

全球智库半月谈

气候融资：欧盟和新兴市场合作的方式

疫情后债务的可持续性

美国经济概况

债务传染

为疫情的开支赤字融资：新环境，新回应

经济与货币政策更新

双利率给央行无穷的弹药

本期编译

桂平舒

李佳欣

李陆屿

母雅瑞

申邵婧

史明睿

宋海锐

徐懿凡

薛 懿

杨 茜

(按姓氏拼音排序)

《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

日本经济面临的问题也是其他发达国家的问题..... 7

导读：日本自 20 世纪 90 年代初资产泡沫破裂后，一直处于低增长、低通胀、低利率、高私人储蓄的“日本化”阶段。疫情期间，发达国家正普遍经历“日本化”。作者认为，为应对这种情况，不应在意政府债务升高，不应急于撤出经济刺激政策，不应为了平抑宽松政策可能带来的通胀提高而提高利率。

气候融资：欧盟和新兴市场合作的方式..... 10

导读：为应对低碳转型的挑战，欧盟以及新兴经济体和发展中经济体需要投入大量资金。可持续金融框架在发达市场和新兴市场迅速发展，但由于各国绿色金融工具的分类系统和标准不同，导致资金流向分散。确保一致性应成为新国际可持续金融平台的核心议程。

新冠政治：政府如何从应对疫情中提升或失去政治支持..... 14

导读：成功遏制疫情并采取严厉应对措施政府无疑是新冠危机的大赢家，自 2020 年 2 月以来，这些政府的支持率提高了超过 7 个百分点。相比之下，奉行宽松疫情政策以限制经济损失的政府的表现要差得多，尤其是在 Covid-19 病例不断上升的情况下。数据显示，感染人数是最近几个月政府审批通过的主要推动力，其影响远大于经济指标。这是首次大规模调查疫情危机对政治的影响的研究，这项研究使用了来自 35 个国家的 2020 年 1 月至 7 月的新数据集。

疫情后债务的可持续性..... 16

导读：2020 年 7 月商定的欧盟复苏计划支持以接近零的利率向成员国提供赠款和贷款，以进行投资活动。本文指出，在非常保守的乘数假设下，这一计划的实施可以极大促进经济和财政收入。此外，由于欧洲央行正在保持低利率和政府债券收益率，同时也在实施资产购买计划，如果其不针对大规模财政刺激对价格潜在上涨的压力做出有力反应，即使利率逐步推进，甚至延迟“正常化”，也不会损害债务的可持续性。

债务传染..... 21

导读：COVID-19 大流行大大增加了陷入债务危机的发展中国家和新兴市场经济体的数量，目前大流行的冲击仅限于最贫穷的国家，但仍有理由担心新兴市场持续进入资本市场。在大规模且同步的融资需求的背景下，对债务重组的需求日益增长，该增长将受到在 COVID-19 危机之外独立发展的两个“既存条件”阻碍，可以通过提高债务数据和债务合同的透明度、提供包含下行风险的真实经济预测、支持有序主权债务重组的新立法等措施，确保新的资金最终造福于受大流行影响的债务国的公民，增加债务重组的便利性。

缩小贸易逆差并不会带来制造业就业的回升.....27

导读：美国总统大选在即，候选人特朗普和拜登均提出解决制造业就业问题的新计划，然而旨在强调提高制造业竞争力水平的政策实际上不太可能大幅度促进制造业就业，同时主张通过将全球供应链带回美国的方法可能会给出口带来不利影响，使得整体就业增长再次低于预期。

美国经济概况..... 30

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9月17日的数据。

经济政策

为疫情的开支赤字融资：新环境，新回应..... 51

导读：为了帮助各成员国的经济从冠状病毒的冲击中复苏，欧盟进行了首次举债，因此需要新的资金来源为欧盟这项措施的预算融资。目前专家们已经提出了各种各样的想法，包括征收数字税和金融交易税，但最合适的新资金来自于欧盟排放交易系统的收入，它可以提供足够的资金用来偿还欧盟疫情期间的开支赤字。

经济与货币政策更新..... 53

导读：美国经济复苏的脚步被不断攀升的新冠疫情确诊病例限制而放缓。随着疫情传播，企业和消费者的预期都受到了影响，相较2020年2月的预期，目前专业人士预计疫情将持续更长时间，完全恢复产能的时间也在推移。目前，就业市场已在回升，但仍然损失掉了6年的新增就业，就业水平略低于2014年。在此情况下，克利夫兰联储主席Mester认为，虽然美国已经采取有效的财政政策和货币政策，但政策的支持力度可以更大，可以延续更长的时间。为了达成恢复最高就业率和实现价格稳定的双重目标，尽管美联储仍然会坚持2%的法定通货膨胀率目标，但在这种前所未有的冲击下，想要达到法定通胀目标，美联储必须改善通货膨胀预期，因此美联储可能会制定政策，力图在一段时间内将通货膨胀率适度地提高到2%以上；同时新修订的战略声明承认最高就业率指标在评估时与实际情况存在一定偏离，今后在没有通货膨胀压力或金融稳定风险的情况下，高就业率不再是问题，货币政策也不会对此做出反应。

双利率给央行无穷的弹药.....62

导读：全球金融危机以来的低利率环境导致经济学家和分析人士认为，主要央行为了应对包括Covid-19危机在内的重大衰退，已经用尽了货币政策工具。本专栏认为，双重利率方法有助于消除有效下限，并赋予央行无穷的弹药。通过采用双重利率，央行可以超越短期

利率和紧急流动性的目标，并为整个经济提供刺激。随着对应对 Covid-19 危机的财政刺激政治支持的减弱，当前各国央行可以而且应该以压倒性的力量介入。

本期智库介绍..... 68

日本经济面临的问题也是其他发达国家的问题

Takeshi Tashiro/文 史明睿/编译

导读：日本自 20 世纪 90 年代初资产泡沫破裂后，一直处于低增长、低通胀、低利率、高私人储蓄的“日本化”阶段。疫情期间，发达国家正普遍经历“日本化”。作者认为，为应对这种情况，不应在意政府债务升高，不应急于撤出经济刺激政策，不应为了平抑宽松政策可能带来的通胀提高而提高利率。编译如下：

日本首相安倍晋三（Shinzo Abe）宣布下台的计划，给日本从 COVID-19 经济低迷中复苏带来了不确定性。但无论谁接替安倍晋三，日本在可预见的未来都可能会继续经历低增长、低通胀、低利率和过高的私人储蓄——一些人将这些现象组合描述为“日本化”，这个术语已经被用于描述在这些因素的重压下挣扎的其他发达经济体。

日本的困难是 20 世纪 90 年代初资产泡沫破裂后出现的，尽管政府出台了支持政策，但日本至今仍未摆脱增长停滞。鉴于保持社交疏远、消费者谨慎消费、私营部门不愿冒险的前景，日本政策制定者肯定会保持财政刺激，以应对 COVID-19 的影响。其他许多发达国家的政府和中央银行也面临着同样的挑战，这些挑战使提供额外的财政和货币刺激变得十分有必要。“日本化”可能很快就会成为这些国家的新常态。

甚至在 COVID-19 危机之前，主要发达经济体的经济增长就已经很慢。伴随经济自新冠疫情中逐渐恢复，这一趋势必然会持续下去，部分原因是因为疫情期间全球供应链的中断降低了工业生产能力。除此之外，社交疏远也抑制了经济活动。例如，在餐饮业，由于顾客避免外出就餐，消费需求一直很低。由于疫情导致不确定性居高不下，使预防性储蓄高于正常水平，这种现象也减少了投资和消费。

与此同时，疫情对通胀的影响尚不清晰。供应链中断，加上人口和资本流动性低，可能会带来更高的通货膨胀，就像 20 世纪 70 年代中期石油供应冲击时期那样，高通胀叠加经济增长停滞，形成了滞胀。当然，COVID-19 危机影响到了供需双方，也可能导致通胀疲软。由于家庭和企业预防性储蓄的上升，通胀预期也很低。短期内，低通胀将持续下去。另一方面，随着公共借贷和债务的增加，一些专家担心远期通胀水平。

各国央行继续积极干预，大规模注入流动性、购买资产，并承诺将继续实施低利率政策。潜在增长率正不断下降，自然就业率同样保持下降。

这些趋势共同作用，导致产出下降的情况下预算赤字和政府债务不断增加。在日本，债务与 GDP 的比率一般维持在 200% 左右，GDP 预计将收缩 5%，赤字将增加约 10 个百分点，预计 2020 年债务与 GDP 的比率将增加约 20 个百分点。

日本经济增长放缓的一个长期因素是出生率降低，在经济衰退后，出生率往往会下降。尽管现阶段没有数据可以证实，但社交疏远可能会加剧这一趋势，因为它使人们减少了身体接触。

随着各国解除封锁和国家紧急状态，新的政策工具将变得必要。目前，政策应侧重于帮助受影响部门生存。应在采取公共卫生措施控制感染风险这一假设下，追求总需求提升。

随着封锁解除，政策制定者可以使用几种经济政策工具（Blanchard, Philippon and Pisani-Ferry, 2020）。首先，政府应该尽一切可能控制病毒。其次，它们应提供补贴和其他援助，使企业持续经营，这样就不会因为社交疏远和其他卫生措施导致需求不足。受 COVID-19 严重影响的公司应获得（持续经营）所需的资本。这些措施不应该被用来帮助僵尸企业，但由于预计当前史无前例的健康危机和感染风险是暂时的，这些措施就变得非常合理。

许多政府现在拥有巨额财政赤字，公共债务水平较高。一些人指出高通胀和公共债务危机的风险。虽然低通胀或通货紧缩在短期内可能持续，但高通胀的风险正随着债务水平的上升而不断增加。

这种风险可能沿着四种潜在路径实现。首先，巨额财政赤字继续增长。在不利的财政条件下，债券投资者要求更高的风险溢价。第二，无风险收益率上升。无论潜在经济增长率因何种基本原因上升，都会带动无风险利率上升。第三个风险是财政支配地位——央行受政治限制影响无法应对通胀。第四，出现供应紧张和滞胀。中央银行必须提高利率，以遏制经济困难和税收下降期间的通货膨胀。经济困难叠加利率提高可能引发滞胀。

应该如何处理这些风险？第一个风险是不可避免的，为了维持经济和社会活动而出现赤字是可取的。对于第一和第二个风险，央行可以打破不良平衡，同时承诺低利率。第三个风险令人担忧。正如作者与 Olivier Blanchard 在 PIIE 政策简报中讨论的内容，当政府可以无需审批地自动出台政策应对风险时，应急计划就变得非常重要。第四个风险较难应对，因为政府应该增加社会总收入来应对危机。为了防止出现这种风险，现在应该将财政政策用于生产目的，包括确保企业在 COVID-19 衰退期间生存下来。

总之，在 COVID-19 大流行之后，发达经济体最有可能的情况是长期“日本化”：低增长、低通胀、低利率和私营部门储蓄过剩。在这种情况下，债务水平的少量降低目标就不那么有说服力了，不应先发制人地撤回经济刺激。至于高通

胀风险，政府的应对能力很重要。风险应该通过应急规划而不是先发制人的财政整顿来处理。COVID-19 危机消退后，应使名义增长率超过利率，使债务占 GDP 的比重趋于稳定。

本文原题为“Japan's Economic Challenges Mirror Those of Other Advanced Economies”。本文作者 Takeshi Tashiro 是 PIIE 非本土高级研究员，曾任职于日本经产省。本文于 2020 年 9 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

气候融资：欧盟和新兴市场合作的方式

Alexander Lehmann 和 Mark Plant/文 杨茜/编译

导读：为应对低碳转型的挑战，欧盟以及新兴经济体和发展中经济体需要投入大量资金。可持续金融框架在发达市场和新兴市场迅速发展，但由于各国绿色金融工具的分类系统和标准不同，导致资金流向分散。确保一致性应成为新国际可持续金融平台的核心议程。编译如下：

据估计，低碳转型所需的基础设施投资中，约 70% 将部署在新兴市场和发展中经济体。各国需在 2021 年举行的第 26 届联合国气候大会之前做出最新的国家承诺，这将突显低碳转型面临的融资挑战。由于当前各国经济普遍衰退，国家预算和发展基金资源将变得稀缺，因此低碳转型势必面临大量的资金短缺。

巨大的投资需求与私人气候融资稀缺的资金形成对比。当前，每年从发达国家向发展中国家转移 1000 亿美元用于绿色投资的目标尚未实现，气候融资来源仍以发展机构和与优惠融资相结合的私人资金为主。一份新的研究报告发现，由于国家开发银行和多边开发银行在这一领域占主导地位，私人来源仅占全球气候融资总额的一半以上。在非经合组织国家的项目气候融资总额中，只有五分之一到三分之一的资金来自跨境流动，全球气候融资总量中只有 15% 是从经合组织流向非经合组织国家。

欧盟 2018 年可持续金融议程的实施为金融部门提供了更多的低碳转型资金，并为在审慎监管中反映气候风险奠定了基础。欧盟的规则制定已经有些成果：与气候政策相一致的经济活动分类法将从 2021 年开始生效；关于绿色债券标准的提案；以及可被标记为支持低碳转型的投资基金法规。非财务报告指令（Non-financial Reporting Directive）的修订仍在讨论之中，该指令将使欧盟与 G20 气候相关披露工作组（TCFD）的建议保持一致。

欧盟的监管将对气候资金的国际流动产生深远影响，尤其是发展中国家将依赖这些资金来资助它们在缓解和适应气候变化方面的投资。

欧盟投资者可能是私人气候融资的重要来源，因为他们已经占新兴经济体和发展中经济体未偿债券总额的 40% 以上。但是，现在需要重新审视已制定的法规，以促进气候资金的跨境流动。

一个潜在的协调平台

欧盟于 2019 年推出的国际可持续金融平台（IPSF）可能成为协调气候融资监管的场所之一。在该平台上，欧盟与其他 13 个经济体结成伙伴关系，其中包括中国、印度和印度尼西亚等主要新兴市场。该小组可以在整合通用标准方面发挥核心作用，例如，披露标准或金融工具所用的绿色标签方面。迄今为止，该小

组的议程仍然有些模糊，仅限于分享和比较国家倡议。该小组的成员可能会表达不同的国家利益，这必须加以调和：

- 在该小组的五个非欧盟高收入国家中，有意愿发展当地的绿色金融市场（例如新加坡）和绿色银行标准（瑞士）；或通过投资组合推动更严格的环境、社会和治理标准（由挪威大型主权财富基金推动）。
- 参与该平台两个新兴市场（中国和印度尼西亚）被认为已经具有成熟的可持续金融框架，包括可持续性报告要求、绿色贷款定义和与欧盟类似的地方绿色债券框架。
- 一些参与国已经制定了独立的绿色债券标准。根据当地的分类法，中国近年来占新兴市场发行的绿色债券的三分之二以上。印度尼西亚和智利在国际市场上也发行了大量的绿色主权债券。
- 该组织还包括一些中低收入国家，包括肯尼亚、摩洛哥和塞内加尔，这些国家的绿色金融产品正在当地非常有限的资本市场中发展。

尽管该小组规模庞大（该小组成员国约占全球温室气体排放量的一半，约占全球 GDP 的 45%），但欧盟平台可能会更具代表性。2020 年初，有 25 个国家在制定可持续金融路线图，这些路线图可能会为绿色资本市场产品制定类似的分类系统和标准。这些国家包括巴西、尼日利亚、墨西哥或越南等主要新兴市场，应鼓励它们加入欧盟平台。至关重要的是，英国将处于一个独立的监管体系中，也应将其纳入平台。

欧盟的角色

从欧盟的角度来看，国际可持续金融平台（IPSF）的首要目标应该是在国际上维持可持续金融的高标准。这需要解决个体发行人、基金经理或司法辖区的“洗钱”风险，即对潜在投资者的误导性披露，或借款人偏离初始承诺的行为，上述行为可能会损害整个可持续金融资产。无论是零售市场还是专业市场，都应向资产管理公司提供高标准、透明的绿色金融产品。这可以参考其他成功的欧盟资本市场产品，例如零售投资基金。

同时，针对基于当地分类法的新兴市场和发展中经济体项目，欧盟应确保为其提供资金的金融产品仍符合欧盟资产管理公司构建的绿色基金或贷款再融资的条件，使其与开放的国际气候融资市场保持一致。例如，根据新的欧盟基准法规，以低碳或“巴黎联盟”形式销售的欧盟注册基金应能够包括来自众多发展中国家发行人的绿色债券。这应要求此类发行人遵守欧盟有关借款人披露和被认可公司在核实债券文件中非财务方面的标准（例如，收益的使用）。

协调跨境流动的原则

在绿色金融体系网络内，中央银行在监督和压力测试方面的协调工作正在进行中。在新兴市场经济体中，特别是在中低收入国家，由于资本市场迅速扩张或吸引以环境、社会和治理（ESG）标准为重点的国际投资者并不现实，国家银行系统仍将是气候融资的主要来源。因此，各国就绿色银行业务原则达成协议至关重要。国际可持续金融平台（IPSF）可以带头开展这项倡议，从而解决当前缺乏国际协调的问题。

国际可持续金融平台（IPSF）可以重点关注三个领域：

- 欧盟投资者和跨境银行将受到分类法的约束，这些分类法定义了有资格获得指定绿色金融工具并可能有激励措施的绿色活动。对此类分类体系的比较表明，欧盟的体系是迄今为止最复杂，它为 70 个气候缓解活动和 68 个适应活动设定了度量标准和阈值。相比之下，中国的系统更为通用，它不包括特定的筛选标准。发展中国家将包括地方投资重点（尤其是在气候适应方面）和地方环境问题，例如减少污染。分类法应该有通用的设计原则。
- 金融公司及其大型企业客户的披露是提供具有更高绿色质量金融工具的基础。G20 气候相关信息披露工作组（TCFD）的建议在中型企业和新兴市场的执行力度很弱，因为实体行业对环境影响的衡量要求很少。当前正在修订的欧盟非财务报告指令应规定切实可行的环境报告模板。欧盟可为在大型新兴市场中实施类似标准提供支持，并向私营部门绿色债券发行人开放拟议的欧盟 ESG 数据存储库。
- 绿色金融产品的发起和标签标准。鉴于这种更大的透明度，绿色金融产品可能会更容易得到投资者的认可。未来的绿色债券标准，以及目前为投资基金采用的低碳基准是欧盟立法的关键部分。尽管根据私营部门的标准，绿色债券和 ESG 基金的市场增长迅速，但监管部门仍需要解决债务发行人和投资公司“洗钱”的动机。新兴市场发行人和基金经理应选择满足未来的欧盟绿色债券标准，包括与当地认可的核查机构合作，这些机构被欧盟认可为接受同等监管。

如果国际可持续金融平台（IPSF）要成为制定共同规则的真正平台，欧盟将需要应对其他司法管辖区的担忧，即欧盟框架加剧了全球气候融资的分散。许多参与该平台的伙伴国家和其他主要新兴市场现在都有自己可靠的可持续融资框架。由于气候挑战是全球性的，协调资金流动需要一致的应对措施。新的欧盟平台应尽可能具有包容性。

本文原题为“Climate Finance: an Agenda for EU Coordination With Emerging Markets”。本文作者 Alexander Lehmann 是 Bruegel 的非常驻研究员, Mark Plant 是全球发展中心的发展融资联席总监兼高级政策研究员。本文于 2020 年 9 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

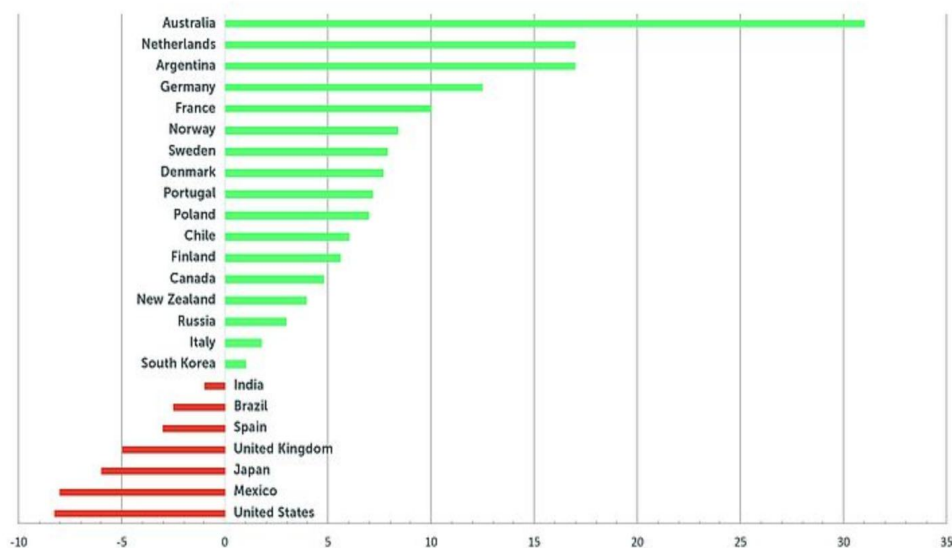
新冠政治：政府如何从应对疫情中提升或失去政治支持

Prof. Dr. Christoph Trebesch 和 Guido Warlimont/文 李佳欣/编译

导读：成功遏制疫情并采取严厉应对措施政府无疑是新冠危机的大赢家，自 2020 年 2 月以来，这些政府的支持率提高了超过 7 个百分点。相比之下，奉行宽松疫情政策以限制经济损失的政府的表现要差得多，尤其是在 Covid-19 病例不断上升的情况下。数据显示，感染人数是最近几个月政府审批通过的主要推动力，其影响远大于经济指标。这是首次大规模调查疫情危机对政治的影响的研究，这项研究使用了来自 35 个国家的 2020 年 1 月至 7 月的新数据集。编译如下：

这项研究首次表明，Covid-19 病例数量对全球政府的支持率有很大的影响。在 2020 年 2 月和 3 月疫情开始时，大多数政府的公众支持率大大提高。但是，在疫情态势持续上升的国家中，支持率再次迅速下降，尤其是当政府未采取严格的对策来遏制疫情时。疫情爆发三个月后，病例数较少的国家/地区的政府支持率比 Covid-19 感染快速增长的国家/地区平均高出 7 个百分点。基尔世界经济研究所研究中心主任、该研究的作者之一的 Christoph Trebesch 说：“这些差异是巨大的。疫情管理不力的政府大大降低了他们连任的机会。”

图 1 新冠疫情期间政府支持率变化



资料来源：各国政治意见库计算得出的平均值。

为了进行这项研究，研究人员每周在 35 个国家/地区中建立了一个新的政府支持率和选举意向数据库。他们正在评估这一新的数据库，以及有关 Covid-19 感染率和死亡的信息，以及经济活动和遏制性政策措施的指标。接受审查的国家包括 20 个发达经济体和 15 个新兴经济体，它们定期接受了政治观点调查。总体而言，这些国家占全球经济产出的 65%。作者分别是英国华威大学的 Helios

Herrera，日内瓦研究生院的 Maximilian Konradt，宾夕法尼亚大学的 Guillermo L.Ordoñez 和基尔世界经济研究所的 Christoph Trebesch。

一方面，研究人员研究了意大利和阿根廷等国家，这些国家对病毒爆发迅速采取了限制性措施。另一方面，尽管有大量的新冠病例，但巴西、瑞典和美国等国家仍然选择了宽松的疫情政策。他们对所有的国家都调查了各种因素之间的统计关系。宾夕法尼亚大学经济学教授 Guillermo Ordoñez 说：“病例数量的增加加上宽松的政策应对措施，导致政府严重丧失了其声誉。这种变化是令人印象深刻的。尽管大多数政府在疫情初期受益了，但一旦感染人数增加和收容性政策不充分，这些收益很快便会消失。”

在研究人员看来，结果表明相比于疫情升级给健康带来的风险，经济因素对选民的威慑作用不大。Ordoñez 说：“支持率对经济活动指标没有强烈反应。尽管付出了经济上的代价，但政府能够从全面遏制疫情风险中受益。”结果表明，在全球疫情危机中，健康在选民中起着主导作用，其中感染率比死亡率更重要。“人们根据病例数和实施的政策对决策者进行评估。在这两方面都表现不佳的人的支持率也最差。在疫情中，公众的耐心非常有限。”

研究结果为即将举行的选举提供了结论：“举例来说，病例数量的下降将大大增加美国总统特朗普的连任机会。智利、新西兰、葡萄牙和玻利维亚即将举行的选举也可能在很大程度上受到疫情的影响。”

本文原题为“Corona Politics: How Governments Gain or Lose Political Approval”。本文作者 Prof. Dr. Christoph Trebesch 是 Kiel 国际金融与全球治理部门的主管，Guido Warlimont 是 Kiel 通讯主管。本文于 2020 年 9 月刊于 Kiel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

疫情后债务的可持续性

Lorenzo Codogno 和 Giancarlo Corsetti 文 申劭婧/编译

导读：2020年7月商定的欧盟复苏计划支持以接近零的利率向成员国提供赠款和贷款，以进行投资活动。本文指出，在非常保守的乘数假设下，这一计划的实施可以极大促进经济和财政收入。此外，由于欧洲央行正在保持低利率和政府债券收益率，同时也在实施资产购买计划，如果其不针对大规模财政刺激对价格潜在上涨的压力做出有力反应，即使利率逐步推进，甚至延迟“正常化”，也不会损害债务的可持续性。编译如下：

最近出现了很多关于债务可持续性与流动性风险、传染、隐性和或有负债、尾部风险等相关的文献 (Debrun, 2019)。从欧盟，特别是欧元区成员国的观点来看，应对疫情带来危机的政策增加了一个关键且新颖的层面，即冲击后的保险，这次它是由欧洲央行和欧盟预算联合提供的。在取消财政规则、监管改革和扩大国家预算的同时，欧洲央行和欧盟决策者为支持经济、避免系统性压力和金融不稳定而提供了事实上的看跌期权，从而限制了任何主权违约风险 (Bénassy-Quéré & Weder di Mauro, 2020)。

只要欧洲央行的干预符合其维持价格稳定的任务，欧洲保险的货币部分就能得到批准。就目前和近期来说，因为央行不断购买，因此国债是可持续的。然而，一旦政策目标出现冲突，问题就可能出现。从长期来看，这些参数非常不确定，因此分析变得具有挑战性 (Corsetti, 2018)，而如何将新冠疫情形势更好地嵌入债务可持续性分析 (DSA) 这一问题也浮出水面。

一个普遍的论点是，由于利率极低，各国的偿债能力有所提高，更高的债务与国内生产总值的比率现在是可持续的。30多年来，日本债务一直呈上升趋势，尽管没有引发通货膨胀，但对经济增长造成了冲击。疫情带来的危机有什么不同？货币联盟的不同点是什么？

名义增长快于债务负担的情景

一个简单的答案可能是，根据日本经验，只要通胀仍然很低，央行就可以继续通过购买二级市场政府债券提供必要的支持。就欧元区而言，欧洲央行通过允许在购买分配时暂时出现比较大的资本额比重偏离，可能会继续减少主权债务市场的跨境分化，事实上帮助到陷入困境的国家。

但是，如果通货膨胀在某个时候再次开始上升，推高利率，那又会怎么样呢？这是否会危及可持续性？顺便说一句，人们可能会注意到如果欧盟的投资刺激措施有效，这种情况迟早会发生。在这一点上，为了避免可持续性风险，名义增长必须保持足够强劲，以支持不断上涨的借贷成本。

名义 GDP 增长（来自于国内实际生产总值增长，以及 GDP 平减指数下跌，即通货膨胀），利率负担和基础财政收支是密切相关的。在超宽松政策下，实际 GDP 增长的回归可能会推高通胀。货币政策必须先发制人以降低通胀风险，从而提高主权借贷成本。这两个因素对债务与 GDP 水平有相反的影响。因此，利率正常化的道路将很窄，除此之外，债务可持续性将需要对初级盈余进行非常有力的调整。

那么，关键问题是：

- 通胀因大规模财政刺激而开始上升时，各国央行该怎么办？
- 在债务与 GDP 比率上升，金融市场会相应地对债券定价的情况下，政府政策能保持多久的可信性？

答案远非简单明了。各国央行的工作就是在尽量长的时间内，将利率控制在需要的水平。由于两年期通胀率预测低于 1.0%，欧洲央行还有很多工作要做。只要欧洲央行继续实施量化宽松政策，市场就会保持冷静。过去 25 年的证据表明，通胀风险几乎没有上升。有一种观点认为，各国央行都会犯下过度谨慎和/或针对通胀风险的错误（这似乎是美联储现在追求的目标）以支持财政政策。

然而这一次，欧洲的财政刺激至少在纸面上大规模超越了历史标准，这样做有充分的理由。此外，目前由政治和新冠疫情推动的供应方变化可能会改变价格稳定的上下行风险。全球化和疫情的影响很可能转化为成本和价格水平的结构性增长。这并不一定会引发货币政策反应，但各国央行必须确保价格和成本调整不会持续漂移，使通胀预期远远超出目标。

不应低估成本上升对总供应造成的损害。产出潜力的永久下降意味着需求的适度增长可能已经造成价格紧张。话虽如此，相当大的不确定性可能会对家庭和企业的预防性储蓄造成压力，使总需求低于总供给，从而抵消成本上升对非可忽略时间跨度带来的通胀压力。央行，尤其是欧洲央行，可能会以相当谨慎的方式管理利率正常化——同样，他们仍然通过市场干预支持财政政策。

一个不完整的货币联盟对新冠疫情的反应

欧元区内部的市场分化以及成员国经济复苏过程中不同的速度和幅度让问题变得更加复杂。如果像意大利这样的大国仍然落后（就像过去危机时期那样），那么跨越国界的复苏鸿沟将再次成为整个欧元区的严重问题。这将引发对尽早收紧财政政策的要求，甚至是债务重组。虽然这两者都不可取，但如果缺乏有效的纠正，最终都不可避免。

回到 2010-2011 年，如果欧元区不得不以当时盛行的体制、治理、信仰和政治面对当前的危机，欧元的生存将面临严重威胁。但情况已经改变，流动性现在

存在。虽然依然有失衡，在某些情况下甚至有所增长，但货币联盟的不完整和脆弱程度比起过去都有较大的进步。

未来可持续性：背景和条件

在这个非常不寻常时期的末尾，政府债务会以更好的状态出现，还是只有违约/重组或通货膨胀才能重新建立可持续性？

由于央行大量购买政府债券，金融市场不再能够依靠传统指标来对违约风险进行价格评估，因为这些指标被严重扭曲。类似地，由于经济增长的不确定性很大，过去新冠肺炎政策的影响以及目前低于零利率的长时间跨度，传统的 DSA 可能具有误导性。考虑到今天的金融市场预期和我们对经济的了解，政策制定者将不得不决定通过财政支持经济要持续多久。

由于意大利是欧元区的主要国家，其高公共债务与 GDP 的比率可能会破坏稳定，我们关注对该国债务的简单计算，以突出当前经济环境中的一些关键考虑因素。下面是计算细节：

- 我们根据 7 月的总理谈判（占 7500 亿欧元一揽子计划的 90%）确定了恢复和复原基金（RRF）的数量，根据委员会提议的时间表，对财政一揽子计划进行规模调整，并推广了刺激计划，以取得未来七年（2021-2027 年）的投资支出估计数。尽管 RRF 只允许根据欧盟对现有（已进行预算）项目的优先排序使用部分资金，我们还是假设所有新资源都用于额外支出。
- 我们使用了相当保守的乘数。在过往文献和国际组织的工作文件中，对乘数的估计差别很大，尽管用于公共资本的乘数往往高于公共支出的一般乘数（Izquierdo 等，2019）。2019 年，意大利银行（Bank of Italy）经济学家的一篇论文提出了乘数的各种设想。我们采取最保守的估计，即“效率减少投资”，其定义是，整个财政一揽子计划只有一半会增加资本存量。其余支出被视为非生产性支出，对经济活动的影响小于资本积累。如果投资提供非常长期的回报（如教育投资）或可以减少未来的潜在损害而非促进潜在增长（如许多气候过渡措施），这种情况也可能发生。使用的乘数在第一年后为 0.5，第二年为 0.7，第三年及后几年为 0.8。
- 我们假设意大利的长期潜在增长率为 0.6%，受疫情冲击，短期内可能只有 0.2 个百分点，而由于欧盟在七年内实施的大规模投资计划，这一增长率会逐渐增加 0.4 个百分点，从长远来看，这一增长率会达到 0.8%。
- 我们假设欧洲央行的政策反应有些滞后，短期利率在 2024-26 年（每年 1.0 个百分点）总共上升了 3.0 个百分点，收益率曲线也平行上升。利率的上调对经济活动产生了温和滞后的负面影响，GDP 平减线最终回到接近欧洲央行

通胀目标值，即 2.0%。一旦 GDP 平减率接近 2%，实际短期利率将接近 1%，长期实际利率将接近 2%。

虽然这一估算非常程式化，且过于简单，但仍然产生了一些有趣的结果：

- RRF 这一新刺激方案达到意大利累计 GDP 的 12%（超过 2000 亿欧元）。14 个国家的经济刺激计划超过 10%，三个国家的经济刺激计划超过 14%，整个欧元区的经济刺激计划接近 5%。除此之外，还将有大规模的国家投资计划（例如德国和法国）。
- 未来几年的可持续财政前景将取决于：（a）在较短的时间内实现投资回报的可能性；（b）利用资源增加资本的生产性存量。这两个条件决定了乘数的强度——最关键的是，投资计划是否会对经济，进而对财政收入产生永久性的“水平效应”。
- 欧洲央行的一些滞后和适度的反应不会破坏经济复苏，也不会破坏意大利债务与 GDP 比率回归到持续下降。隐式借贷成本减去名义 GDP 增长率将在几年都保持负数，最终只会略有正增长。

图 1 意大利：实际国内生产总值预测和欧盟复苏和复原机制的影响

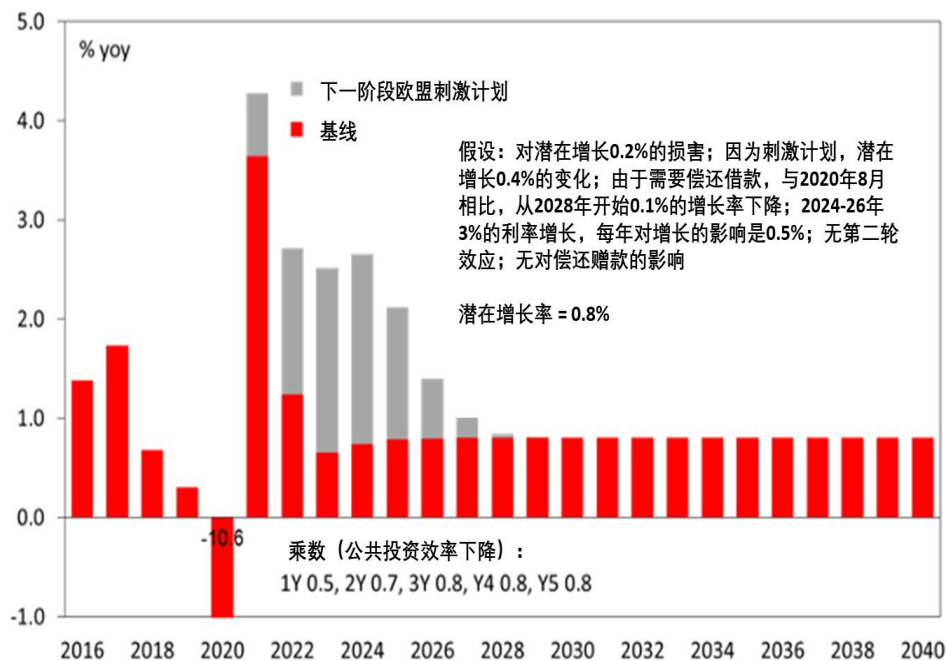
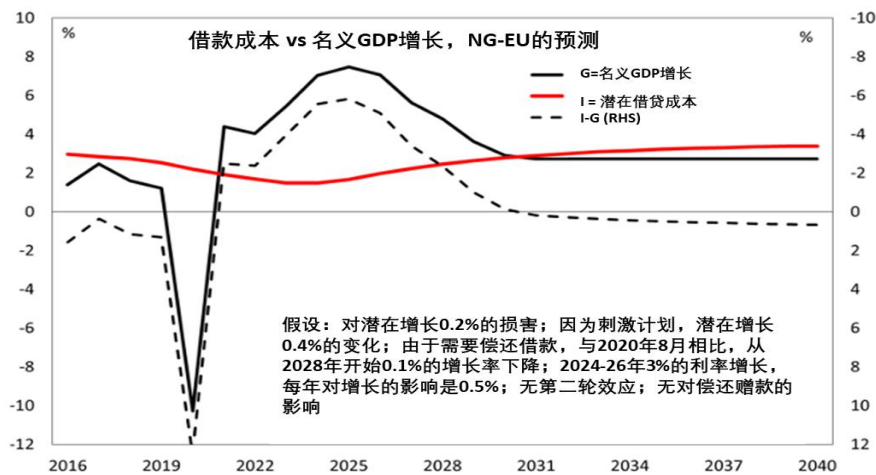


图 2 意大利：借贷成本 vs 名义 GDP 增长



结语

许多年前，塞缪尔森批评过“政府投资作为加快投资上行的催化剂，...或形成点燃商业活动的火花...”，此警告仍然非常有效。

但是，今天的环境有些特别：

- 对于 AAA 主权发行人和欧盟，名义利率为零或低于零。
- 由于意大利公共投资受到巨大冲击，预计乘数将高于往常。
- 低通胀环境不太可能突然转向，因此，一旦通胀因刺激开始走高，就只需要做出滞后和适度的反应。
- 所有欧盟/欧元区国家同时通过投资实施大致相似的财政刺激措施——因此，溢出效应将强化国家一级对 GDP 增长的影响。
- 多年来，公共债务的持续期和久期都延长了，使得长期来看偿债成本都较低
- 对许多欧盟国家来说，财政刺激（赠款部分）不会降低债务与 GDP 的比率（撇开一些在某个时候通过欧盟税收支付的债务与 GDP 比率不谈）。

相比之下，如果投资活动效率不高，乘数低得多，或者货币政策反应更有实质性、更快，那么可持续性就会出现。但是，长期以零名义利率（和低实际利率）为潜在的促增长投资融资，为对促进收入的投资征税，使得 DSA 今天看起来与过去大不相同。

本文原题为“Post-pandemic Debt Sustainability in the EU/Euro Area: This Time may (and Should) Be Different”。本文作者 Lorenzo Codogno 是伦敦政经学院的访问教授, Giancarlo Corsetti 是剑桥大学宏观经济学教授。本文于 2020 年 9 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

债务传染

Jeremy Bulow, Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, Christoph Trebesch/文 桂平舒/编译

导读：COVID-19 大流行大大增加了陷入债务危机的发展中国家和新兴市场经济体的数量，目前大流行的冲击仅限于最贫穷的国家，但仍有理由担心新兴市场持续进入资本市场。在大规模且同步的融资需求的背景下，对债务重组的需求日益增长，该增长将受到在 COVID-19 危机之外独立发展的两个“既存条件”阻碍，可以通过提高债务数据和债务合同的透明度、提供包含下行风险的真实经济预测、支持有序主权债务重组的新立法等措施，确保新的资金最终造福于受大流行影响的债务国的公民，增加债务重组的便利性。编译如下：

需要采取新措施来改善解决主权债务

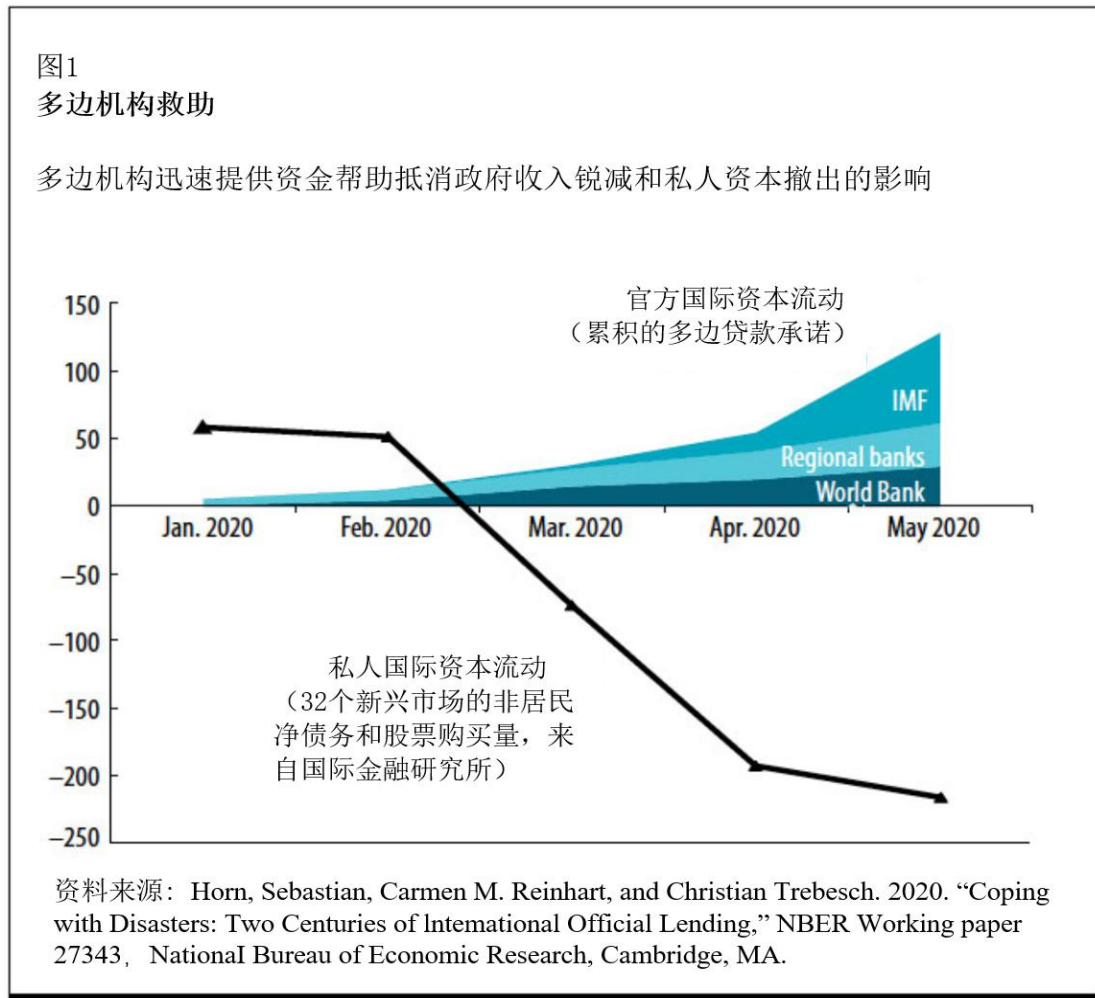
COVID-19 大流行大大增加了陷入债务危机的发展中国家和新兴市场经济体的数量。对一些经济体来说，危机迫在眉睫。对更多经济体来说，只有极低的全球利率才可能推迟清算。违约率在上升，债务重组的需求也在增加。然而，除非各国政府和多边贷款机构提供更好的工具来应对重组浪潮，否则新的挑战可能会阻碍债务偿还。

在大流行期间，因为政府收入随着经济活动大幅下降，同时私人资本流动突然停止，国际货币基金组织（IMF）、世界银行（World Bank）和其他多边组织迅速采取行动，提供了急需的资金（见图 1）。除了来自多边机构的新增贷款外，二十国集团（G20）债权人同意世界上最贫穷的国家延期偿还债务。他们鼓励私人贷款机构效仿，但收效甚微。

迄今为止，大流行的冲击仅限于最贫穷的国家，还没有演变成全面的中等收入新兴市场债务危机。部分得益于发达经济体中央银行的大力支持所带来的良好的全球流动性条件，私人资本外流有所减缓，许多中等收入国家得以继续在全球资本市场借款。根据 IMF 的数据，新兴市场政府在 2020 年前六个月发行了 1240 亿美元的硬通货债券，其中三分之二是在第二季度发行的。

然而，仍有理由担心新兴市场持续进入资本市场。最危险的时期可能还在后面。大流行的第一波尚未结束，1918 年流感大流行的经验表明，可能会出现更严重的第二波——特别是如果有效疫苗要到 2021 年中期（或更晚）才能广泛获得。即使在最佳情况下，国际旅行也将面临障碍，消费者和企业之间的不确定性可能仍然很高。世界贫困急剧上升，危机过后许多人将无法重返工作岗位。这场危机对发达经济体的政治影响也仍在显现。在 COVID-19 之前已经出现的反全球化可能会加剧。

尽管许多新兴市场政府成功地增加了本币借款，但企业仍在继续累积外币债务。在严峻的压力下，新兴市场政府很可能会屈服于压力，和美国、欧洲一样救助本国的龙头企业。

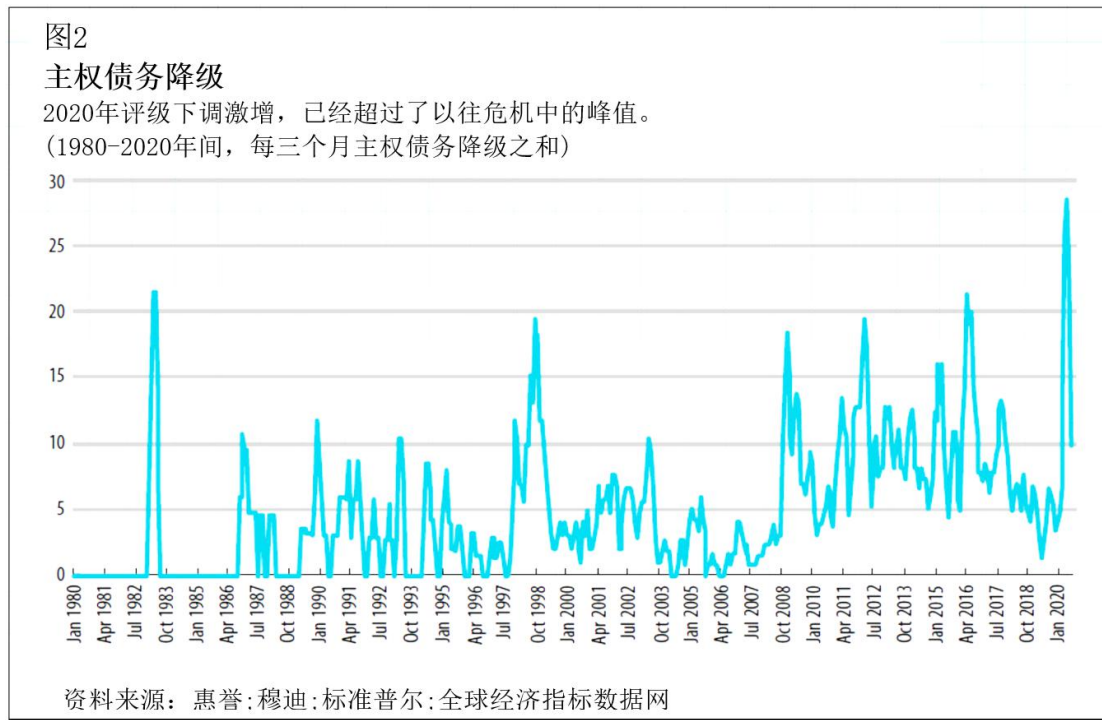


除了私人资金大幅减少之外,在其他国家工作的新兴市场公民的汇款预计今年将减少 20%以上。与此同时,由于新兴市场和发展中经济体面临着与发达经济体同样的预算压力,借贷需求飙升。必须加强卫生系统,必须向生活受影响最严重的公民提供支助。随着经济损害的加剧,借款需求只会进一步上升。

预算压力的上升伴随着新一轮主权债务评级下调,超过了以往危机期间的峰值水平(见图 2)。尽管主要发达经济体的央行已经放松了信贷条件,但主权债务评级下调仍在持续。央行购买公司债券以支持新兴市场和发展中经济体的本地公司,也削弱了这些公司的债务评级。

历史表明,即使在违约风险很高的情况下,一些国家仍能继续举债,这并不罕见。回顾从 1827 年到 2003 年的 89 次违约事件,典型的经验是,在发生违约之前,国内外的借款都急剧增加(Reinhart 和 Rogoff, 2009)。理想情况下,这一次将有所不同,但实际记录并不令人鼓舞。

在众多国家都有大规模且同步的融资需求的背景下,对债务重组的需求日益增长,其数量是自上世纪 80 年代债务危机以来前所未有的。官方债权人应做好必要时采取行动的准备。



在这方面，它们将受到在 COVID-19 危机之外独立发展的两种趋势的阻碍。称它们为“既存条件”。

第一个既存条件是，私人债权人越来越多地要求在债务重组中获得巨额偿还。尽管从理论上讲，官方部门相比私营部门是优先债权人，但许多历史经验表明，情况并非如此。

在 20 世纪 80 年代新兴市场债务危机期间，随着官方债权人的加入越来越深入，私人债权人在撤出资金方面相当成功 (Bulow, Rogoff 和 Bevilacqua, 1992)。欧洲债务危机期间也出现了类似的情况，当时投资者确实在希腊蒙受了一些损失。但欧元区政府通过大规模贷款促进了还款，投资者的资金中有很一部分已经撤出 (Zettelmeyer, Trebesch 和 Gulati, 2013)。这种模式在过去两个世纪的私人 and 官方贷款中反复出现：当私人投资者紧缩时，官方贷款机构往往会介入 (Horn, Reinhart 和 Trebesch, 2020；见图 1)。

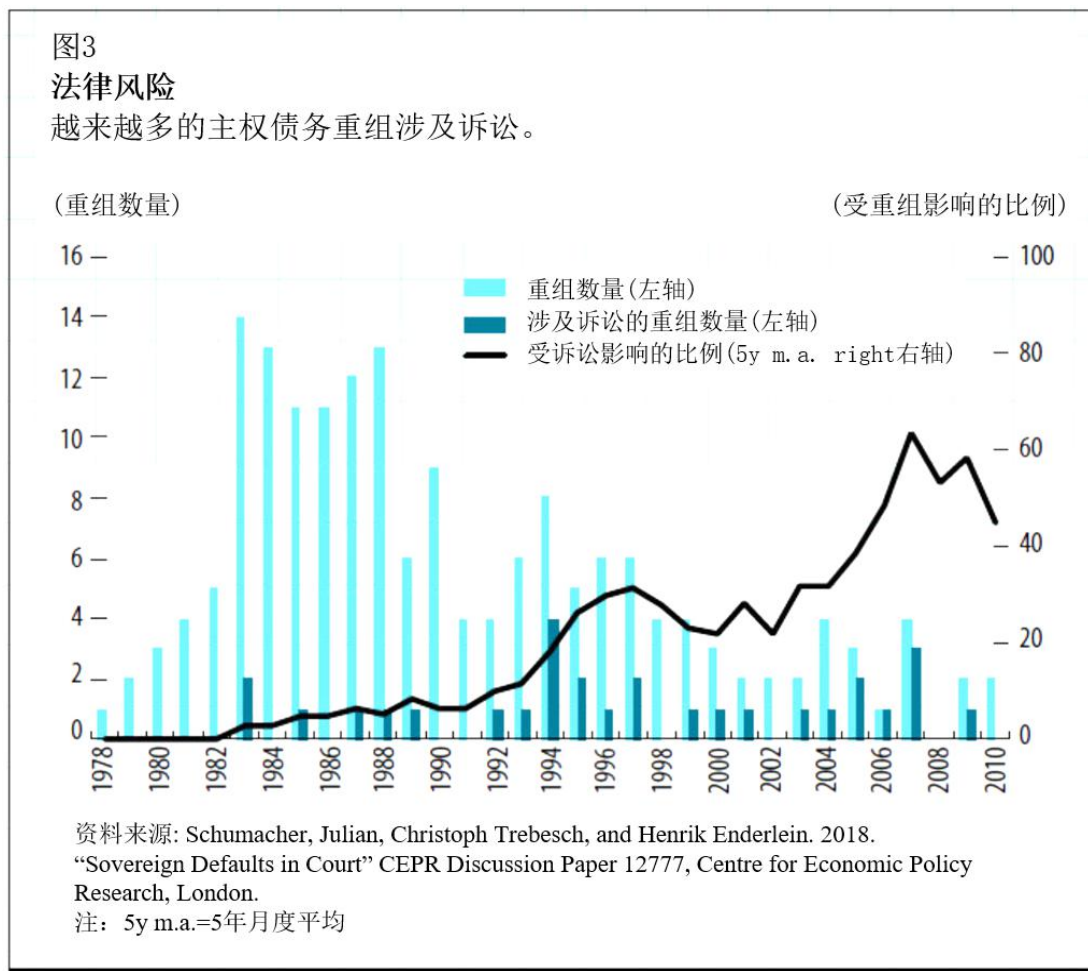
最近的一项分析比较了官方和私人债权人的损失，进一步引发了人们对官方部门贷款所谓的优先级的质疑 (Schlegl, Trebesch 和 Wright, 2019)。

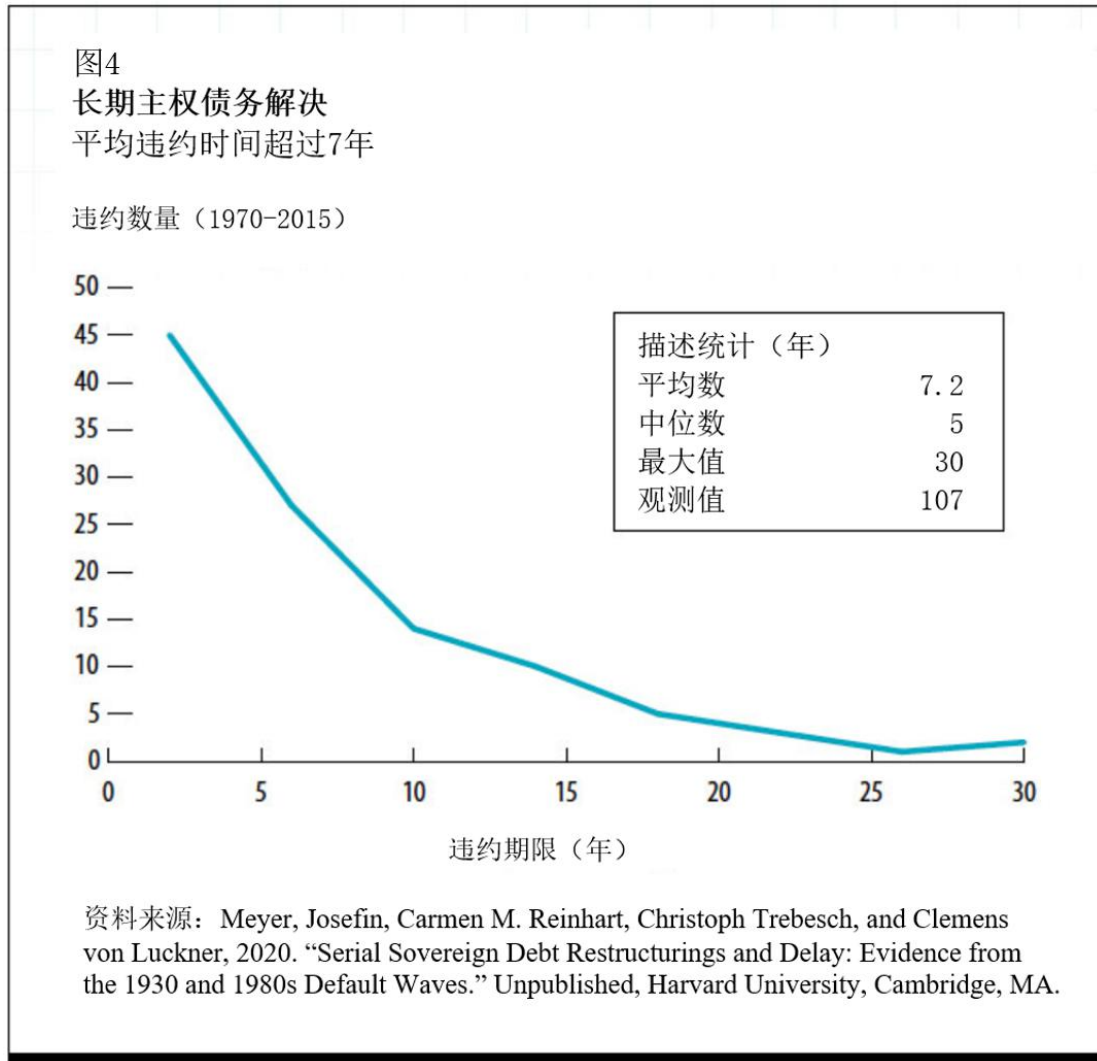
这些结果不足为奇。毕竟，各国政府都有保护在国外借贷的国内债权人的历史 (例如希腊的北欧银行)，同时也关心借款国的稳定和福利。反过来，这种利他主义削弱了官方部门的讨价还价地位，尤其是在与私人债权人的谈判中。因此，像希腊那样，即使官方债权人一开始就没有多少未偿债务，他们也可能承担大部分损失。

进一步的挑战来自私人投资者为抵制巨额债务减记和重组而采取的新的保留诉讼策略。随着重组数量的减少，涉及诉讼的比例越来越高（参见 Schumacher, Trebesch 和 Enderlein, 2018 图 3）。虽然这可能不能完全解释私营部门在扩大其在债务重组中所占份额的成功，但却令人不安。

第二个既存条件是债务危机持续的时间长度。正如花旗银行前董事长威廉·罗兹在上世纪 80 年代债务危机期间所说的那句名言：“债务延期偿付易，走出债务危机难。”

违约事件平均需要花费七年的时间才能解决，并且通常涉及多个重组（请参见图 4）。不幸的是，债务重组可能成为讨价还价的游戏，国家债务人通常愿意将较高的未来债务交换为较低的现期支付，打算在必要时再次重组债务。延迟还有助于双方从官方债权人那里争取更大的注资（Bulow 和 Rogoff, 1989）。债权人可能经常愿意反复续借债务，以便暂时让他们的资产负债表看起来更好一些。在最坏的情况下，COVID-19 危机可能导致又一个发展上的“迷失十年”，债务问题的解决将长期拖延。





各国政府和多边贷款机构可以采取什么措施来确保新的资金最终造福于受大流行影响的债务国的公民，而不是为债权人掏钱？他们如何使债务重组更加方便？这里有三个实用的想法：

1. 提高债务数据和债务合同的透明度

至关重要的是，世界银行、国际货币基金组织和二十国集团继续坚持加强债务统计的透明度。

在评估许多发展中经济体的外债时，一个新的重大复杂问题涉及到中国。近年来，中国已成为最大的双边债权人。不幸的是，中国的贷款经常被保密条款所掩盖，整体情况难以捉摸。在债务困扰的情况下，有关私营部门债权人风险敞口更详细的数据可能有助于债权人与债务人谈判，并使债权人和政府能够确定哪些债券面临保留或采取诉讼策略的风险。例如，一项全面透明的举措将包括充分披露主权债券的所有权，以及在一夜之间改变贷款人组成的信用违约互换。了解所涉及的参与者和所欠的数额，将使国际社会和受影响国家的公民能够更好地监测危机时期稀缺资源的部署情况。该国自身的账目必须变得更加全面，国内债务和

国有企业所欠债务的数据也要改善。养老金负担的核算也越来越重要，底特律和波多黎各最近的债务实践就生动地说明了这一点。

2. 包含下行风险的真实经济预测

现实的增长预测对于避免低估一个国家的短期融资需求和高估其偿还债务的能力至关重要。IMF 历史学家詹姆斯·鲍顿指出，在上世纪 80 年代债务危机的大部分时间里，过度乐观的增长预期一直存在，尤其是在拉丁美洲。现实的预测，特别是认识到高负债国家的脆弱性，可以加快解决任何危机的速度。尽早发现资不抵债并查明大额减记的情况不能保证更快解决问题，但朝着该方向迈出一步。

3. 支持有序主权债务重组的新立法

在管理国际债券的司法管辖区（重要但不限于纽约和伦敦）或处理支付的地方采取法律步骤，可以通过促进主权债务人和债权人之间更公平的竞争环境，从而促进更有序的重组。例如，国家立法可以限制以大幅折价购买的违约政府债券的回收额度。2010 年，英国为参与重债穷国（HIPC）债务减免倡议的国家制定了该项法律，而比利时于 2015 年通过了所谓的《反秃鹰基金法》，该法律阻止好打官司的债权人中断通过欧洲清算所进行的付款。它还将推动立法以促进多数债务重组，这将使主权债权人和符合条件的多数债权人达成一项对所有受重组约束的债权人都有约束力的协议。

这场全球大流行是百年一遇的冲击，需要官方和私人债权人对新兴市场和发展中经济体做出慷慨的回应，包括维护全球贸易体系和帮助各国应对债务问题。

无论在更好地管理债务解决方面能取得什么进展，我们都必须提供支持。然而，为了确保债务国公民得到尽可能多的援助，必须确保债权人之间的权益和公平分担责任，特别是在官方和私人债权人之间。官方援助和软贷款用于帮助世界各地有需要的公民越多越好，而这种援助最终作为对不妥协债权人的债务偿还越少越好。

本文原题为“the Debt Pandemic”。本文作者 Jeremy Bulow 是斯坦福大学商学院经济学教授，Carmen Reinhart 是世界银行集团副总裁兼首席经济学家，Kenneth Rogoff 是哈佛大学公共政策教授兼经济学教授，Christoph Trebesch 是基尔世界经济研究所国际金融学教授。本文于 2020 年 9 月刊于 IMF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

缩小贸易逆差并不会带来制造业就业的回升

Robert Z. Lawrence / 文 徐懿凡 / 编译

导读：美国总统大选在即，候选人特朗普和拜登均提出解决制造业就业问题的新计划，然而旨在强调提高制造业竞争力水平的政策实际上不太可能大幅度促进制造业就业，同时主张通过将全球供应链带回美国的方法可能会给出口带来不利影响，使得整体就业增长再次低于预期。编译如下：

美国总统唐纳德·特朗普 (Donald Trump) 在其 2016 年成功的总统竞选中提到制造业就业岗位流失和贸易逆差问题，并在 2020 年 8 月召开的共和党全国代表大会上再次表明了解决这些问题的决心。特朗普指责贸易和制造业就业岗位的外移，与此同时民主党总统候选人、前副总统拜登 (Joe Biden) 也把恢复制造业就业作为其竞选新任总统的中心议题。特朗普和拜登都提出了扩大美国工业生产以及提升生产技术水平的计划，但问题在于，对创造更多的制造业就业岗位这一目标来说，他们的一些提案并不像设想中有效。

对制造业工作岗位流失的担忧是可以理解的，尤其是考虑到两位候选人都在极力拉拢身处所谓“铁锈地带” (Rust Belt States)¹、曾经在四年前帮助特朗普赢得大选的选民们。例如在 1970 年，没有大学毕业的男性占据了制造业 35% 的工作岗位，但在过去的 50 年里，美国制造业的就业份额一直在稳步下降，从 2000 年的 1730 万个工作岗位急剧减少到 2010 年的 1150 万。2010 年以来，尽管经历了近 10 年的经济复苏，同时特朗普也已经将重点放在了减少美国制造业贸易逆差上，但在新冠肺炎疫情造成就业岗位流失之前，制造业失去的工作只有五分之一得到恢复。

为了与外国制造商竞争，特朗普和拜登似乎一致认为需要制定政策来增强美国的国际竞争力以及增加美国制造业产品的贸易平衡。但是，旨在提高生产技术水平的政策带来了政策支持者们通常会忽略的两难困境：技术进步带来制造业生产率提高，并不一定带来更多的就业机会。生产率的提高通常意味着用更少的劳动力能以更低的成本制造商品，因此，除非国内外对生产率增长带来的低价产品或新产品有足够多的需求，否则对就业的积极影响可能远远小于预期。

我在关于制造业产品国际贸易的 PIIE 工作论文中强调了这一观点。这篇论文考察了 60 个国家和地区在 1995 年至 2011 年间制造业增加值的贸易平衡与制造业就业在总就业中所占份额之间的关系。令人惊讶的是，报告发现，制造业顺差最大的国家和地区其制造业就业份额的下降幅度，实际上略大于制造业贸易逆

¹ 指美国已经陷入经济困境的老工业区，译者注。

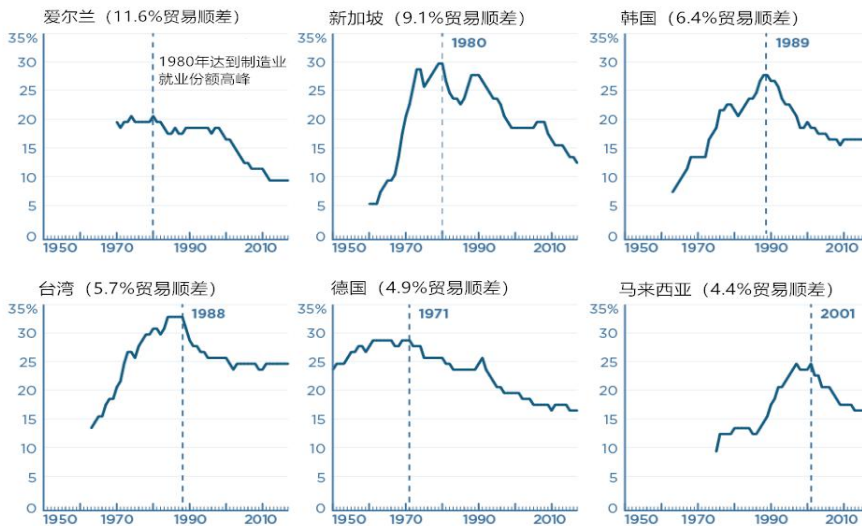
差最大的国家。此外，制造业顺差扩大的国家，其制造业就业份额的下降幅度与制造业顺差收缩的国家下降幅度一样大。

最基本的解释是这两个国家群体之间的生产力差异。贸易顺差国家的人均增加值水平高于逆差国家。正如预期，虽然较高的生产率水平增加了国家的制造业产出份额，同时较强的竞争力创造了较大的制造业顺差，但是国内制造业产品支出方面的增加并没有大到足以弥补由于生产率提高而丧失的工作岗位，而且更高的生产率也意味着贸易顺差创造的新就业机会相比之前更少。相反，贸易逆差国家制造业人均产出较低，同时由于这些国家在制造业产品支出方面的下降幅度较小，所以制造业就业岗位的损失也相对较少。

下图追踪了上述 PIIE 工作论文中 60 个地区样本中制造业顺差占 GDP 比重最大的一部分国家地区制造业就业份额的长期表现。爱尔兰在制造业增加值方面的贸易顺差最大，在 1995 至 2011 年间平均占 GDP 的 11.6%。在此期间，其他拥有巨额贸易盈余的国家包括新加坡（占 GDP 的 9.1%）、韩国（6.4%）、台湾（5.7%）、地国（4.9%）和马来西亚（4.4%）。数字生动地说明了这些国家的制造业就业份额在历史上是如何遵循驼峰型的路径的——发展的早期阶段上升，达到峰值（尽管仍存在贸易顺差）后稳步下降。正如开放经济中的经济结构变化理论所阐述的（Uy, Yi, 和 Zhang, 2013），由于制造业生产率快速提高带来的强大影响，一旦人均收入水平达到一定份额，制造业就业比重必然会下降。事实上，即使是在制造业产出占比最高的中国，制造业就业份额似乎也在 2015 年超过了峰值，之后一直呈下降趋势（Lawrence, 2019）。

图 1 1950 年至 2017 年制造业贸易顺差最大的地区的制造业就业份额

即使是制造业拥有巨额贸易顺差的地区，制造业就业份额也出现了下降



资料来源：作者的计算基于从联合国 Comtrade 数据库得到的贸易数据和从格罗宁根增长发展中心(GGDC) 10-Sector 数据库(Timmer, de Vries, 和 de Vries 2015)得到的制造业就业份额，其他来源还有国际劳工组织统计、世界大型企业联合会的国际比较制造业生产力以及单位劳动力成本数据库。

注：制造业贸易顺差是指 1995-2011 年制造业增加值占 GDP 的平均贸易顺差。并非所有国家都有 1950 年开始的数据。

这一发现表明，无论这些政策有什么其他优点，旨在强调提高高科技制造业竞争力的政策实际上不太可能大幅度促进制造业就业。反而，这些政策还可能不成比例地增加对高技能和受教育工人的需求，并因此加剧因为向受教育工人支付更高工资而导致的收入不平等。

除了旨在提高技术水平和竞争力的产业政策外，特朗普和拜登在某种程度上都主张通过提高贸易壁垒和利用政府支出购买本地生产的产品，以此将全球供应链带回美国。这一方法可以促进受扶持行业的制造业就业，但是也将提高依赖于这类供应链的其他行业的成本，因此可能会给出口带来不利影响，整体就业增长可能再次低于预期。

本文原题为“Will Smaller Trade Deficits Bring Back Manufacturing Jobs?” 本文作者 Robert Z. Lawrence 于 1999 年被克林顿总统任命为经济顾问委员会的成员，从 2001 年开始担任哈佛大学肯尼迪政府学院的非常驻高级研究员。本文于 2020 年 9 月 17 日刊于彼得森国际经济研究所 PIIE 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、二号区的发展。本文的分析基于截至 2020 年 9 月 17 日的的数据。编译如下：

1. 总览

- 7 月份消费者支出继续复苏。
 - 与疫情前相比，支出仍倾向于购买商品而非服务。
 - 服务支出仍明显低于 2 月份的水平。
 - 8 月份消费者信心依然低迷。
- 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。
 - 7 月份非国防资本货物的出货量进一步反弹，新订单量略微高于发货量，表明了近期的增长势头。
- 7 月份房地产行业继续反弹。
 - 独户住宅开工量以及新屋和现房的销售量均大幅上升，有迹象显示短期内将进一步增长，但长期前景的不确定性仍然很高。
- 8 月份就业人数继续增长。由于临时裁员的进一步减少，失业率继续下降。劳动力参与率和就业人口占总人口的比例适度增长，但都低于疫情前的水平。
 - 根据最新的数据，2 月到 4 月间就业人数下降的 48% 已经逆转。
- 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波动上涨。10 年期国债的名义收益率小幅上升，但仍处于低位。市场隐含的预期政策利率路径适度上升。广义贸易加权美元指数略有下降。总体来说，油价基本不变。

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 低了约 10%。
 - 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%。

- 尽管失业率自 4 月份以来大幅下降，但 8 月份 8.4% 的失业率仍远高于 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。虽然 6 月份和 7 月份出现反弹，但产能利用率仍然很低。

图 1 GDP



资料来源：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。

8 月份劳动力市场状况进一步改善

- 失业率从 7 月的 10.2% 下降到 8 月的 8.4%。
- 8 月非农就业人数增加了约 140 万。
 - 私营服务业的就业增加了 98.4 万人，其中零售贸易增加 24.9 万人，休闲和酒店业增加 17.4 万人，教育和健康服务业增加 14.7 万人。
 - 受制造业增加 2.9 万人和建筑业增加 1.6 万人的推动，商品生产行业的就业增加了 4.3 万人
 - 雇用临时人口普查工作人员是政府当月就业人数上升的主要因素。
- 就业人口占总人口的比例从 7 月的 55.1% 上升到 8 月的 56.5%。

图2 劳动力市场指标



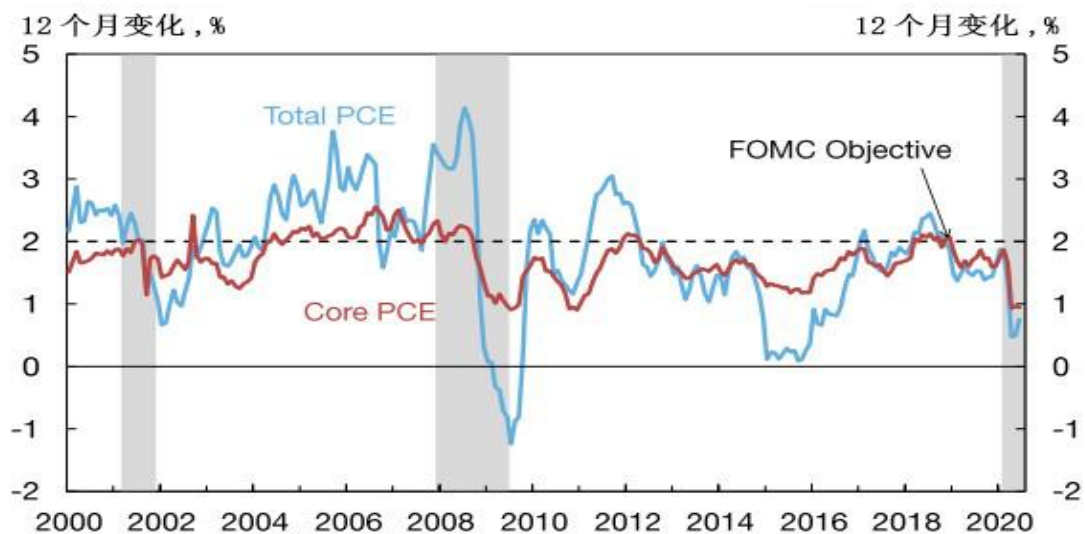
资料来源：经济分析局。

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 6 月上涨 0.5% 后，在 7 月上涨了 0.3%。核心 PCE 价格指数（不包括食品和能源价格）和 6 月一样，上涨了 0.3%。
 - 7 月能源价格上涨了 2.5%，同比下跌 11.4%。食品价格下跌了 0.9%，同比上涨 4.3%。
- PCE 总价格指数 12 个月变化上涨至 +1.0%，而核心 PCE 价格指数 12 个月变化上涨至 +1.3%。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



资料来源：经济分析局。

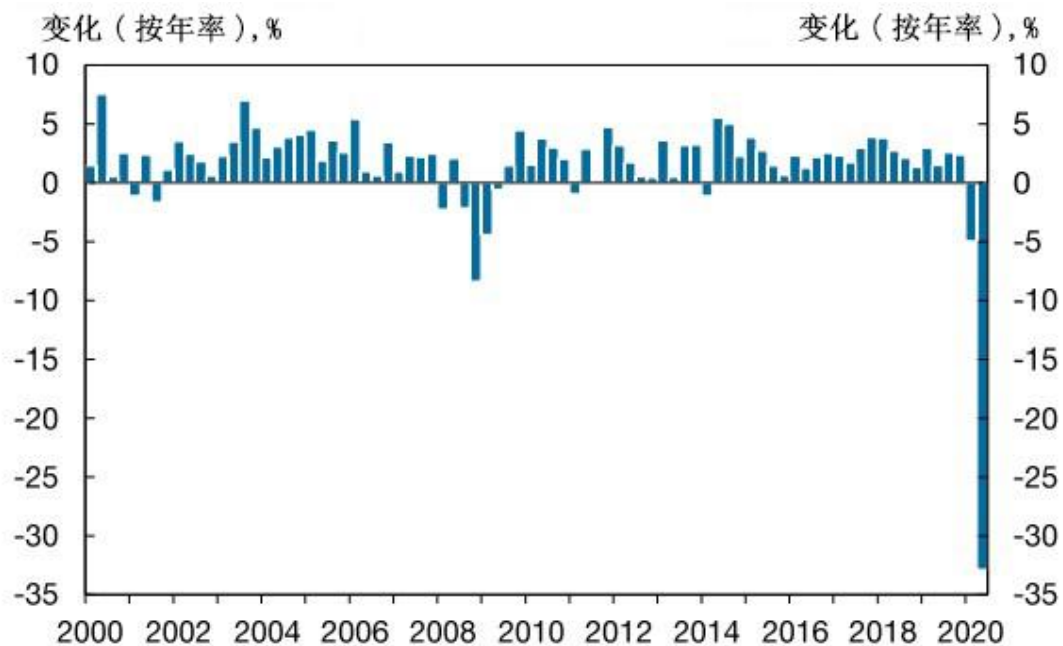
注：阴影部分表示国家经济研究局（NBER）定义的衰退。

2. 经济活动

2020 年第二季度实际 GDP 的下降在第二次估计中没有那么严重

- 根据 BEA 的第二次估计, 实际 GDP 在 2020 年第二季度的年增长率为-31.7% 比第一次估计的-32.9%的降幅要小。4 季度变化为-9.1%。
- 实际个人消费支出 (PCE) 在第二季度以每年 34.1%的速度下降, 是最大的降幅。然而, 实际 PCE 在第二次估计中还被向上修正了。
- 其他大部分支出类别也有向上修正, 其中最显著的是存货投资和净出口。
- 从 2020 年第二季度的第一次数据来看, 企业利润下降了 11.1% (按季度计算), 降幅与第一季度类似。
- 实际国内总收入在第二季度以每年 33.1%的速度下降, 并且 4 季度变化为 -9.2%。

图 4 GDP 增长

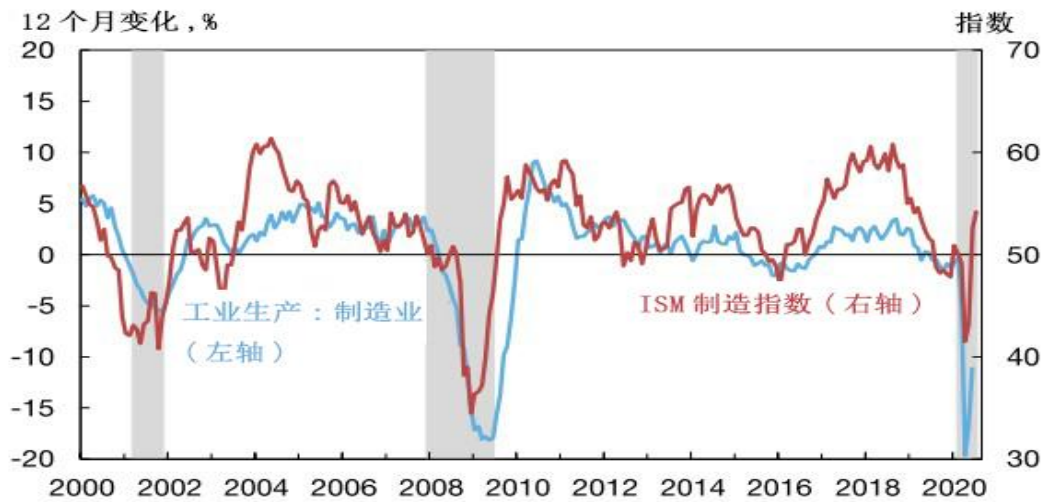


资料来源: 经济分析局。

制造业继续反弹

- 制造业产出在 6 月份增长 7.4% 后, 在 7 月份增长了 3.4%。然而, 制造业生产的 12 个月变化为-7.7%。
- ISM 的制造业 PMI 指数在 8 月份上升了 1.8 个百分点至 56。
 - PMI 分类指数中涨幅最大的是新订单指数, 上升了 6.1 个百分点, 至 61.5。
 - 就业指数升至 44.3, 这表明就业连续 12 个月萎缩。
- 美联储 8 月份的 5 项地区调查都显示, 制造业状况持续改善。

图 5 制造业和 ISM 制造业指数



资料来源：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

尽管财政支持减弱，但消费仍在增长

- 7 月份名义个人收入上涨 0.2%，但经通胀调整后下降了 0.1%。
 - 名义工资和薪水上升了 1.4%，但名义转移支付下降了 1.7%。
- 7 月份名义个人消费支出（PCE）增长了 1.9%。
 - 7 月份名义 PCE 为 14.2 万亿美元（SAAR，经季节调整的年率），比 2 月份低 4.6%，但比 4 月份高 17.5%。
- 7 月份名义商品支出比 2 月份高 6.1%，但是服务支出低 9.3%。

图 6 个人可支配收入和消费



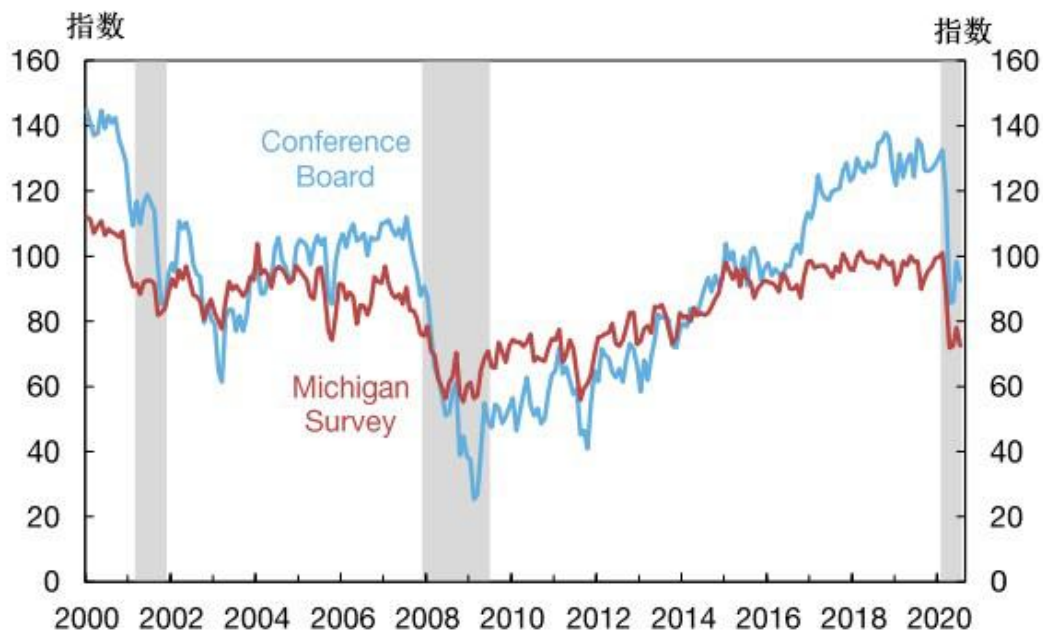
资料来源：BEA，美国联邦储备委员会。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

消费者信心持续低迷

- 8 月份消费者信心指数喜忧参半。
 - 世界大型企业联合会指数 (Conference Board Index) 从 7 月份的 91.7 降至 8 月份的 84.8。密歇根州消费者信心指数上升 1.6 个百分点至 74.1。
 - 世界大型企业联合会指数的下降反映了两个主要组成部分的下降。密歇根指数有所上升，主要是因为人们对未来状况的乐观情绪有所改善。
- 密歇根指数调查的就业预期变化不大。
 - 预计未来一年失业率将下降的受访者比例从 39% 降至 36%。
 - 预计未来一年失业率将上升的受访者比例从 33% 降至 32%。

图 7 消费者信心



资料来源：世界大型企业联合会，密歇根大学。

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 35.9%，并且已经连续下降 5 个季度，4 个季度变化是 -14.9%，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，其中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。
 - 7 月份这一比率为 69.2%，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



资料来源：BEA，美国联邦储备委员会。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

7 月份资本货物出货量进一步反弹

- 不包括飞机在内的非国防资本货物出货量在 7 月份上升了 2.4%，这是继 4 月份的暴跌之后，连续第三个月上涨。7 月份的出货量接近疫情前的水平，比 2020 年第二季度的平均水平高出 5.5%。并且这一指标代表了每月可用的设备支出。
- 7 月份，不包括飞机在内的非国防资本货物的新订单量增长 1.9%，也是继 4 月份的暴跌后，连续第三个月上涨。
- 这些商品的新订单略高于 7 月份的出货量。

图 9 非住宅建筑投资



资料来源：BEA，美国联邦储备委员会。

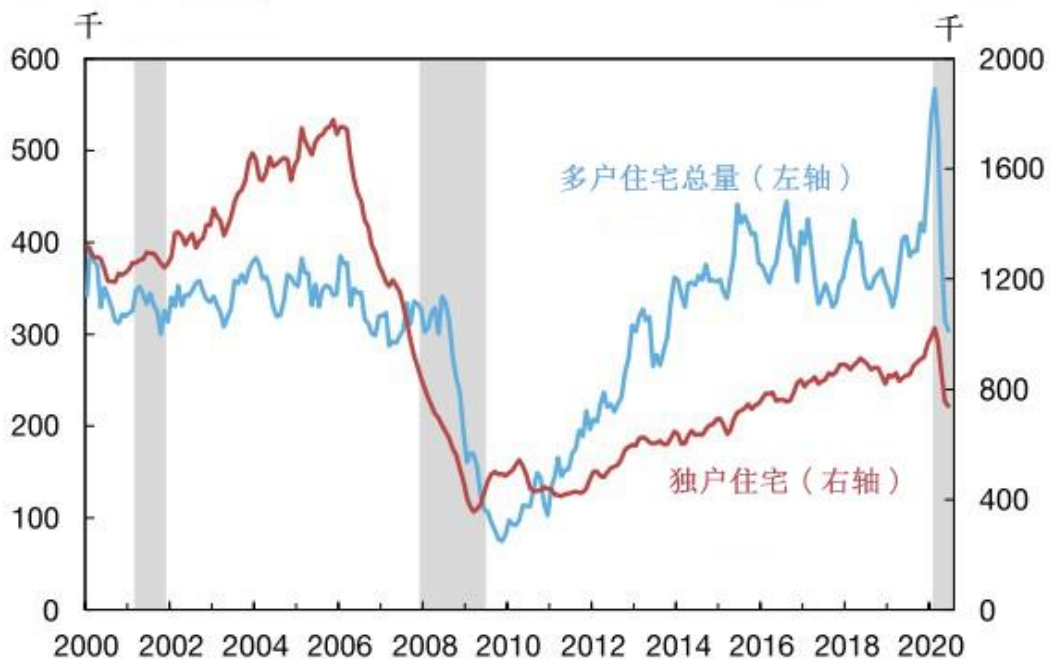
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

5. 房地产行业

7 月份房屋开工率继续反弹

- 7 月份房屋开工总数增长 22.6%。截至 7 月份的 12 个月里，房屋开工率上升了 23.4%。这是继 3 月和 4 月的大幅下跌后，开工量连续第三个月大幅上涨。
- 7 月份独户住宅开工量增长 8.2%，达到 94 万套（年率），同比增长 7.4%。并且独户住宅 3 个月开工量的均值升至 84.6 万户，与一年前相似。
- 7 月份多户住宅开工量升至 55.6 万户（年率），比 6 月高 58.4%，同比增长 58.4%。并且多户住宅 3 个月开工量的均值升至 40.6 万户

图 10 房屋开工量



资料来源：人口普查局。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

房地产市场强劲反弹

- 7 月份，独户住宅现房销售增长 23.9%，达到 528 万套（SAAR）。与一年前相比，增长了 9.8%。
- 7 月份，独户新屋销售增长 13.9%（SAAR），至 90.1 万套。与一年前相比，增长了 36.3%。
- 房屋销售显示出房地产市场的强劲势头。这反映出抵押贷款利率处于历史低位，经济活动重新开始并逐渐恢复。然而，持续的疫情和高失业率给房地产市场的未来带来了一些不确定性。

图 11 独户住宅市场



资料来源：CoreLogic，全国房地产经纪人协会。

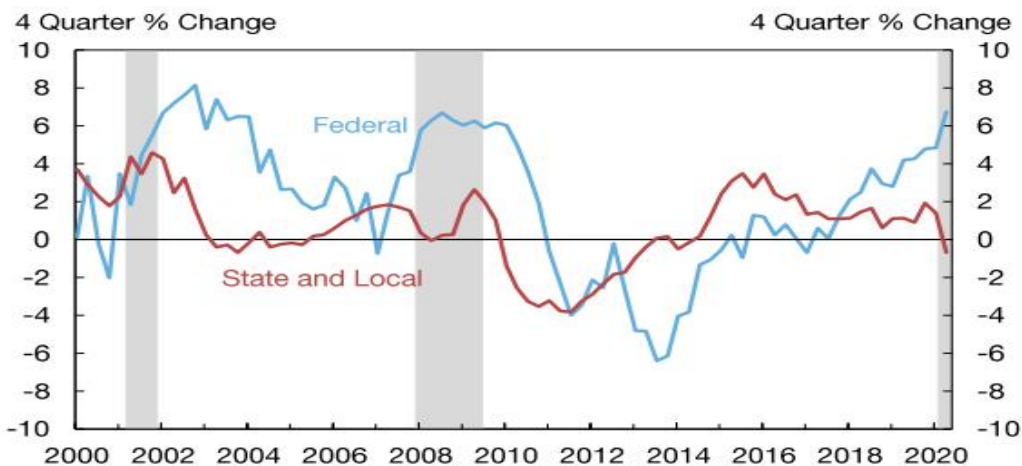
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

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。
 - 实际联邦支出的 4 个季度变化为+6.8%，略高于 2008-2009 年金融危机期间的峰值水平。
 - 实际州和地方政府支出的 4 个季度变化为-0.7%，是自 2012 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



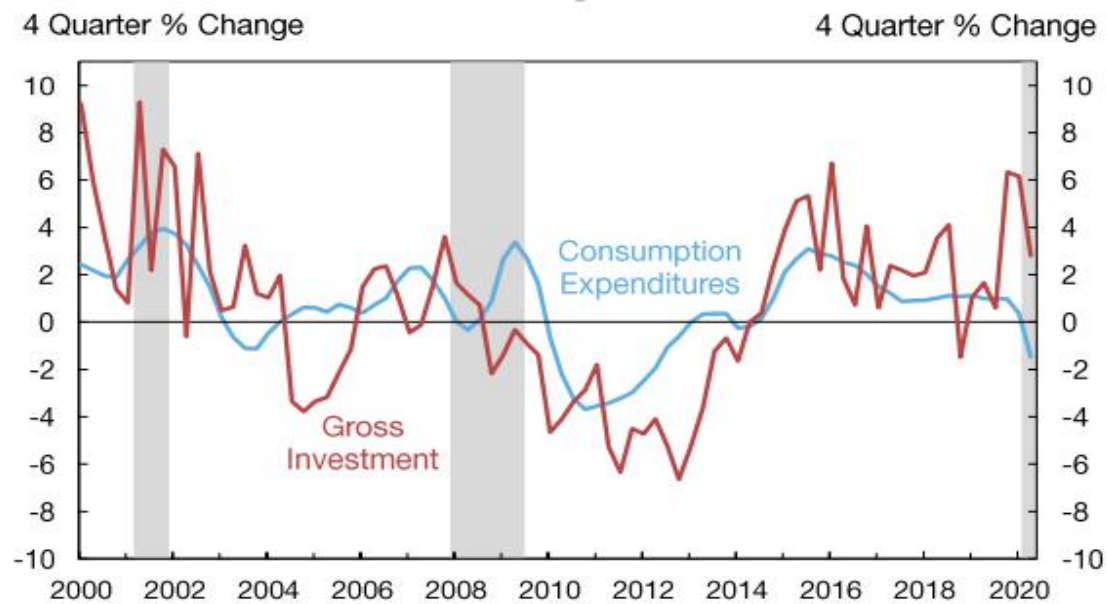
资料来源：BEA。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

州和地方政府的支出骤降

- 截至 2020 年第二季度，过去一年州和地方的实际消费增长率为-1.38%，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。
- 截至第二季度的四个季度中，州和地方总投资支出大幅下滑至 2.53% 左右。
 - 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



资料来源：BEA。

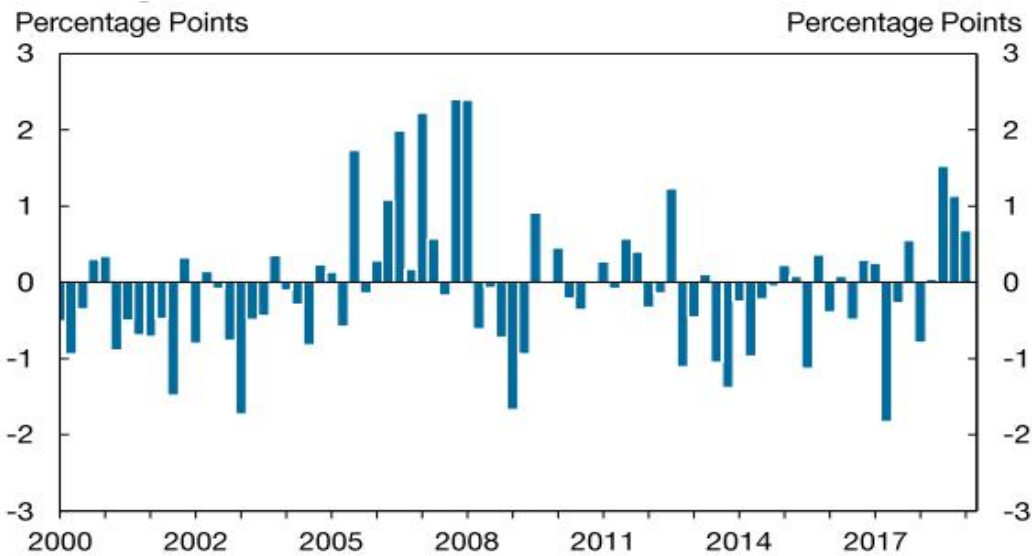
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

7. 国际进展

进口反弹导致贸易逆差扩大

- 7 月份的贸易逆差为 636 亿美元，比 6 月份修正后的 535 亿美元高出 101 亿美元。
 - 因为在 COVID 的冲击中持续反弹，出口和进口都大幅增长。
 - 进口增幅更大，超过了普遍预期。
- 贸易额的增长主要是由商品贸易拉动的。耐用品和消费品进出口的大幅上升推动了贸易总量的反弹。
- 由于旅游和商务旅行仍处于低水平，服务贸易依然低迷。

图 14 净出口：对 GDP 增长的贡献



资料来源：BEA。

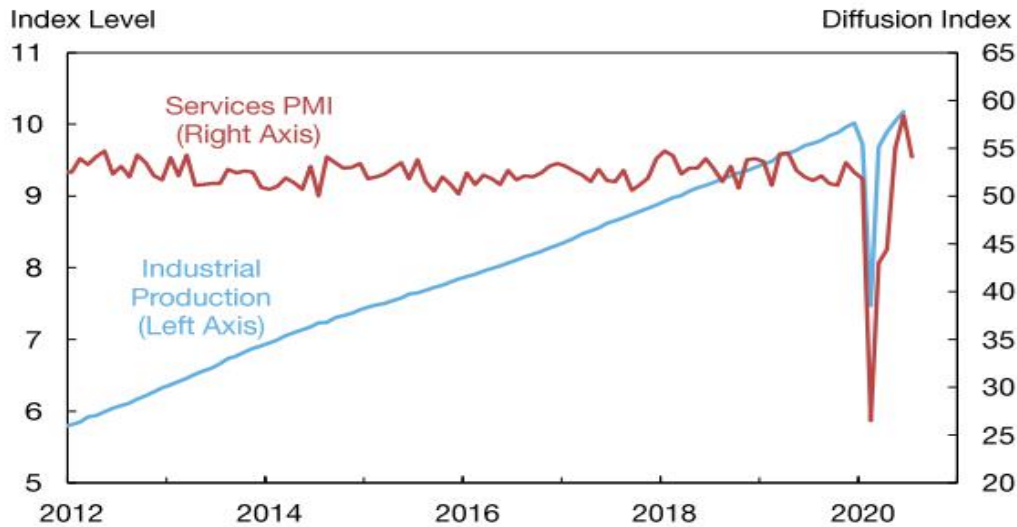
中国经济强劲复苏

- 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。

欧元区调查显示经济复苏放缓

- 8 月份，欧元区采购经理指数 (PMI) 下降，表明经济复苏步伐放缓。
 - 制造业 PMI 小幅下降十分之一，至 51.7。
 - 服务业 PMI 下降了 4.2 至 50.5，仅比 50 的盈亏平衡线高 0.5 个点。
- 5 月至 7 月，这两个行业的 PMI 指数均大幅上升，因疫情停产后，部分开始恢复正常活动。
- 谷歌移动数据的估计表明，欧元区经济活动仍比疫情前的水平低 5%。按照最新 PMI 数据显示的增长速度，全面复苏将需要相当长的时间。

图 15 中国：工业生产和服务业 PMI 指数



资料来源：国家统计局 (NBS) 和 HIS 市场。

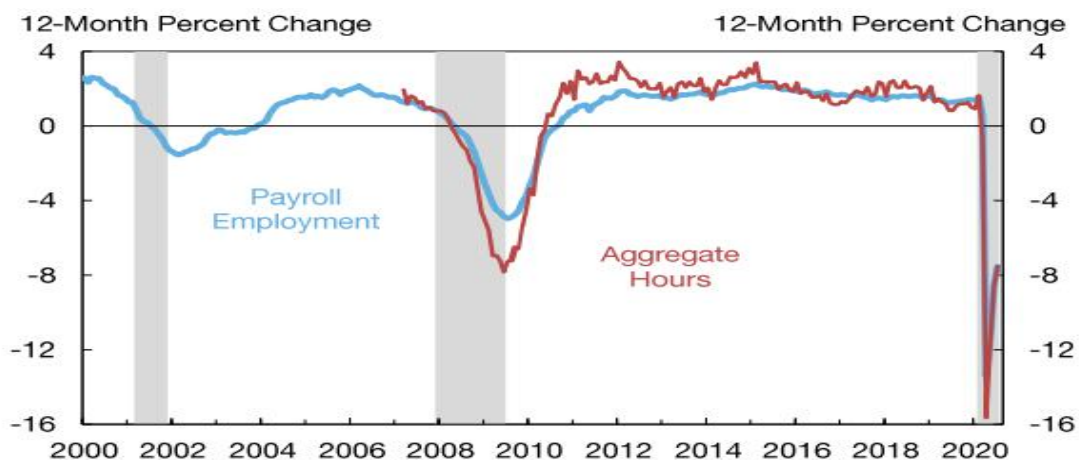
注：工业生产为“工业附加值”，并根据季节因素进行调整。

8. 劳动力市场

就业继续反弹

- 8 月份非农就业人数增加了 140 万。
 - 这主要是因为私营服务业增加了 98.4 万个就业机会。
 - 政府雇佣增加了 34.4 万,主要是由于联邦政府雇佣了 23.8 万人作为 2020 年人口普查的临时工作人员。
- 8 月份的数据显示, 当月就业人数与 2015 年 3 月份持平。
 - 整体而言, 就业人数在 2 月至 4 月间下降的 48% 已被逆转, 在失业的 2210 万人中, 约有 1,060 万人找到工作。

图 16 就业情况和总工作时间



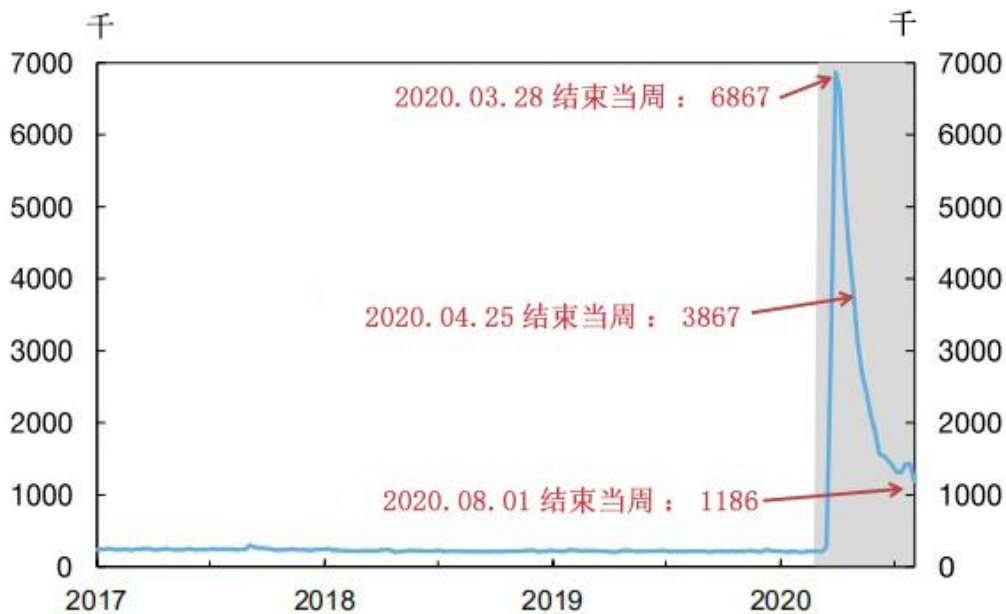
资料来源：劳工统计局 (BLS)。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

失业救济申请人数下降但仍居高不下

- 截至 9 月 5 日的当周，经季节调整 (SA) 的首次申领失业保险金人数为 88.4 万人，与一周前修正后的数字持平。
 - 美国劳工部上周改变了其季节性调整程序，用加上调整因素取代了乘上调整因素。与早期数据相比，这一变化使得数据变得更加复杂。
- 截至 9 月 5 日当周，除了根据州计划提出的初步申请外，未经季节调整 (NSA) 的首次申领大流行失业救济的人数为 83.9 万人，比前一周增加 9.1 万人。
 - 截至 8 月 22 日的当周，所有计划的总领取人数为 2960.5 万人。

图 17 SA 首次失业保险申领人数

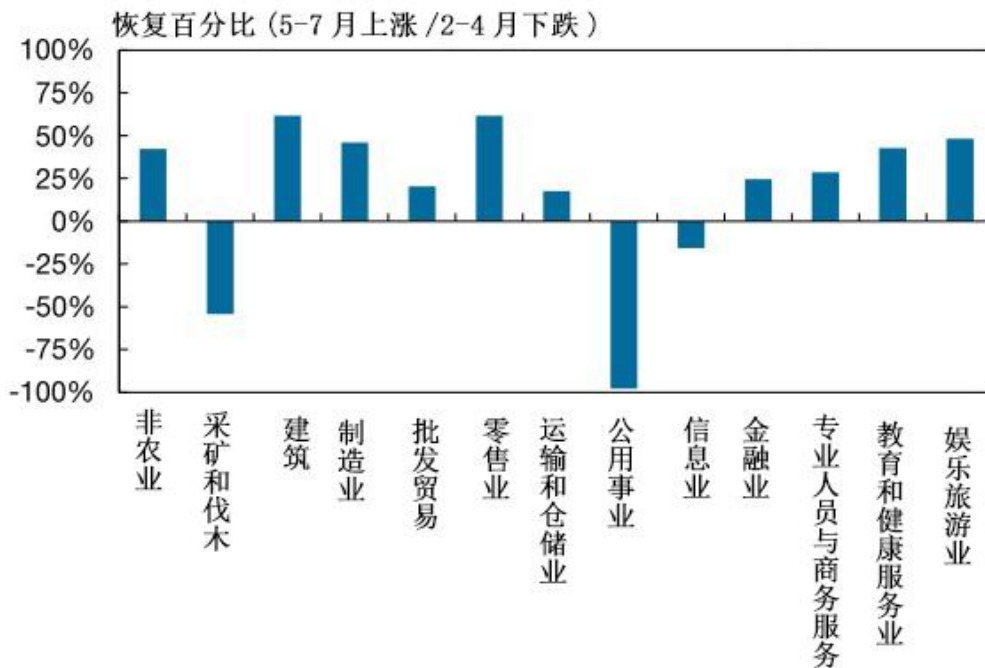


资料来源：劳工部。

COVID-19 进一步破坏了工作模式

- 经季节性因素调整后，有工作但因休假而没有在工作的人数从 7 月份的 180 万上升至 190 万，但仍然处于历史低点。
 - 历史最低纪录出现在 2020 年 5 月，当时有 98 万人因休假而没有工作，比 2019 年 5 月低 66.6%。
- 经季节性因素调整后，有工作但因照顾孩子的问题而没有在工作中的人数从 10.7 万人的高点回落，但仍然处于历史高位水平。
 - 在 2020 年第二季度，因照顾孩子的问题而没有工作的人数同比增长 125%。

图 18 累计失业复苏



资料来源：劳工统计局 (BLS)。

8 月平均时薪上升

- 与 7 月份相比，平均时薪在 8 月上升了 0.4%。12 个月变化是+4.7%。
 - 近几个月来，由于低收入行业的就业出现了大幅波动，时薪增长也呈现出大幅波动。
- 2020 年第二季度，平民工人的福利增长了 0.8%，高于 2020 年第一季度的增速，并且同比增长 2.2%。

图 19 平均时薪和雇佣成本指数的增长



资料来源：劳工统计局 (BLS)。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

9. 通货膨胀

8 月份核心 CPI 通胀率进一步上升

- 核心 CPI 通胀率仍然非常不稳定，按 12 个月计算，从 2 月份的 2.4% 下降至 6 月份的 1.2%，然后在 8 月份反弹至 1.7%。
- 这些大幅波动主要是由核心商品价格的波动推动的，8 月份核心商品价格出现了几十年来的最大涨幅。
 - 按 12 个月计算，核心商品价格上升了 0.4%，相比之下，7 月份和 6 月份分别下降了 0.5% 和 1.1%。
- 诸如业主等价租金 (OER) 和主要住户租金等重要指标的通胀持续疲软，是一个令人担忧的问题。8 月份，这两个指数的 12 个月变化分别为 2.7% 和 2.9%，而年初为 3.3% 和 3.8%。

通胀预期略微上升

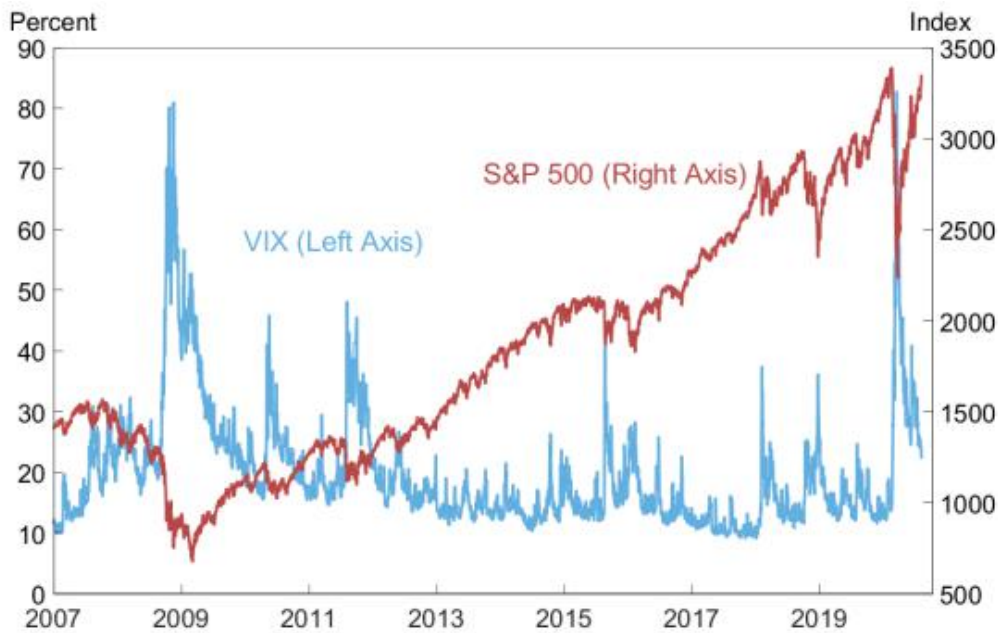
- 8 月份，一年期通胀预期中值从 2.9% 上升至 3.0%，三年期通胀预期中值从 2.7% 升至 3.0%。
- 通胀不确定性增加。在这两个期限上，对未来通胀结果的不确定性连续第二个月增加，相对于疫情前的数据仍然较高。
- 通货膨胀受访者之间的分歧依然很大。通胀预期分布的第 75 和第 25 个百分点之间的差距，在两个期限上都远高于疫情前的水平。

10. 金融市场

美国股市创历史新高

- 按标准普尔 500 指数衡量，美国股市本月创历史新高。
 - 标准普尔 500 指数在 8 月 7 日至 9 月 9 日期间上涨了 1.4%。截至 9 月 9 日，该指数较 3 月 23 日的近期低点上涨了 51.9%，并在 9 月 2 日达到 3580.84 点的历史新高。
 - 截至 9 月 9 日，该指数今年累计上涨 5.2%。
- 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处于高位。
 - VIX 指数 9 月 9 日收于 28.81 点。
 - 8 月 17 日，VIX 指数跌至 2 月 21 日以来的最低水平，当日收于 21.35 点。
 - VIX 指数仍远低于 3 月 16 日创下的 82.69 的记录高位，但仍远高于其 2019 年年底的 13.78。

图 20 美国股市指数和波动率



资料来源：彭博财经有限公司。

美元外汇基本保持不变

- 8 月 7 日至 9 月 9 日，美元兑一篮子全球货币的汇率下跌了 0.87%。同期美元兑欧元保持不变，兑日元升值 0.24%，兑墨西哥比索贬值 4.51%。
- 自 2020 年初以来，美元兑一篮子全球货币贬值了 1.35%。

图 21 美元汇率



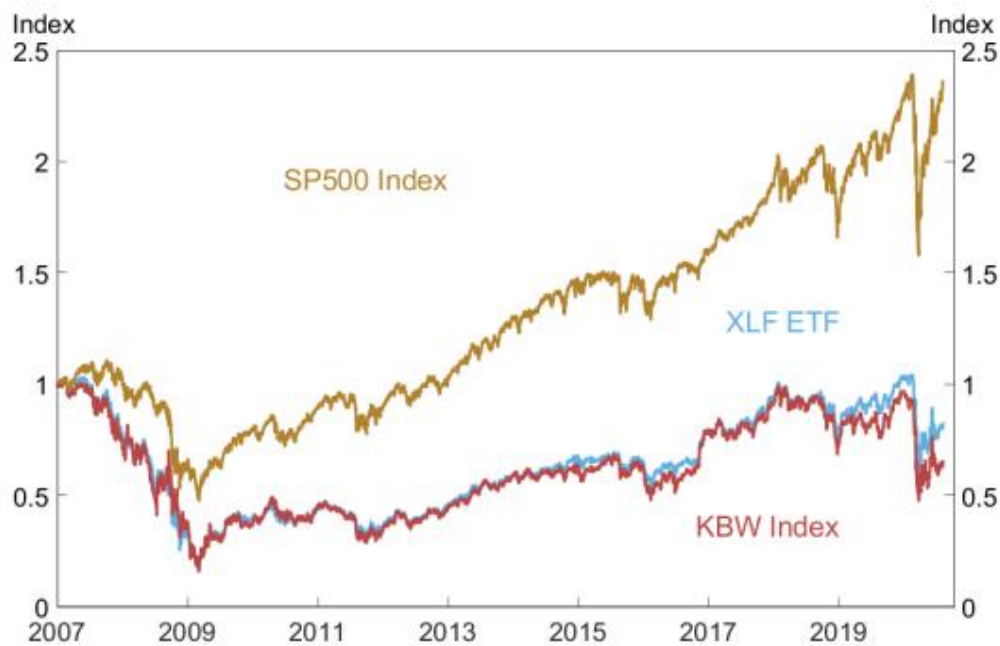
资料来源：彭博财经有限公司。

注：开始日期 2007.03.01 取值为 1。

银行股表现落后于大盘

- KBW 纳斯达克银行指数显示, 8 月 7 日至 9 月 9 日期间, 银行股下跌了 1.1%, 但较 3 月 23 日的近期低点上涨了 36.3%。截至 9 月 9 日, 该指数今年下跌了 32.4%。
- XLF 金融部门的 ETF 在 8 月 7 日至 9 月 9 日期间也上涨了 0.2%, 较 3 月 23 日的低点上涨了 40.9%。截至 9 月 9 日, 该指数今年累计下跌了 19.1%。
- 按标准普尔 500 指数衡量, 同期大盘上涨 1.4%。

图 22 美国银行股票表现



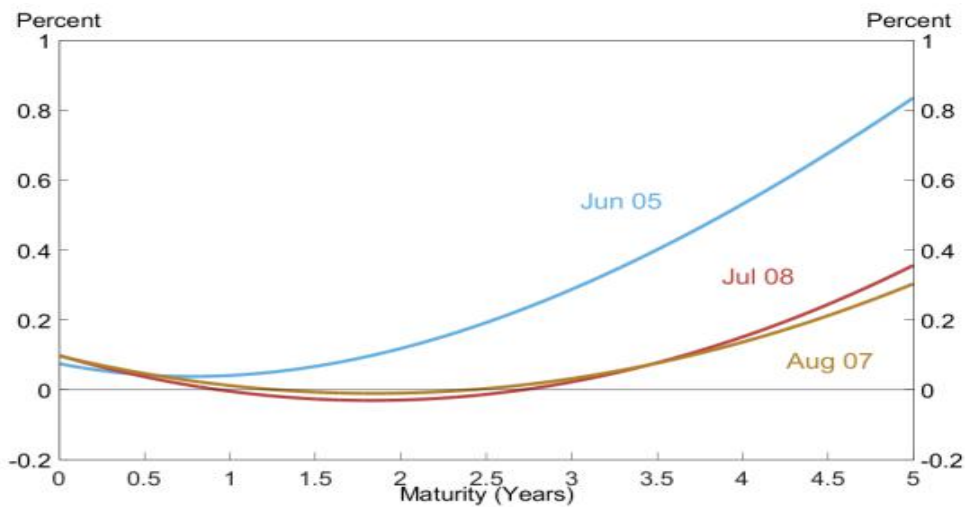
资料来源: 彭博财经有限公司。

注: 开始日期 2007.03.01 取值为 1。

联邦基金的隐含路径增加

- 在 8 月 7 日至 9 月 9 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短期内保持不变, 但在较长期限的情况下适度上升。
- 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 7 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



资料来源：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。

长期国债收益率上升

- 长期美国国债收益率自 6 月初有所上升。
 - 在 8 月 7 日至 9 月 9 日期间，10 年期国债收益率上升了约 13 个基点。
 - 与 2019 年底相比，10 年期国债收益率降低了约 125 个基点。
- 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，期限溢价也有所增加。
 - 以 5 天移动均线计算，10 年期溢价在 8 月 7 日至 9 月 9 日上升约 17 个基点。

图 24 10 年期美国国债和期限溢价



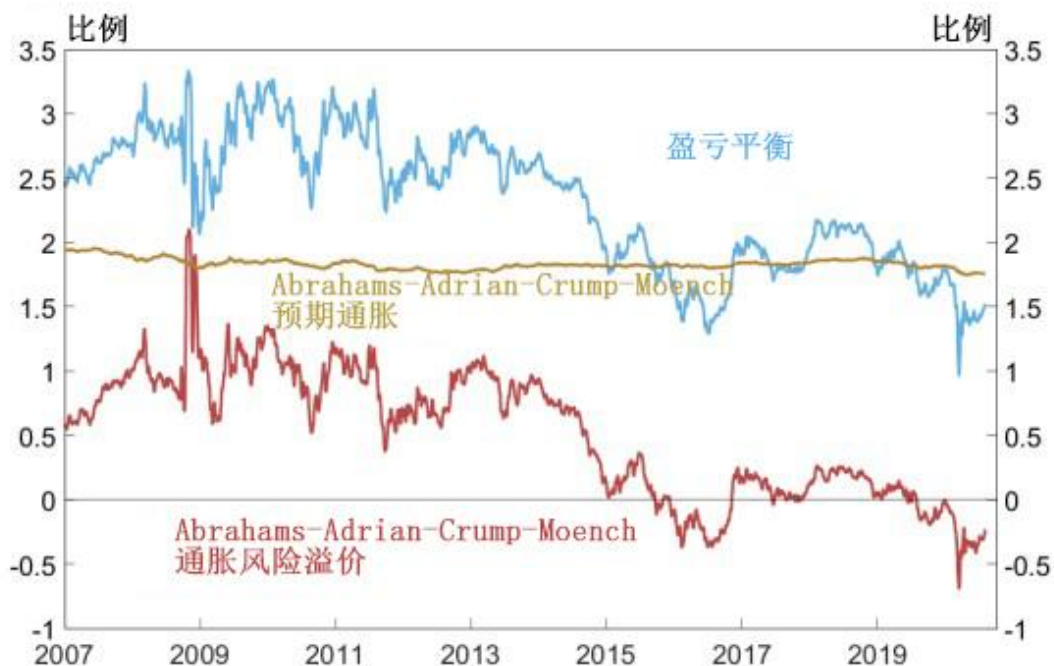
资料来源：纽约联邦储备银行计算；FRB。

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 的长期通胀预期（盈亏平衡，breakevens）有所增加。
 - 9月9日，5至10年的盈亏平衡通胀率为1.69%，以5天移动平均线计算，较上月增加了约17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17个基点。

图 25 5-10 年远期分解



资料来源：纽约联邦储备银行计算；FRB。

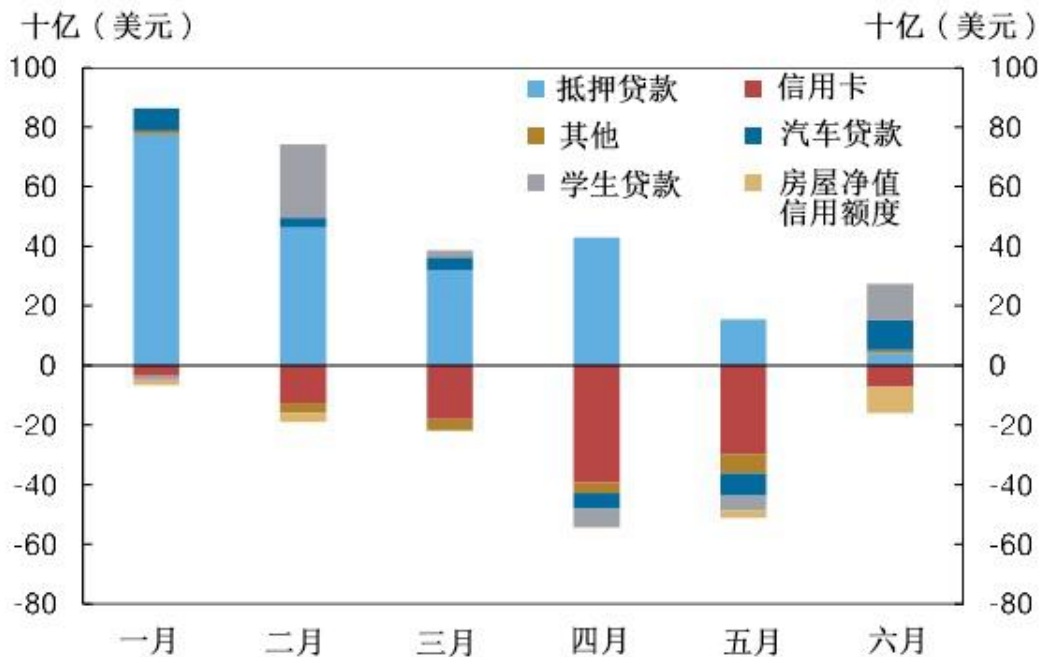
注：5天移动平均线，零息债券收益率。

11. 特殊主题：劳动力市场指标

永久性失业的比例继续增加

- 永久性失业的人数比例在8月份继续增加。永久性失业的人数上升至340万人，占有所有失业人数的40%。
- 随着企业重新开工，暂时性失业的人数继续减少，占有所有失业者的60%。

图 26 对债务余额变化的贡献



资料来源：纽约联邦储备银行消费者信用面板数据。

劳动参与率继续复苏

- 继 3 月和 4 月的暴跌，劳动参与率在 8 月份继续增长。
 - 8 月份，西班牙裔工人的劳动参与率上升了 0.7 个百分点，白人和亚洲人都上升了 0.4 个百分点，黑人上升了 0.2 个百分点。
- 2 月到 4 月期间下降的亚洲劳动参与率已经恢复了 84%，白人的参与率回升了 50%。
 - 相比之下，西班牙裔工人和黑人的参与率仅恢复了 42% 和 40%。

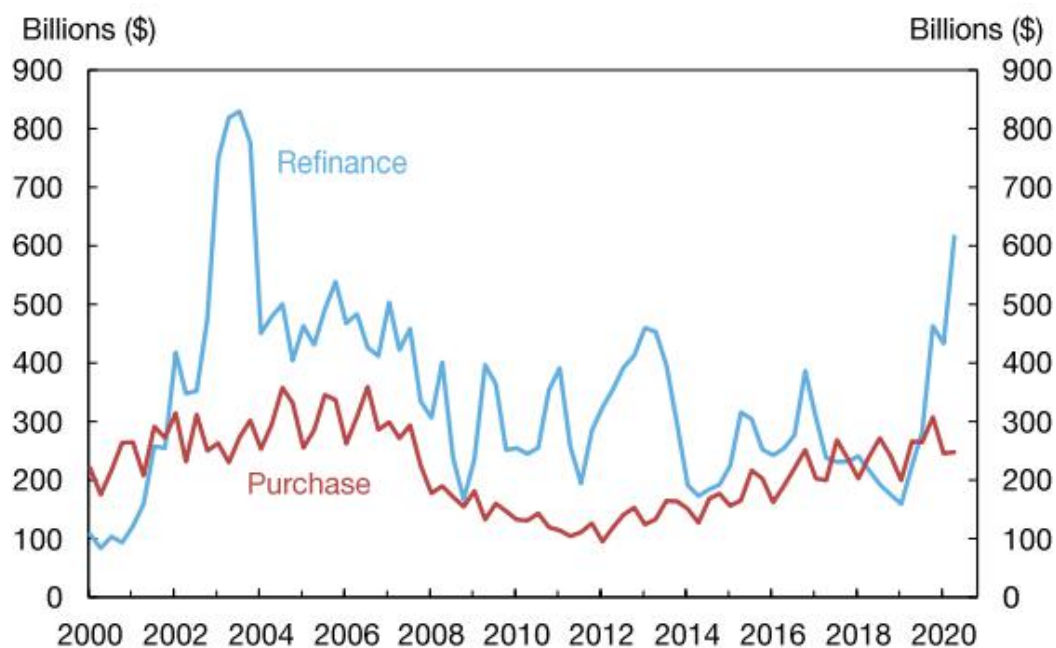
无法工作的工人比例下降

- 有工作但因雇主关门而无法工作的人数比例在所有职业都有所下降，从 5 月份的 20% 下降到 8 月份的 7%。
- 服务行业无法工作的工人数量多于管理和专业领域。
 - 在服务业，有工作但因雇主关门而无法工作的人数比例在 8 月份为 15%。
 - 相比之下，管理、专业和相关职业领域，这一比例为 7%。

所有群体中无法工作的人数比例都有所下降

- 自五月份以来，有工作但因雇主关门而无法工作的人数下降了 50%。
 - 5 月至 8 月间，有工作但因雇主关门而无法工作的白人比例下降了 54%，相比之下，西班牙裔工人下降了 49%，黑人下降了 41%。
- 在 8 月份，白人无法工作的比例低于西班牙裔和黑人。8.5% 的白人由于雇主关闭而无法工作，而黑人和西班牙裔工人的这一比例分别为 12.5% 和 13%。

图 27 抵押贷款



资料来源：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，其设立目的亦是為了维护经济、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。](#)

为疫情的开支赤字融资：新环境，新回应

Clemens Fuest and Jean Pisani-Ferry/文 母雅瑞/编译

导读：为了帮助各成员国的经济从冠状病毒的冲击中复苏，欧盟进行了首次举债，因此需要新的资金来源为欧盟这项措施的预算融资。目前专家们已经提出了各种各样的想法，包括征收数字税和金融交易税，但最合适的新资金来自于欧盟排放交易系统的收入，它可以提供足够的资金用来偿还欧盟疫情期间的开支赤字。编译如下：

欧盟大约三分之二的预算由成员国的税收提供。这些资金基于国民收入，是公开、透明的，并且符合辅助性原则，但它们也导致了一些政治辩论，这些政治辩论通常强调欧盟支出的成本，而不是其带来的好处，同时增强人们对欧盟预算净余额而不是增值的感知。

2020年7月欧盟做出了启动下一阶段计划的决定，该决定提出必须重新评估欧盟预算的融资。预算融资的资金来源可以包括塑料收费、碳边界调整机制、数字税、排放交易制度的收入和金融交易税。我们根据四项标准评价这些选择：财政收入是否可以分配给某一特定的成员国；成员国是否可以单独增加税收，还是要求遵守欧盟地区统一的税收调整；新融资是否有助于减少欧盟的税收扭曲；新融资是否与欧盟政策相关。

实施排放限额而得到的财政收入最符合这些标准。碳排放只对它发生的地方造成主要损害。以欧盟碳排放的上限为标准，某一特定成员国的额外排放被视为对其他成员国产生了负外部性的影响。减排的目标由欧盟统一制定。无论谁拍卖限额，无论欧盟的哪个地区或国家发生了相应的排放，无论所生产的商品或服务在哪里被消费，它们对共同政策结果的影响都是相同的。在这方面，排放交易系统津贴的销售所得税与关税并无太大不同。

与排放交易制度相比，欧盟融资的其他候选方案就没那么令人信服了。碳排放限制的调整旨在限制国际间竞争的扭曲，而不是创造收入。数字税和最低公司税最好留给正在进程中的经济合作与发展组织（OECD）。而对于金融交易税，欧盟内部还未达成一致。

现实场景中，到2050年，排放交易制度的总收入将接近8000亿欧元，如果它的范围和拍卖许可的份额增加，总收入甚至可能达到1.5万亿欧元。因此，排放交易制度的收入基本足够偿还下一阶段欧盟的债务。然而，它们会产生分配效应，因此，部分融资的收入应该保留其“继承权利”，从而让该成员国获得积累的收益。并且，欧盟可以解决自身资金来源改革中涉及的分配问题。

本文原题为“Financing the European Union: New Context, New Responses”。本文作者 Clemense Fuest 是佛罗伦斯欧洲大学研究所的主席，也是欧洲布鲁塞尔智库的高级研究员，同时他还担任巴黎政治学院和柏林赫尔梯行政学院的经济学教授。Jean Pisani-Ferry 是慕尼黑 CESifo 组织的主席兼负责人。本文于 2020 年 9 月 11 日发表在德国柏林举行的非正式经济论坛上。[单击此处可以访问原文链接。](#)

经济与货币政策更新

Loretta J. Mester/文 李陆屿/编译

导读：美国经济复苏的脚步被不断攀升的新冠疫情确诊病例限制而放缓。随着疫情传播，企业和消费者的预期都受到了影响，相较2020年2月的预期，目前专业人士预计疫情将持续更长时间，完全恢复产能的时间也在推移。目前，就业市场已在回升，但仍然损失掉了6年的新增就业，就业水平略低于2014年。在此情况下，克利夫兰联储主席Mester认为，虽然美国已经采取有效的财政政策和货币政策，但政策的支持力度可以更大，可以延续更长的时间。为了达成恢复最高就业率和实现价格稳定的双重目标，尽管美联储仍然会坚持2%的法定通货膨胀率目标，但在这种前所未有的冲击下，想要达到法定通胀目标，美联储必须改善通货膨胀预期，因此美联储可能会制定政策，力图在一段时间内将通货膨胀率适度地提高到2%以上；同时新修订的战略声明承认最高就业率指标在评估时与实际情况存在一定偏离，今后在没有通货膨胀压力或金融稳定风险的情况下，高就业率不再是问题，货币政策也不会对此做出反应。编译如下：

引言

感谢 Jack Kleinhenz 邀请我参加 NABE 基金会的 2020 年经济评估研讨会。我上次发言是在 2 月的 NABE 会议上，仅仅过去了六个月，但似乎已经过了一辈子。之后发生了许多变化，包括当前的经济状况，以及经济和货币政策的前景。值得赞扬的是，NABE 在整个大流行期间保持了重要程序的运转。在特殊情况下，这是毅力和韧性的体现，在过去的几个月中，许多家庭、企业和组织也展现了这样的特质。这种韧性是美国经济的底色，随着我们的经济迈向可持续复苏之路，这种韧性格外重要。接下来，我将向各位简要介绍经济前景和货币政策，并谈谈上周宣布的 FOMC 政策的变化，然后是提问环节。我仅表达个人观点，不代表美联储或联邦公开市场委员会的同事的观点。

经济

在考虑大流行的经济影响时，我发现分阶段思考是有帮助的。停产阶段始于 3 月，当时我们采取了积极的社交隔离措施，以限制病毒的传播，并为医疗保健系统争取了一定的时间，使得医疗系统可以收治病人、深入研究病毒并开发出测试办法和治疗方案。非必要活动的关闭立刻对经济产生了严重的影响。

重新开放阶段于 5 月开始，公共卫生部门统计的各项数字开始改善，全国许多地区开始放宽居家隔离的限制。随着企业开始重新开放和消费者重新消费，5 月和 6 月许多部门的经济活动和雇用情况开始改善。旅行，娱乐和酒店等行业甚至也有所改善，不过这些行业可能仍然会在未来一段时间内保持疲软。在重新开放初期，我们在俄亥俄州、宾夕法尼亚州、肯塔基州和西维吉尼亚州部分地区在内的第四联邦储备区的联系人告诉我们，经济复苏的情况超出了他们的预期。而且一些官方统计数据也超出了经济学家的预期。住房市场格外强劲，新住房和现

有住房的销售水平现在都回到大流行之前，甚至超过之前。包括汽车在内的耐用品消费远高于大流行前水平。

这都是好消息。但是经济活动的恢复似乎是脆弱的。最新的高频数据和各地区联系人的反映的信息表明，在过去的几个月中，5月和6月的经济回升速度有所放缓。由于6月下旬美国某些地区的确诊病例数再次开始上升，出现了这种经济恢复放缓，导致一些地区暂停重开计划或对经济活动进行限制。即使在政府没有叫停重新开放计划的地区，人们也出于安全考虑而减少外出，确诊病例的增加似乎也对经济恢复产生了抑制作用。最新的数据表明，新确诊的病例数虽然仍在增加，但增速已经在减小。之后我将观察经济恢复的速度是否再次加快。

这是一次评估会议，我应该向各位展示图表来说明一些数据。经济学家在评估经济时往往会考虑增长率，但在这种前所未有的经济停摆又重新开放的情况下，与大流行之前观察增长率不同，观察经济活动的水平更有助于衡量经济前景。

图 1：官方的 GDP 数据清楚地显示了与停工有关的活动的急剧下降。经济活动在 2 月达到顶峰，之后美国经济进入衰退。第一季度实际 GDP（折合年率）下降 5%，第二季度实际 GDP（折合年率）下降 32%，减少量创历史新高，其中非住宅企业固定投资下降 26%，个人消费下降 34%。第二季度的实际 GDP 下降到 2014 年的水平，也就是说我们已经失去了六年的产出增长。

在某些领域，如服务业，经济恢复所需要的时间将比其他领域要长，并且恢复和启动取决于病毒的控制情况。但我预计第二季度经济将触底，第三季度增长将强劲反弹，第四季度将继续保持正增长，但年底的产出水平仍将略低于去年年底的水平。

图 2：尽管供应中断已导致某些商品和服务的价格上涨，但当经济关闭时，上半年经济活动的下降给通货膨胀带来了下行压力。在重新开放阶段，通货膨胀率已出现一定程度的恢复，但我预计通货膨胀率将在一段时间内保持在 2% 这一长期目标以下。

图 3：关闭和重新开放对劳动力市场产生了明显的影响。4 月，失业人数和岗位流失的数字空前增加，特别在那些人们无法在家工作的行业中。许多工人报告说，他们预计失业将是暂时的，并且随着经济的重新开放，随着临时休假的人们开始被重新雇用，我们看到了失业率迅速下降。这是个好消息。但是，我们也希望这些数字最好是准确的。7 月份的失业率为 10.2%，仍略高于大萧条过后的峰值。美国现在仍然有 1600 万名工人失业，在 2 月的时候，这个数字是 600 万。这意味着 16 岁以上的美国人中，大约 16 个人就有一个失业，接近大萧条后的水平。此外，劳动力市场的恶化情况在人群中并不平等，自二月份以来，非裔、西班牙裔和亚裔的失业率净增长高于白人。

图 4： 薪资就业数据说明了类似的情况。在 3 月和 4 月的短短两个月内，就流失了 2200 万个工作岗位，过去十年所有新增的就业岗位也只有这么多。在这些损失中，有四分之三以上属于收入低于平均工资的行业。好消息是，在最近的短短三个月内，有新增了 900 万个工作岗位。当然，我们新增的就业岗位还没有从大流行以来流失的就业岗位数量的一半，目前的就业水平大致相当于 2014 年的水平。因此，和经济产出一样，我们失去了大约 6 年的新增就业岗位。

鉴于大流行和经济停摆是前所未有的，包括美联储在内的许多经济学家一直在寻找更高频率的指标来追踪事态发展。克利夫兰联储会更频繁地向我们的联系人调查信息，并且我们在全美范围内对消费者进行了调查，以评估新冠病毒如何影响消费者的态度和经济活动。这些较高频率的指标清楚地表明了经济重新开放带来的经济触底回升，但同时也表明经济活动水平与描绘病毒传播情况的数据相关。

图 5： 当确诊病例在 6 月下旬再次开始上升时，与刚刚重新开始营业的 5 月的数据相比，人们的流动性，或者说非居家隔离时间所占的百分比和到餐厅就餐的数据又开始下降。我们在餐饮业的联系人也证实，商业活动的复苏正在放缓，并且一些人开始怀疑餐厅能否长期生存，尤其是那些无法过渡到提供外卖的商家。

图 6： 随着疫情的消退，企业已开始改变其计划。早期，许多联系人告诉我们，他们不打算永久裁减其劳动力。但是，他们最终不得不让一些工人离开。在我们最近的调查中，超过一半的公司告诉我们，鉴于自 6 月下旬以来确诊病例的增加，他们对商业计划进行了重大的更改，包括招聘计划和资本支出计划。

小型企业受到病毒的影响尤其严重，而规模最小的小型企业尤其如此。来自 Homebase 的数据显示，四月份开始的小型企业招聘复苏已经停滞，自一月以来，按时薪付费的岗位减少了约 20%。正如纽约联储的研究人员所记录的那样，黑人拥有的企业在大流行中遭受的打击尤为严重，在大流行期间关闭的可能性是其他公司的两倍。研究人员指出了许多因素，包括这些公司的财务实力较弱，与银行的关系较弱以及大流行之前就存在的资金缺口，获得联邦救济基金的机会较小。

图 7： 克利夫兰联储（Cleveland Fed）的调查数据表明，现在企业和消费者在疫情方面的想法与疫情刚开始时有所不同。在 6 月下旬进行的调查中，大约一半的联系人表示，他们公司的业务至少需要一年的时间才能恢复到大流行前的水平。

克利夫兰联储的全国性日报的调查显示，消费者现在比疫情刚开始时更愿意进行一些特定的经济活动，但消费者们也认为，大流行的持续时间将比他们原来

想象的要长很多。3月，超过80%的受访者认为大流行会持续一年或更短的时间。在八月初，只有一半的人保持原先的看法，而另一半则认为这场疫情将持续两年甚至更长的时间。

经济展望与政策

我们已经看到，确诊病例的增加与经济活动减弱之间的联系，这种联系强调了这样一个事实：经济复苏的情况取决于疫情的控制情况。当然，我们可以通过切实行动控制疫情的传播。切实的行动包括对公共和私营部门扩大检测，接触者追踪，投资研究治疗方案和开发疫苗，以及我们自己的个人行动，即戴上口罩遮住我们的鼻子和嘴巴，避免社交聚会，在安全距离下活动，经常洗手。

假设我们控制了该病毒，并且人们感到足够安全，企业有足够的信心重新参与经济活动，那么经济将从重新开放阶段过渡到更加持续的复苏阶段。这种复苏可能需要一段时间，因为这种大流行给经济带来了巨大冲击。

联邦政府和美联储都采取了迅速而重大的行动，以在停工期间为家庭和企业提供救济。财政行动包括向个人、受大流行打击最严重的某些企业以及州和市提供救助；扩大失业救济金；以及向小企业贷款，这些贷款被用于企业发放工资。

美联储采取了行动，以确保金融市场有足够的流动性以继续正常运转，并且确保信贷可以继续流向家庭和企业，从而避免大流行造成的金融动荡。这些行动包括购买国债和抵押贷款支持证券以应对市场压力；确保其他国家的央行可以获得美元；在美国财政部的支持下建立各种所谓的13(3)紧急设施，作为其他主要信贷市场的后盾，并支持信贷流向家庭、各种规模的企业以及地区和地方政府；暂时放宽对银行的一些监管要求，使其具有更大的放贷能力；自3月以来，将联邦基金利率目标维持在0%至10.25%之间。

到今年年底，我预计经济总量仍会比去年年底要低。失业率将保持在个位数，不过是比较高的个位数；而通货膨胀率将远低于我们制定的2%的长期目标。当然，这一预测的不确定性非常高：我们处于前所未有的状况，其结果取决于公共卫生方面的行动。经济前景还取决于适当的经济政策。我认为我们需要财政政策和货币政策支持来抵御疫情和经济停摆对经济的长期损害，来支持经济更广泛和持久的复苏。现在支持经济的几个关键财政政策即将到期。在现在的经济条件下，我们显然需要进一步的财政支持来为在大流行中首当其冲的家庭、小企业以及州和地方政府提供支持，直到经济可持续地实现复苏。

就美联储而言，联邦公开市场委员会表示，我们希望将联储基金的利率目标维持在0%至0.25%的水平，直到我们相信我们的经济能够经受冲击并有望实现我们的最高就业率和价格水平稳定目标。我们的资产购买将继续支持市场运作和宽松的货币政策。此外，对我们的政策进行清晰的沟通也可以使我们采取的任何

货币政策措施更加有效。上周，联邦公开市场委员会发布了修订后的声明，概述了我们的长期目标和货币政策策略，这将有助于澄清和加强联邦公开市场委员会的政策意图。我将从这一修订后的声明中总结一些重点，向各位介绍美联储主席鲍威尔最近的讲话，以更全面地讨论该声明。

关于长期目标和货币政策策略的修订后的声明

在过去的一年半中，联邦公开市场委员会一直在审查我们的框架——战略、政策工具和沟通——来制定货币政策，以实现我们的既定的目标，以促进最大的就业，保持价格稳定和温和的长期利率。结合我们在大萧条期间和之后的经验、经济理论、实证分析和在全国范围内举行的一系列美联储听证会（听证会包括经济学家、从业分析师和公众）的磋商结果，我们对此次审查进行了通报。

此次回顾的主要结论已在战略声明中进行了总结，根据是我们 2012 年发布第一个的战略，但是之后经济环境发生了变化。一个重要变化是，国内外利率水平持续下降，伴随着可持续增长的放缓和物价不稳定性。这种下降反映了一些因素，包括人口老龄化，风险偏好的变化以及全要素生产率增长的放缓。这意味着现在的联邦基金利率水平比过去更低，这一利率与最高就业率和价格稳定性相关。这意味着在经济低迷时期，现在的联邦基金利率更可能受到有效下限的限制。换句话说，在经济低迷之后，为了支持经济，联邦公开市场委员会的传统政策工具的政策空间将减少。在家庭、企业和金融市场都了解这一限制的情况下，将给通货膨胀和通货膨胀预期带来了下行的情绪，并增加了我们的两个政策目标的下行风险。

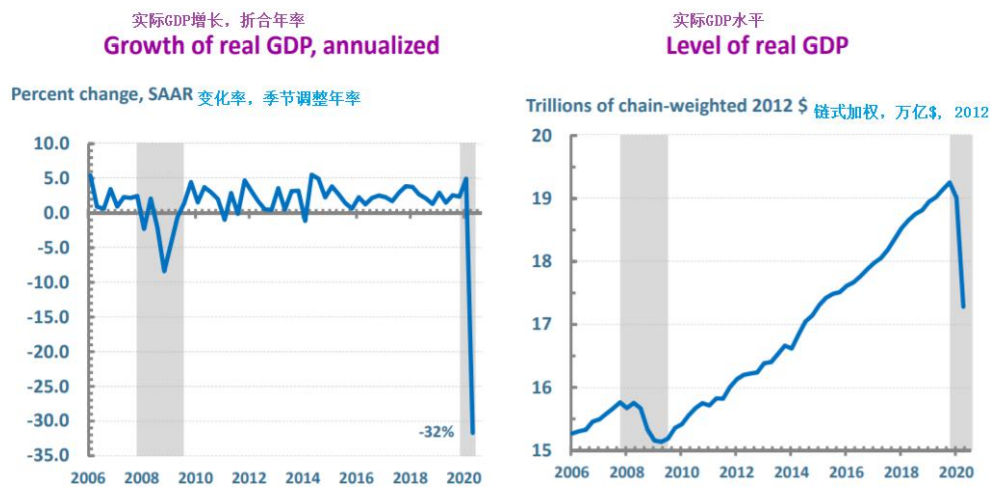
经济环境的另一变化与通货膨胀动态有关。与过去相比，资源短缺与实际通货膨胀之间的联系已越来越弱，现在，通货膨胀预期起着更大的作用。这使得将通货膨胀预期保持在与我们长期的 2% 的长期通货膨胀率目标一致的水平上尤为重要，而且，通货膨胀率低于我们的目标将导致低利率环境下的政策空间更少。

关于修订后的战略声明，首先要注意的是，联邦公开市场委员会重申，长期通胀率为 2% 是我们的法定目标。但是，我们的战略声明现在更加明确地说明了我们将如何实现这一通货膨胀目标。即，在通货膨胀率持续低于 2% 的时期之后，我们很可能在一段时间内力争使通货膨胀率适度高于 2%。这样做将有助于将通货膨胀预期（精算通货膨胀的主要决定因素）固定在与 2% 的通货膨胀率一致的水平。由于我们一直在努力有效地传递不应将 2% 解释为上限的信息，因此我们的说法将变得更加有力。我们现在清楚地知道，在通货膨胀率持续低于 2% 之后，我们不仅会容忍偶然的冲击使通货膨胀率超过 2%，而且我们可能会制定政策，力图在一段时间内将通货膨胀率适度地提高到 2% 以上。

我已经多次谈到政策沟通应承认不确定性这一事实。战略声明中关于我们的就业目标所做的更改认可了评估最大就业率的不确定性。的确，联邦公开市场委员会认为我们的长期失业率的水平随着时间的推移发生了显著下降，并且在没有产生通货膨胀的情况下，就业在扩张期的增长最终大大超过了以往的经验。我们花了一些时间来研究经济中的这些结构性变化。这种研究，加上先前的战略声明中提到的就业率与最大就业率的“偏离”，被一些人误解为联邦公开市场委员暗示自己有时会采取有意的政策行动，以不顾通货膨胀目标的方式减少就业。情况并不是这样。强大的劳动力市场能够促进所有美国人的经济包容性，这是显而易见的，我们必须承认我们评估的实际最大就业率并不完全精确。新的声明澄清了，在没有通货膨胀压力或金融稳定风险的情况下，高就业率不再是问题，货币政策也不会对此做出反应。

我坚信清晰的政策沟通是制定有效的货币政策的重要组成部分。联邦公开市场委员会承诺尽一切努力支持可持续的经济恢复，以恢复最高就业率，维持公众服务的价格稳定，这份经由框架审查和修订的战略声明来的正是时候。

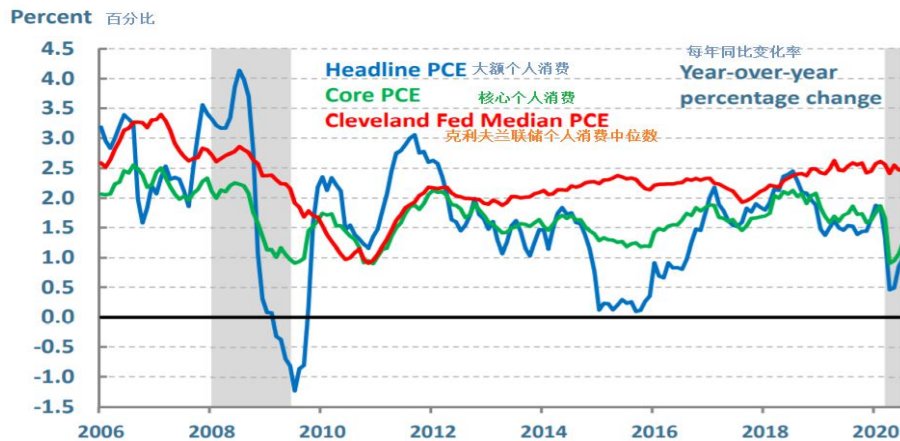
图 1：二月经济增长结束，实际总产出直线下降



资料来源：Bureau of Economic Analysis via Haver Analytics

注：季度数据，最近数据更新 2020 第二季度

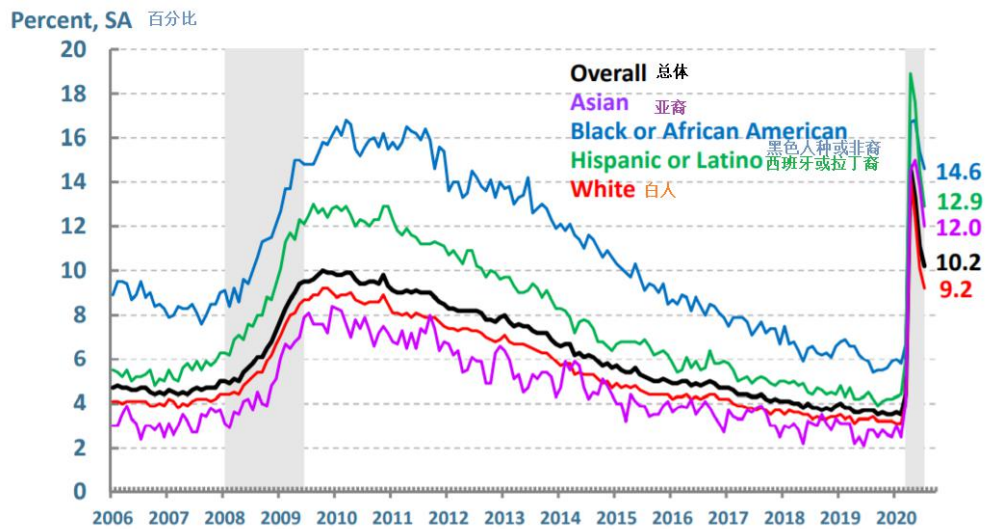
图 2: 通货膨胀率随经济停摆下行



资料来源: Bureau of Economic Analysis via Haver Analytics and Federal Reserve Bank of Cleveland

注: 月度数据, 最近观测 2020 年 7 月

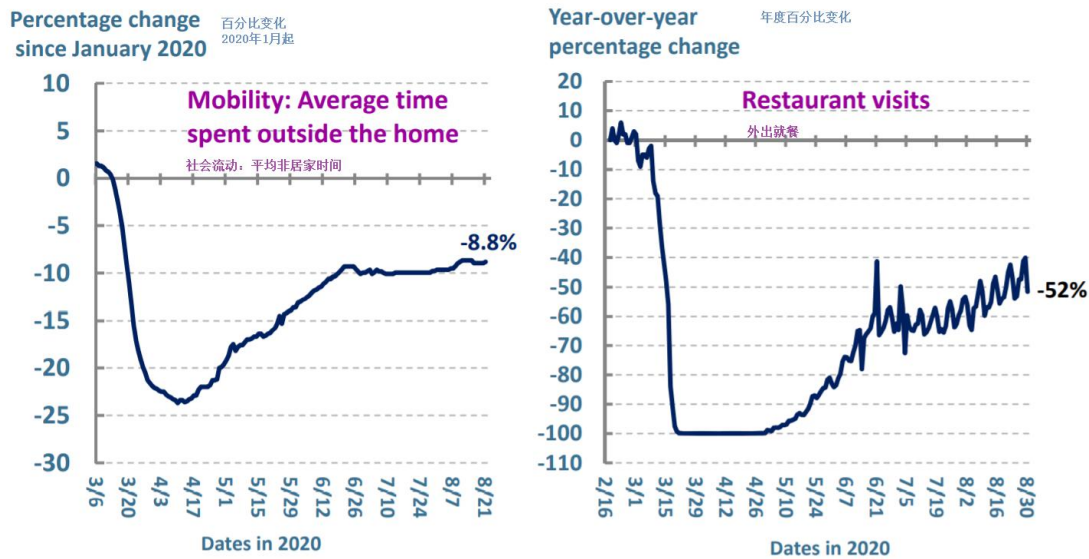
图 3: 失业率自四月以来下降但仍维持在高位, 仍比二月的水平高, 非白人失业率增加量高于白人



资料来源: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics

注: 月度数据, 最近数据 2020 年 7 月

图 4: 岗位数在增加, 但我们的岗位数仍比 6 年前略低



资料来源: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics

注: 月度数据, 最新观测 2020 年 7 月

图 5: 人们在恢复经济活动, 但恢复速度放缓了

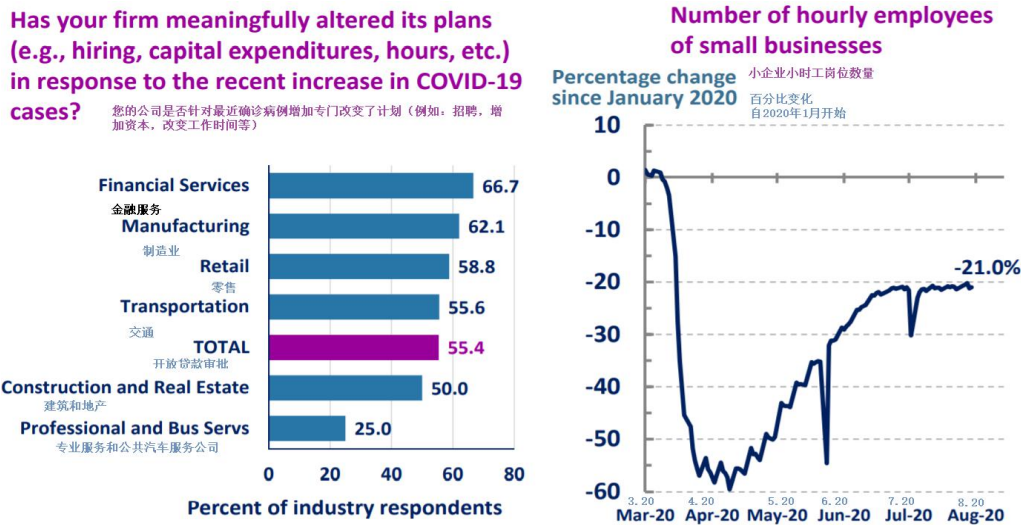


社会流动资料来源: Google via Opportunity Insights at www.tracktherecovery.org,

外出就餐资料来源: OpenTable, Daily data: Last obs. 8/30/2020

注: 每日数据, 最新观测 8/21/2020

图 6

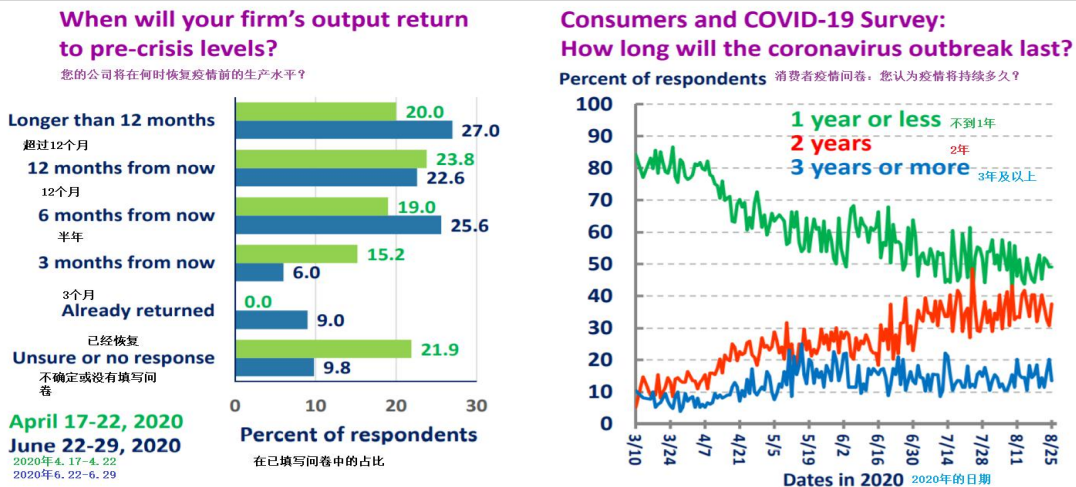


计划变动资料来源：克利夫兰联储，信息收集于 7/13/2020 和 7/20/2020 之间

小时工岗位量资料来源：美国城市银行家庭储蓄系统，

每日数据：最后观测时间 8/1/2020

图 7：随时间变化，企业和消费者对于疫情持续时间的预期



企业产出资料来源：克利夫兰联储，信息收集于 4/17-22/2020 和 6/22-29/2020 两段时间

消费者问卷资料来源：克利夫兰联储，

注：每日数据，最近一次观测 8/25/2020

本文原题为“An Update on the Economy and Monetary Policy”。本文作者 Loretta J. Mester，是克利夫兰联储主席。本文是 2020 年 9 月 NABE 基金会经济评估研讨会网络会议的演讲稿。[单击此处可访问原文链接。](#)

双利率给央行无穷的弹药

Eric Lonergan 和 Megan Greene/文 宋海锐/编译

导读：全球金融危机以来的低利率环境导致经济学家和分析人士认为，主要央行为了应对包括 Covid-19 危机在内的重大衰退，已经用尽了货币政策工具。本专栏认为，双重利率方法有助于消除有效下限，并赋予央行无穷的弹药。通过采用双重利率，央行可以超越短期利率和紧急流动性的目标，并为整个经济提供刺激。随着对应对 Covid-19 危机的财政刺激政治支持的减弱，当前各国央行可以而且应该以压倒性的力量介入。编译如下：

全球危机后，发达国家经济增长乏力，通货膨胀率不断下降，同时均衡利率不断下降，各国央行一直将利率维持在接近于零的水平。伯南克称，面对平均衰退，美联储通常会将利率下调约 500 个基点。但在 Covid-19 危机来袭之前，没有哪个主要央行有足够的空间这么去做。因此危机当时的经济学家和分析师宣称，主要央行没有足够的货币政策工具。

当全球经济因大流行而停滞时，各国央行证明，它们的武器库实际上并不像许多经济学家担心的那样空空如也。大多数分析师都将分析重点放在债券购买计划上，认为这是自 2020 年 3 月初以来最重要的货币政策发展。但他们漏掉了最有力的货币政策工具：双重利率。我们使用“双重利率”一词来描述中央银行为提供经济刺激而分别针对贷款利率和存款利率所采取的政策。我们认为，各国央行已经推出实施了这一政策工具，而欧洲央行也推出了一个版本以试图改善 Covid-19 的影响。

通过采用双重利率，央行可以超越短期利率和紧急流动性的目标，并为整个经济提供刺激。它们还可以消除有效下限和流动性陷阱，赋予货币政策无限的力量。

1.有效下限的约束条件

自全球危机以来，许多主要央行已将利率降至零或降至负值，并通过购买资产来扩充资产负债表。因此人们普遍担心，面对另一场危机，各国央行将缺乏刺激总需求的手段。由于过去十年通胀率已居高不下，大多数央行无法在下一次经济衰退中充分依靠降息来实现各种目标，它们将受到“有效下限”的约束，也就是说超过这个下限，进一步降息将适得其反。

定义有效下限与其说是一门科学，不如说是一门艺术。一个变量是均衡实际利率 (r^*)，即当通货膨胀保持不变、经济处于充分就业状态的实际利率。计算 r^* 一直是个问题，这个框架在非常低的利率下是否有用也是值得怀疑的。我们知道近几十年来， r^* 大幅下降，这意味着央行将更频繁地达到有效下限，而在这期

间，很可能会出现产出、就业和通胀方面的问题。随着央行在更长的时间内一直坚持较低的政策利率，持续的通胀缺口可能会削弱通胀预期，加剧有效下限约束。

为了避开有效下限，各国央行考虑并采用了多种方法。面对 Covid-19 危机，大多数主要央行都进行了长期资产购买，其他货币当局也直接瞄准长期收益率进行了干预。比如日本央行采用收益率曲线控制；美联储和欧洲央行也启动了货币政策战略审查，以考虑改变其政策目标，美联储的评估结果是央行采用了 2% 的平均通胀目标，因此长期收益率必须超过通胀目标来抵消缺口。

这些方法都不能使我们相信，各国央行能够实现通胀目标，并摆脱有效下限。量化宽松政策已经产生了喜忧参半的结果。收益率曲线控制带来了风险，中央银行不得不花费大量资金在大规模及流动的市场上去固定收益率，这要么是不可能实现，要么就是风险很难逆转。更不用说，大多数央行在过去十年里并没有达到通胀目标，这使得瞄准平均通胀或物价水平（或提高通胀目标）的政策缺乏可信度。

一些经济学家认为，央行可以简单地采取更低的名义政策利率，但“逆转利率”的存在（即达到该利率后进一步降低政策利率会导致货币紧缩）削弱了这种做法的效果。

2. 欧洲央行的双重利率制度框架

一种更有效的逃离有效下限的方法已经在欧洲应用：即双重利率。中央银行其实一直有多重利率工具。中央银行通常控制的主要利率是商业银行隔夜拆借准备金的利率，这一利率是整个私营部门所有贷款定价、政府债券贴现和存款回报的基准。从历史上看，各国央行一直致力于通过三种主要工具推动基准利率向政策利率靠拢：一是通过公开市场操作向市场提供准备金，二是设定代表银行存放在央行的资金所能获得的准备金利率（即提供利率的理论下限），三是使用贴现率，即中央银行将资金（针对抵押品）借给银行（即提供利率的理论上限）。

在过去的十年里，各国央行开发了一系列更加复杂的利率工具。其中包括分级储备以及各种“定向贷款计划”，如欧洲央行的定向长期再融资操作（TLTRO）计划、英国央行的定期融资计划（TFS）和日本央行在福岛紧急事件后推出的定向贷款计划。利率低于 IOR 的定向贷款和使用分级准备金相结合，意味着央行现在可以独立制定贷款利率和存款利率目标。理论上，传统的货币政策使私营部门的净利息收入保持不变，政策利率变化的影响通过消费的跨期替代（价格效应）或通过借款人和贷款人的边际消费倾向差异发挥作用。相比之下，双重利率的效果无疑是积极的，因为央行可以同时提高借贷双方的收入，这相当于货币火箭燃料。

然而，到目前为止，只有一个例子说明了这种方法的实际应用。欧洲央行在2020年3月采用了双重利率，调整了定向长期再融资操作（TLTRO）计划。欧洲央行开始明确将贷款利率和存款利率分别作为目标。因此，欧洲央行为银行提供资金的利率是独立于准备金利率（IOR）的利率（具体利率视净新增贷款的条件是否满足而定）。根据这项计划，银行可以低至-100个基点的利率借款，同时准备金（或商业银行在欧洲央行持有的存款）的利率在欧洲央行的分级准备金制度下独立确定。欧洲央行的“双重准备金制度”将一部分商业银行的超额准备金支付设为零，剩余部分则按照欧洲央行的存款利率支付（目前设定为-50个基点）。

需要说明的是，欧洲央行的目标利率是银行可以独立于准备金报酬率为贷款提供资金的利率。通过TLTRO计划继续降低利率，同时保持平均IOR不变，欧元区贷款利率应该下降，而存款利息收入不会相应下降。正如首席经济学家菲利普·莱恩明确指出的那样，欧洲央行并没有彻底背离货币惯例：“银行可以以我们提供的最优惠利率借款，前提是它们继续履行向私营部门提供信贷的职责。一项重要的创新是，通过将最低借款利率设定为低于存款工具平均利率25个基点，我们有效地降低了经济体的融资成本，同时并没有全面降低主要的传统政策利率。”

这项政策可以进一步推行。例如，欧洲央行可以将TLTRO计划内的转账利率下调至-400个基点，并将贷款期限延长至18个月或更长时间。此外，欧洲央行不应将优惠利率与新增贷款净额挂钩（尤其是在私营部门资产负债表已经捉襟见肘的情况下），而是可以将大幅降低计划利率与重新定价现有贷款账簿挂钩。这将对整个经济体的借款人产生刺激作用。

通常，央行在加息或下调主要政策利率时，必须选择是让借款人还是让储户受益。但由于双重利率，央行可以向借款人提供刺激，同时也可以向储户发放优惠利率。除了将贷款利率下调至负区域之外，欧洲央行还可以提高银行的准备金平均利率。分层准备金在这里特别重要。在单一利率制度下，提高IOR利率会提高整个经济体的贷款利率。但在分层（如欧洲央行采用的那样）下，超额准备金的零利率可以提高到2%或3%，前提是银行将这种高利息收入的份额转移给客户。

3.双重利率消除有效下限

显而易见的是，在双重利率体系下，货币刺激没有实际的限制。除了为整个经济提供刺激，双重利率还消除了有效下限。传统的负名义利率只会刺激借款人。负的名义政策利率对储户产生负面影响，对金融中介构成深刻挑战，并在极端情况下承担刺激私营部门持有实物现金的风险。一旦采用双重利率，这些约束就会消失。正如欧洲央行（ECB）目前所证明的那样，各国央行可以在多大程度上降

低向银行放贷的利率，这一点没有下限。通过使这种贷款“有针对性”（即根据资格标准），搭便车的范围受到限制；如果按照我们的建议，将融资条款与现有贷款账簿的重新定价相关联，则情况更是如此。

双重利率也可以解决低利率（或负利率）对储户影响的合法性问题，这由德国宪法法院提出，并在关于货币政策对不平等影响的辩论中被强调。央行可以使用分级准备金来支持存款利率。实际上，央行可以使用双重利率，在政策应用中明确银行业净息差。

这些工具对货币政策的影响怎么强调都不为过。如果采用双重利率，就不会有流动性陷阱，也不会出现反转比率。流动性陷阱只有在这种情况下才有意义：即基础货币的创造是通过央行收购一项资产实现的，而私营部门的净财富保持不变。在双重利率下，央行实际上是在向私营部门转移资金，从而增加净财富。有趣的是，米尔顿·弗里德曼在其著名的 1968 年美国经济研究院（AER）演讲中非常简洁地提出了这一论点，以此作为货币政策即使在非常低的利率下也能始终有效的原因：

“这种复苏（对货币政策效力的信念）在经济学家之间得到了有力促进，主要是通过一项由哈伯勒提出但以庇古命名的理论，这个理论指出了一条路径，即财富变化，也就是货币实际数量的变化即使不会改变利率，也会影响总需求。这些理论发展并没有削弱凯恩斯在流动性偏好是绝对的情况下对传统货币措施具备效力的反对，因为在这种情况下，通常的货币政策操作只包括简单地用货币代替其他资产而不改变总财富。但他们确实表明，即使在这种情况下，以其他方式产生的货币数量的变化会如何影响总支出。”

弗里德曼并没有明确表示他所谓的“以其他方式”产生货币是什么意思。很可能他想到的是一个简单的现金转移。相对于资产购买，双重利率涉及到相对适度的净收入转移到私营部门，其影响可以通过银行贷款放大。

4. 双重利率有限制吗？

乍一看，双重利率似乎太好了。经济学家们的理论告诉我们经济中总是存在约束。在双重利率的情况下，这种约束并不明确。定向贷款的负利率和分级储备的正利率相结合，可以提供任何水平的名义需求以提高通胀率。当通胀“过低”时，货币政策被赋予了新的活力，当通胀“过高”时也是如此。设定分级准备金的利息可以收缩准备金，扩大准备金时的利息设定方式也是这样，同时借款利率也可以提高。中央银行面临的挑战是设计一个最佳的校准，即 TLTRO 项目的 r^* 是多少？分级准备金的平均利率应该是多少？

央行的“股权”也不是一个约束。双重利率政策与央行更为“普通”的资产购买（即量化宽松 QE）之间的一个显著区别是对央行资产负债表的影响。当中

央银行进行资产购买时，它们的权益通常不会发生会计变化（因为它们已经产生了会计负债、银行准备金和相应的资产）。在双重利率下，新的操作将为央行创造负的净利息收入。当然，央行的资产购买计划使它们面临按市值计价的损失，因此这两种政策的区别在某种程度上是语义上的。克里斯·西姆斯也提出了类似的观点，表达了对央行资产负债表规模和“亏损”政治后果的担忧。

即便是从会计角度来看，央行的股本也可能远远超过乍一看的水平。将银行准备金作为“负债”进行会计处理是商业银行与中央银行之间的会计映射，意义不大。没有其他机构可以创建电子货币，所以我们没有会计惯例来处理基础货币。从任何意义上讲，央行储备都不是金融负债。它们可以随意创建，而且可以按央行想要的任何“价格”创建，而“违约”在这种情况下没有真正的意义。

作为经济学家，我们通常从通过公开市场操作实施货币政策的能力的角度，来关注央行资产负债表的资产面。即使是按市值计价的损失也会影响到央行扭转货币基础扩张的能力。同样，在单一的内部收益率制度下，未来央行的净收入有可能显著为负。分级储备限制了这种担忧。如果未来央行的储备超过资产，需要在加息的同时收缩储备存量，那么对所需储备收取负利率的能力将是很有价值的。

5. 货币政策的政治化

许多经济学家谈到了财政政策和货币政策之间的模糊界限，这与货币政策的政治化及其被认为的合法性和独立性有关。在欧洲，这个问题更加尖锐，因为合法性可能成为任何政策创新的障碍，正如德国宪法法院最近的裁决所强调的那样。

双重利率既符合货币政策的抽象定义，也符合理论上的定义，但也更接近于中央银行的传统工具，这可能会安抚那些担心更激进处方的政治含义的人。货币政策在抽象上是最明确的定义（即基础货币数量和价格的变化）。从制度上讲，货币政策最宽泛的定义是央行依法实施的一套政策。相当数量的主要中央银行已经建立了实施双重利率的机制，毫无争议地，双重利率落入了货币政策的定义范围。

许多评论员似乎反对央行放弃设定利率。在这种程度上，后 Covid-19 时期我们需要面对一系列非常规政策的选择。双重利率可能证明是非常有效的，并且在政治上最不令人不安。

6. 结论

采用双重利率是货币政策的一项重大创新，即中央银行独立制定银行融资利率和准备金利率目标，并以独立影响存贷款利率为目标。双重利率不仅仅是针对短期利率，或者提供紧急流动性来提供彻底的刺激。这一工具消除了有效下限和

流动性陷阱的风险，使货币政策在实际均衡利率已经很低、正趋于走低、总需求在疫情和封锁措施下继续低迷的世界中获得新生。

重要的是，世界各国央行已经具备了实施双重利率政策的基础设施，而欧洲央行也已经采用了这一方法。许多发达经济体的央行都有分级准备金，这使得央行能够在利率非常低的时候保护商业银行部门的利润率。这也可以用来鼓励更广泛地提高私营部门的存款利率，而不损害银行间利率的设定。

一些人可能会争辩说，采用双重利率超出了央行的职权范围，并且过分模糊了货币政策和财政政策之间的界限。但双重利率政策显然属于央行和货币政策的范畴。它涉及到银行储备的建立（货币政策的决定性特征）、这些储备的价格以及利率。

事实证明，在后 Covid-19 和后封锁时代，名义需求将持续低迷，而且已经有迹象表明，财政当局开始拖拖拉拉，英国的工资保障可能到期，以及美国国会难以就第四个刺激方案达成一致。正如危机后经常发生的情况一样，我们预计，面对史无前例的预算赤字，各国政府将面临越来越多的财政紧缩呼声。在双重利率触手可及的情况下，各国央行将没有理由袖手旁观。

本文原题为 “ Dual Interest Rates Give Central Banks Limitless Fire Power ”。本文作者为 Eric Lonergan 和 Megan Greene。Eric Lonergan 是 M&G 投资公司经济学家兼宏观基金经理，还是 NIESR 重建宏观经济咨询小组的主席，并经常为英国《金融时报》撰文；Megan Greene 哈佛肯尼迪学院全球经济学家、高级研究员。本文于 2020 年 9 月 3 日发表于 VOX 时评。 [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/>

Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel) 基尔世界经济研究所

简介：基尔世界经济研究所是一个研究全球经济事务、经济政策咨询和经济教育的国际中心。该研究所尤其致力于为全球经济事务中的紧迫问题提供解决方案。基尔研究所的研究领域包括经济预测、经济政策咨询、出版物、全球解决方案倡议、科学教育和公共关系。该研究所在其研究的基础上，向政策、商业和社会决策者提供咨询，并向更广泛的公众通报国际经济政策的重要发展。

网址：<https://www.ifw-kiel.de/>

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

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

网址：<http://www.imf.org/>