

全球智库半月谈

希拉里：美国应重新思考国家安全问题

疫情与不平等，历史视角

商业破产的前景展望

大流行下的主权债务减免：来自 1980s 的经验

低利率时代的联邦债务政策：问题指南

美国经济概况

美国大选后美欧贸易政策预判

本期编译

李佳欣

母雅瑞

史明睿

薛 懿

杨 茜

张舜栋

张子萱

(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

希拉里：美国应重新思考国家安全问题..... 6

导读：本次新冠疫情暴露了美国在危机应对上的诸多弱点。近日，前国务卿希拉里在《外交事务》杂志撰文，呼吁美国从国家安全的战略高度，推动国防现代化改革，并加强对国内制造业及科技研发活动的投入，以重振美国的工业及科技实力。：

疫情与不平等，历史视角..... 13

导读：目前疫情与不平等之间的关系引起了人们极大的兴趣。14世纪的黑死病是一个典型的例子，它极大地降低了财富不平等程度，但本文认为，黑死病在这方面是一个特例。受不同的制度环境和劳动力市场影响，随后几个世纪出现的疫情未能显著减少不平等现象。这些证据表明，在新冠疫情之后，不平等和贫困可能会加剧。

商业破产的前景展望..... 18

导读：迄今为止我们一直在通过经济增速和股票市场的前瞻性指标来判断发达经济体企业的破产风险，据研究，到2021年底，破产企业数量将会显著上升。另外，我们认为本轮企业破产风险的上升主要原因是经济增速的放缓，股市前瞻性指标的贡献则很小。新冠疫情的全球蔓延和政府对企业的前所未有的支持使得金融市场的风险指标所预示的破产风险，和经济增速放缓背后所隐含的破产风险之间形成了巨大分歧。

大流行下的主权债务减免：来自1980s的经验..... 22

导读：冠状病毒大流行可能导致债务危机。20世纪80年代债务危机促使借款国寻求债务减免，债务减免的实现需要借款国、借款国的外国债权人、债权人所在国当局和国际机构达成共识，而达成共识需要大量时间。此外，由于每个国家的经济、金融条件不同，债务减免无法形成范本，只能一事一议。本文还介绍了20世纪80年代实现债务减免的三种方式。

经济政策

低利率时代的联邦债务政策：问题指南..... 32

导读：本文主要分三个部分。第一部分简要概述了联邦预算，包括对近期联邦债务趋势的讨论，以及关于政府获得资金的渠道和用途的一些基本信息。第二部分讨论与人口老龄化相关的长期财政挑战。第三部分讨论了债务积累的经济学问题：高负债是否是一个问题，尤其是近期利率的下降是否会影响政策制定者应对债务的方式。

美国经济概况..... 42

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10月14日的数据。

美国大选后美欧贸易政策预判.....63

导读：拜登必须要决定在多大程度上改变美国过去四年的主要贸易政策。美国与欧盟迅速恢复全面贸易谈判的可能性不大，美国将继续专注于与中国的竞争。但尽管如此，欧盟和美国仍有可合作的领域，尤其是在世界贸易组织的改革方面。

本期智库介绍..... 68

希拉里：美国应重新思考国家安全问题

Hillary Clinton / 文 张舜栋 / 编译

导读：本次新冠疫情暴露了美国在危机应对上的诸多弱点。近日，前国务卿希拉里在《外交事务》杂志撰文，呼吁美国从国家安全的战略高度，推动国防现代化改革，并加强对国内制造业及科技研发活动的投入，以重振美国的工业及科技实力。编译如下：

2020年是疫情与抗议活动席卷全美的一年，也是美国人民对种族问题、经济不平等问题和医疗健康问题倍加关注的一年。同时，当前美国面临的多维度的危机也提示我们，有必要重新审视美国的国家安全战略。如今，美国正面临包括新冠疫情、气候变化和地缘政治在内的一系列挑战。然而，美国在工业和科技上的传统优势正在萎缩，广大盟国对美国的信心愈发动摇，供应链安全令人担忧，政府应对漏洞百出。回顾历史我们会发现，突如其来的考验往往是促使美国重新觉醒的重要推动力量——珍珠港、苏联首次发射人造卫星、911恐怖袭击等皆是如此。类似地，面对本次新冠疫情，美国人民也应该团结一致，共同推动国家觉醒，唤醒美国的潜在实力，以应对未来的种种挑战。

在千头万绪的诸多工作中，最紧迫的是推动美国的国家安全及国防改革。美国现有的国防机器已显得臃肿过时，难以应对新世纪的多种挑战。同时，科技创新和关键性战略行业的领导地位是美国国家实力的根本基础，我们也必须在这一领域做出改变。以上两个战略目标是相辅相成，互相促进的——通过军事改革，我们可以节约数以十亿计的军费，并用于国内的先进制造业和技术研发。这不仅有助于巩固美国对敌国的军力优势、使美国更灵活地应对各类非传统威胁，也能够通过缩减军费开支而加强国内的经济活力。为实现这些目标，我们必须制定更加有效的国内及对外政策，确保美国在日益充满不确定性的世界中保持优势。

避免短视的政策

几十年来，美国的政策制定者们对国家安全的理解一直过于狭隘。在提及“国家安全”时，浮现在他们脑海中的往往是敌国的洲际导弹，或游击队、叛乱等；但对于网络攻击、传染病、碳排放、网络虚假信息、供应链安全等非传统安全威胁，美国政府一直缺乏一套统一协调的应对战略。眼下美国正在经受的新冠疫情的考验，就是这样一种典型的非传统安全威胁。对于疫情初期的美国而言，一名带病入境的游客所造成的威胁，并不比一个潜入五角大楼的恐怖分子小。奥巴马时期的国家安全团队曾针对可能出现的疫情制定了长达69页的应对预案，但后来，这份预案被特朗普政府修改得面目全非。在特朗普政府看来，生化恐怖袭击才是真正的国家安全问题。在这一指导思想下，特朗普政府改组了国家安全委员会的疫情应对部门，并将其职能划转到了负责防范大规模杀伤性武器的部门。此

外，特朗普政府还在国家医疗物资储备库中购置了大量针对炭疽及天花的治疗药物，却忽视了对防范传染病疫情至关重要的个人防护设备（PPE）。不仅如此，特朗普政府还叫停了笔者担任国务卿期间在美国国际开发署下设的全球疫情监控项目，并时常试图削减美国疾控中心的预算。如今，这些短视的政策已酿成了灾难性的后果。

除新冠疫情外，特朗普政府在应对网络攻击及气候变化问题上也犯下了诸多错误。但我们应该看到，特朗普本人并非问题的全部。多年以来，历届美国政府均未充分意识到经济全球化带来的国家安全问题。而此次疫情则提醒我们，供应链安全是事关国家安全的重要问题。在历史上，民主党政府通常从保护国内工人利益的角度出发制定并推广政策主张。但从今以后，民主党人应该更自信地宣称：我们的贸易政策不仅是为了保护工人利益，更是为了维护国家安全。

新冠危机应当将美国从沉睡中唤醒

在陈旧的国家安全理念的指导下，本届政府制定出了一系列错误的政策。一个典型的例子，就是本届政府坚持以冷战式的陈旧眼光，来看待并应对中国崛起的威胁。在今年七月的一次讲话中，国务卿蓬佩奥表示：“我出生、成长在冷战时期，服役也在冷战时期。在那时我就明白了一个道理——永远不要相信共产主义国家。”蓬佩奥的此番言论，向我们生动地展现了他思想的陈旧过时。这种言论或许会让福克斯新闻的观众们大呼过瘾，但这并无助于我们眼下面临的种种挑战。我们必须意识到，如今的中国和俄罗斯对美国构成的威胁，与当年苏联的威胁大相径庭。在冷战时期，国与国的对抗往往更加激烈，而如今的大国竞争则更多游走在战争与和平间的灰色地带。如果因循守旧地采用冷战时期的政策，则美国既不能灵活应对敌国在网络、经济等领域发起的非传统挑战，也无法在全球共同关心的问题上有效开展合作——眼下的新冠疫情和气候变化就是最典型的例子。

同时，特朗普政府的一系列做所作为也使得往届政府在国际问题上取得的诸多成绩付之东流。在奥巴马时期，美国政府成功与中国和俄罗斯开展了合作，迫使伊朗重返谈判桌并承诺放弃核武器开发计划。但在特朗普政府的搅局下，伊朗政府又重启了核武项目，并增强了与中国的关系。伊朗的教训告诫我们，外交政策的不连续性将对国家安全带来严重的恶果。

美国的外交政策一贯有过度倚重军事力量的传统，这种现象早在艾森豪威尔告诫美国人民“警惕军工复合体”的时代就已经存在了。几年前，马蒂斯将军在国会参加听证会时曾说：“如果国会今天不给予国务院足够的预算，那明天我们军队就不得不额外多买很多武器弹药。”但是，许多政治家害怕被扣上“软弱”的帽子。因此，他们不断增加军费开支，而与此同时削减外交部门的预算。笔者

必须强调的是，美国的右翼保守主义传统在诸多维度上都是极为有害的——这种传统不仅不利于美国对外发挥外交影响，也将在国内国外扼杀有益的创新活力。

国防现代化改革的阻碍

和广义上的政府一样，军队本身往往有保守主义倾向，并对变革抱有本能的抗拒。举例来说，在阿富汗和伊拉克战争中，五角大楼迟迟未批准增强悍马吉普的防护性能，导致美军遭受了额外的伤亡。而如今，五角大楼是否能够有效应对由中国迅速增长的军事实力带来的威胁？根据笔者的经验，五角大楼拥抱改革的勇气令人怀疑。在2004年，笔者曾以参议员的身份加入美军联合司令部改革咨询小组，该小组致力于促进美军的21世纪改革进程。在此期间，五角大楼从军队到民间，雇佣了一大批优秀的、来自各行各业的专家，并要求他们提出了许多大胆而富有建设性的建议。然而，在落实过程中，这些建议遭遇了五角大楼庞大的官僚机器的各类阻碍。这是因为，从军界、政界到工业界，庞大的既得利益集团早已习惯了固有的国防体系，他们天然地对改革百般抵触。

当然，军队改革当中的每一项微小举措都事关前线官兵的生命，因此军队的确有理由更信任那些已经被证明是有效的传统。此外，军队不仅关乎我们的国家安全，更对我们的经济社会有广泛和深刻的影响。作为代表纽约州的参议员，我的选区内有许多与军队及军工相关的选民。纽约州既有制造榴弹炮炮管的传统企业，也有研究尖端雷达技术的企业，还驻扎有第十山地师的部队。在各种场合下，我一贯竭尽全力，确保这些选民获得更好的政策保障。但推而广之，考虑到全美有50个州，而几乎每个州都或多或少有这种情况，我们就不难理解，对旧有的军队体制进行改革要遭遇多么巨大的阻力。在这个问题上，最典型的案例就是F35战斗机项目。该项目不仅严重超支，且交付日期一拖再拖。但即便如此，军队和相关企业仍然理直气壮地对该项目百般辩解。对他们来说，既然已经在该项目上消耗了如此海量的时间和金钱，那就意味着开弓没有回头箭。不仅如此，由于该项目直接或间接地造福了全美数以十万计的家庭，因此在国会也有部分议员对该项目无条件地支持，并拒绝接受任何改革。

国防预算应更加灵活

军队改革面临阻力，这当然不是什么新鲜事。但如今，面临已然十分严峻的挑战，我们决不能再抱残守缺，因循守旧了。五角大楼必须从战略高度革新他们的观念，摒弃过时的冷战或全球反恐战争时期的思维。以人工智能等为代表的新技术正在彻底颠覆固有的军事对抗体系，而在这一领域，许多国家都在奋力创新以力争上游。在这些国家当中，中国的进展尤为令人忧虑。在美国投入巨额军费参与中东和阿富汗的战事时，中国则专注于开发反介入/区域封锁性武器（如反

舰弹道导弹)等新技术新装备,这些新型武器已经对美国宝贵的航母舰队构成了严重威胁。

除了迅猛增长的军事实力,中国近年来在外交上也发起了迅猛攻势。如今,中国在海外的外事人员从数量上已超过美国,而与此同时特朗普政府却极大扰乱了美国国务院的正常工作。

对如今的美国来说,来自中国的军事威胁已经非常真实。尽管美国的军费开支远高于中国,现有的许多武器装备也比中国先进,但这并不应该给美国人民带来虚假的安全感。中国的崛起意味着,美国不再在东亚地区具备绝对的海空优势。更糟糕的是,特朗普政府的胡作非为对美国的国防安全带来了进一步的损害——他故意使部分监管职务空缺,使得政府对军队的监督力度下降;他还试图将军队政治化,调动国民警卫队来到华盛顿的街头,仅仅是为了护送他拍一张宣传照。

顺利推行国防改革既需要远见,也需要毅力。其中,改革的关键在于大幅调整国防预算。我们必须有步骤地淘汰陈旧的装备以削减开支,但相关决策应避免政治因素的过度干扰。为了使这些决定免遭政治压力的影响,国会应同意对国防改革的一揽子计划进行直接或间接的投票,而不是对每次调整反复地讨价还价——这一做法过去就曾被用于表决是否关闭军事基地的提案。

国防预算调整的原则,应该是确保美国做好充分准备,以应对与技术先进的对手发生的非对称冲突。举例来说,航母是美国向全球各地的进行力量投射的重要工具,但它在中国的反舰弹道导弹面前却很脆弱,而中国导弹的成本只是美国航母的零头。此外,尽管美国海军拥有11艘航空母舰,但他们当中通常只有少数能随时出发前往前线,而其他航母则要留在港口进行繁重的维护工作。与其继续扩大易受攻击的水面舰艇编队,海军应该投资于下一代潜艇,以及航母的快速维护技术。此外,由于反介入/区域封锁武器能迫使美国航母和舰队远离潜在目标,空军就必须减少对相对短程的战术战斗机的关注,而更多地投资于远程作战能力。这意味着空军不需要计划中那么多的F-35,而应该采购更多的B-21轰炸机。

未来的战争将由海上、空中和太空的角逐主导。在这一背景下,陆军应削减重型武器和士兵的规模,以节约经费,并投资于新型通讯及情报设备。如此一来,我们既可以节约数以十亿计的军费,又可以维持陆军有效作战的效能。

以更高的格局和更大的决心推动核战略改革

在诸多改革议题中,最重要的是美国必须重新思考自己的核战略。目前,美国计划在未来30年内向核武库投入超过1万亿美元的军费,这是非常不明智的。美国应该削减由潜艇和巡航导弹搭载的低当量核弹头数量,因为这些武器的潜在使用场景过于广泛,极易引发误判,并导致局势升级为全面核大战。此外,美国

应该减少对老式洲际弹道导弹的依赖，以“更新、更少”为原则推动核武库改革，并在国际舞台上继续推动军控外交。这其中的重中之重，是继续扩展笔者在任时期与俄罗斯签订的新战略武器裁减条约（New START treaty），并游说中国加入削减核武器数量的谈判。我们必须牢记，遍布全球的盟友是美国的核心优势，在这一点上俄罗斯和中国都远远不能与我们相比。在美国着眼于加强海空优势的同时，其他北约国家应加强他们的传统陆上作战力量，以应对来自东欧的地面威胁，或执行在非洲的反恐任务。

确保美国具备自给自足的能力

在笔者先前一直大力推广的“巧实力”战略中，核心支柱是三个“D”——国防（defense）、外交（diplomacy）和发展（development）。而现在，我们必须新加入一个D——国内复兴（domestic renewal），即重建美国在工业和科技上的实力。

多年以来，美国的制造业能力不断下滑，对科研的投资增速也不及中国，这使得美国难以应对未来的挑战。2000年，美国海军驱逐舰科尔号遭受恐怖袭击。在进行船体修复时，政府高官们才得知当时全美仅剩一家公司还有能力生产对应的特种钢，这深深震撼了我。二十年后的今天，突如其来的新冠疫情使美国严重依赖进口的窘境暴露无遗——从医疗物资到稀土和电子产品，美国近乎在各行各业都对中国的商品形成了依赖。正如前副总统、总统候选人拜登提出的那样，美国应该投入至少7000亿美元，用于投资技术研发，并确保关键行业（从钢铁行业到生物科技行业）的供应链安全。总之，我们也应当像中国那样，制定雄心勃勃的产业政策，否则我们将无法应对中国在经济领域制定的无所不用其极的战略。

在竞争中，美国决不能自缚手脚

滥用国家安全的借口达成政治目的是特朗普政府的惯用伎俩。但尽管如此，在一些关键领域，我们也必须充分意识到其背后蕴藏的对国家安全的影响。具体来说，为了国家安全，美国必须确保对医药、清洁能源、5G网络、人工智能等领域的绝对控制。为此，美国政府应充分投资于基础科学和医疗科技的研究，而这样的研究最终会带来高额的经济和社会回报——根据MIT的经济学家测算，如果将美国用于研究的资金提高GDP的0.5个百分点，则将创造出大约400万个工作岗位。

尽管美国政府的债务规模已达到历史高位，但眼下史无前例的低利率环境意味着，当前加大科研经费的投入正当其时。如今，华盛顿越来越多的经济学家们认为，政府不应被债务规模束缚住手脚。对技术研发的投资并非难以承受，相反地，美国真正难以承受的，是继续拖延对这些关键领域的投资。

统筹协调推进国内改革

如上所述，国防改革和国内复兴这两者都是美国的当务之急，而推进改革则务必注重统筹协调。举例来说，国防改革意味着淘汰老旧装备，而这自然会带来负面的经济和就业压力。但是，通过投资于科技研究，我们将有望在先进制造业和研发领域创造更多的经济产出和就业岗位，并抵消国防改革的副作用。马萨诸塞大学阿默斯特分校的研究显示，将同样的资金投资于清洁能源、医疗卫生或教育行业，将创造出比军工行业多得多的就业岗位。

当然，我并不是说我们要把军工厂的失业工人转化为码农，这种建议显然是不现实的。但是，我们还是可以打开思路，促进传统行业的现代化转型。举例来说，在2008年，美国空军淘汰了驻扎于纽约州雪城空中国民警卫队基地的F-16战机。但在我的努力下，该基地转变职能，成为了军内首个大型无人机基地，拯救了成百上千的就业岗位。在历史上，许多美国企业都实现了迅速转型，汽车工厂在短时间内就自我改造为坦克厂和轰炸机厂。而在本次疫情中，美国的汽车企业也成功实现了迅速转型，生产当时急需的呼吸机和口罩。这都意味着，在正确的政策引导下，具备充分人力资本的传统社区和企业都有潜力实现转型。匹茨堡就是一个成功的案例——过去，这里是美国的钢铁基地。而如今，这里成为了医疗、机器人和汽车研发企业的聚集地。

当然，我们也必须承认，并非所有传统工作都能得到保留，也并非所有企业和工人都能顺利完成转型，削减数以十亿计的国防预算意味着大量美国家庭将受到冲击。但是，如果政府能与此同时统筹协调地加大对技术研发的投资，那么我们就能够将全社会遭受的总损失降到最低，同时又确保美国有足够的实力应对未来的挑战。要想做到这一切，首先就是要确保美国的三军总司令具备足够的领导能力。过去几年的事实已证明，一个没有经验、没有同情心、没有格局、没有领导力的总统将给国家带来深重的灾难。相比之下，总统候选人拜登既担任过参议院外交关系委员会主席，拥有充分的国家安全政策经验；又是一位军人的父亲，对美国广大官兵及其家庭抱有深厚的感情；同时还是一位可敬的工人群体的捍卫者，曾将家乡的汽车企业拯救出破产的危机。显然，我们很难找到任何比拜登更适合担任下届美国总统的人选。

眼下，美国正在经历一场前所未有的考验。当今世界的变化是如此的莫测，以至于我们连四个月后的世界都很难预测，更遑论四年之后。但有一件事是确定的——美国必须重新思考其在后疫情时代将面临哪些挑战，并判断有哪些机遇可以把握。正如前国务卿艾奇逊在回忆录中所写的那样：“（国务院的工作人员）不能仅仅将精力局限于眼前的现象，而应该将目光投向未来，在新的趋势出现之前，即预先做出判断。”面对当前的挑战，美国也应当如此——不仅局限于应对

手头的工作，而是同时思考后疫情时代的新挑战，并预先做好布局。要做到这点，美国的当务之急，就必须是推动国防现代化改革，并重振美国的工业与科技实力。

本文原题为 “A National Security Reckoning: How Washington Should Think About Power”。作者 Hillary Clinton 是美国前国务卿。本文于 2020 年 10 月刊于《外交事务》杂志官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

疫情与不平等，历史视角

Guido Alfani/文 李佳欣/编译

导读：目前疫情与不平等之间的关系引起了人们极大的兴趣。14世纪的黑死病是一个典型的例子，它极大地降低了财富不平等程度，但本文认为，黑死病在这方面是一个特例。受不同的制度环境和劳动力市场影响，随后几个世纪出现的疫情未能显著减少不平等现象。这些证据表明，在新冠疫情之后，不平等和贫困可能会加剧。编译如下：

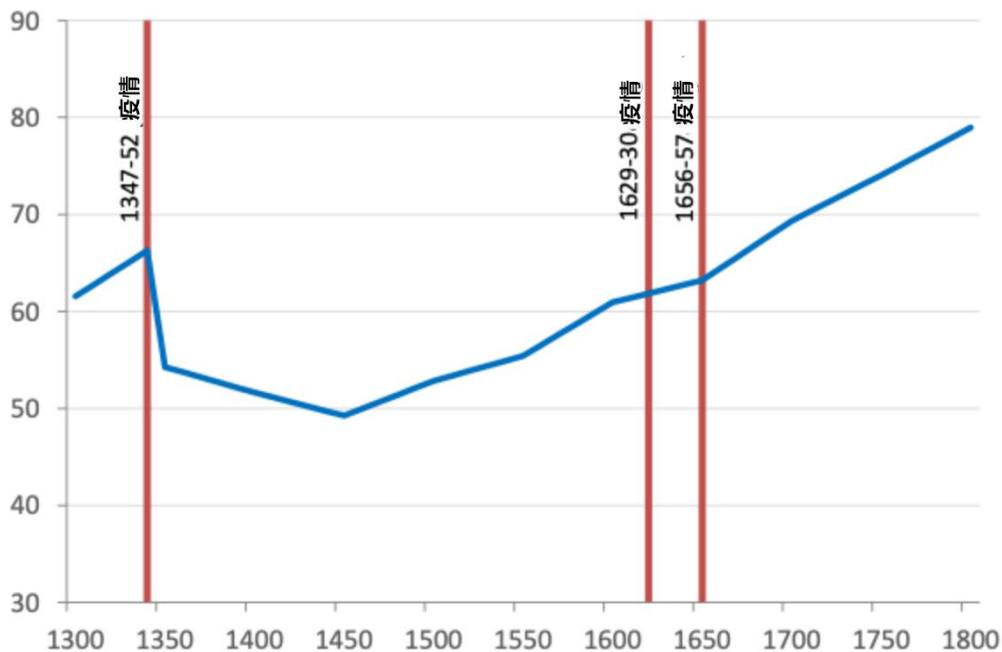
人们越来越多地关注仍在持续的新冠疫情对分配产生的可能后果，这促使许多人追溯历史以获取经验。毕竟，关于财富和收入不平等的长期趋势的最新研究也强调了疫情的作用（Alfani 2020a, 2020b）。这些文献大多集中于14世纪的黑死病，众所周知这是一场可怕的瘟疫，导致了欧洲和地中海地区约一半人口死亡，对经济（包括收入和财富分配）产生了重大影响（Campbell 2016, Alfani and Murphy 2017, Alfani 2020c, Jedwab et al.2020）。基于黑死病的案例，关于疫情可以（残酷地）消除不平等现象的观点已经相当普遍（Milanovic 2016, Scheidel 2017）。但是，如果我们考虑到随后的事件——从早期的现代瘟疫到19世纪的霍乱疫情，以及此后的疫情——我们必须认识到黑死病的特殊性，因为后来的疫情被证明无法导致如此严重的死亡现象，也无法在长期减少经济不平等（Alfani 2020b）。相反，如果观察最近的事件，如1918-1919年的西班牙流感，部分证据表明，实际上不平等并没有减少，反而有所增加。

如果我们从长远视角来观察现有的一系列财富不平等现象，1347-1352年黑死病的特殊性是很明显的。图1显示了意大利的情况，对此我们有很好的数据。在该图所涵盖的五个世纪（1300年至1800年）中，黑死病似乎触发了财富不平等下降的唯一阶段（尽管如果将分析推向19世纪和20世纪，我们会发现另一个下降阶段与世界大战有关（Piketty 2014, Scheidel 2017））。在黑死病之后，最富有的10%的人口失去了对总财富的15%至20%的控制权。在17世纪下半叶之前，人口集中度未再达到黑死病之前的水平，这是造成不平等程度下降的两个主要原因。

- 首先，在瘟疫之后劳动力变得稀缺，实际工资增加，最贫穷的阶层提高了他们讨价还价的能力，并且能够通过谈判获得更好的条件。
- 第二个原因是在中世纪晚期欧洲许多地区所特有的可分割的继承制度的背景下，由于极高的死亡率而产生的大型遗产的分割现象。这导致许多人继承的财产超过了他们所需或想要的，从而导致市场上出售的财产资源异常丰富。再考虑到劳动力稀缺而导致的实际工资增加，使这种情况帮助了很大一部分

人口获得财产，从而减少了财富不平等。注意，实际工资的增长也预示着收入差距的减少（Alfani 2020b）。

图 1 意大利最富有 10% 人群的财富份额，1300-1800 年



数据来源：基于 Alfani (2020a) 的阐述。

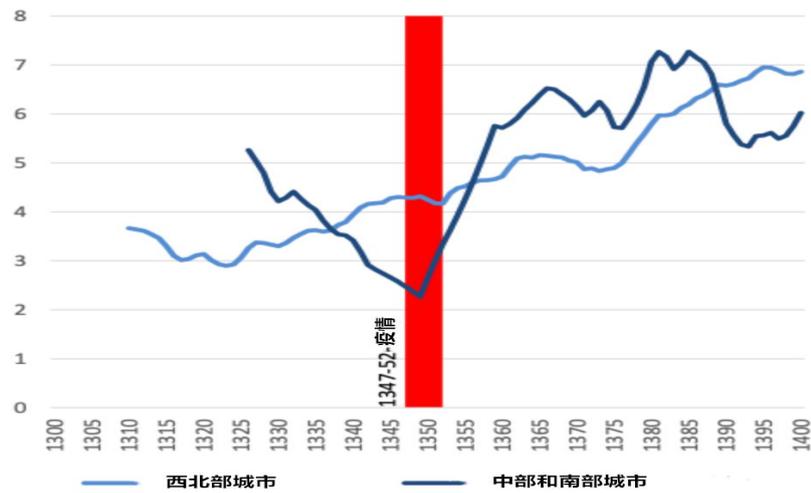
越来越多的证据表明，在意大利发现的再分配模式也涉及其他欧洲地区，例如法国、德国和低地国家。但是，在后来的大规模瘟疫之后，中世纪黑死病的并没有重现和之前一样程度的威胁。下面考虑严重影响南欧的 17 世纪瘟疫，在意大利，瘟疫在 1629 年至 1630 年间蔓延到北部和托斯卡纳，并继续在 1656-1657 年影响了半岛中部和南部，其死亡率为 30% 至 40%，几乎接近黑死病被估计的 50% 左右（Alfani, 2013）。但是在这种情况下，不平等程度的下降是极其有限的：在图 1 所示的总体趋势中，它是完全看不见的，即使当我们观察局部动态时，根据现有的历史记录，它几乎也无法被检测到。这可能是由于后一种疫情开始时所采用的体制框架非常不同。尤其是在黑死病之后的几个世纪中，当人们清楚地知道瘟疫仍将是一种经常性的祸害时，最富有的家庭开始通过使用诸如公证会这样的机构来保护其遗产不会被进行不必要的分割。这断绝了使疫情成为减少财富不平等的主要机制之一的可能性。

但是还有更多案例。在 17 世纪的疫情之后，无论是在意大利还是在其他严重受影响的欧洲地区（例如西班牙），我们都看不到实际工资上涨的踪迹。如果将这一时期与黑死病时期进行比较，趋势的差异就会非常明显，如图 2 所示。特别地，图 B 指出了意大利北部米兰的情况，在那里 1630 年瘟疫造成 46% 的人口死亡，以及西班牙东部的瓦伦西亚（1647-1648 疫情造成的总死亡率超过 30%）。

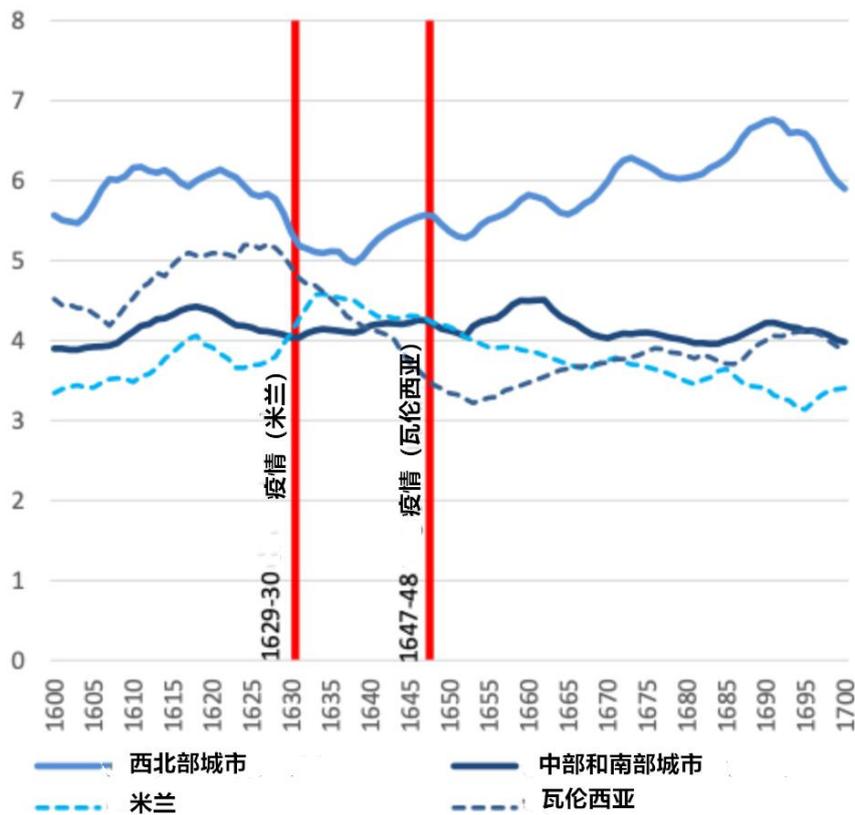
非熟练工人的当地实际工资的时间序列没有显示出任何增加的趋势，这证实了这些疫情无法造成黑死病一般的水平。

图 2 欧洲城市中非熟练工人的实际工资，1300-1400 和 1600-1700（以银克为单位）

A) 实际工资与黑死病



B) 实际工资与 17 世纪疫情



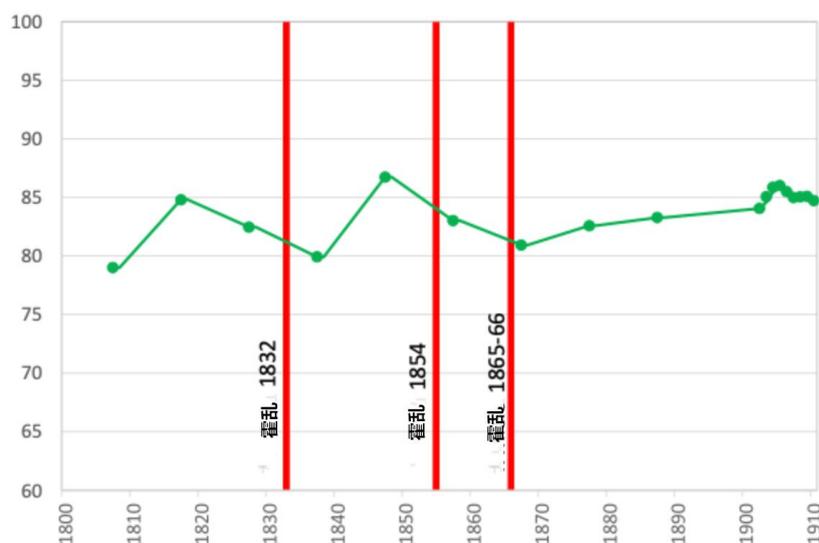
数据来源: Alfani (2020b), 基于 Fochesato (2018) 的数据。

14 世纪黑死病和 17 世纪瘟疫的长期结果表明，就不平等而言，在总结与特定事件有关的历史证据时，需要谨慎行事——即使是同一病原体 and 具有相似病原体的疫情也没有必然相同的经济影响。而当比较由不同病原体引发的疫情时，事情变得更加复杂。尽管如此，至少对于那些对财富不平等趋势进行了充分研究的国家（如法国）而言，我们可以瞥见 19 世纪全球主要的威胁霍乱的某些可能的再分配后果（Piketty 等 2006, 2014; Piketty 2014）。

霍乱是 19 世纪的新疾病。直到 19 世纪初，疫情似乎仅限于印度，但是从 1810 年代末开始，它开始向全球蔓延，在一个多世纪的时间里造成了六次疫情，年份分别为 1817-1824、1829-1837、1840-1860、1863-1875、1881-1896 和 1899-1923。西方国家幸免于第一次疫情，但在所有其他阶段都受到了不同程度的影响（Bourdelaïs 1987, Kohn 2007）。在欧洲，第二、三、四次疫情的后果尤其严重。法国受到的打击严重，尤其是在 1832 年（102,000 名受害者）和 1853-1854 年（143,000 名受害者）。如果我们看一下财富不平等的变化趋势（图 3），可以看出这两次暴发都与不平等程度下降的阶段相对应。

我们必须非常保守地解释这些数据，因为从 1807 年开始的大部分时间里，我们每十年只观察了一次。但是，它们的确使我们能够强调另一种可能的机制：消除穷人。而通过这种机制，过去的大规模疫情可能具有降低不平等程度的作用。不健康和拥挤的生活条件助长了霍乱的蔓延，霍乱对最贫困群体的影响要比所有其他阶层严重得多，尤其是在城市，因此它往往会减少分布的下半部分，这将导致即使没有其他分配效应，疫情也可以减少不平等现象（Alfani 2020b）。

图 3 1800-1910 年法国的财富不平等与霍乱疫情（最富有 10% 占有的份额）



数据来源：Alfani (2020b)，基于 WID (世界财富和收入数据库) 的数据。

总之，霍乱和鼠疫的病例使我们能够强调一个重要的观点：除初始条件外，总体死亡率和死亡率的结构在决定疫情的财富再分配影响方面也起着至关重要的作用。17 世纪的瘟疫虽然对以基尼系数或最富有者的财富份额衡量的总体不平等影响有限，但仍然能够使贫困的发生率有所降低，但这仅仅是因为他们倾向于消灭了穷人，而霍乱也是如此 (Alfani 2020b)。中世纪的黑死病对劳动力市场产生了重大影响，但这是因为它导致了很高的死亡率。在其他事件中，例如 1918-1819 年的西班牙流感，可能会招致大量受害者，但死亡率要低得多（在西班牙流感中，死亡率为 0.25-0.5%：Johnson and Mueller 2002），诸如劳动力紧缩等因素无法以相同的机制运作，其分配结果容易被其他因素所抵消。

这与我们对新冠可能的具有财富分布效应的理解有关，从疫情学的角度来看，相比于黑死病，新冠与西班牙流感更为相似。尽管对西班牙流感不平等影响的研究仍然很少，但仍有一些证据表明，它导致了收入不平等的加剧，如在意大利 (Galletta 和 Giommoni, 2020)。其主要原因是相关的疫情导致了失业和收入增加的损失，特别是对最贫穷人口和经济上较脆弱的人口而言。的确，一项对瑞典的研究估计，西班牙流感每造成一次死亡，都有四个新的穷人不得不在贫民窟寻求公共帮助 (Karlsson 等, 2014)。同样在新冠的案例中，人们不仅对疫情本身造成的失业（例如，受感染的人或因长期健康欠佳而遭受失业的人），也对由于全球范围内采用的限制政策（如各种封锁）而失业的人表示了极大的关注 (OECD 2020)。

过去七个世纪的历史经验似乎表明，在这次疫情后，导致不平等和贫困加剧的机制将占上风。从某种角度看，这是个好消息，因为它表明新冠造成的最终死亡率将比与黑死病类似疫情的死亡率低几个数量级。但是从另一个角度来看，这意味着全世界的政府都需要做好准备来管理并预防似乎会紧随当前健康危机之后出现的社会危机。

本文原题为“Pandemics and Inequality: A Historical Overview”。本文作者 Guido Alfani 是博科尼大学经济史教授。本文于 2020 年 10 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

商业破产的前景展望

Ryan Banerjee, Giulio Cornelli and Egon Zakrajšek / 文 张子莹/编译

导读: 迄今为止我们一直在通过经济增速和股票市场的前瞻性指标来判断发达经济体企业的破产风险, 据研究, 到 2021 年底, 破产企业数量将会显著上升。另外, 我们认为本轮企业破产风险的上升主要原因是经济增速的放缓, 股市前瞻性指标的贡献则很小。新冠疫情的全球蔓延和政府对企业的前所未有的支持使得金融市场的风险指标所预示的破产风险, 和经济增速放缓背后所隐含的破产风险之间形成了巨大分歧。编译如下:

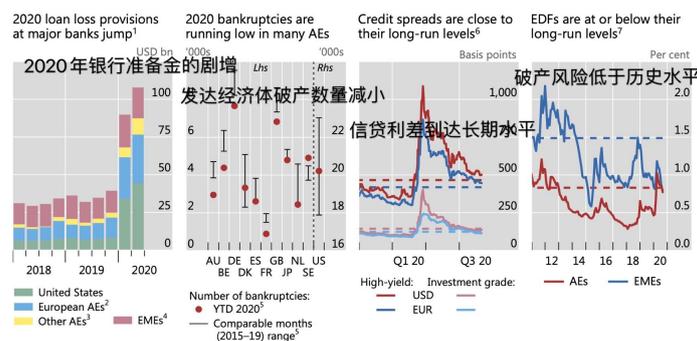
此前, 我们从未经历过像 Covid-19 这样的, 对全球商业带来如此巨大冲击的事件。在全球大多数国家, 防止疫情蔓延而实施的锁国政策导致了 2020 年第二季度实际 GDP 出现了历史性的收缩。尽管全球经济正在逐渐走出这个困境, 但前景极不明朗, 许多企业濒临破产。我们发现在经济活动空前萎缩之后, 许多经济体 2020 年上半年的破产率其实较低。此外, 金融市场对企业违约的定价要比实际经济活动的预期更为乐观。

从历史上看, 实际 GDP 和预期违约频率 (EDF) 都是发达经济体企业破产的重要判断基准。根据这两项指标, 发达经济体的企业破产预计将在 2020 年增加 19-55%, 然后在 2021 年随着实际 GDP 的反弹而回落。总的来说, 到 2021 年, 我们的发达经济体样本中的企业破产数量预计将增长约 20%。

值得注意的是, 与过去的经济衰退不同, 2020-2021 年期间, 几乎所有企业破产的风险变化都是由于预期 GDP 的下调而回落的。相比之下, 基于股市的违约指标贡献很小。这表明, 在 Covid-19 冲击之后, 实体经济的预期与市场的企业违约风险指标之间出现了明显的脱节。

2020 上半年, 为应对经济的增速减缓而导致的企业破产、银行开始大幅增加准备金, 以防信贷质量恶化。但实际上, 许多经济体在 2020 年上半年登记的企业破产数量是远少于过去五年中的任何一年的。诚然, 受疫情的影响可能企业申请破产的程序被迫中断了, 所以才使得实际记录的破产企业数出现减少。例如, 瑞典的封锁措施就不是很严格, 与近年来相比, 该国 2020 年的破产率很高。

图 1 实际企业破产情况似乎与银行拨备不一致

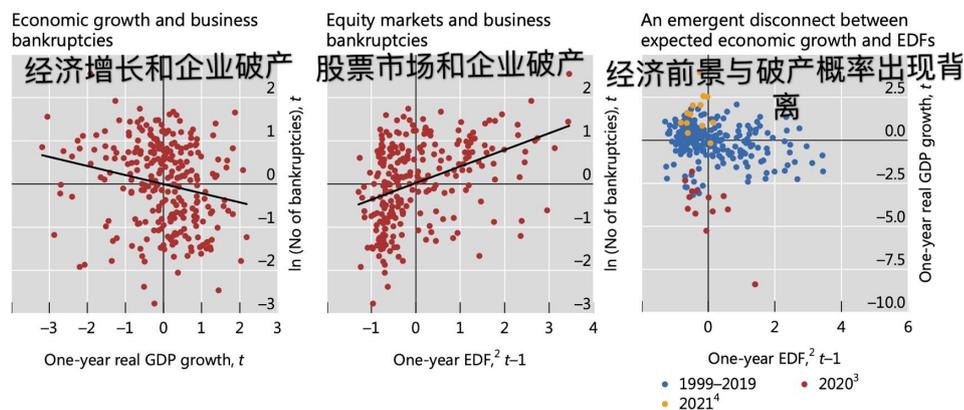


此外，尽管经济活动出现了前所未有的萎缩，但金融资产价格表明，投资者并不怎么担心企业会违约。企业债券息差在3月份因避险情绪达到峰值后，现已回落至长期的水平。股市的破产风险指标表现也较为健康，在发达国家，破产风险在疫情早期阶段急剧增加后，但已经回落到历史标准，而在新兴市场，这一指标甚至远低于长期水平。

预测企业破产

从历史上看，经济活动和股市前瞻性违约指标都能够预测企业破产。在经济低迷时期，破产与经济活动之间的关系是明确的。随着收入的下降，企业降低成本，并偿还现有债务。从数据来看，当实际GDP增长率较低时，企业破产率在几年内都比较高。

图2 历史上，经济活动以及股市前瞻性违约指标能够预测企业破产



金融市场也对企业信贷质量有所反应，有关潜在违约的信息被储存在当前资产价格中。尤其是那些收益对违约率特别敏感的资产，比如股票，当公司债务违约时，这些资产通常会一夜之间一文不值。

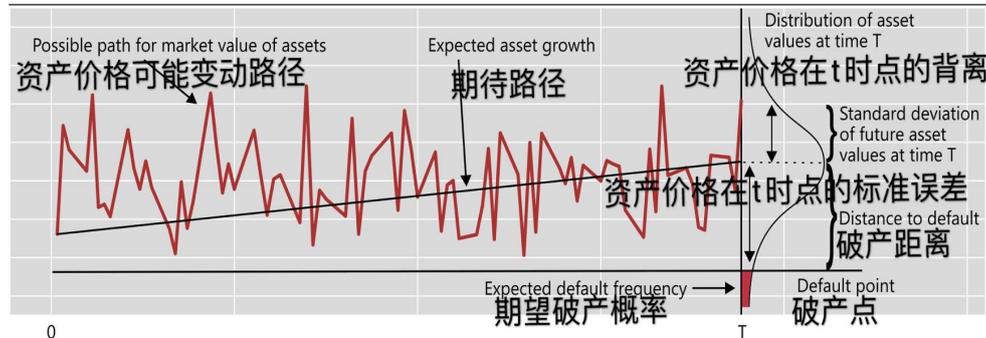
另一种广泛使用的市场风险指标是预期违约率 (EDFs)，根据信用风险理论，公司在未来的违约概率由三个主要因素决定：公司资产的市值；资产的波动性；公司总债务的账面价值，即所谓的违约点。

这些因素被组合成违约风险的度量，称为违约距离，在模型中我们可以将其转化为违约概率，即预期违约概率。因此，这一指标其实在衡量公司的市场价值低于其总债务账面价值的概率。例如，对于资产估值低、资产波动性大和债务较高的公司，预期违约概率会更高。

要计算预期违约概率，必须估计公司资产的市场价值和资产的波动性这两个不能直接观测到的变量。假设公司的资产是可交易的，公司股本的市场价值可以看作是对其资产的看涨期权，执行价格等于公司总债务的当前账面价值。利用这一观点，穆迪从 Black-Scholes-Merton 期权定价模型中剔除了市场价值和资产波动性。然而，在评估企业信用风险时，穆迪并未使用隐含预期违约概率模型。

相反，他利用了实际企业违约的历史分布，来将模型的隐含违约距离转换为特定期限内的预期违约概率。

图 3 基于穆迪模型的企业违约风险图



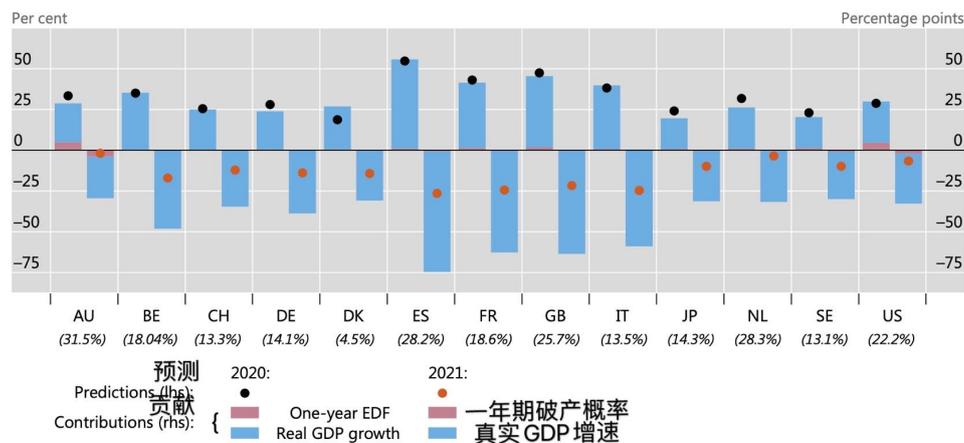
数据来源：Crosbie and Bohn (2003).

从结论上看，这些一年期的 EDF 确实预测了下一年的企业破产。然而，最近这一指标与经济活动之间出现了一个显著的分歧。特别是，大流行初期的一年期违约概率与实际国内生产总值的预期增长明显相悖，并远远低于历史预测。而且最新数据显示，一年期预期违约概率和 2021 年 GDP 预测也出现了类似的分歧。

新冠疫情下的企业破产

为了研究 Covid-19 冲击对发达国家企业破产的影响，我们估计了 1999-2019 年间企业破产、经济活动和 EDF 之间的关系，并发现，新冠疫情极大地推高了发达国家在 2020 年的企业破产数：增幅从 19% 到近 55%，平均增幅为 33%。到 2021 年，企业破产数量预计将平均增长约 20%，约为 2007 年至 2009 年期间企业破产平均增长率的 45%。更重要的是，杠杆率高的大型公司一旦违约，可能会给债权人带来巨大的财务损失，这种模式在英国和美国已经不罕见了。

图 4 企业破产的预期变化



与之前不同，这些预测几乎完全由经济活动的驱动。将破产的预测变化分解为 GDP 和 EDF 的预测贡献，可以发现前者几乎解释了 2020 年和 2021 年企业

破产的所有变化。相比之下，在大多数发达国家中，EDF 的贡献微不足道，这在很大程度上反映了股票市场的过热。

不同违约前景的驱动因素和政策含义

Covid-19 危机的罕见行导致了政府对商业部门前所未有的政策支持，这很可能是股票市场的违约风险指标与经济活动预期出现分歧的关键因素。这些政策措施包括高度宽松的货币政策、直接贷款和对私营部门的公共担保。此外，一些政府已经宣布采取财政措施，通过临时失业计划、工资支付或税收减免来增加企业的现金流。一些司法管辖区甚至临时修改了破产法，以抑制企业破产激增。

投资者的乐观情绪也反应了这一预期，由于政府迅速采取了有力的货币和财政政策，Covid-19 的冲击将是短暂的，商业部门将基本上安然无恙地度过这场风暴。但也有比较苛刻的投资者认为，债务人在自己的偿付能力出现问题之前既然能够发行债权，就应该能对这一债务负责。

投资者观点的分歧给决策者带来了一个艰难的权衡。一方面，为缓解企业经营情况而出台的政策支持是不可能长期持续的，不断增加对僵尸企业的信贷反而会抑制经济增长，延迟复苏。对债务的重组也可能给债权人和投资者带来损失，更高的债务还会进一步干扰经济的复苏，威胁金融稳定。另一方面，如果企业无法获得足够的外部融资来填补短期流动性缺口，过度激进地取消这些支持计划可能会使经济复苏戛然而止。如果 Covid-19 危机真的十分短暂，在经济全面复苏之前撤回政策支持，企业将面临资金突然停止的风险，这可能导致违约激增，使金融业蒙受损失，降低银行承担风险的意愿。美联储 7 月官员调查显示，相当一部分美国银行在第二季度收紧了商业贷款的信贷标准。欧央行第二季度调查也显示，银行预计在第三季度收紧企业信贷标准，据推测，这是银行在应对欧元区国家商业贷款担保计划的结束。

面对大量优惠贷款的到期，中央银行可以通过间隔期限和设定价格来减轻这种“悬崖效应”。正如我们在 2007 年次贷危机期间所看到的，违约率的突然飙升可能会引发大范围金融状况的急剧收紧，从而抑制经济活动，导致资产贬值，引发更多违约。尽管目前情况下对企业破产的预测存在不确定性，但鉴于在此前金融危机期间的经验教训，如何防止企业破产、金融状况和实体经济之间的恶性循环，对决策者来说应该是一个头等重要的问题。

本文原题为“The Outlook for Business Bankruptcies”。本文作者 Ryan Banerjee 是国际清算银行高级经济学家、Giulio Cornelli 是国际清算银行高级分析师 Egon Zakrajšek 是国际清算银行咨询师。本文于 2020 年 10 月刊于 BIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

大流行下的主权债务减免：来自 1980s 的经验

Edwin M. Truman/ 史明睿/编译

导读：冠状病毒大流行可能导致债务危机。20 世纪 80 年代债务危机促使借款国寻求债务减免，债务减免的实现需要借款国、借款国的外国债权人、债权人所在国当局和国际机构达成共识，而达成共识需要大量时间。此外，由于每个国家的经济、金融条件不同，债务减免无法形成范本，只能一事一议。本文还介绍了 20 世纪 80 年代实现债务减免的三种方式。编译如下：

冠状病毒大流行和前所未有的全球衰退引发了人们对债务危机的担忧。如果出现债务危机，就需要国际金融机构进行大规模干预，同时也需要私人 and 官方债权人进行债务重组。2020 年 3 月底，国际货币基金组织 (IMF) 估计新兴市场和发展中国家的外部融资总需求为 2.5 万亿美元。超过 100 个成员国向国际货币基金组织寻求援助。截至 9 月初，超过 30 个成员国都在研究能够获得国际货币基金组织支持的金融、经济调整方案。今年 3 月，世界银行集团总裁大卫·马尔帕斯 (David Malpass) 和国际货币基金组织总裁克里斯塔利娜·格奥尔基耶娃

(Kristalina Georgieva) 呼吁低收入国家到 2020 年底前暂停向官方债权人偿还债务。20 国集团 (G20) 部长们于 4 月 15 日认同了他们的呼吁，并提议对私人债权人债务给予同样的待遇。

许多外部观察家呼吁采取更紧急的行动，例如更快速地安排债务减免。博尔顿等人 (2020 年)，盖尔本、哈根和马扎雷 (2020 年)，格尔本 (2020 年) 呼吁至少到 2021 年底，不仅应该允许低收入国家暂缓偿还债务，也应该允许中等收入国家享受同样待遇。艾肯格林 (2020 年)、斯蒂格利茨和拉希德 (2020 年)、国际货币基金组织第一副总经理冈本 (Geoffrey Okamoto)、世界银行行长马尔帕斯等人，都援引 20 世纪 80 年代债务危机作为警示，认为在处置存量外债方面不必要的拖延，将使这些陷入债务困境的国家面临更严重的经济衰退。

那么，20 世纪 80 年代的经历教会了我们关于应对当下危机的哪些问题？答案比部分人的观点更复杂。从 1982 年 8 月墨西哥危机爆发的那个周末开始，到 1989 年 3 月美国财政部长尼古拉斯·布雷迪宣布了一项促进减少国际银行债务储备的计划，花了将近 7 年的时间。但是，延迟的原因很有启发性。理解这些原因可以帮助政策制定者了解即将来临的债务危机的微妙之处。

基于我以往的经验，今天主要提出两方面问题：

- 开始减免债务需要四个集团达成广泛共识：借款国、借款国的外国债权人、债权人所在国当局和国际机构。而达成共识需要时间。

- 由于每个国家的政治和经济情况不同，经协商后达成一致的债务框架只能当做个案，无法在不同国家间进行简单的复制，也无法让所有借款人采取统一做法。任何框架都不会自我实现。虽然呼吁迅速采取行动是可以理解的，但采取一刀切的办法是不可能的。

除了国际货币基金组织-世界银行暂停低收入国家偿债倡议（DSSI）之外，目前对于如何解决各国与大流行病有关的债务问题没有达成共识，该倡议目前只为2020年的债务余额提供暂时的流动性减免。根据20世纪80年代的经验，2022年之前不会减少各国的外债本金。

任何可行的框架的实现都需要满足借款国未来的经济状况恶化的条件，并且要求借款国向它们的主要债权人提出实质性的债务减免请求。救济请求必须得到金融诱因的支持，金融诱因最有可能来自IMF、其他国际金融机构和其他主要国家，主要体现在评级下调。评级下调会减少未来进入借款国的资金，也可能会提高未来进入借款国资金的成本。只有在借款国当局得出结论，认为目前减债带来的好处大于今后可能付出的代价，减债框架才可能达成。借款国一旦决定减债，减债规模必须足够大，使借款国能确认承担起剩余的债务。在这一背景下，多数国家执行债务减免框架的工作会持续多年。

背景

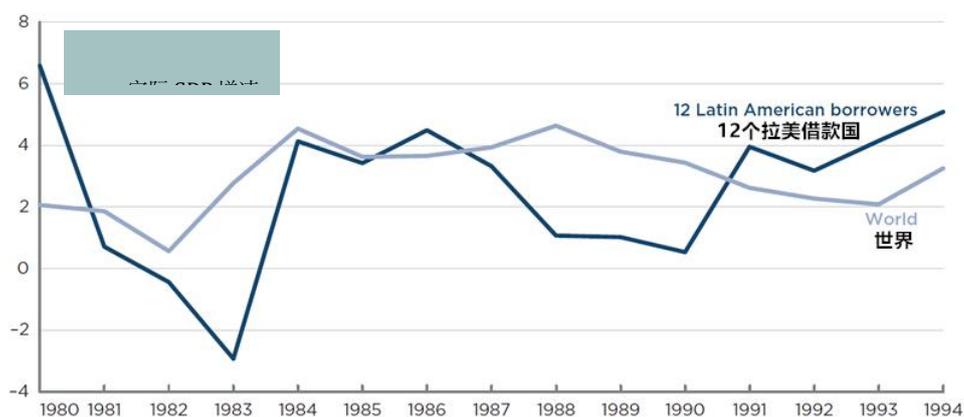
表1呈现了17个发展中国家的主要借款国的外债总额和国际银行债权数据，以及20世纪80年代每个国家首次接受国际货币基金组织债务减免方案当年的情况。报告显示，1981年17国中12个拉丁美洲国家的经济增长率在1982年为负数，1983年低于1982年。经过连续两年全球增速递减后，1982年全球经济增速微乎其微。当前世界经济增长前景比1982年更糟，无论是在发达国家还是非发达国家，都存在很高的不确定性。

表1 1982-1993年外债总额、国际银行债权、布雷迪债券和17个重债国的第一个IMF债务减免计划发行日期

国家	首次 IMF计 划	外债总额 (10 亿美元)				国际银行债权 (10 亿美元)				布雷迪债券 公布
		1982	1985	1989	1993	1982	1985	1989	1993	
阿根廷	1983	43.6	50.9	65.3	74.5	22.2	29	32.4	30.4	1993
玻利维亚	1986	3.3	4.8	4.1	4.2	0.7	0.6	0.3	0.4	
巴西	1983	93	106. 1	111. 4	132. 7	56.1	76.9	70.8	69	1994

智利	1983	17.3	20.4	18	20.6	10.4	14.3	9.1	10	None
哥伦比亚	1985	10.3	14.2	16.9	17.2	5.5	6.5	6.6	7.6	None
哥斯达黎加	1982	3.6	4.4	4.6	3.9	0.7	0.8	1.1	1.2	1990
科特迪瓦	1981	8.9	9.6	14.1	19.1	2.9	2.9	3.3	2.2	1998
厄瓜多尔	1983	7.7	8.7	11.3	14.1	4.1	5.2	4.6	3.2	1995
牙买加	1981	2.8	4.1	4.6	4.3	0.5	0.7	0.7	0.5	None
墨西哥	1983	86.1	96.9	93.8	118	59.03	74.5	70.1	69	1990
摩洛哥	1982	12.5	16.5	21.6	21.4	3.6	4.8	5.2	5	Noned
尼日利亚	1987	13	19.6	32	32.5	7	9.1	7.4	4.1	1992
秘鲁	1982	10.7	12.9	18.6	20.3	5.2	5.6	4.1	3.2	1997
菲律宾	1983	24.4	26.6	28.7	35.3	8.3	13.4	9.6	6.6	1992
乌拉圭	1985	2.6	3.9	5.2	7.3	1.2	2	2	2.7	1991
委内瑞拉	1989	32.2	35.3	32.4	37.5	22.7	25.8	24.1	17.4	1991
南斯拉夫	1981	19.9	22.5	19.1	11.3e	9.3	10.5	7.5	3.9	None
总计		392.1	457.3	501.7	574.3	219.4	282.6	259.1	236.3	

图 1 1980-94 实际 GDP 年均增速



数据来源：作者的计算基于国际货币基金组织的数据，世界经济展望数据库，2020年4月。

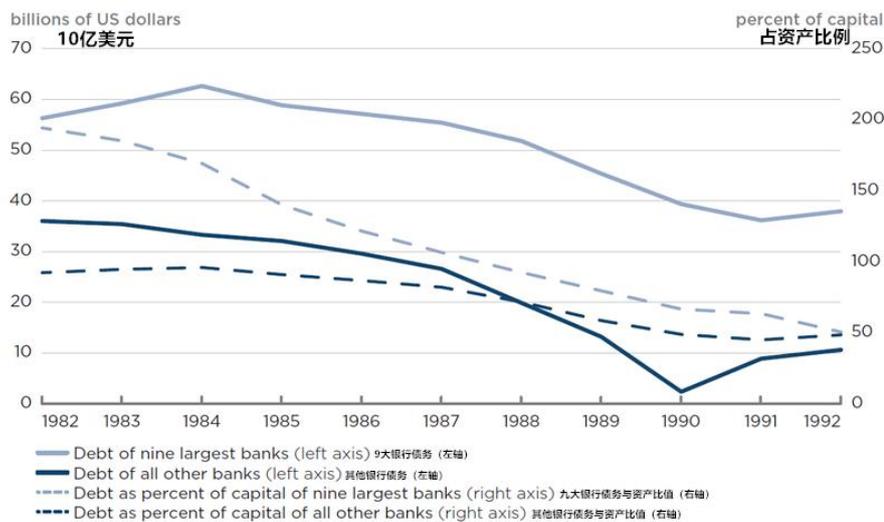
注：GDP数据为购买力平价（PPP）加权数据。

1982年，美国消费者价格指数为6.1%，但正处于下降区间。1980年和1981年，12个拉丁美洲借款国中的11个国家平均通货膨胀率超过35%，1982年超过

45%，1983 年超过 75%。借款国严重依赖昂贵的净资本流入。直到 1985 年，美国黄金利率一直保持在两位数。1980 年，12 个拉丁美洲国家中 10 个国家的经常账户平均赤字占国内生产总值的 5.0%，1981 年达到 8.9%，1982 年为 7.3%。

在本次冠状病毒大流行冲击之前，许多新兴市场和发展中国家的外债头寸存在问题。世界银行（Kose 等人，2020 年）一项关于全球债务浪潮的研究侧重于 2008 年全球金融危机后开始的第四波债务浪潮。国内政府债务和私人部门国际债务在债务总额中所占比重，大于 20 世纪 70 年代、90 年代和 21 世纪初的 10 年。

图 2 1982-92 美国银行对 17 个重债国家的风险敞口



数据来源：作者基于 Cline 的计算（1995 年，表 2.10 和 2.11）。

然而，发达国家银行系统状况良好。图 2 显示了 20 世纪 80 年代 9 家美国最大银行和所有其他美国银行对 17 个主要借款国风险敞口的演变。1982 年底，这 9 家银行的放出的债务总额占其资本的 194%。相比之下，2020 年 3 月，美国七大银行在所有非发达国家的风险敞口相当于银行总资本的 83%，美国所有其他银行在不发达国家的风险敞口占其银行资本的 23%（美国联邦金融机构检查委员会，FFIEC 2020）。

与 1982 年相比，IMF 在 2020 年的资金实力也更好。时至今日，IMF 拥有大约 1.4 万亿美元资金。1982 年，IMF 拥有资金额约为 800 亿美元。1983 年，IMF 拥有资金提高到 1300 亿美元。

当前国际贸易总额比 1982 年高出 10 倍。世界国内生产总值（以购买力平价计算）比当时高出约 8 倍（IMF，2020 年）。在 1982 年 8 月的墨西哥债务减免的那个周末之前，国际货币基金组织已经在积极放贷（表 1）。2020 年 3 月，国际货币基金组织对 21 个成员国（其中阿根廷、哥伦比亚、厄瓜多尔、墨西哥和

摩洛哥 5 国位列 20 世纪 80 年代 17 个主要借款国之中) 的既有借款承诺为 1550 亿美元。

20 世纪 80 年代的债务减免

20 世纪 80 年代拉丁美洲危机分为三个阶段:

- 协调贷款阶段 (1982 年 8 月至 1985 年 10 月) 。
- 贝克计划阶段 (从 1985 年汉城国际货币基金组织/世界银行年会开幕到 1989 年 3 月) 。
- 布雷迪计划阶段 (从 1989 年 3 月美国财政部长布雷迪宣布其债务削减计划开始, 一直持续到 1990 年代中期) 。

广义的债务减免决定是每个阶段的核心。在第一阶段, 归属于国际银行的债务被重新安排, 即刻对借款国现金流产生了减负作用。然而, 由于提高了利息, 这种方法使债务的总现值增加。此外, 在协调贷款阶段, 银行必须向主要借款人提供与其现有风险敞口成正比的新贷款, 这是货币基金组织批准国家债务方案的一个条件。在危机第一阶段的后半部分和第二阶段, 就围绕贷款重新安排协议谈判了多年。第一次谈判是墨西哥于 1984 年 9 月举行的, 涉及到债务期限延长、利率降低以及适度降低因债务减免协议导致的债务现值上升。

在第二阶段, 借款国采用了一系列金融技术, 例如以低于面值回购、以贴现置换债务, 从而减少了债务存量。

在第三阶段, 银行债权人的选择中增加了两项: (a) 以接近市场利率 (平价债券) 的价格将已注销债务本金证券化; (b) 在与选项 (a) 的现值相同的情况下, 降低证券化债务本金的利息, 使资本证券化利率大大低于市场利率 (贴现债券)。这些“布雷迪债券”通常以 30 年期美国国债零息债券作为背书, 部分利息由托管基金担保。在这一阶段, 银行还有第三个选择: 继续提供新货币。

虽然一些评论员, 其中尤以彼得·凯宁 (Peter Kenen) 为代表, 呼吁在危机早期采取集体行动, 减少债务存量, 但主要当事方对这种做法没有兴趣。

借款国对未来可能对本国获得银行融资产生不利影响的方案持谨慎态度, 因为它们预计国家可以尽快从债务危机中恢复。1982 年 12 月, 巴西临时经济部长 Carlos Viacava 告诉美国当局, 巴西有望在一年内重新进入金融市场。

国际商业银行反对减少主要借款人的债权本金, 因为它们担心这种减免会蔓延到其他借款国, 从而大大侵蚀商业银行有限的资本 (见图 2)。商业银行所在国政府和 IMF 也存在同样的顾虑。出于对可能危害全球银行体系稳定性的担忧, 政府当局和 IMF 不会考虑立即减少债务本金。为避免这种风险所采取的方法是隐性的。这种对金融稳定的共同担忧有助于说服主要债权国央行在它们政府的支持下, 为几个主要借款国建立短期抵押贷款。

最初应对债务的战略是基于这样一种观点，即借款国面临流动性危机，而宏观经济失衡又加剧了这种危机。通过适当的调整政策，借款国将恢复增长，重新获得进入国际金融市场的机会。分析家，包括一些后来批评债务战略的分析师，支持这种做法，并指出全球增长的复苏（见图 1）有助于借款人摆脱危机（Cline 1983, Cooper 等人，1983 年）。

然而，自发性融资没有返回受影响国家。1983 年，世界银行对拉丁美洲的一致贷款为 133 亿美元，1984 年为 155 亿美元，但自发性融资，即所谓的自发性贷款，从 1983 年的 19 亿美元下降至 1984 年的 6 亿美元（IMF, 1990 年）。

这些变化激发了贝克计划。贝克计划强调结构性改革（例如，外国投资制度自由化和私有化），而非财政调整。贝克计划为商业银行设定了一个目标，使商业银行在未来三年内向已确定加入该计划的 17 个国家提供 200 亿美元的贷款，并呼吁世界银行和美洲开发银行在同一时期对这些国家增加 100 亿美元的贷款。

1985 年末，贝克计划的四种主要当事方没有一个支持减少债务存量。1986 年 6 月，杰弗里·萨克斯（1986 年）支持第一阶段协调贷款的办法，他认为早先关于经济恢复和自发性贷款的乐观态度是没有道理的。他主张采取新的做法，大幅度削减一些国家的债务存量。

1987 年 1 月，米歇尔·坎德苏斯（Michel Camdessus）接替雅克·德·拉罗西尔（Jacques de Larosiere）担任国际货币基金组织总裁。拉罗西尔在离开时表示，需要改变关于银行债权的策略。

尽管工作人员意见不一（Boughton, 2001 年）。Michael Dooley（1986 年）也支持最初的债务战略，他写道，超过其当前二级市场价值的外债总量，抑制了国内外投资，因此抑制了经济增长（另见 Dooley 1989 年）。尽管他的论点的实证基础薄弱（Cline 1995），但他的论文很有影响力。

到 1987 年，由于贝克计划显然无法实现其目标，并且主要银行的资本状况出现改善（见图 2），官方部门的分析师开始考虑减少债务存量。联邦储备委员会分析了第三阶段（b）选项涉及的救济方式，即采用低于市场利率的债务本金证券化。除此之外，我们还积极审议了 C 计划，该计划将借鉴国际货币基金组织章程第八条第（2）b 款，IMF 建立机制允许对各国债务支付实行控制，以支持因债务问题需要对现有银行债权人释放必要杠杆（包括债务减免做法）的成员国。

二级市场的债券销售增加了，因为银行增加了准备金，并在账簿和提交给监管机构的报告中单方面减记债权价值。一些小规模的举措有效地减少了一些国家债务的本金。1987 年，墨西哥在没有官方部门反对的情况下，提出将其债务面值高达 200 亿美元的债务兑换为以 20 年期美元零息债券为背书的可上市债券。

银行对此要约的反应令人失望，最终只获得 37 亿美元的金額，折扣为 30%，而预期为 50%的折扣 (Boughton 2001)。1988 年初，玻利维亚以 11 美分的价格，回购了约三分之一的银行债务。

与此同时，美国也提出了系统性削减债务的建议。参议员比尔·布拉德利 (Bill Bradley, 1986 年) 和众议员约翰·拉法尔斯 (John LaFalce, 1987 年) 的计划，部分原因是借款国经济增长缓慢损害了美国的出口。

日本财务大臣宫泽一 (Kiichi Miyazawa) 于 1987 年 6 月向七国集团提议，在借款机构财政援助和降低利率前提下，将一种“退出债券”列入选择清单，由借款国购买的零息债券担保债务本金。1988 年 9 月在柏林举行的 IMF 年会上，接替贝克的美国财政部长布雷迪表示“对这种貌似符合债务战略基本原则，但实际只产生于幻想的建议表示怀疑……它会招致债权国纳税人的政治反对” (IMF, 1988 年, 第 46 页)。他特别批评任何利用国际机构或政府资金为减债和银行纾困进行融资的行为。由于 1988 年是美国总统大选年，美国政府希望远离可能出现的利用官方资金为国内借款人 (如农民和地方政府) 免除债务融资的呼声。

美国大选后，建立一种成体系的方法降低银行对借款国债权的票面价值，为布雷迪计划奠定了基础。布雷迪部长 1989 年 3 月 10 日宣布的计划包含四个关键要素：

- IMF 和世界银行的一部分贷款将用于为以美国国债零息债券和部分利息担保为新债务偿还工具的本金提供担保。
- 国际货币基金组织和世界银行的贷款也将用于帮助各国以折扣价回购债务。
- 商业银行应放弃协议中的分享和负抵押承诺条款，允许个人减债业务。
- IMF 应修改其在拖欠银行债权人款项时不向成员贷款的政策，以减少银行在与借款人谈判中的杠杆作用。

布雷迪计划没有立即得到执行。借债国与银行债权人的谈判持续了几个月。1989 年，债权人与哥斯达黎加、菲律宾、墨西哥和委内瑞拉签署了原则协定。然而，墨西哥直到 1990 年 1 月才发行首批布雷迪债券。贝克计划的 17 个受益者中，只有 9 个在签署后五年内完成了布雷迪一揽子计划——1990 年 (哥斯达黎加和墨西哥)、1991 年 (乌拉圭和委内瑞拉) 和 1992 年 (尼日利亚和菲律宾)，1993 年各完成 1 个 (阿根廷)、1994 年 (巴西) 和 1995 年 (厄瓜多尔) (见表 1)。

只有当四个主要关联方就降低借款国的国际银行债权的本金价值达成共识时，这个债务计划才有可能真正被接受。借款国开始努力减少债务存量，墨西哥再次领跑。国际银行债权人的资产负债表已经加强，许多债权人急于将其在借款

国的风险敞口抛诸脑后。关键的国际机构国际货币基金组织（IMF）已经修改了自己的想法。最终，美国接受了存量债务的削减。

推迟将债务存量削减纳入债务计划的后果如何？如果国际货币基金组织（IMF）的观点和日本（最重要的是美国）立场的转变到来得更早，债务减免可能会发生在 1986 年，也可能发生在 1987 年。然而，作者对提前两年推出布雷迪计划或类似计划是否会对 1988 年和 1989 年借款国的经济增长产生重大影响持怀疑态度，因为实施布雷迪一揽子计划的推迟原因与借款国未能履行对 IMF 的相关政策承诺有关。

20 世纪 80 年代的教训

大量主权债务减免需要四个集团达成共识：借款国、其外国债权人、这些债权人所在地的国家以及国际金融机构（主要是 IMF）。在没有破产机制的情况下，四方必须协调解决问题。四方的共识不一定完备，但必须主要从借款国开始，并得到重要债权国和机构的政治支持。

债务偿还暂停倡议（DSSI）对冠状病毒大流行的反应说明了这一教训的相关性。迄今为止，没有借款国站出来要求暂停偿还私人债权人债务。原因之一是国家领导人的声誉可能受到损害。但更主要的损害是，评级机构可能会下调该国债券评级，使该国加速失去市场资金或延长该国获得市场资金的时间。为了寻求暂时中止向外国私人债权人偿还债务，借款国必须得出结论，即这种债务重组符合借款国中期利益。相反，如果借款国决定强硬应对，当债务海啸来袭，借款国经济和财政的损失将大于之前选择重组。做出选择并不容易。

支持减少债务存量的人还必须认识到，如今的借款国拥有比 20 世纪 80 年代更为多样化的危机策略。博尔顿等人（2020 年）将墨西哥作为 DSSI 的潜在受益者。然而，重组对私人债权人的债务并不符合墨西哥的债务策略。在全球金融危机中，墨西哥寻求并获得了货币基金组织的灵活信贷额度承诺。在 1990 年代末的亚洲金融危机之后，几个主要的新兴市场和发展中国家的战略是建立国际储备的缓冲。

同样与此相关的问题是，今天有更多国家承担着大量债务。因此，一旦商定了一个债务框架，就需要时间来充分执行它。

在 20 世纪 80 年代，每个主要借款国都有一个银行咨询委员会，委员会的银行代表往往存在重叠。随着时间的推移，许多此类委员会的成员重叠促进了债权人之间的达成共识。代表们必须在各自机构的财政利益与为各方利益管理危机的需要之间取得平衡。七年后，他们在达成共识方面变得更有效率。如今，随着放贷人的增多，领导力变得更加复杂。国际金融协会在 2012 年希腊债务重组中发

挥了协调作用。希腊债务重组时被要求将私人债权人纳入 IMF-世界银行债务暂停协议 (DSSI) 内, 该问题第二次谈判就取得了成功。

今天的一个挑战是, 国际银行不再如 20 世纪 80 年代时那样, 是外债领域的主要参与者, 2018 年, 它们只占新兴市场商业债务的 4%。然而, 银行是低收入国家的重要贷款人, 协调银行贷款的机制已经过时 (Liu, Savastano, and Zettelmeyer, 2020 年)。主权国家也不再是国家中对外借款的唯一实体。

IMF 和其他国际金融机构在 1980 年代发挥了重要作用, 并将在未来的危机中发挥作用, 但它们的作用仅限于敦促其成员国采取行动, 并在成员国提出倡议时作出反应。

一旦达成共识, IMF 和多边开发银行就需要充足的资金来支持各种倡议。1982 年和 2007 年全球金融危机爆发时, IMF 的资金起初是不足的。在这两种情况下, 它的资金资源最终都积累了起来。IMF 目前的财务状况要好得多, 至少到目前为止, 它可以为各国寻求减债提供资金激励。这将有助于借款国克服评级机构评级下调带来的负面影响。或者, 主要国家将需要影响评级机构, 避免评级下调。

20 世纪 80 年代的第二个教训是: 任何债务存量削减都将是逐步的, 并在个案的基础之上进行。小借款国不会是开拓者。每一个借款国的经济和金融环境以及它们的政治环境都不同。像阿根廷和巴西在 20 世纪 80 年代时的案例那样, 正在经历政治变革的国家将没有多少时间和政治空间可供投入债务重组谈判。

2020 年全球经济和金融环境的两个特点有利于促进形成系统性的减债方式。首先, 借款国面临着共同的外部冲击。各国的外部金融影响不同, 但大流行病几乎同时影响到每个国家, 尽管一些国家的准备较充分, 而另一些国家准备不足。这一同时性应有助于债务四方就如何最好地应对主权债务重组的潜在需要达成共识。当然, 这一过程也需要时间。

第二, 与 1982 年相比, 考虑债权人的金融稳定和东道国放款人的金融制度是一个不那么突出的问题。

2020 年 10 月, 大量新兴市场和发展中国家 (中等收入和低收入国家) 需要实现债务减免, 使债权现值大幅度下降的迫切程度低于 3 月和 4 月。在全球低利率、全球流动性充裕的背景下, 一些主要借款国维持或重新获得了进入国际信贷市场的机会。然而, COVID-19 的全球持久性以及它导致的全球衰退可能延续到 2021 年。

许多观察家对发达国家的经济增长前景持乐观态度, 并预计新兴市场和发展中国家将出现积极的溢出效应。作者对此不那么乐观了。如果作者的悲观情绪被证明是有充分根据的, 那么减免债务将再次成为全球政策议程的重中之重。政策制定

者、他们的顾问和分析师应该记住 20 世纪 80 年代的教训。如果需要进行债务减免，多数国家不会同时迅速实现减免，而且必须得到相应补贴才能实现减免。

本文原题名为“Sovereign Debt Relief in the Global Pandemic: Lessons from the 1980s”。本文作者 Edwin M.Truman 是 PIIE 非本土高级研究员，曾任美国财政部国际事务副部长、美国财政部顾问。本文于 2020 年 10 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

低利率时代的联邦债务政策：问题指南

Louise Sheiner, Kadija Yilla /文 杨茜/编译

导读：本文主要分三个部分。第一部分简要概述了联邦预算，包括对近期联邦债务趋势的讨论，以及关于政府获得资金的渠道和用途的一些基本信息。第二部分讨论与人口老龄化相关的长期财政挑战。第三部分讨论了债务积累的经济问题：高负债是否是一个问题，尤其是近期利率的下降是否会影响政策制定者应对债务的方式。编译如下：

引言

经济学家和其他人士担心未来数十年联邦债务的长期前景，他们认识到婴儿潮一代的老龄化将导致与社会保障和医疗保险等福利支出增加相关的预算压力。

但近年来，由于其他原因，包括大萧条和目前 COVID-19 带来的衰退，债务急剧增加。展望未来，婴儿潮一代的退休将给联邦预算带来越来越大的压力，如果不修改立法，债务在未来几十年将继续攀升。

正如下文讨论的那样，债务增加并没有伴随着利率上升。相反，利率大幅下降。这使债务成本大大降低，一些经济学家开始重新思考联邦债务和联邦借贷的立场。大多数经济学家认为联邦预算的变化，即增加税收或减少支出最终是必要的，但许多人认为现在没必要，而我国面临的其他问题，例如日益严重的不平等和全球气候变化，才是当务之急。

本指南更详细地阐述了这些想法。第一部分简要概述了联邦预算，包括对近期联邦债务趋势的讨论，以及关于政府获得资金的渠道和用途的一些基本信息。第二部分讨论与人口老龄化相关的长期财政挑战。第三部分讨论了债务积累的经济问题：高负债是否是一个问题，尤其是近期利率的下降是否会影响政策制定者应对债务的方式。

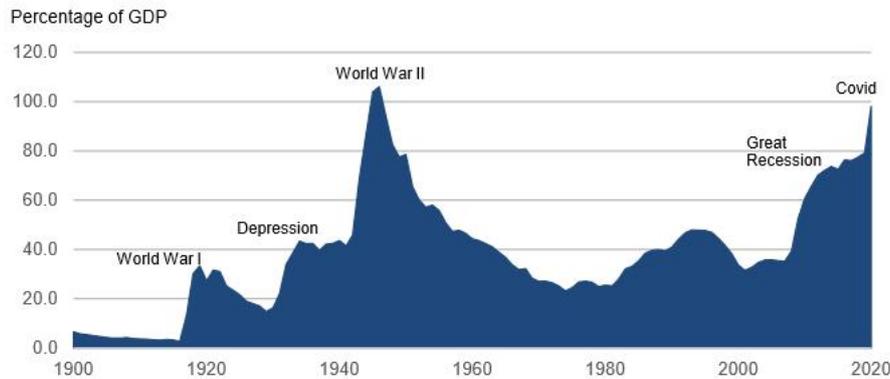
背景

联邦债务，即联邦政府向公众借款的总额在未来几十年内将达到前所未有的水平。随着人口和生产力不断增长，经济规模不断扩大，可以支持的债务总额也在上升。因此，考虑债务、赤字、收入和支出与国内生产总值的关系是有必要的。GDP 是指经济体中生产的所有商品和服务的价值。在大萧条之前的 2007 年，联邦债务总额为 5 万亿美元，占国内生产总值的 35%。

在大流行前的 2019 年，公众持有的债务为 16.8 万亿美元，约相当于国内生产总值的 79%。在过去的 50 年里，联邦债务平均仅占国内生产总值的 42%。从历史上看，最高的债务水平是 1946 年的 106%，反映了第二次世界大战期间的巨额借款。

COVID-19 大流行引发的严重衰退和为应对而采取的大幅增加开支将导致联邦债务急剧增加。2020 财年的债务占 GDP 的 98%，预计到 2023 年这一比例将攀升至 GDP 的 107%。

图 1 1900 年-2020 年公众持有的联邦债务



数据来源：国会预算办公室。

1. 债务和赤字有什么区别？

联邦债务是未偿还债务的存量，即政府欠的债务总额。赤字是给定年份中该存量的变化，或者是政府额外借款的数量。它是政府的收入与政府的支出之差。

2. 联邦政府是美国经济的重要组成部分吗？

无论如何衡量，联邦政府在经济中都扮演着重要角色。从 1970 年到 2019 年，收入平均占国内生产总值的 17.4%，而支出平均占国内生产总值的 20.4%。2019 年，总支出占国内生产总值的 21%，而收入占 16.3%。国会预算办公室的最新预测显示，今年的支出占国内生产总值的比例将大幅上涨，约为 32%，收入占国内生产总值的比例仅为 16%，这反映了经济衰退对税收和支出的影响。为应对 COVID-19 大流行的冲击，今年政府颁布了一系列立法。

3. 联邦政府的收入从哪里来？

最大的收入来源是个人所得税，约占收入的 50%，其次是工资税，占另外 35%。其余部分来自企业所得税、遗产税和其他税收。

4. 联邦政府的支出用于哪里？

大约三分之二的预算用于非自由支配的支出，如社会保障、医疗保险和医疗补助。对于这些项目，政府不会事先设定支出上限，而是为符合标准的所有人提供特定的福利。因此，这些项目通常被称为“福利”或“强制性支出”（因为国会不必每年批准）。例如，一旦国会为老年人制定了医疗保险的规则，则每年的确切支出额会根据老年人口的规模以及他们使用医疗保健服务的多少有所不同。另外三分之一的联邦开支，即自由支配支出，由国会每年决定。大约一半的可支

配支出用于国防。另一半则用于从太空探索到在国税局接电话的人们的薪水，包括教育和就业、交通、退伍军人的医疗保健、司法以及像国际事务，联邦调查局和住房援助等其他各种项目。

5. 为应对 COVID-19，政府大约支出了多少？

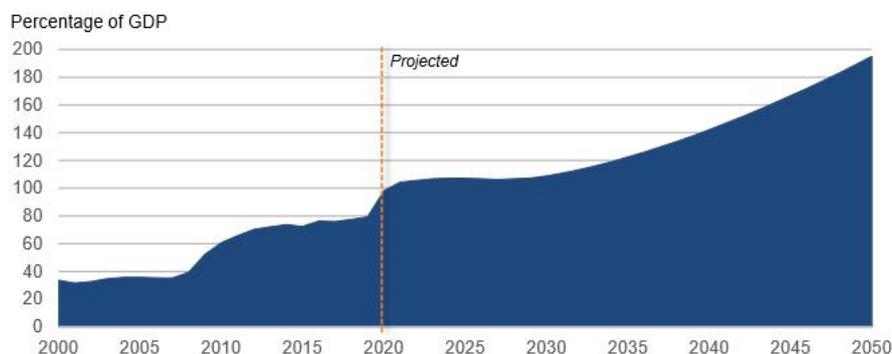
为应对 COVID-19 大流行，联邦政府已制定了相应的措施，并为家庭和企业提供经济援助。2020 年 3 月，国会额外拨款 2640 亿美元用于扩大失业保险，为小型企业提供 6600 亿美元的可免除贷款，为公众提供 2800 亿美元的公共卫生支出，以及向纳税人提供 2930 亿美元的退税支票，以及其他小规模援助资金。总的来说，预计这项立法将使赤字在 2020 年增加 2.3 万亿美元，2021 年增加 6,000 亿美元。之后政府可能会通过应对大流行经济冲击的立法，这会进一步增加赤字和债务。

未来的挑战

国会预算办公室（CBO）根据税收和支出政策的所谓“基准”假设，对未来几年的联邦赤字和债务进行预测；一般假设现行法律保持不变。（为了预测长期的可自由支配支出，国会预算办公室假设年度拨款随 GDP 的增长而增长。）在这一基准下，联邦赤字和债务预计将稳步上升。2020 年 9 月，国会预算办公室发布了长期预测，其中纳入了近期立法和经济状况对联邦赤字和债务的影响。

预测显示，在大流行导致债务急剧上升之后，未来债务水平将稳步攀升。根据国会预算办公室（CBO）的预测，到 2030 年，债务将达到 GDP 的 109%，到 2050 年将达到 GDP 的 195%。当然，这些预测是高度不确定的，因为债务受到许多难以预测的因素影响，包括利率水平和经济增长，但如果不改变立法，债务肯定会随着时间的推移继续攀升。

图 2 联邦债务预测



数据来源：国会预算办公室。

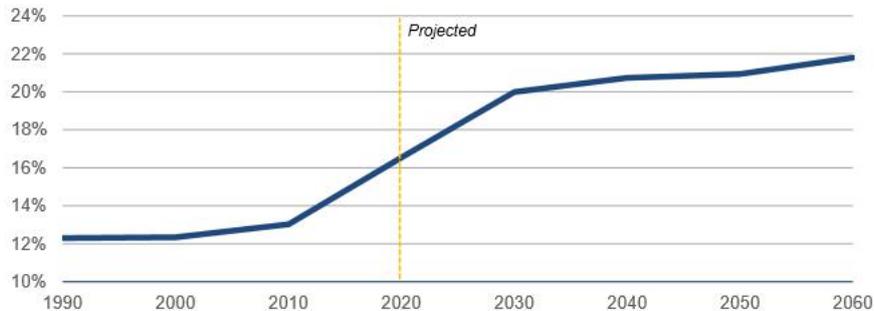
哪些因素推动了这些变化？

在接下来的几十年里，有三个主要因素导致债务增加。

1. 人口老龄化

当前，人口正处于结构转型期。2000 年，65 岁以上的人口占总人口的 12%；今天，这一比例为 16%。到 2030 年，这一比例预计将达到 20%。

图 3 1990-2060 年 65 岁以上人口的比例



数据来源：2020 年社会保障受托人报告。

老年人在人口中所占比例的迅速增加是婴儿潮一代人老龄化的结果。第一批婴儿潮一代在 2011 年达到 65 岁，最年轻的将在 2029 年达到 65 岁。但即使婴儿潮一代过世，老年人在人口中的比例也不会下降，而是以较慢的速度继续上升。

这主要与生育率有关。婴儿潮一代出生在生育率高的时期，每个家庭平均大约有三个孩子。但婴儿潮一代出生后，每个家庭的生育率下降到大约两个孩子，此后进一步下降。当生育率高时，每个家庭生育后代产生的数列都比之前大。此外，生育率越高，人口的平均年龄越低。当生育率进一步下降时，没有人期望家庭再次生育三个孩子（尽管这有可能发生），所以这种向老年人口的过渡将是永久的。此外，预期寿命的持续增长意味着寿命远远超过 65 岁的人越来越多，这也推高了老年人口的规模。

为什么这对联邦预算很重要？联邦支出的很大一部分用于老年人的福利计划，尤其是社会保障和医疗保险。根据现行法律，老年人在人口中所占比例的增加给支出带来了上行压力，从而增加了支出和赤字。例如，在 2019 年，社会保障支出占 GDP 的 4.9%。国会预算办公室预测，到 2040 年，如果不做任何改变，社会保障支出将占 GDP 的 6.3%。

2. 不断增加的医疗支出

每个人都抱怨医疗支出的高成本，事实上，作为 GDP 的一部分，医疗支出几十年来一直在增加。大多数经济学家认为，医疗支出的增加并不是同一类型医疗保健价格上涨的结果，而是水平更高的医疗保健价格上涨的结果。这不仅仅是“医疗通胀”。

不管怎样，更高的医疗支出意味着联邦政府在医疗项目上的支出，包括医疗保险（针对 65 岁以上的老年人和一些有某些残疾的年轻人的计划）和医疗补助

计划（针对低收入美国人的计划）也将持续攀升。展望未来，医疗支出的持续快速增长将继续给联邦预算带来压力。老龄化和不断增长的医疗支出对医疗保险计划是一个双重打击，不仅会有更大比例的人口符合医保条件，而且每个人的医疗费用也会越来越高。

国会预算办公室预计，到 2049 年，包括医疗保险和医疗补助在内的主要医疗项目支出占国内生产总值的比重将从 2019 年的 5.3% 升至 9.1%。老龄化占支出增长的三分之一，其余部分是由于人均医疗支出的增加。

医疗支出的增加和人口老龄化共同意味着联邦预算将越来越成为一种福利预算。国会预算办公室预计，到 2040 年，联邦政府对 65 岁以上人群的支出将占全部非利息支出的 50%，高于 2020 年的 33%。

3. COVID-19 前的巨额赤字

在 COVID 出现之前，联邦政府就出现了巨额赤字。（由于 2017 年《减税与就业法案》颁布的大幅减税措施，赤字总额大大提高。）例如，2019 年的赤字占 GDP 的 4.6%。每年如此大规模的借贷不可避免地导致债务增加。

不断增加的债务是问题吗？

经济学家为什么担心债务问题？有如下几个原因。首先，政府借贷会挤出私人投资。当政府向私人投资者借款时，会吸收原本可以用于私人投资的资金，包括在机器、计算机、建筑和研发方面的商业投资。这是由于利率上升所致：当政府想借钱时，它会利用经济中的储蓄池。当借贷更多时，对储蓄的需求就会增加。需求的增加提高了价格，即利率。当利率更高时，私人投资就会减少。投资减少意味着工人生产率和 GDP 下降。因此，现在的高负债使我们在未来变得更穷。当我们向外国借款时，国内投资不太可能被挤出（相反，投资在全球范围内被挤出）。但无论如何，将来我们需要向外国人支付的利息使我们作为一个国家变得更加贫穷。（注意，这些论点假设今天使用政府债务来为消费融资。如果相反，它是用来为投资融资，那么，如果该投资产生了良好的回报，那么将来我们将不会变得更穷。）

此外，高额债务可能会影响联邦预算和应对经济状况的能力。首先，当债务水平很高时，我们需要为债务进行利息支付，从而排挤了将税收收入用于其他支出优先事项的可能。其次，有些人担心，如果债务很高，我们可能会失去轻松举债的能力，这在危机中可能会带来各种问题。人们通常将其称为缺乏“财政空间”。此外，有些人意识到，即使我们可以继续背负高额债务，但高负债可能会使政治家不愿举债，即使从经济上讲是合理的。

在我们陷入真正的麻烦之前，债务能达到多高？事实是，没人知道。但债务的增长速度不可能永远超过经济增长的速度。最终，随着放贷人越来越担心我们

偿还债务的能力，以及私人投资越来越被挤出，利率将上升。因此，在某个时候，为了控制赤字和稳定债务，政府可能必须对税收和支出政策进行改革。我们之所以说“可能”，是因为经济中的许多事情会发生变化，这会影响到债务与 GDP 的比率。例如，如果不改变政策，GDP 的大幅增长可能会降低债务与 GDP 的比率。虽然这种可能性似乎遥不可及，但并非不可能。事实上，二战后债务与 GDP 的比率就降低了。经济的其他变化，有些甚至是现在还不可预见的，同样会对税收或支出产生重大影响。

1. 美联储购买的所有债务呢？它会造成通货膨胀吗？

公众持有的债务不包括社会保障信托基金等政府间基金持有的债务，但也包括美联储持有的债务。美联储买了多少债？

为了减轻大流行造成的经济损失，美联储将其关键的短期利率降到接近于零的水平（就像 2008 年那样）。然后，它开始以量化宽松（QE）的方式从投资者银行购买数千亿美元的国债。尽管美联储没有直接向财政部放贷，但美联储购买的债券越多，市场上的国债利率就越低，财政部借贷所需支付的利率也就越低，在不担心推高利率的情况下，政府可以借更多的钱。更重要的是，长期利率越低，人们就越愿意借钱买房、拓展业务等，从而有助于经济复苏。

从 2020 年 3 月中旬到 2020 年 10 月初，美联储的长期国债投资组合从 2.3 万亿美元增加到 4.2 万亿美元，增加了约 2 万亿美元。在同一时期，财政部借了大约 4 万亿美元。实质上，美联储购买了大约一半的额外发行的国债，为债务的增加提供资金。

2. 当美联储购买政府债券时，会让纳税人免除债务吗？

不，当美联储购买长期国债时，它会增加银行在美联储的存款准备金。美联储为这些储备支付利息。目前，利率接近于零，因此美联储没有为准备金支付太多利息。但随着经济复苏，美联储将开始加息，以防止经济过热和产生过多通胀。随着加息，美联储将开始向银行支付这些准备金的利息。而且，由于美联储将其营业利润上缴财政部，银行支付利息的任何增加都会降低它们给美国财政部的数额。因此，无论美联储是否购买债券，财政部将不得不以现行利率支付债务利息。

3. 那么，美联储通过购买美国国债创造的所有资金会不会引发通胀？

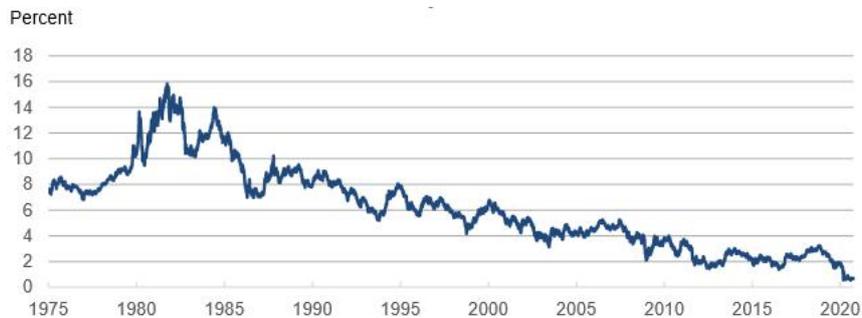
不太可能。美联储的任务是促进最大限度的就业和稳定物价。美联储极有可能采取行动，即提高利率以防止通货膨胀的发生。当然，未来的美联储（或许由民粹主义总统任命主席）总是有可能选择让通胀大幅上升，以降低债务实际价值。

（由于大多数债务是以名义美元承诺的，更高的通胀率使其更容易偿还债务。）这意味着美联储不再按照其职责行事，而这样的政策转变可能对经济造成巨大损失。

低利率环境下的政府债务

在过去几十年里，经济最显著的变化之一是全球政府债务和其他资产的利率稳步下降。

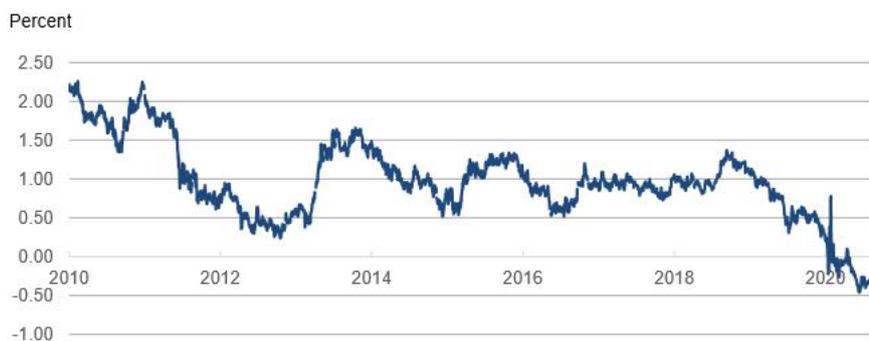
图 4 1975 年-2020 年十年期国债利率



数据来源：美联储。

这种下降的部分原因是通货膨胀率下降。但实际利率（经通胀调整后）也有所下降。例如，如下图所示，30 年期国债通胀保值债券（TIPS：由消费物价通胀的变化进行调整以产生保证的实际收益率的债券）的利率从 2010 年的 2% 以上下降到 2014 年的 1.5%，到 2020 年 7 月下降到 -0.3%（负利率意味着借钱给政府的人将得到比他们借出的更少的钱，以通货膨胀调整后的美元计算）。尽管债务大量增加，但利率还是下降了，这表明除了债务之外还有其他因素也会影响利率，债务和利率之间的关系比我们所理解的更为复杂。例如，导致债务增加的因素（经济疲软和生产率低下）也可能导致利率下降。

图 5 30 年期通货膨胀保值债券（TIPS）利率



资料来源：美联储。

这些低利率极大改变了债务成本的计算方法。事实上，在利率如此低的情况下，一些人声称债务是“免费的”。

1. 债务是免费的吗？

债务免费意味着什么？这意味着政府现在可以借钱，花掉钱，将来再也不用通过提高税收或减少支出来还钱。当债务是免费的，政府就不用在今天的纳税人和明天的纳税人之间进行权衡。

从联邦预算的立场来看，债务“免费”的条件是利率低于经济增长率。联邦政府不像一个家庭。政府永远在运转，所以永远不必还清债务。通常，我们认为只要债务在 GDP 中的比重没有增长，债务就是可持续的。如果债务总额按经济增长率增长，那么债务在经济中所占份额将保持稳定。这意味着政府不必偿还债务的所有利息，它只需偿还债务的利息（“r”）减去经济增长率（“g”）。

下表给出了一个简单的例子。它显示了当政府借款 100 美元，然后继续借钱支付债务利息时，债务与 GDP 的比率会发生什么变化，即政府借钱，然后不降低支出或提高税收来偿还债务。

在案例 1 中，利率大于经济增长率，即 $r > g$ 。这是 1967 年至 2012 年期间普遍存在的情况，被视为常态。在这种情况下，如果政府借钱，然后不以某种方式（通过直接削减支出或提高税收）削减未来的消费以偿还债务，那么债务与 GDP 的比率就会上升。这是不可持续的。最终，政府将需要采取行动，以防止债务进入不断增长的螺旋上升的轨道。如果他们不这样做，到了某个时候，债务将变得庞大，以至于贷款人要求提高债务利息，或者拒绝继续放贷，从而使子孙后代背负沉重的债务。

表 1 偿还债务的利息 r 和经济增长率 g 对债务可持续性的影响

Impact of r and g on debt sustainability			
Case 1. $r > g$. Interest rate is 5% and growth rate of the economy is 3%			
Year	Debt	GDP	Debt to GDP Ratio
1	\$100	\$1,000	10.0%
2	\$105	\$1,030.00	10.2%
3	\$110	\$1,060.90	10.4%
Case 2. $r = g$. Interest rate is 3% and growth rate of the economy is 3%			
Year	Debt	GDP	Debt to GDP Ratio
1	\$100	\$1,000	10%
2	\$103	\$1,030.00	10%
3	\$106	\$1,060.90	10%
Case 3. $r < g$. Interest rate is 2% and growth rate of the economy is 3%			
Year	Debt	GDP	Debt to GDP Ratio
1	\$100	\$1,000	10%
2	\$102	\$1,030.00	9.9%
3	\$104	\$1,060.90	9.8%

在案例 2 中，利率等于经济增长率。这大约是国会预算办公室对未来 30 年的平均预期。在这种情况下，政府可以借 100 美元，只需继续借款来支付利息，

债务与 GDP 的比率永远不会增加。子孙后代将能够像以前一样轻松地以同样的利率借钱。这让人觉得债务似乎是免费的。

最后，在案例 3 中，利率低于经济增长率。由于 30 年期债券的实际利率现在为负，这可能是未来几年我们将面临的情况。的确，在国会预算办公室最新的大流行后十年经济预测中，从 2021 年到 2030 年，10 年期国债的利率都低于每年的经济增长率。在这种情况下，债务与国内生产总值的比率在借贷 100 美元而不付款后不仅没有增加，实际还在下降，因为经济的增长速度快于债务存量的增长。这确实是双赢。当前的纳税人可以多花 100 美元，而未来的纳税人也可以在不增加债务与 GDP 比率的情况下借更多的钱。

2. 低成本债务的政策影响

按当前利率计算，债务似乎是免费的或接近免费，但大多数经济学家并不主张全面放弃预算限制。一方面，虽然大多数迹象表明利率将在相当长一段时间内保持低位，但这并不能保证。确实，经济学家无法完全解释多年来利率下降的原因，但并不意味着利率会一直保持在低水平。利率很可能在未来上升。此外，随着婴儿潮一代的退休，赤字继续增加，利率很可能也会开始上升。

尽管最近债务增加，但利率仍然很低，这表明美国可以轻易承受的债务总额比人们过去认为的要大得多。人们不应再为债务担忧，而应更多地关注其他的优先事项。此外，由于利率如此之低，现在是增加公共投资的大好时机，因为政府可能进行许多投资，这些投资所产生的回报将大于债务所需支付的利率。这样的投资使子孙后代的生活变得更好，而不是更糟。

3. 应对流行病和经济衰退的支出

对于政府来说，一项明显有价值的投资是增加公共卫生支出，以遏制 COVID-19 的传播，并在经济衰退和复苏期间继续扩大支出以支持经济发展。任何可以让经济安全重新开放的公共卫生支出，都会带来巨大的利益，因为 GDP 的提高反过来意味着税收的增加和债务的减少。但是，在经济衰退期间向人们提供经济帮助，除了减轻经济衰退期间的痛苦之外，还可能会带来长期利益。通过向个人、企业、州和地方政府提供帮助，一旦大流行病消退，联邦政府就已经为强劲的经济复苏奠定基础。

此外，至关重要的是，政府不能过早取消财政刺激措施。鉴于国会预算办公室（CBO）预计，大流行将使 GDP 下降近十年，为应对长期挑战或试图扭转近期债务上升的局面，现在肯定不是提高税收或削减开支的时候。相反，政策制定者应该专注于尽其所能使经济尽快恢复其全部潜力。

正如前美联储主席本·伯南克和珍妮特·耶伦所说，“由于利率极低，而且很可能会持续一段时间，我们认为，对赤字和债务的担忧不应阻止国会对这一紧

急情况作出有力反应。在某些时候，我们将不得不考虑如何确保联邦财政的长期可持续性。然而，现在的首要任务应该是保护我们的公民不受这一流行病的影响，并寻求强有力和公平的经济复苏。”

4. 公共投资

政府的另一个优先事项应该是增加公共投资。在借贷成本非常低的情况下，许多政府项目的未来收益很可能超过债务的偿还成本，这意味着未来几代人将从赤字融资的公共投资中获益，而不是更糟。因此，这是改善道路和桥梁、提高饮用水安全性、提高学校教学质量和增加研发投入的理想时机。同样，现在为减少气候变化而采取的措施将给子孙后代带来巨大的好处。

所有这些支出通常被视为投资。但最近的研究表明，许多通常不被视为公共投资而被视为当前消费的公共支出，实际上确实产生了可观的长期回报，因此也是一种公共投资形式。特别是，研究表明，对贫困家庭的援助，特别是以补贴形式提供的医疗保险和住房等实物福利，可以大大改善儿童的成年结局 (Butcher, 2017 年; Hoynes 和 Schanzenbach, 2017 年; Hendren 和 Sprung-Keyser, 2020 年)。这些改善的结果包括更好的医疗水平、更多的教育机会、更高的工资、更高的劳动力参与率和更低的监禁率。为了改善目前的儿童数量和未来纳税人的福利，以及帮助解决不平等问题，政策制定者应该增加对这些有价值项目的投资。

结论

近年来，联邦债务激增至前所未有的水平。此外，与人口老龄化和医疗支出持续增长有关的经济结构性变化意味着，除非决策者提高税收或削减支出，否则债务可能只会继续增加。

虽然改变债务情况最终是必要的，但不是现在。相反，政策制定者应该尽可能多地增加支出，以帮助经济尽快从当前的衰退中复苏，并应加大对基础设施的投资和对贫困家庭的援助。

本文原题为“Federal Debt Policy in an Era of Low Interest Rates: A Guide to the Issues”。本文作者 Louise Sheiner 为布鲁金斯学会哈钦斯金融与货币政策中心的政策主任。本文于 2020 年 10 月刊于布鲁金斯学会哈钦斯金融与货币政策中心官网。[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10月14日的数据。编译如下：

1. 总览

- 8月份消费者支出增速放缓。
 - 服务业的实际支出稳健增长，但耐用品的实际支出持平，非耐用品的实际支出小幅下降。
 - 服务支出仍远低于2月份的水平。
 - 9月份消费者信心指数上升。
 - 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。
 - 8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。
 - 8月份房地产行业继续扩张。
 - 独户住宅开工量以及新屋和现房的销售量均持续上升，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。
 - 9月份就业人数增速放缓。由于临时裁员的进一步减少，失业率继续下降。劳动力参与率下降，就业人口与总人口的比例略微增长，但都低于疫情前的水平。
 - 长期失业人数和平均失业持续时间均有所上升。
 - 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。
 - 过去一个月，美国股市指数在大幅波动中略微上涨。10年期美国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在较长期限内小幅上升。广义美元指数基本持平。
- 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 9.9%。
 - 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 9 月份 7.9% 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。虽然自 4 月份以来有所反弹，但产能利用率仍然很低。

图 1 GDP



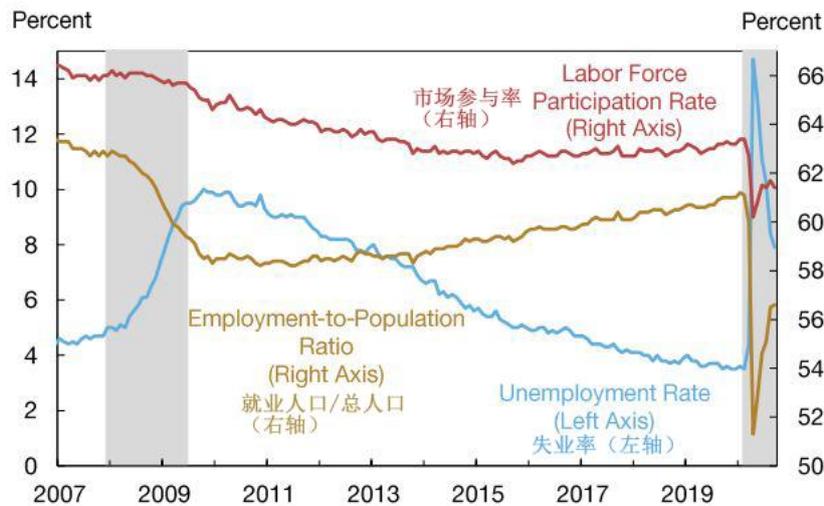
数据来源：经济分析局 (BEA)，国会预算办公室 (CBO)。

注：阴影部分表示国家经济研究局 (NBER) 定义的衰退。

9 月份劳动力市场复苏放缓。

- 失业率从 8 月的 8.4% 下降到 9 月的 7.9%。
- 9 月非农就业人数增加了约 66.1 万，远低于 4 个月平均增幅 (217 万人)。
 - 私营服务业的就业增加了 78.4 万人，其中零售贸易增加 14.2 万人，休闲和酒店业增加 31.8 万人，专业和商业服务业增加 8.9 万人。
 - 受制造业增加 6.6 万人和建筑业增加 2.6 万人的推动，商品生产行业的就业增加了 9.3 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。
- 就业人口与总人口的比例从 8 月的 56.5% 上升到 9 月的 56.6%。

图2 劳动力市场指标



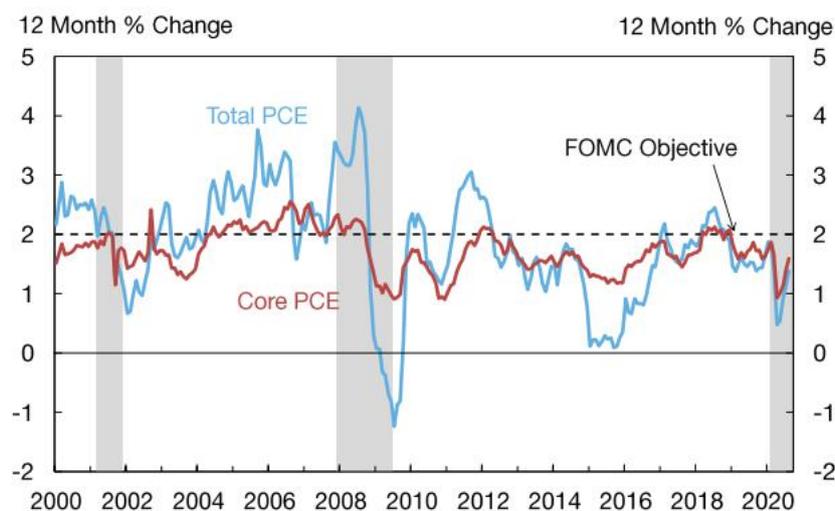
数据来源：经济分析局。

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 7 月上涨 0.4% 后，在 8 月上涨了 0.3%。核心 PCE 价格指数（不包括食品和能源价格）在 7 月上涨 0.4%，在 8 月上涨 0.3%。
 - 8 月能源价格上涨了 0.9%，同比下跌 9.4%。食品价格下跌了 0.1%，同比上涨 4.3%。
- 8 月份 PCE 总价格指数 12 个月变化上涨至 +1.4%，而核心 PCE 价格指数 12 个月变化上涨至 +1.6%。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。

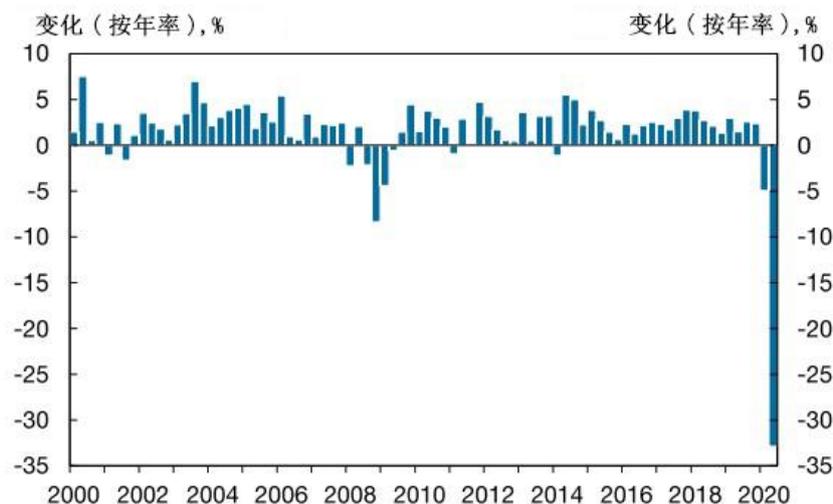
注：阴影部分表示国家经济研究局（NBER）定义的衰退。

2. 经济活动

2020 年第二季度实际 GDP 的下降在第三次估计中没有那么严重

- 根据 BEA 的第三次估计, 实际 GDP 在 2020 年第二季度的年增长率为-31.4%, 比第二次估计的-31.7%的降幅要小。4 季度变化为-9.0%。
- 实际个人消费支出 (PCE) 在第二季度以每年 33.2%的速度下降, 降幅最大。然而, 实际 PCE 在第三次估计中还被向上修正了, 并且主要对服务业进行了修正。
- 住宅投资被向上修正, 但非住宅固定投资和净出口被向下修正。
- 从 2020 年第二季度的第二次数据来看, 企业利润下降了 10.3%(按季度计算), 被略微向上修正。
- 实际国内总收入在第二季度以每年 33.5%的速度下降, 并且 4 季度变化为-9.4%。

图 4 GDP 增长

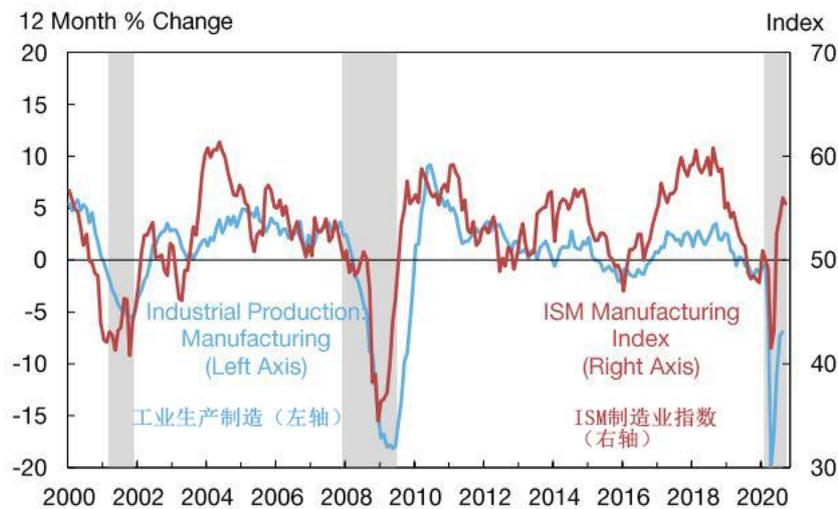


数据来源: 经济分析局。

9 月份制造业缓慢增长

- 8 月份制造业生产增速放缓至 1.0%，低于 7 月份的 3.9%和 6 月份的 7.5%。并且 12 个月变化为-6.9%。
- ISM 制造业指数显示, 与 8 月份相比, 9 月份的扩张速度略有放缓。
 - ISM 指数下降 0.6 个点, 至 55.4, 其中新订单下降 7.4。
 - 就业指数上升了 3.2 点, 但仍保持在 50 水平以下, 这表明经济正在萎缩。

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。

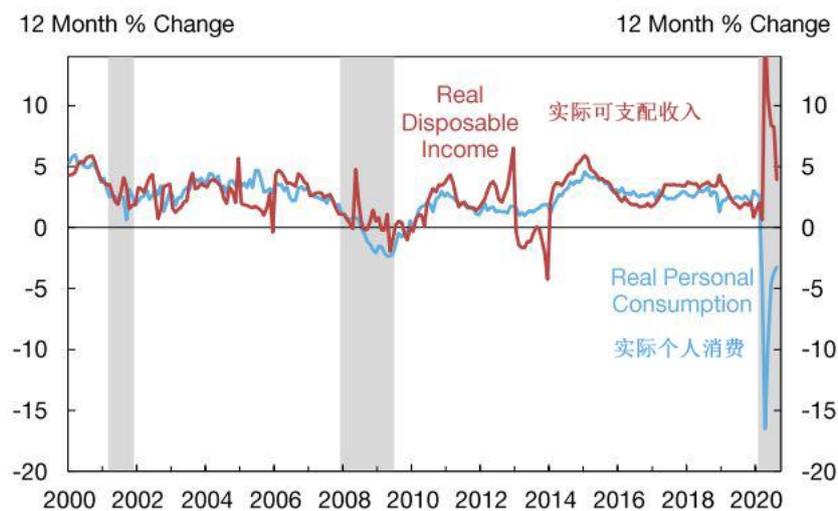
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

3. 家庭

随着 600 美元的 UI 补充到期，PCE 增速放缓

- 8 月份实际个人消费支出 (PCE) 增长了 0.7%，但仍比 2 月份的水平低 3.9%
- 8 月份实际个人可支配收入 (DPI) 下降了 3.5%。
 - 截至 7 月 31 日，联邦大流行性失业补偿项目提供的每周 600 美元的失业救济金到期，是可支配收入下降的主要原因。
- 8 月份个人储蓄率为 14.1%，低于 4 月份 33.6% 的峰值，但仍高于历史标准。

图 6 个人可支配收入和消费



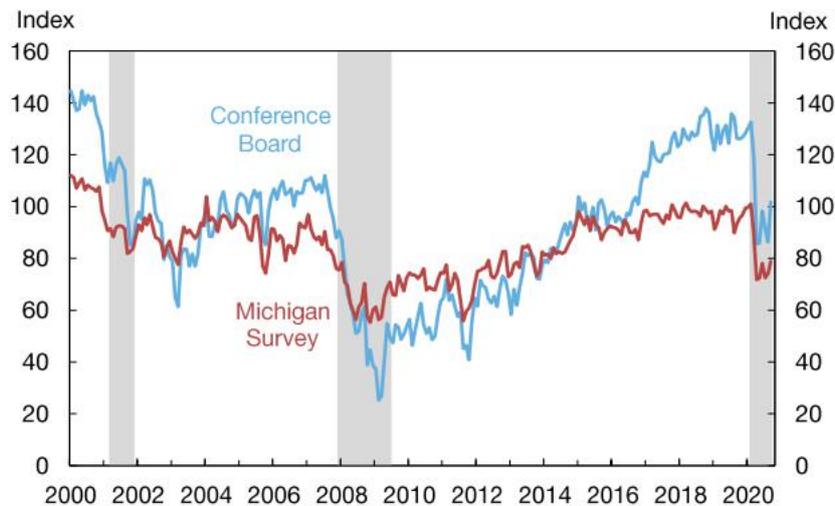
数据来源：BEA，美国联邦储备委员会。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

9 月份消费者信心反弹

- 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 8 月份的 86.3 升至 9 月份的 101.8。指数的上升反映了现状指数和预期指数的增加。
- 消费者对商业状况和就业的短期展望在 9 月份有所改善。
 - 计划在未来六个月购买主要家用电器以及在未来六个月内购买汽车的受访者比例也略有增加。
- 近期 (一年) 家庭通胀预期基本保持不变, 目前为 5.7%。

图 7 消费者信心



数据来源: 世界大型企业联合会, 密歇根大学。

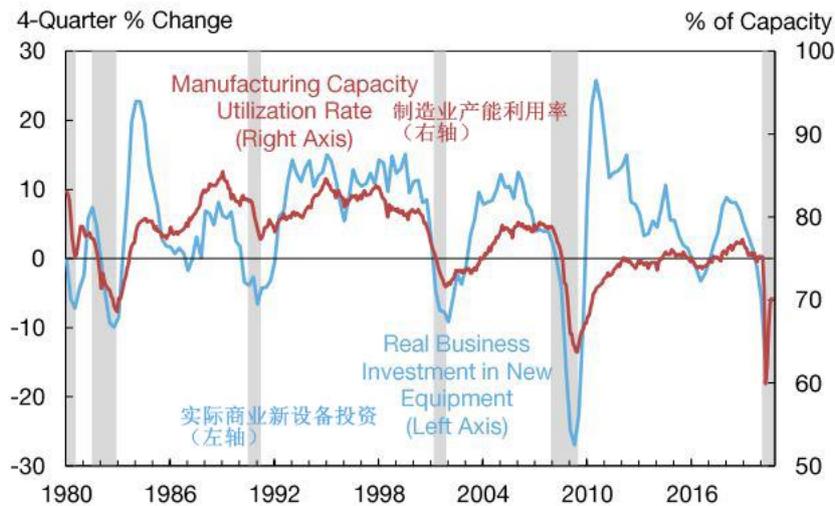
注: 阴影部分表示 NBER 衰退。

4. 商业部门

2020 年第二季度设备支出直线下降

- 2020 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。
 - 在截至 2020 第二季度的四个季度中, 信息处理设备的支出略微上升, 但其他主要设备类别的支出明显下降, 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。
 - 8 月份这一比率为 70.2%, 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



数据来源：BEA，美国联邦储备委员会。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

8 月份资本货物出货量持续反弹

- 不包括飞机在内的非国防资本货物出货量在 8 月份上升了 1.5%，这是继 4 月份的暴跌之后，连续第四个月上涨。7-8 月份的平均出货量比 2020 年第二季度的平均水平高出 6.8%，已经回到了 1 月份的出货水平。并且这一指标代表了每月可用的设备支出。
- 8 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，连续第四个月上涨。
- 这些商品的新订单略高于 8 月份的出货量。

图 9 不包括飞机在内的非国防资本货物



数据来源：人口普查局。

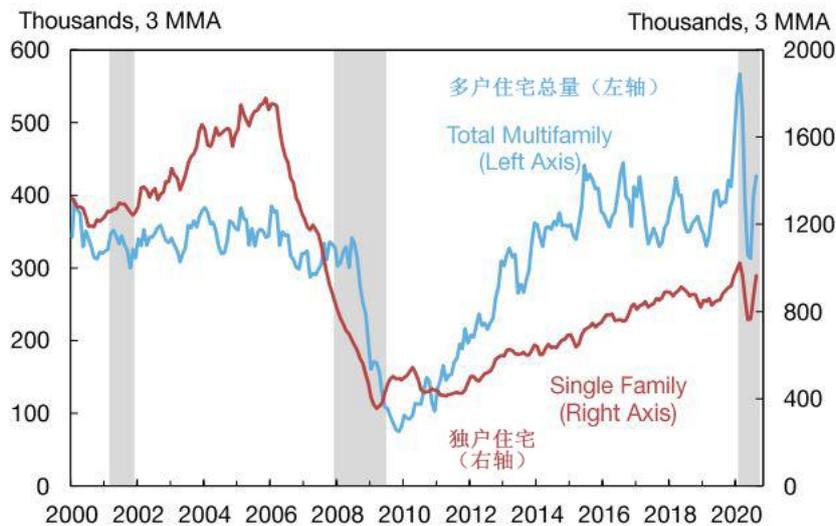
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

5. 房地产行业

独户住宅开工率继续增长

- 8 月份房屋开工总数下降 5.1%。截至 8 月份的 12 个月里，房屋开工率上升了 2.8%。8 月份的开工率下降是在连续三次强劲增长后首次出现下降。
- 8 月份独户住宅开工量增长 4.1%，达到 102.1 万套（年率），同比增长 15.6%。并且独户住宅 3 个月开工量的均值强劲反弹，几乎回到了疫情前的水平。
- 众所周知，多户住宅开工量每月都在波动，但 8 月份却降至 39.5 万套（年率），比 7 月份下降了 22.7%，并且同比下降 15.2%。

图 10 房屋开工量



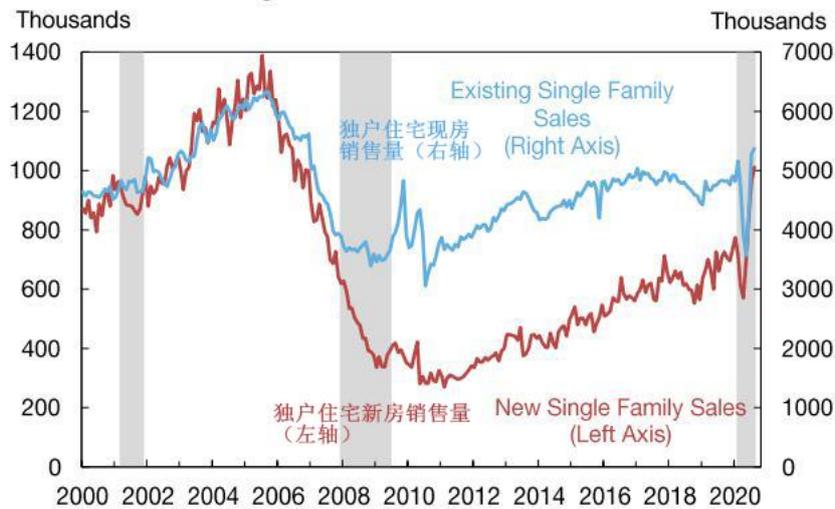
数据来源：人口普查局。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

房地产市场继续强劲反弹

- 8 月份，独户住宅现房销售增长 1.7%，达到 537 万套（SAAR）。与一年前相比，增长了 11%。
- 8 月份，独户新屋销售增长 4.8%（SAAR），达到 101 万套。与一年前相比，增长了 43.2%。
- 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，就业持续复苏以及由于远程工作的广泛发生而增加的需求。然而，持续的疫情给房地产市场的未来带来了一些不确定性。

图 11 新房屋和现有房屋的销售量



数据来源：CoreLogic，全国房地产经纪人协会。

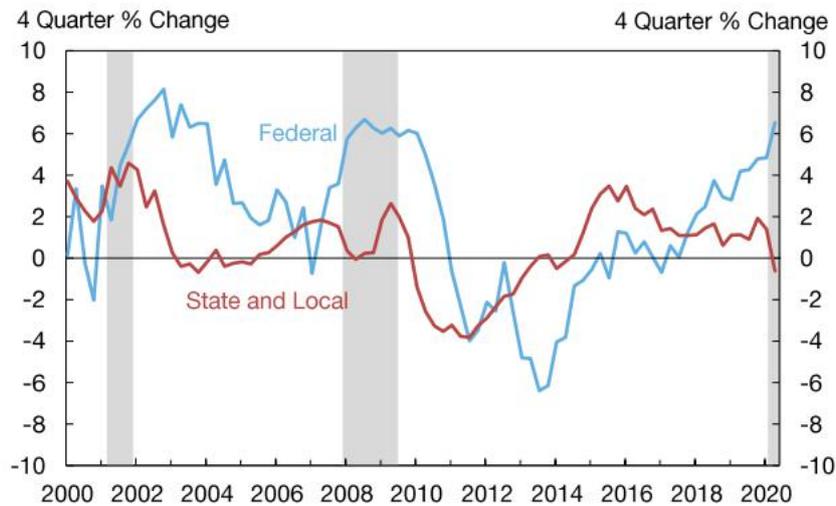
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

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。
 - 实际联邦支出的 4 个季度变化为+6.5%，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-0.6%，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



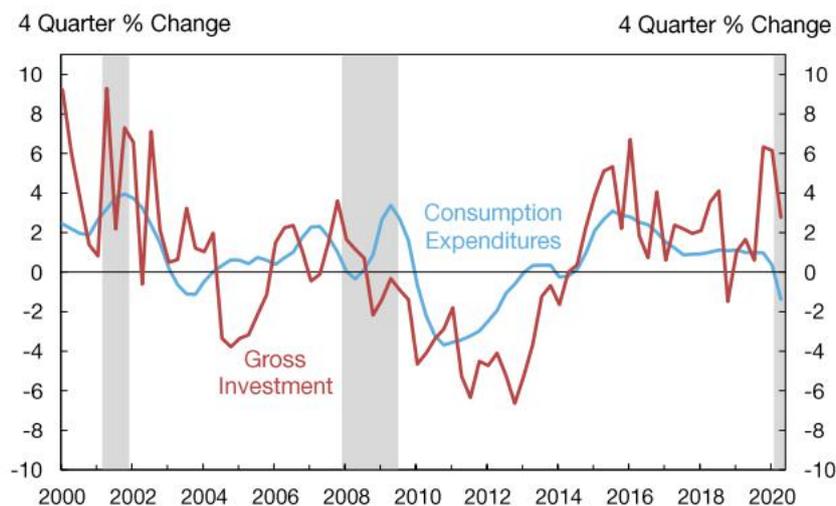
数据来源：BEA

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

州和地方政府的支出骤降

- 截至 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 2.73% 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



数据来源：BEA

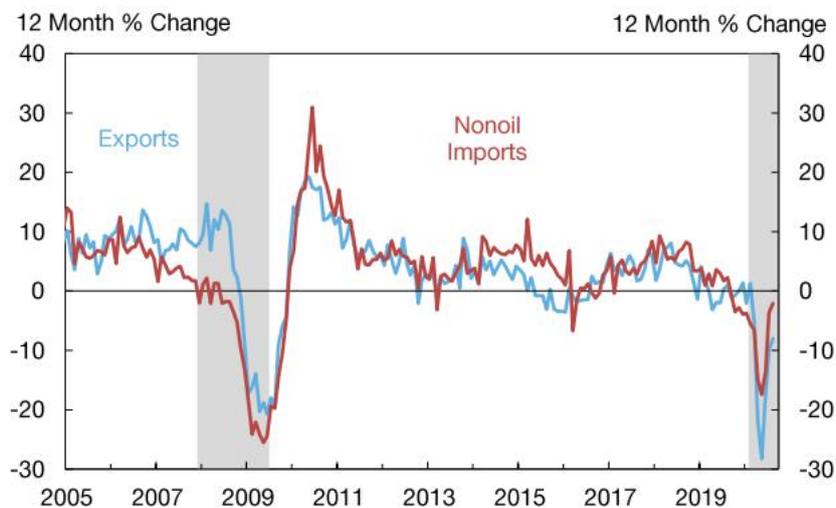
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

7. 国际进展

贸易逆差进一步扩大

- 8月份的贸易逆差为671亿美元,比7月份修正后的634亿美元高出37亿美元。
 - 尽管当月实际进出口均有所增长,但国内对外国商品的需求超过了国外对美国出口商品的需求。
- 贸易流量的反弹似乎正在逐渐减弱。
 - 受消费品、汽车和资本品需求的驱动,进口持续反弹,但速度低于前两个月。随着财政支持逐渐减少,这种放缓可能会继续下去。
 - 同样,出口增长也有所下降,反映出美国一些主要出口市场(例如欧元区和英国)的复苏放缓。

图 14 实际出口和非石油商品进口



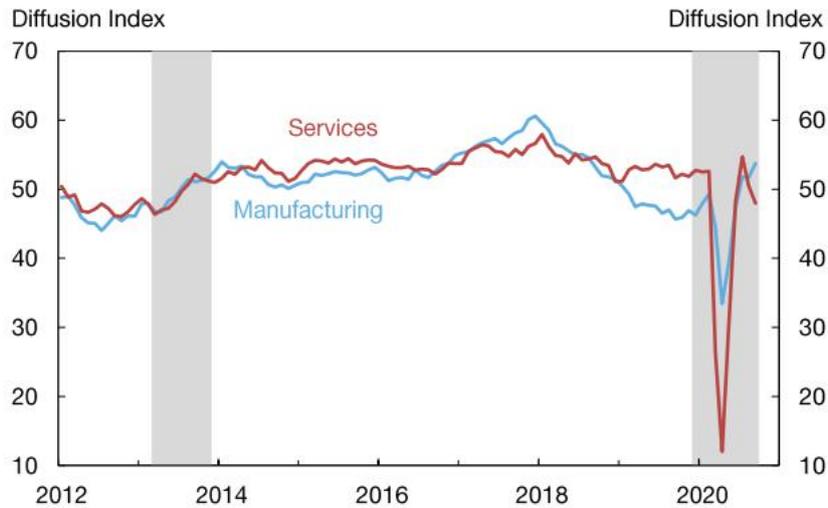
数据来源: 人口普查局。

注: 阴影部分表示 NBER 衰退。

欧元区调查显示服务业将再次下滑

- 欧元区采购经理人指数 (PMI) 表明制造业复苏强劲,但服务业活动再度低迷。
 - 9月份,制造业 PMI 上升 2.0 点至 53.7,是两年多以来的最高水平。
 - 服务业 PMI 连续两个月下跌,下降 2.5 点至 48.0。数据低于 50 标志着经济收缩。
- 服务业再次出现暴跌与第二波 Covid-19 对大多数欧元区国家造成冲击有关。
 - 随着感染人数的增加,许多国家都施加了新的有针对性的限制。
 - 最近几周,谷歌移动性指标有所下降,这与面对面接触的活动有所减少具有一致性。

图 15 欧元区：制造和服务业 PMI 指数



数据来源：Markit Economics。

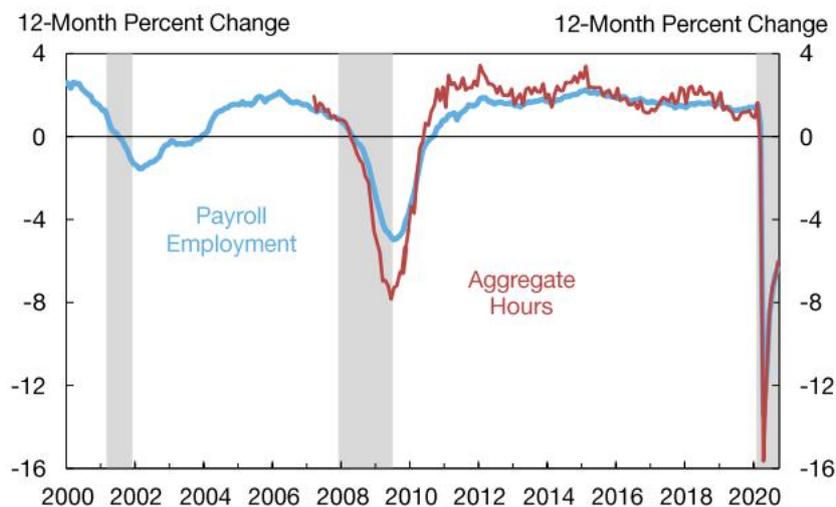
注：阴影部分表示 NBER 衰退

8. 劳动力市场

9 月份就业人数增长放缓

- 非农就业人数增加了 66.1 万，低于彭博社调查预测的中值（85.9 万）。
 - 9 月份的数据显示，非农就业人数比 2 月份低 1070 万人（7.0%）。
- 私营部门雇用人数量增加了 87.7 万人，主要是由于服务业增加了 78.4 万人。
 - 政府部门的就业人数减少了 21.6 万人，损失主要集中在州和地方政府的教育部门。
- 9 月份，所有私营部门雇员的周工作时长增加了 1.1%。

图 16 就业情况和总工作时间



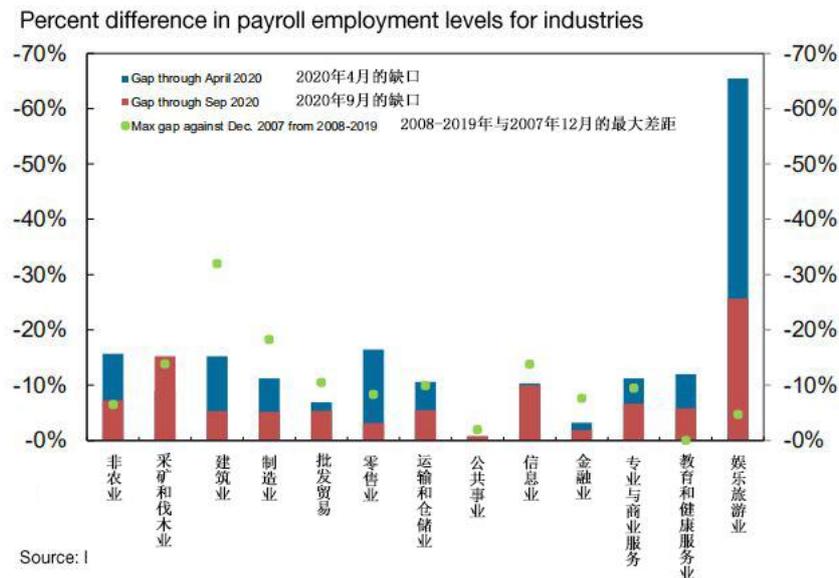
数据来源：劳工统计局（BLS）。

注：阴影部分表示 NBER 衰退。

9 月份累计就业缺口下降

- 与 4 月和 2 月的差距相比, 9 月和 2 月之间的就业人数百分比差值有所下降。这是劳动力持续复苏的迹象。
- 非农就业总缺口从 4 月份的-15.7%下降到 9 月份的-7.3%。
- 就业缺口缩小最大的行业包括休闲和酒店业 (4 月为-65.5%, 目前为-25.7%) 和零售业 (4 月为-8.3%, 目前为-3.1%)。信息产业的缺口几乎没有变化。4 月份是-10.4%, 现在是-10.0%。

图 17 2020 年 2 月以来的累计就业缺口

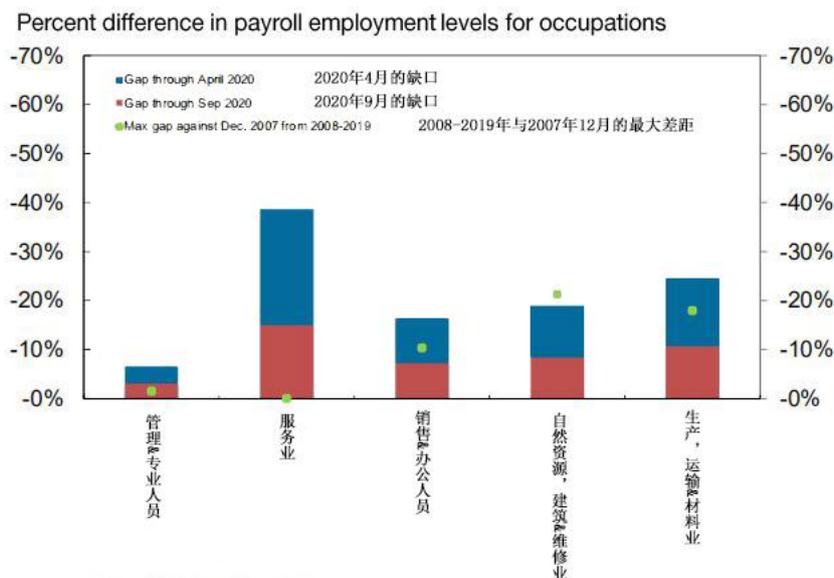


数据来源: 劳工统计局 (BLS)

2 月份以来职业就业缺口有所恢复

- 与 4 月和 2 月的差距相比, 9 月和 2 月之间就业人数的百分比差值几乎减半。
 - 由 COVID-19 造成的 4 月份就业缺口超过了大多数职业 (除自然资源、建筑和维修业) 在大衰退期间的缺口。
- 服务业的就业人数出现了最大的复苏, 就业缺口从 4 月的-38.6%下降到 9 月的-15.0%。但这仍然是其他主要职业之中最大的缺口, 缺口一般在 10%左右甚至更低。

图 18 2020 年 2 月以来的累计就业缺口

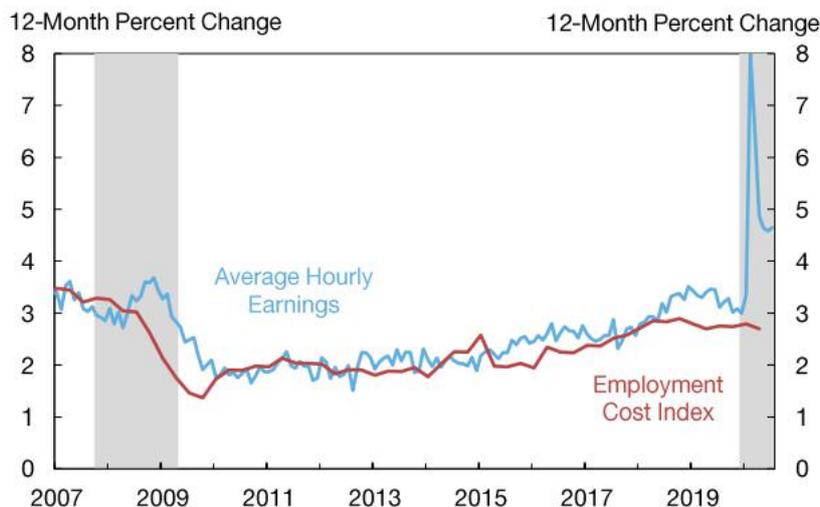


数据来源：劳工统计局 (BLS)

9 月平均时薪略有上升

- 平均时薪从 8 月份的 29.45 美元小幅升至 9 月份的 29.47 美元, 增幅为 0.07%。
 - 以 12 个月为基准, 平均时薪增长了 4.65%。
 - 过去几个月, 低收入部门的就业波动导致时薪增长出现大幅波动。
- 过去一个月, 平均周收入增长 0.35%, 从 8 月份的 1018.97 美元增至 9 月份的 1022.61 美元。以 12 个月为基准, 平均周收入增长了 5.57%。

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)。

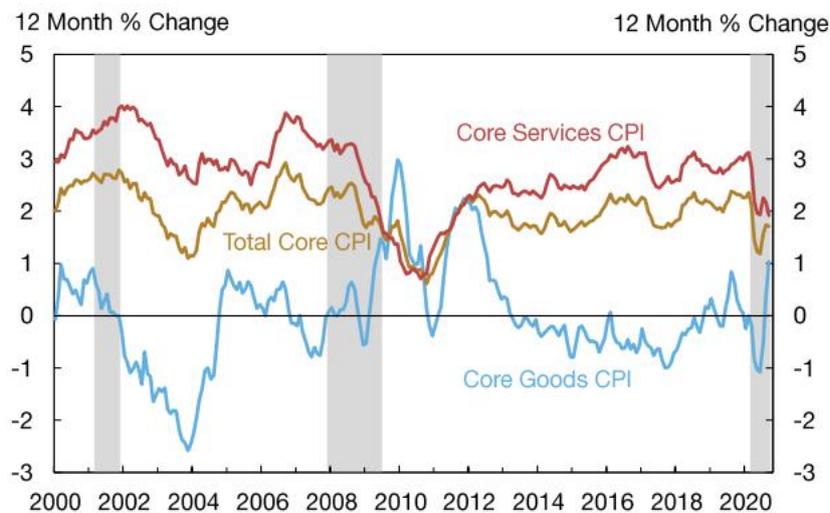
注：阴影部分表示 NBER 衰退。

9. 通货膨胀

核心 CPI 通胀符合预期

- 9月份的通胀报告虽然符合预期,但从通胀回归FMOC长期目标的角度来看,其中包含了一些不受欢迎的消息。
 - 核心CPI通胀率的12个月变化为1.7%,与8月份持平。
- 报告证实了核心服务业的弱点,特别是住房部分,自COVID-19大流行开始以来该趋势一直保持稳定。
 - 住房价格的12个月变化为2.0%,是2012年2月以来的最低水平。
 - 另一份强劲的核心商品价格报告弥补了这一劣势。然而,这是由单一类别商品(二手车和卡车)推动的,因此可能是暂时的。

图 20 CPI 通胀率: 核心商品和核心服务



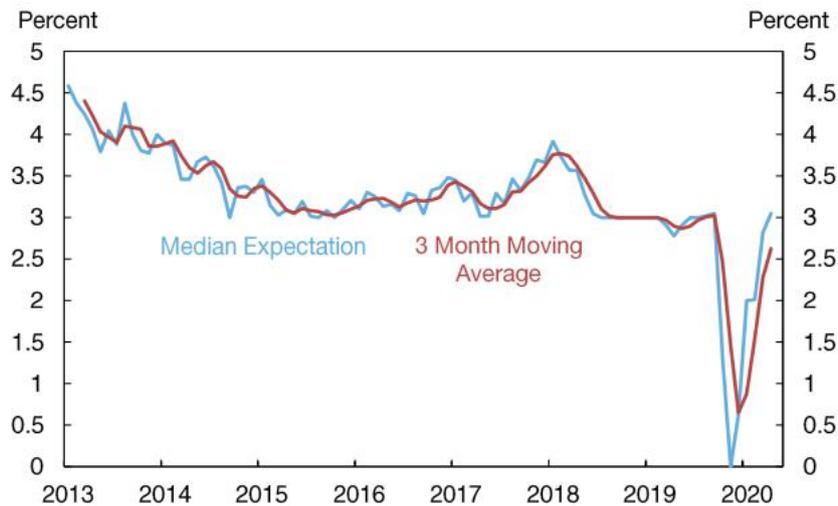
数据来源: 劳工统计局 (BLS)。

注: 阴影部分表示 NBER 衰退。

9 月份房价增长预期有所回升。

- 预期房价变化的中值从 8 月份的 2.8% 上升至 9 月份的 3.1%。
 - 该指数在 2020 年 4 月跌至 0% 的低点后一直处于上升趋势。
 - 目前的数据略高于 2019 年的均值 3.0%。
 - 增长预期在各人口群体中都是存在的, 其中南方人口普查地区受访者的增幅最大。
- 9 月份通胀预期中值保持不变, 一年期为 3.0%, 3 年期下跌了 0.3 个百分点, 回到了 7 月份 2.7% 的水平。

图 21 未来一年房价变化预期



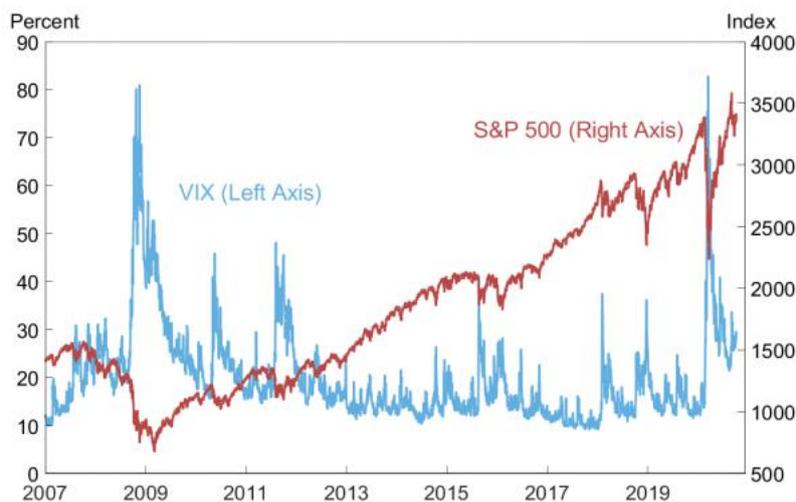
- 数据来源：劳工统计局（BLS）。
- 注：阴影部分表示 NBER 衰退。

10. 金融市场

美国股市仍接近历史高位

- 美国股市仍然接近其历史高位
 - 标准普尔 500 指数在 9 月 9 日至 10 月 7 日期间上涨了 0.6%。该指数较 3 月 23 日的近期低点上涨了 52.8%，但较 9 月 2 日创下的近期历史高点低了 4.5%。
 - 截至 10 月 7 日，该指数今年累计上涨 5.8%。
- 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。
 - 10 月 7 日，VIX 指数收于 28.06 点，远低于 2020 年 3 月 16 日创下的 82.69 的历史高点，但仍远高于其 2019 年年底的 13.78。

图 22 美国股市指数和波动率

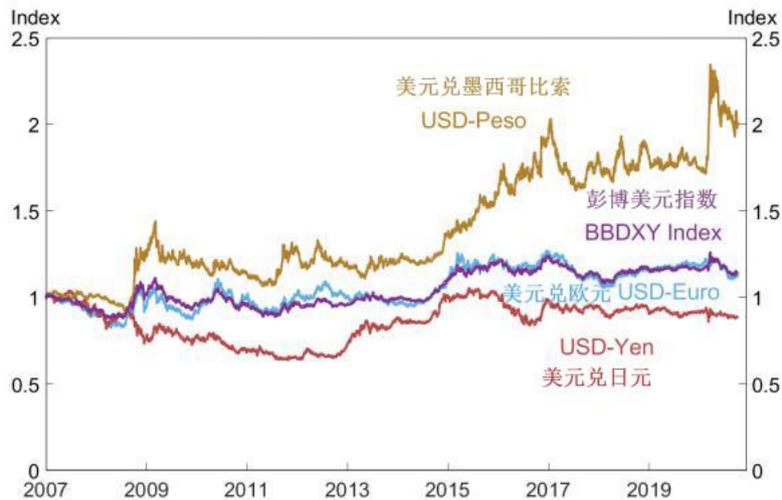


数据来源：彭博财经有限公司

美元外汇基本保持不变

- 9月9日至10月7日，美元兑一篮子全球货币的汇率上涨了0.3%。同期美元兑欧元升值0.3%，兑日元保持不变，兑墨西哥比索升值0.8%。
- 自2020年初以来，美元兑一篮子全球货币贬值了1.0%。

图 23 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，9月9日至10月7日期间，银行股上涨了2.6%，较3月23日的近期低点上涨了39.8%。截至10月7日，该指数今年累计下跌30.7%。
- XLF 金融部门的 ETF 在9月9日至10月7日期间保持不变，较3月23日的低点上涨了40.7%。截至10月7日，该指数今年累计下跌了19.2%。

图 24 美国银行股票表现



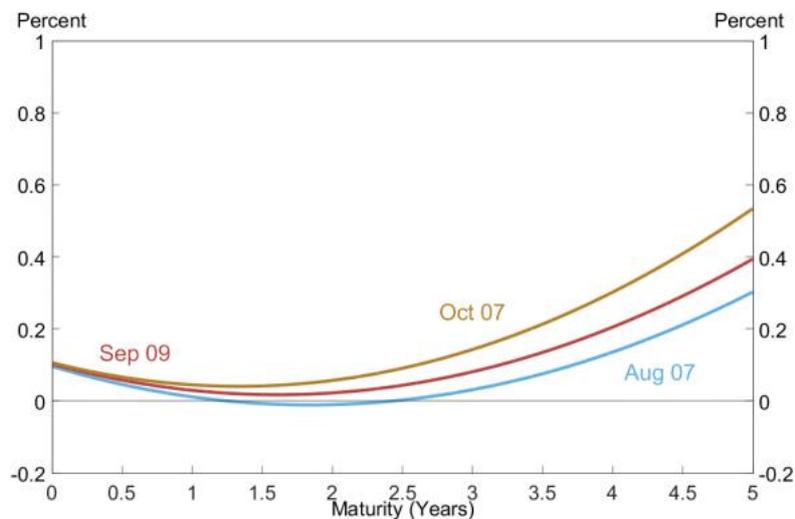
数据来源：彭博财经有限公司

注：开始日期 2007.03.01 取值为 1。

联邦基金的隐含路径保持不变

- 在 9 月 9 日至 10 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。
- 市场暗示的走势接近 FOMC 对 2020 年 9 月以来的经济预测总结和纽约联储从 2020 年 9 月开始对一级交易商调查结果的中间路径。

图 25 预期联邦基金利率



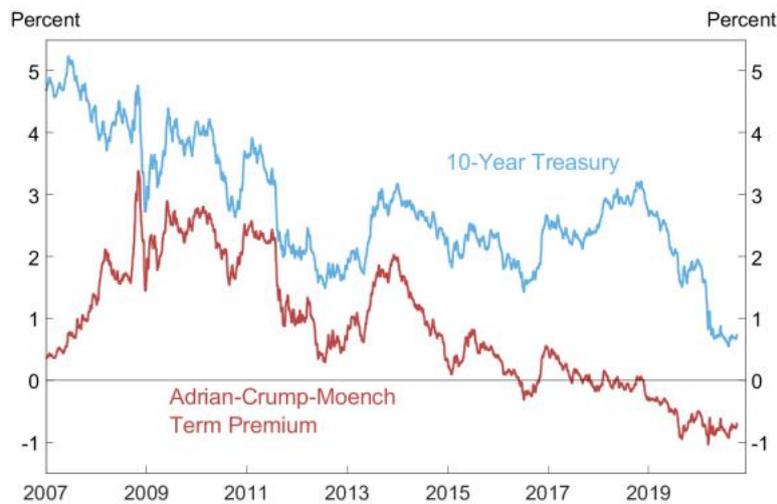
数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司

注：估计使用 OIS 报价。

长期国债收益率上升

- 长期美国国债收益率在过去一个月略微上升。
 - 在 9 月 9 日至 10 月 7 日期间，10 年期国债收益率上升了约 6 个基点。
 - 与 2019 年底相比，10 年期国债收益率降低了约 120 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 9 月 9 日至 10 月 7 日上升约 8 个基点。

图 26 10 年期美国国债和期限溢价



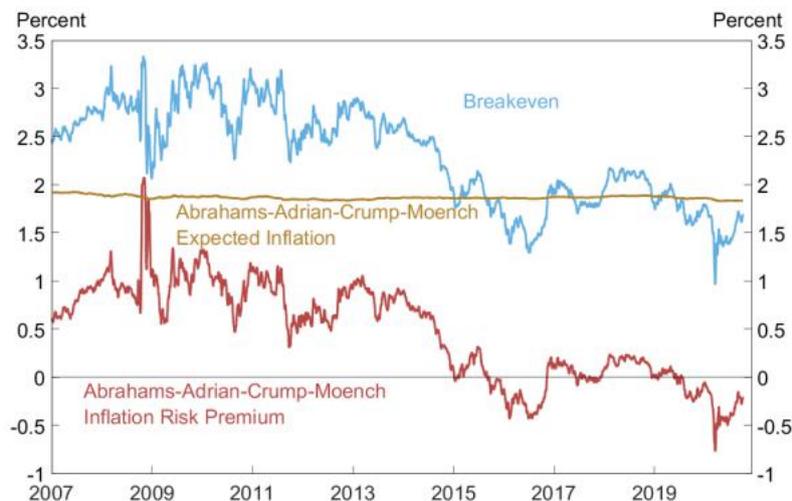
数据来源：纽约联邦储备银行计算；Fed。

注：5 天移动平均线，零息债券收益率。

盈亏平衡通胀率保持不变

- 市场隐含的基于 TIPS 的长期通胀预期（盈亏平衡，breakevens）基本保持不变。
 - 截至 10 月 7 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 1 个基点。
- 根据 Abrahams-Adrian-Crump-Moench 模型，通货膨胀风险溢价也基本保持不变。
 - 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 1 个基点。

图 27 5-10 年远期分解



数据来源：纽约联邦储备银行计算；FRB。

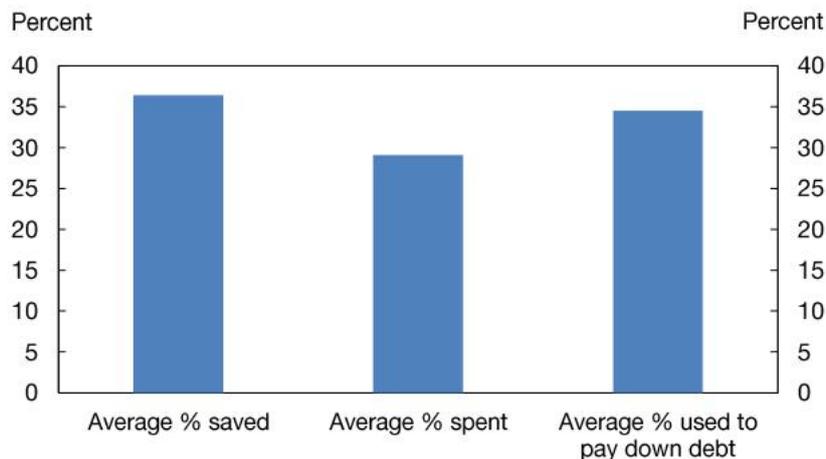
注：5 天移动平均线，零息债券收益率。

11. 特殊主题：刺激资金

家庭如何使用他们的刺激资金？

- 6 月份，在纽约联邦储备银行消费者预期调查（SCE）的一个特殊模块中，89%的受访者表示，他们的家庭收到了一笔经济影响款项，平均金额为 2400 美元。
- 截至 2020 年 6 月底，刺激款项中相对较小的一部分（29%）用于消费，36% 用于储蓄，35%用于偿还债务。
 - 非白人、没有大学学历、低收入家庭的受访者以及自疫情开始以来遭遇就业负面冲击或收入下降的家庭，更有可能使用更大比例的付款来偿还债务。
 - 对于不太受到现金约束的受访者来说，储蓄占主导地位。

图 28 家庭对刺激支票的使用情况

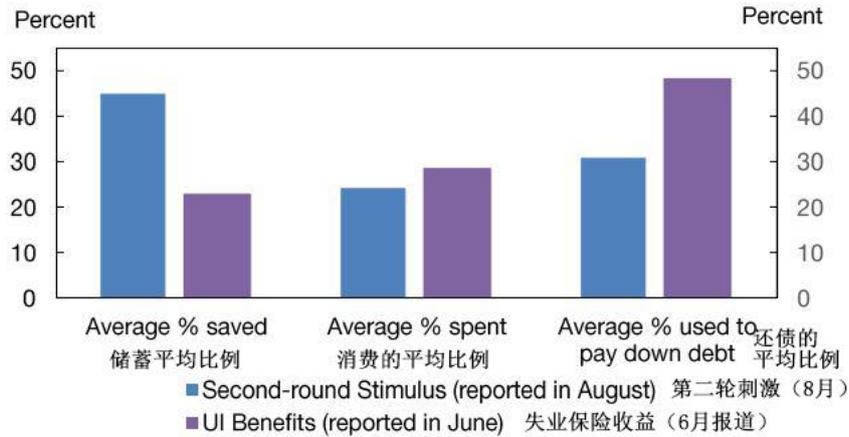


数据来源：纽约联邦储备银行消费者预期调查（SCE）。

使用第二轮付款和 UI 支票

- 潜在的第二轮刺激款项的预期用途报告显示，边际消费倾向（MPC）甚至更小，家庭预计将使用更多的资金来偿还债务。
- 失业保险（UI）支票中用于偿还债务的资金平均份额（48%）远远高于经济刺激计划支票中报告的份额。
 - 这可能是那些有失业保险支票的人更有可能受到信贷和现金约束。
 - 失业保险支票的边际消费倾向为 29%。
- 那些参加债务减免计划的人，平均来看，使用第一笔刺激款项中较大的份额来偿还债务，而（获得抵押贷款减免的人除外）将较少的钱直接用来消费。

图 29 潜在第二轮付款的预期用途



数据来源：纽约联邦储备银行消费者预期调查（SCE）。

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

美国大选后美欧贸易政策预判

Uri Dadush and Guntram B. Wolff/文 母雅瑞/编译

导读：拜登必须要决定在多大程度上改变美国过去四年的主要贸易政策。美国与欧盟迅速恢复全面贸易谈判的可能性不大，美国将继续专注于与中国的竞争。但尽管如此，欧盟和美国仍有可合作的领域，尤其是在世界贸易组织的改革方面。编译如下：

即使在英国脱欧之后，欧盟与美国的贸易和投资关系仍然可以说是世界上最紧密的。2018年，美国与欧盟（不包括英国）之间的贸易总额约为1万亿美元，比美国与中国的贸易总额高出约三分之一。欧盟27国与美国的双边直接投资存量超过4.5万亿美元，美国和中国的双边直接投资存量与其有着巨大的差距。尽管欧盟的成员国在贸易政策上经常会有不同的立场，但显然欧盟和美国的关系经历了长期的考验，并有继续加深的迹象。然而过去四年，总统特朗普制定了严格的交易型贸易政策，其执着地强调减少双边赤字，这一政策可以说已经基本上构成了有管制的贸易，而这与美国和欧洲共同制定的多边贸易规则中的非歧视原则截然相反。

“特朗普总统采取了严格的交易型贸易政策，其执着地强调减少双边赤字，这一政策基本上已经构成了有管制的贸易。”

这不仅仅是政治机会主义，也反映了美国总统及其顾问的深刻信念。几乎可以肯定，特朗普的再次当选会强化他之前所确立的贸易趋势。与特朗普相对立的总统候选人拜登在民意调查中遥遥领先，但即使特朗普的竞选活动受到了他感染COVID-19的影响，也不能确定拜登最终是否获胜。美国所有的贸易伙伴目前都面临着这样一个问题：如果美国的领导地位发生了改变，这将会带来什么？

奥巴马-拜登政府的历史，和拜登在参议院支持主要贸易立法的长期记录，包括了北美自由贸易协定，乌拉圭回合和对华永久的正常贸易关系，这可能意味着拜登在贸易政策上会回归到更传统的做法，但这种期望单单从字面上看是不现实的。贸易政策并不是在真空中存在的，过去的四年里，美国内外都发生了很大的变化。我们将指出如果拜登担任美国总统，其政府必须面对的三个重大转变，这些转变对美国和欧盟的关系具有重要的影响。

- 在美国政界，中国被视为是一个强大的地缘政治和拥有先进技术的对手。这不是什么新鲜事，但在特朗普的领导下，中美关系已经恶化到接近历史最低水平。
- 由于美国种族、宗教和社会经济背景的驱动，其国内收入不平等的急速加剧和个人政治身份的强化，导致目前美国政治上呈现了前所未有的两极分化。而特朗普更是火上浇油，加速了该现象的形成。

- COVID-19 造成的经济破坏以及其他后果，使美国的不平等和种族分歧的现象更加严重。
- “至少在一开始，拜登的第一要务是解决国内问题，而不是贸易关系。”
- 正如人们所预料的那样，拜登的竞选宣言突出和强调了这些问题。从欧盟及其与美国的贸易关系的角度来看，这三个转变意味着拜登将担任总统。
- 倾向于把解决国内的问题放在首位，而不是将贸易关系放在首位（至少一开始是这样），这种理念可能会持续到 2022 年 11 月的中期选举。这将与奥巴马-拜登的第一个任期相呼应，对于当时的美国来说，首要任务是处理经济大衰退造成的问题。奥巴马-拜登政府吸取了上世纪 30 年代的教训，抵制了贸易保护主义的复兴，但他们执政最初也搁置了新的贸易协定。
- 倾向于继续支持“购买美国产品”的政策（一种贸易保护主义的相对温和的表现，其在全球范围内以各种形式被广泛实施），且不太倾向于谈判新的贸易协定。在谈判时，拜登政府将坚持采取严格的保障措施，其中最重要的是那些保护美国工人的措施。
- 倾向于从与中国的地缘政治和技术竞争的角度来看待贸易关系，而不是像冷战时期那样，从北约安全保护伞的角度来看待贸易关系，因为后者将欧洲放在了优先考虑的位置。

比较特朗普或拜登获胜后的情景，可以从以下几个方面来考虑美国与欧盟的贸易关系：首先是两者之间的双边关系；其次是美欧与中国的关系；第三是多边合作，特别是如何应对影响世界贸易组织的危机。

美欧双边关系

在特朗普的第二个任期内，美国政府可能会加强对欧盟的怀疑甚至是敌视的政策。虽然特朗普在贸易方面基本没有实现自己的既定目标（贸易赤字，制造业的就业岗位持续下降），但我们的假设是，在没有选举问题的第二个任期内，他将加倍采用他的方法。目前贸易紧张的领域，包括铝和钢铁关税、数据隐私、数字税，以及围绕空客和波音补贴的长期争端，可能升级为一场全面的贸易战，其中包括对欧洲汽车征收关税，以及对共同农业政策的直接挑战。

毫无疑问，拜登担任总统将标志着欧盟与美国之间的紧张关系有所缓和，并恢复文明的谈判。在气候变化等这类重要的领域，大西洋两岸的态度将再次趋同。令人惊讶的是，与共和党的选民相比，民主党的选民支持贸易开放的可能性要大得多，虽然美国国会的情况并非如此。尽管拜登对许多“铁锈地带”的人很有吸引力，他过去也曾支持对钢铁征收关税，但基于第 232 条（国家安全），目前对钢铁和铝征收的关税办法很难与欧盟相兼容。拜登将会找到消除它们，或用其他机制取代它们的方法。对汽车征收关税的威胁肯定会被消除，一直以来这一做法都

受到了广泛的反对。拜登有爱尔兰血统，他说与英国的贸易协议应该以维护爱尔兰岛的和平为条件，从而符合耶稣受洗日协议。这通常被人们认为是他要求北爱尔兰和爱尔兰共和国之间继续开放边界，从而符合英国退出欧盟的协议。

“毫无疑问，虽然拜登会像特朗普一样继续对中国实施强硬的政策，但他会渴望以一种渐进的、谈判的方式恢复正常的贸易关系。”

然而，即使拜登成功竞选为总统，其就《跨大西洋贸易与投资伙伴关系协定》（Transatlantic Trade and Investment Partnership，简称 TTIP）等全面协议重启谈判的可能性也微乎其微。但是，在拜登任期的后期，随着 COVID-19 危机的消散，将有机会达成部分单一或多边问题的协议。假设能够调和欧盟国家的不同立场，那么互利共赢的领域就可能包括服务、医疗产品和环保产品的谈判。关于数字税和数据隐私的分歧可能会缩小。更重要的是，拜登对气候变化的深切关注为包括贸易在内的谈判打开了大门，例如在碳边界调整这一棘手的问题上进行协调。

中国

然而，在上述的这些谈判中，由于我们所概述的国内和国际变化，相比奥巴马或小布什政府，美国的政策可能会更苛刻、更缺乏灵活性，特别是其与中国日益加剧的竞争，这将继续作为地缘政治的主要参考点。

拜登和特朗普都认为，激起美国民众对中国日益增长的恐惧，符合他们的选举利益。然而，目前尚不清楚，这是否意味着美国大选后中美贸易战的升级。特朗普经常吹嘘他在与中国的第一阶段贸易协议上取得了成功（在我们看来，这是值得怀疑的），并表示如果再次当选，他打算达成一项更全面、更好的第二阶段协议。他对“世纪交易”的热情——解决最棘手的问题的神来之笔——很可能激励他努力工作，从而使中美关系更有成效。然而，如果特朗普与中国达成的下一项协议成为现实，他肯定会延续其“有管制的贸易”、“美国优先”的做法，这会进一步破坏多边贸易体系，并引发歧视欧洲企业的新担忧。

毫无疑问，在对中国采取强硬态度的同时，拜登将迫切地希望恢复正常的贸易关系，尽管可能是以一种渐进和谈判的方式。与共和党人相比，自认为是民主党人的选民对中国怀有敌意的可能性更小。正常化意味着美国将取消对美国从中国进口的 65% 商品的惩罚性关税（或近 4000 亿美元的中国商品），作为交换，中国对从美国进口的 57% 商品也将取消惩罚性关税，同时中国会加快其结构性改革。拜登很可能会决定让美国重新加入跨太平洋伙伴关系（现在的 CPTPP，由日本和其他十个太平洋国家组成）。TPP 是在奥巴马-拜登的第二任期内经过谈判达成的，其初衷是为了遏制中国，尽管 TPP 包含了一些新的特征，如对国有企业和电子商务的约束，但实际上它对美国贸易自由化的要求很少，而且它的实施对美国就业没有影响。这些因素可能会使拜登更容易重新加入 CPTPP。

与特朗普对欧洲的敌对态度不同，拜登担任总统的核心将是与盟友一起向中国施压，并要求中国进行改革，这也将是欧盟的一个机会。在涉及侵犯人权和中国科技公司建设通讯网络的问题上，不管是共和党人还是民主党人，大多数美国人都支持保持强硬的立场。

因此，欧盟面临的挑战将是，在考虑它与这两个超级大国之间的贸易和投资关系中的根本利益，和美国出于地缘政治和安全担忧而提出的要求之间进行协调。无论谁当选美国总统，欧盟国家对中国的不同立场都可能会加剧这一挑战。

世界贸易组织

世贸组织的危机早在特朗普当选美国总统之前就出现了，而且在可预见的未来中，无论谁当选美国总统，都不太可能得到解决。特朗普和美国贸易代表罗伯特·莱特希泽一直急于抛弃世贸组织的规则手册（不管莱特希泽怎么说），试图瓦解该组织及其争端解决机构。在特朗普的第二个任期内，美国很可能会要求包括欧盟在内的其他成员国单方面做出关税让步，从而加强对世贸组织的挑衅。这样的要求肯定会遭到拒绝，而拒绝的举动会铺平美国全面提高关税的政治道路。

相比之下，拜登可能会恢复更传统的谈判立场，即加强基于规则的世贸体系，维护世贸组织的豁免权，并在可能的情况下，不会对世贸组织的改革寄予过高的期望。具体来说，在拜登的领导下，美国可能会提出具体的建议，以帮助改革上诉机构的工作，同时作为交换，会允许其法官的更替。美国还可能会重新推动多边贸易协定，如果这些协定达到了临界规模，可能会在最惠国待遇的基础上扩大到世贸组织所有的成员国，甚至包括那些没有在该协定下作出承诺的国家。拜登倾向于在世贸组织内合作（这一立场在国会得到了两党的支持），可能会促进与欧盟和中国的合作。

综上所述，在拜登的领导下，欧盟在处理与中美两国的贸易关系方面的困境仍然存在，因为中美是两个地缘政治角色敌对的国家。至少在中国结构性改革取得重大进展之前，欧盟在技术上与中国脱钩的趋势可能会持续存在。在可预见的未来中，中国结构性改革的重大进展似乎不太可能出现。拜登担任总统会减弱美国对欧盟的敌对态度。然而，即便欧盟已经为谈判做好了准备（这一点值得怀疑），美国仍然不太可能有谈判空间和政治关注，来推动一场全面的贸易谈判，比如修订 TTIP。

美国可能会在许多损害美欧贸易关系的棘手问题上，采取潜在的更倾向于合作和建设性的立场，这些问题包括从卫生标准到补贴、数据隐私、碳边界调整和电子商务税，因此，对于欧盟来说，达成一个共同的立场将是当务之急。如果欧盟不能应对这一挑战，那么在拜登政府的优先事项中，他们将会把美国与欧洲的贸易关系置于更低的位置。

我们非常感谢 *Maria Demertzis, André Sapir, William Reinsch* 和 *Susan Schwab* 的宝贵意见。*Marta Dominguez* 也为我们提供了研究援助。

本文原题为“*What should Europe expect from American trade policy after the election?*”。本文作者是 *Uri Dadush* 和 *Guntram B. Wolff*。*Uri Dadush* 是位于华盛顿特区的 *Bruegel* 智库的非常驻学者，也是摩洛哥拉巴特新南方政策中心的高级研究员。*Guntram B. Wolff* 是 *Bruegel* 智库的主管，也是布鲁塞尔自由大学苏威布鲁塞尔学院国际顾问委员会的成员。本文是 2020 年 10 月 8 日发表在 *Bruegel* 智库全球经济与管理模块的研究文章。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

Bank for International Settlements (BIS) 国际清算银行

简介：BIS成立于1930年，是英、法、德、意、比、日等国的中央银行与代表美国银行界利益的摩根银行、纽约和芝加哥的花旗银行组成的银团。最初为处理第一次世界大战后德国战争赔款问题而设立，后演变为一家各国中央银行合作的国际金融机构，是世界上历史最悠久的国际金融组织，现成员国已发展至60家中央银行或货币当局。BIS服务宗旨为“促进各国中央银行之间的合作并为国际金融业务提供便利”，其工作文件对货币政策研究具有重大意义。

网址：<https://www.bis.org>

Brookings Institution (BI) 布鲁金斯学会

简介：布鲁金斯学会创建于1916年，总部在美国首都华盛顿特区，是一家研究公共政策的非赢利组织，被誉为最有影响力、最值得借鉴和最受信任的智库。其宗旨是开展高质量的独立研究，并据此提出具有创新精神和实用性的政策建议，以达到三个目标：捍卫美国民主；确保所有美国人获得经济繁荣、加强社会保障、维护公共安全带来的机遇；推进一个更加开放、安全、繁荣和合作的国际社会。

网址：<https://www.brookings.or.us>

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/>

Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) 纽约联邦储备银行

简介：纽约联邦储备银行(简称纽约联储，FRBNY)，成立于1924年，位于曼哈顿的金融区。它是美国联邦储备系统中最重要、最有影响力的储备银行，负责第二个储备区，在美

国的金融领域占据着举足轻重的地位。它有别于全美其他11个地区性银行，因其位处美国金融中心，直接执行中央政府的货币政策，进行大量的外汇交易，管理美国财政部很大一部分的债务。其工作报告对研究美国经济具有重大意义。

网址: <https://www.newyorkfed.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、无党派的美国家智库。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/>