CEEM | China External Environment Monitor 中国外部经济环境监测

总第 202 期 2020 年 11 月 30 日

全球智库半月谈

美国对华投资正变得愈发危险

暂缓 IPO 如何影响上市公司

影子银行的隐藏渠道

中国应对农村青年进行更多投资

重新考虑低利率时代的财政政策

从资产管理的角度看主权债务对南共体国家的启示

重新加入 TPP，CSIS 学者给拜登政府的建议和分析

本期编译 李佳欣 刘 铮

母雅瑞 熊春婷

徐懿凡 薛 懿

张舜栋 张子萱

（按姓氏拼音排序）

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

《全球智库半月谈》是由中国社会科学院世界经济与政治研究所的全球宏观经济研究室和国际战略研究组承担的编译项目，每半月定期发布。所有稿件均系网络公开文章，由项目组成员依据当前热点编译组稿。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

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

国际战略研究组

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

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

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

通讯地址：北京建国门内大街 5 号 1544　　邮政编码：100732

免责声明：

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

目 录

世界热点

美国的对华投资正变得愈发危险.....6

导读：通过全球资本市场和离岸金融中心，越来越多的美国资本流向了中资企业。但限于财政部既有的统计口径限制，美国政府迄今未能有效掌握美国对华投资的准确规模及流向。作者提出，美国政府必须尽快重视这一问题，从而更有的放矢地制定监管政策。

欧洲正在失去在全球价值链中的竞争力，而中国正在崛起.....10

导读：欧盟的经济地位在很大程度上归功于其所处的区域价值链和所融入的全球价值链。但欧盟在全球价值链中所起的的作用正在减弱，虽然欧盟与中国的贸易一体化在加强，但受益方主要是中国，欧盟的外部竞争力被削弱了许多。

重新加入 TPP，CSIS 学者给拜登政府的建议和分析.....18

导读：去年 11 月，15 个亚洲国家签署了一项影响深远的贸易协定，这让人们注意到了美国在印度-太平洋这一至关重要地区的重大经济举措中的缺席。这引发了对一个问题的思考，即特朗普总统在国内面临经济和政治挑战的情况下决定退出跨太平洋伙伴关系（TPP），而美国现在是否应该推翻该决策。

聚焦中国

中国应对农村青年进行更多投资.....21

导读：中国能否会像韩国和中国台湾那样发展成为高收入经济体，还是会像墨西哥或巴西那样陷入无法超越中等收入国家的困境？《看不见的中国：城乡差距如何威胁着中国的崛起》认为，中国目前的问题是缺乏受过良好教育的劳动力，因此无法利用自身已经取得的成功来实现下一阶段的阶梯式发展。

全球治理

从资产管理的角度看主权债务对南共体国家的启示.....24

导读：受新冠肺炎疫情、资本外逃和经济衰退的影响，南共体国家遭受了严重债务危机。本文从“债务占 GDP 比率”和“公共部门资产负债表”两个角度分析了南共体国家债务可持续性问题。此外，本文还评估了中国是否是南共体国家债务危机的主要来源，以及对其影响程度究竟几何。作者指出，解决短期流动性问题需要多边金融组织提供流动性支持，而解决长期结构性问题则需与多边开发银行、国外区域性及国家开发银行等耐心资本持有者开展多边合作。

经济政策

影子银行的隐藏渠道 42

导读：我们通过研究发现，银行正在通过租赁子公司向信用受限的企业客户提供信贷，以规避政府针对这些企业的信贷紧缩。这一现象妨碍了政府对产能过剩行业的融资制约，阻碍了货币政策的有效性。尽管这种监管套利的行为在宏观层面可能会引发系统性风险，但银行的理财子公司在微观层面的风险控制要比其他非银行关联租赁公司严格得多，这表明银行还是在通过这些子公司来支持风险较低的企业，并没有为了获取超额利润而放松信用审查。

暂缓 IPO 如何影响上市公司 45

导读：现存的相关研究因为无法试别 IPO 的时机问题所带来的影响而饱受质疑，而中国的 IPO 暂缓期为研究 IPO 对于上市公司的竞争作用（下文有定义）提供了一个独特的机会。我们计算了上海和深圳最近 3 次大规模 IPO 暂缓期内股票的投资回报率。我们也衡量了 IPO 的两种负面作用，其一是来自于直接竞争的竞争效应，其二则来自于上市对于相似企业投资机会的替代效应。我们发现弱势的企业更加会受到 IPO 的负面影响。

重新考虑低利率时代的财政政策 49

导读：本文重新审视了有关债务和赤字风险的传统观点，并指出在低利率时代下应当放弃债务占 GDP 比率指标，因为它在衡量国家财政状况时具有误导性。作为替代，作者提出了另外三种衡量财政状况的指标。第一种是存量-存量视角的债务占 GDP 现值比率，该指标显示，由于利率低于经济增长率，美国无需担忧当前债务状况；第二种是流量-流量视角下的实际利息支付占 GDP 比率，该指标在近年来近乎单调下降；第三种是财政缺口，即把债务占 GDP 比率稳定在当前水平所需要的财政调整规模。该指标虽然有较强的的政策指导作用，但因为预测的不确定性太大所以不够准确。作者认为，考虑到长期预测的主观性和不确定性，偿债额占 GDP 比率是减少不确定性和为制定最佳财政目标提供背景参考的最佳方法。

本期智库介绍 63

美国的对华投资正变得愈发危险

Derek Scissors / 文 张舜栋 / 编译

导读：通过全球资本市场和离岸金融中心，越来越多的美国资本流向了中资企业。但限于财政部既有的统计口径限制，美国政府迄今未能有效掌握美国对华投资的准确规模及流向。作者提出，美国政府必须尽快重视这一问题，从而更有的放矢地制定监管政策。编译如下：

近年来，对中国强硬的论调已经成为华府政坛的主流。然而相比之下，尽管狠话频出，但美国对华强硬的具体措施却要罕见得多——个中原因不言而喻，对中国采取真刀真枪的措施将给一些人带来实实在在的经济损失。可以这么说，如果我们要分辨出哪些人只是口头上表态要对华强硬以保护美国的国家利益的话，只需要查一查他在中国投资了多少真金白银就够了。

值得注意的是，尽管中美贸易战吸引了世界的目光，但美国企业的对华投资未必主要反映在双边贸易赤字上。对美国投资者来说，部分资金流向了在华的外资企业，部分资金流向了在美上市的中资企业。目前，美国国会对于加强在美上市的中资企业的监管及信息披露问题总体上持支持态度。然而，加强对在美上市的中资企业的监管，只能覆盖到美国对华投资的一部分。为了更好地保护美国的国家利益，我们有必要对广义上的美国对华证券投资（portfolio investment）施行全覆盖式监管。否则，中资企业将利用美国资本发展中国的科技，违反美国的法律，损害美国企业的利益，并使得中国政府及军队获益。

在这一领域，美国先前的外交政策无疑是失败的。究其原因，首先是有关部门对这一问题的无知。当前，美国政府针对美国资本广义对华投资的情况掌握地并不清晰，甚至不了解这些投资的具体规模。根据相关研究，美国当前的广义对华投资规模可能在一万亿美元左右，且在最近四年内增速十分迅猛，这与美国政府及立法机关所支持的大政方针是相悖的。在美国政府提出“通过支持美国企业以对抗中国”政策的大背景下，美国资本却在以相同（甚至更大）的力度资助中资企业，这显然是没有道理的事情。因此，我们的当务之急应该是彻底清查每一笔通过离岸金融中介从美国流向中国的投资。如果可行，我们也应当对既有的每笔美国对华投资进行登记，最起码应要求美国投资人申报海外投资的最终去向。在此基础上，我们才有可能制定相应政策以限制未来的美国对华投资。

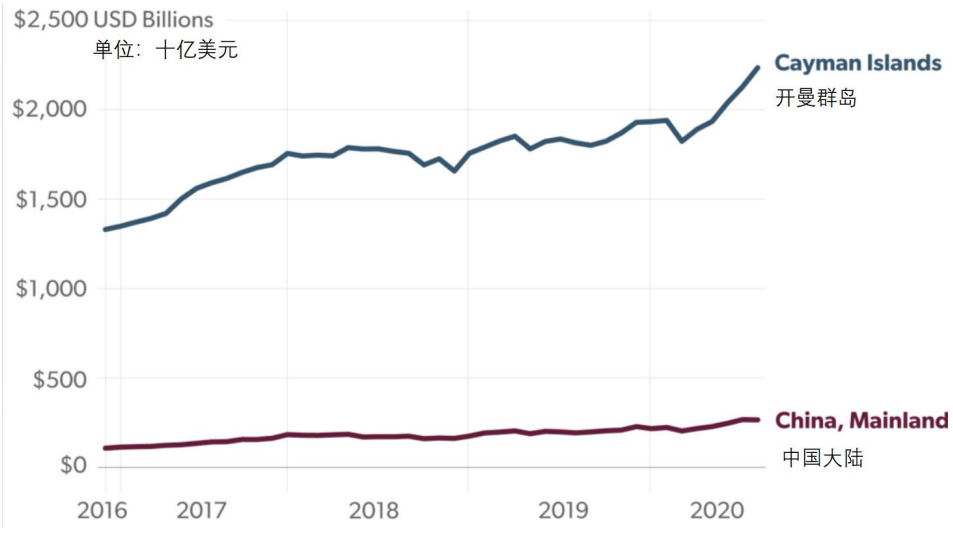
针对美国对华投资进行彻底清查的做法完全符合美国的国家利益。这既是因为对国家来说，投资的透明度要比投资的回报率更加重要；也是因为美国如今的对华投资规模已超过一万亿美元，这无疑对中国的发展和政权的稳固起到了支持作用。

在美国所有的对华投资中，直接投资（direct investment）只占据了一小部分。截至 2019 年底，美国对华直接投资的规模约为 1160 亿美元，若包含香港在内则为 1980 亿美元。相比之下，2019 年流经西半球所有离岸金融中心的投资额则高达 6560 亿美元，其中相当一部分投资的最终去向是中国。总的来说，直接投资在所有对华投资中的占比有限，但受到的讨论和监管却相当多。然而，占据了对华投资大头的证券投资（portfolio investment）所受到的关注却较为有限。除了在美上市的中资企业从证券市场获得的融资外，其他形式的证券投资几乎处于不受注意的自由状态。

美国财政部定期统计并发布美国投资者持有的海外证券、股票和债券情况。在 2016 年底，美国投资者所持有的流通于中国大陆的证券总量大约为 1010 亿美元，而到了 2019 年底，这个数字猛增至了 2220 亿美元。截至 2020 年 8 月，尽管受到了疫情冲击，但这一数字依然持续增长，达到了 2660 亿美元。显然，这样迅猛的增长态势与媒体所时常讨论的“中美经济冷战”的场景大相径庭。

然而，上述情况甚至还只揭示了真实情况的冰山一角。根据美国财政部的统计口径，当外国实体通过其注册于离岸金融中心的子公司对外销售有价证券时，与之相应的美国资本会被记为“对离岸金融中心的投资”，而非对该国的投资。在讨论对华投资时，这样的统计方法具有严重的误导性。根据财政部数据，截至 2020 年 8 月，美国对外证券投资的最大目的地分别是开曼群岛、爱尔兰和百慕大。其中，爱尔兰往往是对欧投资的中转站，流向百慕大的投资规模自 2016 年以来增长不大，但开曼群岛则应当引起我们的注意。自 2016 年以来，美国对开曼群岛的投资已猛增了近 9000 亿美元（见图 1）。

图 1 美国居民持有的海外长期有价证券规模情况



一般来说，大家通常认为流向开曼群岛的美国资本有相当一部分最终流向了在当地注册的中资企业，但这个比例具体有多大，随时间又发生了怎样的变化，研究界还未形成明确共识。在最新的一份研究（Coppola et al, 2020）中，作者进行了大量计算，试图将开曼群岛注册的企业一一匹配回它们所对应的注册于母国的母公司，并藉此对美国财政部的统计进行修正。尽管该研究势必存在偏误，但结论依然是惊人的。根据财政部的统计，2017 年底美国公民持有的发行于中国大陆的有价证券总量大约为 1630 亿美元，而根据该研究的估计，这一数字则高达 7450 亿美元。这一巨大鸿沟的背后，是中国允许部分企业采用协议控制 (VIE, Variable Interest Entities) 的股权结构。协议控制允许境外上市实体通过协议的方式控制中国境内运营的实体，这使之得以规避一些中国对外资的限制条款。VIE 架构最著名的例子，就是上市主体注册于开曼群岛的阿里巴巴。

尽管该研究（Coppola et al，2020）的数据只测算到了 2017 年，但如果将其结论的比例迁移至 2020 年，基于财政部的数据，我们可以推算出美国对华投资的总量很可能已事实上超过了一万亿美元。即便在最保守的口径下，这一规模也应超过了 9000 亿美元。

那么，这样的事实说明了什么问题呢？海量的美国资本通过开曼群岛及其他离岸金融中心流向了中资企业，而这些投资的具体规模和去向美国政府却不得而知。对华投资固然给美国投资者带来了丰厚的回报，但也从多个维度损害了美国的国家利益。具体而言，笔者认为有以下几个角度值得我们思考：

1. 在 2018 年，中国政府的公共安全支出为 2080 亿美元，而这背后就有美国资本的支持——在安防领域，以海康威视 (Hikvision) 和腾讯 (Tencent) 代表的科技企业为中国政府做出了巨大贡献，而他们通过中国境内及海外的资本市场，获得了大量美国资本的支持；
2. 在军工及国防领域，以中航工业、北方工业、航天科工集团为代表的龙头企业在资本市场获得了百亿美元规模的融资。而按比例估算，其中数亿美元的资金来自美国投资者；
3. 中国政府干预经济的重要媒介是国有银行。中国的几大国有银行在资本市场的融资规模高达万亿美元水平，而这些银行在多个领域损害了美国的经济利益。其中，美国资本为这些银行提供了数十亿美元规模的支持；
4. 中国的一带一路倡议涵盖了大规模的海外基础设施投资。从 2014 年至 2019 年，工程总规模约为 4250 亿美元。由于人民币并不是主流的国际货币，因此这些融资主要是以美元为中介进行的。可想而知，如果按照美国财政部的口径，截至 2020 年美国对华证券投资规模真的只有 2660 亿美元的话，那中国一带一路的工程体量一定会小得多；

5. 目前，国会正在讨论对美国本土的半导体制造业提供规模高达 220 亿美元的财政支持。但与此同时，我们应该注意到，中国的半导体龙头企业（如中芯国际）通过资本市场获得了超过 2000 亿美元的融资，其中不少来自美国投资者。如果是这样，美国政府为什么要一方面花费美国纳税人的税金资助美国企业，另一方面又放任美国资本流向中国的半导体企业？

说一千道一万，在中美交锋的时代背景下，美国政府依然未能准确掌握美国对华投资的确切状况，这实在无法令人接受。而要改变这一现状也不难，只要国会和政府顶住游说机构的压力，我们就一定能对现有的统计口径进行修正。良好的数据是决策的基础，为了制定更明智的政策，并对投资进行有效监管，我们必须充分重视这一问题，并有效掌握美国对华投资的确切状况。

本文原题名为“American Funding of China is Becoming Dangerous”。作者 Derek Scissors 是美国企业研究所（AEI）资深研究员，中国问题专家，《中国经济褐皮书》（China Beige Book）首席经济学家。在加入 AEI 之前，Derek Scissors 曾于美国传统基金会、乔治华盛顿大学、香港岭南大学和美国国防部工作。本文于 2020 年 12 月刊于 AEI 官网。单击此处可以访问原文链接。

欧洲正在失去在全球价值链中的竞争力，而中国正在崛起

ALICIA GARCÍA-HERRERO and DAVID MARTÍNEZ TURÉGANO/文 熊春婷/编译

导读：欧盟的经济地位在很大程度上归功于其所处的区域价值链和所融入的全球价值链。但欧盟在全球价值链中所起的的作用正在减弱，虽然欧盟与中国的贸易一体化在加强，但受益方主要是中国，欧盟的外部竞争力被削弱了许多。编译如下：

新冠肺炎导致源自中国的价值链中断和关键医疗物资短缺问题在全球范围内传播，而生产国加大出口限制更是雪上加霜。这些发展引发了一场关于经济体应对此类挑战的辩论。对于欧盟来说，这一讨论提出了一个重大问题:这个世界上工业一体化程度最高的地区和最大的出口国，是如何在大量产品上如此依赖中国的?哪些行业受影响最大，为什么?

为了回答这些问题，我们在这篇文章中着重探讨了欧盟在全球价值链中的作用及其外部竞争力。欧盟是全球价值链参与程度最高的地区，但这种参与程度——欧盟区域价值链以及全球价值链的参与——正在迅速萎缩，这一现象可能与欧盟单一市场的一体化息息相关。欧盟在全球价值链中的地位下降与技术创新和人力资本有关。从这两方面考虑，有初步证据表明，中国正在迅速追赶。

全球价值链以牺牲单一市场为代价与中国进行融合

全球价值链参与的一个最广泛的技术定义是：一个经济体出口的外国增加值（FVA）和由第三国进行再出口的国内增加值（DVX）之和占出口总额的百分比。这个指标代表了一个经济体在全球贸易网络中的地位。第一个组成部分 (FVA) 反映了一个经济体出口活动对进口的依赖程度，第二个组成部分（DVX）反映了一个经济体通过贸易一体化产生收入的能力。

根据这一定义，图 1 显示了 2014 年至 2018 年间美国、欧盟、中国和除中国以外的亚洲经济体在全球价值链中的参与水平及其变化。其中欧盟是全球价值链参与程度最高的地区，但也是参与度下降最快的地区。最值得注意的是，欧盟参与全球价值链的减少很大一部分源于单一市场。换句话说,欧盟区域内贸易一体化水平至少在附加值方面在减少（如图 2 所示，RVC）,而欧盟国家与其他国家之间的贸易水平一体化保持稳定（如图 2 所示，GVC）,这一贸易水平非常低。

图 1 全球价值链参与度

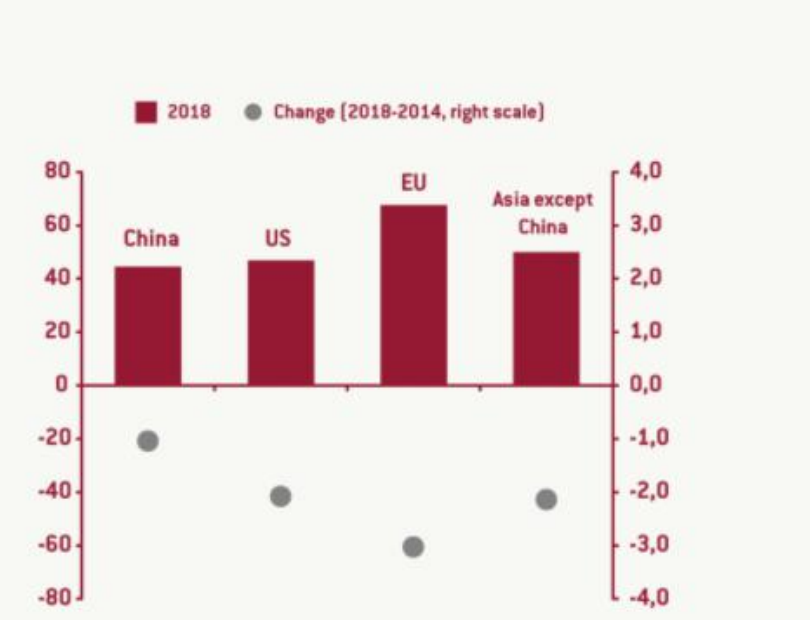
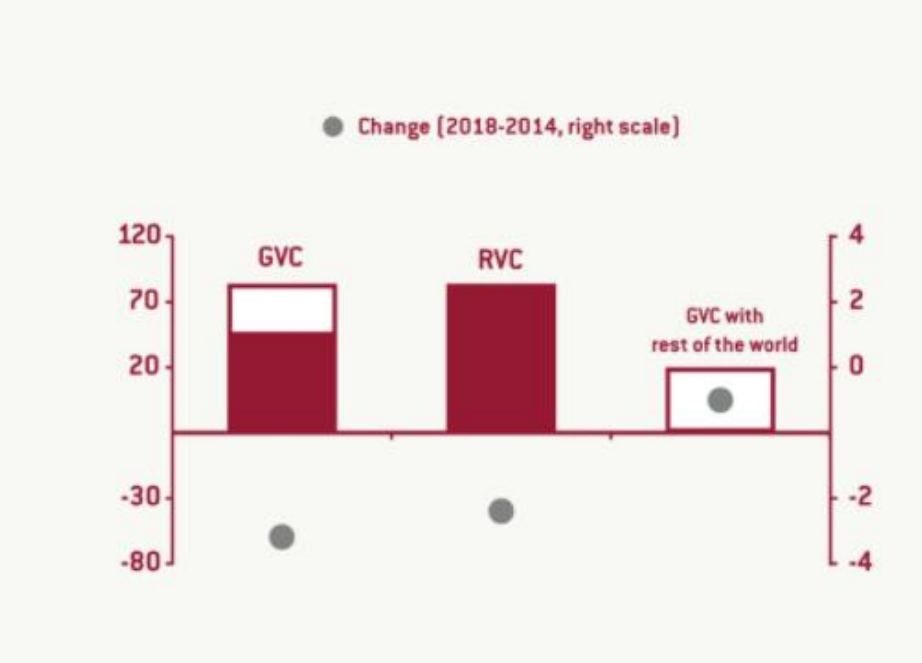


图 2 欧洲价值链参与度



欧盟与世界其他地区一体化保持稳定水平，主要得益于欧盟国家与中国之间的贸易联系不断增加，这表现为双方之间中间产品的交换不断增加。然而，这种一体化的好处主要流向中国。换句话说，欧盟出口商从中国进口的中间产品数量不断增加（图 3 中 DVX 的增长体现了这一点），而欧盟出口到中国出口的中间产品的数量在下降（图 3 中 FVA 的下降体现了这一点）。

图 3 中国/欧洲价值链融合度

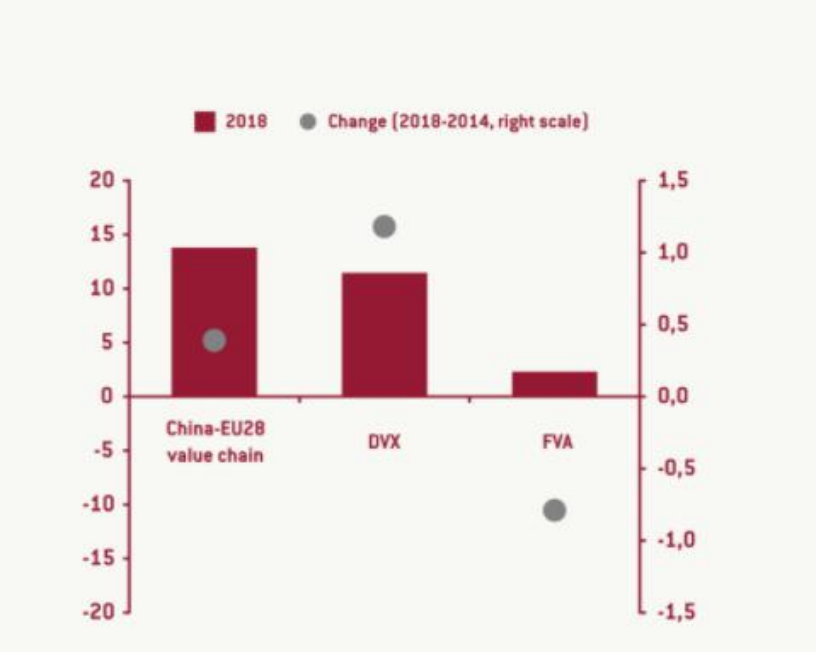
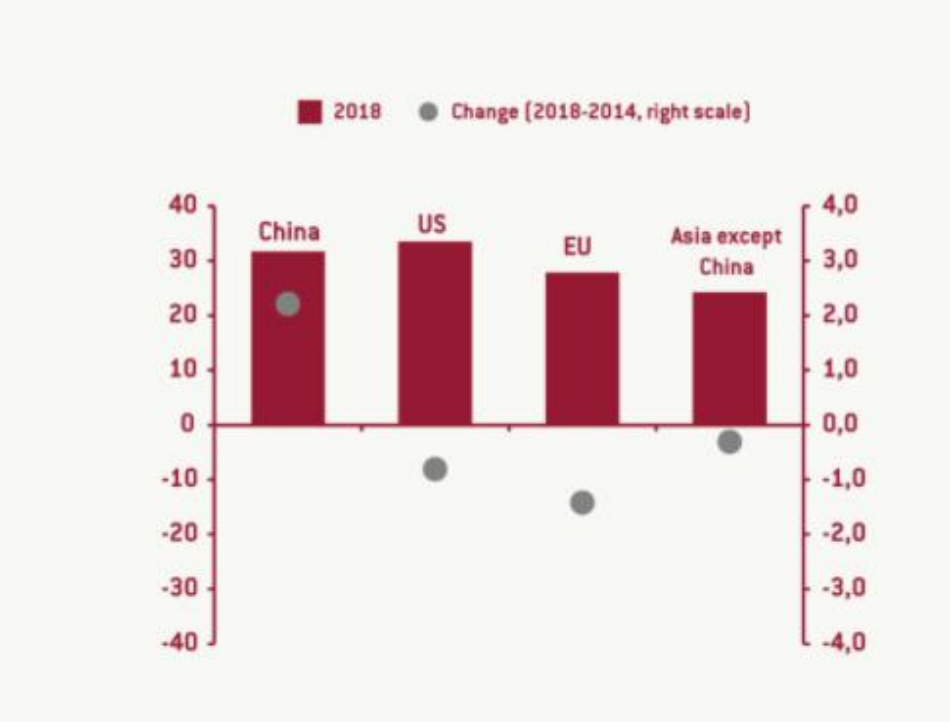


图 4 第三国出口商品的国内增加值



由此我们可以得出结论，中国对欧盟价值链的投入正日益占据主导地位，但由于中国对欧盟出口商的依赖正在下降，欧盟出口商正在遭受损失。这并意味着如果中国的产品在同等质量下更具价格竞争力，就会有收益。

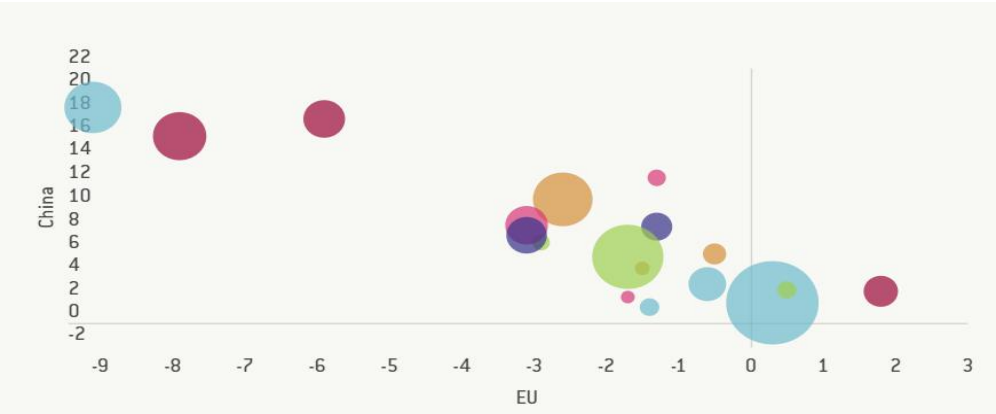
让欧盟国家尤为担心的是，中国的垂直一体化对欧盟中间产品出口能力的影响似乎大于其对美国或亚洲其他地区的影响（如图 4 中 DVX 份额的变化所示）。鉴于欧盟是中间产品的大规模出口国，这应该是欧盟的主要关注点，尤其是对于那些继续采用出口拉动模式的国家，例如德国。中国的垂直一体化将日益挑战这种以出口为主导的模式。

丧失竞争力失是解释这一问题的关键因素

欧盟全球贸易一体化程度下降最明显的原因是其在世界经济中的规模相对较小。然而，这似乎不是唯一的原因。虽然欧盟在全球制造业价值链中所扮演的角色大部分是因为欧盟国需求增长比世界其他地区需求增长低，但是约 25%是由其他因素造成的（与前文定义相比，此处使用了全球价值链的更广泛的定义）。在制造业价值链的不同生产阶段，欧盟市场份额的下降反映了这一点，这可能与丧失竞争力有关。在就业方面，2000 年至 2014 年间，欧盟制造业价值链参与度的下降导致欧盟国家失去了约 100 万个工作岗位。美国和日本也经历了类似的变化，与之形成鲜明对比的是，中国在参与所有制造业价值链的中都取得了显著收益。

一份更详细的分析数据显示，欧盟在不同领域的竞争力相对于中国发生了怎样的变化。图 5 比较了不同制造业价值链的市场份额变化对欧盟和中国全球附加值份额变化的贡献。每个气泡的大小代表了在最终产品生产的所有阶段所产生的附加值。

图 5 中国和欧洲在制造业价值链中的竞争力



Manufacture	Change 2000-2014, EU (pp)	Change 2000-2014, China (pp)
C10_12 Manufacture of food products, beverages and tobacco products	0.3	1.7
C13_15 Manufacture of textiles, wearing apparel and leather products	-7.9	16.1
C16 Manufacture of wood and of products of wood and cork, except furniture; manufacture of articles of straw and plaiting materials	-1.5	4.7
C17 Manufacture of paper and paper product	0.5	2.9
C18 Printing and reproduction of recorded media	-1.7	2.2
C19 Manufacture of coke and refined petroleum products		2
C20 Manufacture of chemicals and chemical products	-0.6	3.3
C21 Manufacture of basic pharmaceutical products and pharmaceutical preparations	1.8	2.7
C22 Manufacture of rubber and plastic products	-0.5	5.9
C23 Manufacture of other non-metallic mineral products	-2.9	7
C24 Manufacture of basic metals	-1.3	12.5
C25 Manufacture of fabricated metal products, except machinery and equipment	-1.3	8.3
C26 Manufacture of computer, electronic and optical products	-9.1	18.6

图 5 显示了中国与欧盟之间的强烈对比：中国在制造业价值链活动中获得更多竞争力（即正价值链参与效应），而欧盟在制造业活动中损失最大。与中国相比，欧盟的食品和制药行业仍具有相当竞争力，然而欧盟在大多数其它行业已处于劣势，无论其在这些行业掌握的技术水平有多高。

在纺织品和电子行业中欧盟竞争力的丧失尤为严重。面对低工资经济体所具有的竞争优势，纺织业的这种趋势是可以预料的，但电子行业的情况应该引起欧盟的关注。来自非欧盟经济体（主要以中国为主）的竞争日益加剧，导致进口电子产品的份额大幅上升，而欧盟电子产品出口在非欧盟需求中的份额则有所下降。这些发展意味着，欧盟制造商从全球电子产品使用量的大幅增长中所获得的收益比他们本应得到的要少，因为电子产品既是其他行业的投入，也是大众消费的投入。

此外，为电子产品的全球价值链做出贡献的商业服务业的附加值也有所下降。表 1 数据显示，电子产品供应向非欧盟经济体所引发的附加值再分配非常明显（表 1）。这一发现并非欧盟独有；美国和日本也存在类似情况。

表 1 电子行业价值链的竞争力

Country	Total contribution	1. Manufacturing value added			2. Non-manufacturing value added		
		1a. High-tech		1b. Low-tech	2a. Business services		2b. Other activities
		Electronics	Other		High-tech	Low-tech	
European Union	-8,1	-4,2	-0,3	-0,5	-0,9	-1,8	-0,4
United States	-7,9	-5,1	-0,5	-0,4	-0,6	-1,0	-0,2
Japan	-5,7	-2,8	-0,3	-0,6	-0,5	-1,1	-0,3
China	20,1	7,8	2,0	2,8	1,0	4,2	2,3
India	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Rest-of-World	1,5	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,5

Source: Bruegel based on Marschinski, R. and D. Martínez-Turégano (2020) 'The EU´s shrinking share in global manufacturing: a value chain decomposition analysis', National Institute Economic Review, 252. See also here.

注：2000 年至 2014 年间全球价值链附加值的变化，百分数。

中国取得成功的因素

针对上文中我们所描述的趋势，一些分析人士指出，中国存在潜在的不公平成本价格竞争，他们提出改善竞争环境和进入中国市场的重要性。然而，只要欧洲的相对竞争力还存在问题，这可能就只是一部分原因。事实上，中国的工资和劳动力成本多年来一直在上升，这意味着中国与发达经济体之间的价格水平差距在过去 20 年里显著缩小，没有迹象表明中国已经失去主要市场份额。此外，价格因素对高端行业的影响也越来越小。尽管这或许可以解释欧盟在纺织行业失去竞争优势的原因，但这无法解释电子行业为何遭受同样的损失。

人力资本和创新无疑是中国提高与欧洲出口产品竞争能力的主要因素。教育方面，中国明显与其他国家趋同，当然也与欧盟成员国趋同。特别值得一提的是，中国的平均受教育年限已经提高，而在 STEM（科学、技术、工程和数学）领域，中国毕业生的绝对人数现在已经相当于美国、日本和欧盟的毕业生人数之和。佩恩世界表格（Penn World Tables）的人力资本指数显示，中国的人力资本水平正在迅速接近欧盟国家的水平（图 6），但这一指标也表明中国人力资本水平仍远远落后于美国、日本和韩国。

与此同时，中国企业研发支出占 GDP 的比重已超过 2%（图 7），与欧盟持平。中国的人均收入还不到欧盟的一半，中国研发支出翻番这一情况更加令人印象深刻。自 2000 年以来，中国专利申请的全球份额也在稳步上升，2019 年欧洲专利局批准的专利申请在人工智能领域占 6%，在信息和通信技术领域占 11%。

图 6 中国的人力资本指数（HCI）

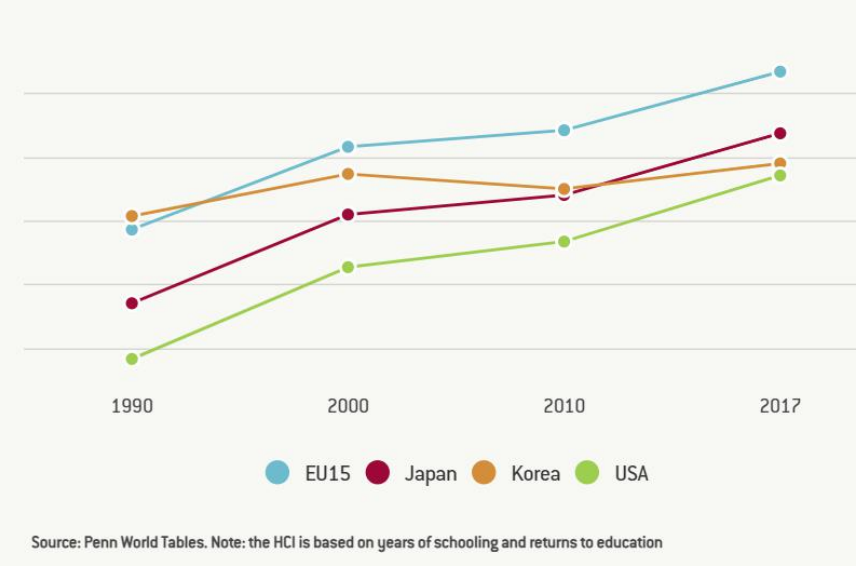
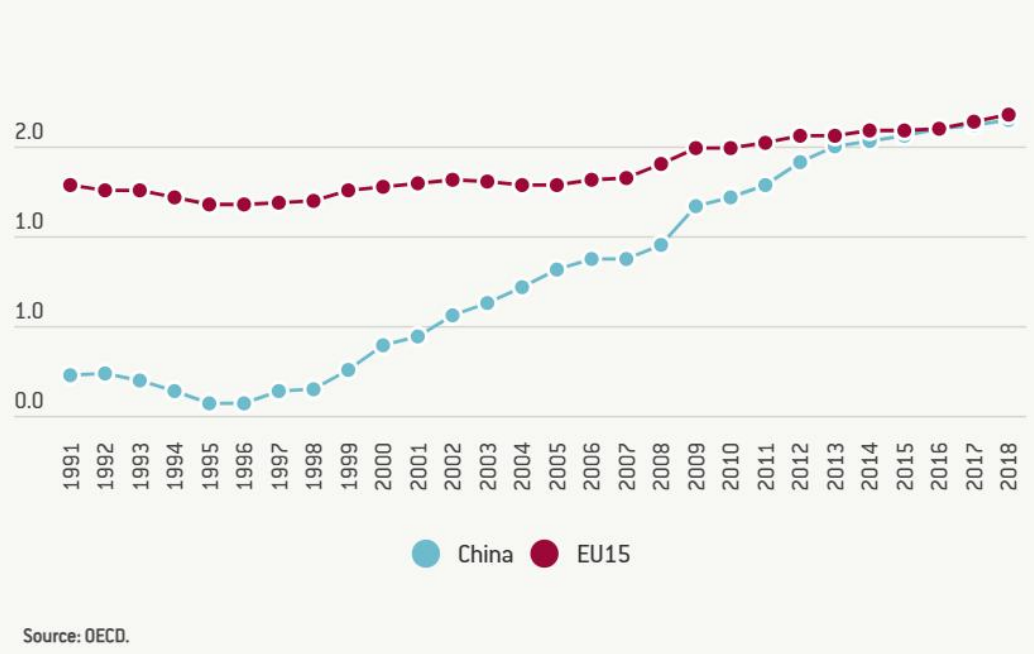
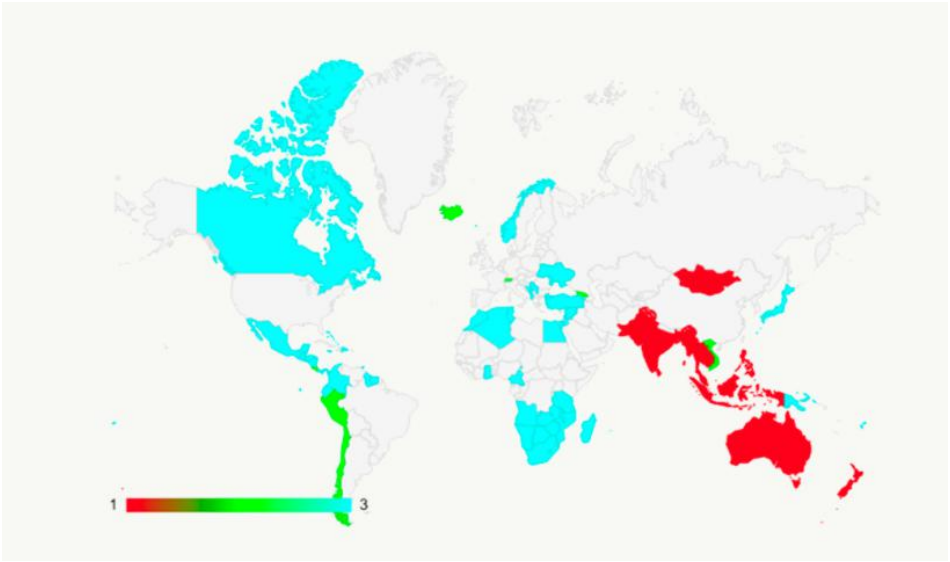


图 7 中国和欧洲的 GDP 中的在研发投入的国内支出



另一个关键因素是中国产品在全球市场的准入范围扩大。2001 年年底中国加入世界贸易组织（WTO）时，欧盟已经有 13 项有效的区域贸易协定。此后，中国签署了 15 项协议，欧盟又签署了 29 项。然而，欧盟的协议往往是针对较小的经济体。中国的经济表现明显好于其他国家，新贸易协议覆盖了全球 30%的经济规模和人口，而欧洲只有 15%。此外，中国协议涵盖的国家大多位于快速增长、人口密集的亚太地区，那里的中产阶级正在蓬勃发展（图 8）。中国和其他亚洲国家之间的大规模区域协议《区域全面经济伙伴关系协定》（简称 RCEP）进一步有利于中国。

图 8



结论

欧盟在经济上的重要地位很大程度上要归功于其建立了一个庞大而高效的区域价值链，同时它还将继续融入全球价值链。但欧盟在全球价值链中的地位正在下降。这在很大程度上可以解释为欧盟在全球经济中所占份额的减少，但显然这不是全部原因。事实上，单一市场内的下降趋势尤其明显，而欧盟与中国的贸易一体化程度也在不断增强，虽然这主要对中国有利，但却危及了欧盟的外部竞争力。

作为应对，各国政府和欧盟在许多领域都有操作空间，能在不扭曲公平竞争的情况下提高竞争力。例如，它们应重新调整教育、终身学习和积极失业政策的方向，以建立技术采用和创新的知识能力和技能，并增强对冲击的适应能力。其他非扭曲性政策应包括改进对研究、创新和数字基础设施领域项目回报的评估和协调，同时为发展这些活动提供坚实的法律基础和金融框架。

本文原题名为“Europe Is Losing Competitiveness in Global Value Chains While China Surges?”。本文作者是 Alicia García-Herrero 和 David Martínez Turégano。Alicia García-Herrero 是欧洲智库 BRUEGEL 的高级研究员，同时担任法国外贸银行亚太地区的首席经济学家和马德里政治智库 Real Instituto Elcano 的非常驻研究员。她主要的研究领域是货币政策、银行业、中国和新兴市场。David Martínez Turégano 获得了西班牙银行货币与金融中心（CEMFI）经济与金融硕士学位。他擅长进行应用宏观经济分析，最初在私人金融机构（bbva 等）的研究部门发展，后来在机构层面支持政策制定，曾是西班牙银行的经济学家。本文于 2020 年 11 月 27 日刊于 BURGEL 官网。单击此处可以访问原文链接。

重新加入 TPP，CSIS 学者给拜登政府的建议和分析

Matthew P. Goodman/文 母雅瑞/编译

导读：去年 11 月，15 个亚洲国家签署了一项影响深远的贸易协定，这让人们注意到了美国在印度-太平洋这一至关重要地区的重大经济举措中的缺席。这引发了对一个问题的思考，即特朗普总统在国内面临经济和政治挑战的情况下决定退出跨太平洋伙伴关系（TPP），而美国现在是否应该推翻该决策。编译如下：

问题概述

从与他国共同创立亚太经济合作组织（APEC）到 2016 年促成跨太平洋伙伴关系协定（TPP）圆满结束，25 多年来，美国一直是印度-太平洋地区经济一体化的倡导者。TPP 在几个方面都有利于美国的利益：它为美国的出口商在这个人口和经济活动约占世界一半的地区打开了新的市场；它也推进了美国所青睐的规则和规范；它还支持了美国在这一至关重要且有争议的地区中的战略目标，中国正在试图在这一地区取代美国的领导地位。

甚至在特朗普总统上任第三天宣布美国退出跨太平洋伙伴关系协定之前，该协议就已经在国内面临着严重的政治阻力。虽然跨太平洋伙伴关系协定曾是奥巴马-拜登政府推动的优先级项目，但 2016 年希拉里•克林顿（Hillary Clinton）反对该协议，理由是它并没有为美国的工人提供足够的支持。虽然民主党选民对贸易的支持越来越多，但利用贸易协定在国会上获得多数席位却越来越困难。

其他国家正在印度-太平洋地区推进区域贸易协定，而美国则面临着规则、规范和贸易模式的发展不利于其获得利益的风险。如果美国政府打算考虑恢复跨太平洋伙伴关系协定的后续协议（即泛太平洋伙伴关系全面进步协议，简称 CPTPP），那么所需的修改就必须得到美国国内关键选民和其他 11 个 CPTPP 国家的认可。

机遇

亚洲的盟友和其他合作伙伴很清楚，本届美国政府在上任的头几个月里，必须优先考虑应对大流行病的措施，并进行国内重建。不过，他们对美国的早日恢复和积极参与包括贸易协定在内的地区经济事务抱有很高的期望。亚洲每个国家都希望与中国保持良好的关系，但没有任何一个国家希望生活在中国的控制之下，他们将会欢迎美国参与到其地区的经济、军事和外交等各个领域中。如果您表示有意让美国走上加入泛太平洋伙伴关系全面进步协议的道路，那么该协议的现有成员国很可能愿意做出一些必要的修改，以获得您的批准。

决策

美国在印度-太平洋地区的盟友和伙伴希望尽早得到美国政府重新介入该地区计划的信号，特别是美国关于泛太平洋伙伴关系全面进步协议的意向。您可以重申您在总统竞选期间所表达的立场，即您对加入该协议持开放态度，但希望对旨在保护美国工人的协议文本进行一些重要的修改。或者，您也可以明确表示，您将优先专注于国内的事项，并将关于协议的决定推迟到至少 2021 年的秋季，届时您将参加年度亚洲峰会。或者您可以为该地区的伙伴提供另一种经济战略，包括更加限制的贸易目标，例如为数字经济建立规则和规范。

如果您选择表明有意加入泛太平洋伙伴关系全面进步协议，您可以通过表明您希望修改哪些条款，并与该协议的主要盟友和合作伙伴，特别是与日本、澳大利亚和新加坡进行磋商，从而为加入该协议奠定基础。在其他改变中，您可能需要:

- 基于美国-墨西哥-加拿大协定 (USMCA) 的标准来改进劳工和环境条款，一些泛太平洋伙伴关系全面进步协议的成员国，如日本和澳大利亚，可能会支持这些修改，而越南等其他国家可能会反对；
- 取消原来跨太平洋伙伴关系协定中对跨国公司的投资保护；以及
- 加强汇率条款，这可能遭到日本的抵制。

如果您表示将会推迟做出决定，这可能会破坏您所宣称的“美国将回到亚洲，并致力于与那里的盟友和伙伴合作”的可信度。在美国缺席的情况下，区域参与者将会推进其他的贸易安排：中国已经表示有兴趣加入泛太平洋伙伴关系全面进步协议（短期内不太可能，但这对东南亚来说是一个重要信号）；日本和澳大利亚有意将英国、韩国和菲律宾等美国的其他盟友拉入泛太平洋伙伴关系全面进步协议中；去年 11 月三个东北亚经济体签署了大规模的协议，在此支持下，中国方面可能会寻求为中日韩贸易谈判注入新的活力。

基于美国-墨西哥-加拿大协定和 2019 年 9 月的美日数字贸易协定所包含的规则，提出大力推进数字规则和规范，可能会在泛太平洋伙伴关系全面进步协议决定悬而未决之际，给地区盟友带来一些安慰。除此之外，还可以辅以其他经济激励措施，比如提供可信的方案以支持地区的基础设施投资，包括向新成立的美国国际开发金融公司（U.S. International Development Finance Corporation）提供贷款，以及加强对东南亚欠发达国家的建设。

无论您选择哪一种方案，您都应该要求政府进行组织改革，以便更好地将国内和国际经济决策联系起来。除了战略上的利益之外，贸易政策还可以通过创造新的增长点和更合适的规则来支持国内的重建，但只有在国内进行正确的投资，特别是在繁荣、有活力的劳动力市场中，以及增强美国创新优势的情况下，贸易政策才能在政治和经济上实现可持续发展。当前存在于国内和国际决策之间的

“竖井”应该被打破，从而实现一项全面的经济战略，为美国的劳动者带来利益，同时肯定美国在世界上的领导地位。

综上，供您参考的选择如下：

- 尽早表明有兴趣加入修改后的泛太平洋伙伴关系全面进步协议（CPTPP）；
- 将决定推迟，到秋季举办的亚洲会议后再做决定；
- 制定实现限制贸易目标的替代经济战略。

本文原题名为“Rejoining TPP”。本文作者 Matthew P. Goodman 是美国战略与国际研究中心（CSIS）的高级副总裁、政治经济学主席。该评论由战略与国际研究中心（CSIS）撰写，这是一个关注国际公共政策问题的私人免税机构。本文于 2020 年 12 月 1 日发布在“战略与国际研究中心”上。单击此处可以访问原文链接。

中国应对农村青年进行更多投资

Tianlei Huang/文 李佳欣/编译

导读：中国能否会像韩国和中国台湾那样发展成为高收入经济体，还是会像墨西哥或巴西那样陷入无法超越中等收入国家的困境？《看不见的中国：城乡差距如何威胁着中国的崛起》认为，中国目前的问题是缺乏受过良好教育的劳动力，因此无法利用自身已经取得的成功来实现下一阶段的阶梯式发展。编译如下：

中国经济增长的速度震惊了世界，目前中国已经跃升为中等偏上收入国家。现在的问题是，中国能否会像韩国和中国台湾那样发展成为高收入经济体，还是会像墨西哥或巴西那样陷入无法超越中等收入国家的困境？《看不见的中国：城乡差距如何威胁着中国的崛起》是一本内容丰富的新书，其作者斯科特·罗泽尔和纳塔莉·海尔不仅是学者，而且还是从业者。这本书认为中国目前的问题是其缺乏受过良好教育的劳动力，从而无法利用自身已经取得的成功来实现下一阶段的阶梯式发展。

《看不见的中国》的中心主题是中国正在面临着一场安静的人力资本危机，如果不及时进行政策调整，它可能会阻碍中国迈向高收入国家的进程。中国的人力资本水平在向高收入水平过渡之初就远远落后于成功的现代化国家，这是中国目前的主要挑战。如今，中国只有 30％的劳动力接受了高中教育，这是所有中等收入国家中最低的。

过去中国可以乘着制造业内低工资的阶梯轻松实现两位数的经济增长速度，但是那个时代已经结束了。经济上对低技能工人的需求正在逐日下降。结构性失业已经在上升，并且几乎肯定会恶化。这种“人力资本收益与人力资本需求之间的时间不一致”（第 162 页）是目前中国前进道路上的主要障碍。

解决中国人力资本危机的关键在农村青年身上，他们占了中国未来劳动力比重相当大一部分。中国农村被系统性地忽视了，不仅对大多数外部观察者几乎不可见，对中国国内的城市精英也几乎不可见。但是中国的这一“无形”存在的部分将决定其经济未来。作者及其斯坦福大学农村教育行动计划（REAP）的团队没有采取坐在象牙塔上为中国官员提供建议的做法，而是以更为实际和现实的方式实地帮助中国农村青年，并对他们的生活产生积极的影响。这就是使本书如此有意义的原因。

中国的人力资本危机是教育危机

中国农村教育的缺陷也是这场危机产生的原因之一，一些问题正在阻碍着中国的经济进步。虽然目前在中国中学教育是免学费的，但是许多农村青少年却被低技能工作的工资所吸引，放弃了可以增加其终生收入的额外教育。对于初中毕

业的孩子来说，高中的学费是他们家庭负担得起的。我完全同意罗泽尔和海尔提供的一种解决方案，这个方案是从巴西有条件现金转移中吸取的经验，那就是向中国农村家庭提供钱进而来让他们的孩子上学。

职业教育是在罗泽尔和海尔的分析中的另一个棘手问题。有力的证据表明，职业教育系统存在教学质量低下和课程设置过时的问题，这使学生的就业前景仅比初中毕业的学生的就业前景好一点。鉴于职业学校的平均辍学率高达 33%，这个现象就不奇怪了。在重新构建这类学校的建议中，罗泽尔和海尔认为应该为学生提供适应中国新经济所需的文化课技能，要求在职业学校教授文化课，并为他们提供进入高中的机会。

中国的人力资本危机也是健康危机

农村幼儿中隐藏的健康危机也削弱了他们在学校学习的能力。罗泽尔和海尔发现农村儿童存在三种常见的健康问题：缺铁性贫血、未被矫正的近视和寄生性肠蠕虫。他们估计中国农村地区约有 60%的小学生至少患有以上三种疾病中的一种。但幸运的是，我们可以通过每天给患病的孩子服用多种维生素、配一副眼镜和每年服用两次驱虫药来轻松治愈这些疾病。这些简单而廉价的解决方案可以极大地改善他们的学习情况。

在中国农村地区幼儿发育迟缓现象也很普遍，由于婴儿照顾者与婴儿的互动不足，这可能会导致其终生的认知问题。值得庆幸的是，作者及其在中国的团队一直在培训农村父母和祖父母“以如何能够促进其长期成长的方式照料他们的幼儿”（第 148 页）。希望该计划很快能在政府的支持下在全中国范围内大规模实施推广。

中国需要消除主要的结构障碍以加快人类资本积累

中国最近推出了一项到 2025 年达到高收入状态、到 2035 年国民经济产出翻一番的计划。但是罗泽尔和海尔认为三个主要的结构性障碍可能会阻碍中国为实现这一目标而需要迅速积累的人力资本：中国的户籍登记政策、财政支出在教育上的分散化以及对地方领导人的短期增长激励措施。

虽然我同意户籍制度给农村儿童设置了不必要的人为障碍，但我对财政集中化对教育的影响还不确定。由于中央与地方之间的信息不对称，突然让中央政府增加教育领域支出可能不会提高效率。从中央政府向地方政府进行更多的教育支出转移可能是一个更好的方法。

使看不见的中国更加可见是给中国农村带来显著改变的必要的第一步。罗泽尔和海尔的这本新书对这项工作做出了重要贡献。我衷心希望《看不见的中国》的中文译本即将出版，使之能够在华语世界吸引更多的读者。

本文原题名为“To Become a High-income Economy, China Needs to Invest More on Its Rural Youth”。本文作者 Tianlei Huang 是彼得森国际经济研究所的研究员。本文于 2020 年 11 月刊于 PIIE 官网。单击此处可以访问原文链接。

从资产管理的角度看主权债务对南共体国家的启示

Kevin P. Gallagher，王燕 /文 刘铮/编译

导读：受新冠肺炎疫情、资本外逃和经济衰退的影响，南共体国家遭受了严重债务危机。本文从“债务占 GDP 比率”和“公共部门资产负债表”两个角度分析了南共体国家债务可持续性问题。此外，本文还评估了中国是否是南共体国家债务危机的主要来源，以及对其影响程度究竟几何。作者指出，解决短期流动性问题需要多边金融组织提供流动性支持，而解决长期结构性问题则需与多边开发银行、国外区域性及国家开发银行等耐心资本持有者开展多边合作。编译如下：

摘要

南部非洲发展共同体（Southern African Development Community，SADC；以下简称南共体[1]）国家接连经历了新冠肺炎疫情、资本外逃和全球经济下行。这些外部冲击给该地区带来了迫在眉睫的债务危机风险。本文试图从两个角度探讨南共体国家债务可持续性问题，分别为传统的“债务占 GDP 比率”和“公共部门资产负债表”。此外，我们还评估了中国债务是否是南共体国家债务危机的重要来源，以及对其影响程度究竟几何。对于有必要进行债务重组的情况，我们提供了一系列可减轻陷入债务困境国家债务负担的潜在政策选择。首当其中，是从多边金融机构获取流动性支持。其次，为了解决长期结构性问题，南共体国家可以与多边开发银行、国外区域性及国家开发银行等耐心资本持有者合作。此外，还可以仔细探索、设计和制定创新型的再融资安排，包括但不限于“基于资产的再融资”和潜在的债务与气候互换。这些政策措施的优势在于它们能够在不损害一国信用评级的情况下为该国提供流动性。从长远来看，耐心资本是解决国家的结构性问题（例如，发展出口竞争力所需能力）的必要条件。

关键词：债务可持续性、债务重组、公共资产、公共物品、耐心资本、可持续发展

新冠肺炎疫情暴露了一个事实，即“超级全球化”使得在一国内部遏制危机变得不可能。多边国际合作不再是一种选择，而是一种必然。本文试图从两个角度探讨南共体国家债务可持续性问题，分别是传统的“债务占 GDP 比率”和“公共部门资产负债表”。此外，我们还评估中国债务是否是债务危机的重要来源，以及影响程度几何。对于有必要进行债务重组的情况，我们提供了一系列潜在的政策选择，以减轻陷入债务困境的国家的债务负担。

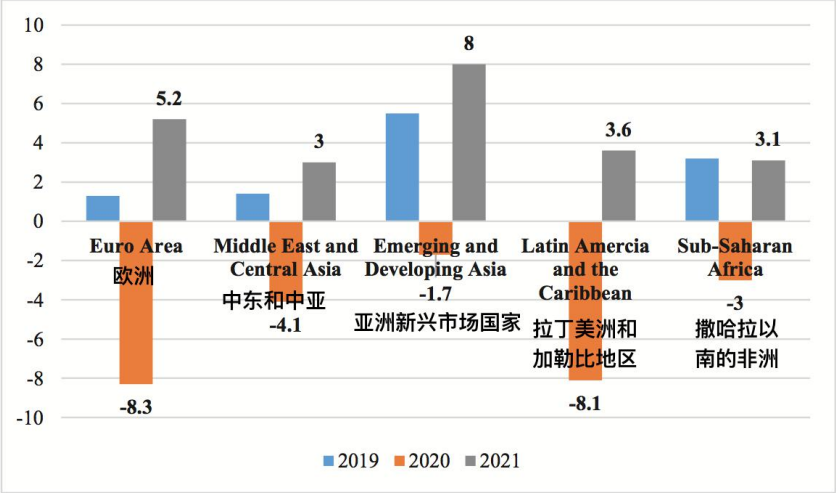
[1] 南共体包括 16 个国家，分别是多安哥拉、博茨瓦纳、科摩罗、刚果民主共和国、斯瓦蒂尼、莱索托、马达加斯加、马拉维、毛里求斯、莫桑比克、纳米比亚、塞舌尔、南非、坦桑尼亚、赞比亚和津巴布韦。

下文第 1 节概述了新冠肺炎疫情对南共体国家的经济影响。第 2 节回顾了与债务可持续性和《重债穷国倡议》（Heavily Indebted Poor Countries，HIPC）相关的文献。第 3 节采用了传统的“债务占 GDP 比率”来考查主权债务状况。第 4 节介绍了一种侧重于资产和负债的方法——“公共部门资产负债表”。第 5 节讨论了对可持续发展极为重要的耐心资本。第 6 节提供了一些潜在政策选择。

1. 新冠肺炎疫情的经济影响

受新冠肺炎疫情和封锁措施影响，世界经济遭受了二战以来最大的冲击。今年 3 月和 4 月，新兴市场和发展中经济体（Emerging Market and Developing Economies，EMDEs）出现了资本流入的“骤停”和前所未有的资本流出。根据国际货币基金组织 (International Monetary Fund, IMF) 2020 年 10 月的预测，2020 年全球经济增长率为-4.9%，较 4 月份的预测值调整了 1.9 个百分点。具体而言，发达经济体的经济增长率为-8%，新兴市场和发展中经济体的增长率为-3.3%。据估计，在所有新兴市场和发展中经济体中，非洲地区的经济增长率为-3%，与欧洲、拉丁美洲和加勒比地区相比，非洲地区的经济下滑较为缓和（图 1.1）。然而，疫情对非洲经济的影响可能被低估了。一些体量较小的经济体的经济萎缩幅度可能高达 7.8%，同时公共收入将下跌约 5%。

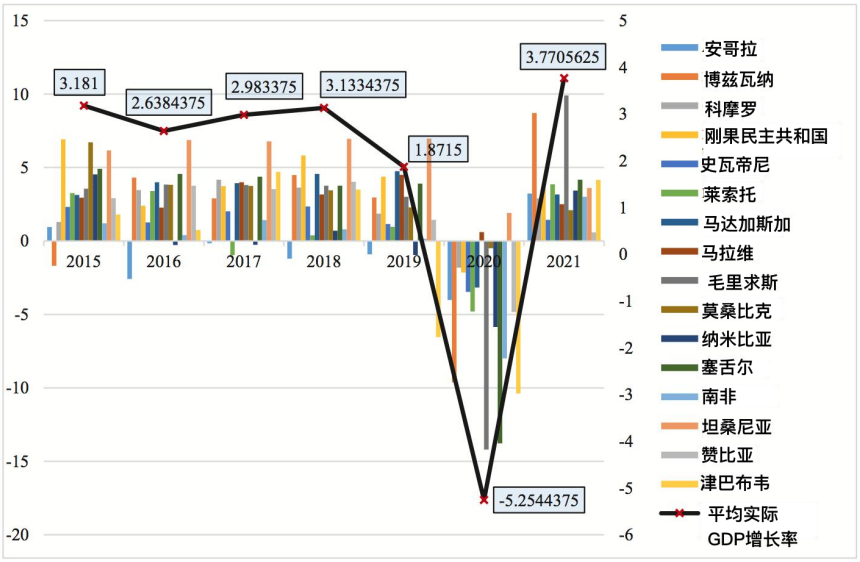
图 1.1 新兴市场和发展中经济体实际 GDP 增长率（%）



数据来源：IMF 世界经济展望，2020 年 10 月。

自从 2008 年成立自由贸易区（Free Trade Area，FTA）以来，南共体就是非洲区域内贸易额最大的经济体。根据 IMF 数据估计，南共体国家的平均 GDP 增长率将降至-5.25%。（图 1.2）尽管 IMF 对 2021 年南共体经济复苏状况做出了总体乐观的预测，预计其经济增速为 3.77%；然而，即使是在疫情之前，由于大规模融资需求导致公共债务迅速增加，南共体国家的发展前景已经面临挑战。

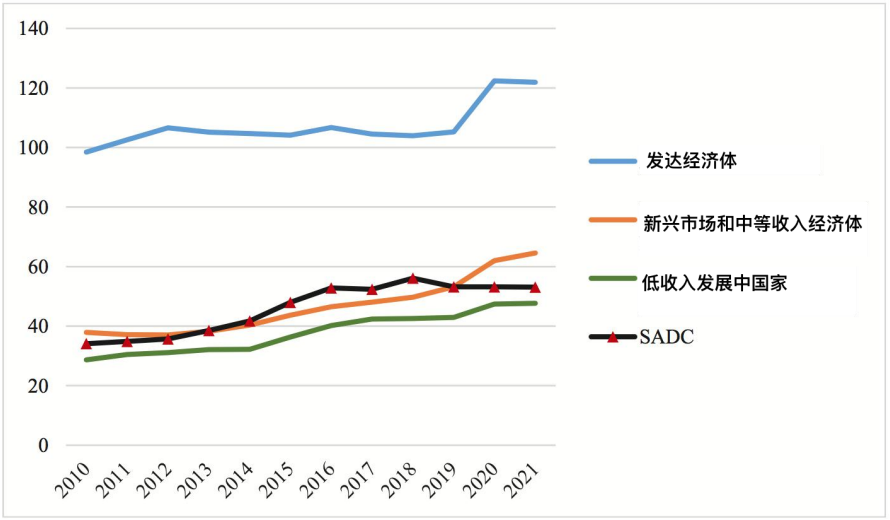
图 1.2 南共体国家的实际 GDP 增长率（%）



数据来源：IMF 世界经济展望，2020 年 10 月 17 日更新。

债务。本轮债务累积浪潮始于 2010 年，债务规模已经创下历史新高并在全球范围内蔓延。过去 10 年间，私营部门债务迅速上升，所有经济体的公共部门债务几乎翻了一番。（图 1.3）EMDEs 经历了几轮波动，债务占 GDP 的比例从 2000 年的 38%上升到了 62%。同样的趋势也出现在低收入国家，公共债务占 GDP 的比例从 2010 年的 29%上升到当前的 47%。

图 1.3 南共体和主要经济体债务占 GDP 比率

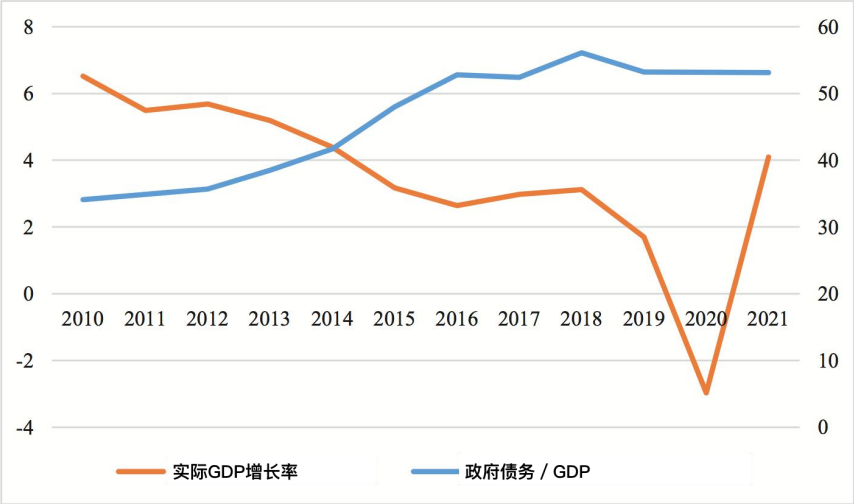


数据来源：IMF 和非洲开发银行。注释：出于数据可得性考量，我们采用了 IMF 的总债务指标，该指标的负债形式包括特别提款权（Special Drawing Right, SDR）、现金、存款、债券、贷款、保险、养老金、标准担保框架和其他可支付账户。南共体国家的政府债务占 GDP

比率数据来自 IMF 和非洲开发银行的社会经济数据库。两种指标计算的都是债务占 GDP 比率。

为了促进宏观经济稳定发展，南共体设定了政府债务占国内生产总值不超过60%的目标。根据非洲开发银行（African Development Bank，AfDB）的数据，该联盟一直保持在其目标范围内。（图 1.4）然而，近年来南共体经济增长放缓，政府债务水平却越来越接近预定目标。各国表现差异很大，有些国家的债务占 GDP 比率不到 15%，而另一些国家却高于 100%，如安哥拉和莫桑比克。赞比亚目前已接近违约，并正在与私人债权人和中国国家开发银行（China Development Bank，CDB）进行重组谈判[2]。

图 1.4 南共体国家的实际 GDP 增长率和政府债务占 GDP 比率

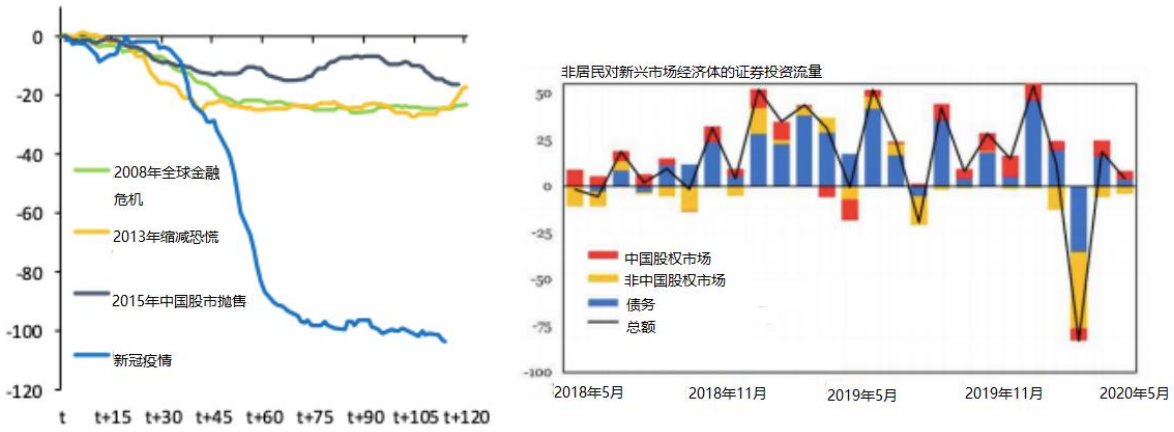


数据来源：IMF 和非洲开发银行数据库。注释：政府债务占 GDP 比率对应右轴，政府债务占 GDP 比率对应左轴。

资本流出。根据国际金融研究所（International Institute of Finance，IIF）的数据，今年 3-4 月，所有新兴市场都出现了“骤停”和前所未有的大规模资本流出。私人部门证券投资者的外逃趋势加剧了新兴市场和发展中经济体国家的流动性问题。（图 1.5）

[2] 根据赞比亚财政部长所称，赞比亚已于 2020 年 10 月 28 日和中国国家开发银行达成了一项债务延期协议。

图 1.5 流向新兴市场经济体的证券投资额（亿美元）



数据来源：IIF 2020。

2020 年 3 月和 4 月，流动性紧缩仅仅是对全球经济挑战的开始，它导致许多新兴市场和发展中经济体官方外汇储备流失和本币贬值。

疫情也并不是未来唯一的挑战。由于疫情和经济衰退的影响一直持续到 2020 年下半年及以后，主权违约率正随之攀升，债务重组的需求也变得更为紧迫。同时，全球变暖和气候变化也严重破坏了许多国家的生存环境。各界开始探讨诸如“基于资产的再融资”（Asset-based refinance，ABF）和债务与气候互换等新想法。

2. 债务可持续性指标：定义和利弊

本节简要回顾此前的债务浪潮以及相应时期的国际债务框架，并对传统指标进行评论。

2.1 债务可持续性：《重债穷国倡议》之前/之后

全球经济在 20 世纪 80 年代、90 年代和 2008 年经历了三轮债务危机和重组。2018 年，新兴市场经济体的债务总额占 GDP 比率接近 170%，这是一个历史性的峰值。尽管全球债务框架的体制性建设取得了一些进展，但并不充分，学届及公民社会对世界银行和 IMF 领导的全球倡议提出了一些批评。

首先，让我们回顾一下债务动力学背后的理论。Fischer 和 Easterly 用以下公式解释了债务动态：

$$d\text{的变化} = （\text{基本赤字}/GNP）-（\text{铸币税}/GNP）+（\text{实际利率} - \text{增长率}）\times d$$

（公式 2-1）

其中 d 为政府债务占 GNP 比率，或称债务比率。

作者提供了一个简单而直观的解释，即非利息赤字必须以新增债务进行融资，且规模必须超过中央银行创造的货币量。此外，名义利息支出必须以新增债务融资。从经验上讲，如果政府的基本赤字超过了它能获得的铸币税总额，并且

如果实际利率超过经济增长率（r>g），那么债务占 GDP 比率将继续飙升，直到公众认识到这种财政模式的不可持续性并停止购买政府债务，最终迫使政府改变财政政策。

然而，许多学者指出了上述公式的不足之处。

- 鉴于债务比率的分母是名义 GNP[3]，只要没有新的借款，债务比率就会随着通胀或实际 GNP 的增长而下降。这种债务动力学和财政可持续性很大程度上受到增长率（g）和实际利率（r）之差的影响。很多年以前 Corbo 等（1987）、Morley 和 Fishlow（1987）等学者就指出了这一点。
- 此外，上述公式的一个主要问题在于它完全忽视了一个国家拥有的公共资产，以及可能增加公共资产的储蓄和投资。它没有考虑政府干了什么、究竟是资助消费（如工资和养老金）还是资助公共产品投资、每美元债务的资本形成率是多少、投资的效益如何等问题（林毅夫和王燕，2017，第 64-67 页）
- 换而言之，该框架容易存在忽视政府生产性投资的偏见。对人力资本和基础设施的投资日后可能成为公共部门资产，并成为增强债务可持续性的缓冲垫（IMF，2018）。

2.2 三次债务重组浪潮

《重债穷国倡议》（Heavily Indebted Poor Country Initiative, HIPC）最初由世界银行和国际货币基金组织于 1996 年发起。该倡议旨在解决债务困境和减少贫困，并要求在保持宏观经济稳定和继续进行结构性调整的前提下，将重债穷国外债存量减少到可持续水平。2017 年修订前的版本要求重债穷国将外债净现值（Net Present Value, NPV）占出口比率降至 150%以下。

2005 年，随着减贫与债务减免紧密结合，《多边债务减免倡议》(Multilateral Debt Initiative, MDRI）为已达完成点要求的重债穷国提供了 100%的双边和多边未偿债务减免。截至 2006 年 1 月，有 19 个国家有资格获得 MDRI 减免。与此同时，这一计划标志着后 HIPC 时代的开始和对债务可持续性的重新定义。

2005 年 4 月，布雷顿森林机构为低收入国家制定了一个新的债务可持续性框架（Debt Sustainability Framework, DSF），其中包括达到完成点后的重债穷国。DSF 在 2017 年再次进行了修订，其核心在于将一个国家陷入债务困境的风险大小与该国的政策和制度水平（Country Policy and Institutional Assessment, CPIA）

[3] 在此我们暂时忽略国民生产总值（Gross National Product, GNP）和国内生产总值（Gross Domestic Product, GNP）之间的差别。

联系在了一起。这一修订的基础逻辑在于政策和制度表现更好的国家能够承受更高的债务负担（表 2.2.1）

表 2.2.1 债务可持续性框架与国家政策和制度评估

债务可持续性指标 (%)	强 (CPIA ≥3.75)		中 (3.25<CPIA<3.75)		弱 (CPIA ≤3.25)	
	旧版	2017 新版	旧版	2017 新版	旧版	2017 新版
债务现值 / GDP	50	55	40	40	30	30
债务现值 / 出口额	200	240	150	180	100	140
债务还本付息 / 出口额	25	21	20	15	15	10
债务还本付息 / 预算收入	22	23	20	18	18	14

数据来源：IMF（2017）。

然而，发展中国家政府及经济学家对 DSF 存在不满，因为违反这些基准的国家将被视为陷入债务困境，并因此失去在资本市场上借贷的能力。

- 2017 年版的 IMF DSF 被认为是“过时的”，因为它只针对“公共债务总额”，而忽略了许多政府以市场利率在国内外借贷的事实 (Pinto, 2019)。
- 我们认为，这一框架忽视了公共部门资产，包括基础设施资产，因此存在反投资倾向。
- IMF、欧央行和欧盟委员会所建议的财政紧缩计划迫使希腊等危机国家“极度削减公共开支”，而“IMF 后来承认这种做法是错误的”。
- 此外，上述方法无法处理“资本账户自由化”条件下的大量资本流入和流出问题，后者导致外汇储备迅速下降和本币贬值。在这方面，中国 40 年来避免金融危机的经验值得研究。在每一个危机时期（1998 年、2008 年和 2009 年），中国都使用扩张性的财政和货币政策来支持基础设施和社会支出方面的公共投资。到目前为止，中国还没有完全放开资本账户。（Gallagher 等，2014）
- 另一方面，2012 年前总部位于华盛顿的国际金融机构推动“资本账户自由化”的做法导致了一些国家的金融危机（Ostry 等，2016；Gallagher，2015）。因此，新兴市场经济体必须对发生在 2020 年 3 月和 4 月的“资本外逃”保持警惕。正如克里斯蒂娜·拉加德 2012 年 11 月 14 日在马来西亚吉隆坡的演讲所提出的，在危机期间“临时资本管制可能是有用的”。

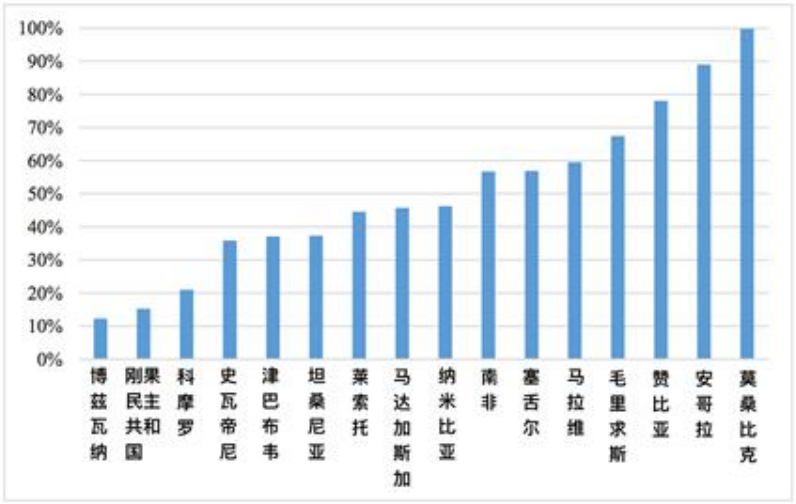
3. 南共体国家债务可持续性评估：包括中国在内的所有债权人

本节我们首先对传统的“债务占 GDP 比率”指标进行描述性分析，然后做出评论。第 4 节将介绍另一种衡量政府净资产（资产减负债）的方法。

3.1 主权债务数据库和南共体数据分析

利用国际货币基金组织 2018 年全球债务数据库（Global Debt Database, GDD），我们发现四个南共体国家的债务水平超过了 60%。当然，正如我们此前指出，债务占 GDP 比率并非衡量债务可持续性的唯一标准。（图 3.1.1）

图 3.1.1 南共体国家政府债务占 GDP 比率（%，2018）



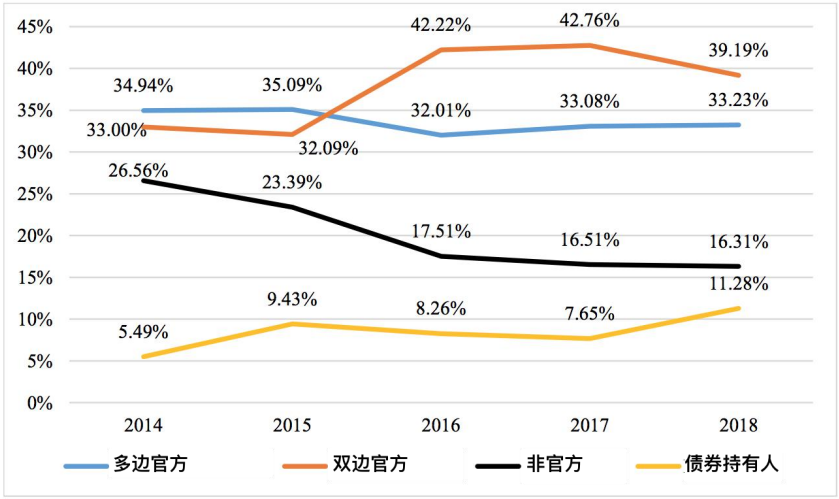
我们利用《债务偿还暂停计划》（Debt Service Suspension Initiative, DSSI）提供的国际债务数据库对 9 个南共体国家的外债进行了研究，初步结果如下。即使没有疫情影响，过去几年的债务累积也已对债务国构成了警告。2014 年，9 个国家的债务总额为 655.4 亿美元，到 2018 年超过 860 亿美元。此外，各国债务水平不尽相同。在南共体 9 个国家中，安哥拉负债最多，2018 年债务总额超过 390 亿美元。与此同时，赞比亚、莫桑比克和坦桑尼亚过去几年的债务总额都超过 100 亿美元。其他国家的外债总额相对较低。（图 3.2.1）

尽管存在相似之处，但南共体国家的主要债权人类型有很大不同。一般来说，多边和双边的官方部门是主要债权人，占南共体国家外债总额的 60%以上。一个有趣的趋势是，近年来非官方债权人的负债比例在下降，但债券持有人的占比却在上升（图 3.1.3）。然而，债务问题因国而异。例如，对于安哥拉来说，官方双边债权人在总外债中的占比在下降，而非官方双边债权人的占比却不断增加。另一方面，一些低收入国家（如马拉维）80%以上的外债的债权人是世界银行的国际开发协会（International Development Association, IDA）、IMF 和非洲开发银行等多边官方债权人。

图 3.1.2 9 个南共体国家的外债总额 （十亿美元，2014 – 2018）

数据来源：世界银行-IMF DSSI 数据库，2020 年 10 月。

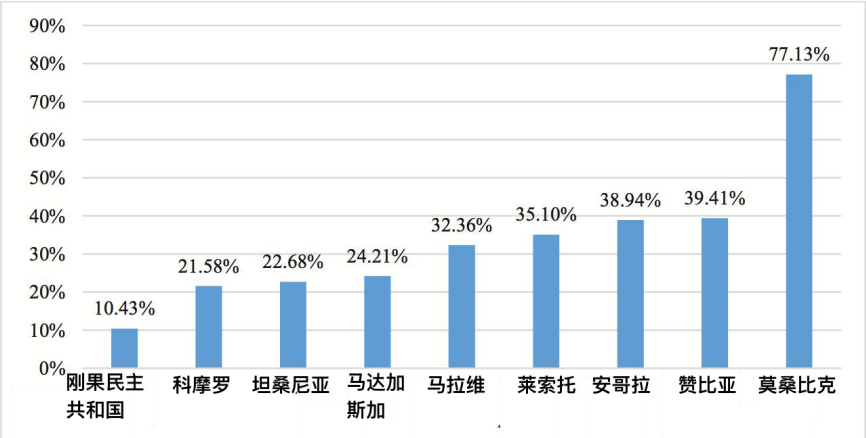
图 3.1.3 9 个南共体国家的不同债权类型在总外债中的占比（2014-2018）



数据来源：世界银行-IMF DSSI 数据库，2020 年 10 月。

我们还计算了 9 个国家的外债占 GDP 比率，发现平均值为 31.66%。然而这一数字在各国之间存在很大差异。莫桑比克的外债占 GDP 比率为 77%，而刚果民主共和国仅略高于 10%。（图 3.1.4）根据国际货币基金组织 2020 年 6 月对外债危机风险的评估，坦桑尼亚和马达加斯加属于低风险组别，刚果民主共和国、科摩罗、马拉维和莱索托风险较缓和，而莫桑比克（以及安哥拉）则被视为处于债务困境的国家。

图 3.1.4 南共体国家外债 / GDP（2018）

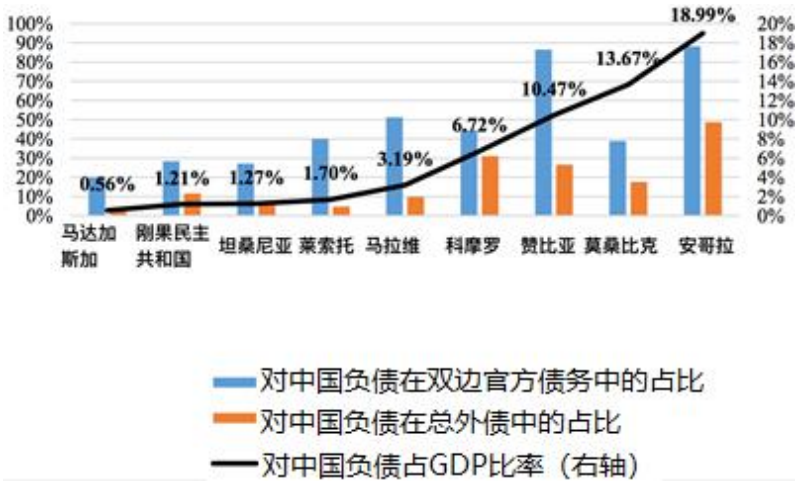


数据来源：世界银行-IMF DSSI 数据库、WDI 数据库。

3.2 中国作为债权人：基于 DSSI 的分析

中国被认为是“世界上最大的债权国”，或者更具体地说是“世界上最大的双边债权国”。但事实上，这些误解是由于中国各类借款人信息的不透明性以及全球主权债务数据的缺乏所造成的（Arker 等，2020 年）。我们利用 DSSI 数据库对 DSSI 倡议涵盖的 9 个南共体国家的中国贷款进行了如下描述性分析。（图 3.2.1）

图 3.2.1 中国对 9 个南共体国家的贷款（%，2018）



数据来源：作者计算，基于世界银行-IMF DSSI 数据库。说明：对中国的负债包括官方双边债务和非官方双边债务。

平均而言，中国是南共体国家 17.6%外债（包括官方和非官方债务）的债权人，大约占 9 个南共体国家国内生产总值的 6%。赞比亚、莫桑比克和安哥拉对中国的负债占 GDP 比率超过 10%。赞比亚的双边官方债务中超过 86%是对中国的负债，安哥拉为 88%。平均而言，9 个南共体国家的双边官方债务中有近一半

是对中国的负债。尽管对中国负债的占比很高，但有证据表明，中国对这些国家的债务减免已经持续了几十年（Acker 等，2020 年）。

然而，上述采用传统的“债务占 GDP 比率”的分析未能反映全面情况，因为它忽略了公共部门资产负债表的资产端，以及债务是用于消费还是投资。这种测量上的偏差导致了几十年来对投资，特别是低收入国家基础设施投资的政策偏差。我们将在第 4 节回到这个主题。

4. 通过发展减少债务负担：投资于公共资产

公共基础设施投资有利于发展中国家经济发展，这一点已被广泛认可。例如，对运输业的投资可以大大降低运输成本和促进贸易。然而，基础设施建设是艰巨、有风险的，并且需要很长时间才能完成，因此对东道国来说非常昂贵。我们提出了评估一国信用的另一个角度，它鼓励对公共资产的投资。如果公共部门资产增加，应对债务危机的缓冲垫就会变得更厚更强。

4.1 衡量债务可持续性的另一种方法：公共资产净值

公共资产在当前有关债务的讨论中至关重要。国际货币基金组织 2018 年关于“公共财富管理”的研究强调了使用公共部门资产负债表的重要性，其主体包括所有政府持有和控制的企业，金融和非金融资产。在这种方法中，公共部门净资产（资产减负债）是债务可持续性和投资者信心的关键。如果公共部门净资产为正，那么该国就具备偿付能力，但可能存在流动性问题。如果公共部门的净资产为负，那么该国就面临着严重的偿付能力问题。根据世界银行 2019 年报告，对运输通道基础设施的投资将促进特定贸易和增长。换言之，如果国家通过借款来填补基础设施瓶颈，就会促进贸易和国内生产总值的增加，从而获得更多的公共收入。例如，2008-09 年全球金融危机后，中国在基础设施方面进行了大量投资，出口竞争力增强。尽管存在大量国内外债务，但中国的公共部门净资产仍为正，2017 年占 GDP 比率达到 8%。相比之下，美国公共部门净资产占 GDP 的比例为-101%（不含非金融资产）。

对公共资产进行准确估计是必要的。但目前大多数南共体国家并没有做到这一点。我们只找到了坦桑尼亚和南非的数据。2014 年坦桑尼亚公共部门净资产占 GDP 比率为 45.8%，2016 年南非公共部门净资产占 GDP 比率为 151.5%（表 4.1.1 和 4.1.2）。获得公共部门净资产数据非常困难，尤其是如房地产和生产性资产等非金融资产，因为这些资产的价值可能会随着时间波动。

表 4.1.1 坦桑尼亚：公共部门资产负债表，2014，占 GDP 的百分比

	广义政府	非金融公共企业	综合政府部门
总资产	123.7	31.9	101.3
其中：非金融资产	99.7	14.4	73.5
金融资产	24.0	17.6	27.8
总负债	77.9	31.9	96.2
其中：债务证券	6.6	-	4.7
金融净资产	-53.9	-14.2	-68.4
净资产	**45.8**	-	**5.2**

表 4.1.2 南非：公共部门资产负债表，2016，占 GDP 的百分比

	广义政府	非金融公共企业	金融公共企业	综合政府部门
总资产	208.3	59.6	72.3	269.0
其中：非金融资产	156.7	44.6	2.5	203.7
金融资产	51.6	5.0	69.9	65.3
总负债	56.8	49.6	72.3	117.5
其中：债务证券	47.4	7.2	1.8	41.8
金融净资产	-5.2	-44.6	-	-52.3
净资产	**151.5**	-	**-2.5**	**151.5**

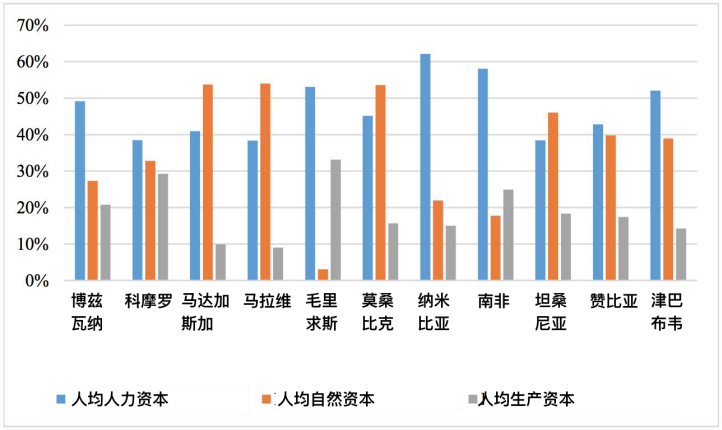
如果所有南共体国家都能对其公共部门资产提供一个准确估计，这将有助于提高投资者继续投资这些国家的信心，从而使进一步借贷成为可能。同时，如果公共部门基础设施建设（如发电站、电网、公路或铁路）已经完成，那么对这些公共资产的良好管理有助于创造就业机会，为政府创造收入和减少债务重组需求。

4.2 南共体国家还有哪些额外资产?

南共体国家的生产资本、人力资本和自然资本水平较高，这意味着其要素禀赋结构丰富，适合均衡增长。传统经济增长理论对人力资本和自然资本重视不足，导致人力资本投资不足和自然资本过度开发。自然资本包括土地、森林、地下资源（石油、天然气、矿产）、水、生物多样性和其他自然资产，这些资产可以作为抵押。如果东道国持续投资这三种资产，那么该国的信用价值将得到增强。

在此基础上，南共体国家可以根据各自的资源禀赋建立并利用比较优势。(例如，毛里求斯、纳米比亚和南非的人力资本丰富，而马达加斯加、马拉维、莫桑比克和坦桑尼亚拥有丰富的自然资本）（见图 4.1.1）。人力资本丰富的国家可以发展人力资本密集型出口产业，如服装、鞋类和其他轻工业部门。自然资本丰富的国家则可以集中发展农业、林业和矿产出口或自然友好型旅游业。对南非来说，它已经成为南共体国家的工业中心。

图 4.1.1 11 个南共体国家生产资本、人力资本和自然资本占总资本的百分比（2014）



数据来源：世界银行，2018。

中国一直在积极帮助非洲国家建立并利用好比较优势。据估计，在过去 18 年非洲所有基础设施建设项目中，约 25%由中国政府提供资金，非洲政府则提供了约 40%的资金（新华社，2019 年）。中国在非洲的融资以及联合融资项目涵盖了各个部门，包括农业、基础设施、制造业和服务业。

中国资助和完成的项目解决了非洲经济转型的瓶颈问题，代表了公共部门资产，而非仅仅是债务。在最近的研究中，林毅夫和王燕甄别确定了 54 个非洲国家的经济瓶颈，并发现在 2000-2014 年 214 个硬基础设施项目中，有 78%的项目在中国资助下解决了经济瓶颈问题。已完成的 214 个硬基础设施项目包括水（26 个）、能源（52 个）、交通（80 个）和通信（56 个）。这些项目主要是公共物品（74%），包括电力、水和卫生设施、港口、机场、高速公路和铁路，以及半公共物品（26%）即电信。（图 4.1.2 和 4.1.3）（林毅夫和王燕，2020 年）

图 4.1.2 由中国融资或联合融资的 214 个硬基础设施项目

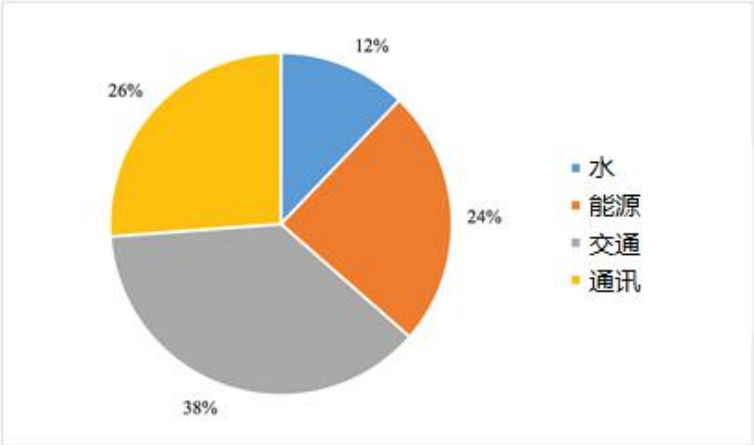
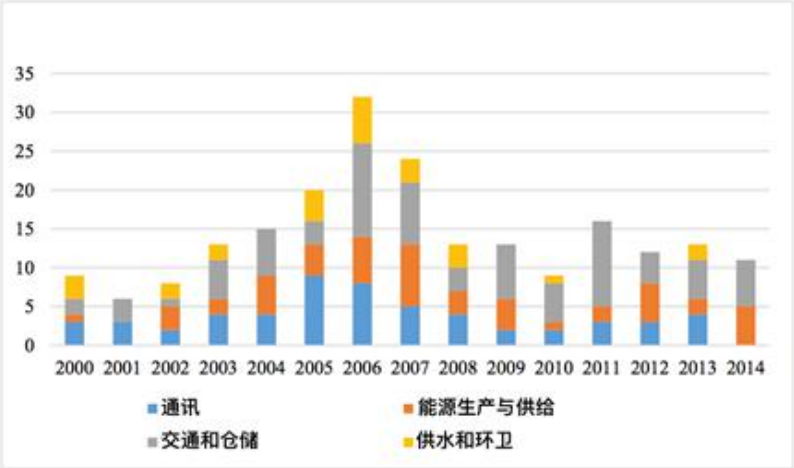


图 4.1.3 由中国融资或联合融资的 214 个硬基础设施项目（按部门和年度）



总之，我们强烈支持使用公共部门资产负债表（净资产=资产-负债）作为衡量信用价值和债务可持续性的全面标准，这将鼓励公共部门投资于资产。已完成的基础设施项目代表了能够创造就业机会、增加政府收入、促进经济增长的公共资产。它们为债务负担提供了一个强有力的缓冲。埃塞俄比亚的经验表明，快速和持续的经济增长将逐步改变债务动态：如果经济增长率超过利率（r-g<0）（第 2 节中的公式 1），这将随着时间的推移进一步减轻债务负担。

此外，IMF 不应仅仅采用一个狭义的债务占 GDP 指标，而不考虑该国公共部门资产负债表，就宣布一国处于“债务困境”，并阻止该国借贷或再融资。同时，IMF 也不应将“财政紧缩”作为应对此次债务危机的惯例。在新冠疫情导致的全球经济衰退期间，通过允许持续借贷和再融资来鼓励公共投资，对于维持经济复苏和“更好地重建”至关重要。

5. 中国最近的行为表明中国国有部门是有耐心的资本持有者

中国国有部门是耐心资本[4]的持有者，他们在长期内多次为非洲国家提供债务减免。Acker 等（2020）对“中国特色”的债务减免历史进行了深入分析。他指出，西方媒体对中国和债务困境的认识是错误的。最重要的是，中国既没有实施“资产扣押”，也没有被发现支持所谓“债务陷阱外交”指控的证据。

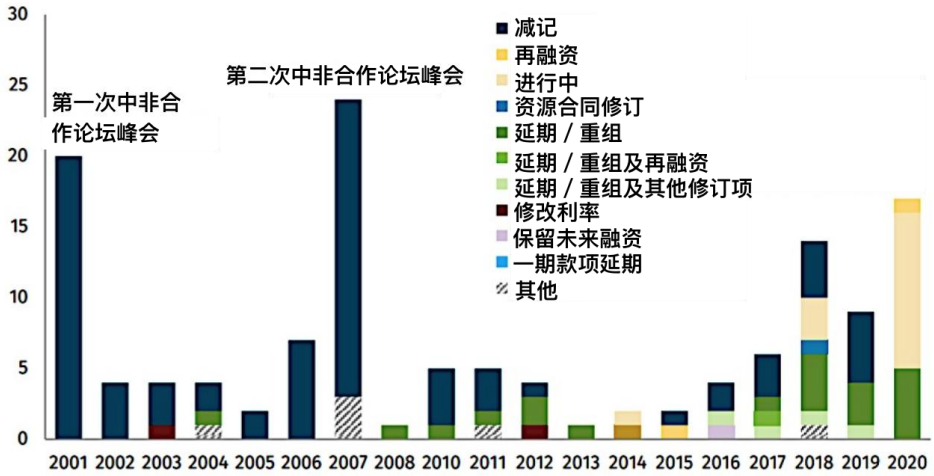
上世纪 80 年代和 90 年代，中国在债务谈判中表现出相当强的包容性和灵活性。人们注意到，债务人对中国债权人违约的成本实际上“相当低”。刚果共和国和莫桑比克的案例表明，“与中国债权人达成协议比与私人债权人更容易”。

[4] 耐心资本是对一种关系进行投资的超长期资本，类似天使投资人对创新想法的投资和股权投资人入股一个国家的发展成为利益相关方。其偿还期超过 10 年，并且风险承担能力更强（Lin and Wang 2017 b, Mazzucato 2018, Karplan 2018）。

在《重债穷国倡议》期间，中国的做法甚至比巴黎俱乐部成员国更为灵活。在最近的双边谈判中，中国使用了巴黎俱乐部的债务减免条款，表明中国的行为符合国际“游戏规则”——尽管中国不是巴黎俱乐部成员。

然而即使考虑到疫情影响，中国也不太可能免除大部分未偿债务，因为按照惯例中国坚持的政策是只有零息贷款才可以免除。在近几年的债务重组中，延期/重组和再融资更为常见。（图 5.1，Kratz 等，2020 年）

图 5.1 中国的债务重组，按结果和年份



数据来源：Kratz et al., 2020. 荣鼎咨询。注释：不包括 G20《债务偿还暂停倡议》下的债务延期。

当考虑到债务危机国家的请求时，中国在债务处置方面所展示的灵活性主要基于这样一个事实：中国和非洲国家是结构转型的伙伴。中国从本身几轮银行和国有企业的“不良贷款”和“三角债务”问题中吸取的一些经验教训可以与非洲国家分享，帮助其避免潜在的金融或债务危机。中国金融机构拥有耐心资本，它们有更强的风险承受能力，更适合于为基础设施建设提供融资。正如最近安哥拉债务重组反映的那样，从本质上讲，中国人与非洲东道国的发展是有利益相关关系的。这反映了债务重组与处置的“中国特色”。

安哥拉近期案例：安哥拉受到油价下跌和新冠肺炎疫情的双重打击。从与安哥拉的债务谈判中可以看到中国的耐心资本。根据国际货币基金组织 9 月底发布的报告，安哥拉在未来三年内将获得 62 亿美元的债务减免，主要归功于与三个主要债权人达成的协议。其中，中国是最大的双边债务国。与此同时，该国也正在与一些中国的银行和政府机构就债务重组协议进行谈判（IMF，2020 年 10 月）[5]。

---

[5] “当局政府与最大的债权人达成了债务重新安排协议。协议包括：1）本金延期 3 年；2）第一大项目在 2020H2-2023H1 期间到期的本金将在宽限期结束后的 7 年内还清，2024-25 期间还会进行一些额外的轻度本

“一带一路计划”（The Belt and Road Initiative, BRI）受到了广泛的质疑，它在过去七年中每年提供资金约为 500 至 1000 亿美元。世界银行的一份研究报告称, BRI 有可能为受援国带来巨大利益, 并通过改善基础设施降低运输成本 (世界银行，2019 年）。英国查塔姆研究所最近对马来西亚和斯里兰卡汉班托塔港的案例进行了研究。研究发现，中国在 BRI 项目中采用了东道国驱动法，新债务处理方法是基于斯里兰卡政府的要求。在全球范围内，绿色投资是促进绿色增长的一种更广泛的方式。（Devonshire-Ellis，2020 年）

在债务积累方面，中国并不是唯一的债权国，其他官方债权人和私营部门的共同作用更为重要。同时，中国不一定是所有非洲国家最大的双边债权国。此外，“鉴于私人贷款机构通常提供短期融资，传统西方捐助者完全忽略了硬基础设施，（发展中）国家更愿意向中国借款是有道理的。”（Dollar，2020）。因此，中国的耐心资本被证明是发展中国家的首选，发展中国家非常需要实体部门发展。

6. 政策选择

（1）支持多边主义和推动 IMF 发行更多的特别提款权（Special Drawing Right, SDR)，因为发行特别提款权是逆周期性和无条件的。IMF 应该承担起“全球最后贷款人”的责任，特别提款权可以帮助发展中国家应对新冠肺炎疫情带来的冲击。正如 G-24 和一些智库所言，作为全球应对新冠疫情所引发危机的一部分，至少需要发行分配 5000 亿美元，以提供有价值的额外流动性支持。Gallagher 等（2020）**建议各国（特别是高收入国家）将未使用的特别提款权资金存入不同种类的信托，以部分满足非洲和其他发展中国家的需要。**尽管特别提款权分配的政治经济学十分复杂，但仍有若干选择可供考虑。鉴于中国是一个庞大的双边债权国，它有必要参加有关国际机制和关键政策工具的讨论，包括提议的特别提款权的分配或再分配，以应对发展中国家的当前危机。

（2）支持国际货币基金组织、世界银行集团和区域金融机构发放更多的紧急流动性贷款，并加快支付。目前，只有大约 12%的国际货币基金组织和区域金融机构的资源被使用，其中仅一半已支付（Kring 等，2020 年）。

（3）基于已经完成的公共资产项目创新融资和再融资方案。具体地说，假设 A 国的某一国际融资基础设施项目已经完工并投入运营，东道国 A 已经偿还了一部分贷款（如 30%），但现在出现偿还困难，那么如果东道国同意，多边或

金减免；3)对于两个较小的项目，本金偿还被推迟至 3 年后；4）延期期间到期的利息将通过托管（escrow）账户支出，该账户的资金会在前三年的宽限期结束后进行补充；5）债务再安排无惩罚措施。当局政府还和第二大债权人商议一个类似的本金再安排协议。这些贷款的利息将在没有第三方账户的情况下正常支付。当局政府得到了这些债权人有力且可信的融资支持。”（IMF 2020 年 9 月，第 45 页）。据推测，前两大债权人正是中国发展银行和中国进出口银行。

双边金融机构可以利用政府持有的 30%股权作为抵押，以较低的利率发行新的融资，这种做法称为**“资产再融资”**。同样，如果东道国政府同意，主权财富基金和绿色基金可以参与这些股份的拍卖，并竞购这些未上市的股份。如此一来，新的流动性将流入 A 国，而不会损害其信用评级。

（4）在“债务困境”国家采用“定制方案”。我们多次建议中国政府加强南南合作的透明度和问责制，加快制定对外援助法，同时继续与二十国集团、国际货币基金组织、巴黎俱乐部协调，并遵循国际游戏规则。中国国有机构有可能为债务重组“找到创新的解决方案”，因为它们是“耐心资本”的持有者，且与非洲国家同舟共济。

- **中国一直也将会在 G20 商定的共同框架内采取行动。**[6]中国是迄今为止为 DSSI 做出最大贡献的国家。根据 G20 统计，中国暂停了至少 19 亿美元于今年到期的还款。[7]此外，习近平主席还宣布了在中非合作论坛框架内进行额外的债务免除。[8]近日，前央行行长周小川也强调了对于“量身定制方案”的倾向。
- **中国的发展融资和债务重组是在东道国的要求下推动的。**例如坦赞铁路及其后期维护、苏卡拉-马里的制糖厂、农业技术示范站（现已商业化）以及斯里兰卡汉班托塔港。在斯里兰卡政府的要求下，中国出资建设了汉班托塔港，后来又应斯里兰卡政府的要求，选择了一家公司参与港口的运营，参与方式类似“建设运营后转让”(Built-Operate and then Transfer, BOT)，属于公私合营类基础设施建设的一种。(Jones 和 Hameiri, 2020)
- **正如巴基斯坦案例所表明，“明确显示了的偿还意愿”对中国债权人来说很重要。**[9]然而，由于新兴市场和发展中经济体及其开放资本账户的资本流动有较大波动性，大规模流动性注入是不可行的，至少中国债权人不会同意，除非这些国家能够通过临时资本管制来阻止资本外逃。毕竟“资本账户自由化”不是中国经验的一部分。总部位于华盛顿的国际金融机构需要弥补自己在“资本账户自由化”方面的政策误导，并充当最后贷款人的国际角色。

（5）债务与气候互换：目前有超过 30 年的债务与自然互换经验——陷入债务困境的国家同意将一定比例的债务减免投资于自然资产。南共体地区最近的一

---

[6] 2020 年 11 月，G20 将会在会议上讨论和签署一个减债框架。

[7] Wheatley J “非洲对中国负债”金融时报, 10 月 26 日，详见 https://www.ft.com/content/bd73a115-1988-43aa-8b2b-40a449da1235。

[8] 2020 年 6 月 17 日，习近平主席宣布中国将在中非合作论坛的框架下减免 15 个非洲国家的无息贷款。

[9] 据报道，巴基斯坦在“完成一笔巨额外债还款，导致外汇储备在 2020 年 5 月 26 日减少了 17 亿美元”后，获得了一笔 13 亿美元的新贷款。详见 https://tribune.com.pk/story/2252732/pakistan-receives-1.3-billion-loan-from-china。

个例子是塞舌尔，该国在 2008 年债务违约，此后一直与债务危机作斗争。塞舌尔与第三方合作从债权人手中折价回购 2160 万美元主权债务。这些贷款将偿还给塞舌尔保护和气候适应信托基金。此后，该信托在 10 年内偿还 1520 万美元的贷款资本。在 20 年内，信托基金将资助 560 万美元以上的海洋养护和气候适应活动，并将 300 万美元转入长期捐赠基金，用于长期资助类似活动。（Economists Group，2020）

对于南共体和广大发展中国家来说，了解政府所拥有的资产和负债是什么、各有多少、区分“耐心资本”和“短线”投资者、以及区分长期（结构性）和短期（流动性）问题都非常重要。首先，为了解决当前的流动性危机，非洲国家需要国际货币基金组织、世界银行集团等多边金融组织的流动性支持。债务豁免无法实现流动性支持的目标，未使用的特别提款权和各种货币互换可用于短期流动性目的。第二，为了解决长期结构性问题，非洲国家需要与多边开发银行、区域性和国家性开发银行等耐心资本持有人合作。此外，还可以研究“基于资产的再融资安排”和债务与气候互换。这些方法的优势在于，它们在不损害一国信用评级的情况下提供流动性。从长远来看，要解决国家的结构性问题，例如发展提升出口竞争力所需的能力，耐心资本是必要的。

本文原题名为“Sovereign Debt Through the Lens of Asset Management: Implications for SADC Countries”。本文作者 Kevin P. Gallagher 是波士顿大学教授，任职于联合国发展政策委员会，是 20 国集团国际金融框架稳定与发展工作组成员，Yan Wang 是波士顿大学全球发展政策中心客座高级研究员，北京大学新结构经济研究所高级研究员。本文于 2020 年 11 月刊于 GDPC 官网。单击此处可以访问原文链接。

影子银行的隐藏渠道

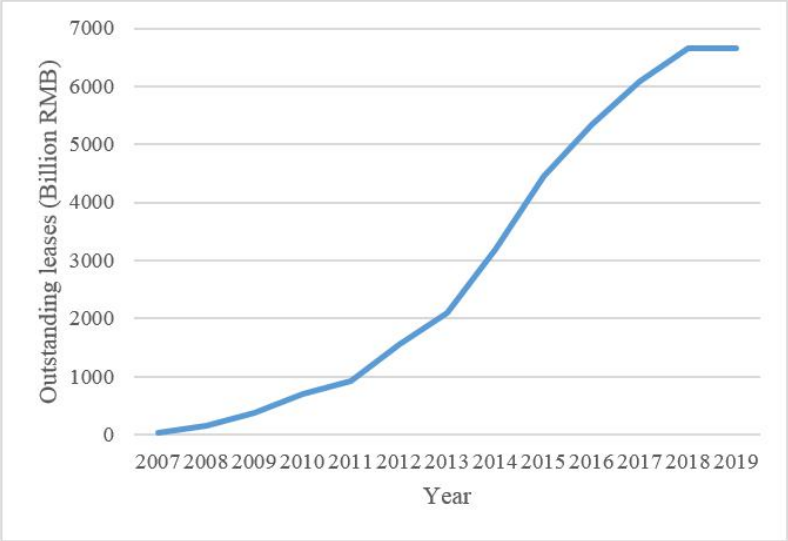
Jinfan Zhang, Ting Yang, Yanping Shi /文 张子萱/编译

导读：我们通过研究发现，银行正在通过租赁子公司向信用受限的企业客户提供信贷，以规避政府针对这些企业的信贷紧缩。这一现象妨碍了政府对产能过剩行业的融资制约，阻碍了货币政策的有效性。尽管这种监管套利的行为在宏观层面可能会引发系统性风险，但银行的理财子公司在微观层面的风险控制要比其他非银行关联租赁公司严格得多，这表明银行还是在通过这些子公司来支持风险较低的企业，并没有为了获取超额利润而放松信用审查。编译如下：

影子银行是传统银行体系之外的融资活动，自 2008 年次贷危机以来，在美国和欧洲，影子银行业务受到的审查越来越严格，而中国的影子银行业务则增长迅猛。本文主要探讨了中国影子银行体系中一个尚未被研究的部分：融资租赁。通过界定租赁资产所有权以及其风险和报酬是否会转移给承租人，租赁可大致分为融资租赁和经营租赁。融资租赁的承租人不承担风险，也不获得额外报酬，且期限通常较长，在租赁结束时资产由承租人购买，而经营租赁的期限通常短得多，并且在租赁结束时没有所有权转移。融资租赁占中国影子银行业务的 90%以上，而美国仅占 30%。

如图 1 所示，从 2007 年到 2019 年，中国租赁业呈现了爆发式增长。尽管学术界对委托贷款进行了仔细研究，但专家们目前对中国租赁市场仍旧知之甚少。通过上市公司融资租赁的信息披露，我们从 2007-2019 年期间 16952 家上市公司的年报中手动收集了 1301 笔融资租赁交易。通过分析租赁样本，我们有四个主要发现。

图 1 中国未偿付租约



首先，我们发现政府有针对性的货币紧缩政策刺激了融资租赁的增长。当企业由于政策限制而无法获得银行贷款时，就会把目光转移至融资租赁。2009 年 12 月 22 日至 2014 年 3 月 13 日，中国人民银行和中国银行业监督管理委员会针对“产能过剩行业”企业的所施行的货币紧缩政策。在我们的分析中，把受这一定向货币紧缩影响的“产能过剩行业”中的企业设定为处理组，未受政策冲击影响的企业为对照组。我们发现，和对照组相比，处理组企业参与融资租赁的年概率从 1.74%增加到 2.98%。该政策还使得处理组企业的年度融资租赁交易占总资产的比例比从 0.09%增加到了 0.17%。

第二，我们发现银行正在利用其租赁子公司作为渠道进行监管套利。租赁公司根据控股股东是否为银行，可分为银行关联和非银行关联。证据表明，银行通过引进客户、输出风险管理专业知识和提供隐性担保来支持其租赁子公司。我们提出了这样一个假设：当产能过剩行业的优质贷款人面临融资制约时，银行会试图通过其附属租赁公司来提供贷款，规避政策。从公司的角度来看，与银行关联的租赁公司签订的租赁合同更为可信，且条件更好。例如，较低的利率、更高的金额和更长的还款期限。但相比之下，非银行租赁公司的租赁额没有类似的明显增长。

此外，我们还发现银行会使用融资租赁来保护受政策冲击影响的客户。银行信贷租赁的承租人中，在此前的五年内，从母银行获得贷款或信贷额度的情况也多有发生，即为银行客户租赁。在对照分析中，我们发现，在定向紧缩政策出台后，处理组企业的银行客户租赁较对照组显著增加。

第三，我们对银行在融资租赁上承担的风险进行了分析。虽然银行通过融资租赁进行监管套利，抑制了定向货币政策的有效性，这可能在宏观层面给经济带来系统性风险，但银行的这种行为是否会增加信贷风险敞口，目前还不清楚。传统观点认为银行会利用监管套利来隐藏自身的高风险投资，但我们发现银行实际在支持的只是融资受限行业的低风险客户。一家银行在监管套利时，一旦出现违约风险，银行会面临监管机构的处罚，这就使得银行在面对高风险客户时的态度变得特别谨慎。

我们找到了一些证据来支持这个观点。首先，银行关联租赁的费率低于非银行关联租赁。两者的的平均调整利率为-0.1%和 1.0%。同时，银行关联租赁的信用风险也低于非银行关联租赁。所以可以看到，银行附属租赁公司并没有为了高利润而过度冒险。此外，我们还发现银行附属的租赁公司能够有效地识别信用风险和定价风险。最后，银行关联融资租赁公司的债券发行收益率平均比非银行关联公司低 70-80 个基点，这意味着母银行存在隐性担保。由于银行也在承担着租赁子公司的信用风险，因此只向低风险客户提供融资是很正常的。

第四，我们探讨了融资租赁对承租人的经济影响。融资租赁为企业提供了低成本融资，这往往会帮助企业创造价值。同时，它们也可能反映出企业从银行获得贷款的难度。虽然非银行关联租赁的名义回报率与这一问题的联系并不大，但对于银行关联租赁而言，则为正且显著。这证实了，资本市场其实是把银行关联租赁视为了银行的背书，即使非直接的银行贷款。

本文为原题为“Finance Leases: A Hidden Channel of China’s Shadow Banking System”本文作者 Jifan Zhang 是中国香港大学管理与经济学院副教授。曾任国际货币基金组织经济学家、中国人民银行高级访问学者。2011 年,他曾获得纳斯达克 OMX 最佳论文奖。本文于 2020 年 11 月发布于 Vox 官网。单击此处可以访问原文链接。

暂缓 IPO 如何影响上市公司

Frank Packer, Mark M. Spiegel /文 安婧宜/编译

导读：现存的相关研究因为无法试别 IPO 的时机问题所带来的影响而饱受质疑，而中国的 IPO 暂缓期为研究 IPO 对于上市公司的竞争作用（下文有定义）提供了一个独特的机会。我们计算了上海和深圳最近 3 次大规模 IPO 暂缓期内股票的投资回报率。我们也衡量了 IPO 的两种负面作用，其一是来自于直接竞争的竞争效应，其二则来自于上市对于相似企业投资机会的替代效应。我们发现弱势的企业更加会受到 IPO 的负面影响。编译如下：

IPO 如何影响已经上市的公司？一种影响来自于 IPO 的公司可能会威胁到同行业现存公司的地位，另一种影响则是直接的竞争（e.g. Akhigbe et al. 2003 and Hsu et al. 2010），或者对行业现状的负面影响。因为不同的公司有不同的风险特征，IPO 对特定投资者来说是很宝贵的，新增的资产上市可能会使得具有相同风险特征的资产的稀缺性和珍贵性均有所下降。

但是，单个企业上市的时机不同，使得研究 IPO 的作用面临着巨大的挑战。Ritter （1991）的研究表明，在投资者对行业前景过分乐观的“窗口期”上市的公司是有好处的。自那以后，一些研究的市政经验也证明了这一点（e.g. Pagano et al. 1998; Boeh and Dunbar 2014）。

通常来说，人们认为 IPO 公告对同类上市公司的市值有负面作用。但是，我们并不能认为这完全是直接竞争作用带来的影响。因为公司的管理层对于行业的信息更加熟悉，很多 IPO 发生时，可能意味着一个行业已经被高估了。IPO 的公告可能会引发的反向价格变动，这种变动并非是直接竞争作用引起的。

而一些中国企业 IPO 的暂缓使得研究这一问题变得比较简单。自 1994 年起，中国的监管机构中国证监会 9 次暂缓了大规模企业的 IPO。这些暂缓企业上市的情况非常难以预测。同时，由于这是大规模的暂缓期，我们可以借此来识别这对大量企业带来的的外生的、不可预料的冲击。这种冲击也被用来检验暂缓 IPO 对公司的影响和对市场定价的影响。

在一篇近期的文章中，我们构造了一个样本数据，利用 2008 年以来 3 个 IPO 暂缓时期的上市公司回报率，来检验证监会暂缓 IPO 对单个公司的影响。我们的样本也使得我们可以了解上市暂缓时期的宏观经济与市场情况。

重要的是，中国 IPO 审批流程使得我们可以找到那些在上市暂缓时期已经被批准上市的非上市公司。在 2008-2009，2012-2014 和 2015 年 3 个上市暂缓期，分别有 30、66 和 62 家公司已被批准上市，但却仍在等待名单中。这 158 家企业后来 IPO 发行的平均市值在 10 亿元左右，这与 IPO 暂缓期之前他们的市值有很大不同。2008 年这些企业平均市值 30 亿元左右，2012 年在 40 亿左右，2015 年则在 60 亿左右。

表 1 表明了 3 次暂缓期分别持续了 214、438、156 天。3 个不同时期内，不同企业在暂缓上市前等待时间和上市恢复后上市所有的时间也有所不同。

表 1 暂缓上市企业特征

2008 IPO 暂缓期(30 家企业)						
暂缓 IPO 企业市值	十亿元	3.037	0.670	9.284	0.266	50.160
暂缓期时间	天	214				
上市通过时间	天	409.100	386	73.573	367	726
2012 IPO 暂缓期(66 家企业)						
暂缓 IPO 市值	十亿元	0.444	0.290	0.529	0.129	4.000
暂缓期时间	天	438				
上市通过时间	天	698.955	616.5	183.035	546	1500
2008 IPO 暂缓期(30 家企业)						
暂缓 IPO 市值	十亿元	0.565	0.366	0.909	0.115	7.238
暂缓期时间	天	156				
上市通过时间	天	242.984	236	55.127	175	417

我们根据推迟上市的公司所在行业市值的百分比来定义直接竞争。这一变量被记为 IPO。另外，为了衡量一个上市公司在多大程度上会受到同类企业 IPO 的影响，我们构建了一个行业构成与暂缓上市公司的行业构成相同的企业组合，并计算了每个上市企业与此组合的协方差，以下我们记作 COV。

我们把 IPO 暂缓当日的上市公司的股价变动（以百分点计）回归到上文中提到的自变量上，并加入了多个控制变量。除了企业固定效应和每次 IPO 暂缓的固定效应之外，我们在回归中还控制了企业的盈利能力、市值、杠杆率、市净率、盈利波动，以及企业是否上市、上市企业是否为国有企业的二元变量。

我们认为实力更强的企业受到 IPO 竞争作用的影响可能会更小。为了验证这一点，我们在回归中加入了竞争作用和企业盈利能力的交互项。回归基准结果见表 2，其中每列采用了不同的变量来衡量企业盈利能力，从第一列到第五列分别为净利润率（NPM）、资产回报率（ROA）、股东权益回报率（ROE）、投

资回报率（ROI）、企业一般经营收入与一般经营成本的比值（OROC）。所有盈利能力指标单位均为百分点。为了节省空间，我们在表 2 中省略了其它控制变量。

表 2　基本结论

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Performance indicator (PI)	NPM	ROA	ROE	ROI	OROC
PI	0.055***	0.134***	0.082***	0.090***	0.036***
	(0.010)	(0.015)	(0.011)	(0.012)	(0.004)
IPO	0.209***	0.290**	0.257**	0.243*	1.863***
	(0.063)	(0.127)	(0.124)	(0.140)	(0.628)
IPOxPI	-0.018***	-0.049***	-0.019**	-0.028**	-0.0183***
	(0.003)	(0.018)	(0.008)	(0.014)	(0.006)
COV	0.002**	0.002**	0.004***	0．003***	0.006**
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.0011)	(0.002)
COVxPI	-0.000	-0.000**	-0.000***	-0.000***	-0.000**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
N	6,045	6,048	5,984	5,916	5,937
R2	0.513	0.515	0.514	0.531	0.530

我们感兴趣的关键变量是第二行中的 IPO（IPO 是直接竞争作用的代理变量），以及第三行中该变量与企业盈利能力的交互项。回归结果中，IPO 的系数为正，而 IPO 与企业盈利能力的系数为负，二者均统计显著。我们的系数估计证明了这两条 IPO 的影响途径的经济学上是显著的。例如，在第一列的结果中，如果 IPO 变量增加一个标准差，那么我们预计企业一日回报会提高 24.4 个基点；而第三行的交互项系数说明，在 IPO 的均值水平上，如果企业盈利能力增加一个标准差，那么回报会降低 5.9 个基点。

回归中第四行的 COV 是 IPO 在替代作用的代理变量。与我们的预期相同，该变量对因变量的影响也显著为正。以第一列为例，我们的系数估计说明，一个标准差的 COV 变动对企业一日回报的影响为 42.8 个基点；第一列中 COV 与盈利能力的交互项并不显著，说明这一渠道对不同企业的影响有异质性，平均来讲，一个标准差的 COV 增加会导致净利润率减少 5.6 个基点。

总体而言，我们在回归中采用了不同的变量来衡量企业盈利能力，而结果非常稳健。回归结果表明，IPO 会从直接竞争作用和替代作用方面两个渠道对企业

造成影响，而 IPO 暂缓会对受到竞争影响更大的企业有利。另外，IPO 活动的竞争作用对盈利能力差的企业影响更大，因此 IPO 暂缓对盈利能力差的企业更有利。

本文原题名为“Competitive Effects of China’s Listing Suspensions”。本文作者 Frank Packer, Mark M. Spiegel 是 VOX 研究员。本文于 2020 年 10 月刊于 Vox 官网。单击此处可以访问原文链接。

重新考虑低利率时代的财政政策

Jason Furman & Lawrence Summers/文 徐懿凡/编译

导读：本文重新审视了有关债务和赤字风险的传统观点，并指出在低利率时代下应当放弃债务占 GDP 比率指标，因为它在衡量国家财政状况时具有误导性。作为替代，作者提出了另外三种衡量财政状况的指标。第一种是存量-存量视角的债务占 GDP 现值比率，该指标显示，由于利率低于经济增长率，美国无需担忧当前债务状况；第二种是流量-流量视角下的实际利息支付占 GDP 比率，该指标在近年来近乎单调下降；第三种是财政缺口，即把债务占 GDP 比率稳定在当前水平所需要的财政调整规模。该指标虽然有较强的的政策指导作用，但因为预测的不确定性太大所以不够准确。作者认为，考虑到长期预测的主观性和不确定性，偿债额占 GDP 比率是减少不确定性和为制定最佳财政目标提供背景参考的最佳方法。编译如下：

原文讨论低利率对财政政策的以下三个议题。首先，财政政策必须在使经济平稳的政策中间发挥关键作用，因为在加速经济增长方面，大部分情况下货币政策在抵消金融不稳定之外的其他方面都只起推动作用。其次，重新考虑有关债务和赤字风险的传统观点。第三，在思量借贷资金如何使用的背景下考虑借贷问题。本文仅翻译第二个议题：

议题二：低利率时代要求重新考虑国家的财政状况

债务与国内生产总值（GDP）之比是决策者最常用的衡量国家财政状况的指标，并被写入了管理财政政策的规则之中。最近，世界各地的债务占 GDP 的比率都在上升，如表 2 所示，七国集团（G7）大多数经济体的债务占 GDP 比率都超过了 100%，引起了诸多担忧。

表格 2　2020 年七国集团债务占 GDP 比率

一般政府净债务占 GDP 比重，2020 年	
加拿大	46
法国	110
德国	54
意大利	149
日本	177
英国	98
美国	107
G7 国	110

数据来源：IMF; Macrobond。

注：进行国际间比较时，美国数据用一般政府而不是联邦政府计算。

债务水平一直是衡量公共政策的主要指标，但利率的下降表明这一指标存在很大问题。例如，1992 年《马斯特里赫特条约》规定，欧元区国家的债务与 GDP

之比不得超过 60%。当时，十年期德国债券的名义利率为 7.8%，实际利率约为 5%。2019 年，十年期德国债券的名义利率跌为-0.2%或者说实际利率变为-2%。按 1992 年的现行利率计算，债务占 GDP 比率为 60%的国家支付的利息约为 GDP 的 5%。今天，拥有 177%债务占 GDP 比率的日本预计利率为 0.2%，一般政府债务占 GDP 比率为 107%的美国预计利率为 2%，两国支付的实际利率经通胀因素调整后变为负数或接近于零。把债务占 GDP 比率上限设定为 60%在 1992 年是合理的，但是如今肯定不是了，当下更高的上限会更合适。这生动地说明了债务占 GDP 的衡量标准是有缺陷的，以及为什么它应该被衡量国家财务状况的其他指标所取代。重要的是，这些其他的指标普遍表明，今天的财务状况比几十年前要好，因为与较低利率相关的债务可持续性动力超过了债务自身的增长。

抛弃债务占 GDP 比率指标是对当前债务和赤字状况进行重新评估的一部分。对于一个经济增长率曾经超过利率或很可能在未来继续超过利率的经济体而言，当前的债务和赤字状况在不是一个重要的问题。（见 Elmendorf & Sheiner 2017, Blanchard 2019, Furman 2016, DeLong & Summers 2012）

债务占 GDP 比率法有三个缺点，这使得它衡量国家财政状况时具有误导性。

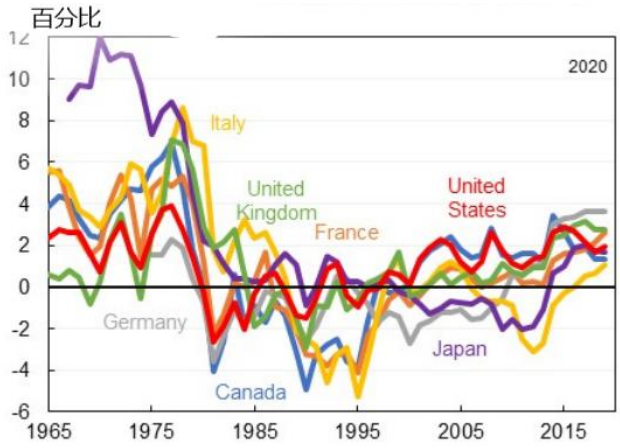
1. 它忽略了债务可以随着时间推移被偿还的事实。债务是一种存量（在某个时间点估计的不需要立即偿还的数额），而 GDP 是一种流量（在离散的时间内衡量）。应从存量-存量（Stock-Stock）的角度看债务，即比较债务和在不确定的未来的 GDP 现值。在利率较低的情况下，未来 GDP 的现值会更高，而债务会随时间推移更易于管理。
2. 它忽略了利率。与此相关的是，在实际利率较低的情况下，特定数额的债务成本较低。存量-存量的观点是基于一种非常投机的计算方式，因为在衡量无限时期内 GDP 现值时需要知道不确定未来内的增长率和利率。与之相反，现流-现流（Flow-Flow）观点着眼于债务在今天的利息支付成本与今天的收入的关系，提供了债务有多可负担的角度。
3. 这是一个向后看（Backword-looking）的概念。公共债务实际上是一个国家从一开始就存在的统一赤字的总和（对金融交易进行了一些调整）。它不反映计划中的未来政策，如养老金、可能的未来政策、应对紧急情况的成本。它也没有考虑通过未来增税或削减支出来应对不断演变的债务的能力。

接下来的三个部分更详细地考虑解决这些问题，包括展示更连贯的财政状况测量指标如何戏剧性地改变了我们对财政可持续性的理解，清楚解释大多数发达经济体如今的财政状况比 20 或 30 年前它们债务水平处于低位时更好。

债务不需要被担心：一种来自存量的观点

虽然利率大幅下降，但经济增长率的跌幅要小得多。因此，在过去 30 年里，七国集团（G7）所有经济体的增长率与利率之间的差距都在上升，而且都是相当大的正数，从意大利的 1.1 到德国的 3.9，如图 9 所示。增长率超过利率是常态而不是例外，自 1871 年以来，在美国大约有三分之二的时间是这样，其他主要经济体也是这样（Blanchard, 2019）。

图 9 GDP 增长-利率，G7 国家



数据来源：世界银行；Macrobond；全球金融数据库；作者计算。

注：GDP 增长是过去 5 年的平均年增长率。利率是 10 个月和 3 个月政府债券的平均利率。

当增长率超过利率时，GDP 的现值是无限的。这意味着随着时间的推移，经济增长将超过其债务和相关利息，因此债务相对于经济将会消失。从存量-存量的角度来看，债务存量是 GDP 现值的 0%。这是一个比 1990 年代初 G7 大多数经济体更有利的财政状况。因为当时利率大大高于增长率，所以债务存量占 GDP 现值比率是一个正值。

在利率可能上升，增长率可能下降的情况下，GDP 的现值可能是有限的。在美国，在我们所知的范围内，常规和系统性地提供无限期 GDP 现值计算的唯一机构是社会保障受托人（Social Security Trustees）。任何对这一数字的估计都存在高度投机性和巨大不确定性。我们对他们的一些具体假设存在异议，但这一衡量标准为评估美国债务在不同时间点的表现提供了一个有用的基准。

根据最新的社会保障受托人报告（2020 年），无限期 GDP 现值在 2020 年 1 月 1 日是 3800 万亿美元。截至 2020 年 11 月 19 日，美国公众持有的联邦债务为 21.2 万亿美元。调整这些数据使其具有相同的日期，债务是无限期 GDP 的 0.5%。换句话说，只要财政收入占 GDP 比率增加 0.5 个百分点，活着支出占 GDP 比率减少 0.5 个百分点，就足够还清全部债务。尽管债务占当前 GDP 比率几乎增加

了两倍，但这个数字还是小于或接近于过去不同时期政策制定者的预期，如图10所示。

图 10 债务占当前 GDP 和无限水平 GDP 的百分比

数据来源：联邦养老和遗属保险及残疾保险信托基金董事会；费城联邦储备银行；专业预测者调查；财政部；Macrobond；作者的计算。

注：2021 年的价值是根据 2020 年 11 月 19 日的债务计算的。

这种直觉适用于更广泛的领域。例如，r-g（利率-经济增长率）从 1.0 下降到 0.5 将使 GDP 的现值翻一番，那么相对于 GDP 的未来存量，可承受的债务就会翻一番。自 1990 年以来，G7 中位数经济体的实际增长率下降了 0.05%，而r-g0.5%的降幅要小一个数量级。

债务不需要被担心：一种来自现流量-流量的观点

存量观点的预测依赖于对不确定的未来财政状况的高度不确定推断。另一种连贯的度量方法通过比较债务利息流量与年度 GDP 流量来避免这个问题。当然，这两项措施是相互关联的，因为较低的利率会提高 GDP 的现值，使债务随着时间的推移更有可能还清。

更具分析意义的衡量指标是实际利息支出占 GDP 的比例。它可以被理解为名义利息支付占 GDP 的份额减去每年被通货膨胀掉的债务占 GDP 比率。具体而言，这个公式如下:

$$\left(\frac{Real\ Interest}{GDP}\right)_t = \frac{Interest_t - Inflation_t * Debt_{t-1}}{GDP_t}.$$

在实现这一概念时，我们通过在 5 年内平均通胀来平滑通胀，这更接近于与实际利率相关的预期通胀的概念。正如人们所预期的那样，当其他条件相同时，名义利率下降、通胀上升、名义 GDP 上升，或者债务上升，实际利率占 GDP 的比例就会下降。债务占 GDP 比率越大，一个经济体从通货膨胀中获益就越多，而通货膨胀在一定程度上侵蚀了债务。

实际利息支付占GDP的比例比更常用的名义利息支付占GDP的比例更具有分析相关性。例如，假设两个经济体的债务与 GDP 之比都为 100%，名义利率为 4%。因此，每个经济体的名义利率成本占 GDP 的比例为 4%。假设第一个经济体没有通胀而第二个经济体有 4%的通胀。简单假设两个经济体都没有真正的增长。无通胀经济体的实际利率与 GDP 之比为 4%，这是它为了稳定债务与 GDP 之比而增加收入或减少非利息支出所需要的数额。相比之下，第二个经济体的实际利率与 GDP 之比为 0，无需通过增税或削减非利息支出来抵消债务成本。这是因为第二个经济体能够通过相当于其名义利息支付金额的紧缩来抵消债务。

七国集团的名义利息支出和实际利息支出在 GDP 中所占的比例都有所下降，并且总体上低于过去几十年的水平，如图 11a 和 11b 所示。

图 11a 名义利率占 GDP，G7 国家

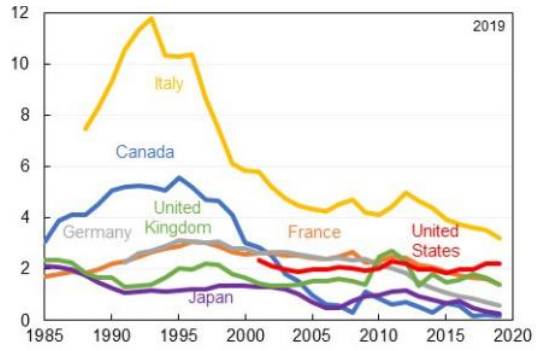
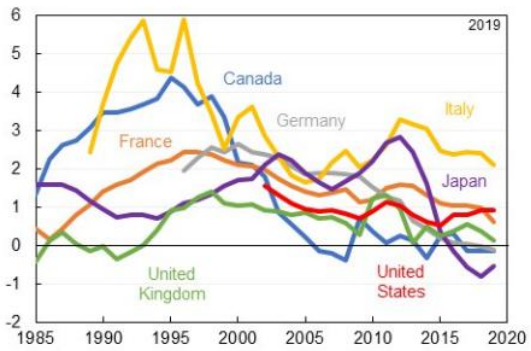


图 11b 实际利率占 GDP，G7 国家

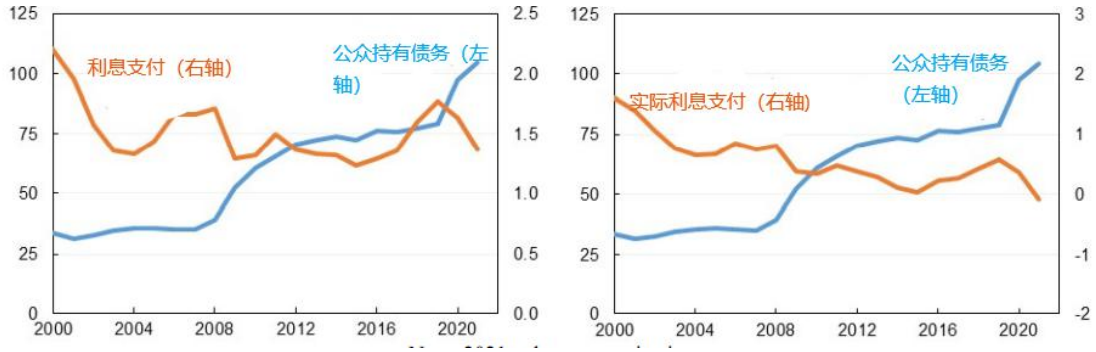


数据来源：IMF；Macrobond；作者计算。

注：一般政府，包括美国。

美国过去 20 年的经验提供了一个生动的例子，可以说明流量-流量观点与由债务-GDP 比率所传递的误导性存量-流动观点之间的差异。2000 年，美国联邦债务占 GDP 的 34%，与战后最低水平相近。自那时以来，债务占 GDP 比率几乎单调上升，增长近三倍，超过 GDP 的 100%。与此同时，名义利率和实际利率都在下降，因此名义利率和实际利率在 GDP 中所占的比例几乎是单调下降的，现在正接近图 12a 和 12b 所示范围的底端。

图 12a 公众持有的联邦债务和净利息支付 **图 12b 公众持有的联邦债务和实际净利息支付**



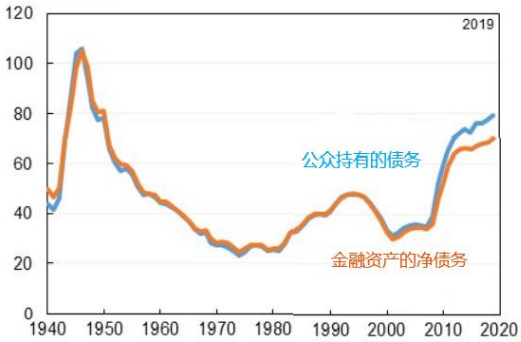
数据来源：管理和预算办公厅；国会预算办公室；Macrobond；作者计算。

注：2021 值为预测值。

BOX I：调整债务和利息支付以反映联邦政府资产负债表的完整信息

本文中使用的联邦美国债务和净利息数据遵循了与经济相关概念不一致的美国记分惯例。除了负债，联邦政府还有金融资产，其中最大的是直接学生贷款，第二大是财政部的现金。与财政可持续性和评估宏观经济影响有关的债务概念是公众所持有的债务与金融资产之间的差值。正如 CBO（2020d）所解释的那样，“与公众持有的债务相比，除去金融资产的债务也能更全面地反映政府对信贷市场的总体影响。”当政府借入未来将会偿还的贷款时，总体信贷供应基本上是不变的。因此，债务的发行并不会像为其他目的而发行的债务那样挤占或取代私营部门发行的债务。”例如，当联邦政府从为私人学生贷款提供担保转向自身直接贷款时，其财务状况和风险基本上没有变化，但公众持有的债务却上升了。图 1.1 显示了公共持有的债务与金融资产净债务之间的差异，这一差异随着时间的推移而增长，目前约为 9 个百分点。

图 1.1 公众持有的债务和金融资产净值的债务



数据来源：管理和预算办公厅；Richard Kogan 的计算。

联邦预算对“净利息”的定义很大程度上是指为国债支付的利息，并对其他联邦机构支付和收到的利息进行了调整（例如，国家铁路退休投资信托基金的投资收益部分抵消净利息）。这一数据不被美联储作为联邦政府的一部分，尽管显

然应该在巩固联邦机构、财政部和美联储的资产负债表的基础上继续思考财政可持续性和宏观经济。换句话说，财政分析本质上不应计算美联储持有的国债，而应将美联储的准备金计算在内，因为这些实际上是需要付息的短期债务。2019年，美联储获得了1030亿美元的利息，主要来自于国债和抵押贷款证券，同时支付了410亿美元的利息，主要来自于准备金。这620亿美元的利差反映了长期资产获得的利率高于短期债务，其中550亿美元的利差被汇给了财政部。因此，联邦政府的综合净利息应减去汇往美联储的汇款，后者目前被不准确地归类为收入（或收入项目）而不是净利息。图1.2显示了近期净利息与净利息减去向美联储汇款之间的差额。随着美联储扩大资产负债表规模，这两者之间的差距可能在未来几年大幅扩大，但CBO的最新预测预计，这一差距将在2030年回落至GDP的0.2%（2020a）。

图 1.2 净利息支付占 GDP 的百分比

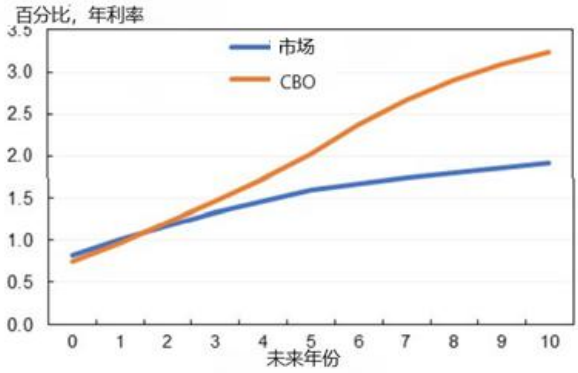
数据来源：管理和预算办公厅；作者计算。

展望未来：债务不会在未来十年“螺旋上升”，利息支付也呈温和状态

债务占GDP现值比率和实际利率支出占GDP比率都是更有意义的衡量指标，它们都优于债务占GDP比率的概念。然而，这三种措施都有同样的缺点：它们没有反映未来的财政轨迹，而未来的财政轨迹可能会与累积的历史轨迹非常不同。

展望未来，利率从目前极低的水平上升是有可能的，CBO预计利率的上升幅度将超过金融市场的预期（图13）。CBO还预计，社会保障和医疗项目的支出将增加，收入占GDP的比例预计也将上升。

图 13 10 年期政府债券的远期利率，市场与 CBO 的预测对比



数据来源：CBO（国会预算办公室）（2020b）；彭博。

注：截至 2020 年 11 月 27 日的市场隐含利率，CBO 根据第四季度预测。

对美国而言，最新的估计显示，债务将会上升，但随后会在更高的水平持平（图 14a）。实际利息支出在 GDP 中所占的比例将较低，在 10 年预算窗口结束时将有所增加（图 14b），但最终仍将远低于历史平均水平。所示估计针对以下三种情况。一是基于 CBO 的最新基线，并假设现行法律保持不变；二是进一步考虑 2017 年到期的减税政策永久化成本；三是假设现行法律不变，且社会保障改革。图 14c 和图 14d 显示了三种情况在未来 30 年的变化。尽管正如下一节所讨论的那样, 预测不确定性过大, 所以不应在今天的政策制定中占据过多的权重。有关这些预测的详细信息请参阅附录。

图 14a 众持有的美国联邦债务

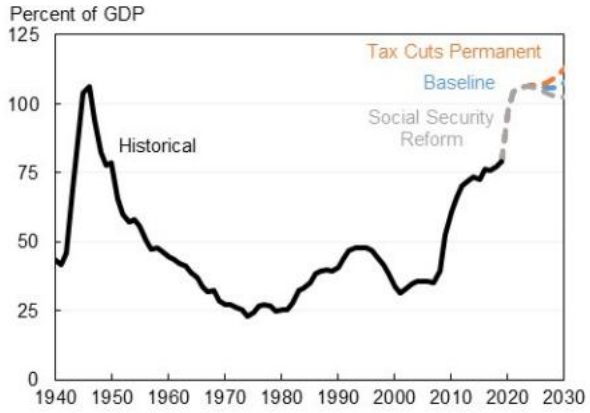


图 14b 美国联邦实际利息支付

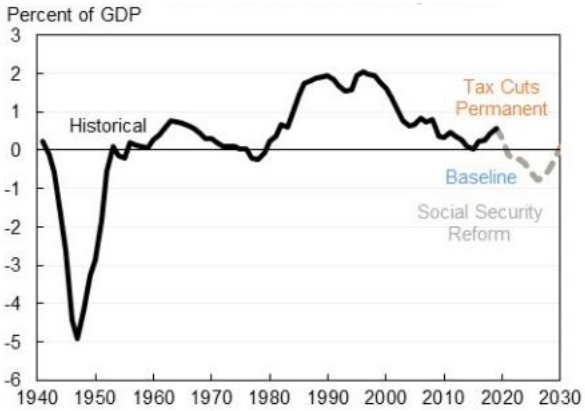


图 14c 公众持有的联邦债务

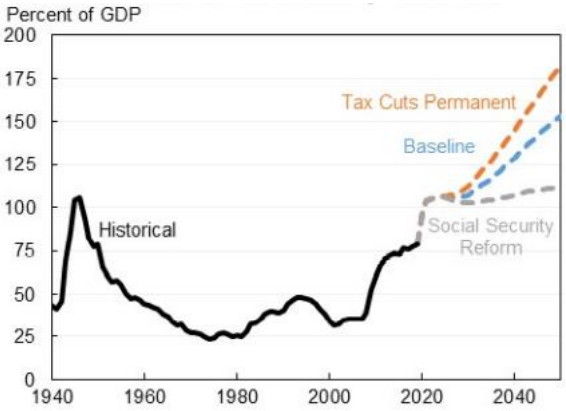
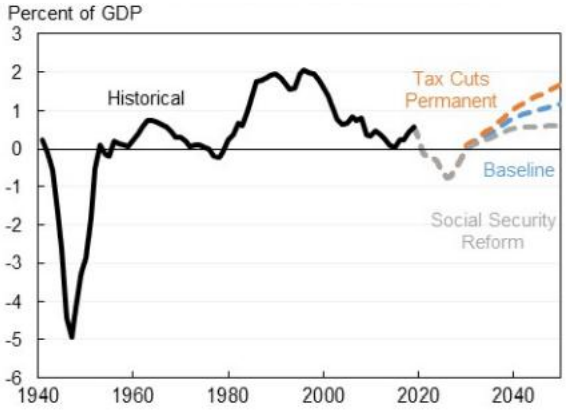


图 14d 美国联邦政府的实际利息支付



数据来源：CBO；Macrobond；作者的计算。

注：黑色线代表历史，橙色线代表税收永久减免，蓝色线代表基线，灰色线代表社会保障改革。从 2025 年开始的 10 年时间里，社会保障改革从占 GDP 的 0.5%线性地逐步增加到占 GDP 的 1.7%。

这些基线预测在评估财政轨迹方面可以起到有用的作用，但在债务是否可持续这一问题上，它们的回答能力也有限。这是因为它们没有回答财政状况能否在未来变得可持续这一问题。美国的一般税收占国内生产总值的 31%，远低于经合

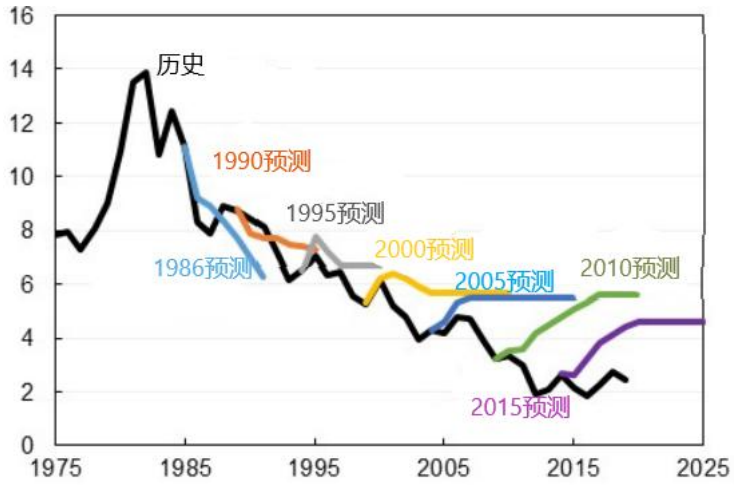
组织 37%的平均水平，也低于经合组织中挪威 57%的最高水平。美国的税收经常高于目前的水平，国家财政责任委员会（2010 年）也曾提出过类似的税收水平。从这个意义上说，美国的财政状况从定义上来说是可持续的，因为政府拥有相当于 GDP 至少几个百分点的资产可被收集。在这方面，高税收国家的空间更小。例如，法国更接近拉弗曲线的顶端，所以用更多的收入来填补财政漏洞的空间会更小。对债务可持续性的考虑不仅需要考虑到法律规定的税收数额，还需要考虑到征税能力。

前瞻性预测的一个更大的问题是会面临巨大不确定性，这是下一小节的主题。

预算预测的不确定性是巨大的，特别当预测时间跨度是几十年的情况

预测赤字和债务极其困难，而且预测有很大的标准误，这些误差既来自经济变量（如增长和利率）的意外变化，也来自医疗保健成本和税收效率等“技术性”因素。考虑到所有的不确定性，CBO 已经做得很好。其预测 1984 年以来产生的赤字和债务大部分是公正的，在抛除他们并不打算预测的立法因素后，他们的预测错误中一半过于乐观，一半过于悲观（CBO 2019a）。相比之下，CBO 对净利息占 GDP 的比例的预测一直系统性地偏高，这在很大程度上是因为 CBO 对利率的预测（和其他预测者一样）一直过高，如图 15 所示。

图 15 10 年期美国国债利率



数据来源：CBO。

然而，CBO 的预测错误在两个方向上都很大，而且还会随着时间的推移而增加。表 3 显示了他们自己对赤字和债务预测误差范围为三分之二的估计，以及我们从他们的统计数据得出的置信范围为 90%的估计。

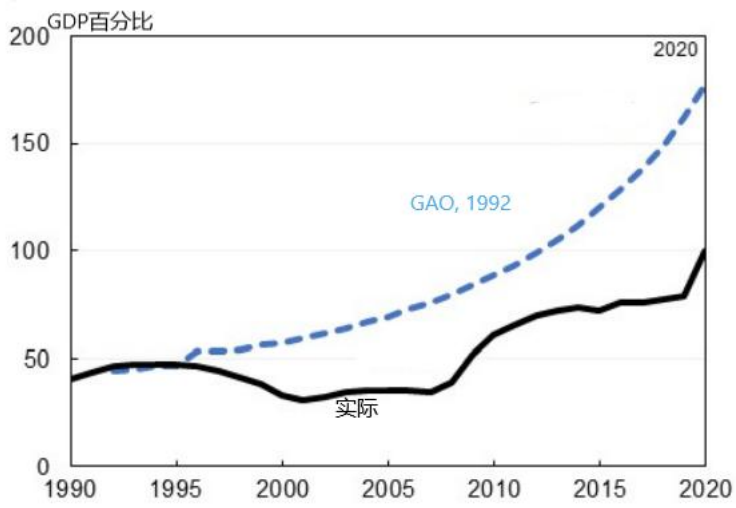
表 3 用 GDP 的百分比衡量历史预测的准确性

	赤字		债务	
	三分之二误差范围	90%置信	三分之二误差范围	90%置信
第一年（当今时间）	1.0	1.8	1.5	2.8
第二年（预算年）	2.1	4.3	3.3	7.8
第三年	3.0	5.7	6.5	13.4
第四年	4.0	6.6	8.5	18.2
第五年	4.1	7.5	12.3	23.4
第六年	3.8	8.3	17.2	29.2

数据来源：CBO（2019a）；作者计算

国会预算办公室没有评估其较长时期的预测，部分原因是此类评估所需的数据有限。此外，我们很少有非常长期的财政预测，但我们的预测错误会随着时间的推移而增加。政府问责办公室（GAO）是最早做出长期预测的机构之一。GAO 在 1992 年预测，到 2020 财年末，债务将达到 GDP 的 177%，这比当年年底实际债务占 GDP 的比率高出 77 个百分点（如图 16 所示）。

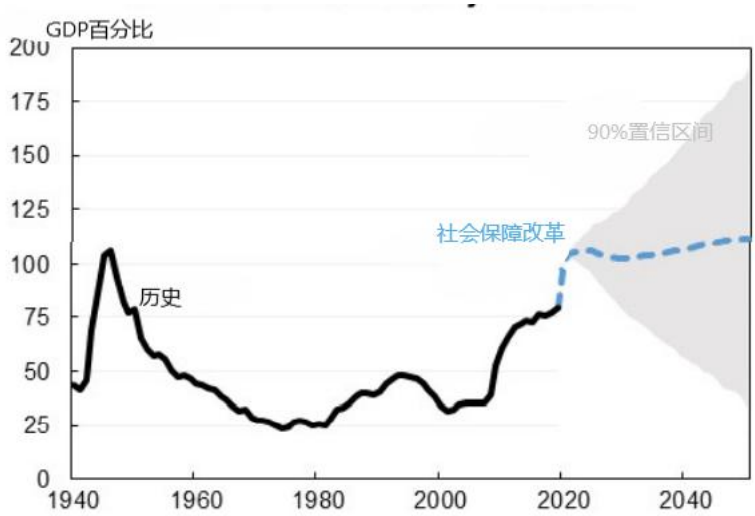
图 16 由公众持有的联邦债务



数据来源：GAO（1992 年）；管理和预算办公厅；经济分析局；Macrobond；作者计算。
注：自公布以来，GAO 估算值由 GDP 转换为 GNP，并根据对 GDP 的修订进行了调整。

作为一种评估预测误差的粗略方法，我们保守地假设债务预测误差的标准差随时间呈线性增长，反映不确定性随着赤字预测误差的积累而增加。30 年预测结果中债务占 GDP 比率的误差范围如图 17 所示。换句话说，假设减税政策到期和社会保障改革，我们预计到 2050 年，债务占 GDP 比率将达到 112%，并且有三分之二的可能性降至 66%至 157%区间，有 90%的可能性降至 33%至 190%区间。

图 17 由公众持有的美国联邦债务



数据来源：管理和预算办公厅；国会预算办公室；Macrobond；作者计算。

注：从 2025 年开始的 10 年内，社会保障改革从占 GDP 的 0.5%线性逐步增加到占 GDP 的 1.7%。

不确定性对当前政策会产生什么样的影响，取决于两个因素。首先，我们今天采取的措施代价有多大，有多不可逆？如果今天采取的措施代价非常高昂，比如不可逆地减少儿童受教育的机会，那么面对不确定性，更好的方式是推迟行动，直到更多的不确定性状况被顺利解决（Dixit 和 Pindyck, 1994）。第二，等待行动的成本有多高？对于想在税收层面采取措施的人来说，等待行动的成本就涉及到更大幅度的增税，因而不能有效地平滑税率（Barro, 1979）。尽管在实践中成本可能相对会比较小，尤其是对于远离拉弗曲线峰值的国家。对于想在支出层面采取措施的人来说，等待行动的成本是让人难以及时调整自己的规划，但是这些调整可能是微小的、没有被察觉到的，或者调整后几十年人们才注意到社会保障法案规定的退休年龄有所增加。

总而言之，我们从预测的不确定性中得出的结论是，政策制定者应该对未来十年或更长时间的预测给予相对更小的权重。此外，即使政策决定后再做出调整是可行的，大的政策变动也不应该建立在高度不确定和可能不准确的预测上。

BOX II：财政缺口作为衡量财政状况的另一种方法

财政缺口是衡量财政状况的另一种方法，旨在解决我们已经讨论过的三个缺点：存量-流量方法的脱节、利率下降和需要考虑前瞻状况。这种方法最初由 Laurence Kotlikoff 和 Alan Auerbach 开发，并由政府机构（如 CBO 2019b）和学者（如 Auerbach、Gale 和 Krupkin 2019）定期更新。这一方法通过立即增加税收或立即减少非利息支出来对基本收支进行即时的和永久的改变，改变幅度取决于

在一段特定时期内以当前价值稳定债务占 GDP 比率所需要的基本收支规模。因此，财政缺口不仅包含过去债务的信息，还包含未来基本赤字、GDP 和利率的信息。

财政缺口是一个比债务占 GDP 比率更有意义、更有用的概念。然而，它确实也存在三个问题。首先，与名义利率或实际利率占 GDP 的比例这些指标不同，它没有提供一种可以在不同时间、不同国家间通行的客观比较指标，甚至也不能在某个特定时间点进行衡量，因为它依赖于对不确定的未来的预测。

其次，与此相关的是，财政缺口有极大的误差范围，因为其依赖于有极大误差范围的赤字和债务预测。从这个角度来看，如果债务遵循图 17 所示的中期轨迹，那么财政缺口将为 0.5，但在 90%的上下置信区间财政差距可能在-2.0 到+3.2 个百分点，如表 II.1 所示。对未来的预测会导致更大的误差，无限期下的财政缺口绝大多数都是由对未来几十年或更久的预测误差造成的。

第三，财政缺口衡量的是把债务占 GDP 比率稳定在当前水平所立即需要的财政调整规模。然而，它的现值是绝对的，对于政策制定者应该制定怎样的目标没有提供任何信息。如表 II .1 所示，为实现不同的财政目标，需要进行的基本赤字调整差别很大。表 II.1 显示了在 2050 为实现不同的债务占 GDP 比率的目标，需要立即进行的基本收支调整水平。假定没有社会改革调整，美国是否需要立即进行 2.1%的 GDP 财政调整，将债务降到 GDP 的 50%或升至 GDP 的 112%（到 2050 年）？请注意，表 II.1 中的所有估计数均假定现行社会保障仍继续（即进行社会保险法改革）。如果通过一项在信托基金用完后继续支付全额福利的法律，将为这些财政缺口措施增加约 1.3%的 GDP。

表 II.1

为实现 2050 年选定的债务目标，必须立即削减基本赤字（占 GDP 的百分比）

2050 年的债务	需要立刻减少的基本赤字	与赤字削减对应的债务比率的 90%置信区间	与债务比率目标相关的基本赤字调整规模的 90%置信区间
50	2.1	-29 到 129	-0.5 到 5.1
97（财政缺口）	0.5	19 到 176	-2.0 到 3.2
112（没有变动）	0.0	33 到 190	-2.4 到 2.7
150	-1.2	71 到 229	-3.4 到 1.3

数据来源：CBO；Macrobond；作者计算。

注：包括社会保障改革。从 2025 年开始的 10 年内，社会保障改革从占 GDP 的 0.5%线性逐步增加到占 GDP 的 1.7%。与 CBO 假设当前社会保障政策的基准相比，财政缺口将扩大约 1.3 个百分点。

财政缺口的前瞻性质使其更能提供有关财政可持续性的信息，但需要预测和主观性。在客观但无信息的衡量和主观但有信息的衡量之间进行权衡在很大程度上是不可避免的。财政缺口是一个政策制定者应该使用的指标，但更重要的是要把它放在一个更广泛的背景中去解读。为此我们认为，更好的方式是把对未来10年左右的偿债比率预测作为减少不确定性和为制定最佳财政目标提供背景参考的方法。

本文原题名为“A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates”本文作者 Jason Furman 是哈佛大学肯尼迪学院（HKS）经济政策实践教授，他也是彼得森国际经济研究所的非常驻高级研究员。Lawrence Summers 教授是哈佛大学名誉校长。本文于 2020 年 4 月 14 日刊于 PIIE 官网。单击此处可以访问原文链接。

本期智库介绍

American Enterprise Institute for Public Policy Research (AEI) 美国企业公共政策研究所

简介：美国企业公共政策研究所于 1943 年创立，原名美国企业协会（American Enterprise Association）,1962 年改为现名。到 70 年代将其研究的范围扩大，包括政治、经济、外交、防务、能源和社会等各个方面，大量出版、发行其研究成果，广泛宣传其主张，陆续与三百所大学建立了协作关系，每周举办“公共政策论坛”电视节目，在全国四百个电视台播放，竭力扩大其影响。是美国保守派的重要政策研究机构，与布鲁金斯学会并称为美国华盛顿的“两大思想库”，有“保守的布鲁金斯”之称。

网址：http://www.aei.org/

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/

Center for Strategic and International Studies （CSIS） 战略与国际问题研究中心

简介：该机构建于 1962 年。创始人是前海军作战部部长阿勒·伯克海军上校、尼克松政府助理国务卿戴维·阿布希尔和前总统国家安全事务助理查德·艾伦。该中心以维护美国传统的价值观念，主张强硬路线为宗旨，素有"强硬路线者之家"之称。主要研究政治与军事、国际资源、对外政策和第三世界问题。现有研究员人员 200 多人。在《2017 年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2017）中，CSIS 在全球（含美国）30 大智库中列第 5 名。

网址：http://www.csis.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/