炎疫情爆发后，美国股市迅速反弹，重燃了关于股市“泡沫”的讨论。本专栏探讨资产价格如何受到实体经济剧烈冲击的影响，以及有哪些因素推动了这种影响。相关调查数据表明，从长期来看，高资产估值可能不止反应了投资者的乐观情绪。与政府证券相比，股市的预期收益更高，这可能是投资者不顾整体经济环境动荡反而选择继续信任股市的关键。编译如下：

新冠肺炎疫情爆发后，美国股市价格迅速回弹，重新引发了有关“股市泡沫”的讨论。与预期收益相比，股价似乎过高，显示出一幅投资者过度乐观的画面。这种情形的风险在于，当下的高估值可能会酝酿未来的股市崩盘。然而，高估值并不是兴奋狂热的股票投资者预期经济能从疫情引发的封锁中迅速恢复的结果，从长远来看，它似乎是一个更持久稳定的趋势终点。自 1880 年以来的年度数据表明，20 世纪 50 年代以来本利比（价格和股利的比率）一直呈上升趋势，其中两次急剧加速分别在六十年代和九十年代（图 1）。分析这一趋势形成的潜在原因可以为当前股市的行为提供一些线索。

图 1 从 1880 年开始的本利比



数据来源：标准普尔复合股价指数和相关股息的年度数据来源于罗伯特·席勒的网站
<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>。

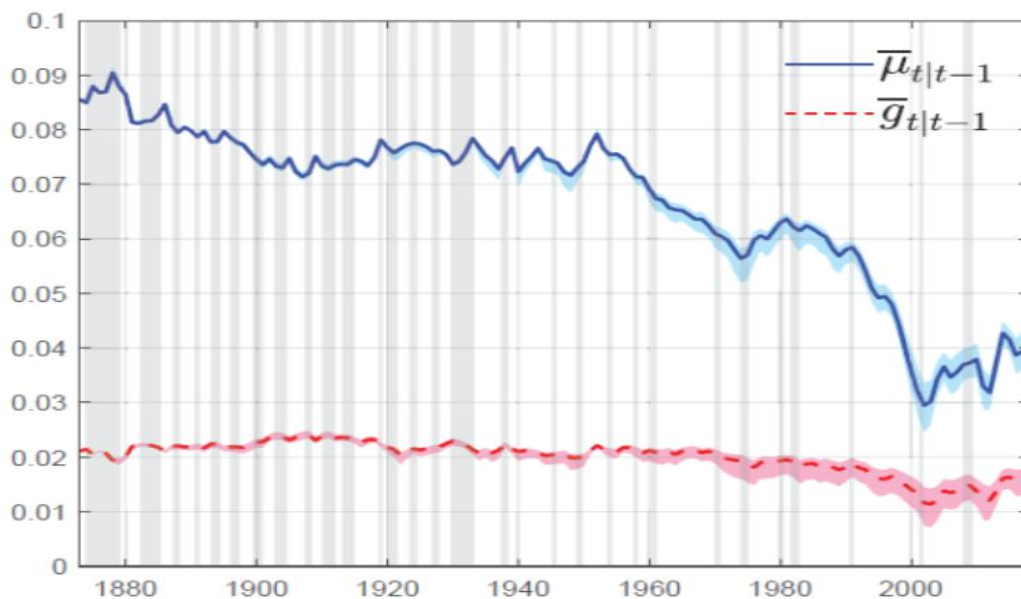
注：图中黑色代表本利比标普 500，绿色代表长期估计成分。垂直阴影显示了美国国家经济研究局（NBER）认定的经济衰退。

金融经济学为股票估值提供了一个简单的框架。本利比的变动完全反应了预期现金流（即股利增长）或股票的预期回报（Campbell and Shiller, 1988）。预期现金流越高，本利比越高。但股票的预期回报（投资者贴现未来现金流时使用的贴现率）与本利比成反比。有吸引力的估值与低预期回报是不兼容的，高估值表明价格没有多少继续增长的空间（意味着预期回报一定很低）。

Campbell 和 Shiller (1988) 的分解可以说明推动过去 70 年间推动股票估值的一些因素，包括高预期股息增长和低预期回报率。然而，这个分解没有看起来那么简单。事实上，它需要一个能够同时做两件事的计量经济学模型：首先，从短期波动中分离出趋势，从而从暂时冲击中过滤出股息增长和预期回报成分；然后，将 Campbell 和 Shiller (1988) 提出的本利比分解方法精确地分解到这两种趋势上。在最近的一篇论文 (Delle Monache et al., 2020) 中，我们开发了一种适用于此种目的的新计量方法，并使用它分析股票估值、预期股息增长和长期预期回报之间的实时变动关系。

我们证明，估值的长期上升主要是因为较低的股票预期回报，这一数值在过去的 150 年间从大约 8% 降至 4% (图 2 蓝线)。股息的长期增长也下降了，但只是轻微的下降 (从 2% 到 1.5%，图 2 红线)，并且不能定量地解释估值的上升。这个结果相当直观，即在一个长期停滞的世界，低增长和低利率并存，人们不会期待股息增长，而是指望相当低的贴现率来抬高股价。我们的工作为这两个作用于估值上升的趋势提供了精确分解。

图 2 长期预期回报，预期股息增长和本利比

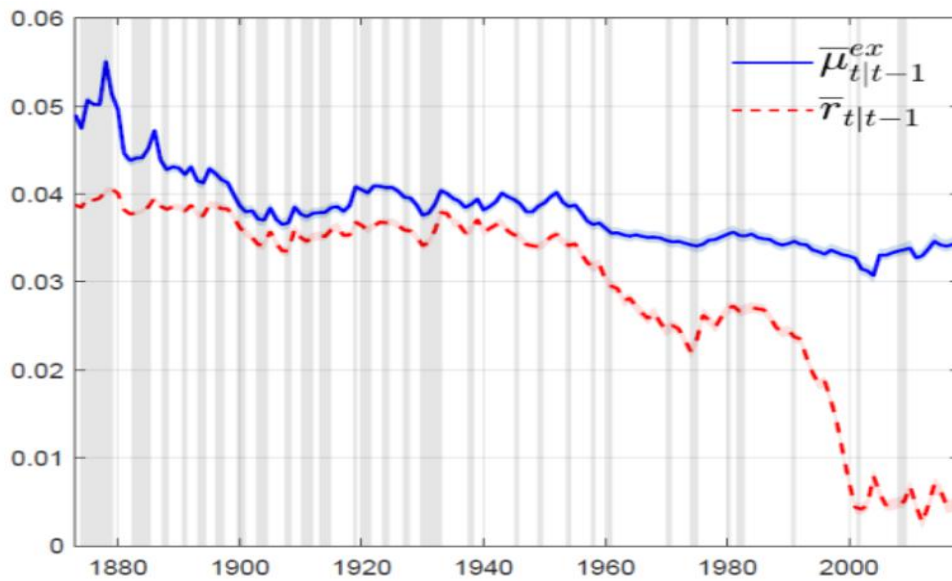


注：预期回报（蓝色）和股息增长（红色）的长期估计成分。估计值周围的频段对应于通过模拟得到的 68% 的置信区间。垂直阴影显示了美国国家经济研究局（NBER）认定的经济衰退。

但是为什么贴现率（预期回报）下降了这么多？股票的估值就像是“债券加上风险”。因此，要么债券的长期预期回报（一种衡量 r-star 的指标）下降，要么风险偏好上升。在本文中，我们对这个问题进行了进一步的研究，并运用我们的方法将股票预期收益分解为安全成分和长期股票溢价。研究发现，前者是股票估值上升的主要原因。根据我们的分析，r-star 已经从 20 世纪 50 年代的 3% 左右下降到现在的 0.5% 左右（图 3，蓝线）。值得注意的是，这些结果与 Laubach 和 Williams（2003）对 r-star 的估计相差不大。长期股票溢价基本保持稳定（图 3，红线）。如果溢价存在，它在 2000 年之后略有上升，这一结果与 Farhi 和 Gourio（2018）的证据基本一致。

我们的发现对于解释当前的市场状况有重要意义。首先，我们的研究证实，贴现率（预期回报）而不是股息增长，应该成为关于股价争论的中心议题（Cochrane, 2011）。进一步地说，在这一点上新冠疫情期间的股价行为也不例外。疫情带来的经济衰退又一次打击了均衡利率，全球货币政策进一步降低了短期和长期政府债券的收益率。由于债券收益率将持续很长一段时间的缩水，投资者将继续追求收益率，所以股票估值仍将高于长期平均水平。第二，市场进入当前危机时所处的低利率会进一步加剧对收益率的追求。在最近的一篇论文中，Campbell 和 Sigalov（2020）表明，投资者 (i) 在无风险利率下降和股票溢价保持不变时追求收益率（根据我们的分析，这正是过去 150 年间发生的事情）和 (ii) 初始利率水平越低，越多的投资者在利率下跌时追求收益率。第三，我们的分析在一定程度上说明了货币政策（相对于其他长期因素）在推动股价增高方面发挥了作用。根据我们的研究结果，安全实际利率的下降早于全球危机以来各国央行向金融市场注入流动性。这表明，人口老龄化、安全资产的日益缺少、均衡经济增长率下降等长期因素（Caballero et al., 2017），而不是货币政策本身，在推动股票估值持续高昂。

图 3 R-STAR 和长期股票溢价



注：安全实际利率（r-star，红线）和股票溢价（蓝色）的长期估计组成部分。估计值周围的频段对应于通过模拟得到的 68% 的置信区间。垂直阴影显示了美国国家经济研究局（NBER）认定的经济衰退。

本文原题为“COVID-19 and The Stock Market: Long-term Valuations”本文作者 Davide Delle Monache 是意大利银行经济数据研究部门的经济学家，拥有剑桥大学经济学博士学位，兴趣领域包括时间序列计量经济学、经济预测、宏观经济学和商业周期分析；Ivan Petralia 是华威商学院经济模型与预测方向的副教授，也是欧洲经济政策研究中心（CEPR）的研究员；Fabrizio Venditti 是欧洲中央银行国际理事会的首席经济学家，研究重点是计量经济学、全球金融周期、大宗商品市场和经济预测。本文于 2020 年 8 月 24 日刊于欧洲经济政策研究中心（CEPR）门户网站 VoxEU.org。[单击此处可以访问原文链接。](#)

风险业务：关于中国贷款和非洲债务问题的新数据

Deborah Brautigam, Yufan Huang, and Kevin Acker /文 桂平舒/编译

导读：最新数据显示，中国占低收入非洲国家公共债务存量的 22%（2018 年）和偿债总额的 29%（2020 年）。然而，中国的作用不应被高估。22 个面临债务危机的国家中，中国是其中过半国家的小债权人，他们的债务问题不是中国引发的。在这 22 个国家中，有 7 个国家（安哥拉、吉布提、喀麦隆、刚果共和国、埃塞俄比亚、肯尼亚和赞比亚）的所有公共债务和公共担保债务的四分之一或更多来自中国，其中四个国家在 2018 年和 2019 年与中国的贷款人就债务重组进行了谈判。中国的银行“逐个项目”的分析可能忽略了借款国的总体债务风险，仅有四分之一的中国贷款是由自然资源出口担保的。借款国政府应该在借款之前更好地规划项目。中国的贷款承诺有很大一部分支付缓慢，部分原因是借款方无力履行其应承担的项目责任。拖延损害了银行、承包商和借款国政府。编译如下：

中国在 1960 年还毫不起眼，而最近已成为非洲贷款市场上一个引人注目的角色。非洲借款者利用中国的资金修建了公路、安装了电网，并使机场现代化。然而，当大宗商品价格和增长率在 2015 年开始下跌时，新一轮债务危机的担忧出现了。随着 COVID-19 大流行的影响，这些担忧急剧扩大。

那些背负高额中国债务的非洲国家最容易遭受债务危机吗？中国在非洲的贷款者是谁？它们如何在风险环境下管理贷款？中国是比世界银行更大的贷款人吗？中国在非洲的贷款有什么样的条款？为什么中国的银行要在高风险的环境下发放如此多的贷款？自然资源出口抵押贷款的频率有多高？中国银行向非洲政府或其国有企业贷款时，是否会要求抵押品？

本文试图利用中非研究计划和世界银行提供的中国贷款承诺数据，以及世界银行和国际货币基金组织国际债务统计提供的非洲借贷和债务水平数据来回答这些问题。我们的分析发现，中国贷款在非洲债务可持续性问题上发挥的作用比传统观点认为的要小。然而，非洲大陆 54 个国家的情况却大不相同。世界银行在 2020 年 6 月公布的新数据显示，在非洲 7 个面临债务危机或已经陷入债务危机的国家中，中国的贷款占到了债务总额的 25% 以上：吉布提（57%）、安哥拉（49%）、刚果共和国（45%）、喀麦隆（32%）、埃塞俄比亚（32%）、肯尼亚（27%）和赞比亚（26%）。然而，在另外的 12 个国家中，中国的贷款相对温和，占全部债务的不到 15%，而它们中超过一半处于最高风险等级的债务危机中。这些数据是有帮助的，但关于债务及其演变的细节仍有许多问题。

1. 崛起的非洲和风险的非洲：进入中国

在 20 世纪 80 年代和 90 年代，许多非洲国家经历了长期的经济危机、不情愿的改革和不断增加的债务。巴黎俱乐部的债权人和其他双边债权人对债务人拖欠还款征收的罚款使其债务危机雪上加霜。2000 年之后，31 个低收入非洲国家

通过巴黎俱乐部、世界银行和国际货币基金组织牵头的“重债穷国”倡议，获得了大量债务减免。然而，随着债务减轻，许多国家又开始举债，以填补基础设施融资缺口。据估计，基础设施融资缺口每年在 680-1080 亿美元之间。随着传统信贷来源巴黎俱乐部将关注的领域从基础设施转移，各国转向了包括中国在内的非传统融资机构。

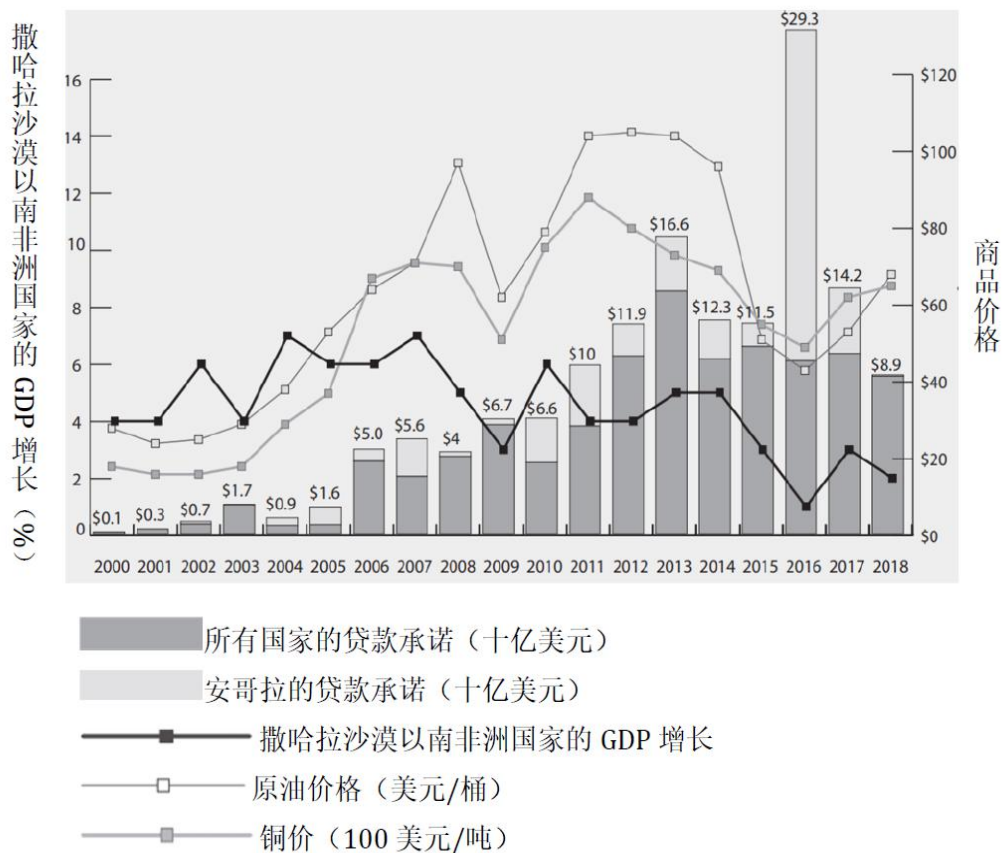
如图 1 所示，中国的贷款在非洲快速增长的时期开始的。2014 年，也就是中国对非安哥拉国家的贷款承诺达到峰值的一年后，国际货币基金组织预测，撒哈拉以南非洲地区将继续以 5.5% 的速度增长。然而，在 2014 年 5 月的一次采访中，IMF 总裁克里斯蒂娜·拉加德 (Christine Lagarde) 已经有先见之明地警告称，“非洲崛起”的故事可能面临风险。他说：“各国政府应该小心谨慎，不要让这些国家背上过重的债务负担。”油价从 2014 年的 100 美元/桶急剧下降到 2016 年的 44 美元/桶，铜价也出现了类似的下跌 (见图 1)。

2016 年，非洲地区的增长率跌至 1.4%，为 1995 年以来的最低水平。尽管塞内加尔、埃塞俄比亚和肯尼亚等一些国家继续实现强劲的经济增长，但其他一些国家则面临着包括内战在内的政治不稳定，或因大宗商品价格下跌而出现经济萎缩。不过，到 2019 年，也就是 2019 年新冠肺炎危机爆发之前，布鲁金斯学会 (Brookings) 的分析师们认为，人们的担忧被夸大了。虽然一些国家面临困难，但“非洲主权债务危机并非迫在眉睫”。即使在 COVID-19 导致经济衰退的情况下，情况仍有微妙之处。依赖于旅游业或需求低迷的商品的国家比那些没有这些收入来源的国家面临更大的风险，许多国家正面临流动性危机，但并非所有国家都面临资不抵债。

截至 2017 年，巴黎俱乐部仅占撒哈拉以南非洲地区公共债务和公共担保债务的 5% (见表 1)。富裕国家的私人贷款机构填补了这一缺口的很大一部分，以抓住高风险高回报的机遇。过去 10 年，超过 15 个非洲国家发行了外币主权债券，其中许多是首次发行。如表 1 所示，2018 年，8 个非洲国家发行了 30 年期债券。2018 年，非洲政府对债券市场的债务为 1170 亿美元，占公共债务和公共担保债务的 32%。

其余大部分缺口则由中国的贷款者填补。根据世界银行国际债务统计，2017 年，中国官方双边信贷占双边官方信贷的 62%，约占撒哈拉以南非洲国家公共债务和公共担保债务的 23%。2018 年，在 40 个低收入非洲国家中，中国的债务占双边贷款的 60%，占这些国家公共债务公共担保债务的 17%。中国的商业银行也参与其中，它们将作为非官方的私人债权人被计入这一数据，即使它们是国有的。

图 1: 中国对非洲的贷款承诺、商品价格和撒哈拉沙漠以南非洲国家的 GDP 增长



资料来源: SAIS-CARI 和世界银行。

2. 我们的数据

数据概览

中国的金融机构并不十分透明,也没有系统地提供有关它们向海外个人借款人提供贷款的数据。国际媒体有时也会报道中国对非洲的贷款,但这些报道往往是不准确的。许多报道的贷款都是基于非洲政府的愿望清单或非洲和中国官员之间签署的含糊的谅解备忘录,但从未正式签署和支付。为了筛去噪音并收集中国对非洲政府或国有企业签署的贷款承诺的准确数据,CARI 部署了一支训练有素的多语言研究助理团队(RAs)。CARI 的 RAs 接受了严格的培训,按照一套严密的步骤,利用非洲、中国和国际渠道确定和确认存在的正式签署的贷款。直到我们的研究人员在非洲财政部或中央银行的文件或者在中国驻非洲大使馆的报告中发现了这些贷款,许多贷款才得以确认。此外,我们已确认的已签署贷款将

定期重新检查，未进入支付环节的项目贷款将被删除。除了桌面工作之外，CARI 研究员还进行了实地研究，以及采访我们在非洲的联系人。

表 1：2018 年撒哈拉以南非洲的公共债务和公共担保债务

	双边公债 (十亿美元)	占总公共债务和公共担保 债务的比例
未偿和已支付债务：总计 4930 亿美元		
公共债务和公共担保债务：总计 3650 亿美元		
官方债权人：总计 2100 亿美元		
多边：1100 亿美元		
世界银行	66	18%
其他多边	44	12%
双边：990 亿美元		
巴黎俱乐部*	17	5%
中国**	80	22%
私人债权人：总额 1550 亿美元		
债券	117	32%
商业银行	38	10%
其他私人	11	3%
私人-无担保：总额 1280 亿美元		
债券	17	
商业银行和其他	111	

数据来源：国际货币基金组织《2020 年国际债务统计》和《2019 年国际债务统计》。

*对巴黎俱乐部的估计基于 2019 年国际债务统计评论第 11 页，“截至 2017 年底，巴黎俱乐部债权人仅占撒哈拉以南非洲国家长期公共债务和公开担保债务存量的 5%……中国占 2017 年该地区对双边债权人长期债务的 60%以上（约 17%）。”。

**根据 DSSI 的数据，2018 年，中国在 40 个低收入非洲借款国的公共债务和公共担保债务中所占比例为 22%。我们用这个百分比作为我们对 2018 年的估计。

我们有关贷款承诺的数据不应被视为“债务”。每笔贷款的平均发放时间为 5 年，而大型项目的发放时间更长。一些贷款已经偿还，在 2000 年至 2018 年间，未偿债务只占贷款承诺总额的 49%，这并不罕见。尼日利亚就是一个很好的例子。2000 年至 2018 年，尼日利亚同中方签署 16 项贷款合同，累计 60 亿美元。然而，截至 2018 年，它对中国的未偿债务仅为 25 亿美元。这是因为尼日利亚已经偿还了 6.6 亿美元，还有 28 亿美元尚未发放。2017 年和 2018 年签署的 26 亿美元贷款占未发放债务的大部分。由于每笔贷款大约需要 5 年时间才能全部发放，尼日利亚尚未收到这些贷款的大部分资金。

图 1 显示了我们的贷款承诺数据，其中安哥拉与其他国家是分开的。安哥拉有 430 亿美元贷款，占中国对非洲贷款承诺总额的 29%。中国在安哥拉的贷款规模和模式都与中国在非洲的其他发展伙伴有很大不同。

中国银行业格局的转变

尽管中国政府在 1960 年向非洲国家（几内亚）发放了第一笔正式贷款，但中国的银行在非洲大陆还是相对较新的。从 1994 年到现在，中国的贷款者在非洲激增。表 2 提供了中国主要贷款机构的概况，包括它们在非洲提供首次贷款的日期，它们已承诺的在 2000 年至 2018 年期间提供的贷款数量，以及给非洲政府及其国有企业的贷款承诺总额。

目前，中国进出口银行的客户遍及 45 个非洲国家，非洲业务占该行海外业务的三分之一。2006 年至 2018 年，中国进出口银行对非洲贷款的平均年增长率超过了 40%（见图 3：贷款），中国国家开发银行已经向十多个非洲国家政府提供了资金，来自中国商业银行的贷款正在增长。我们数据库中最大的银团贷款是 41 亿美元，用于支持安哥拉 2170 兆瓦的 Caculo Cabaca 水电站项目。该银团由中国工商银行携手中国银行北京分行、中国建设银行北京分行、中国民生银行、平安银行和中国银行上海贸易试验区分行组成。

中国贷款条款

最近，全球发展中心（Center for Global Development）发表的一篇论文分析了中国的贷款条款，并将其与世界银行的条款进行了比较。这项研究指出，世界银行对贫困国家的贷款为 1.54% 的固定利率、具有 10 年宽限期¹和 40 年贷款期限。世界银行还向不再有资格获得最优惠贷款的国家提供以市场为基础的贷款，这些贷款利率为 6 个月期伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）加上 205 个基点，贷款期限为 18 至 20 年。

我们的数据表明，中国的贷款条款和利率因贷款机构和项目类型而有很大差异。中国在对外援助项目中提供无息贷款，但这些贷款只占中国全部贷款承诺的不到 5%。优惠贷款由中国政府从外援预算中补贴，优惠出口买方信贷则由其他预算项目补贴。在本世纪头几年，中国进出口银行的优惠贷款利率在 4% 左右，但在过去十年中，中国进出口银行的优惠贷款和优惠出口买方信贷 20 年期利率一直稳定在相当一致的 2% 左右。这些贷款的宽限期因项目的预期建设时间而异，但平均为五年。

¹ 译者注：宽限期（grace period）期间可以不还本金，但要计利息。

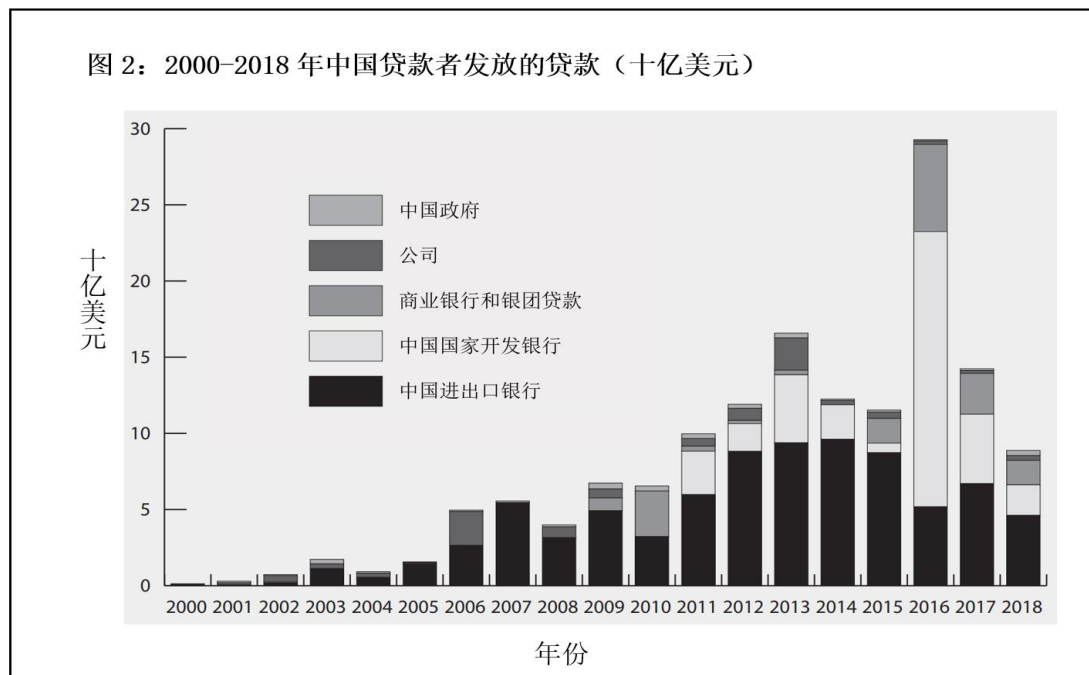
与世界银行的国际复兴开发银行贷款一样，中国的商业贷款采用与 6 个月 LIBOR 挂钩的浮动利率，外加保证金。在我们的数据中，最低保证金为 30 个基点（0.3%），来自中国工商银行负责的加纳农村电气化项目。最高的保证金是 450 个基点，来自中国国家开发银行向赞比亚提供的贷款，用以支付 Mansa-Luwingu 公路项目所需的 15% 的项目成本。大多数商业贷款的保证金在 300pb 范围内。这些贷款的期限从 3 年到 17 年不等，平均为 8 年。

表 2：中国对非洲政府和国有企业的贷款

中国贷款方	贷方在非洲提供第一笔贷款的年份	2000-2018 年签订的贷款数量	2000-2018 年贷款承诺总额（十亿美元）
中国政府	1960	212	3
中国进出口银行	1995	589	82
来自中国公司的供应商信用	2000	61	9
中国商业银行	2001	52	10
中国国家开发银行	2007	158	37
只涉及中国的银行的银团贷款	2016	5	7
合计		1, 077	148

数据来源：SAIS-CARI 数据。

注：包括中国对非洲政府和国有企业的贷款。



抵押贷款

中国海外贷款的一个被误解的特点是，贷款有抵押品担保的程度。例如，2020年5月《纽约时报》的一篇文章声称，中国贷款的借款人“将港口、矿山和其他皇冠上的宝石作为抵押”。我们只看到过一个案例，那是乍得一家由中国出资的炼油厂，该主权借款人将房产作为抵押。我们认为，这一声明是对抵押贷款或使用未来收入来确保基础设施项目贷款融资的做法的误读。

担保贷款，或“资源担保基础设施融资”，是项目融资的一种形式，在这种融资中，还款不是通过抵押现有资产（例如财产）担保，而是通过未来应收账款（例如未来的可可、烟草、石油、铜和其他出口收入）担保。尽管这种项目融资模式不是中国的银行发明的，但中国进出口银行在非洲一直大量使用该模式。这是因为降低贷款风险会降低贷款成本，从而使借款的政府能够利用更多的资金（并雇用更多的中国建筑公司，因为像所有出口信贷机构一样，中国进出口银行的贷款在很大程度上与使用中国商品和服务挂钩）。

例如，在加纳，一笔支持 Bui 大坝建设的中国贷款是通过加纳可可市场委员会安排向中国买家出口可可豆而获得的。此外，大坝也可以通过消费者未来支付的电力收入担保。可可担保通过中国通用公司和加纳可可市场委员会签订的一项销售协议安排，在贷款的头 5 年，每年可销售高达 4 万吨可可豆。可可豆将按现行市场价格兑换成外汇，所得款项存入中国进出口银行的托管账户。可可担保协议计划持续 5 年，之后，贷款将通过电力销售来偿还。这项承购安排要求 Bui 水电公司与加纳电力公司签订电力购买协议：Bui 销售的 85% 的能源将存入一个代管账户，以帮助偿还贷款。在第一个例子中，Bui 大坝的收入（以塞地计）将偿还给加纳可可市场委员会作为可可出口的费用。在可可和电力两种偿付情况中，账户中多余的资金可以由加纳取出，或者留在账户中赚取利息。

尽管许多银行和大宗商品交易商在非洲使用了大宗商品担保贷款，但用于降低基础设施建设项目融资风险的情况却不常见。然而，尽管我们的数据中有很多例子，但这种放贷模式并不像许多人认为的那样普遍。在我们的数据中，商品担保贷款占贷款承诺的 25%。不过，对安哥拉的贷款占出口商品担保贷款的 75%，其中大部分以石油出口为担保。这种方式在其他 9 个国家也使用过，在我们的数据中，这只占贷款承诺的 6% 到 12%。在某些情况下（如尼日利亚或加纳），只有少数项目以这种方式获得资金。中国的银行在刚果共和国、刚果民主共和国、苏丹和赤道几内亚等国更广泛地采用了这种模式，在这些国家至少有 57 个项目采用了资源担保融资。

我们预期，就像加纳的 Bui 大坝电力承购一样，存在其他与出口无关的收入担保。例如，肯尼亚的标准轨道线使用托管账户，其中包含来自铁路本身的收入，

以及必要时来自铁路发展税的资金。铁路发展税是对进入肯尼亚的所有进口商品征收的 1.5% 的税，由肯尼亚港务局征收。2018 年，铁路发展税将提供 2.61 亿美元，作为铁路收入的补充。通过这样的机制，低收入国家找到了收入来源，增加了为昂贵的基础设施项目融资的能力。

如上所述，我们在数据中只发现了一个案例——中国进出口银行为中国石油天然气集团在乍得的合资炼油厂提供的 3.3 亿美元优惠出口买方信贷——该贷款以实际资产为担保。乍得提供了政府担保，但考虑到风险，中国出口信用保险公司中信保（Sinasure）拒绝为这笔贷款提供担保。中石油安排乍得的股票作为贷款的抵押品。中石油还用自己的股票作为投资贷款的抵押品，这在中国很常见。

3. 发展可持续性与债务可持续性

东亚发展的成功是建立在债务融资基础上的。中国自身的增长模式涉及大量公共部门借贷。中国地方政府创建了大量特殊目的机构（LSPVs）——为基础设施项目和房地产开发获得贷款融资的公司。然而，包括中国在内的整个东亚地区，在经济快速增长时期，对外借款相当保守。在中国，外债从未超过国内生产总值（GDP）的 20%。

中国进出口银行前行长李若谷认为，对后重债穷国债务可持续性的担忧意味着，低收入借款人被限制投资于那些可能为其经济发展提供必要基础设施的项目。世界银行和国际货币基金组织经历了几十年的债务危机，并在重债穷国倡议下实施了债务核销，它们对借款可持续性的乐观态度更加谨慎。国际金融机构的债务可持续性框架为后重债穷国的借贷提供了限制，而这些限制一直是一些希望以商业利率从中国贷款的国家紧张谈判的主题。

2019 年 4 月，中国财政部发布了中国自己的债务可持续性框架。在许多方面，该框架与总部设在华盛顿的国际金融机构使用的框架非常相似。然而，正如 Johanna Malm 所指出的，两者之间有一些重要的区别。例如，Malm 指出，“该框架明确表明，中国不认为债务危机是继续借款的障碍。”

“应当指出，将一个国家评估为债务危机的高风险国家，或甚至债务危机国家，并不自动意味着债务在前瞻性意义上是不可持续的。一般来说，当一个国家有可能履行其当前和未来的偿债义务时，其（公共和公共担保的）外债和总体公共债务是可持续的。”

中国观点的核心是相信“生产性投资，在短期内提高负债率的同时，可以产生更高的经济增长，并随着时间的推移导致较低的负债率”。当然，人们关心的是，投资是否真的具有生产力。

4. 中国的贷款和债务危机：数据说明了什么？

在本节中，我们将使用我们的数据中的例子，以及世界银行对 COVID-19 暂停偿债倡议（DSSI）的监测中所包含的中国贷款信息，介绍中国对非洲债务的贡献情况，所有数据均为公共债务和公共担保债务。DSSI 的数据显示，40 个低收入非洲国家对华债务总计 640 亿美元，占 2018 年非洲国家债务总额的 22%，预计占 2020 年到期债务还本付息总额的 29%，欠世界银行的未偿债务非常接近这个数字。低收入非洲国家欠世界银行 620 亿美元，但由于世界银行能够向其客户提供慷慨补贴，债务还本付息较低。

图 3 显示了非洲国家对华负债（已支付和未偿还债务）占其国民总收入（GNI）的百分比和占有所有外债的百分比（采用纵轴对数尺度）。截至 2020 年 6 月处于债务危机或债务危机高风险的国家被标记出来。沿着左轴，我们显示了中国债务占国民总收入的百分比。债务可持续性是基于国家的整个债务组合及其条件，这提供了一个重要变量的概览。

债务与国民收入的比率能否维持取决于若干因素。例如，在欧盟，成员国承诺将债务占国民收入的比例控制在 60% 以下。国际货币基金组织的债务可持续性分析将宏观经济表现和管理能力较弱的国家的债务可持续性比率设定为 30%，但将管理能力较强的国家的债务可持续性比率提高至 GDP 的 50%。在图 3 中，我们可以看到，对于大多数非洲借款人来说，中国债务占收入的比例低于 10%。只有安哥拉（Angola）、吉布提（Djibouti）、刚果共和国（Republic of Congo）、莫桑比克（Mozambique）、埃塞俄比亚（Ethiopia）和赞比亚（Zambia）例外。

在下一节中，我们将关注在 COVID-19 疫情爆发前被判断为处于或已经处于债务困境的高风险国家的中国债务水平。尽管由于 COVID-19，面临债务危机的国家数量无疑将增加，但我们从 20 个被世界银行和 IMF 在 2020 年 6 月的 DSSI 名单和其他出版物中评为“高风险”或“债务危机”的非洲国家开始。图 4 显示了这些国家。在下面的案例研究中，我们加入了安哥拉，该国于 2018 年与国际货币基金组织结束了一个项目，这表明该国存在很高的债务风险，尽管没有正式的评级。我们将这 22 个国家分为三类，即欠中国债务比例较小（低于 15%）、中等比例（15%-25%）和较高比例（超过 25%）的国家。

中国贷款在债务总额中所占比例很小（不到 15%）：12 个债务缠身的国家在一半以上处于或面临债务危机的国家中，中国的公共债务和公共担保债务占比不到 15%，债务还本付息也大致处于相同的范围，其中一些国家从中国借的钱很少。

布隆迪 (Burundi)：沙特阿拉伯和印度借给布隆迪的钱都比中国借得多，中国的债务只占布隆迪债务总额的 2%。几乎所有的中国贷款都流向了电信项目。

佛得角 (Cape Verde)：中国持有佛得角不到 2% 的债务，资助了机场扫描仪（1300 万美元）和两个电子政务项目（3000 万美元）。

乍得 (Chad)：在乍得，英国-瑞士公司嘉能可提供 14.5 亿美元的石油担保贷款，这意味着到 2016 年底，乍得 85% 的石油出口（其主要收入来源）将偿还嘉能可。乍得只有 7% 的债务是欠中国的，用于为水泥厂、乍得在中国石油天然气集团公司建设的炼油厂和发电站的股份以及从炼油厂到首都的电力输送线路融资。2014-2015 年石油价格暴跌后，乍得对中国进出口银行的三笔即将到期的贷款难以偿还，2017 年乍得对这些贷款的未偿债务进行了重新安排。

厄立特里亚 (Eritrea)：中国债务占厄立特里亚总债务的 4%。这些贷款将用于支持一个电信项目、一座热电厂、粮食储存、购买中国机械和一条道路。

冈比亚 (The Gambia)：截至 2018 年，中国只向冈比亚提供了一笔贷款，用于一个电信项目。

加纳 (Ghana)：加纳政府的外债总额为 194 亿美元。他们欠中国 18.6 亿美元（不到 10%），近一半的外债是欠债券持有人和商业银行的，三分之一是欠多边银行的。我们的数据显示，2000 年至 2018 年有贷款承诺 37 亿美元。中国给加纳融资最多的项目包括 2007 年 Bui 大坝（6.73 亿美元）和 2013 年西部走廊天然气处理厂（8.5 亿美元）。后一笔贷款的期限为 10 年，故快到偿还期。

毛里塔尼亚 (Mauritania)：沙特阿拉伯是毛里塔尼亚最大的单一债权国，中国持有毛里塔尼亚不到 10% 的债务。上世纪 80 年代，中国援建了毛里塔尼亚友好港。自 2000 年以来，毛里塔尼亚最大的项目是这个港口的扩建，耗资 2.93 亿美元。

圣多美和普林西比 (São Tomé and Príncipe)：DSSI 列出了对中国未偿还的官方双边债务为 1000 万美元。这可能是圣多美和普林西比误报的。我们的数据记录没有中国官方双边贷款人向圣多美和普林西比提供贷款。不过，我们确实

记录了从中国国际基金（香港的一家私营公司）获得 3000 万美元的贷款，但只发放了 1000 万美元。

塞拉利昂 (Sierra Leone)：据 DSSI 称，在塞拉利昂，中国贷款机构为几个光纤和电信项目提供了融资，总计未偿债务为 4800 万美元，约占该国债务总额的 3%。然而，世界银行的数据并不包括由中铁七局集团提供资金的公私合作（PPP）收费公路（1.65 亿美元，67 公里的 Wellington-Masiaka 收费公路）的或有负债。

索马里 (Somalia)：根据 DSSI 的数据，中国的债务为 8390 万美元，不到索马里总债务的 4%。在索马里，最大的债权国是意大利、阿拉伯联合酋长国和美国，而索马里这个高负债穷国直到 2020 年 3 月才启动重债穷国债务减免程序，索马里拖欠了所有的债权国的债务。2000 年至 2018 年，我们没有记录到中国对索马里的贷款。由于这些中国贷款没有还本付息的计划，我们认为世界银行的记录是指在 2000 年以前拖欠的中国债务。

苏丹 (Sudan)：在苏丹，中国并不像许多人想象的那么重要。苏丹也没有资格申请 DSSI。包括拖欠债务在内，巴黎俱乐部债务为 206 亿美元，占全部债务的 37.7%，非巴黎俱乐部债务为 202 亿美元，占 36.9%。根据 DSSI 的数据，沙特阿拉伯目前是苏丹的主要债权人，有 16 亿美元未偿债务。世界银行在 2020 年 6 月发布的数据显示，中国只占苏丹未偿债务的 8%。根据我们的数据，中国多年来已经签署了至少 68 亿美元的苏丹债务，其中一部分已经通过石油运输得到偿还。在 2012 年失去产油的南部地区后，中国同意将苏丹的债务偿还推迟 5 年。

南苏丹 (South Sudan)：世界银行在其 DSSI 网站上没有包含南苏丹的数据（有可能是将南苏丹的数据与苏丹的数据合并在一起）。但国际货币基金组织报告称，截至 2019 年 3 月底，南苏丹朱巴国际机场建设欠中国 1.5 亿美元，占 12.5%（债务总额为 11.196 亿美元）。我们的数据显示，截至 2018 年，已经签署了两项贷款，一项是机场贷款，另一项是空中交通系统贷款，总额为 4.07 亿美元。

中国贷款在债务存量中占中等份额 (15%-25%)：3 个债务困境国家

在包括中非共和国 (Central African Republic)、莫桑比克 (Mozambique) 和津巴布韦 (Zimbabwe) 在内的第二组国家中，中国的债务占总债务的 15% 到 25%。值得注意的是，这三个国家 2020 年到期的债务还本付息幅度都大大超过了 25%。这些案例显示了与其他投资者相比，更高的利率对中国贷款的影响。

中非共和国 (Central African Republic)：在中非共和国，中国占总债务的 18%，但到 2020 年，中国占总债务的 31%。DSSI 列出的中国未偿债务为 1.3 亿美元。根据国际货币基金组织的数据，中非共和国拖欠台湾债务（我们在利比里亚和布基纳法索也看到这种情况，这两个国家只有中等的债务危机风险）。这些贷款似乎已经计入了中国的数据，因为我们的数据显示，中国的贷款承诺只有 7100 万美元。我们的数据显示，几个小额贷款帮助弥补预算缺口，另外两个项目 (Boali 水电项目 2100 万美元, 电信项目 3600 万美元) 的贷款承诺总额为 7300 万美元。

莫桑比克 (Mozambique)：DSSI 的记录显示，莫桑比克欠中国 20 亿美元的债务占 114 亿美元债务总额的 18%，但到 2020 年，莫桑比克对中国债权人的债务本息预计将占全部债务本息的 27%。这一还本付息数据可能反映了 2017 年进行的债务重组，将一些债务偿还推迟到了更晚的日期。2017 年，莫桑比克对外公共债务出现违约，并达成协议重新安排对中国的债务。据媒体报道，莫桑比克获得了 20.2 亿美元到期付款的宽限期，但保留了原来的期限。我们的数据显示已签署的贷款承诺为 25 亿美元。莫桑比克从中国获得的最大笔贷款已经为 Maputo-Catembe 大桥 (6.86 亿美元)、Beira 至 Machipanda EN6 公路修复 (2.87 亿美元) 和 74 公里 Maputo 环路 (3 亿美元) 提供了资金。除了 2018 年签署的一笔零利率对外援助贷款外，自从其对中国债务进行债务重组以来，中国没有再提供新的贷款。

津巴布韦 (Zimbabwe)：虽然津巴布韦因为拖欠世界银行和国际货币基金组织的款项而没有资格获得 DSSI，但它正处于债务危机之中。

由于这些欠款，津巴布韦在 2020 年 3 月发布的债务可持续性分析报告指出，津巴布韦欠巴黎俱乐部和多边债权人（如世界银行）的债务占 77%，欠中国在内的“非巴黎俱乐部债权人”债务占 20%。然而，DSSI 对津巴布韦的数据显示，中国占津巴布韦未偿债务的 24.8%，约为 11 亿美元。目前尚不清楚为什么会存在这种差异。

我们的数据库包括自 2000 年以来中国对津巴布韦的 30 亿美元贷款承诺。最大的项目包括 9.98 亿美元用于 2017 年签署并正在进行的万基燃煤电厂扩建，3.6 亿美元用于 Kariba 南岸水电项目，2.19 亿美元用于升级为国有电信公司 Net One。同其他国家一样，这些贷款承诺的很大一部分仍待支付。

根据 DSSI 的数据，津巴布韦计划在 2020 年向中国贷款机构偿还 7200 万美元，相当于全部债务偿还额的 54%。津巴布韦拖欠了中国进出口银行的多笔贷款，每一笔都获得了延长还款期的许可。ZISCO Steel 的 3500 万美元贷款分别于

2003、2007 和 2010 年获得延期。2004 年，中津水泥厂两笔 1800 万美元贷款获得延期和减息；2012 年，一笔 2 亿美元的农业机械买方信贷获得延期。

中国的贷款在债务存量中占有很大的份额（超过 25%）

根据 DSSI 的数据，在安哥拉（Angola）、喀麦隆（Cameroon）、刚果共和国（Republic of Congo）、吉布提（Djibouti）、埃塞俄比亚（Ethiopia）、肯尼亚（Kenya）和赞比亚（Zambia）这七个有严重债务问题的低收入国家中，中国目前持有超过 25% 的外债。

安哥拉（Angola）：据 DSSI 的数据，安哥拉欠中国的债务超过 190 亿美元，安哥拉是中国在非洲最大的借款国，也是 DSSI 中欠中国的债务最多的低收入国家。中国占未偿还政府债务的 49%。到 2020 年，中国贷款的还本付息额将占全部到期债务的 58%。我们的数据库显示，在过去 20 年里，贷款承诺超过 400 亿美元。其中许多已经通过石油出口得到偿还，还有一些尚未支付。中国的信贷额度已为安哥拉 100 多个项目提供了融资，其中包括 25 亿美元、拥有 2 万多套公寓的 Kilamba Kiaxi 新城项目，5.09 亿美元的 Nzeto-Soyo 公路项目，以及 8.35 亿美元的非洲最大燃气涡轮发电站 Soyo I 项目。安哥拉还为其国有石油公司 Sonangol 欠中国银行的多项贷款进行了再融资。2010 年至 2014 年，Sonangol 与国开行和中国工商银行签署了价值 100 亿美元的贷款。2015 年油价暴跌时，Sonangol 在偿还贷款方面遇到了麻烦。2015 年底，国开行向安哥拉提供了 150 亿美元的信贷额度，其中 100 亿美元用于安哥拉对 Sonangol 进行资本重组。在接下来的两年里，Sonangol 用这些钱中的一部分提前偿还了中国的银行债务。

喀麦隆（Cameroon）：喀麦隆从中国的银行大量借贷。最大的贷款承诺包括 Kribi 港（两期 9.48 亿美元）、Sanaga 河的 Yaounde 供水项目（6.78 亿美元）以及 211 兆瓦时 Memve'ele 水电站（5.41 亿美元）。我们有中国 44 笔贷款中 27 笔贷款的贷款条款数据，除了两笔以外，其余都是固定利率（2% 或更低）。根据世界银行 DSSI 的数据，截至 2018 年，中国占喀麦隆公共债务的 32%（32 亿美元），但预计将在 2020 年偿还的所有债务中占 45%。这是喀麦隆在 2019 年同意的贷款重组的一个作用。喀麦隆对中国的债务进行了重新配置，2019 年至 2022 年到期的债务中，只有三分之一必须在这三年内偿还，其余三分之二（2.53 亿美元）被重新配置为在现有期限内未来几年内支付。喀麦隆的债务困难意味着，用于现有项目的资金的支付速度减慢。截至 2019 年 9 月底，中国占未支付外部贷款的 28.5%。如果喀麦隆无法为其所占份额（通常为 15%）提供资金，或

者无法完成补偿项目区域土地所有者（通常由东道国政府承担这一责任）等任务，中国的银行可以减缓或暂停支付。

刚果共和国 (Republic of the Congo)：中国对刚果共和国的贷款占该国外债的 45%，在 2020 年占债务还本付息的 43%。最大的贷款是用于高速公路。中国的贷款资助了一条新公路——连接布拉柴维尔 (Brazzaville) 和沿海黑角 (Pointe Noire) 的“国家一号干线” (18 亿美元) 和“国家二号干线” (5.37 亿美元)。2019 年，中国进出口银行同意对刚果共和国 2010 年至 2014 年签署的 16 亿美元未偿还贷款进行重组，延期 15 年并降低利率。

吉布提 (Djibouti)：根据 DSSI 的数据，中国的银行为 Djibouti-Addis 铁路的吉布提部分、一个大型水利项目和三个港口升级项目提供了融资，中国持有公共债务和公共担保债务的 57% (12 亿美元)。多边债权人持有 29% (6 亿美元)。吉布提对中国的债务还本付息占到 2020 年到期债务总额的 58%。吉布提与中国进出口银行正在就 Addis-Djibouti 铁路吉布提路段的 4.9 亿美元贷款的重组进行谈判。2019 年，双方签署了续期 10 年的谅解备忘录，并将利率从 LIBOR+300 基点下调至 LIBOR+210 基点。协议尚未最后定稿。

埃塞俄比亚 (Ethiopia)：我们的数据显示，2000 年至 2018 年，埃塞俄比亚与中国贷款人签署了近 140 亿美元的贷款协议。这些贷款资助 50 多个项目，其中最重要的项目是电信扩张 (30 亿美元)、风电场 (6 亿美元)、水电站和相关输电线路 (23 亿美元)、Addis Ababa 轻轨系统 (4.75 亿美元)、Addis-Djibouti 铁路 (25 亿美元) 和一些糖复合物包括 mills (17 亿美元)。DSSI 的数据将中国列为埃塞俄比亚最重要的债权国，未偿债务为 87 亿美元，占有公共债务的 32%。世界银行的情况非常接近，未偿债务占 31%。然而，中国贷款更高的利率意味着，中国占到 2020 年所有到期债务的 42%。2018 年，中国进出口银行批准了对 Addis-Djibouti 铁路埃塞俄比亚路段贷款的重组，将贷款期限延长了 20 年。

肯尼亚 (Kenya)：DSSI 记录显示，中国对肯尼亚的贷款占肯尼亚 278 亿美元未偿债务的 27% (75 亿美元)。中国贷款人在肯尼亚资助的大型项目包括 Olkaria 的多个地热井 (8.67 亿美元)、Karimenu 大坝供水项目 (2.29 亿美元)，1.56 亿美元用于 Nairobi 南部绕越公路，以及 Mombasa 到 Malaba 之间有争议的标准轨距铁路的两个阶段 (51 亿美元)。在肯尼亚，一些大额贷款（包括部分标准轨距铁路）的商业利率意味着，到 2020 年，中国贷款的还本付息额将占全部债务还本付息额的 38%。

赞比亚 (Zambia)：赞比亚已经在债务危机的悬崖上徘徊了好几年，尽管国际货币基金组织和世界银行在 2019 年 8 月联合发布的债务可持续性分析 (DSA) 指出，当时赞比亚正在偿还债务，“所有债务都保持流动”。根据 DSSI 的数据，截至 2018 年，赞比亚政府对中国的债务 (28 亿美元) 少于对债券持有人的债务 (30 亿美元)，中国的债权人持有赞比亚公共债务和公共担保债务的 26%。DSA 记录显示，赞比亚公共电力公司 ZESCO 还持有 7 亿美元的无担保债务，很可能全部来自中国的贷款机构。

5. 讨论

2020 年的非洲债务危机与上世纪 70 年代末开始的危机有何不同?早期危机的根源在于全球和国内政策因素，而这些因素之间的平衡因国家而异。毫无疑问，两个最重要的全球冲击是：1) 由赎罪日战争 (1974 年) 和伊朗伊拉克战争 (1980 年) 引起并且损害了所有的石油进口国的大幅上涨的油价，2) 1981 年 7 月美联储决定将美国利率提高到 22.36% 所引起的急剧上升的全球利率。以可变利率借款的发展中国家发现其债务难以偿还，资本从南方逃到北方。

当一些国家拖欠债务时，它们将面临巴黎俱乐部债权人的严厉惩罚。国内政策因素，如高估的汇率、亏损的上市公司和昂贵的补贴，也起到了一定作用。20 世纪 80 年代末，巴黎俱乐部的成员认识到，几十个低收入国家基本上已经破产。在低收入的撒哈拉以南非洲地区，外债与国民总收入的比率从 1980 年的 49% 上升到 1987 年的 104%，大大高于目前 COVID-19 爆发前的水平。对资不抵债的认识逐渐引起了双边和多边债务的注销计划，最终导致 1996 年的重债穷国倡议。经过几十年的改革，到 2020 年，大多数非洲国家的经济状况比上世纪 80 年代要好得多，尽管也有一些例外，如津巴布韦。全球利率处于创纪录的低水平。在南苏丹、中非共和国、布隆迪和索马里等一些国家，武装冲突和内战妨碍了经济产出和债务的可持续性。在 COVID-19 之前，大宗商品价格暴跌是导致安哥拉、乍得、刚果共和国、毛里塔尼亚和苏丹债务危机的主要因素。这在加纳和赞比亚也起到了一定作用，围绕选举的大量开支是另一个因素。尽管如此，对这项分析中 21 个国家中的大多数来说，债务问题很可能是流动性问题，而不是偿付危机。

中国的贷款者目前在非洲债务格局中占据重要地位，但它们的作用不应被高估。在一半以上面临债务危机或已经陷入债务危机的低收入国家，中国的贷款规模相对较小，不到债务总额的 15%。也就是说，它们的债务问题很大程度上是由中国以外的贷款人造成的。

在中非共和国、莫桑比克和津巴布韦这三个国家，从中国借款似乎占其总债务的 15%到 25%。但在中非共和国，DSSI 的部分债务数据来自台湾，这让分析变得复杂。

截至 2018 年，仅在七个非洲国家中，中国占到了公共债务和公共担保债务总额的 26%至 58%。在这些国家，中国的贷款在非洲债务危机图景中处于核心地位。

偿债是另一个重要的变量。在安哥拉和吉布提这两个国家，2020 年超过 50%的债务是欠中国贷款者的。然而，即使在这里，看平均数也会产生某种误导。将安哥拉包含在内，非洲 DSSI 国家的全部债务中有 29%要偿还给中国；将安哥拉排除在外，只有 18%的债务偿还给中国。

世界银行的 DSSI 数据是中国向低收入国家和安哥拉提供贷款的信息金矿。我们的 CARI 数据库提供了中国贷款机构在非洲（包括未加入 DSSI 的国家）做出的每项贷款承诺的详细信息。这两种资源应该能让分析人士在理解中国在非洲高风险市场贷款的神话和现实方面取得重大进步。

本文原题为“Risky Business: New Data on Chinese Loans and Africa’s Debt Problem”。本文作者 Deborah Brautigam 是约翰霍普金斯大学国际政治经济学教授、SAIS-CARI 的创始人，Yufan Huang 是 SAIS-CARI 的研究助理，Kevin Acker 是 SAIS-CARI 的研究经理。本文于 2020 年 7 月刊于 CHINA AFRICA RESEARCH INITIATIVE 官网。[单击此处可以访问原文链接](#)

疫情之后：通胀还是通缩？

Charles Goodhart/文 申劭婧/编译

导读：新冠肺炎之后的世界经济会保持通胀还是进入通缩？对此观点并不一致。有人认为，疫情导致的失业率上升，就业不足，储蓄增加，因此在可预期的未来，通胀将保持低位，甚至低于目标。而另一派观点认为，一旦复苏开始，已经采取的扩张性货币和财政政策将产生通胀的复苏。孰对孰错，我们将在实践中进行检验。编译如下：

从新冠疫情中恢复经济的路径将取决于疫苗的供应情况和其他潜在的治疗方法，这仍然是未知的。但大多数经济学家都同意，我们将最终恢复合理充分就业，但产出增长可能仍然很低。

然而，一旦经济复苏，未来通胀路径就有很大的不确定性。在讨论主要观点之前，再次明确过去 70 年与现在强烈的对比可能会有所帮助。

了解过去

第二次世界大战前，除了在战争及政府动荡不安时期，通货膨胀和利率始终相对较低并保持稳定。通货膨胀每年都会相对变化，因为食品是迄今为止大多数人支出的最大组成部分，而食品价格取决于不同年份的收获状况。此外，至少直到 1815 年，西方历史都穿插了频繁但相对短暂的战争。但是一旦恢复和平，例如 1815 年拿破仑战争结束之后，价格都会长期保持稳定。世界经济的资金主要依照金属标准，1873 年后主要是黄金，在此之前主要是银和黄金。通货膨胀或通货紧缩有一些小趋势，一方面取决于相对产出增长率，另一方面则取决于黄金/白银产量的增长率。一战的破坏导致通货膨胀，但由于世界试图回到金本位制度，战争期间又出现严重通货紧缩时期。

但二战后，通货膨胀趋势首次出现大规模增长，于 20 世纪 70 年代达到峰值，接下来是从 1980 年至今大约 40 年的通货膨胀率下降。

这也许最戏剧性地显示在英国长期利率的变动中，见下图。

图 1 英国 Consol (长期债券) 回报



为什么会发生这两种趋势？

试图在战争年间回到金本位制度是一场灾难，所以二战后，在国际货币基金组织的管理下，各国进入汇率管制阶段，最初与布雷顿森林体系挂钩，最终变成可调整的。但那时凯恩斯主义观点已占据统治地位。该观点认为，政府应该管理经济，以保持充分就业。此外，这一代的政治家成长于 20 世纪 30 年代的大萧条时期，渴望将失业率保持为合理水平。因此，他们试图在高于价格稳定需要水平的就业率上运行经济。在许多国家，当时的希望是可以通过直接控制价格和工资来控制通货膨胀。这后来被证明是不可能的。

与此同时，货币政策适应了日益增长的通胀压力。因此通货膨胀稳步上升。最终，每个人都开始期待更高的通货膨胀，因此推动了工资和价格上涨，因为这维持了实际价值在通胀的情况下保持相同，正如大众预料。

这反过来又导致了通货膨胀的加剧，最终导致了 20 世纪 70 年代的可怕岁月。其特点是滞胀，即通货膨胀的同时，政策限制足以降低产出增长，但不足以抑制通胀螺旋。1973/74 年和 1979 年油价的飙升使情况变得更糟。

20 世纪 80 年初，这种通胀螺旋终于在美国总统里根和英国首相撒切尔的支持下，被美联储主席保罗沃尔克打破。他们暂时放弃了对充分就业的追求，允许沃尔克充分收紧货币政策，以打破通胀螺旋。但这导致美国短期利率超过 20%，全球经济衰退严重，并出现 2008-2010 年之前世界上最危险的金融危机。其中一个当时得出的结论是，尽管声称他们希望实现较低且稳定的通货膨胀，实际上政治家为了追求连任，总是过度追求扩张，这被称为“时间不一致”。为了应对这种情况，20 世纪 80 年代末和 90 年代初，中央银行获得独立制定货币政策——即短期利率——的权利，以实现价格稳定。在 20 世纪 90 年代初推出 CBI 之后，世界经历了 17 年迄今为止最好的经济发展阶段；这被称为 NICE 年（非通货膨胀和连续扩张）。通胀预期与通胀目标重新达成一致，一般约 2%，因此，名义利率恢复到正常水平，约 3%-4%。

但持续扩张和利率下降导致了资产价格泡沫，特别是在住房方面，当局没有注意到金融体系变得多么脆弱。房价的下跌导致了广泛金融危机（GFC），这导致了更多的扩张性货币政策，以抵消当时的经济衰退。通货紧缩压力下的全球化效应使得生产被转移到世界其他更便宜的地区，特别是中国和其他亚洲国家。

那我们现在处境如何？

更长时间的低通胀？

最广泛接受及对当前市场影响最大的观点是，通胀压力将仍然非常温和，长期和远期利率也表明了相似前景。因此，至少在未来五年左右，货币政策将非常

扩张。新冠肺炎导致了失业率上升和就业不足，即使发明了疫苗，危机和封锁造成的混乱都可能导致就业模式发生重大转变，导致重新吸收那些目前失业的人更加困难。虚拟经济很可能比旧的实体经济更便宜，劳动力密集程度更低。不确定性可能继续上升，这会提高预期储蓄率，同时抑制投资。也许要过几年，我们中的许多人才能重拾旅行的信心；无论如何，如果可以通过互联网安全便宜的约见朋友，为什么不这样做呢？当我们在网上，而不是大商场购物，以前稀缺的城市土地估价可能会下降。我们将在电脑上观看戏剧和歌剧，而不是在剧院。出于所有这些原因，主流观点认为，在可预期的未来，通胀将保持低位，甚至低于目标。

通货膨胀是货币现象？

“通货膨胀总是货币现象，因为从某种意义上说，它只能通过货币数量比产出更迅速的增加而产生”，米尔顿·弗里德曼在 1970 年写道（货币理论的反革命）。在上个世纪随后的时间里，这一学说几乎被视为不言而喻，在大多数大学的宏观经济课上被传授。

2020 年前两个季度，当新冠病毒袭来时，在私营部门流动性的预防性需求上升、公共部门大幅增加的赤字、及中央银行通过极端扩张性政策支持经济目标的综合影响下，货币增长几乎无处不在。在美国，广义货币的增速已飙升至有史以来最高水平——同比 32% 的增长。对于一个货币主义者，这意味着未来几年的通胀急剧上升几乎不可避免。

原因

当然，我们目前处于一个广义货币下降速度与总体供应扩张速度几乎相同的阶段。这源于大规模非自愿储蓄（人们不能去度假、去剧院、买新衣服等），提供此类服务的人收入等值下降（被各种形式的财政扩张，如有偿储蓄所抵消），以及预防性储蓄。是的，的确如此，但这并不可持续。在可预见的将来某个时候，商店、酒店，甚至剧院都会重新开张，相关工人将被重新雇用。此时，速度可能恢复正常。那接下来呢？

第二个原因是，中央银行可以尝试扭转目前的货币扩张，例如允许他们目前持有的一些已开始膨胀的政府债务作废。但这将给债券市场带来压力，因为此时各地的债务比率都处于历史高位，而且仍在快速上升。即使官方短期利率被强制压低，长期利率可能会被迫上调。中央银行可能会面临不能过于突然扭转局面的政治压力。

预计通胀会上升还有其他理由。全球化的逆转和国家间保护的加强会破坏供应链，将生产转移到更昂贵的地点，并强化每个国家的劳工（工会）谈判能力。在高度不确定的情况下，债务恶化负担可能导致企业寻求更高的利润率，而不是

竞争性扩张。然而，从这一观点来看，通货膨胀能否卷土重来的关键决定因素是为对付新冠肺炎而采取的货币（和财政）政策。

那么会发生什么？

因此，在新冠肺炎日益好转的现在，对通货膨胀未来可能路径存在两种强烈但截然不同的观点。主流立场是，实体经济的持续错位和疲软使得在可预见的3-5年的未来，我们无法从通胀中复苏，即“更长时间的低迷”。

相反的观点是，一旦复苏开始，已经采取的扩张性货币和财政将产生通货膨胀的复苏，部分原因是早期扭转这种政策只会使我们的经济更加难以忍受。另外，逆全球化和劳动力缓慢增长的长期趋势，将进一步巩固通胀。

找出这些立场中哪些比较正确，除了有重要实际意义，或许还会永远影响宏观经济理论和教学。

让我们拭目以待。

本文原题为“After Coronavirus: Deflation or Inflation?”。本文作者 Charles Goodhart 是 CFS 的顾问委员会委员。本文于 2020 年 8 月刊于 The Center for Financial Stability 官网。
[单击此处可以访问原文链接。](#)

紧急贷款与消费

Thorsten Beck 和 Mohammad Hoseini /文 李芳菲/编译

导读：发展中国家尚不健全的社会保障意味着大多数低收入公认在疫情期间无法实现在家工作或无法获得充分的就业保障。尽管各国财政政策施展空间有限，进入国际金融市场的机会也相当有限，但许多发展中国家政府实施了对家庭和企业的援助方案。本专栏评估了伊朗紧急家庭贷款计划对消费的影响，研究发现，贷款同非耐用品与半耐用品的消费增长正相关，而对耐用品消费或资产购买则没有显著影响，这表明紧急贷款主要投向其预期目标领域。编译如下：

纵观全球，COVID-19 疫情给贫困人口带来了更为严重的冲击，尤其是在发展中国家，这一打击尤为严重——大多数没有正式工作、特别是是服务业的低收入工人无法在家工作，也不能享受大型正式企业的就业福利保障（Furceri 等，2020）。经济体的高度非正式性也使得以公共卫生为主导力量的疫情控制执行效果不佳，而有限的财政政策施展空间和进入国际金融市场渠道不足则使得经济刺激政策更加难以实施（Djankov 和 Panizza，2020）。尽管如此，有许多发展中国家政府依然出台并实施了对家庭和企业的援助方案，我们有必要对这些援助方案是否能够有效救助在疫情危机中受影响最大的人群做出评价，并明确财政支出主要流向哪些领域。在最近的一篇论文中，我们针对伊朗的紧急家庭贷款做出了以上两方面评估（Hoseini 和 Beck，2020）。

当前，除了我们所做的研究之外，关于消费领域的研究文献快速增长，众多学者也都试图通过交易数据评估 COVID-19 的影响，其中大部分研究针对发达国家，包括了：葡萄牙（Carvalho 等，2020）、丹麦（Andersen 等，2020）、日本（Watanabe 和 Omori，2020）、英国（Hacioglu 等，2020）、美国（Baker 等，2020）和墨西哥（Campos-Vazquez 和 Esquivel，2020）。

1. 伊朗的 COVID-19 和紧急贷款计划

伊朗是第一个受到 COVID-19 疫情冲击的中东国家，其第一例确诊病例报告于 2020 年 2 月 19 日，为应对新冠疫情，伊朗政府于 2 月 22 日宣布取消所有文化和宗教活动，并于 3 月 4 日关闭受疫情影响省份的中小学及高校，随后范围扩大至所有省份。然而，直到 3 月 21 日（就在波斯节日诺鲁孜节开始之前），政府才开始宣布禁止城市间的旅行，并关闭全国各地的购物中心和集市，药店和杂货店除外。

随着新感染病例数量的下降，伊朗从 4 月份开始逐步放宽管制。此外，4 月，伊朗政府宣布符合条件的家庭可以申请紧急贷款（约为最低工资的 54%）。这一总金额高达 1000 万里亚尔的贷款源自石油收入，面向除收入最高的 5% 人群以外

的全部 18 岁以上伊朗民众，贷款发放依据现金福利金申请资格制定。自 2020 年 7-8 月开始，这一贷款基金将通过返还每月的现金福利金予以偿还。在 2560 万伊朗家庭中，有 2420 万具备现金福利申领资格，其中有 2100 万家庭申请了这一贷款。贷款将分四批予以发放，4 月 23 日向首批 1710 万户家庭发放贷款，4 月 23 日发放共计 230 万户，5 月 7 日 775, 000 户家庭获得这一贷款，6 月 11 日最后一批 867, 000 户家庭领取贷款。因此，在 8350 万伊朗人中，紧急贷款计划已累计覆盖了 80% 以上。

2. 研究数据

我们使用支付交易数据以反映各省不同商品和服务消费模式的高频变化，这一思路延续了 Aladangady 等人的研究方法 (2019)。Aladangady 等人的研究表明，将大型电子支付技术公司的匿名交易数据汇总到国家/地区层面之后，每月消费增长率同人口普查局的每月零售贸易调查结果相似。

我们的每月和每日交易数据来自伊朗中央银行旗下的 Shaparak 公司，该公司是在所有销售点 POS 机及在线终端使用伊朗里亚尔交易的票据交换所。虽然我们并没有记录现金购买，但根据 CBI (2018) 的说法，97% 的伊朗家庭使用电子卡作为购买的主要付款方式，因此这一统计缺漏引起的偏差较小。我们统计了 31 个省份 2019 年 4-5 月及 2020 年 4-5 月所有店内 POS 及和在线交易的每日数据，除了区分各省数据之外，我们还对耐用品、半耐用品和非耐用品加以划分，区分了 12 中不同的商品和服务，以及 18 种不同的零售部门。所有数据均为实际值，即我们使用省级每月价格指数来对通胀加以调整。

我们还具有每轮紧急贷款计划的分省发放数据，并在回归分析中使用了相对于每月总交易的总贷款金额及每户家庭贷款数（单位：百万里亚尔）。

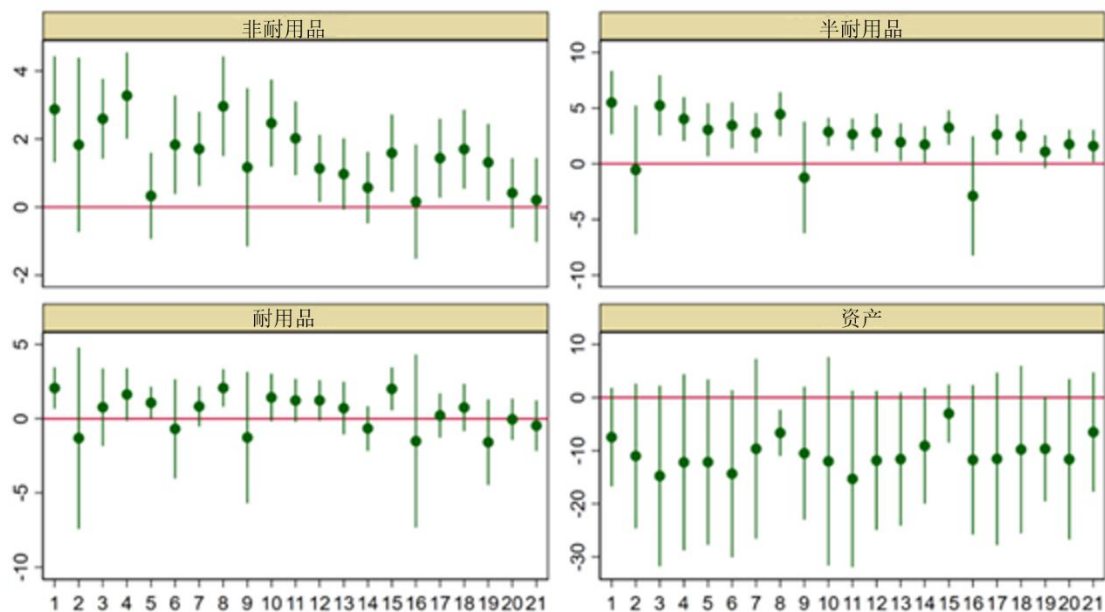
3. 研究发现

为了测算紧急贷款对不同省份和不同类别之间消费的影响，我们使用了双重差分方法，记录了 2019 年及 2020 年 4-5 月的每日省级交易数据。我们以 4 月 23 日至 5 月 13 日——介于首轮贷款发放日至第三轮贷款发放日后六日期间为实验组，而对照组则设置为 4 月 20 日-22 日及 5 月 14 日-20 日，并将 2019 年 4-5 月作为另一对照期间。我们以省、日期、工作日和节假日的固定效应来对研究模型加以完善。在回归分析中，我们重点关注第一波贷款浪潮，因为：（1）我们无法区分在第一、第二、第三轮获得贷款的家庭的交易数据，贷款对消费的影响可能会超过一周；（2）第一轮贷款发放迄今为止规模最大。

回归结果显示：

- 紧急贷款和非耐用品、半耐用品的消费增长高度正相关，而对耐用品的消费或资产购买则没有显著影响，这表明紧急贷款主要投向其目标消费领域。
- 当我们只关注第一轮贷款发放后的第一周及考虑第一轮贷款发放后的前三周时，以上结果成立。
- 系数估计表明，三分之二的紧急贷款用于非耐用品消费，而非半耐用品消费，其中食品和饮料消费的绝对值增幅最大。
- 在最初的几天中贷款刺激效果最强，这一正向刺激逐渐随时间消散，如图 1 所示。
- 在对较贫穷而非较富裕的省份调查中发现，我们的结论仅对实体商店有效，而对在线交易无效，这一结果表明就紧急贷款促进消费增长而言，较贫穷的民众有着更为强烈的反应。

图 1 第一轮贷款的日影响



4. 结论

我们的发现同此前存在信贷和流动性约束下暂时性收入冲击影响的理论相一致（有关文献调查请参见 Jappelli 和 Pistaferri, 2010），这表明消费者将通过减少支出以应对负面冲击，尤其是在存在流动性和信贷约束的情况下。伊朗表现出了高度的金融普惠性（根据 Global Findex 的数据，2017 年，伊朗民众有着高达 94% 的账户拥有率，有 79% 的成年人拥有借记卡），但大部分

人口面临流动性和信贷限制 (2017 年, 仅 38% 的人能够获得紧急贷款)。在 2017 年, 仅有 24% 的人能够从金融机构获得贷款, 而这一数据在 2014 年则为 32%, 且 2014 年另有 40% 可以从商店获得借款, 49% 的人可以向朋友和家人借款。因此, 即使存在政府的过渡性付款支持计划刺激消费支出增长以应对 COVID-19 疫情所带来的负收入冲击, 同样可能导致消费的大幅下滑, 更何况贷款支持计划在未来还需要加以偿还。

我们的文章仅仅简要地介绍了发展中国家的 COVID-19 疫情危机及政府出台的支持措施, 但我们也要看到, 在不久的将来还会有更多的重大问题出现。首先, 由于当前的消费支持计划以贷款的形式发放, 并预计将于 2020 年 7-8 月开始偿还, 因此低收入人群的偿债负担依然很重, 还需要进一步评估除收入补贴之外偿还贷款对消费的影响; 其次, 商店 POS 交易是否会永久地向在线交易转移? 随着时间的流逝, 我们或将能够对以上问题做出回答。

本文原题为“Emergency Loans and Consumption: Evidence from COVID-19 in Iran”。本文作者 Thorsten Beck 为卡斯商学院银行与金融学教授、CEPR 研究员, Mohammad Hoseini 为德黑兰管理与规划研究所经济学助理教授。本文于 2020 年 8 月刊于 VOX 官网。 [单击此处可以访问原文链接。](#)

美国贸易代表莱特希泽的贸易主张

Gary Clyde Hufbauer and Euijin Jung/文 母雅瑞/编译

导读：罗伯特·莱特希泽是特朗普政府的最高贸易特使、美国贸易代表（USTR），他在自己最近一次为贸易政策失败的辩护中，体现出了为更多贸易战、18世纪重商主义思想，以及改写过去75年世界经济历史辩护的思想。在《华尔街日报》8月20日发表的一篇评论文章中，莱特希泽阐述了他对世界贸易组织（WTO）改革的不满。但他提出的主张因过于极端而无法施行，他对于贸易价值的解读也是过时的。编译如下：

罗伯特·莱特希泽是特朗普政府的最高贸易特使、美国贸易代表（USTR），他在自己最近一次为贸易政策失败的辩护中，体现出了为更多贸易战、18世纪重商主义思想，以及改写过去75年世界经济历史辩护的思想。在《华尔街日报》8月20日发表的一篇评论文章中，莱特希泽阐述了他对世界贸易组织（WTO）改革的不满。但他提出的主张过于极端而无法施行，他对于贸易价值的解读也是过时的。

莱特希泽主张的基础是纯粹而简单的重商主义。该主义认为进口利于经济而出口不利于经济。美国为降低贸易壁垒所做的任何事情都是送给外国的礼物，而不是像过去那样，激励那些国家为自己和美国的利益开放经济。贸易部长们克服了许多阻力，使得美国国内能够接受本国经济的自由化，并且欢迎外国商业的进入，而这位代表丝毫没有意识到他们对美国和其合作经济体的这些帮助，更不用说赞赏了。

不，贸易不是零和博弈

莱特希泽反对旧的关税与贸易总协定（GATT，1947年成立）降低关税的主要理由是，并非所有国家都以同样的速率降低了关税壁垒。当然，这是在所有国际谈判中取得进展的关键。事实上，在过去几十年的八轮谈判中，美国和其他发达国家将其平均适用关税和限制关税削减到了极小的数字，而巴西、印度、印度尼西亚、南非和其他发展中国家则坚持较高的适用关税和更高的约束关税。

在其他方面，发展中国家也没有受到关贸总协定规则的全面影响，直到今天，它们还要求“特殊和差别”的待遇。但莱特希泽这种主张的效果确实令人怀疑。莱特希泽的逻辑是，发展中国家是关贸总协定体系中受到保护的最大赢家，而发达国家是最大的输家。诚然，美国贸易合作伙伴实行的高关税和其它壁垒限制了美国的出口。但这并不意味着美国可以通过效仿国外的糟糕政策而获益。

过去30年里，比较热爱保护主义的印度和更加开放的中国的表现；或者保护主义的阿根廷和自由贸易的智利；或者高关税的尼加拉瓜和低关税的哥斯达黎加，很少有国家实施保护主义而经济繁荣的例子，但可以找到许多国家因开放自

由市场而繁荣的例子。目前莱特希泽呼应特朗普总统，认为美国需要在与其众多合作伙伴的贸易关系中寻求“再平衡”：如果这些贸易合作伙伴不单方面减少贸易壁垒，特朗普将全面提高美国的关税。

为了呼应特朗普政府发布的《2019年互惠贸易法案》，这位代表呼吁164个世贸组织成员国参照发达国家的平均关税，采用共同的“基准关税”。这个不切实际的提议让人想起了莱特希泽观点的重商主义基础：保护市场的国家会获胜；开放市场的国家是输家。

70年来，多边关税谈判已经取得了相当大的成功，并且逐步降低了关税税率。在每一轮的谈判中，各个国家向多个合作伙伴“赠予”的关税减让，与它们从这些合作伙伴“得到”的总体关税减让是相同的。换句话说，如果一个国家的伙伴平均降低关税3个百分点，那么这个国家可能会平均降低关税3个百分点。通过这种边际讨价还价的过程，真正的赢家将会把关税削减到非常低的水平。

与传统措施形成鲜明对比的是，莱特希泽现在要求所有国家实现相同的基准关税水平，而不考虑该国必须将其平均关税下调1个百分点还是15个百分点才能实现这个目标。但只有在自由贸易协定中，各国才同意实施共同的基准关税，即零关税。从本质上说，莱特希泽是在给世界和各个合作伙伴两种选择：要么将你们的关税降至美国的平均水平，要么我们将提高关税至你们的水平。人们很容易将莱特希泽的提议视为特朗普在其第二任期实现全球自由贸易的尝试。但遗憾的是，这种诱惑不仅与关税谈判的现实完全相反，也与莱特希泽认为贸易是零和博弈的重商主义思想完全相反。

诚然，世贸组织争端解决机制需要改革，但它给美国带来了巨大的利益

莱特希泽对WTO提出的反对意见中，排在第二位的是争端解决机制，其中包括上诉机构。由于特朗普政府拒绝批准新的任命公文，该机构目前已经濒临解体。这一机制是多边贸易谈判乌拉圭回合（1986-94年）期间，在美国的坚持和设计下采用的。按照莱特希泽的说法，上诉机构的决策对美国不利。令他特别恼火并认为不利的决策集中在美国被指称滥用反倾销和反补贴关税等临时保护政策，并经常通过这些手段征收超过50%的惩罚性关税。这些关税是由美国征收的，征收理由是进口激增损害了美国经济，特别是当进口商品得到了不公平的补贴或以低于成本的价格出售时。在几个案件中，上诉机构裁定美国的辩护理由不属实。但莱特希泽没有提及美国在上诉机构中胜诉中国、欧盟和其他合作伙伴的案例。

莱特希泽关于争议解决机制需要改革的主张是正确的，在这方面他建设性地提出了一种仲裁模式。我们合著的PIIE政策简介提供了额外的建议。改革停滞不前，与此同时，约20个世贸组织成员国（19个国家加上欧盟这一集团）为解

决参与者之间的纠纷，建立了他们自己的临时上诉仲裁安排。值得怀疑的是，这些参与者是否会对莱特希泽放弃上诉机构的想法感兴趣。但除非美国愿意妥协，否则它将无法诉诸具有约束力的争端解决机制。如果没有上诉机构，当败诉方选择不遵守小组裁决时，陪审团的裁决将陷入僵局。当其他国家违反这些准则时，报复将成为美国的主要反应，反报复将成为经常发生的事件。保护主义政策将取得胜利。

双边贸易协定出现逆转是奇怪的

奇怪的是，莱特希泽对双边贸易协议大加抨击——之所以好奇是因为特朗普政府是个狂热的实践者。莱特希泽与韩国、日本和欧盟经过谈判达成了有限的协议；在修订了一些条款并放弃了其他条款后，将北美自由贸易协定（NAFTA）重新命名为美国-墨西哥-加拿大协定（USMCA）；并启动了与肯尼亚、印度、巴西和英国的谈判。这位代表指责欧盟签署了 72 项双边自由贸易协定——当然，这个数字比美国签署的 20 项双边自由贸易协定还要多，但很难说在特朗普执政期间，美国一直是一个坚定的多边主义者。

贸易战无助于解决与中国的问题

这位代表最大的不满（尽管这在他的名单中仅排在第四位）是，世贸组织没有限制北京国有企业、补贴和强制技术转让的规则。众所周知，这些做法损害了美国和其他贸易伙伴的利益，世贸组织必须进行改革以解决中国的问题。但特朗普未能利用世贸组织来实现这一目标。相反，他实施了长达两年的贸易、技术和投资战争，而这些未能改变中国的政策，反而对两国的经济造成了严重的损害。此外，他们还做了大量工作，将美国从其盟友和贸易伙伴中孤立。再次重申，保护主义政策可能会取得重大胜利。

本文原题为“USTR Lighthizer's Great Leap Backward on Trade”。本文作者 GARY CLYDE HUFBAUER 是彼得森国际经济研究所 (PIIE) 非常驻高级研究员，EUIJIN JUNG 是彼得森国际经济研究所 (PIIE) 研究员。本文于 2020 年 9 月 1 日刊于 PIIE 官网“贸易和投资政策观察”模块。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

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

网址：<http://www.voxeu.org/>

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

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

网址：<http://www.piie.com/>

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/>