

全球智库半月谈

全球化前景真的暗淡了吗？

打了四年贸易战，中美是否正在脱钩？

长期视角下的货币风险

为了保持低失业率，央行应该计划提高通胀目标

全球价值链：亚洲国家的关键指标

直击核心：资产类别内部和跨资产类别的通胀风险

居家办公与写字楼之灾

东亚新兴经济体本币债券市场监测

本期编译

桂平舒

孔祥奕

廖世伟

刘 铮

宋海锐

熊春婷

杨 茜

张丝雨

（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：曾一智 邮箱：zengyizhi@mail.bnu.edu.cn

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

全球化前景真的暗淡了吗? 6

导读：有一种观点认为，全球化浪潮正在退却。全球化创造了巨大的财富，但也产生了巨大的不平等，导致经济和政治冲突。全球化正在受到地缘政治威胁，尤其是由于中国和美国之间的竞争，以及俄罗斯和乌克兰之间的冲突，都使得国家间对立。那么，在这场起源于三十年前的全球化浪潮是否已经结束或至少前景黯淡，如果是这样，我们应该欢欣鼓舞还是哀叹？

打了四年贸易战，中美是否正在脱钩? 11

导读：几十年来，中国和美国在经济方面的联系一直很紧密，我们很难量化这种联系是否、如何或为什么会减弱。这两个超级大国之间日益加剧的紧张局势（近乎敌意）是否会导致它们的经济“脱钩”？

长期视角下的货币风险 24

导读：本文研究了美国投资者以无风险国内利率投资长期外币债券的长期风险，发现该策略的预测方差随着投资期限的增加而增加。实际汇率回报的差异和短期利率差异是这种收益差异增加背后的主要驱动因素。因此，货币和汇率政策制度改革尤为重要。

为了保持低失业率，央行应该计划提高通胀目标 27

导读：在未来一两年战胜高通胀之后，世界有可能回到 2020 年前几十年的过度失业状态。因此，央行需要减少对基于简单线性模型的可持续就业估计的信心，采取比过去更激进的政策方法，即定期调查非通货膨胀的就业创造的极限。此外，央行将通胀目标从 2% 小幅上调至 3% 或 4%，会更容易维持最大就业。

全球价值链：亚洲国家的关键指标 30

导读：半导体或微芯片在现代世界中扮演着重要的角色。它们是当今许多电子产品的投入品，包括个人电脑和手持设备、医疗设备、机器人、运输技术和先进制造机械。2022 年亚洲开发银行在一份报告中估计，约 65% 的世界出口总额直接或间接依赖于半导体（ADB 2022a）。本文分析芯片短缺对亚洲的影响，指出了亚洲在半导体的生产和电气及光学设备的出口中所扮演的角色，并以亚太地区 26 个经济体为研究对象进行一系列相关研究并得出相应结论。

直击核心：资产类别内部和跨资产类别的通胀风险 40

导读：通货膨胀是关键宏观经济因素，也是推动资产回报的根本风险来源。此外，金融市场对通胀高度敏感。在此背景下，向芳教授、刘洋教授和 Nikolai Roussanov 教授在亚洲金融经济研究局（ABFER）第九届年会上发表了题为《直击核心：资产类别内部和跨资产类别的通胀风险》的论文。

居家办公与写字楼之灾 43

导读商业写字楼是受远程工作影响的重灾区。本文记录了美国租赁收入、写字楼入住率、续租率、租期和市场租金的变化，发现自 2019 年以来，写字楼租赁量大幅下降，更新或质量更好的写字楼的租赁量比低等级写字楼的降幅更低。如果远程或混合工作模式能够永久改变企业办公需求，那么依靠写字楼获得收入的业主和市政府可能面临严重的资金短缺。

东亚新兴经济体本币债券市场监测 47

导读：由于经济前景黯淡，东亚新兴经济体长期债券收益率下行，收益率曲线变平坦。近期随着市场情绪好转，金融条件略有缓和。经济增长放缓仍然是一个关键的短期风险，同时通胀压力、美联储货币紧缩步伐、疫情反复影响、中国经济放缓速度快于预期的潜在溢出效应，以及俄罗斯入侵乌克兰的溢出效应可能大于预期等方面的不确定性不断增加。

本期智库介绍 58

全球化前景真的暗淡了吗？

André Sapir/文 宋海锐/编译

导读：有一种观点认为，全球化浪潮正在退却。全球化创造了巨大的财富，但也产生了巨大的不平等，导致经济和政治冲突。全球化正在受到地缘政治威胁，尤其是由于中国和美国之间的竞争，以及俄罗斯和乌克兰之间的冲突，都使得国家间对立。那么，现在这场起源于三十年前的全球化浪潮是否已经结束或至少前景黯淡，如果是这样，我们应该欢欣鼓舞还是哀叹？编译如下：

一、两次全球化浪潮

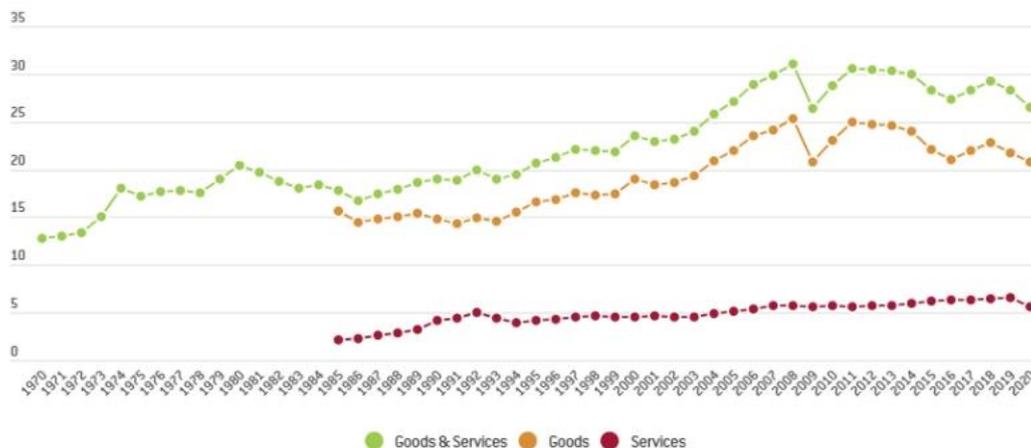
现代全球化的浪潮最早始于 1800 年代中期。这次全球化的产生，在于运输和通信技术的进步大大降低了交易成本，以及欧洲从政治层面决定开放自己的市场，并通过殖民主义或帝国主义强行打开其他国家的市场。这一时期持续了四五十年，直到 1914 年结束。随之而来的是一段去全球化时期，其特点是对贸易和投资流动的强烈限制，这一时期持续了三十年。

第二次世界大战后，重新全球化的时期开始了。到 1980 年代初，全球贸易一体化已恢复到 1914 年的水平。这种一体化的主要推动力是发达经济体的贸易自由化，而世界大部分地区（主要是中国和苏联，也包括印度）继续受到国家干预甚至自给自足政策的约束。

然后，在 1990 年代初，世界进入了一个高度全球化的时期，其原因与支撑第一波全球化的原因相同：运输和通信的技术进步以及政治决策，尽管这一次是由包括中国和印度在内的国家自主行动，而不是在外国势力的约束下。这两个因素共同使发达经济体的制造公司能够从低成本劳动力国家采购劳动密集型产品或组件。发达经济体和发展中经济体或新兴经济体之间的全球供应链贸易是超全球化进程的主要驱动力，2008 年占全球商品贸易的一半以上。

从历史上看，全球贸易（商品和服务）与全球 GDP 的比率从未超过 20%。1990 年后，这一比率稳步增长，从大衰退开始到 2008 年达到 31% 的峰值（图 1）。

图 1 全球贸易与全球 GDP 的比率，1970-2020 (%)



数据来源：以国际货币基金组织（IMF）和世界贸易组织（WTO）的货物贸易和服务贸易数据以及世界银行的货物和服务贸易数据为基础。

在大衰退后，超全球化停滞不前，随后是被描述为去全球化或“慢全球化”的阶段。全球贸易与全球 GDP 的比率一直保持在 2008 年达到的峰值水平左右，尽管由于 COVID-19，这一比率在 2020 年再次下降（图 1）。

然而，单独看商品贸易和服务贸易的情况与商品和服务贸易合起来看的情况不同。商品贸易的去全球化似乎已经开始，全球商品贸易占全球 GDP 的比率从 2008 年的峰值大幅下降。但就服务贸易而言，似乎既没有去全球化也没有减速，而是全球化程度的提高，2008 年后全球服务贸易与全球 GDP 的比率继续上升，尽管 2020 年也有与 COVID-19 相关的下降。

与第一波全球化一样，超全球化时期产生了巨大的经济效益。与复杂的全球供应链相关的更深层次的贸易专业化提高了生产率和收入增长率，这有助于新兴经济体和发达经济体之间的融合。

但超全球化也造成了国家之间和国家内部的经济和政治紧张关系，使人们对其可持续性产生了怀疑。

发达经济体和发展中经济体之间旧的国际分工持续了大约一个世纪，这种前者专门从事制成品，后者专门从事农产品或原材料的国际分工已经发生了巨大变化。今天，发展中国家已成为发达经济体在许多制成品方面的主要竞争对手，同时也是这些国家在许多其他产品方面的重要买家。

该体系也越来越难以应对发达经济体和发展中经济体之间日益激烈的国际竞争所产生的紧张局势。目前情况下的“体系”既指可以缓解国内社会紧张局势的国内劳动力市场和社会机构，也指可以缓解国际贸易紧张局势的全球治理

机构，特别是世界贸易组织。不幸的是，正如下两节所讨论的那样，其中一些国内和国际机构近年来被削弱了。

二、发达经济体的全球化政治经济学

超全球化首先在美国引起了反弹，随后在其他发达经济体引起了强烈反对。

丹尼·罗德里克（Dani Rodrik）在 1997 年出版的《全球化走得太远了吗？》中指出，随着贸易和资本流动性的增加，美国人口中大部分人的服务可以更容易地被跨越国界的其他人的服务所取代”。因此，全球化降低了工人的议价能力，在美国等劳动力市场灵活的国家，他们的收入越来越不稳定。罗德里克认为，对于“缺乏使自己难以取代的技能”的美国人来说，全球化意味着“更大的不安全感和更不稳定的存在”。美国选民中位数失去了工资，导致工党强烈反对全球化。

在欧洲，情况则大不相同。由于欧洲的福利国家比美国更慷慨，市场效率更低，全球化产生的财富更少，但收入不平等和调整问题也更少。因此，与美国相比，欧洲选民中位数受到的影响相对较小。主要是“外来者”如年轻人和移民的失业率上升。因此，欧洲有组织的劳工对全球化的反对程度低于美国。因此，维持全球化为美国和欧洲带来了不同的挑战。在美国，主要的挑战是确保更好的收入分配和减少贫穷。在欧洲，这是为了改革福利国家，以便能够面对不断增长的需求和资源的减少。

当然，欧洲各个福利国家之间存在巨大差异，在应对全球化的社会、经济和政治影响方面，有些制度比其他制度更有效力。2005 年的一项研究根据两个标准评估了社会制度：效率和公平。如果一个制度提供足够的工作激励并产生相对较高的就业率，那么它就可以被认为是有效的；如果它提供相对较低的陷入相对贫困的风险，则可以认为它是公平的。2004 年扩大前的欧盟国家分为四类：社会制度既能提高效率又能实现公平的国家（奥地利、丹麦、芬兰、荷兰和瑞典，被标记为“北欧”）；社会制度既不能提供效率又不能提供公平的国家（希腊、意大利和西班牙，被标记为“地中海”）；以及那些在效率和公平之间权衡取舍的国家有两种变体：具有公平但低效模式的模式（比利时、法国、德国和卢森堡，标记为“大陆”）；以及有效但不公平的社会模式（爱尔兰、葡萄牙和英国，标记为“盎格鲁撒克逊”）。

欧洲社会制度的这种类型表明，有充分的理由对欧洲劳动力市场和社会政策进行改革，特别是在“大陆”和“地中海”这些社会制度效率低下的国家。在快速变化的时代，由于技术变革和全球化，旧的工作和做法不再被需要，这些制度依靠严格的就业保护法，阻碍了变化以保持现状，结果是危及福利国家的生存能力的低就业率。

自 2004 年以来，欧洲对提高效率的期望发生变化。几乎所有 2004 年扩大前的欧盟国家中，在 2004 年至 2019 年期间就业率都有所上升，有时甚至大幅上升。在大多数国家，社会制度效率的提高并没有像人们所担心的那样伴随着不平等的加剧。特别是就业率增幅最大的德国（2004 年至 2019 年增长了 11 个百分点），其人口陷入贫困的风险没有任何变化。在爱尔兰，就业率的提高伴随着不平等现象的大幅减少，但在卢森堡和瑞典另外两个国家，就业率的提高伴随着不平等现象的大幅增加。希腊的就业率有所下降，但值得庆幸的是，不平等现象也有所减少。被归类为地中海的另外两个国家，意大利和西班牙的情况也不是很出色，就业率略有改善，但代价是不平等略有增加。因此，大多数国家在 2019 年应对全球化方面比 2004 年要好得多，但希腊、意大利和西班牙除外，这些国家的社会制度既不高效也不公平，因此不论是面对全球化，还是面对绿色和数字转型等其他重大转型，都仍然脆弱。

因此，可以得出全球化前景暗淡的结论，因为发达经济体的社会契约被打破的观点通常对美国来说比欧洲更重要。丹尼·罗德里克（Dani Rodrik）在 2016 年的一篇文章中说得对，政治家“应该专注于恢复国内社会契约”，而且是“更强大的政治制度，并且能够承受更多的全球化。”

三、全球化的地缘政治

超全球化的逆转可能部分是由国内政治驱动的，但地缘政治也起着重要作用。

随着冷战的结束，西方普遍认为世界已经走到了“历史的尽头”，根据弗朗西斯·福山（Francis Fukuyama）的说法，“即人类意识形态演进的终点和西方自由民主作为人类政府的最终形态的普遍化”。这也是世界贸易组织（WTO）成员在 2001 年决定接纳中国的原因之一。当时布鲁塞尔和华盛顿的普遍观点是，中国加入 WTO 必将把中国转变为西方自由市场经济和民主国家。当很明显两者都不会很快发生时，许多国家都感到非常失望。在华盛顿，人们还担心，中国已经成为世界上最大的商品出口国，也许很快就会成为最大的经济体，中国正迅速成为一个主要的地缘政治对手。

在这种背景下，美国依赖从中国进口，中国依赖对美国的出口，导致这两个竞争对手在大衰退后采取措施限制双边贸易，特别是在特朗普总统就职后。COVID-19 大流行是包括欧盟在内的许多经济体采取措施获得“战略自主”和主要从中国转移生产的另一个原因。超全球化棺材上的最后一颗钉子是俄乌冲突，这加强了那些声称贸易对非自由政治制度经济体的依赖已经走得太远、近亲或朋友支持更为重要的声音。

类似的自力更生呼声在中国比比皆是，习主席认为，中国已经过于依赖自由民主国家作为其出口市场和关键投入品的供应商。所有这些都可能算得上去全球化，也可能不符合去全球化的条件，但听起来确实像是部分脱钩。像超级全球化时代那样，贸易只是比较优势和互利问题的时代已经一去不复返了。在塑造贸易和国际投资流动方面，地缘政治虽然没有完全取代经济学，但它肯定比第二波全球化的鼎盛时期发挥了更大的作用。

四、结论

一般来说，健康的国内社会契约是必不可少的，尤其是要维持全球化的话。但人们越来越担心，在缺乏国内社会契约的国家，政策将带来保护主义，而不是改善社会政策。如果发生这种情况，去全球化将不会扭转许多发达国家在相对短暂的超全球化时期看到的收入和财富不平等加剧的趋势，尽管美国比欧洲更多。相反，通过减少国际竞争，去全球化有可能通过降低劳动生产率和提高商品消费价格恶化工人的困境。

那些真正为工人寻求更好的社会保护的人，不仅要更好地抵御全球化，还要更好地抵御数字和气候转型，而且最好要记住，这将需要更好的社会政策，而不是限制性的贸易政策。

本文原题为“Is Globalisation Really Doomed?” 本文作者 André Sapira 是 Bruegel 高级研究员，还是布鲁塞尔自由大学（ULB）的大学教授和伦敦经济政策研究中心的研究员。本文于 2022 年 11 月 3 日刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

打了四年贸易战，中美是否正在脱钩？

Chad P. Bown / 文 张丝雨 / 编译

导读：几十年来，中国和美国在经济方面的联系一直很紧密，我们很难量化这种联系是否、如何或为什么会减弱。这两个超级大国之间日益加剧的紧张局势（近乎敌意）是否会导致它们的经济“脱钩”？编译如下：

引言

几十年来，中国和美国在经济方面的联系一直很紧密，我们很难量化这种联系是否、如何或为什么会减弱。这两个超级大国之间日益加剧的紧张局势（近乎敌意）是否会导致它们的经济“脱钩”？

答案是会也不会。一方面，美国从中国进口的某些产品——包括半导体、IT 硬件和家用电子产品——大幅下降，甚至包括服装、鞋类和家具。

但另一方面，美国从中国进口的笔记本电脑、电脑显示器、手机、电子游戏机和玩具比以往任何时候都要多。由于新冠疫情，美国对这些产品的需求激增，困在家里的美国人将消费从服务业转向了许多中国制造的商品。

美国和中国的政策制定者显然下定决心减少两国在经济上的相互依赖，这种依赖建立了几十年，但如今却在敌意的重压下屈服了。到目前为止，正在发生的脱钩——也没有发生的脱钩——在一定程度上是唐纳德·特朗普（Donald Trump）总统贸易战的结果，他选择发动贸易战，拜登政府也延续了许多相关政策。最近，人们希望增加进口的多样化，以使某些商品的供应链更具弹性，而这可能推动脱钩的进度。其他驱动因素包括人权、民主和地缘政治关切。

但数据还反映了其他。即使政策制定者们预见到两国经济脱钩后的长期利益，他们的选择也伴随着当下的代价。这些代价包括产品短缺（因为供应链难以调整），以及通胀（因为企业建立新供应商的成本高昂）。企业和最终的消费者需要准备为新政策引发的实际变化付出代价。

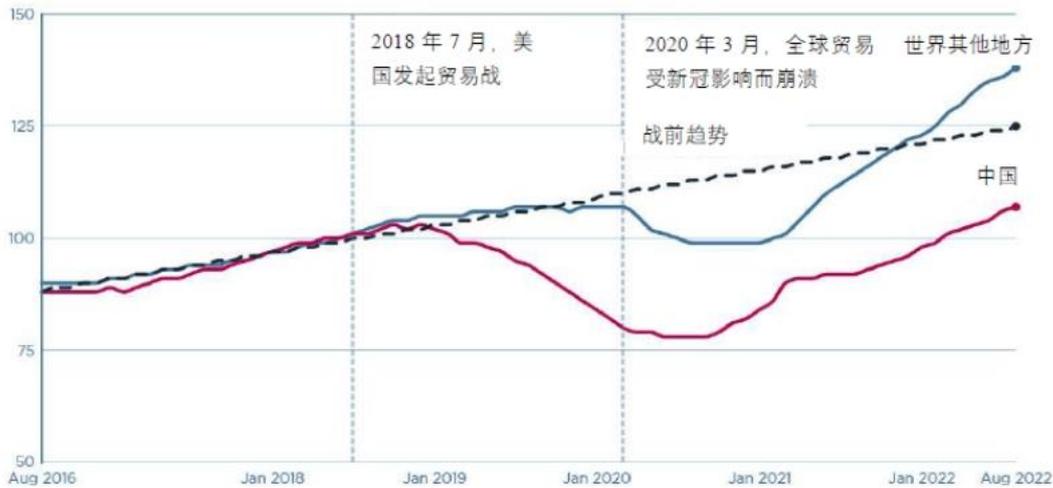
自贸易战爆发以来，美国从中国的进口总额一直在下降

从 2018 年 7 月开始的 15 个月里，特朗普政府逐渐对中国进口商品加收关税。到目前为止，拜登政府选择保留这些行为。

总的来说，贸易战减少了美国从中国的商品进口（图 1）。征收关税后，进口立即下降，随着全球贸易在新冠疫情后暴跌，2020 年 3 月进一步下降，此后仅缓慢恢复。如今，美国从中国的进口（红线）仍远低于贸易战前的趋势（虚线）。根据美国从世界进口额（保守估计），直到最近数据才回到 2018 年 6 月贸易战前水平。中国目前仅占美国商品进口总额的 18%，低于贸易战开始时的 22%。

图 1 美国从中国的进口直到最近才回到贸易战前的水平，
从世界其他地区的进口则高于趋势水平

2016-2022 年美国从中国和世界其他地区进口商品价值（2018 年 6 月=100）



注：美国每月进口指数值，未经季度调整，记录了12个月的金额。基于2016年8月至2018年6月美国从世界进口的贸易战前趋势。

来源：作者根据美国人口普查局的美国进口数据而绘制。

相比之下，目前美国从世界其他地区的进口比贸易战前水平高出 38%，甚至高于趋势水平（蓝线）。除了少数，进口产品基本没有受到美国新关税的影响。在新冠疫情爆发后，趋势也已强劲恢复。

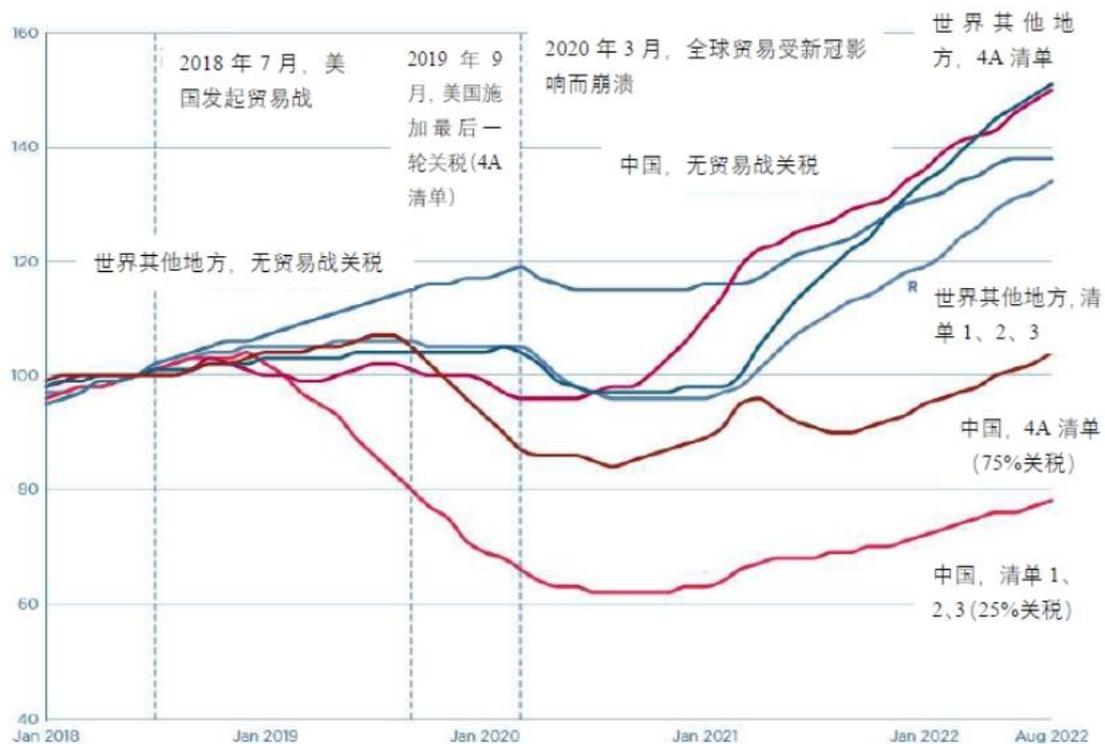
在根据《1974 年贸易法》第 301 条进行调查后，特朗普政府开始对涵盖 2018 年 7 月美国从中国进口的大约 340 亿美元的产品征收 25% 的关税（清单 1），并在 8 月对 160 亿美元的进口产品征收关税（清单 2）。当中国对此进行回击时，贸易战持续进行，特朗普在 2018 年 9 月对另外 2000 亿美元的进口产品征收 10% 的关税（清单 3），并于 2019 年 6 月将这些关税率增加到 25%。2019 年 9 月，特朗普对另外 1020 亿美元的进口产品（清单 4A）征收 15% 的关税，随后在 2020 年 2 月美中第一阶段协议实施后将关税降至 7.5%。（政府列举了另一组产品，涵盖了美国从中国进口的其余大部分产品，价值超过 1600 亿美元--清单 4B，政府计划对这些产品施加的关税于 2019 年 12 月 15 日生效。但他们对这些产品从未征收关税，并在 2019 年 12 月 13 日首次宣布第一阶段的协议时取消了）。

特朗普的贸易战关税以可预见的方式影响了进口

不出所料，贸易战对受美国最高关税打击的、从中国进口的产品影响最大。美国从中国进口的商品目前面临 25% 的关税（表 1、表 2 和表 3），比贸易战前的水平低 22%（图 2）。美国从世界其他地区进口的同类产品现在高出 34%。美

国从中国进口的目前被征收 7.5%关税的产品（清单 4A）仍比 2019 年 8 月（对这些产品征收关税之前）的水平低 3%，而从世界其他地方进口的同类产品目前高出 45%。

图 2 美国从中国进口的受关税影响的产品仍然较少，不受关税影响的产品进口大幅增加
2018 至 2022 年美国从中国和世界其他地区进口关税清单（2018 年 6 月=100）



ROW=世界其他地方（Rest Of the World）

注：美国每月进口指数值，未经季度调整，统计了 12 个月金额。“清单”是指美国根据 1974 年《贸易法》第 301 条对从中国进口的产品征收关税的一组产品。

来源：作者根据美国人口普查局的美国进口数据而绘制。

然而，美国从中国进口的某些产品却激增。从未受到贸易战关税打击的进口产品现在比贸易战爆发前增加了 50%（再次见图 2）（美国从世界其他地区进口的同类产品也增加了，但只增加了 38%）。贸易战爆发前，美国从中国进口的商品中，不受关税限制的产品约占 33%，如今已增至 47%（见附录表）。

美国进口的一些从未受到关税打击的中国产品进口额激增

从 2020 年开始，新冠疫情隔离导致许多美国人在家工作、上学和娱乐，这大幅增加了人们对具体产品的需求，而这些产品主要从中国进口。笔记本电脑、电脑显示器、手机、视频游戏机和玩具就是例子——它们总计占美国从中国进口总额的 21%，贸易战前增长到今天的 27%（见附录表）。巧合的是，特朗普政府早些时候决定不对这些产品和其他选定的产品征收贸易战关税。美国从中国

进口的这些商品数量激增（图 3，面板 a）。尽管有一些证据表明，这些产品的供应链中存在多元化和外国采购的变化，但美中脱钩在这里的表现并不十分明显。

以笔记本电脑和电脑显示器为例。美国从中国和世界其他地区的进口增长都很强劲，自贸易战爆发前以来，从中国和世界其他地区的进口都增长了约 50%（图 3b）。因此，美国进口的份额几乎没有减少——中国仍然是 92% 美国进口笔记本电脑和电脑显示器的来源国，台湾和越南各占约 2% 到 3%（图 c）。

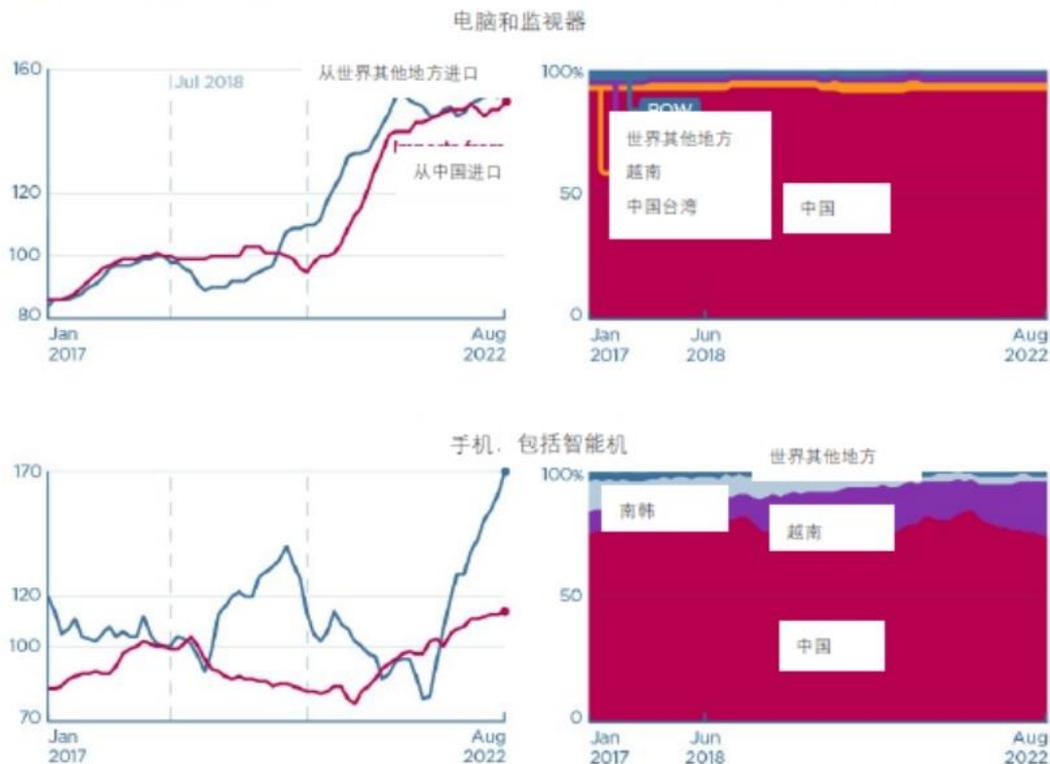
图 3 美国进口的一些从未受到关税打击的中国产品进口额激增，并显示出明显的脱钩

a. 美国进口的一些从未受到关税打击的中国产品进口额，2017-2022（2018 年 6 月=100）



b. 按产品 (2018 年 7 月=100)

c. 贸易伙伴的商品进口份额





ROW=世界其他地方（Rest Of the World）

注：美国每月进口指数数值，未经季度调整，统计了 12 个月金额。“贸易战关税”是指美国根据 1974 年《贸易法》第 301 条对从中国进口的产品征收关税的一组产品。

来源：作者根据美国人口普查局的美国进口数据而绘制。

美国从中国（14%）和世界其他地区（70%）进口的手机（包括智能手机）都有所增加。尽管相对战前而言有所下降，但美国 74% 的手机进口仍来自中国。最值得注意的是，越南在美国手机进口市场的份额从不到 10% 增加到 22%。2019 年，三星关闭了在中国的最后一家手机工厂，将组装转移到越南（和印度）等成本更低的地方，据报道，三星在中国市场也输给了华为和小米等中国公司。但越南进口的增加，不仅是以中国为代价的。2019 年，LG 还将智能手机组装从韩国转移到越南。（苹果最近还通过富士康（Foxconn）和纬创（Wistron）等公司将 iPhone 的组装从中国转移到了印度。）

电子游戏主机的情况也类似。美国从中国的进口增长了 82%。然而，2019 年，任天堂表示将把部分 Switch 组装从中国转移到越南。（据《纽约时报》（The New York Times）报道，微软的一些 Xbox 游戏机现在除了从中国发货外，还从越南发货。）事实上，自贸易战爆发以来，美国从世界其他地区进口的游戏机增长了 5 倍。然而，由于这种增长的起点很低，所以美国仍有 90% 的视频游戏机是从中国进口的。

美国进口的玩具，如棋盘游戏。象棋、跳棋、西洋双陆棋，以及中国和世

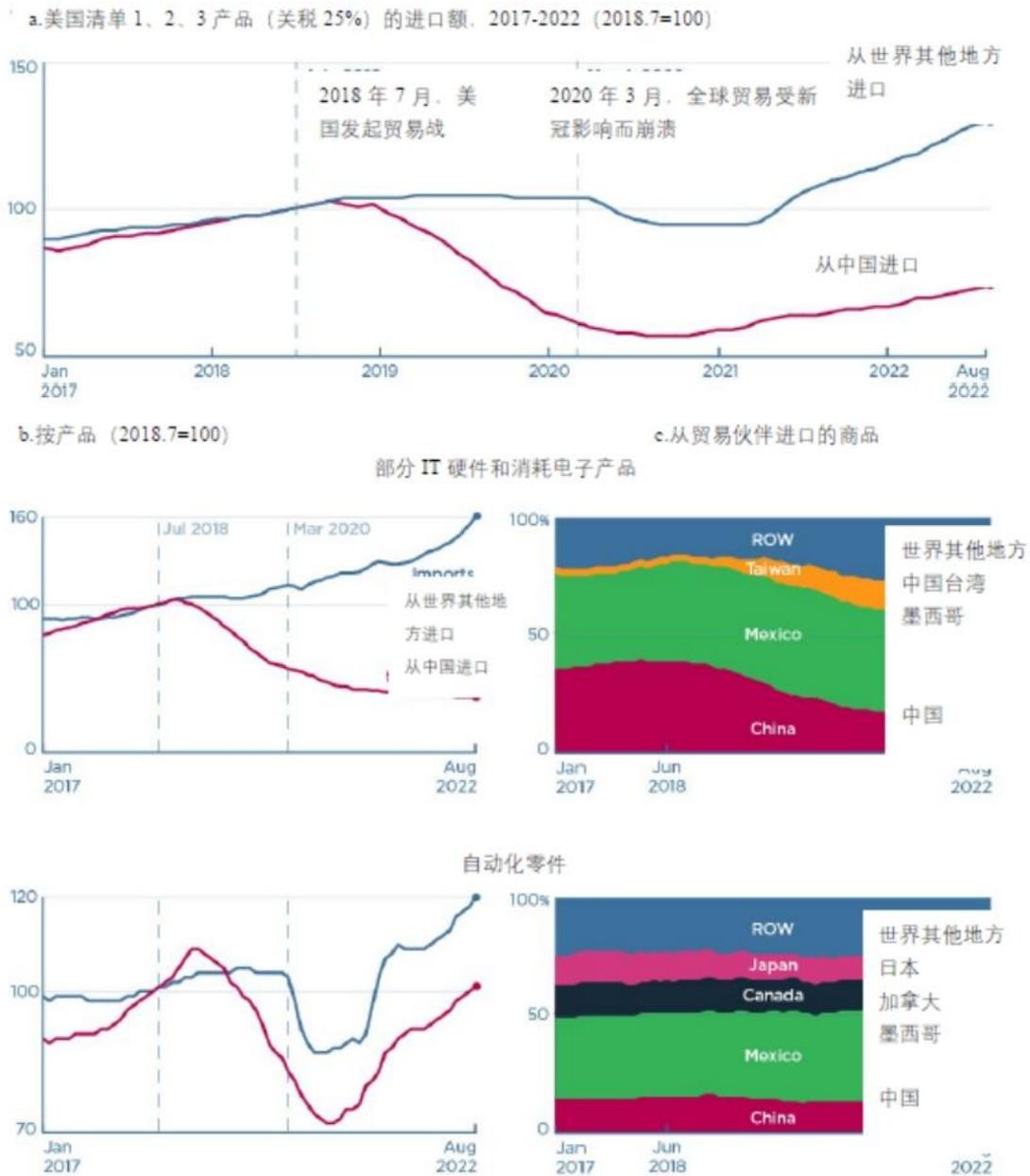
界其他地方的扑克牌，都在大幅增长。越南在美国玩具进口中的份额已从 3% 增加到 6%。但中国仍是美国 83% 玩具的进口来源国。

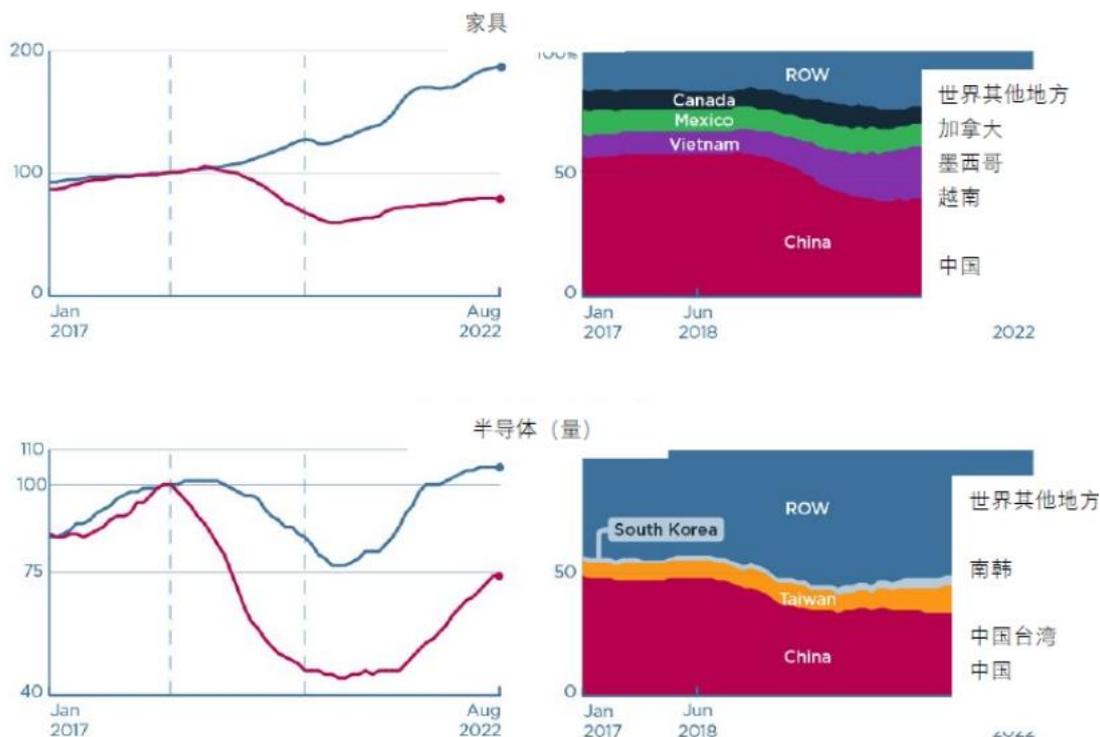
贸易战期间，特朗普政府故意选择不对这些列在 4b 清单上的产品征收关税，因为他们担心，对于这些有辨识度的商品，消费者在忍受价格上涨的同时会将其归咎于关税。特朗普在 2019 年 8 月也说过同样的话，“我们所做的是推迟（清单 4B 上的关税），所以它们在圣诞购物季不会提价...以防它们会对人们产生影响。”特朗普将这些产品的关税推迟到 2019 年 12 月 15 日，这比 2019 年假期前货物到达货架的时间要长得多，最终在第一阶段协议宣布后完全取消了关税。

被征收 25% 关税的中国产品处境艰难

另一个极端是特朗普征收 25% 关税的产品。这类产品主要由中间投入和资本设备（家庭很少看到）主导，企业用它们来生产其他消费品或提供服务。美国对这些产品的进口总体上有所减少（图 4a）。尽管疫情期间美国的需求激增，但一些产品的进口有所下降，导致需要这些投入继续运营的企业出现短缺，成本上升。这些公司被迫要么在征收关税的情况下继续从中国进口，要么花钱与其他地方的新供应商建立关系。

图 4 美国从中国进口的关税产品，体现出一些脱钩信号





ROW=世界其他地方 (Rest Of the World)

注：美国每月进口指数数值，未经季度调整，统计了 12 个月金额。半导体材料只能找到进口量，而无法计算进口额。“清单”是指美国根据 1974 年《贸易法》第 301 条对从中国进口的产品征收关税的一组产品。

来源：作者根据美国人口普查局的美国进口数据而绘制。更多产品定义可参考附件。

以新冠疫情封禁带来的更高需求的 IT 硬件和消费电子产品为例，如网络服务器、调解器、路由器以及无线耳机和智能手表。自征收 25% 关税以来，美国从中国进口的这些产品数量下降了 62%，而从世界其他地方的进口则增加了 60%（图表 b）。中国在美国 IT 硬件和消费电子产品进口中所占份额已下降近三分之二，从 38% 降至 13%（见 c）。墨西哥是这类产品的相当大的外国替代供应国。台湾在美国进口市场的份额也大幅增加。

在贸易战爆发之前，从中国进口的汽车零部件对美国工业构成了迫在眉睫的威胁。在新冠疫情爆发的最初几个月里，北美的汽车工业为了应对疫情突然停止生产，使从中国和世界其他地区的进口都大幅下降。美国从世界其他地区的进口如今已经恢复，增长了 20%，而从受关税影响的中国的进口才刚刚恢复到贸易战前的水平。然而，中国在美国汽车零部件进口中所占份额仅从 15% 降至 13%。不出所料，由于北美汽车供应链的整合，墨西哥和加拿大继续主导着美国的零部件市场。

疫情期间保持社交距离也导致家庭增加了家居用品支出。美国从世界其他

地区进口的家具增长了 87%；受关税打击的中国进口产品仍下降了 21%。（中国在美国家具进口中所占的份额已从 57%降至 36%）。美国进口家具的大部分新货源来自越南。

美国从中国进口的半导体因关税而遭受重创

半导体是新冠疫情期间产品短缺的显著例子。芯片的稀缺导致汽车制造商不得不在 2021 年减少产量，通过休假影响就业，这是一个在政治和经济上都很重要的部门。（在图 4 的 b 和 c 中，只有半导体的数据是以体积计算的，而不是以美元价值计算的。）

美国从中国进口的半导体仍比征收 25%关税前低 26%（图 4b）。尽管进口最近有所增加，但直到 2021 年 6 月，美国从中国的进口量仍比贸易战前水平低 50%以上。2018 年 7 月之前，中国占美国进口市场的 47%（见图 4c）。加征关税后，这一份额立即下降，目前仅为 39%。然而，从世界其他地区的进口额只增长了 5%（再次见图 4b）。

当从汽车到冰箱再到洗衣机，只要少一个芯片，就会导致各种产品无法完成生产时，这个问题就变得显而易见了。从数量上看，从中国进口的半导体无法从其他国家找到替补。

原因之一是中国无法被其他芯片制造商所替代。中国的晶圆代工厂专门按“成熟制程”生产大量的“传统”芯片，利润率很低。台湾台积电（TSMC）和韩国三星等领先的外国公司生产更先进（也更赚钱）的半导体，两家公司都没有闲置产能，也没有兴趣转向利润较低的产品。这便解释了为什么除了产能利用率接近历史水平之外，美国半导体行业也没有显著扩大生产。考虑到传统芯片的生产利润不是特别高，如果美国不想从中国进口，那谁来生产呢？这是美国工业消费者面临的问题——比如大量使用传统芯片的汽车行业。

以美元计算，美国从中国进口的芯片仍比贸易战前的水平低 22%（图 4 中没有显示）。然而，从世界其他地方进口的价值上升了 32%，主要是由于美国对芯片需求增加导致的价格上涨，而不是由于从中国进口的损失而增加。

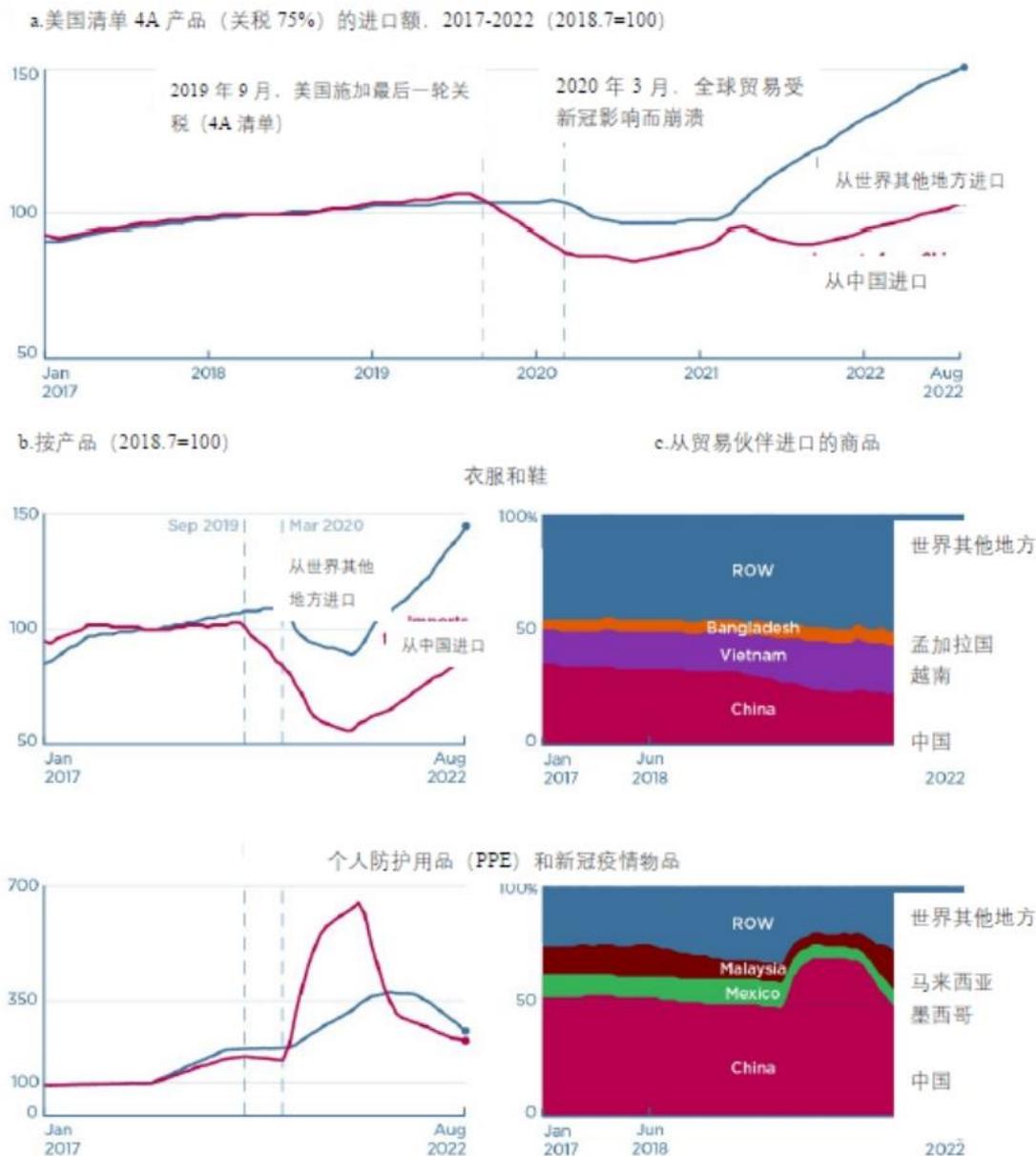
综上所述，在这四种被美国征收 25%关税的产品中，美国从中国的进口都有所下降。减少的进口有时被从其他外国来源的进口所抵消，但在其他情况下还没有。然而，这些例子并不罕见。按价值计算，美国从中国进口的所有其他关税为 25%的产品下降了 17%，尽管这些产品从世界其他地方的进口现在增加了 33%（未显示）。

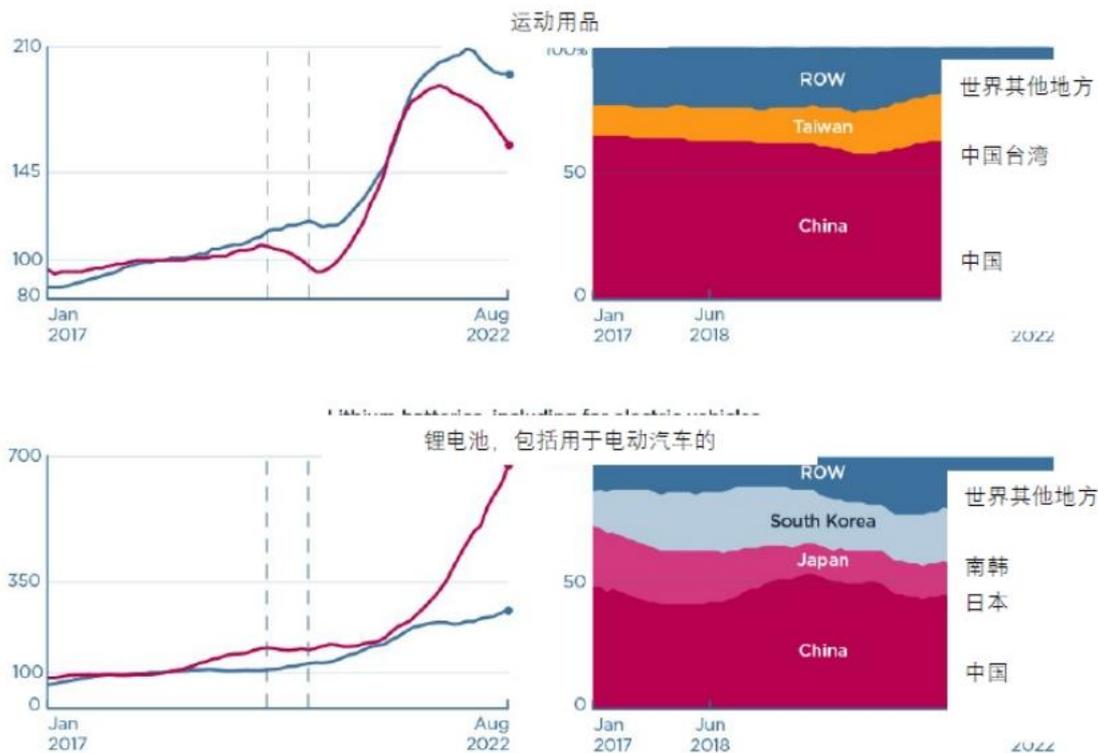
美国从受较低关税限制的中国产品的进口并不均衡

最终定下的那批关税产品覆盖了美国自中国进口数量的 20%，最初在 2019 年 9 月被征收 15%的关税，然后在 2020 年 2 月降至 7.5%。总体而言，从中国进

口的这些商品最近才恢复到贸易战前的水平（图 5a）。这些进口商品的负面影响较小，部分因为关税在贸易战开始时征收的税率较低，贸易战后期才高额征收，随后降低。从其他地方进口的这些产品如今增加了 51%。

图 5 受较低关税限制的产品反映了混杂的脱钩迹象





ROW=世界其他地方（Rest Of the World）

注：美国每月进口指数值，未经季度调整，统计了 12 个月金额。“清单”是指美国根据 1974 年《贸易法》第 301 条对从中国进口的产品征收关税的一组产品。

来源：作者根据美国人口普查局的美国进口数据而绘制。更多产品定义可参考附件。

服装和鞋类就是一个例子，约占贸易战前美国从中国进口总量的 7%。如今它们仍比贸易战前的水平低 11%，而美国从世界其他地区的进口则高出 44%（图表 b）。关税可能加速了这些商品的生产转移出中国市场，因为与中国经济发展相关的劳动力成本上升已经将这些产业转移到其他地方。中国在美国服装和鞋类进口中所占的份额从 34% 下降到 24%，而越南和孟加拉国的份额有所上升（图 c）。

个人防护装备（PPE）和相关新冠疫情医疗产品的情况略有不同。在贸易战爆发前，美国进口的许多此类产品中，约有 50% 来自中国。一旦 2019 年底征收关税，这一数字就下降了，使美国医疗保健系统在 2020 年初面对疫情的准备工作变得困难。最终，特朗普政府确实将这些产品排除在贸易战关税之外，于是到 2020 年 4 月，美国从中国的进口恢复了，鉴于美国需求的增加，在 2020 年其余大部分时间里，美国从中国的进口出现了爆炸性增长。（价格上涨是价值大幅上涨的主要原因，尽管成交量也有所增加。）

尽管征收了贸易战关税，但从中国进口的运动器材和锂电池是另外两种大幅增长的产品。对这两个国家来说，中国也是美国进口商品 50% 以上的来源地

(图 c)。受疫情影响，人们暂时无法进入私人健身房，从而推动了运动自行车、划船机和跑步机等产品的销售。锂电池进口的增长部分是由于最近美国对电动汽车 (ev) 的需求增加。然而，如果 2022 年 8 月《降低通货膨胀法》中提出的新的供应链采购要求——明确为汽车制造商提供补贴，使其电动汽车电池供应链在中国以外多元化——获得成功，这种增长也可能随着时间的推移而消退。

这四个例子表明，试图评估美国从中国进口的潜在脱钩存在额外困难。考虑到中国经济的规模和多样性，以及它涉及如此多不同类型的产品，这种复杂性是意料之中的。(至于清单 4A 中未列出的其他产品，美国从中国的进口仍比贸易战前水平低 10%，而从其他地方的进口则高出 50%。)

任何中美脱钩的好处都伴随着代价

大量研究已经证明了贸易战关税对美国经济的负面影响。关税损害了美国的制造业产出、就业和出口。虽然这些关税可能没有造成始于 2021 年的通胀压力，但美国进口商在 2018-19 年开始征收关税时，确实以价格上涨的形式承担了关税的成本。(证据难以表明这些关税导致中国出口商降低价格，向美国消费者出售产品。)

美国仍在实施的关税将继续阻碍美国公司获得进口产品。关税降低了这些公司对中国企业的吸引力，其中一些企业向全球其他客户销售的产品又十分有限。相对于在美国以外经营的非中国竞争对手，高成本降低了美国企业在美国和国际市场的竞争力。

谨慎解读证据

对于一些产品，这里的证据显示，美国改为采购中国以外的国家组装的进口产品。这部分是“贸易转移”的结果--即美国现在从第三国购买更昂贵的进口产品，而它曾经购买过这些产品，由于关税的原因不再从中国购买。这里显示的进口变化与其他证据相一致，即越南等国家以及东亚和南亚的其他国家现在处理着更多的贸易订单，包括与美国的贸易，以应对美中贸易战。

然而，寻求实现“脱钩”的政策制定者需要仔细解读本文中的证据，最重要的问题的答案仍然是未知的。

美国的关税并不是美国从中国进口减少的唯一“原因”。一些与大部分服装和鞋类行业密切相关的劳动密集型生产，无论如何都在迁移，遵循一种甚至在贸易战之前就可以看到的趋势。相对于其他新兴经济体，中国在这个行业的竞争力正在下降，因为当地的工资在增加。(对于其他产品来说，越南可能会以牺牲其他高收入国家(如韩国)的利益为代价，上升为来源国。)

数据显示的任何经济活动的“移动”的全部含义也仍然不完善。例如，公司可能会在越南增加一个单独的装配设施，以服务美国消费者，而不必支付贸

易战的关税。同样的公司也可能保留他们在中国的设施，继续为中国市场以及其他没有对来自中国的进口产品征收新关税的国家进行生产。

这种多余的投资可能会产生复杂的、但可相互抵消的影响。一方面，如果多样化是有用的，这种投资可以提高复原力。如果美国最初的进口安排是通过集中在中国的供应商进行单一采购，那么未来的买家可能会发现，增加非中国的装配设施可以降低因气候变化（洪水、干旱、野火）、健康（新冠疫情）或地缘政治（军事冲突）造成的地理上的集中破坏的风险。

另一方面，多余的投资也有更高的成本。有建立新的装配厂的初始、一次性支出。但也可能有额外的（和持续的）成本与运营两个供应链有关，每个供应链的规模都比以前全部在中国完成时小。

最后，这些数据最多只能显示作为美国进口商品来源的最终装配厂的变化。对于美国进口的该商品的增值内容的变化，我们所知甚少。举一个极端的例子，假设一个消费电子产品的最终装配从中国转移到越南，参与最终组装的工人会发生变化，但如果该产品继续从中国供应商那里获得相同数量的关键中间投入，这些供应商现在运往越南，由总部设在中国的公司的子公司进行最终组装，那么变化该有多大？

因此，政策制定者需要对中美“脱钩”的初步证据做出谨慎的解释。今天做出的减少两国经济相互依赖性的政策决定将对两国经济产生深远影响，而且任何一方都无法幸免于难。

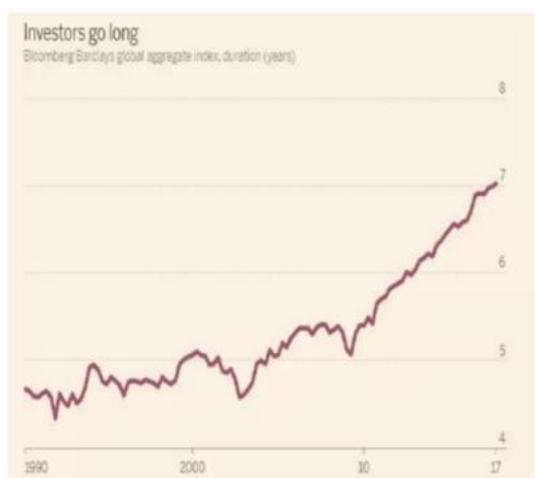
本文原题为“Four Years into the Trade War, are the US and China Decoupling? ”。作者 Chad P. Bown。Chad P. Bown 于 2018 年 3 月起担任雷金纳德·琼斯高级研究员，2016 年 4 月加入彼得森国际经济研究所担任高级研究员。他的研究涉及国际贸易法律和制度、贸易谈判和贸易争端。本文于 2022 年 10 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

长期视角下的货币风险

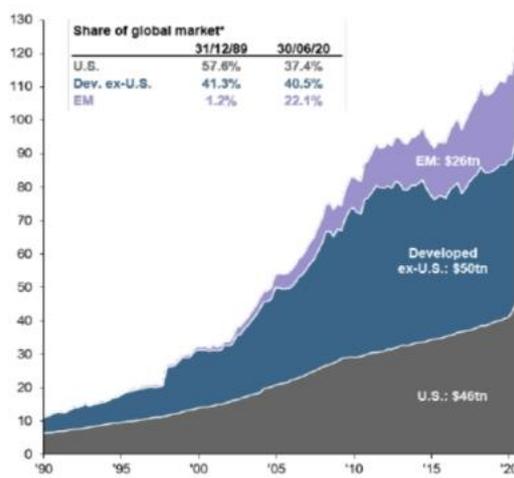
Pasquale DELLA CORTE, Can GAO, Daniel P.A. PREVE, Giorgio VALENTE /文 孔祥奕/编译

导读：本文研究了美国投资者以无风险国内利率投资长期外币债券的长期风险，发现该策略的预测方差随着投资期限的增加而增加。实际汇率回报的差异和短期利率差异是这种收益差异增加背后的主要驱动因素。因此，货币和汇率政策制度改革尤为重要。编译如下：

近 15 年来，由于发达国家债券短期利率较低甚至出现负利率，发达国家投资者一直在增持外国长期债券。发达国家银行增持了主权国家债务，养老基金和保险公司也增持了外国长期债券。下图表明，发达国家投资者采用了期限结构策略（Carry Strategy），他们以较低利率在国内筹集短期资金，持有较高利率的外币长期债券。



(a) Source: Financial Times (2017)



(b) Source: JP Morgan Asset Management (2020)

Pasquale Della Corte、Can Gao、Daniel P.A. Preve 和 Giorgio Valente 在亚洲财经研究局（Asian Bureau of Finance and Economic Research, ABFER）第九届年会上报告了此背景下的研究。文章研究了长期视角下货币投资策略的风险。该投资策略是指美国投资者投资外国长期债券，以无风险利率国内融资，从而获得超额回报。

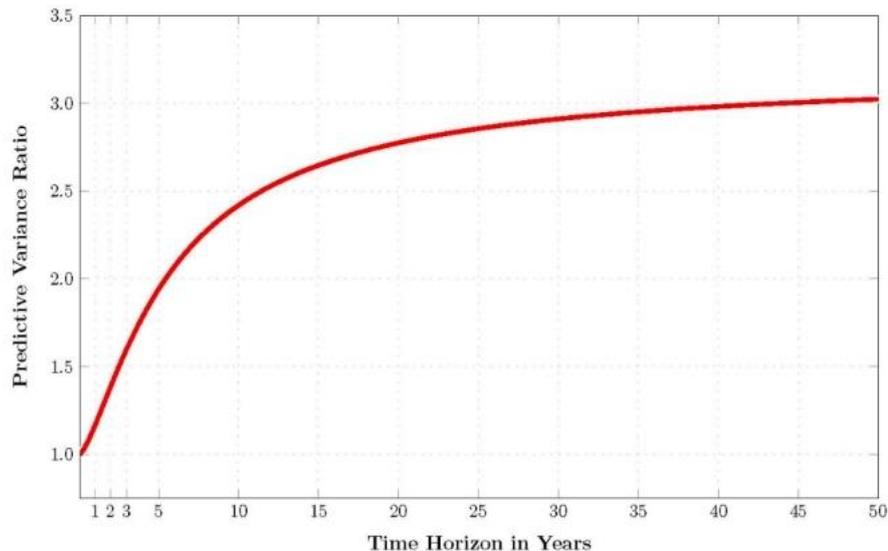
过去对借入美元短期资金投资长期外币债券的风险研究较少。本文利用 1800 年 1 月到 2017 年 6 月的数据进行实证研究，探讨了该策略的长期风险。本文数据涵盖了澳大利亚、加拿大、德国/欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士和英国等具有流动性较好且发达证券市场的国家和地区。

该策略的超额收益由三部分组成：以本币计价的债券超额收益、外币与本币的实际利差收益和双边实际汇率收益。投资者应该对回报做出理性预测。他们的风险在于实际收益和预期收益的偏差。

然而，投资者的知识有限，缺乏相关信息。因此，投资者的风险由两部分组成：（1）了解信息的波动率，（2）不了解信息的波动率。文章中称后者为预测方差。

本文的实证表明，债券超额回报、跨境实际利差和实际汇率变化包含了风险。因此，投资者信息缺失的原因是货币和汇率制度的变化。实际利率和实际汇率的变化与预期相背离。

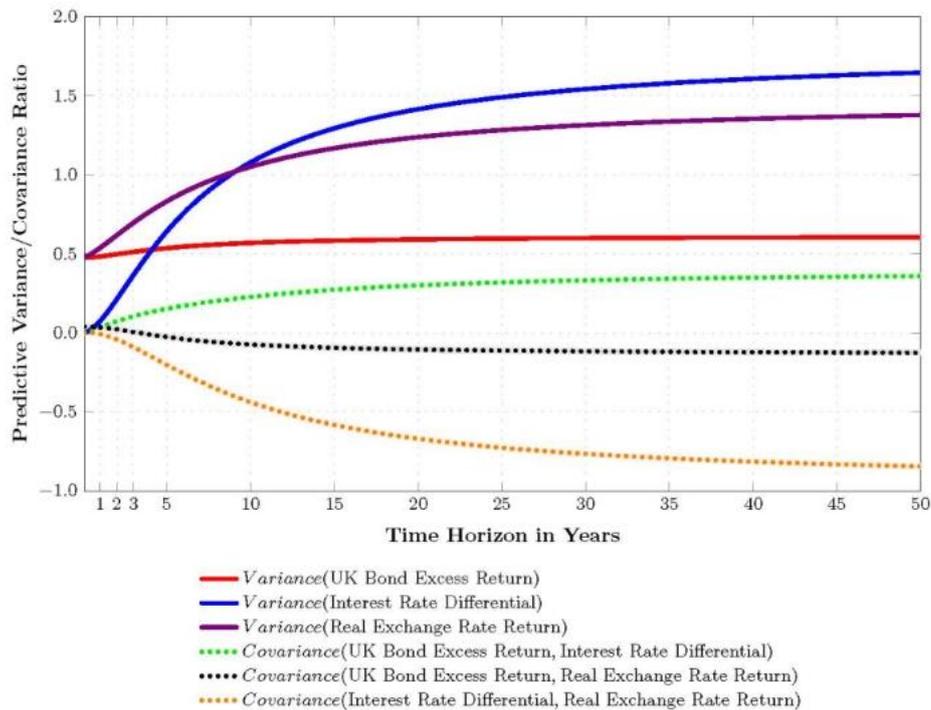
图 1 US/UK 预测方差比



本文发现，整个样本期内所有国家债券投资策略的预测方差随着投资期限的增加而增加，主要是由于预测方差向上倾斜。各国投资策略收益的预测方差在 50 年内增加了 200% 至 300%。美国投资者买入并长期持有英国长期债券，50 年的长期预测方差达到 4.24%，相当于同时期买入并持有美国股票的长期预测方差（图 1）。

文章进一步发现，预测方差呈上升趋势主要是由于实际汇率收益和短期利率差异的个体预测方差，而且实际汇率收益起着更重要的作用。文章还发现，以本国货币计算的债券超额收益的预测方差没有实质作用，对各投资领域的影响相对恒定。

图 2 US/UK 预测方差分解



文章强调，以外币计价的债券超额回报与利差和汇率回报的预测协方差，在确定策略的长期风险配置上并不重要。但从长期来看，利率差异和实际汇率变化之间的预测协方差仍发挥作用，会在较长期内降低策略的总体预期风险（图 2）。

本文研究了美国投资者以无风险国内利率投资长期外币债券的长期风险，发现该策略的预测方差随着投资期限的增加而增加。这一主张违背了债券投资长期风险随着投资期限的增加而降低的普遍常识。实际汇率回报的差异和短期利率差异是这种收益差异增加背后的主要驱动因素。因此，货币和汇率政策制度改革尤为重要。

本文原题为“Currency Risk in the Long Run”。本文作者 Pasquale DELLA CORTE, Can GAO, Daniel P.A. PREVE, Giorgio VALENTE。本文于 2022 年 5 月刊于亚洲财经研究局。
[单击此处可以访问原文链接。](#)

为了保持低失业率，央行应该计划提高通胀目标

Joseph E. Gagnon / 文 廖世伟 / 编译

导读：在未来一两年战胜高通胀之后，世界有可能回到 2020 年前几十年的过度失业状态。因此，央行需要减少对基于简单线性模型的可持续就业估计的信心，采取比过去更激进的政策方法，即定期调查非通货膨胀的就业创造的极限。此外，央行将通胀目标从 2% 小幅上调至 3% 或 4%，会更容易维持最大就业。编译如下：

在未来一两年战胜高通胀之后，世界有可能回到 2020 年前几十年的过度失业状态。因此，央行需要减少对基于简单线性模型的可持续就业估计的信心，采取比过去更激进的政策方法，即定期调查非通货膨胀的就业创造的极限。此外，央行将通胀目标从 2% 小幅上调至 3% 或 4%，会更容易维持最大就业。

在 2018 年的一次讲话中，美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）质疑了美联储用来指导其政策决策的关键经济措施，并提出了采取更积极的货币政策方法的理由。他指出，对均衡实际利率 R^* 和均衡失业率 U^* 的估计值正在被下调。2019 年年中，由于失业率低于美联储对 U^* 的估计，因为核心通胀率再次低于目标，美联储将政策利率进一步下调至对 R^* 的估计以下。这一政策变化含蓄地承认，美联储对 R^* 和 U^* 的估计是有缺陷的，可能是因为用来衡量它们的模型是错误的。

仔细研究了我参与撰写的一份 PIIE 工作报告中的数据后发现，从 20 世纪 90 年代中期到 2020 年，主要发达经济体的失业率几乎一直居高不下。中央银行容忍这种糟糕的表现，因为他们高估了稳定通货膨胀所需的失业水平。他们的错误来自于使用通货膨胀的线性模型，尽管有大量证据表明失业对通货膨胀的影响是高度非线性的。特别是，当通胀水平与发达经济体 2021 年之前的水平一样低时，将失业率推高至远高于 U^* 的水平对通胀几乎没有影响，而将失业率降低至低于 U^* 的水平则有很大影响。

疫情期间美国通货膨胀的行为支持一个非线性模型。2020 年，由于企业关闭，许多工人宁愿呆在家里，失业率和均衡失业率 U^* 双双飙升。失业率高于 U^* ，导致通胀小幅下降。2021 年，失业率下降的速度远远快于 U^* ，目前已低于 U^* ，将经济推至非线性曲线的陡峭部分，并导致通胀大幅上升。¹

在 20 世纪 90 年代中期至 2020 年期间，因为没有明显的通胀上升，所有主要发达经济体的失业率很可能从未显著低于 U^* 。此外，这些经济体 U^* 的基本

¹ 消费者需求从服务转向商品，加剧了非线性效应，因为商品需求过剩导致商品通胀的上升，远远超过了服务供应过剩减少的通胀程度。

驱动因素都朝着一个方向移动，随着时间的推移， U^* 应该会适度下降。综合这些见解，我们可以改进对失业缺口（失业率与 U^* 之间的差值）的标准估计。

图 1 绘制了我们对 1990 年以来失业缺口的估计，以及经济合作与发展组织（OECD）对失业缺口的估计。自 20 世纪 90 年代中期以来，我们对缺口的估计一直高于经合组织的估计。超额的缺口甚至可能被低估了。例如，我们显示 2019 年美国的缺口接近于零，但当年核心通胀率略有下降，表明缺口仍为正。

经合组织低估了实际失业率与 25 年来通胀稳定的最低可能失业率之间的缺口。

图 1 经合组织和 PIIE 对 1990-2019 年实际失业率与稳定通胀相适应的最低失业率之间缺口的估计



注：经合组织失业缺口为 2020 年 12 月公布的数值。2021 年，经合组织将缺口概念转换为基于人口而非劳动力的缺口概念，使得随后的缺口估计无法进行比较。

资料来源：Gagnon 和 Sarsenbayev 编写的 PIIIE 第 22-17 号工作文件图 8。

1990 年，一些国家（法国、日本、瑞典和瑞士）的失业率明显低于 U^* 。然而，自 1993 年以来，我们研究的所有 11 个大型发达经济体的失业率要么接近 U^* ，要么远高于 U^* 。我们的论文认为，这些经济体在 1993 年前后向超低通胀的过渡，使得失业和通胀之间的关系高度非线性。由于央行不理解这种非线性，他们将稳定的通胀解读为失业率接近 U^* 的证据，即使失业率远高于 U^* 。因此，在 2020 年之前的 25 年里，这 11 个经济体的失业率几乎持续超过 U^* 。

这项研究的教训是，央行应该采用更广泛的经济模型，包括通胀的非线性模型，他们应该通过压低失业率来积极了解均衡失业率 U^* ，直到通胀压力开始显现。只有到那时，他们才应该收紧政策。

央行还应将通胀目标从 2% 提高到至少 3% 或至多 4%。适度的高通胀让央行有更大的空间来避免触及利率的零利率下限，也减少了通胀行为的非线性，从而更容易实现低失业率。

本文原题为 “To Keep Unemployment Low, Central Banks should Plan to Raise Inflation Target”。本文作者 Joseph E. Gagnon 是 PIIIE 高级研究员，曾任美国美联储委员会货币事务部的客座副主任（2008 年至 2009 年）。此前，他曾在美国美联储委员会担任国际金融部副主任（1999-2008 年）和高级经济学家（1987-1990 年和 1991-97 年）。本文于 2022 年 10 月刊于 PIIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

全球价值链：亚洲国家的关键指标

熊春婷/编译

导读：半导体或微芯片在现代世界中扮演着重要的角色。它们是当今许多电子产品的投入品，包括个人电脑和手持设备、医疗设备、机器人、运输技术和先进制造机械。2022 年亚洲开发银行在一份报告中估计，约 65% 的世界出口总额直接或间接依赖于半导体（ADB 2022a）。本文分析芯片短缺对亚洲的影响，指出了亚洲在半导体的生产和电气及光学设备的出口中所扮演的角色，并以亚太地区 26 个经济体为研究对象进行一系列相关研究并得出相应结论。编译如下：

一、全球芯片短缺对亚洲的影响

半导体或微芯片在现代世界中扮演着重要的角色。它们是当今许多电子产品的投入品，包括个人电脑和手持设备、医疗设备、机器人、运输技术和先进制造机械。2022 年亚洲开发银行在一份报告中估计，约 65% 的世界出口总额直接或间接依赖于半导体（ADB，2022a）。

然而，全球一系列事件（包括贸易冲突、地缘政治局势紧张和新冠疫情）威胁着全球半导体供应。与此同时，在新冠疫情期间，人们对电子产品、云计算和其他新技术的需求激增，而中国和其他亚洲经济体对制造企业进行封锁和隔离，这进一步给半导体制造商本就有限的产能带来了压力。气候变化和自然灾害也继续阻碍半导体的生产，台风、洪水和地震扰乱了物流和供应网络，这也给生产商带来了各种其他挑战。

2022 年，《亚洲及太平洋地区关键指标》第三部分重点分析了全球芯片短缺及其对 26 个经济体的影响，主要关注电气和光学设备领域。上述分析使用了 2000 年至 2020 年的经济复杂度数据（以下简称 OEC 数据）和 2000 年至 2021 年间亚洲开发银行的多地区投入产出表数据（以下简称 MRIOTS 数据）来了解所在国际贸易中半导体发生的变化，以及这些变化对该地区经济的影响。

上述分析中，被评估的 26 个经济体包括：澳大利亚，孟加拉国，不丹，文莱，达鲁萨兰国，柬埔寨，斐济，中国香港，印度，印尼，日本，哈萨克斯坦，吉尔吉斯共和国，老挝，马来西亚，马尔代夫，蒙古国，尼泊尔，巴基斯坦，中华人民共和国，菲律宾，韩国，新加坡，斯里兰卡，中国台北，泰国和越南。

第三部分内容表明，半导体短缺对上述 26 个经济体的影响可能取决于以下三件事，一是它们在全球价值链中的参与度，二是他们在电气和光学设备部门的竞争优势，三是出口产品的多样性水平。明确这些指标对于缓解全球芯片短缺、帮助经济复苏非常重要。

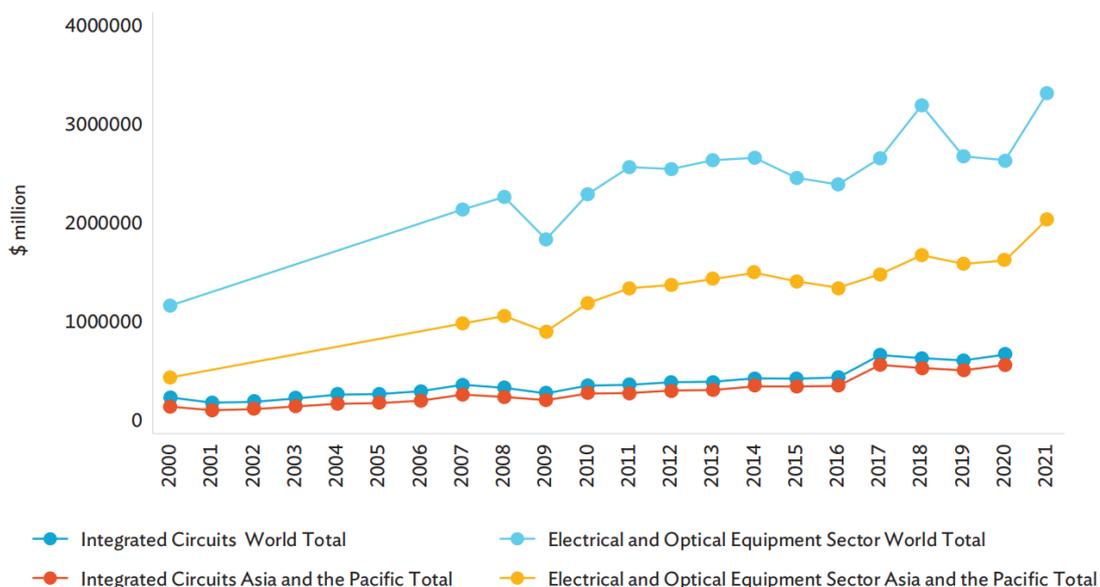
二、亚洲在半导体的生产和电气及光学设备的出口中所扮演的角色

最复杂的全球价值链是半导体链。许多经济体参与半导体生产的各个阶段：研发、设计、制造、装配、测试和包装。最终，这些芯片被成为现代世界电子设备和运输设备的投入品。半导体在国际贸易中的这一重要作用使各经济体得以参与并融入全球价值链，最终从中获得实际利益。

通常来说亚太地区在半导体价值链中发挥着重要作用，特别是电气和光学设备行业（图 1）。OEC 数据估计，2016-2020 年间 26 个经济体全球集成电路总出口中占比 83.7%，而 2000 年仅为 60.4%。

在这 26 个经济体中，对全球集成电路总出口贡献最大的 5 个经济体是中国台北（2016-2020 年间为 22.7%）、中国（18.7%）、韩国（18.0%）、新加坡（13.3%）和马来西亚（11.0%）。紧随其后的是日本（6.0%）、菲律宾（4.7%）、越南（2.6%）、泰国（1.9%）和中国香港（1.0%）。这些经济体在全球价值链中有其优势领域。例如，中国台北是晶片铸造领域的佼佼者；韩国专门从事先进芯片的制造；菲律宾则专注于产品测试和包装。

图 1 集成电路及光电设备出口

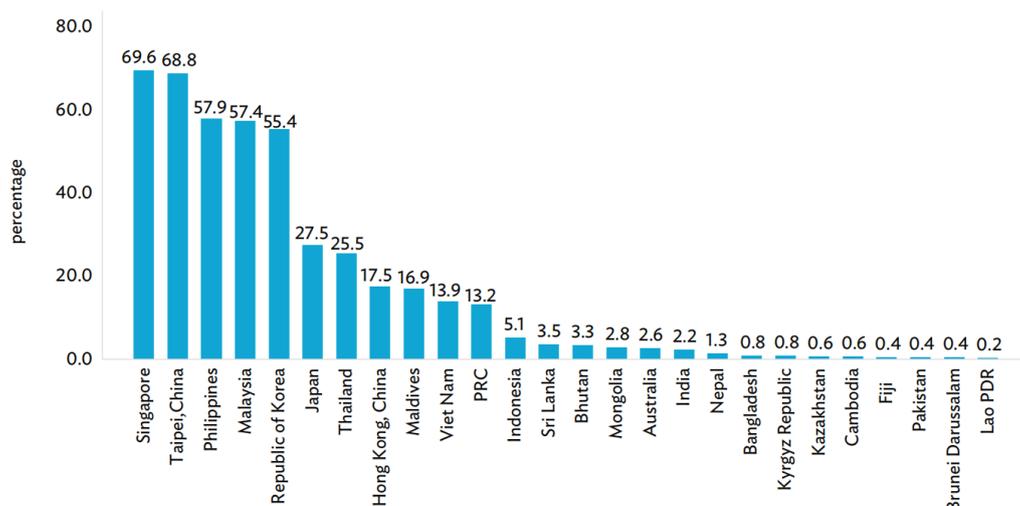


来源：亚洲开发银行使用 OEC 数据和 MRIOTS 数据计算得出。

本文用集成电路（HS4 Rev. 92 ID 8542）在总电气设备和机械出口（HS2 Rev. 92 ID85）的比例来表示集成电路在电子制造业中对特定经济体的重要性（图 2）。在 2016-2020 年，新加坡的比例最高，为 69.6%，其次是中国台北，为 68.8%，其他占比在 50% 以上的国家有菲律宾（57.9%）、马来西亚（57.4%）和韩国（55.4%）。

与集成电路一样，亚太地区电子和光学设备在全球中的出口份额也在增加。MRIOTS 数显示，2000 年，亚太地区该部门的出口额仅占世界出口总额的 37.5%，到 2021 年，这一比例已增至 61.5%。

图 2 2016-2020 年间集成电路在电气设备和机械出口中的份额



注：Lao PDR = 老挝，PRC = 中国

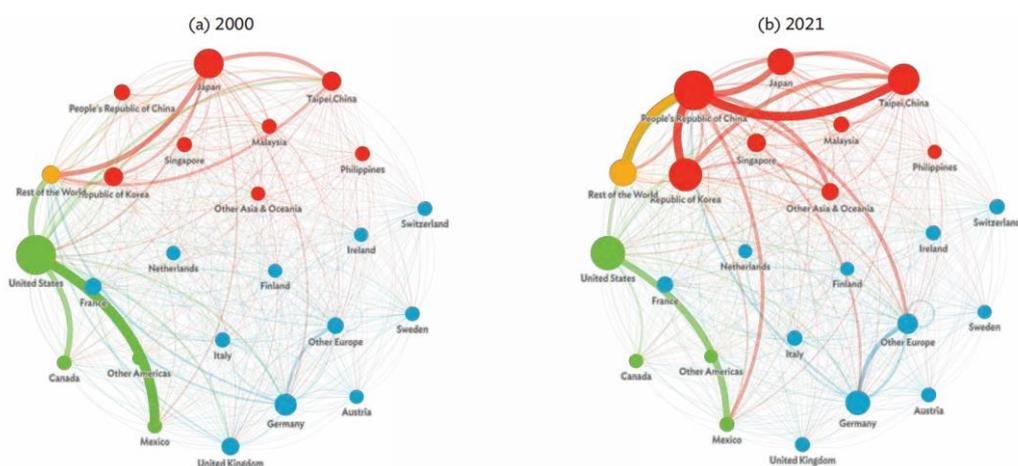
来源：亚洲开发银行使用 OEC 数据计算得出。

自 2000 年以来，亚太地区在电气和光学设备部门的全球价值链中所起的作用越来越大。全球价值链中的产品附加值更多的来自该地区生产，从 2000 年的 37.1% 上升到 2021 年的 56.3%，与此同时，亚太区内各经济体在电气和光学设备的中间投入品贸易中所起的作用也发生了变化。

2000 年，美国在电气和光学部门出口的中间产品附加值最高的，占世界总量的 27.0% 以上（图 3.a）。它对亚太地区最大的出口国是中国台湾，其次是韩国、马来西亚、日本和新加坡。在亚太地区，2000 年是该部门全球价值链中产品附加值最高的是日本，约为 16.8%。

到 2021 年，电气和光学设备部门的全球价值链格局发生了变化。一方面中国成为最大贡献者，占比 16.6%（图 3.b），韩国和中国台湾也从不足 6% 分别上升至 12.5% 和 11.3%。另一方面，到 2021 年，日本的贡献比例已经下降到 8.3%。与 2000 年相比，2021 年亚太地区的全球价值链联系也更加突出。

图 3 在全球价值链中电子和光学设备部门国内附加值的出口

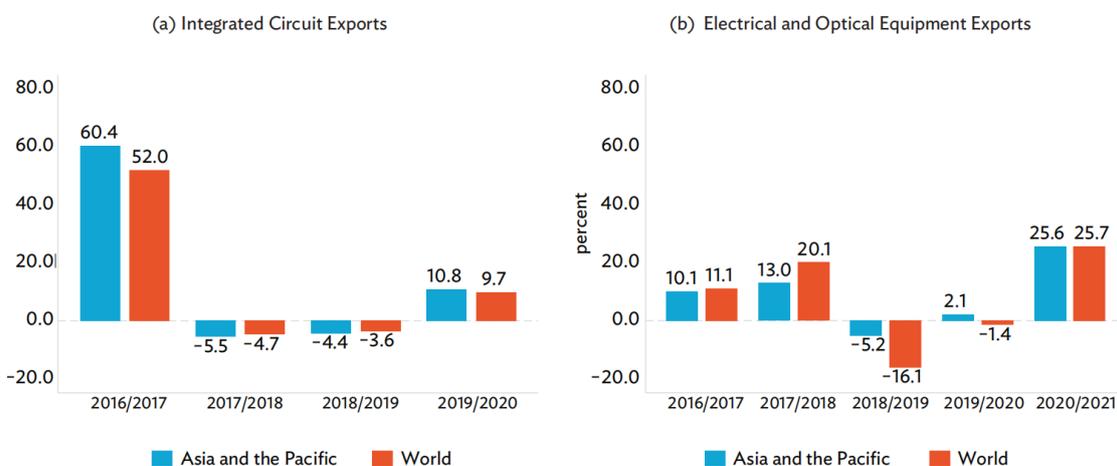


来源：亚洲开发银行使用全球价值链指标和 MRIOTS 数据计算得出。

与全球相比，2017 年亚太地区的集成电路出口年增长率更高（为 60.4%），但 2018 年和 2019 年略有下降，如图 4.a 所示。主要原因是区域贸易冲突和对电子产品需求的放缓。2020 年该地区集成电路出口增长率出现强劲的反弹，因为在 2019 年新冠疫情期间，人们对电子产品，特别是个人电脑和手持设备的需求增加。亚太地区的快速反弹，导致该地区在 2016 年至 2020 年间全球集成电路出口份额总体增长了 4.9%。

2016-2021 年电气和光学设备行业的增长模式则有所不同（图 4.b）。从 2016 年到 2017 年，亚太地区的出口增长仅比全球低 1.0 个百分点（分别为 10.1% 和 11.1%）。从 2017 年到 2018 年，亚太地区和全球的该部门出口均有更显著的增长，不过全球比亚太地区高 7.1 个百分点。相反，从 2018 年到 2019 年，亚太地区下降了 5.2%，而全球下降了 16.1%。从 2019 年到 2020 年，亚太地区继续反弹，其电气和光学设备部门的出口增长了 2.1%，而世界总出口则下降了 1.4%。2021 年，该地区电气和光学设备行业的出口继续增长 25.6%，只比世界平均增速低不到 0.1%。

图 4 集成电路和光电设备出口的年增长率



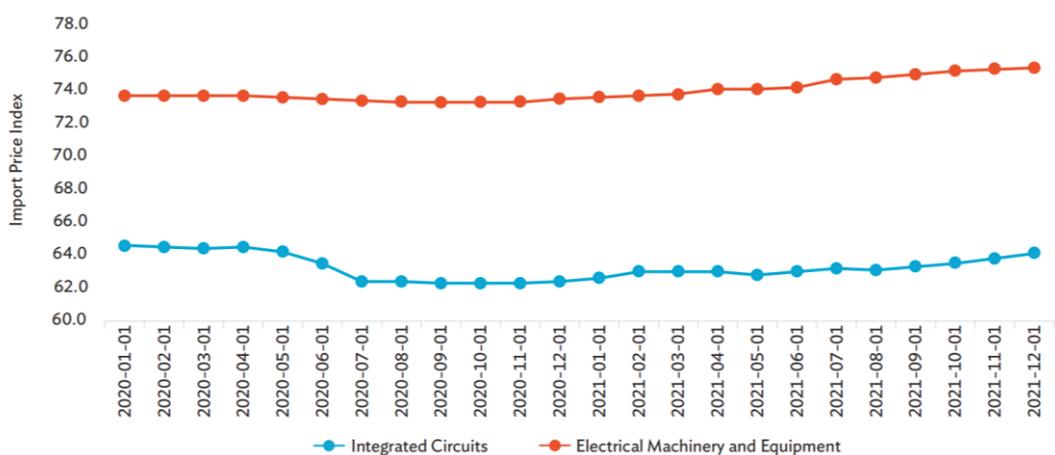
来源：亚洲开发银行使用全球价值链指标和 MRIOTS 数据计算得出。

图 4 中的两种增长模式表明，尽管 2020 年因新冠疫情而封锁，亚太区域的电子产品出口量继续增长。这表明，需求方面的因素发挥了重要作用，因为疫情封锁推动了用于远程连接的数字技术的发展，人们对芯片和其他电子产品的需求更强。这种增长一直持续到 2021 年。

一般来说，上述两个部门的出口在一定程度上保持一致，尽管集成芯片出口波动较小，上升幅度较低（图 1）。芯片作为电气和光学设备部门产品的生产投入品，其供应短缺可能会影响该部门的产出。

在 26 个经济体中，有 8 个经济体的电子和光学设备行业占其 2019-2021 年经济出口总额的比重超过 14.0%。分别是中国台湾（48.9%）、韩国（31.4%）、中国（30.3%）、菲律宾（26.4%）、马来西亚（23.7%）、新加坡（21.0%）、日本（19.5%）和越南（14.2%）。

图 5 美国集成电路和电机设备的进口价格指数

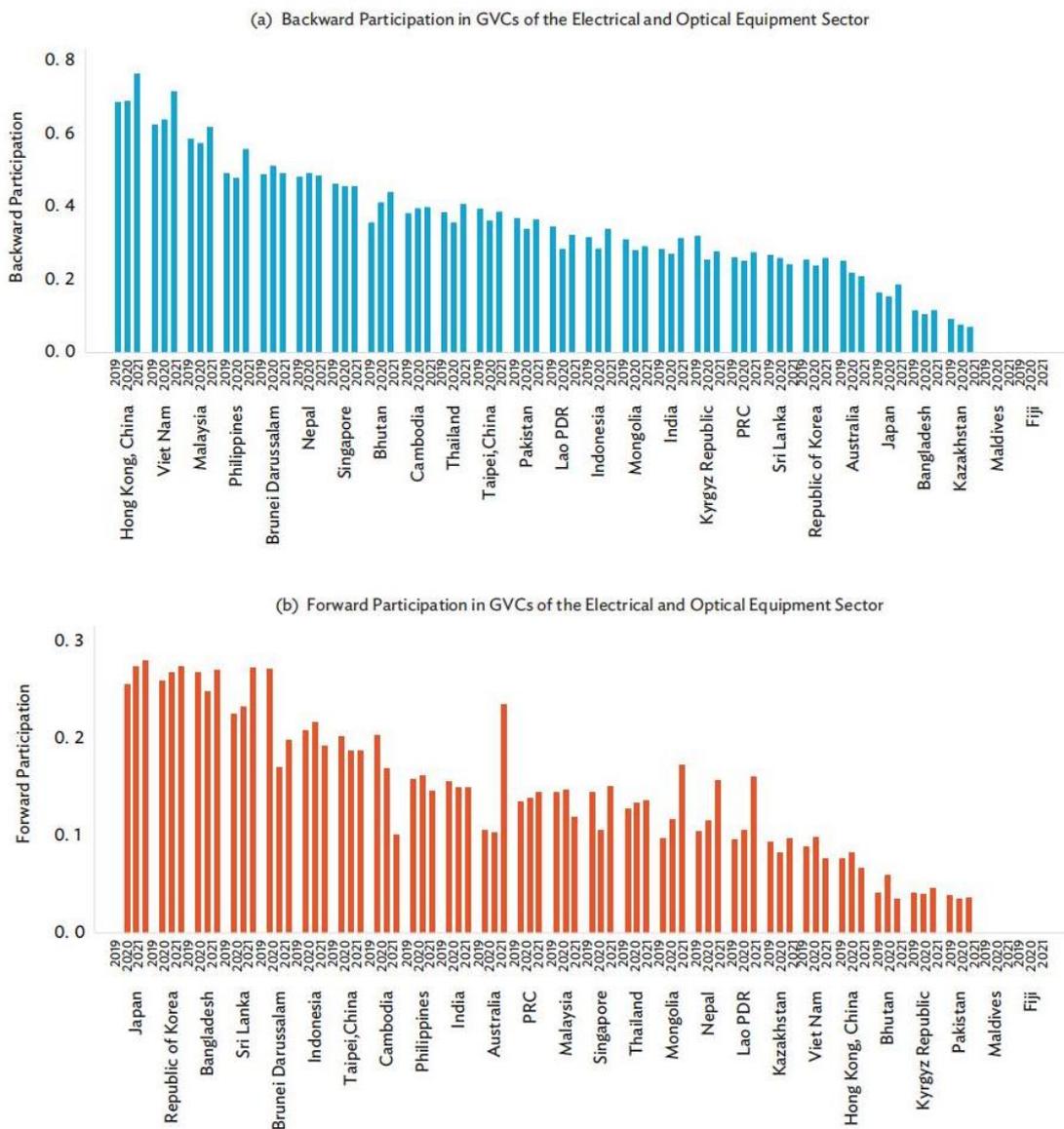


三、半导体供应短缺对亚太经济体的影响如何？

虽然参与全球价值链能创造更大经济活力，但当整个链条遭受冲击时，经济体也变得更脆弱。借助全球价值链，各个经济体在生产链内分工合作，使它们既依赖上游供应商，也依赖下游客户。因此，链条上任何一个环节的中断都可能对其他环节产生影响。一方面上游供应商设限会导致生产延误。另一方面下游国家的经济衰退可能造成生产停滞。

本文利用全球价值链指标来研究亚太地区经济体对全球芯片短缺的脆弱度。首先，全球价值链参与度指数可以显示依赖上游和下游的出口比例（图 6）。往上游参与全球价值链表明一国的出口有多大比例依赖于国外附加值，而向下游参与全球价值链则表明，一国的出口有多大比例依赖于中间产品的国内附加值。

图 6 基于贸易的全球价值链参与度



注：GVC 代表全球价值链，Lao PDR 代表老挝，PRC 代表中国

来源：亚洲开发银行使用全球价值链指标和 MRIOTS 数据计算得出。

2019-2021 年间电气和光学设备部门在总出口中所占份额超过 14.0% 的亚太经济体中，越南在下游产品的参与度最高，超过 66.0%。越南以组装更接近成品的电子产品而闻名，如手机、家用电器和电脑。因此，可以预期，越南的电气和光学设备部门的出口中有很大部分是源于国外高附加值产品，这使其容易受到芯片供应短缺的影响。老牌半导体芯片生产国日本，2019-2021 年间它在下游价值链的参与度仅略高于出口的 16.8%。与越南相比，日本电子产品出口的很大一部分是半导体芯片，这也解释了为什么日本在下游产品的全球价值链中参与度相对较低。还值得注意的是，在 26 个报告经济体中，2019 年至 2020

年间许多经济体的电气和光学设备部门的下游产品参与度都有所下降，但 2021 年，各经济体的下游参与率也出现了强劲反弹。

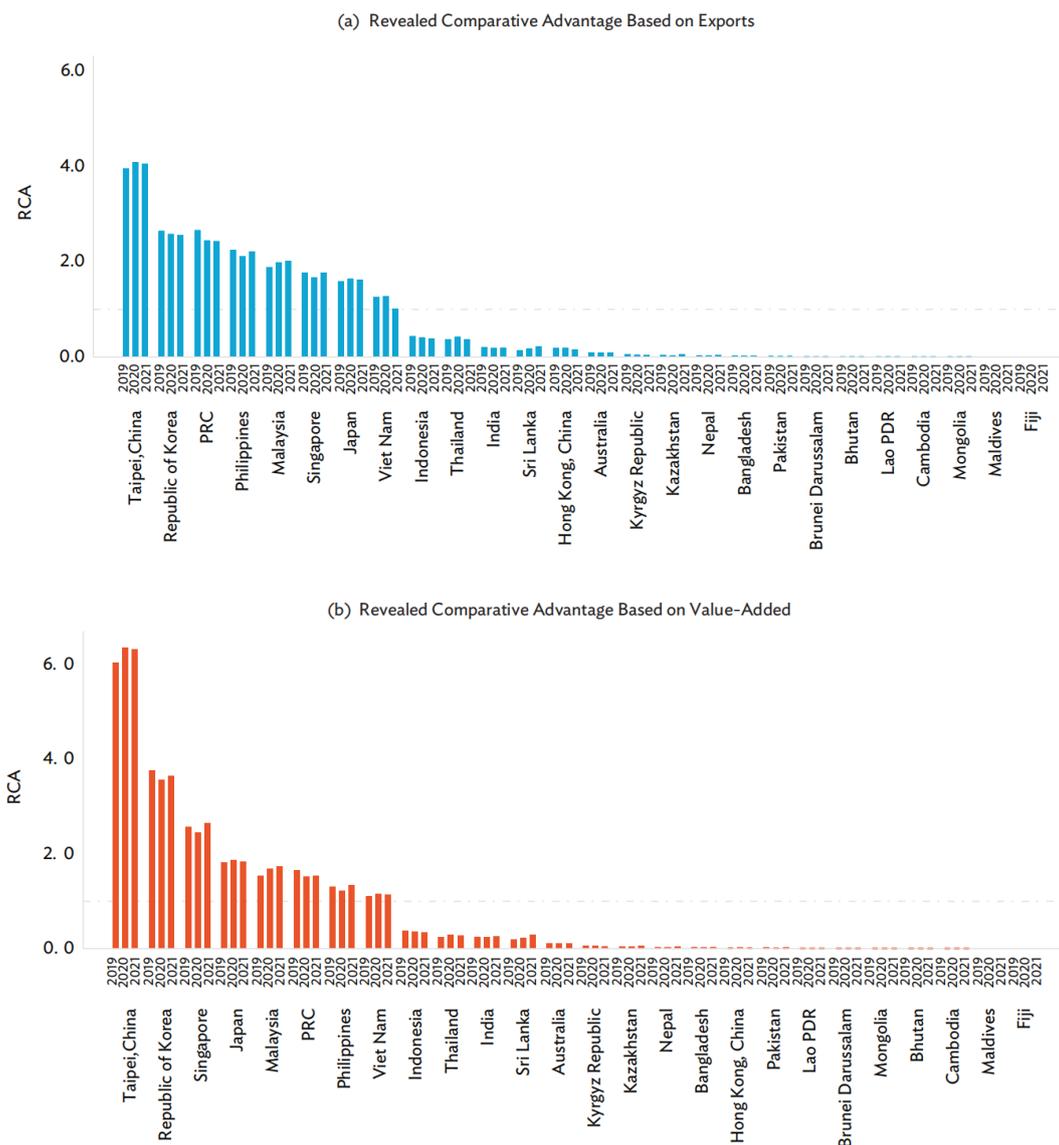
亚太地区有八个经济体的电子和光学设备部门占出口份额为 14.0% 以上，2019-2021 年间日本的上游产品全球价值链参与度最高（25.5% 至 28.0%），其次是韩国（25.9% 至 27.4%），这意味着在这两个经济体的总体出口中，中间产品的国内附加值相对较高。众所周知这些经济体是生产半导体芯片和其他用于下游生产的电子部件的老牌国家。另一方面，越南的下游价值链参与度最高，但在八个经济体中其上游价值链参与度最低，2019-2021 年不足 9.8%。

假定其他条件不变，如果半导体芯片价格上涨，那些在电气和光学设备部门的上游全球价值链参与度较高、且半导体芯片在其总出口中占很大比重的经济体，将会从全球芯片短缺中受益。然而，这些经济体的生产瓶颈可能会引起连锁反应，影响到上游供应商和下游依赖半导体芯片的经济体。

可用于评估脆弱性的另一个指标是显性比较优势指数（以下简称 RCA 指数），如图 7 所示。RCA 指数可以说明一个经济体在某一特定部门是否具有竞争力，也能说明一个经济体是否更依赖某一部门的出口（与世界平均水平相比）。如果某经济体电气和光学设备部门的 RCA 指数大于 1，则该部门对这个经济体的出口总量和国内附加值的贡献大于世界平均水平。

同时使用出口总量和国内附加值来计算 RCA 结果表明，这 8 个国家中严重依赖电气和光学设备部门出口的国家在该部门具有显性比较优势。此外，来自 OEC 的数据显示，这 8 个国家在 2020 年是集成电路的前十大出口国，占比 81.9% 该产品类别的出口总额。对其中一些经济体来说，集成电路也占电气设备和机械出口的很大一部分。此外，OEC 的数据显示，这八个国家是 2020 年集成电路的前十大出口国，占该产品类别总出口的 81.9%。对其中一些国家来说，集成电路也占电气设备和机械出口的很大一部分。

图 7 电气和光学设备部门的显性比较优势



来源：亚洲开发银行使用 OEC 数据和 MRIOTS 数据计算得出。

2019-2021 年间，在 26 个经济体中中国台北的总出口和国内出口附加值的 RCA 值均最高。OEC 估计，2020 年，20.7% 的集成电路出口来自中国台北，这表明中国台北在芯片生产中发挥的巨大的直接作用。此外，OEC 数据表明集成电路占中国台北产品出口的 36.9%，占电机和设备出口的 71.1%。而中国台北的电机和设备出口占比为 51.8%。因此中国台北很容易受到芯片生产中断的影响。不过，如果能满足半导体芯片不断增长的需求，其经济也将受益。

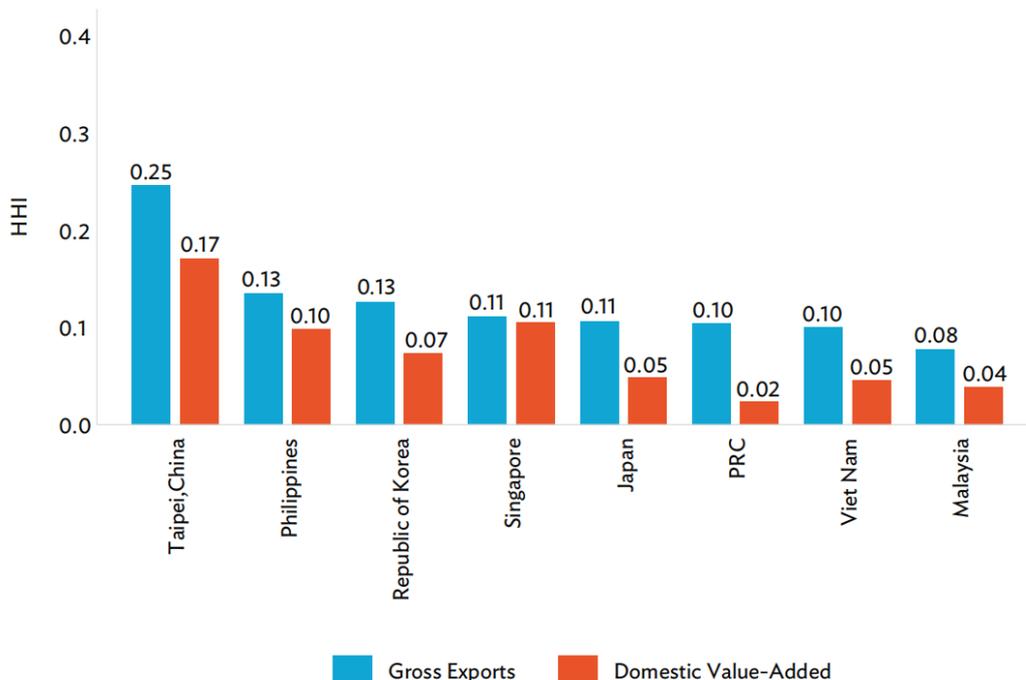
电气和光学设备部门占出口总额 14.0% 以上的 8 个国家似乎在集成电路出口方面有很强的基础，了解芯片生产的瓶颈在哪里是很重要的。同样重要的是要考虑电气和光学设备部门是严重依赖半导体芯片的生产和组装，还是依赖使用这些芯片的下游部门，如智能手机、电脑和其他电子设备的生产。

对于 RCA 指数由芯片生产驱动的经济体来说，如果该经济体能够解决生产瓶颈和外部供给滞后问题，同时能满足对芯片日益增长的需求，那么短期至中期内该经济体将受益于半导体价格的上涨。相应的，那些电力和光学设备部门的 RCA 值由使用芯片的电子产品生产驱动的经济体，可能会受到供应紧缩的负面打击。

评估脆弱性的第三种指标是多样化指数（赫希曼赫芬达尔指数，以下简称 HHI 指数）。这一指数可以告诉我们，各经济体的出口和生产是否过于依赖电气和光学设备行业，如果是，也它们更容易受到全球芯片短缺的影响。图 3.8 重点展示了电气和光学设备部门占总出口比例超过 14.0% 的 8 个经济体，并展示了这些经济体在 2019-2021 年间 HHI 指数的平均值。HHI 指数值越高，则专业化或集中度更高，HHI 指数值越低，则经济更具多样性。

在这 8 个经济体中，中国台北在 2019-2021 年的出口总额和国内增加值的 HHI 值都是最高的，这意味着它的多样性最差。这意味着，电气和光学设备部门的短缺可能会对中国台北的经济产生重大影响。中国台北的大部分国内增加值都是通过电气和光学设备部门的出口总额出口的，这意味着台湾电子产品出口的瓶颈可能会对其他国内部门的经济活动产生负面影响。中国台北的国内增加值的 HHI 指数值较低，这说明意味着，其他许多部门实际上也对支持台北的电气和光学设备出口做出了很多贡献。另一方面，在同等条件下，集成电路需求的增加可能在短期内通过增加收入使中国台北受益，而这些短期利益对与电气和光学设备部门相关的其他国内行业有溢出效应。

图 8：2019-2021 年出口多样化平均赫希曼赫芬达尔指数（HHI 指数）



来源：亚洲开发银行使用 OEC 数据和 MRIOTS 数据计算得出。

与中国台北不同，2019-2021 年日本经济在出口总量和国内附加值都更具多样性。日本的出口总额主要来自电气和光学设备部门以及运输设备部门，但其他制造业部门也对日本经济做出了很大贡献。然而，必须指出的是，尽管日本经济表现出相对多元化的特点，不同部门相对更平等地参与出口和生产，但他这两个最大的经济部门十分依赖半导体芯片，这使得日本经济在一定程度上容易受到全球芯片短缺的影响。半导体价格上涨，汽车行业供应减少，加上电子制造业的需求相互竞争，这些将导致日本经济增长放缓。

就出口总量而言，马来西亚和越南的 HHIs 指数值最低，就国内增加值而言，HHIs 指数值相对较低。虽然两个经济体的电子和光学设备部门占出口总量和出口产品附加值的相当大的份额，但其他部门的出口占比也较大。半导体芯片短缺将对两国经济产生多大影响，这取决于 2 个因素，一是芯片在电气和光学设备部门的作用，二是其他行业吸收弥补芯片部门供应短缺的能力。马来西亚一半以上的电子产品出口来自集成电路，因此芯片价格上涨使该国经济部分受益，与此同时，该国其他电子产品的供应也可能出现短缺。在越南，电气和光学设备行业主要依赖芯片的供应。因此，芯片供应短缺对越南电气和光学设备部门的影响可能更大。

四、结论

亚太地区在电气和光学设备部门以及半导体出口方面发挥着越来越大的作用。东亚的大多数经济体和东南亚的几个经济体集成电路、电气和光学设备部门的全球价值链中的参与度更高，因此它们更容易受全球芯片短缺的影响。不过，这些经济体受到的影响取决于他们处于供应链哪个环节，有的经济体在短期内也可以从全球芯片短缺中受益。

鉴于亚太区域许多国家都参与了半导体、电气和光学设备部门的全球价值链，解决全球芯片短缺问题可能会使他们受益。在需求过剩的情况下，考虑到频繁的自然灾害、不稳定的全球局势以及日益稀缺的资源会导致生产瓶颈，政府应制定相应的政策来创造更有弹性的供应链。

本文原题为“Part 3: Global Value Chains - Key Indicators”。本文为全球价值链一书中的第三部分内容。[单击此处可以访问原文链接。](#)

直击核心：资产类别内部和跨资产类别的通胀风险

Xiang FANG, Yang LIU and Nikolai ROUSSANOV/文 杨茜/编译

导读：通货膨胀是关键宏观经济因素，也是推动资产回报的根本风险来源。此外，金融市场对通胀高度敏感。在此背景下，向芳教授、刘洋教授和 Nikolai Roussanov 教授在亚洲金融经济研究局（ABFER）第九届年会上发表了题为《直击核心：资产类别内部和跨资产类别的通胀风险》的论文。编译如下：

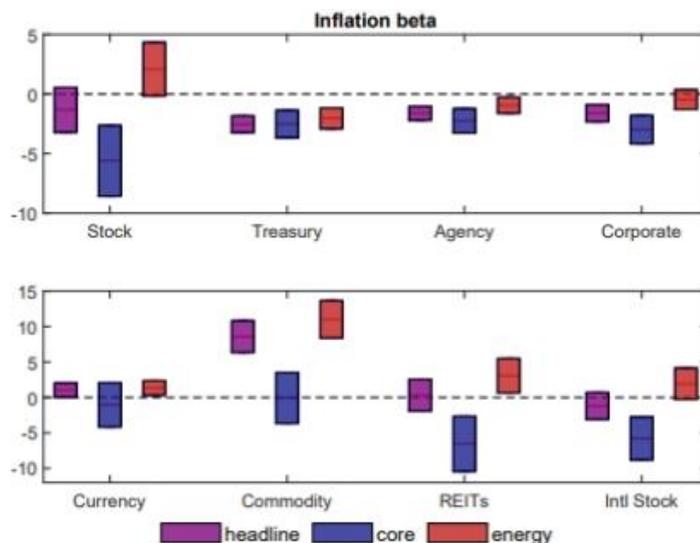
文章研究了不同资产类别的通胀对冲特性以及资产市场中通胀风险的价格。作者将通货膨胀分解为核心和非核心组成部分（例如能源），进而对通胀风险和风险溢价的本质有了新的认识。

传统观点认为，固定收益证券在通胀时会遭受损失，但股票、货币、商品和房地产会保持实际价值。然而，这一观点的实证数据很难找到。

论文得出了三个重要的发现。首先，核心通胀和能源通胀序列具有截然不同的统计和经济特性。其次，股票、货币、商品期货和房地产等传统实物资产的通胀对冲特性主要局限于能源通胀；它们几乎无法抵御核心通胀风险。第三，核心通胀在各类资产中均有显著为负的风险溢价，而能源通胀则大都为正，但在各类资产中的显著性不一。此外，作者还解释了为什么股票和债券收益率之间的相关性在近期由正转负。

作者研究了八种主要资产类别的通货膨胀对冲特性：美国股票、国债、机构债券、公司债券、货币、商品期货、房地产投资信托基金（REITs）和国际股票。由于投资者在管理通货膨胀风险时经常考虑多种资产类别的配置，文章对八种主要资产类别进行广泛的横截面分析，揭示了常用对冲通货膨胀的资产特性，如下图所示。

图 1 八种资产的通胀 beta



作者表明，对总体通胀 β 的估计在一定程度上证实了通胀对冲的传统观点。固定收益证券的整体通胀 β 为负。这意味着固定收益资产的回报率和整体通胀存在反向关系：总体通胀（CPI）的上升可能会导致固定收益资产的回报率下降。

同时，货币、大宗商品和 REITs 的总体通胀 β 为正，而股票的整体通胀 β 大多为负，但统计上不显著。换言之，货币、大宗商品和 REITs 的回报率与整体通胀存在正向关系，而股票价格与整体通胀存在反向关系，尽管在统计上不显著。

这些总体通胀 β 的估计与这些资产类别通胀对冲能力的传统观点相一致。然而，当整体通胀被分解为两个主要组成部分：核心通胀和能源通胀时，事情就变得有趣了。这八个资产类别对这两个组成部分的风险暴露截然不同。

所有股票和 REIT 投资组合的核心 β 显著为负，能源 β 显著为正。换言之，股票、货币、商品期货和 REITs 等传统实物资产只能对冲能源通胀，无法对冲核心通胀。

此外，美国国债和机构债券与核心通胀和能源通胀冲击负相关，公司债券的核心 β 为负，而能源 β 不显著。货币和商品期货对能源的风险暴露为正，对核心通胀的风险暴露为负，但不显著。

有趣的是，核心通胀因子在各类资产中均有显著为负的风险溢价。

通过这种方式，作者强调，传统观点将通货膨胀的两个不同组成部分（核心通胀和能源通胀）混合在一起，这可能会掩盖它们对资产价格的真实影响。例如，股票不显著的整体 β 是由于负的核心通胀 β 和正的能源通胀 β 相抵消。同样，货币、大宗商品和 REITs，通常被认为是对冲通胀的资产，但事实上它只能对冲能源通胀，而不能对冲核心通胀。

然后，作者还解决了通胀对冲的成本问题。投资者愿意放弃多少回报来持有通胀对冲资产？通胀对冲的成本，或通胀风险的价格，反映了投资者对通胀的态度。作者表明，总体通胀风险的价格大约为零且不显著，表明对冲通胀是免费的。然而，在区分核心通货膨胀和能源通货膨胀后，出现了不同的情形。核心通胀的风险价格显著为负，能源通胀风险的价格为正，但不显著。换句话说，对冲核心通胀的成本很高，而对冲能源通胀基本上是免费的。

此外，作者还阐明了为什么债券和股票收益率之间的相关性在最近的子样本中由正转负。在 1999 年之前，核心通货膨胀比能源通货膨胀更重要。是因为，它对整体通胀的贡献更大。由于股票和债券的核心 β 均为负值，因此它们的相关性为正。然而，在 1999 年之后，能源通货膨胀成为主导。股票的能源通胀的 β 为正，而债券的能源通胀的 β 为负。因此，1999 年后，股票和债券收

益率之间的相关性变为负值；在给定通胀刺激下，股票和债券收益率将朝着不同的方向移动。

最后，作者估计了每个资产类别内部通胀风险的价格。值得关注的是，不同的资产类别意味着对冲核心通胀的成本基本一致，但对冲能源和整体通胀的成本却不一致。重要的是，只有核心通胀因子在各类资产中均有显著为负的风险溢价。

本文原题为“Getting to the Core: Inflation Risks Within and Across Asset Classes”。本文作者 Xiang FANG 是香港大学教授，Yang LIU 是香港大学教授，Nikolai ROUSSANOV 是宾夕法尼亚大学教授。本文于 2022 年 5 月刊于 ABFER 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

居家办公与写字楼之灾

Arpit Gupta, Vrinda Mittal 和 Stijn Van Nieuwerburgh/文 桂平舒/编译

导读：商业写字楼是受远程工作影响的重灾区。本文记录了美国租赁收入、写字楼入住率、续租率、租期和市场租金的变化，发现自 2019 年以来，写字楼租赁量大幅下降，更新或质量更好的写字楼的租赁量比低等级写字楼的降幅更低。如果远程或混合工作模式能够永久改变企业办公需求，那么依靠写字楼获得收入的业主和市政府可能面临严重的资金短缺。编译如下：

新冠大流行期间前所未有的居家办公时期促使许多公司引入远程办公模式，工人掌握远程工作技能，这种就业现象预计将在新冠大流行之后长期存在（Bartik et al., 2020, Barrero et al., 2021）。商业办公从以前实地办公向远程办公的转变所带来的影响仍然是一个相当有争议的问题。

如果员工被要求实地办公，无论是完全实地办公，还是以实地办公要求为主的混合工作模式，公司可能不会削减太多的办公空间。相比之下，完全远程办公或混合且充分灵活的工作安排使公司能够改变其办公需求，这对严重依赖写字楼获得收入的业主和政府的影响可能会大得多。

在 Gupta et al. (2022) 中，我们试图量化远程工作趋势对商业写字楼估值的影响。考虑到商业地产资产类别的流动性不足和不透明性，这是一个具有挑战性的问题。我们将综合性的租赁数据与一种新的资产定价模型相结合取得了进展，发现这一趋势对当前和未来写字楼价值存在显著影响。

我们估计，到 2029 年底商业写字楼价值将比 2019 年下降约 40%，但该价值相比于 2020 年略有上升。2020 年正值大流行最严重的时期，居家办公与经济衰退结合，给写字楼价值带来了巨大冲击。长远看来，我们预计居家办公对写字楼价值产生的负面影响将持续到未来。与我们量化的基准值同等重要的是这个基准值周围的不确定性，它反映了回归实地办公计划的基本不确定性。

为了证明这一巨大冲击，我们首先使用康普斯塔克（CompStak）的数据记录了新冠大流行期间写字楼租赁活动的变化。康普斯塔克是一家地产科技数据提供商，可提供覆盖美国 105 个市场的写字楼租赁数据。

写字楼租赁数量大幅下降。从 2019 年每年新签署的 2.53 亿平方英尺，降至 2022 年 5 月的 5900 万平方英尺。由于到期的长期租约多于新签的租约，写字楼空置率上升，已经达到几十年来的最高水平。新签租约的实际租金在新冠大流行开始时在全国范围内大幅下降，在纽约等城市也仍然低迷。全国有效租赁收入总额实际下降 17.5%。许多租户在大流行前签署了长期租赁协议，而其他租

户则在大流行期间签署了短期租赁协议。大量租户尚未做出积极的续约决定，这将给未来几年的写字楼需求带来很大的不确定性。

我们还发现了“追求质量”效应的证据：最新的建筑和租金水平最高的建筑似乎比那些较低等级的写字楼（B级或C级写字楼）表现得更好。高质量建筑的新租赁量降幅较小，最新建筑的租金甚至在2019年底至2022年年中期间上涨。财力雄厚的雇主可能正试图通过提供更高质量的办公空间吸引员工回到写字楼。

办公需求的变化可能与远程工作有关。那些已经宣布了完全远程办公甚至混合办公计划的公司削减的办公空间比那些期望完全实地办公的公司要多。

为了校准办公需求的这些变化对估值的影响，我们需要仔细考虑现金流的变化和风险情况。我们为写字楼构建了一个新的资产定价模型，其中我们利用租赁合约的投资组合对写字楼价值进行估值。租赁续期概率、市场租金增长率和新写字楼供应增长率都取决于经济状况。经济状况在我们的模型中可以有四种值：非居家办公型扩张、非居家办公型衰退、居家办公型扩张和居家办公型衰退。在2020年之前，经济处于非居家办公状态；到2020年，它将转向大规模采用远程工作的居家办公状态。

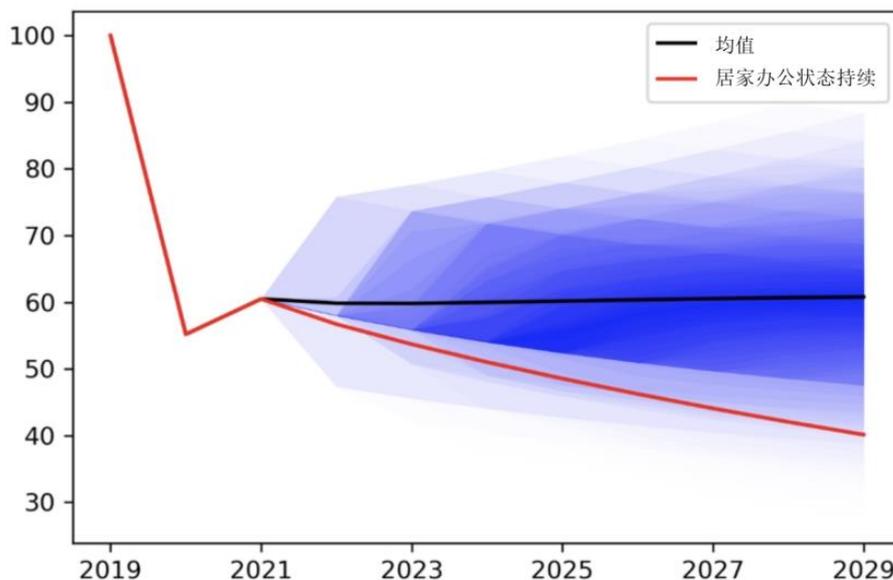
模型中的一个关键参数是居家办公状态的持续性。我们通过2020年观察到的商业写字楼房地产投资信托基金（REIT）回报率相匹配来确定这个参数。由于价格具有前瞻性，商业房地产投资信托基金价格下跌得越厉害，市场对远程工作的预期就越持久。由房地产投资信托基金数据估计得到年持续性参数为0.82。这意味着在2029年之前，经济将保持居家办公状态的可能性约为20%。

结合州际现金流和州际转移概率，我们可以估算出商业写字楼未来的现金流。为了将这些现金流转化为估值，我们还需要一个贴现率。我们的随机贴现因子模型的第一个组成部分是标准的，在扩张和衰退期间匹配无风险利率和股票风险溢价（Melino & Yang, 2003）。第二个组成部分则有所创新，它描述了投资者在居家办公状态和非居家办公状态下如何贴现未来1美元的支付。为了衡量这一组成部分，我们匹配了一个股票投资组合的回报率，即做多受益于远程工作的股票（如Zoom），做空在现场活动时表现更好的股票（如嘉年华邮轮）。写字楼房地产投资信托基金对这种新风险因素的敞口为负。

我们利用康普斯塔克租赁数据，将模型校准到美国最大的写字楼市场——纽约市，并与观察到的空置率相匹配，该空置率在2022年第二季度上升到21.5%。综合现金流和贴现率得到总体估计：2020年写字楼价值将下降45%，随着经济走出衰退状态，2021年将出现小幅反弹。我们模拟了许多未来的路径，发现2029年纽约市写字楼的价值相对于2019年的价值平均下降了39%（图1中

的黑线)。如图中蓝色阴影区域所示,这条平均路径周围有相当大的不确定性。在员工返回写字楼的样本路径上,写字楼价值出现了恢复。在经济保持在居家办公状态的样本路径上(如图表中的红线,其中经济至少到 2029 年都保持在居家办公状态),下降幅度要比平均水平大得多。

图 1 估值



使用对纽约 A+级写字楼的单独现金流校准,我们得到的估值冲击约为 20%,是所有建筑存量的一半。综合我们对全国的估计,我们发现写字楼股票价值损失了大约 4500 亿美元。

这些结果对市场参与者和政策制定者具有重大意义。也许最直接的是,结果表明在远程办公方式的干扰下,写字楼房地产——尤其是低等级写字楼房地产——有成为“搁浅资产”的风险。针对写字楼债务违约的保护成本不断上升,这表明对金融稳定可能产生长期影响。将写字楼改造成其他用途,比如多户公寓,在某些建筑中是有可能的,但在后勤和监管方面仍然存在挑战。虽然我们关注的是美国,但远程工作可能也会重塑许多其他国家的市场 (Bergeaud et al., 2022; Aksoy et al., 2022)。

我们的研究结果也对城市政府有一定的启示,因为城市政府严重直接依赖商业建筑的房产税和租金税收入,也间接依赖消费税和通勤者的交通收入。虽然城市可以通过提高其他税收或削减公共产品支出来应对这些短缺,但这样的应对措施可能会让居民不愿意留在城市。这种动态变化引发了人们对“城市末日循环”的担忧,就像去工业化后的底特律或上世纪七八十年代的纽约市那样。

商业写字楼是远程工作影响的重灾区,它的未来仍有待仔细观察。

本文原题为“Work from Home and the Office Real Estate Apocalypse”。本文作者 Arpit Gupta 是斯特恩商学院金融学副教授，Vrinda Mittal 是哥伦比亚商学院金融与经济学博士研究生，Stijn Van Nieuwerburgh 是哥伦比亚大学房地产教授和金融学教授。本文于 2022 年 11 月 2 日刊于 VoxEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

东亚新兴经济体本币债券市场监测

亚洲开发银行/文 刘铮/编译

导读：由于经济前景黯淡，东亚新兴经济体长期债券收益率下行，收益率曲线变平坦。近期随着市场情绪好转，金融条件略有缓和。经济增长放缓仍然是一个关键的短期风险，同时通胀压力、美联储货币紧缩步伐、疫情反复影响、中国经济放缓速度快于预期的潜在溢出效应，以及俄罗斯入侵乌克兰的溢出效应可能大于预期等方面的不确定性不断增加。编译如下：

1、摘要

(1) 东亚新兴经济体金融条件的最新进展

在经济前景黯淡的背景下，东亚新兴经济体长期债券收益率下降，收益率曲线变平坦。尽管通胀压力持续，货币紧缩加速，增长放缓的前景以及不断上升的下行风险导致 10 年期本币（LCY）政府债券收益率下降，收益率曲线变平坦——6 月 15 日至 8 月 24 日间，10 年期和 2 年期债券收益率利差收窄。在此间，地区货币兑美元汇率也集体贬值，平均为 1.8%（简单平均），以国内生产总值（GDP）加权平均为 2.1%。由于中央银行加速收紧货币政策以应对通胀和维护金融稳定，少数市场短期债券收益率上升。

随着市场情绪好转，金融条件略有缓和——特别是自 7 月中旬以来。6 月 15 日至 8 月 24 日，这一地区风险溢价平均收窄 9 个基点（简单平均），以 GDP 加权平均为 11 个基点。中华人民共和国（PRC）和中国香港以外的所有股权市场的加权平均收益为 1.8%。8 月，区域股权市场经历了 42 亿美元的投资组合净流入，相比之下，7 月是 18 亿美元的净流出。金融条件的改善（特别是自 7 月下旬以来的改善）主要是由于对公司盈利好于预期的乐观态度和对美国通胀可能达到峰值，从而美联储实施比预期更温和的紧缩路径的预期。

区域金融条件前景的风险倾向于下行。经济增长放缓仍然是一个关键的短期风险，同时通胀压力、美联储货币紧缩步伐、疫情反复影响、中国经济放缓速度快于预期的潜在溢出效应，以及俄罗斯入侵乌克兰的溢出效应可能大于预期等方面的不确定性不断增加。从中期来看，高排放部门在向净零排放过渡期间的资产脆弱性，以及需要提供足够的资金来资助低碳项目和以可持续的方式支持高排放项目的过渡，给金融部门带来了新的挑战。

(2) 东亚新兴经济体债券市场近期进展

2022 年第二季度，东亚新兴经济体 LCY 债券市场发行量创历史新高。截至 6 月底，地区债券市场未偿还 LCY 债券余额达到 22.9 万亿美元，季度发行量为 2.4 万亿美元。大规模发行在很大程度上是由于中国为刺激经济而增加融资需求。

2022 年第二季度，中国债券发行量占东亚新兴市场的 68.1%。截至 6 月底，东南亚国家联盟（东盟）成员经济体的未偿债券余额为 2.0 万亿美元，占有东亚新兴经济体债券的 8.6%。2022 年第二季度，东盟成员国的发行总额攀升至 4181 亿美元，占该地区总发行量的 17.5%，季度环比增长 10.3%，

2022 年第二季度，公共部门继续主导区域债券市场。截至 6 月底，LCY 政府债券总额为 14.5 万亿美元，占东亚新兴经济体未偿还 LCY 债券的 63.1%。二季度，LCY 政府债券发行总额为 1.6 万亿美元，同比增长 25.9%，原因是政府为支持经济复苏而举债。与此同时，由于经济前景疲软和借贷成本上升，私营部门债券发行量同比收缩 4.9%，企业债务融资总额为 8126 亿美元。

2022 年第二季度发行的短期政府债券相对较多。东亚新兴经济体的 LCY 政府债券市场主要以中长期债券为主，截至 6 月底，55.2% 的未偿政府债券的期限超过 5 年。然而，2022 年第二季度发行的政府债券中，有 50.5% 期限为 5 年或更短，1-3 年期的政府债券占总发行量的比例从上一季度的 25.9% 攀升至 33.4%，反映了中短期融资需求的增加。

经济前景疲软削弱了 2022 年第二季度东盟+3 可持续债券市场的投资意愿。然而，该市场仍有 610 亿美元发行，并在 6 月底扩大至 5035 亿美元，季度环比萎缩 5.2%。东盟+3 可持续债券在全球市场中的份额从 3 月的 16.7% 下滑至 6 月底的 15.3%。尽管私营部门主导了该地区可持续债券的发行，但负面的经济前景导致公共部门份额从 3 月底的 9.8% 上升到 6 月底的 11.0%。该地区可持续债券市场的期限结构仍以中短期为主，2022 年第二季度末未偿债券按规模加权平均期限为 4.3 年，本季度发行的债券为 4.6 年。

2、全球和地区市场发展

由于经济前景黯淡，东亚新兴经济体长期债券收益率下行，收益率曲线变平坦

6 月 15 日到 8 月 24 日之间，东亚新兴经济体经济前景的恶化和下行风险的增加导致十年期本币（LCY）政府债券收益率下行、收益率曲线平坦，地区货币对美元汇率贬值。由于中央银行加速收紧货币政策以应对通胀和维护金融稳定，少数市场短期债券收益率上升。同时，得益于企业盈利好于预期、通胀已达顶峰、美联储加息路径较预期缓和，七月后半月市场情绪趋于乐观，金融条件略有放松，风险溢价收窄，多数新型东亚市场的股权价格有所恢复（表 A）。

Table A: Changes in Global Financial Condition in Emerging East Asia and Major Advanced Economies

	2-Year Government Bond (bps)	10-Year Government Bond (bps)	5-Year Credit Default Swap Spread (bps)	Equity Index (%)	FX Rate (%)
Major Advanced Economies					
United States	20	(18)	-	9.3	-
United Kingdom	97	23	6	2.7	(3.1)
Japan	(6)	(3)	(2)	6.0	(2.4)
Germany	(16)	(27)	4	(2.0)	(4.6)
Emerging East Asia					
China, People's Rep. of	(18)	(19)	(11)	(2.7)	(2.1)
Hong Kong, China	8	(43)	-	(9.6)	0.04
Indonesia	44	(39)	(13)	2.7	(0.7)
Korea, Rep. of	(21)	(33)	(16)	0.003	(3.9)
Malaysia	(13)	(37)	(13)	0.6	(1.6)
Philippines	20	(101)	(12)	5.1	(4.7)
Singapore	0	(37)	-	4.1	(0.6)
Thailand	(30)	(53)	2	2.4	(2.8)
Viet Nam	93	22	(2)	5.2	(1.0)

(-) = negative, - = not available, bps = basis points, FX = foreign exchange.

Notes:

1. Data reflect changes between 15 June 2022 and 24 August 2022.

2. A positive (negative) value for the FX rate indicates the appreciation (depreciation) of the local currency against the United States dollar.

Source: AsianBondsOnline computations based on Bloomberg LP data.

由于经济预期疲软，6月15日到8月24日，10年政府债券收益率趋于下降，收益率曲线平坦，多数主要发达经济体10年和2年期债券收益率利差收窄。

在美国，增长前景黯淡，通胀持续高企，美联储继续激进收缩货币政策。然而，在审查期间，全球金融市场情绪受到美国经济数据发布和美联储前瞻性指引的影响。7月13日，美国发布6月消费价格同比增长9.1%，创下41年新高，市场对美联储进一步收紧货币政策的担忧加剧——有80%的概率在7月27-28日的FOMC会议上加息100基点（bps）。美联储理事Christopher Waller（7月14日）和圣路易斯联储主席James Bullard（7月15日）均表示支持在7月的议息会议上加息75个基点。

得益于美国GDP在2022年第二季度收缩幅度比第一季度更小、企业盈利好于预期、7月通胀缓慢下降、持续强劲的国内就业市场，自从7月中旬起，投资者认为美联储将采取较预期更加温和的紧缩政策（美联储转向）。根据7月28日发布的数据，2022年第二季度美国年化GDP收缩0.9%（8月25日调整为-0.6%），小于2022年一季度的收缩幅度。8月5日数据显示，7月美国非农部门就业人数为52.8万，高于6月的39.8万，失业率进一步下降至3.5%（3月到6月一直维持在3.6%）。此外，8月10日数据显示，7月消费者价格同比增长8.5%，引发对通胀见顶的预期。美国生产者价格同比增长从5月的11.1%和6月的11.3%下降至7月的9.8%。这些数据助长了市场的乐观情绪，引发了对美联储采取重大紧缩性货币政策的可能性降低的猜测。

与转向预期相反，美联储重申它将继续紧缩步伐以应对通胀。在 7 月的 FOMC 会议上，美联储主席 Jerome Powell 指出市场对未来联邦基金利率走势的预期低于美联储在 6 月点阵图中所示。此外，在 8 月 10 日的阿斯彭思想会议上，明尼阿波利斯联储主席 Neel Kashkari 指出，他不认为需要偏离现在的轨道。旧金山联储的 Mary Daly 在 8 月 11 日接受金融时报采访时表示，现在说通胀正在被遏制还为时过早。圣路易斯联储主席 James Bullard 在 8 月 18 日接受华尔街日报采访时表示，他不认为通胀已经达峰，支持在九月加息 75 个基点。同时，美联储重申了其继续减持债券的承诺。在此背景下，8 月 24 日联邦基金期货市场消化了略低的加息（50bps，45.5%），而非九月 FOMC 会议 75bps（54.5%）的加息。美联储主席 Jerome Powell 在 8 月 26 日 Jackson Hole 会议上的讲话进一步强化了九月加息 75 个基点的预期——该讲话强调“降低通胀可能需要增长在一段时间内低于其长期趋势”。他还指出，美联储的政策立场将充分限制通胀回到 2.0% 的目标，这增加了九月加息 75 个基点的可能性。联邦基金期货市场利率当天上调至 61.0%。

欧元区继续努力应对高通胀和增长放缓。7 月，欧元区通胀升至 8.9%（6 月为 8.6%，5 月为 8.1%），8 月进一步升至 9.1%。与此同时，2022 年第二季度的 GDP 同比增长仅为 3.9%（2021 年一季度为 5.4%）。欧央行（ECB）指出，俄乌冲突带来的不确定性导致经济增长疲软，食品和能源价格高企。由于通胀压力持续高位，ECB 在 7 月 21 日的政策会议上提升了其政策利率——再融资利率、边际贷款利率、存款利率均提高 50bps，分别达到 0.50%，0.75% 和 0.0%。加息幅度大于欧央行此前发出的 25 个基点的加息信号。为了确保其货币立场的平稳和有效传递，欧央行公布了传递保护工具，该工具允许中央银行购买各成员国政府和政府机构根据其当前财务状况发行的证券。

与美国和欧元区相比，日本通胀温和上升，经济前景也有所减弱。7 月，日本央行（BOJ）将其 2022 年 GDP 预测从 4 月的 2.9% 下调至 2.4%，同时将 2022 年通胀预测从 4 月份的 1.9% 上调至 2.3%。尽管日本的通货膨胀率仍高于日本央行 2.0% 的目标，4 月和 5 月均为 2.5%，6 月为 2.4%，7 月为 2.6%，但与美国和欧元区相比要温和得多。与此同时，2022 年第二季度日本 GDP 的年化增长率为 3.5%，而 2022 年第一季度为 0.2%。在此背景下，日本央行在 7 月 21 日的会议上选择维持现有货币政策，将短期政策利率目标保持在 -0.1%，将 10 年期日本政府债券收益率目标保持在 0.0%，并保持对交易所交易基金和日本房地产投资信托的每月资产购买额不变。

受地区增长前景放缓的影响，东亚新兴经济体的 10 年期本币政府债券收益率几乎全部下跌，收益率曲线在 7 月 15 日至 8 月 24 日期间变平坦。全球石油和

食品价格上涨、持续的供应链中断以及经济重新开放导致通胀上升（图 A）。在美联储收紧货币政策的背景下，地区央行通过更多更大幅度的加息，加快货币紧缩步伐，以应对通胀压力，维护金融稳定（表 B）。从 4 月 1 日至 6 月 15 日，东亚新兴经济体经历了四次 25 个基点的加息，从 6 月 15 至 8 月 25 日则进行了八次加息，平均加息 38 个基点。地区货币紧缩步伐的加快推高了一些市场的 2 年期债券收益率，而区域经济增长前景放缓导致 10 年期债券的收益率下降，10 年期国债收益率与 2 年期国债的收益率之间的利差缩小，收益率曲线变平坦。

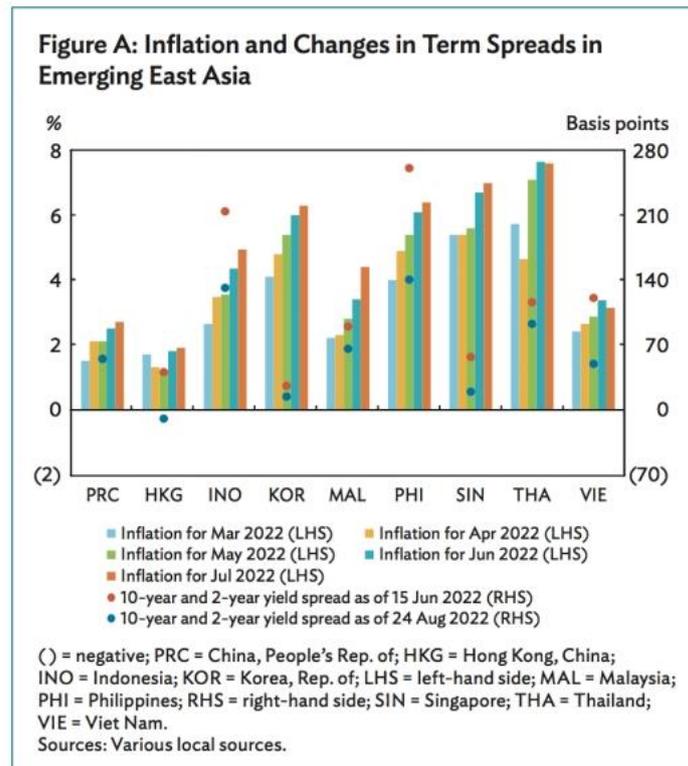


Table B: Changes in Monetary Stances in Major Advanced Economies and Emerging East Asia

Economy	Policy Rate	Rate Change (%)														Policy Rate	Change in Policy Rate (basis points)
	15-Aug-2021 (%)	Aug-2021	Sep-2021	Oct-2021	Nov-2021	Dec-2021	Jan-2022	Feb-2022	Mar-2022	Apr-2022	May-2022	Jun-2022	Jul-2022	Aug-2022	25-Aug-2022 (%)		
United States	0.25								↑0.25		↑0.50	↑0.75	↑0.75		2.50	↑225	
Euro Area	(0.50)													↑0.50	0.00	↑50	
United Kingdom	0.10					↑0.15		↑0.25	↑0.25		↑0.25	↑0.25		↑0.50	1.75	↑165	
Japan	(0.10)														(0.10)		
China, People's Rep. of	2.95							↓0.10						↓0.10	2.75	↓20	
Indonesia	3.50													↑0.25	3.75	↑25	
Korea, Rep. of	0.50	↑0.25			↑0.25		↑0.25			↑0.25	↑0.25		↑0.50	↑0.25	2.50	↑200	
Malaysia	1.75									↑0.25			↑0.25		2.25	↑50	
Philippines	2.00									↑0.25	↑0.25	↑0.75	↑0.50		3.75	↑175	
Singapore	-			↑			↑			↑			↑		-	-	
Thailand	0.50													↑0.25	0.75	↑25	
Viet Nam	4.00														4.00		

() = negative.

Notes:

- Data coverage is from 15 August 2021 to 25 August 2022.
- For the People's Republic of China, data used in the chart are for the 1-year medium-term lending facility rate. While the 1-year benchmark lending rate is the official policy rate of the People's Bank of China, market players use the 1-year medium-term lending facility rate as a guide for the monetary policy direction of the People's Bank of China.
- The up (down) arrow for Singapore signifies monetary policy tightening (loosening) by its central bank. Monetary Authority of Singapore utilizes the exchange rate to guide its monetary policy.

Sources: Various central bank websites.

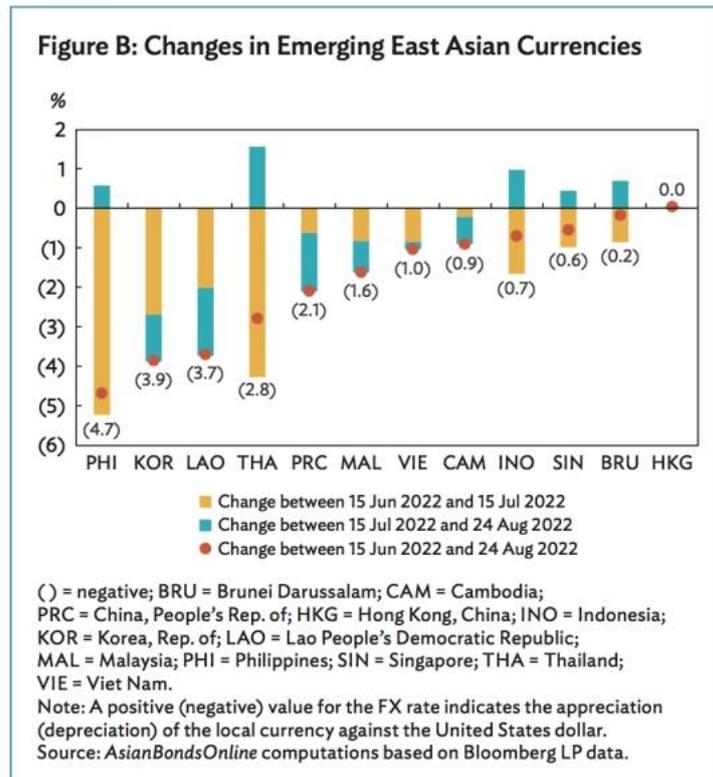
越南是东亚新兴市场中唯一一个 2 年期和 10 年期债券收益率均上涨的市场。债券收益率的整体上升一方面是由越南国家银行采取的货币市场操作推动的——尽管央行没有直接调整政策利率，但它选择收紧流动性并稳定越南盾。与此同时，该国央行在 2022 年第二季度增加了央票发行，耗尽了流动性，间接推高了债券收益率。

印尼 2 年期债券收益率增长 44 个基点，主要是由于 8 月 23 日印尼央行意外上调 25 个基点的政策利率。加息前，印尼央行利用公开市场操作来收紧流动性和提高收益率（特别是 2 周和 1 年期债券）。根据疫情期间与政府达成的分担协议，该国央行还开始从其资产负债表中购买期限最长为 5 年的债券。

审查期间，菲律宾 2 年期债券收益率上升。这是因为菲律宾央行是地区最激进的央行之一，从 5 月到 8 月连续四个月上调利率以遏制通货膨胀，总共将政策利率上调了 175 个基点。

与地区的货币紧缩趋势相反，中国人民银行坚持宽松的货币政策立场，于 8 月 15 日下调 7 天回购利率和 1 年期 MLF 利率 10 个基点。由于增长受到疫情防控措施的负面影响，8 月 22 日，中国人民银行将 5 年期 LPR 利率和 1 年期贷款利率分别下调 15 个基点和 5 个基点，以支持复苏和稳定房地产行业。同时，与其他区域经济体相比，中华人民共和国的通货膨胀仍然温和，为政策宽松提供了空间。由于经济前景疲软和货币政策宽松，中国 2 年和 10 年期收益率均出现下滑。

6 月 15 日至 8 月 24 日期间，通胀上升和区域增长前景放缓导致整个地区的货币贬值。从 6 月 15 日至 7 月 15 日，区域货币对美元的平均贬值 1.7%（简单平均），按 GDP 加权平均值贬值 1.0%。尽管市场情绪的改善对少数市场的货币形成支撑，从 7 月 15 日至 8 月 24 日，货币持续贬值，平均贬值幅度为 0.2%（简单平均），按 GDP 加权平均计算为 1.1%（图 B）。审查期间，菲律宾经历了该地区最大的兑美元贬值——自三月以来，贸易逆差持续扩大，股票市场连续每月净流出。

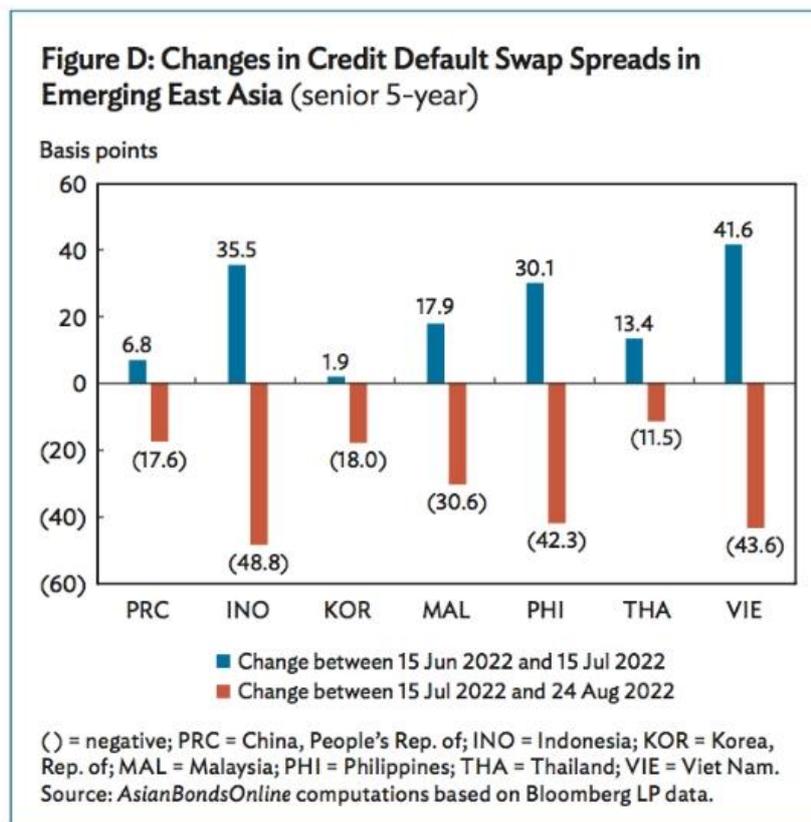


尽管经济前景疲弱，但对美联储可能转向的预期推动了乐观的市场情绪，导致股市反弹，风险溢价收窄，资本从7月中旬开始流入该地区。

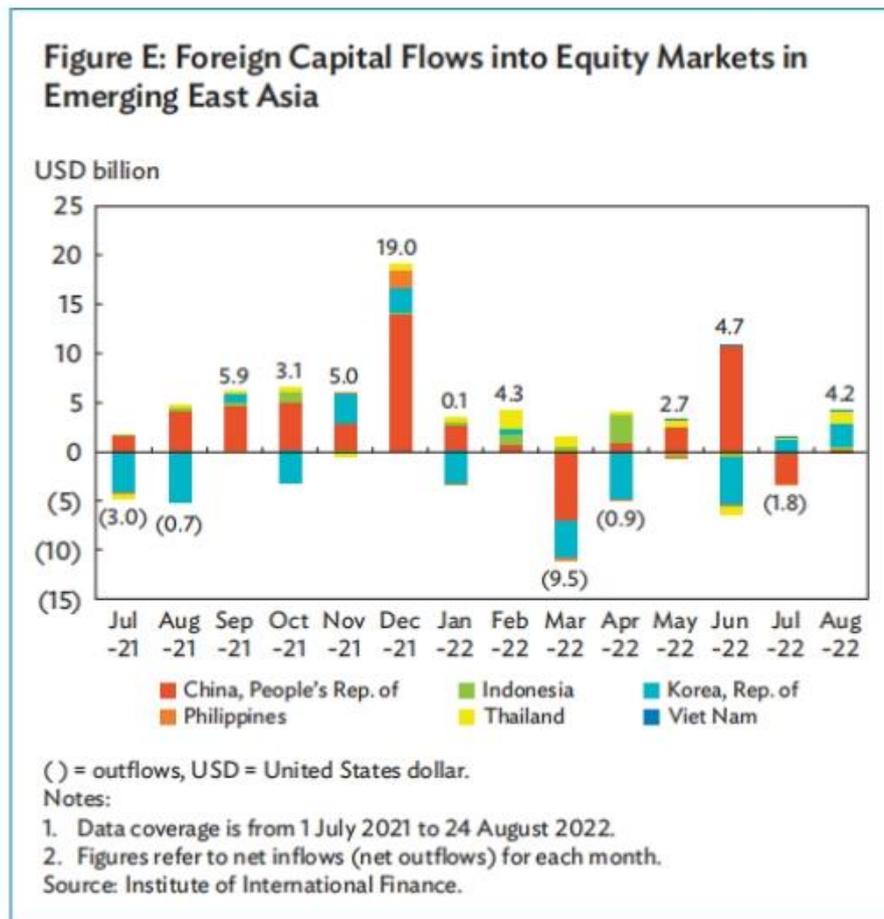
7月14日至15日，美联储两名官员的前瞻性指导降低了对美联储7月份加息100个基点的担忧，地区股票市场（除中国大陆和中国香港）集体上涨（图C）。由于全球经济前景疲弱，美联储激进收紧政策，从6月15日至7月15日，几乎所有东亚新兴市场国家股市都出现了亏损，整个地区的市场加权平均亏损3.1%。随着7月15日后市场情绪好转，大多数地区市场反弹。7月15日至8月24日，地区股票市场（除中国大陆和中国香港之外）均上涨，按价值加权的收益率为5.6%。6月15日至8月24日，由于担心中国经济增长放缓，中国大陆和中国香港股市分别下跌2.7%和9.6%。由于经济活动受到疫情防控措施的负面影响，2022年第二季度，中国GDP仅同比增长0.4%，此前一季度同比增长4.8%。中国香港是该地区唯一一个在2022年第一季度和2022年第二季度连续两个季度GDP同比收缩3.9%和1.3%的市场。



类似地，自 7 月中旬以来的情绪改善降低了这一地区的风险溢价（以信用违约掉期利差衡量）。6 月 15 日至 7 月 15 日，由于全球货币政策趋紧和复苏前景黯淡，主要地区经济体的风险溢价平均扩大了 21 个基点（简单平均值），以 GDP 加权平均则为 9 个基点，但在 7 月 15 至 8 月 24 日期间，趋势发生了逆转，风险溢价平均缩小了 30 个基点（简单平均值），以 GDP 加权平均则为 20 个基点。从 6 月 15 日至 8 月 24 日，该地区的风险溢价以简单平均计算收窄了 9 个基点，以 GDP 加权平均计算收窄了 11 个基点（图 D）。

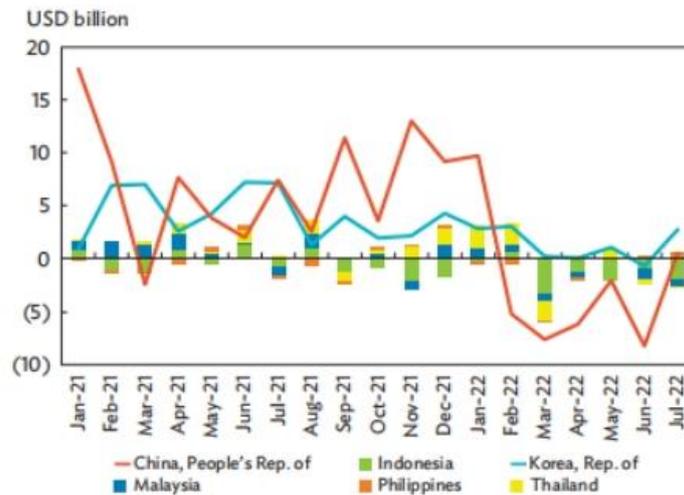


市场情绪的改善使投资组合在 8 月份重新进入地区股市。6 月 1 日至 8 月 24 日，该地区股市净流入 70 亿美元（图 E）。增幅主要来自中国——尤其是 6 月份，在引入经济刺激政策和解除上海封锁后，净流入 109 亿美元。然而，黯淡的经济前景导致 7 月中国股市下跌。除中国外，该地区在 6 月 1 日至 8 月 24 日期间净流出 10 亿美元；6 月份，流出 63 亿美元。在 7 月后半月市场情绪好转后，该地区除菲律宾（流出 1 亿美元）以外的所有市场在 8 月 1 日至 8 月 24 日期间均为投资组合净流入，总计 42 亿美元。



金融条件收紧导致 2022 年第二季度该地区债券市场资本流出 215 亿美元（图 F）。这一季度几乎所有地区 LCY 债券市场的外资持有量都有所下降（图 G）。2022 年第二季度（特别是 5 月），韩国和泰国是仅有的两个债券市场净流入的国家。4 月最后一周，韩国寻求加入富时全球政府债券指数的消息提振了市场情绪。7 月，由于预期取消外国债券购买税，韩国的资本流入总额为 27 亿美元。泰国政府宣布将于 6 月 1 日放宽对外国人的旅行限制，提振了市场情绪。

Figure F: Foreign Capital Flows in Local Currency Bond Markets in Emerging East Asia



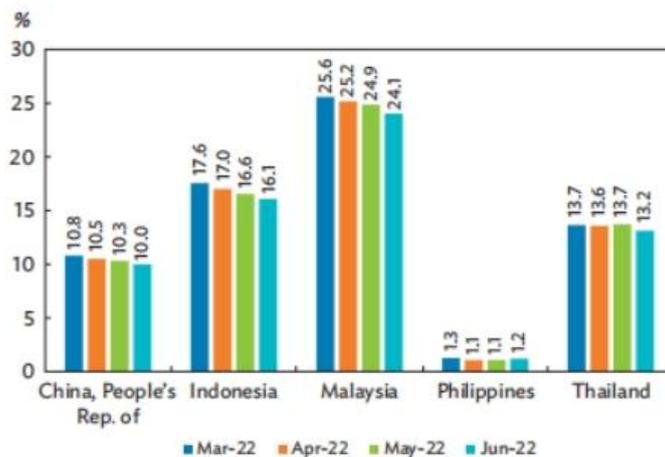
(-) = negative, USD = United States dollar.

Notes:

1. The Republic of Korea and Thailand provided data on bond flows. For the People's Republic of China, Indonesia, Malaysia, and the Philippines, month-on-month changes in foreign holdings of local currency government bonds were used as a proxy for bond flows.
2. Data are as of 31 July 2022.
3. Figures were computed based on 31 July 2022 exchange rates and do not include currency effects.

Sources: People's Republic of China (Bloomberg LP); Indonesia (Directorate General of Budget Financing and Risk Management, Ministry of Finance); Republic of Korea (Financial Supervisory Service); Malaysia (Bank Negara Malaysia); Philippines (Bureau of the Treasury); and Thailand (Thai Bond Market Association).

Figure G: Foreign Holdings of Local Currency Government Bonds in Select Emerging East Asian Markets (% of total)



Sources: People's Republic of China (Bloomberg LP and CEIC Data Company); Indonesia (Directorate General of Budget Financing and Risk Management, Ministry of Finance); Malaysia (Bank Negara Malaysia); Philippines (Bureau of the Treasury); and Thailand (Bank of Thailand).

地区风险前景仍然是下行的。在短期，这一地区面临全球和区域经济复苏乏力，不确定性因素包括：通胀压力、美联储紧缩步伐、新冠肺炎疫情的持续影响、俄乌冲突可能产生比预期更大的负面溢出效应以及中国增速慢于预期。许多主要地区经济体已经承诺净零排放，在中期，地区金融部门面临资产脆弱性问题（尤其是高排放部门），以及低排放项目和高排放部门转型投资的巨大融资缺口。以可持续的方式提供足够的融资以实现有韧性和及时的过渡，需要政策支持，并需要持续创新和发展金融市场。

本文原题为“Emerging East Asian Local Currency Bond Markets: a Regional Update”。
本文来源于亚洲开发银行 2022 年 9 月债券市场监测报告。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

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

网址：<http://www.piie.com/>

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

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

网址：<http://www.voxeu.org/>

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/>