

全球智库半月谈

红海货运量大幅下降

米莱以“休克疗法”向阿根廷经济宣战

归乡之路：移民如何寻找熟悉的气候

美元对亚洲的风险敞口可能会削弱其主导地位

2024 年中国经济面临五大不确定性

2024 年能够深化印太经济合作吗？

中国是世界上唯一的制造业超级大国：中国崛起之路

本期编译

安怀雨

刘萱仪

刘铮

申劭婧

宋海锐

王琬婷

熊春婷

薛懿

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：王琬婷 邮箱：wangwanting@ucass.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

全球视野

红海货运量大幅下降.....6

导读：2023年12月基尔贸易指标显示，运往红海的集装箱数量下降了一半以上，几乎比通常预期的数量低70%；现在船只选择绕过非洲好望角，更长的运输时间显著提高了运费。但本专栏认为，尽管运输成本明显增加，但预计不会对欧洲的消费价格产生明显影响。

米莱以“休克疗法”向阿根廷经济宣战.....9

导读：哈维尔·米莱（Javier Milei），阿根廷新任自由主义总统，采取了一系列激进的经济“休克疗法”政策，以期稳定并转型国家的经济。在面对前任政府留下的经济危机和管理不善的严峻形势，包括高达200%的年度通胀率和自2002年以来最高的贫困率，米莱在其任期之初便提出了财政纪律和自由市场的改革方案。这些措施包括实现预算平衡、调整关键相对价格以及结束央行对政府的融资。财政部长宣布的财政调整，预计将在2024年底前实现国内生产总值的5%调整，以及官方货币的100%贬值。文章指出，尽管这一系列措施在经济和政治上风险巨大，但在当前局势下已是最好的解决方案。此外，米莱政府还提出了一系列旨在放松管制和开放经济的提案，这些政策将对劳动法、国有企业的私有化及工会权力等方面产生深远影响。

美元对亚洲的风险敞口可能会削弱其主导地位..... 13

导读：由于各种原因，美元作为全球主导货币的稳固地位正受到潜在威胁，特别是因为对伊朗、俄罗斯、朝鲜和中国等其他国家的金融制裁越来越多。尽管一些人坚持认为，美元的优势地位仍然稳固，因为它具有现有的优势，而且缺乏令人信服的替代品，但其他人则认为这些制裁可能会迫使储备银行和金融机构放弃以美元进行交易和储备。然而，在这场辩论中，一个经常被忽视的方面是亚洲对美元储备的需求不成比例。这意味着，即使亚洲有限地转向去美元化，也会对全球美元总需求产生重大影响。

归乡之路：移民如何寻找熟悉的气候.....16

导读：“气候匹配”指的是移民寻找与其原籍气候相似的目的地的理念。本专栏分析了德国、挪威和美国国内移民在美国的流动，并表示在美国，移民的气候匹配确实存在，无论是在历史上还是今天。从1900年到2019年，气候收敛的地区之间的迁徙增加了。气候变化很可能会继续塑造美国人口增长的地理格局，直至21世纪。

聚焦中国

2024年中国经济面临五大不确定性..... 22

导读：去年春天，中国经济开始缓慢反弹，摆脱了由新冠肺炎造成的约141万人口死亡及中国实施零新冠疫情政策所造成的影响。如今，尽管中国经济有望在2023年达到政府设定的5%的增长目标，但受到私人投资停滞、消费者信心低迷和年轻人失业率高的影响，中国经济仍然困难重重。价格下跌，商业和消费者信心低迷，这些都是对未来一年经济出现危机的警告信号。以下是关于中国经济表现和政府政策反应的五大不确定性因素，它们将决定2024年中国经济能否持续增长。

2024 年能够深化印太经济合作吗？..... 25

导读：2024 年将是印太经济合作的转型之年，《供应链协议》和《清洁经济协议》与传统贸易协定将为印太经济合作发展提供新的活力，美国国内当前的政治环境及其局限性和不确定性，不应成为影响最大限度发挥印太经济合作的理由。更重要的是，有能力和兴趣的 IPEF 中等强国应该主动站出来，承担起共同努力的责任。

对中国加强自力更生能力的评估..... 28

导读：自 2018 年以来，中国一直明确奉行自力更生的原则。本文认为，在高科技、机电产品和汽车等几个关键行业，中国对进口生产原材料投入的依赖已经减少。在汽车领域，中国在过去几年中已成为整车净出口国，汽车零部件净出口也大幅增加。随着地缘政治紧张局势的加剧，国内外对跨境贸易和投资的限制也将有所加强，这可能会增强中国追求自力更生目标的紧迫性。

中国是世界上唯一的制造业超级大国：中国崛起之路..... 34

导读：中国现在是世界上唯一的超级制造业大国，其产量超过了排名次高的九个国家总和。本专栏利用最近发布的经合组织（OECD）TiVA 数据库（2023 年版），用八幅图表描绘了中国迈向超级大国地位的历程，以及其主导地位对全球供应链产生的不对称影响。

世界热点**鼓励消费者成为自己的税务审计员..... 42**

导读：在当前各国政府积极应对经济衰退，努力提高税收合规性的背景下，家庭税收抵免政策的有效性受到广泛关注。本文借助对德国房主进行的调查实验，深入探讨了家庭税收抵免如何激励消费者遵守税法并增加对合法服务的支付意愿。研究指出，将税收优惠直观展示给消费者，可以有效提升税收抵免政策的成本效益。但同时，研究也揭示了该政策可能导致的大量搭便车问题，引发了对其在打击税务逃避中作用的深入反思。文章对比了不同国家实施的税收抵免形式，讨论了这些抵免如何影响消费者行为，并提出了简化申请程序、降低行政负担以提高政策吸引力的建议。通过实证分析，本文为税收政策制定者提供了宝贵的参考，帮助他们设计出更为高效、公平的税收抵免体系。

主权债务可持续性和中央银行信誉..... 46

导读：本文对有关主权债务可持续性和中央银行信誉的文献进行了全面调查。作者评估了债务可持续性的不同观点，并讨论了基本收支平衡与债务之间关系的实证检验。作者同时还研究了存在展期风险时的债务可持续性，并评估了低于增长率的政府借贷成本是否会产生所谓的“免费午餐”。

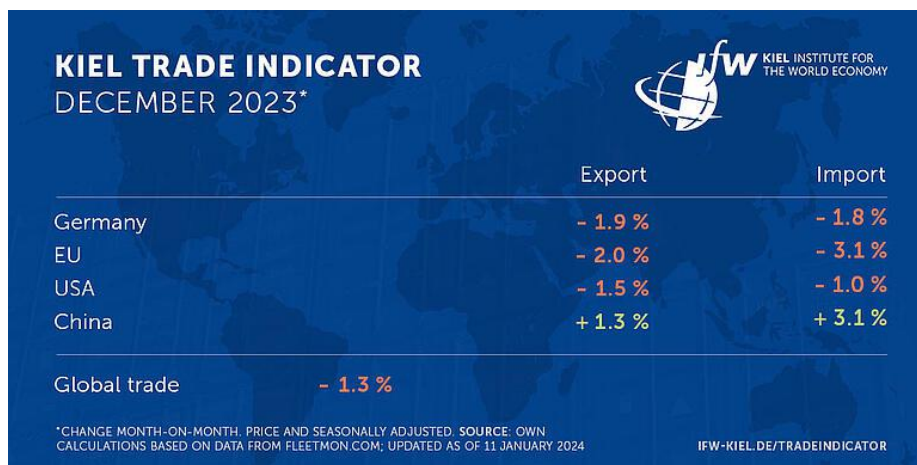
本期智库介绍..... 62

红海货运量大幅下降

Julian Hinz/文 宋海锐/编译

导读：2023年12月基尔贸易指标显示，运往红海的集装箱数量下降了一半以上，几乎比通常预期的数量低70%；现在船只选择绕过非洲好望角，更长的运输时间显著提高了运费。但本专栏认为，尽管运输成本明显增加，但预计不会对欧洲的消费价格产生明显影响。编译如下：

最近更新的2023年12月基尔贸易指标显示出红海货船遇袭的后果。运往红海的集装箱数量下降了一半以上，目前几乎比通常预期的数量低70%。结果导致东亚和欧洲之间货物运输的运费和运输时间上升，而且德国和欧盟的进出口在某些情况下显著低于2023年11月之前一个月的时候（经价格和季节性调整后）。



最近更新的2023年12月基尔贸易指标数据显示，全球贸易和主要经济体之间贸易的小幅负增长趋势仍在延续。中东地区的冲突，尤其是在红海上对集装箱船的袭击，可能是本月交易疲软的原因之一。

从2023年11月到12月，全球贸易下降了1.3%（经价格和季节性调整后）。

对欧盟而言，出口（-2.0%）和进口（-3.1%）的指标数字都明显处于下降状态。

德国的对外贸易延续近几个月的疲软状态，出口（-2.0%）和进口（-1.8%）再次环比下降。

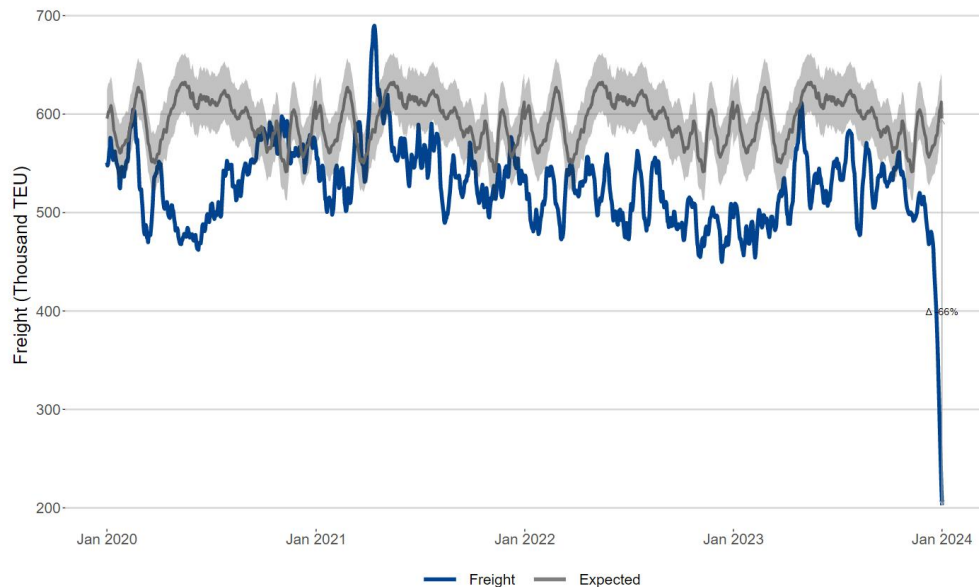
出口（-1.5%）和进口（+1.0%）的基尔贸易指标值显示，美国12月份的贸易有所下降，尽管通过红海和苏伊士运河的海上航线对美国发挥的作用小于欧洲。

中国的贸易逆势而上，出口（+1.3%）和进口（+3.1%）都有所上升。这一增长的部分原因可能是中国春节前的年度高峰。

朱利安·欣茨，贸易政策研究中心董事、基尔贸易指标的新负责人，他指出：“由于非洲好望角附近的红海袭击事件，船只绕道而行，这意味着在亚洲

生产中心和欧洲消费者之间运输货物的时间大大延长了 20 天”，“这也反映在德国和欧盟不断下降的贸易数字上，因为运输的货物目前仍在海上，尚未按计划到港口卸货。”

Daily Freight Capacity, Red Sea
Last update: 11.01.2024



12 月，红海运输的集装箱数量大幅下降了一半以上。目前的运输量仅为每天 20 万个集装箱，而 11 月份的运输量约为 50 万个集装箱。这意味着，根据 2017 年至 2019 年的货运量计算，目前的货运量比实际预期的货运量低 66%。

红海货运量大幅下降，但预计对世界贸易的负面影响不大

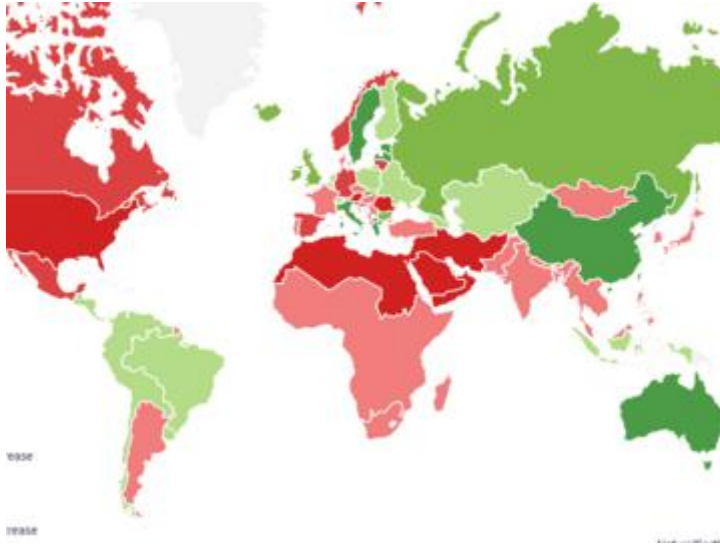
现在船只选择绕过非洲好望角，而不再穿过红海，这条弯路需要 7 到 20 天。更长的运输时间显著提高了运费，目前中国和北欧之间 40 英尺标准集装箱的运输成本超过 4000 美元，而 11 月份约为 1500 美元。然而，目前的价格仍与冠状病毒大流行期间的大幅上涨相去甚远，当时在这条路线上运输一个集装箱的成本高达 14000 美元。

朱利安·欣茨认为：“因此，尽管运输成本明显增加，但预计不会对欧洲的消费价格产生明显影响，尤其是运费在高价商品（如消费电子产品）的商品价值中所占的比例仅在千分之一的范围内。”

“当前的情况与苏伊士运河事故和冠状病毒大流行期间的环境不存在可比性，当时封锁导致商品供应急剧减少，而欧洲的需求同时激增。此次事件除了导致来自远东的产品交付时间略长和运费增加（对此集装箱运输网络应该迅速调整）外，预计不会对全球贸易产生负面影响。”

更多关于 75 个国家和地区的基尔贸易指标和预测的信息，请访问 www.ifw-kiel.de/tradeindicator。

基尔贸易指标将于 2 月 7 日更新，届时将发布 1 月份贸易数据。



关于基尔贸易指标

基尔贸易指标估计全球 75 个国家和地区、欧盟和整个世界贸易的贸易流量（进口和出口）。具体而言，估计数据涵盖 50 多个国家以及欧盟、撒哈拉以南非洲、北非、中东或新兴亚洲等地区。这一指标是基于对船舶运动数据的实时评估。基尔研究所（Kiel Institute）编写了一种算法利用人工智能来分析数据，并将船舶运动转化为价格数据以及与前一个月相比的季节性调整增长数据。

我们在每月 5 日左右更新一次数据，并提供当月和上月贸易的最新计算结果。

全球有 500 个港口的抵港和离港船只被记录在案。此外，100 个航区的船舶动态也在分析范围内，并可根据吃水信息得出集装箱船的有效利用率。国家与港口之间的相互关系可以用来进行预测，甚至对没有自己的深海港口的国家也是如此。

与以前的领先贸易指标相比，基尔贸易指标发布得更早、更全面，该指标依赖于使用大数据的独特大型数据库，相比之下具有较低的统计误差。基尔贸易指标的算法使用机器学习，因此预测的质量随着时间的推移不断提高。

本文全文原题为“Cargo volume in the Red Sea collapses”，本文于 2024 年 1 月 11 日发表于世界经济研究所（IFW），作者 Julian Hinz 教授是全球贸易政策、国际贸易和投资方面的专家。[单击此处可以访问原文链接。](#)

米莱以“休克疗法”向阿根廷经济宣战

Alejandro Werner / 文 安怀雨 / 编译

导读：哈维尔·米莱（Javier Milei），阿根廷新任自由主义总统，采取了一系列激进的经济“休克疗法”政策，以期稳定并转型国家的经济。在面对前任政府留下的经济危机和管理不善的严峻形势，包括高达 200% 的年度通胀率和自 2002 年以来最高的贫困率，米莱在其任期之初便提出了财政纪律和自由市场的改革方案。这些措施包括实现预算平衡、调整关键相对价格以及结束央行对政府的融资。财政部长宣布的财政调整，预计将在 2024 年底前实现国内生产总值的 5% 调整，以及官方货币的 100% 贬值。文章指出，尽管这一系列措施在经济和政治上风险巨大，但在当前局势下已是最好的解决方案。此外，米莱政府还提出了一系列旨在放松管制和开放经济的提案，这些政策将对劳动法、国有企业的私有化及工会权力等方面产生深远影响。编译如下：

阿根廷新任自由主义总统哈维尔·米莱（Javier Milei）开出的经济“休克疗法”处方，反映了总统对自由市场和财政纪律的信念，以及他清楚地认识到，他实施稳定和改造国家所需政策的机会之窗很小。他的战略充满了经济和政治风险，但考虑到他所面临的限制，这一战略似乎提供了最大的成功机会。

在经济危机和前任阿尔韦托·费尔南德斯（Alberto Fernández）的经济管理不善之后，米莱于 12 月 10 日就职。2023 年，阿根廷年通货膨胀率高于 200%，是世界上第二高的通货膨胀率，并可能在几个月内继续上升，而人均 GDP 低于 2008 年的水平，贫困率达到了 2002 年以来的最高点。由于对国际收支的极端控制、汇率的多样性以及由中央银行信贷资助高企的基本财政赤字，阿根廷经济已经被国际资本市场拒之门外超过四年。正如米莱在他的就职演说中所说，情况在好转之前会变得更糟。

稳定经济的初步措施：实现预算平衡，使关键的相对价格正常化，结束央行对政府的融资

米莱上任后，财政部长宣布将国内生产总值的 5% 进行财政调整，以在 2024 年底实现预算平衡，并将官方货币贬值 100%，之后将每月贬值 2%。他还调整了几个公共部门，并在选举政治导致的长期拖延后对价格进行了监管，并终止了中央银行对联邦政府的融资。

这些措施反映了大多数经济学家的共同观点，即财政管理是阿根廷通胀问题的核心。通货膨胀还受到工资调整和通货膨胀预期的惯性的影响。在调整方案的初始阶段，随着管制价格的调整和货币贬值进入消费物价指数（CPI），物价会随之上涨。随着财政整顿的启动，以及家庭收入下降抑制消费和不确定性对投资的影响，还将出现深度衰退。

这种规模的财政调整在国际上寥寥无几，蕴含着极高的风险，给社会各阶层带来沉重的成本负担。财政调整的构成既要满足削减政府开支的中期需要，又要满足以重要的收入部分来补充这一努力的迫切需要，以增加实现预算平衡的可能性。在设计财政计划时，重要的是尽量减少需要国会批准的调整部分。但拟议的调整仍然过于依赖通货膨胀，以减少应享权利的实际价值。即将到来

的衰退、汇率修正、财政紧缩和丰收应有助于产生重要的经常账户盈余，再加上多边机构的官方融资，应有助于解决阿根廷的外汇债务并积累国际储备。

宏观经济措施之后，下一步将是放松管制和开放经济的激进政策

在采取了这些初步措施之后，米莱又颁布了一项解除经济管制的紧急总统令，包括对该国的劳动法进行重大修改，将剩余的国有企业私有化，以及削弱工会的政治权力。该法令颁布后，向国会提交了一项改革养老金和税收的立法提案，以及一系列结构性改革。

总统法令已经生效，尽管它可以被国会阻止或在法庭上受到挑战。这项立法将由国会讨论并最终批准或否决。如果这些措施得以实施，应该可以保证财政调整的重要组成部分将成为永久性的，生产率将会提高。这一雄心勃勃的稳定和改革方案产生了积极的市场反应，主权风险下降，汇率差距大幅缩小，资产价格涨幅超过了过去几年。然而，资产价格仍处于准低迷水平表明，尽管阿根廷的开局好于许多人的预期，但政府成功的可能性仍然很低。

稳定战略的第二阶段需要尽快公布

在这段财政政策、汇率和价格的前期调整之后，通胀应该在 2024 年第一季度末开始下降，届时当局应当尽快宣布第二阶段的稳定措施。在这一阶段，政府必须提出一套新的汇率规则（考虑到 2% 的爬行率将是不可信的）、官方价格变动和一些收入政策来协调工资调整。第二阶段的目标是通过财政努力和预先宣布的汇率爬行率，帮助通胀稳定进程，以较低的牺牲比率实现更快的反通胀。

一个重要的问题是，在将汇率和管制价格提升到更可持续和更现实的爬升速度之前，是否需要汇率和管制价格的新一轮跳升。另一个相关问题涉及央行何时统一汇率，彻底放开国际收支。在笔者看来，统一汇率和国际收支自由化应该等到通胀达到百分之十几，阿根廷的国际储备水平大幅提高。在资本账户自由化、高通胀和国际储备水平较低的情况下，对国内资产的需求将极不稳定，导致汇率波动非常大，这是阿根廷过去所不能容忍的。此外，一旦稳定计划的第二阶段就位，阿根廷可以使用的最佳货币政策工具似乎将是官方汇率的爬行率，再加上已宣布的公共部门价格调整的变动，这将成为建立其收入政策的支柱，以协调私营部门的价格和工资调整。

在今后几个月里，特别是在宣布稳定计划的第二阶段之后，应看到以下成果：

1. 实施强有力的财政调整，保证国会尽快批准调整中的永久性和非通胀的部分。
2. 到今年第二和第三季度，月度通胀率将大幅下降，这为预计 2024 年最后一个季度的年化通胀率达到 50% 左右打开了大门。
3. 下半年经济活动的复苏。

这些改革效果的快速显现将是维持对该计划的政治支持的关键。尽管米雷在第二轮投票中获得了 55% 的选票，令人印象深刻，而且民众强烈支持他的稳定和改革方针，但支持率的下降是可以想见的。在第二轮决定选举结果的拉美国家，政治支持通常会在选举后相对较短的时间内回到第一轮投票的比例。米雷所在的政党在国会中的代表人数很少（众议院 257 名代表中有 37 名，参议院 72 名代表中有 7 名），他在省一级没有代表。如果他的支持率下降，在调整和改革中受苦的不同群体，如养老金领取者、工人和社会项目的接受者，将会动员起来并要求补偿。然后，各政党将与米莱的计划保持距离，破坏该计划的信誉，增加金融不稳定，并可能导致对地方资产需求的崩溃。

2024 年下半年和 2025 年的可能情景

2024 年下半年和 2025 年可能出现的情况是什么？米莱在竞选中承诺将阿根廷货币“美元化”，但这一承诺已被搁置。但美元化是否仍有可能？

理想预期：2024 年第二季度通胀大幅下降，回到温和水平（根据 Dornbusch 和 Fischer 的定义，介于 15% 和 30% 之间）到 2024 年底或 2025 年上半年。在这种情况下，稳定战略继续以在 2026 年实现个位数水平为目标，并得到货币升值和相对强劲的重新货币化进程的支持。

中性预期：上面讨论的全面计划成功地修正了相对价格，产生了正的经济增长区域，但全年通货膨胀依然高居不下。正如国际货币基金组织为智利、哥伦比亚和墨西哥所经历过的那样，这一结果预示着漫长的稳定过程，可能需要四年以上的时间。

崩溃和恶性通货膨胀：如果财政调整让位于社会动荡，或者通货膨胀没有下降（相对价格的调整没有完成），就会发生一轮又一轮的汇率和价格调整，导致更高水平的通货膨胀、货币需求崩溃和财政收入下降。在这种情况下，通胀将向恶性通胀水平漂移。

理想预期实现的概率渺茫，但一旦成功，米莱完全可以效仿大型拉丁美洲经济体的做法，这些经济体通过向通胀目标制靠拢，实现了低通胀，并管理了灵活的汇率制度。更有可能的是，阿根廷将以第二种或第三种假设告终。在第二种情景中，美元化将是一个非常诱人的提议（相对于软通胀目标框架下的长期反通胀），特别是如果好收成使中央银行有能力重建其国际储备，而高通胀使政府和中央银行负债变现。米莱政府的目标将是美元化，并迅速跨越到个位数的通货膨胀。由于该国将在 2025 年 10 月举行中期选举，这对米莱来说也具有很强的政治意义。如果经济陷入恶性通货膨胀，即第三种情况，最可能的结果将是美元化。

米莱政府的改革热情，包括其提前进行调整和改革的意图及其与七国集团的地缘政治结盟，使得 2022 年与前政府签署的目前偏离轨道的国际货币基金组织计划极有可能很快起死回生。早期计划中提供的财政支持也可能会增加，以

避免净正支付。阿根廷必须向国际货币基金组织提出。这一调整甚至可能在2024年为该国提供一些积极的资源净支出。美洲开发银行（IADB）和世界银行的贷款计划也可能出现小幅上调。

总之，当下，阿根廷总统坚定地致力于实施该国所需要的经济改革和稳定政策。然而，由于米莱完全是阿根廷政治的局外人，而且他的政治资本正在建设中，旧的政治阶层将伺机对这一稳定、改革和现代化的大胆尝试进行致命的打击。

本文原题为“Milei’s “shock therapy” faces an uphill battle in Argentina”。作者为Alejandro Werner，自2021年9月起担任彼得森研究所非常驻高级研究员，同时也是乔治敦美洲研究所的创始所长。他曾于2013年1月至2021年8月担任国际货币基金组织（IMF）西半球部主任。在此期间，他负责与美洲和加勒比地区（包括美国和加拿大）34个成员国的关系，管理双边和区域监督、项目设计和谈判、技术援助和区域研究议程、研讨会和会议。本文于2024年1月刊于PIIE官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美元对亚洲的风险敞口可能会削弱其主导地位

Olivier Jeanne / 文 薛懿 / 编译

导读：由于各种原因，美元作为全球主导货币的稳固地位正受到潜在威胁，特别是因为对伊朗、俄罗斯、朝鲜和中国等其他国家的金融制裁越来越多。尽管一些人坚持认为，美元的优势地位仍然稳固，因为它具有现有的优势，而且缺乏令人信服的替代品，但其他人则认为这些制裁可能会迫使储备银行和金融机构放弃以美元进行交易和储备。然而，在这场辩论中，一个经常被忽视的方面是亚洲对美元储备的需求不成比例。这意味着，即使亚洲有限地转向去美元化，也会对全球美元总需求产生重大影响。编译如下：

央行对美元的需求，即以美元计价的外汇储备（本文重点），是衡量美元全球主导地位的一个重要指标，尽管不是唯一指标。下图报告了 2022 年底全球美元储备的区域分类。这种分类必须依赖于估计，因为大多数国家不披露其储备的货币构成。该图是使用 Ito & McCauley（2020）收集的数据集构建的，并对其数据库中缺失的国家进行了有根据的猜测。关于美元储备估计的更多细节，请参见附录。

从该图可以看出，亚洲主导着全球对美元储备的需求。如果我们把美国经济比作一家向世界其他地区出口“美元服务”的公司，人们可能会担心它对亚洲市场的过度敞口。

多种因素造成非亚洲地区在全球美元储备中所占份额相对较小。非洲、拉丁美洲和中东将其 GDP 的很大一部分投资于外汇储备，而它们的外汇储备主要是美元。然而，它们对全球 GDP 的贡献有限，这意味着它们的储备在全球总量中所占比例不大。

欧洲则是另一回事。欧元区国家主要将其外汇储备投资于美元，但鉴于欧元的自由浮动性质，它们的外汇储备相对于其 GDP 的比例并不大。另一方面，非欧元欧洲国家倾向于持有更多的欧元储备，而不是美元。

这使得亚洲在全球美元储备需求中占据了三分之二的份额。亚洲拥有庞大的 GDP，并且 GDP 的很大一部分投资于外汇储备，外汇储备的很大一部分又投资于美元，因此亚洲是美元需求的主要来源。

美元在亚洲的主导地位有多安全？尽管美元不太可能很快面临大规模的替代，但一些事态的发展可能会在未来十年大幅削弱美元的地位。

首先，考虑中国的人民币。毫无疑问，出于地缘政治考虑，日本和印度等主要区域储备持有国将不愿积累大量人民币储备。然而，人民币仍有在区域内获得突出地位的空间。中国当局可以采取更加自信的姿态，在亚洲推广人民币。鉴于中国是许多亚洲国家的主要贸易伙伴，中资银行在地区贸易融资中发挥着至关重要的作用。这给了中国当局增加以人民币计价的中国出口份额的杠杆，从而提振了该地区对人民币流动性的需求。

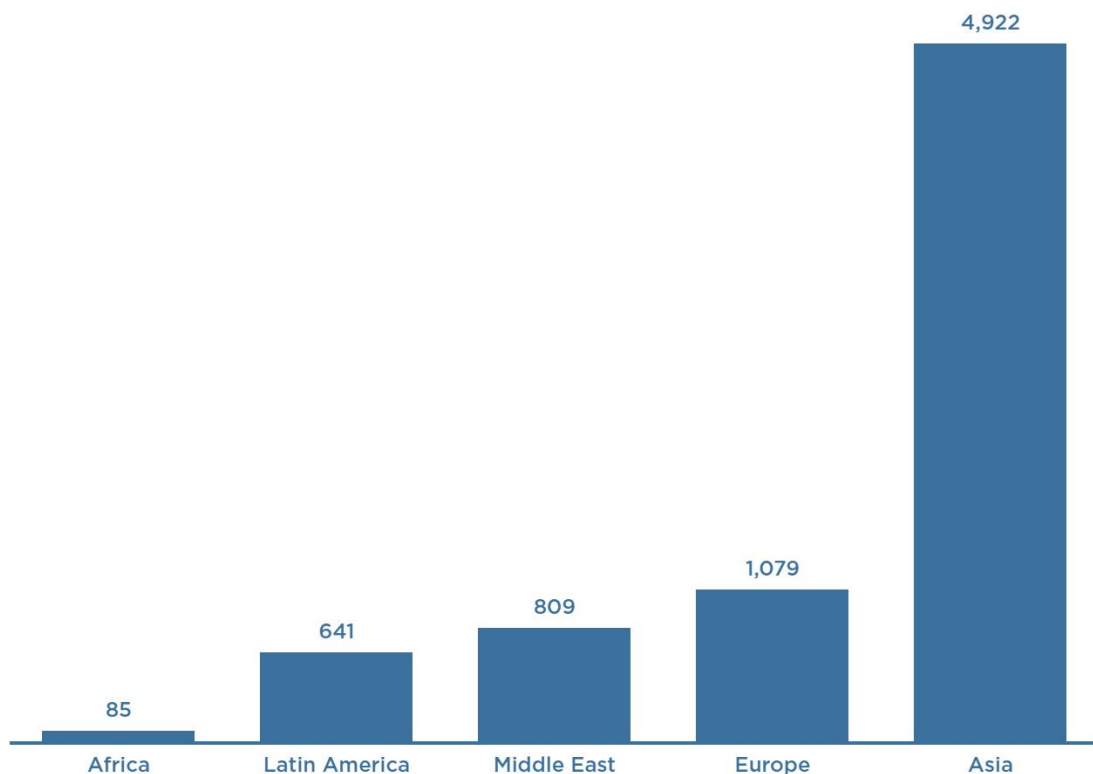
有证据表明，这个过程已经在进行中。中国央行数字货币的进步可能会进一步推动人民币的国际化。此外，人民币与黄金一道，提供了对冲美国金融制

裁的工具。虽然人民币有其局限性，其中最明显的是中国的资本管制和相对的金融不发达，但上述因素可能会使其在亚洲贸易发票和储备中的份额从目前非常低的基础上大幅增加。

中国、日本、印度、台湾和韩国的外汇储备占亚洲外汇储备的 80%，它们大幅转向人民币的风险很小，甚至没有。然而，欧元（目前约为 10%）和黄金在亚洲储备中的份额有可能增加。假设欧元区国家能够增加其安全债券的供应，从投资组合多样化的角度来看，增加欧元在亚洲储备中的份额将是有意义的。对中国来说，黄金提供了一些保护，使其免受美国和欧洲潜在的金融制裁。

虽然亚洲储备的广泛去美元化不会马上发生，但本文的观点是，即使是有限程度的亚洲去美元化也可能对全球美元需求产生重大负面影响。为了说明这一点，假设中国、日本、印度、韩国和台湾共同将欧元和黄金在其外汇储备中的份额增加 20%，而其他亚洲国家将人民币的份额增加 20%，并且这两种转变都是以美元为代价的。这种情况足以将美元在全球储备中的份额从世纪之交的 70% 左右降至低于 50% 的象征性门槛。也许这不是突然的消亡，而是美元资本的明显减少。

图 1 亚洲在全球美元储备需求中占主导地位（十亿美元，2022 年）



注：详见附录。美元储备的份额是最新可用时间的；对于大多数国家，使用的是 2020 年的份额。从 2022 年起，外汇储备减去黄金。

来源：作者根据 M.Chinn、H.Ito & Robert N.McCauley（2021）；H.Ito & R.McCauley（2020）以及 Gian Maria Milesi-Ferretti（2022）计算。数据检索于 2023 年 12 月 22 日。

本文原题为 “The Dollar's Exposure to Asia could Erode its Dominance”。本文作者 Olivier Jeanne 自 2009 年起就职于彼得森国际经济研究所（PIIE），担任非常驻高级研究员。研究领域涵盖国际和国内宏观经济学的一系列应用和理论主题，包括资本流动、汇率制度和货币危机、主权债务和违约、国际储备和货币政策。本文于 2024 年 1 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

归乡之路：移民如何寻找熟悉的气候

Marguerite Obolensky, Marco Tabellini 和 Charles A. Taylor /文 张丝雨/编译

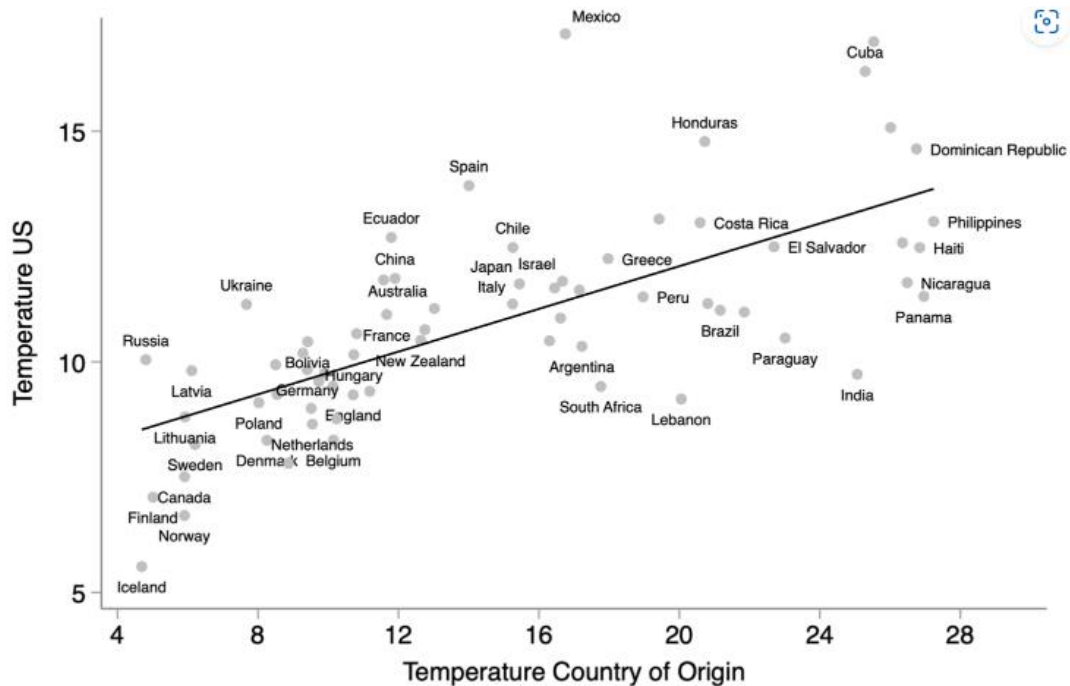
导读：“气候匹配”指的是移民寻找与其原籍气候相似的目的地的理念。本专栏分析了德国、挪威和美国国内移民在美国的流动，并表示在美国，移民的气候匹配确实存在，无论是在历史上还是今天。从 1900 年到 2019 年，气候收敛的地区之间的迁徙增加了。气候变化很可能会继续塑造美国人口增长的地理格局，直至 21 世纪。编译如下：

移民会寻找熟悉的气候吗？“气候匹配”的概念，即人们寻找与其原产地气候一致的目的地，是轶事和历史记载中反复出现的主题。早在 17 世纪，英国人费迪南多·戈格斯爵士（Sir Ferdinando Gorges）就认为，新英格兰“更适合我们人民的天性，他们既不满足于寒冷的气候，也受不了炎热的气候”（Kupperman 1984）。三个世纪后，美国总统卡尔文·柯立芝（Calvin Coolidge）观察到，“来自欧洲的新移民通常在这里寻找与他们成长环境相似的气候条件。因此，斯堪的纳维亚人主要生活在这个国家的北部地区”（Coolidge 1926:255）。

这些轶事有系统的经验证据支持吗？随着气候变化日益推动移民（Stern, 2007; Missirian 和 Schlenker 2017），回答这个问题很重要，原因有几个。首先，气候相似性可能有助于预测人们搬到哪里，或者在被迫流离失所的个人（他们的选择往往受到限制）的情况下，预测他们想搬到哪里。其次，气候匹配可能有利于特定气候技能的地理扩散（Bazzi et al.2016），对生产力产生重要影响。第三，由于全球各地的气候变化并不一致，国家之间和国家内部的气候相似性将在未来几十年发生显著变化，可能对移民产生深远影响。

在我们最近的论文（Obolensky et al.2024）中，我们考虑了美国历史和现代时期的国际和国内移民。图 1 展示了我们的主要研究结果，即 1880 年移民在美国定居的平均温度与每个移民来源国的平均温度的散点图。这一数字表明，来自温暖（寒冷）国家的移民在美国同样温暖（寒冷）的地区定居。这些结果适用于各个时期，包括今天，而不仅仅反映地理距离、原籍国的国内生产总值或过去的移民等因素。它们也适用于不同的来源。图 1 中使用的数据是从美国全面人口普查中获得的，该普查记录了个人在给定时间点的居住地。

图 1:1880 年美国移民的温度匹配



注：该图显示了 1880 年美国各移民县的平均气温（以摄氏度为单位）（y 轴）与其原籍国首都的平均气温（x 轴）之间的关系。回归系数和相应的稳健标准误差分别为 0.231 和 0.033。

当我们使用 1959-1961 年的死亡率记录时，我们发现了类似的结果，该记录追踪了每个在美国死亡的外国出生的人的原籍国，代表了一个人最终定居的地方。

除了跨国相关性，我们还探讨了气候-移民关系是否在国家内部成立。首先，我们关注 20 世纪初的德国移民，当时这一群体占美国外国出生人口的 30%。基于德国和美国姓氏的空间分布，我们设计了一种新的气候相似性测量方法。

其次，我们考虑 1865 年至 1880 年间的挪威移民，当时有超过 250,000 人（占 1865 年挪威人口的 15%）前往美国。使用文献（Pérez et al.2020）中开发的自动算法，我们将 1865 年挪威人口普查和 1880 年美国人口普查联系起来，以随着时间的推移匹配不同地点（和相应的气候）的个体。

第三，我们转向 1850 年至 1940 年的美国国内移民——这一时期的特点是美国向西扩张（Bazzi et al.2017）。我们基于 Abramitzky 等人（2020）收集的相关数据集，追踪移民从一个十年到下一个十年在美国各州的迁移。在所有情况下——德国人、挪威人和美国国内迁徙者——移民行动在气候上是匹配的：来自较冷（较暖）国家的个体定居在美国相对较冷（较暖）的目的地。

在这些模式的启发下，我们使用贸易文献中常见的重力方程（Anderson 和 Van Wincoop 2003），估计了气候距离对起源地和目的地迁移的影响。我们主

要关注两个设定，这使我们可以高度细化的水平上衡量起源地和目的地的气候：1865年至1920年间挪威移民到美国和1850年至1940年间美国国内移民。我们将个人与时间联系起来，计算每十年从特定起源地（挪威某自治市或美国某郡）到给定目的地（美国某郡）的移民人数。我们将气候距离定义为起点和目的地平均气候（温度或降水）之间的绝对值差。我们发现，气候配对越相似，迁移越多。温度距离的影响量化很大——大致相当于减少1000公里的地理距离（例如，从纽约到底特律）或将目的地的工资提高1%。

在研究气候和移民之间的关系时，一个关键的问题是气候在空间上是相关的，我们的估计可能只反映地理距离，而不是气候距离。挪威-美国的估计不太可能受到这个问题的影响，因为跨大西洋移民的组成部分打破了气候的潜在空间相关性。然而，我们进行了几次检查，以检验结果的稳健性。对气候的空间相关性的担忧可能与美国国内移民更相关，因为人们可能认为气候和地理距离是相关的。

然而，在我们的设定中，地理距离最多只能分别解释22%和31%的县对之间的温度和降水距离的变化。为了谨慎起见，我们总是控制县对地理距离，并执行许多稳健性检查。

我们的结论在控制了很多变量之后仍是稳健的如地理特征，土壤类型和铁路连接的双边差异。然而，人们可能仍然担心，我们的估计反映了其他也与气候距离相关的起源地-目的地特定变量的影响。为了解决这一问题，我们统计了整个20世纪各国平均气候的变化，这些变化受到数十年海洋振荡（如北大西洋振荡）以及人为气候变化的影响。我们发现，从1900年到2019年，气候距离的变化可以预测同一时期县对之间的迁移变化。

气候匹配背后的机制

什么机制可以解释这些结论？我们从探索少数民族聚居地的作用开始。我们研究了这样一种可能性，即气候相似性决定了移民先驱者的位置，而来自同一来源的后续移民只是跟随先驱者的脚步，而没有考虑气候因素。虽然这种情况不会改变我们的研究结果的有效性，但它会改变他们的解释。我们重复了分析，控制了过去几十年从特定来源到特定目的地的移民流。我们还将样本限制在新定居的目的地，在这些地方，种族网络影响移民选址决定的范围有限。在所有情况下，我们继续发现气候相似性和迁移之间有很强的关系。

然后，我们考虑两大类互补机制。首先是那些依赖于特定气候的人力资本和技能（Steckel 1982, Bazzi et al. 2016）。直观地说，技能的可转移性在更受天气影响的职业，比如农业中更为重要。这是因为，与非农民相比，农民对气候距离的迁移弹性更大，并且随着时间的推移以及美国农业人口比例的下降，迁移弹性变小。

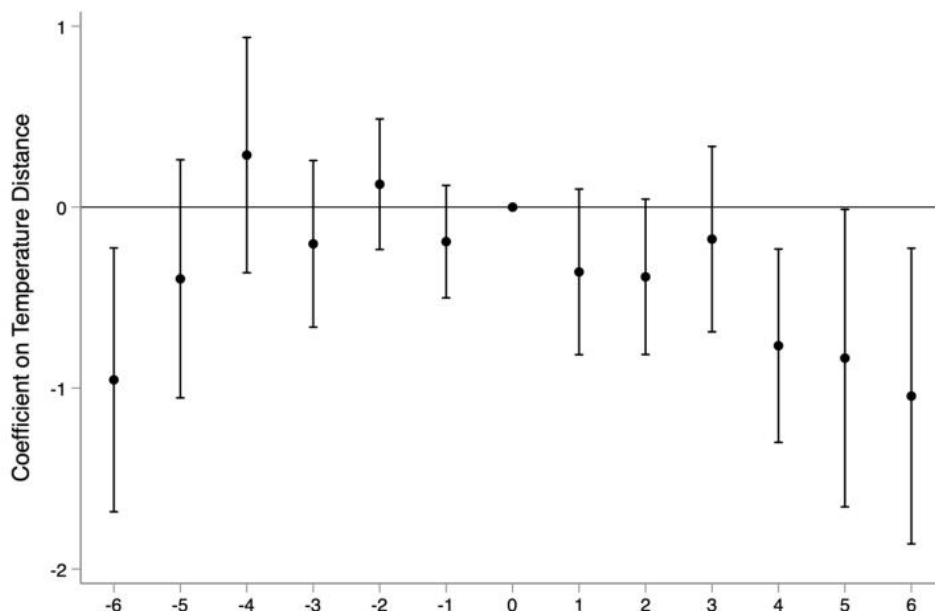
第二类机制与可以作为舒适环境的气候相关。与上一渠道一致，我们发现气候距离影响那些从事与气候关联较小的行业（例如服务业）的移民，而在这些行业中，与农民相比，气候特定人力资本的相关性较低。此外，我们证明，即使在今天——美国工人远比过去更不受气候影响——气候相似性也预示着美国国内移民。

经济影响

最后，我们讨论了我们结论的经济含义。我们从估计气候对移民的价值开始。在第一个实验中，我们利用 1862 年《宅地法》（Homestead Act）产生的美国各县的时间和空间变化，该法案将 10% 的美国土地从联邦政府转移到 160 万农民手中（Edwards et al. 2017）。我们发现，通过补贴土地，《宅地法》降低了气候距离在管理移民决策中的作用。对比我们的估计所预测的反事实移民流，并使用宅地和其他可供购买的联邦土地之间的价格差异，我们估计气候相似度每增加一摄氏度的价值约为当前美元的 4,500 美元。

在第二个实验中，我们使用 1959 年至 1961 年间在美国死亡的外国出生个体的死亡率记录来测试气候不匹配和预期寿命之间的关系。我们的分析表明，气候不匹配每增加一个摄氏度，寿命就会减少一个月。图 2 证明气候不匹配和死亡率之间的关系是非常对称的，并显示出倒 U 型模式。这与气候变化文献相呼应，该文献记录了热冲击和冷冲击导致的死亡率增加 (Barreca et al. 2015, Heutel et al. 2021, Carleton et al. 2022)。用美国国家环境保护局（Environmental Protection Agency, EPA）960 万美元（以 2020 年美元计算）的统计寿命价值来表示我们的结论，意味着每人每增加 1 摄氏度的相似度在今天的美元价值约为 14,300 美元。

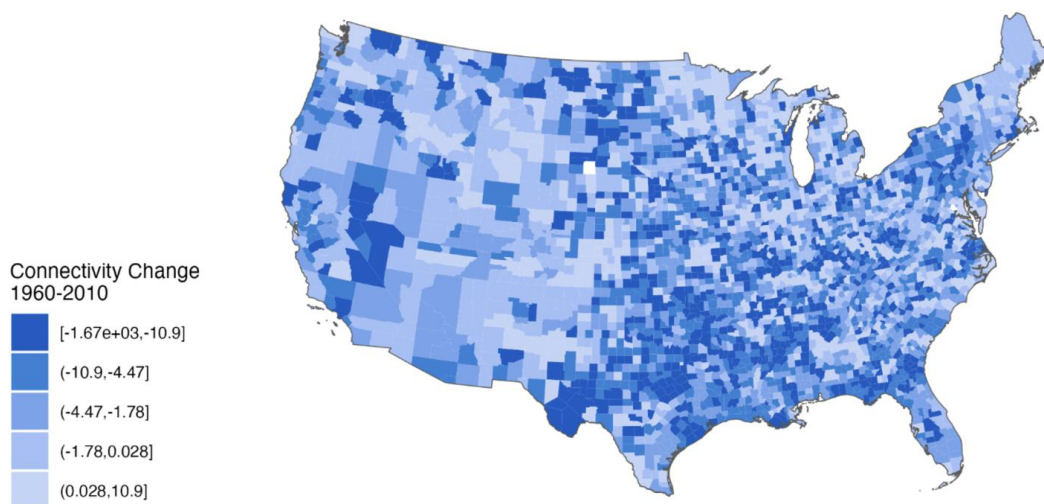
图 2 温度、距离和死亡年龄:1959-1961 年美国移民



注：图中绘制了回归系数及其相应的 95%置信区间，该系数表示死亡年龄与美国去世县和出生国首都之间的温度差异之间的回归关系。省略了 0° C 的箱，而 -6° C 和 6° C 的箱包括超出这些阈值的观测。样本包括在美国本土于 1959 年至 1961 年间去世的所有外国出生个体。回归包括美国去世县、去世年份和出生国的固定效应，以及个体控制变量（性别和婚姻状况）。标准误差在美国州和出生国水平上进行聚类。

气候匹配是否有助于解释美国历史上的人口增长模式？为了回答这个问题，我们将我们对气候距离的迁移弹性的估计与 20 世纪记录的每个县对之间的平均温度距离的变化结合起来。我们得出了一种类似于唐纳森和霍恩贝克（2016 年）中基于铁路的“市场准入”的气候连通性度量。利用图 3 所示的这一指标，我们可以看出，从 1960 年到 2010 年，美国各县的人口增长速度更快，这些县与美国其他地区的气候连通性增长更快。

图 3 温度引起的连通性变化，1940 - 2010



注：该图描述了 1960 年至 2010 年间，由于海洋振荡和人为气候变化，美国每个相邻县对之间温度引起的连通性变化。温度引起的连通性是美国每个县气候引起的移民变化的加权平均值，权重等于历史上每个县对之间的移民数量，类似于唐纳森和霍恩贝克（2016）的市场准入指数。

我们还利用 21 世纪的局部气候变化预测，对未来进行了类似的分析。我们的估计表明，全球变暖的空间异质性将增加美国南部未来的气候连通性，导致那里的人口相对于美国其他地区增长更快。

据我们所知，我们的研究是第一个估算气候距离对历史移民模式影响的研究。我们的结果与新兴文献相关，这些文献试图通过一般均衡模型来理解气候冲击对全球经济的空间影响。这些模型假设移民成本是气候变化的外生因素（Cruz 和 Rossi-Hansberg 2021; Desmet 和 Rossi-Hansberg 2023; Bilal 和 Rossi-Hansberg 2023），但我们的研究结果表明，移民与来源地和目的地之间的气候相似性高度相关。因此，气候距离可被视为取决于气候变化空间分布的旅行成

本。我们希望我们的结果可以用来丰富这些模型，提高福利估计的精度和对气候变化的宏观经济影响的评估。

我们的发现也与气候难民政策有关。自 2008 年以来，平均每年有 2000 多万人因天气相关事件被迫流离失所。据估计，随着全球进一步变暖，这一数字还会增加。即使在经济移民中，气候变化通常也会起到一种推动作用。考虑到潜在的福利和生产力影响，在重新安置现有的气候难民和设计应对气候变化的“有序撤退”政策时，应考虑到气候相似性。

本文原题为“Homeward bound: How migrants seek out familiar climates”，作者为 Marguerite Obolensky, Marco Tabellini 和 Charles A. Taylor。Marguerite Obolensky 拥有伦敦经济学院环境经济学和气候变化硕士学位以及法国综合理工学院环境科学硕士学位。在加入哥伦比亚大学之前，玛格丽特曾担任世界银行灾害风险管理顾问。Marco Tabellini 目前是哈佛商学院商业、政府和国际经济部门的助理教授，也是经济政策研究中心(CEPR)的研究成员。Charles A. Taylor 是哈佛大学肯尼迪学院公共政策助理教授。本文于 2024 年 1 月 18 日刊于 VoxEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

2024 年中国经济面临五大不确定性

Tianlei Huang and Mary E. Lovely / 文 熊春婷 / 编译

导读：去年春天，中国经济开始缓慢反弹，摆脱了由新冠肺炎造成的约 141 万人口死亡及中国实施零新冠疫情政策所造成的影响。如今，尽管中国经济有望在 2023 年达到政府设定的 5% 的增长目标，但受到私人投资停滞、消费者信心低迷和年轻人失业率高的影响，中国经济仍然困难重重。价格下跌，商业和消费者信心低迷，这些都是对未来一年经济出现危机的警告信号。以下是关于中国经济表现和政府政策反应的五大不确定性因素，它们将决定 2024 年中国经济能否持续增长。编译如下：

1. 中国能避免螺旋式通货紧缩吗？

近几个月以来，中国的通货紧缩压力有所恶化。11 月份的消费者价格指数创下了三年来的最大跌幅。更为不祥的是，一年多来，生产者价格通胀一直为负。尽管消费者价格的大幅下降在一定程度上受到了猪肉价格下降的影响，但 11 月份的核心消费者价格指数（CPI）（不包括食品和能源）仅略有上升，该指标反映出国内需求疲软。中国的 GDP 平减指数（衡量一个经济体整体通胀水平的指标）在今年第二和第三季度均为负值，全年很可能为负值。

如果价格继续下跌，消费者和企业可能会因预期价格进一步下跌而推迟购买和投资。通货紧缩螺旋式上升将导致生产下降、工资下降和失业率上升。即使是现在，不断上升的通货紧缩压力也在推高实际借贷成本，使本国本来就沉重的债务负担雪上加霜。有一项估计表明，中国经济通胀调整的真实借贷成本已达到 2016 年以来的最高水平。2024 年中国面临的第一个重大问题是：政府是否会采取必要的政策改革来重振经济增长，以及日益谨慎的私人部门是否会做出回应？

2. 政府会通过更大的刺激来解决债务-通缩螺旋式上升的问题吗？

经济学教科书上表明：需用刺激性政策来应对总需求疲软和价格下跌，但中国政府在 2023 年试探性地采取了行动。中国人民银行今年只是适度降低了政策利率，这或许反映了这样一种观点，即在信贷需求疲软的情况下，进一步的货币宽松政策也不会奏效。此外，人民币贬值和资本外流加剧限制了央行的操作空间。

哥伦比亚大学的魏尚进教授建议：中国需要采取欧洲央行（ECB）十年前采取的“不惜一切代价”的方法，以阻止中国陷入螺旋式债务-通缩。然而，中央经济工作会议最近发出的信号表明，中国政府不会采取这种做法。这次中国领导人的年度会议为新一年的经济政策定下了基调，迄今为止，会议表明尽管中国政府可能会进一步放松货币政策以抵消通货紧缩，但不会出台大规模的货币刺激政策。

如果货币刺激力度较弱，2024 年财政政策可能会发挥更突出的作用。长期以来，中国政府一直不愿让整体财政赤字超过 GDP 的 3%。但北京最近的预算调整，即额外发行 1 万亿元人民币的主权债券，其全部收益将转移给地方政府，

似乎表明当局正在重新考虑其长期的财政保守主义。中央经济工作会议表明在新的一年里将提供更有力的财政支持。中国的整体财政赤字可能会上升到 GDP 的 3.5% 或更高，而额外的财政赤字可能会完全由中央政府发行国债来融资。

2024 年的第二个大问题是政府将如何应对增长疲软。中国央行在新的一年里会有出人意料的举动吗？我们能否见证中国政府将对财政政策作出重大调整吗？还是说，中国政府在货币和财政政策的使用上继续保持保守力度，认为其迄今为止的行动将会在未来一年发挥作用？

3. 私人部门的信心能否恢复？

在我们最近的北京之行中，经济学家、商界领袖和劳动人民反复表达了对经济持续复苏的信心不足。尽管中国消费者信心在 2023 年初出现了短暂的改善，但仍处于历史低位。家庭继续将储蓄存放在银行存款等流动性更强的资产中，而几年前他们会将储蓄花在房地产或其他购买上。根据中国人民银行的数据，截至 11 月底，家庭银行存款达到了 135 万亿元人民币，再创历史新高。与此同时，在激烈的监管运动和打击行动之后，民营企业家的信心依旧低迷。商业固定资产投资依旧疲软。受房地产开发投资萎靡拖累，私人投资同比收缩已超过六个月。

信心不足是一种症状，正如亚当·波森所说，信心不足是自新冠疫情后中国经济重新开放以来困扰中国经济增长的“经济长疫情”现象。经济持续低迷的一个主要原因是中国对私营部门活动的任意干涉，这在其对疫情的极端反应中达到了顶峰。因此，家庭和企业对经济刺激的反应减弱了。2023 年住房部门的几项支持措施对恢复信心或增加销售几乎没有作用。作为我们团队中一位学者在今年早些时候就提出意见，如果不削减政府在经济事务中的作用，中国私营部门的活动就不太可能增强。2024 年的第三个大问题是，私营部门是否会对政府的声明做出回应，还是只有更大胆的政策举措才能重振信心和投资。

4. 政府能否遏制房地产市场的低迷？

房地产市场低迷继续拖累消费者和企业信心，进而拖累中国经济增长。尽管政府今年推出了许多措施来提振住房需求，但房地产销售几乎没有起色。由于销售低迷，房地产开发商继续在流动性危机中苦苦挣扎。也许作为回应，政府的房地产政策最近从支持需求转向支持开发商融资，中国政府已要求大型国有银行向开发商，尤其是私人开发商提供更多贷款，即使是那些缺乏足够抵押品的开发商。

这不是中国国有银行第一次被要求向开发商提供更大支持。过去，银行一直抵制政府的推动，因为它们不希望出现不良贷款的急剧上升和利润率的下降。这次会有所不同吗？这一次，政府可能会进一步利用其政治影响力，对银行的贷款决策进行更大的干预，这可能会进一步削弱中国的金融稳定性。

5. 外商对华直接投资是否会反弹？

对中国经济信心不足的不仅仅是国内投资者。中国的国际收支数据显示，外国直接投资（FDI）正在以创纪录的速度退出中国。外国公司不仅拒绝进行新的投资，一些公司还在出售现有资产，并将收益大规模汇回总部。几乎没有证据表明跨国公司正在完全撤出中国。大多数外国公司可能只会出售其在中国的部分投资，同时继续在中国开展业务。

中国政府已经注意到了这一点，并提出了更多支持性的言论和政策，以重新吸引外国投资的流入。这些努力面临着外国企业“承诺疲劳症状”，因为他们仍然怀疑当局的支持性言论能否真正转化为有意义的政策行动。近期导致外国直接投资（FDI）暴跌的其他因素，包括不断恶化的地缘政治，且不太可能在短期内逆转。鉴于这些因素，2024年外国投资者是否会重返中国仍不确定。

本文原题为“Five big uncertainties facing the Chinese economy in 2024”。作者是 Tianlei Huang and Mary E. Lovely。本文于 2023 年 12 月 21 日刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

2024 年能够深化印太经济合作吗？

Yeo Han-koo, Alan Wm. Wolff/文 王琬婷 / 编译

导读：2024 年将是印太经济合作的转型之年，《供应链协议》和《清洁经济协议》与传统贸易协定将为印太经济合作发展提供新的活力，美国国内当前的政治环境及其局限性和不确定性，不应成为影响最大限度发挥印太经济合作的理由。更重要的是，有能力和兴趣的 IPEF 中等强国应该主动站出来，承担起共同努力的责任。编译如下：

2024 年将是印太经济合作的转型之年。政治格局的主要特征是美国大选，根据目前的民意调查，美国大选的结果取决于政治形势。2025 年 1 月 20 日将会呈现出截然不同的局面：要么新上台的美国政府，在《印度-太平洋经济框架》（IPEF）所确定的方向基础上，为该地区经济政策的更紧密协调提供机会；要么美国将重新回到主要投资于本国经济的状态，而没有国际合作愿景。并拒绝已经取得的开端。

无论出现哪种情况，该地区各国现在就应该决定他们希望看到的共同经济的未来是什么。我们建议主要的中等强国包括日本、韩国、新加坡和澳大利亚开始规划深化其经济合作，以实现 IPEF 确定的共同目标。这些中等强国还应考虑扩大加拿大、墨西哥、智利等其他环太平洋国家的参与。这项工作在今年应该继续进行，做好美国进行更深入参与的准备。如果大选的结果是美国暂时不参与该地区的经济活动，那么就应为美国在未来重新加入制定可行计划。

IPEF 的价值和限制

经过 18 个月的谈判，11 月中旬在旧金山举行的亚太经济合作组织（APEC）峰会取得了喜忧参半的结果。14 个成员国在供应链、清洁经济和公平经济三大支柱领域确立了重要指标。由于美国改变了在制定数字经济规则方面的工作方向，贸易支柱停滞不前。美国宣称支持“政策空间”，这意味着对商界的潜在成本不做任何承诺。其他支柱所实现的目标虽然值得称赞，但不包括有约束力的承诺，就美国而言，这些承诺需要国会批准。由于拜登政府出于意识形态和政治原因（避开国会）厌恶正式的贸易自由化，贸易支柱在实现区域市场一体化方面不可能走得很远。

在数字贸易爆炸式扩张以及印太地区普遍强劲增长时期，其他国家也在推进《跨太平洋伙伴关系全面进步协定》（CPTPP）、《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）和《数字经济伙伴关系协定》（DEPA），美国目前尚未完全参与这场游戏，这使得美国公司处于竞争劣势。

尽管缺乏市场准入要素，但 IPEF 值得称赞的是，它提出了新的方法来应对全球贸易体系面临的新挑战，特别是供应链弹性和脱碳方面的挑战。2024 年将是关键的一年，IPEF 合作伙伴将证明他们正在采取的以下方法的有效性，并通过执行协议获得具体的可交付成果。

《供应链协议》很可能是第一个生效的 IPEF 模块。当务之急是调动集体危机应对机制并使关键矿物等高度集中的部门多样化。在这方面，在 IPEF 领导人峰会上启动的 IPEF 关键矿物对话可以作为一个很好的出发点，展示 IPEF 如何在现实世界的情况下提供帮助，例如中国在石墨方面有主导地位，中国最近将石墨列入关键矿物的出口限制清单。关键矿物对话不应仅仅停留在空头上，而应将基于设想的集体行动计划付诸实践，包括供应链规划、应急供应安排和替代技术开发。如果一些资源丰富的 IPEF 合作伙伴通过关键矿产协议有资格获得《通货膨胀削减法案》（IRA）的激励计划，那么 IRA 就可以促进 IPEF 内部的投资，并加速供应链的多样化。

《清洁经济协议》有望成为首个在独立的国际经济协议中纳入广泛去碳化要素的协议。它可以为世界贸易组织未来的环境商品和服务联合声明倡议提供参考。另外两个实用的政策工具也值得关注：投资促进倡议和合作工作计划（CWP）。今年在新加坡举行了国际环境基金清洁经济投资者年度论坛和国际环境基金催化资本基金，聚集了私营和公共部门的主要参与者，以弥合市场差距，解决投资者的不满，促进该地区的绿色投资和融资。

对于感兴趣的 IPEF 合作伙伴来说，CWP 可以成为启动氢和碳市场等具体项目的有用工具。IPEF 的部长们已经宣布将氢作为其第一个 CWP 项目。碳市场可能是在该地区具有真正利益的 CWP 的另一个良好候选项目。碳市场可以根据《巴黎协定》第六条，通过市场驱动的碳信用机制，调动发达国家的私人资本流向全球南方国家。印度-太平洋地区是发展碳排放信用市场的理想区域，因为该地区既有发达国家，也有对碳排放信用具有强劲需求和供应的发展中国家，如需求方的澳大利亚、日本和韩国，以及供应方的印度尼西亚、越南和菲律宾。IPEF 合作伙伴可以制定高标准的指导方针，并建立必要的基础设施，以便通过 CWP 健全的碳信用核算、认证系统和能力建设等建立碳市场。

现在不是空档期

IPEF 的创新，加上深化国际经济一体化的传统工具，将会发挥良好作用。仅有良好的意愿是不够的。美国国内当前的政治环境及其局限性和不确定性，不应成为影响最大限度发挥倡议潜力的理由。在这种情况下，比以往任何时候都更重要的是，有能力和兴趣这样做的 IPEF 中等强国应该站出来，承担起共同努力的责任，就像日本和其他国家在 2017 年美国退出 CPTPP 后所做的那样。

在未来几个月内，应该毫不拖延地完成在执行方面能够实现的工作。国际环境基金的合作伙伴之间应大力开展合作，以降低其供应链的风险，并将绿色投资和清洁技术纳入该地区资源丰富的发展中国家和工业化国家之间的主流。然而，最终要取得的成果应包括深化区域经济一体化。参与者之间的多样性虽然增加了复杂性，但也可以成为一种优势。可以在当前参与程度不同但目标一

致的情况下，灵活做出安排。IPEF 应不断发展，与传统的市场自由化贸易协定一起发挥作用，为参与者提供新的经济安全框架。

本文原题为“Will 2024 deepen Indo-Pacific economic cooperation?”，作者为 Yeo Han-koo 和 Alan Wm. Wolff 是彼得森国际经济研究所的高级研究员。本文于 2024 年 1 月 5 日刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

对中国加强自力更生能力的评估

Francois de Soyres & Dylan Moore/文 申劭婧 / 编译

导读：自 2018 年以来，中国一直明确奉行自力更生的原则。本文认为，在高科技、机电产品和汽车等几个关键行业，中国对进口生产原材料投入的依赖已经减少。在汽车领域，中国在过去几年中已成为整车净出口国，汽车零部件净出口也大幅增加。随着地缘政治紧张局势的加剧，国内外对跨境贸易和投资的限制也将有所加强，这可能会增强中国追求自力更生目标的紧迫性。编译如下：

自 2018 年初以来，美国和中国一直在提高对方的进口关税，这引发了关于全球贸易可能分裂为结盟国家集团的讨论（Alfaro & Chor,2023，Utar et al.,2023；Pierce&Yu，2023）。当年晚些时候，在 2018 年 11 月的一次演讲中，习近平主席提到，当前的事件正迫使中国“走上自力更生的道路”。这一誓言在各种公开的官方渠道中得到了有力的重申。最近，在 2023 年全国人民代表大会的闭幕式上，习近平主席再次强调“中国应该努力实现更大程度上的自力更生”，这指的是与美国和其他国家的紧张关系。

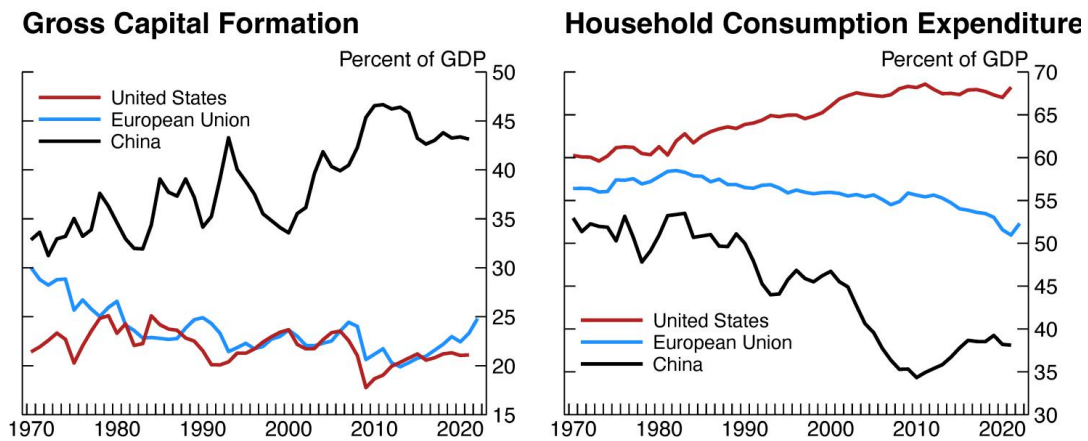
本文考察了中国在自力更生方面取得的进展。我们首先简要回顾了中国的增长模式，这种模式基于强劲的投资以扩大产能，同时抑制国内消费。然后，我们发现中国经济正逐渐减少对进口的依赖，在关键的制造业和技术领域出现了明显的趋势。对汽车行业的特别关注突显出了中国从成品汽车净进口国转变为净出口国的令人印象深刻的速度，同时其在生产附加值中的份额也在扩大。最后，我们讨论了近期流入中国的外国直接投资（Foreign Direct Investment,FDI）急剧减少的状况，以及中国与发达经济体之间生产逐渐脱钩的风险。

中国的增长模式

过去 50 年里，中国发展模式的特点是投资占 GDP 的比重越来越高（图 1 左图），而家庭消费占 GDP 的比重却低得惊人（图 1 右图）。随着中国产能，特别是制造业产能的扩大，国内需求却没有相应增加，中国经济变得越来越依赖外需。根据国际货币基金组织的数据，中国的商品贸易顺差在 2022 年达到近 9000 亿美元的历史最高水平，这表明中国在很大程度上依赖外需作为增长引擎。

虽然中国经济的强出口依赖性已被广泛讨论（Bown，2022；Freund et al.2023；Hogan & Hufbauer，2023），但在观察到中国需要为自己的生产获得各种投入后，中国政府更担心的是该国的进口依赖性。2018 年，国家主席习近平呼吁采取“举国之策”，减少中国对关键技术部件进口的依赖。他的战略包括增加国家对具有战略意义的关键技术部门的投资，加强国内人才培养，以及促进专业人才“回流”以引领创新。

图 1 中国增长的构成

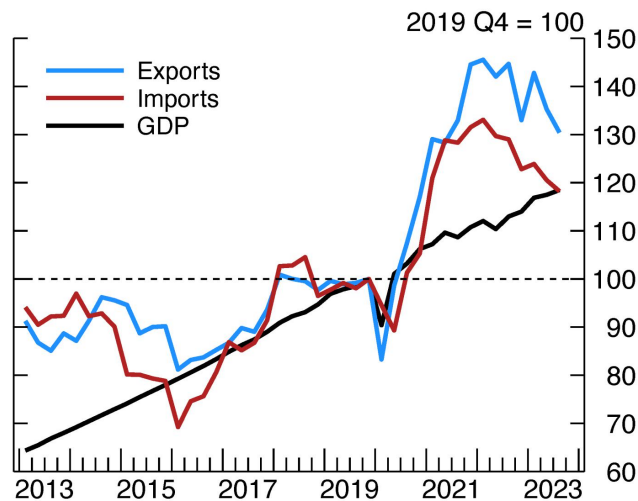


资料来源：世界银行

中国减少对进口的依赖

我们从 GDP、进口量和出口量的关联变化开始分析。虽然历史上进口量和出口量的波动比官方 GDP 数据大得多，但图 2 揭示了另一个值得注意的事实：在过去五年中，进口增长明显弱于出口增长。

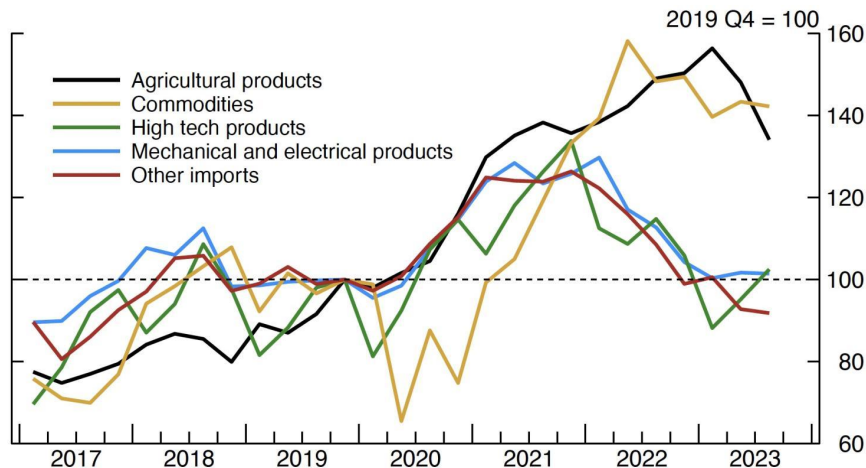
图 2 中国 GDP 与贸易的演变



来源：哈弗分析；FRB 人员计算。

进一步观察行业层面，我们注意到，中国进口的冷淡主要是由两个行业导致的：（I）机电产品和（II）高科技产品，二者自 2022 年初以来都一直在下降（图 3）。

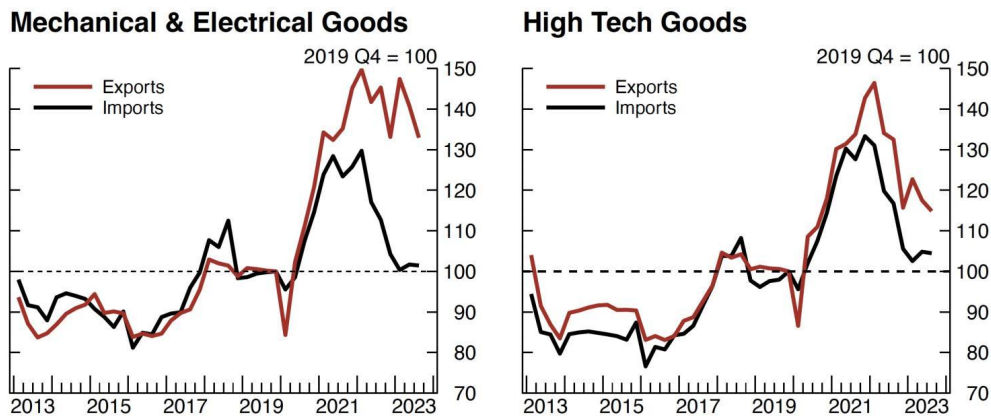
图 3 按行业划分的中国进口变化



来源：哈弗分析

为了调查这些部门的进口减少是否可能由全球力量推动，我们需要研究进口和出口的关联变化。图 4 显示，自 2021 年以来，这些关键部门的进口和出口已经脱钩，而在此期间，这两个指标始终保持同向变动的趋势。机电产品出口相对持平，进口则出现明显下滑。在同一时期，高科技产品出口下降，但进口下降幅度更大。高科技贸易的整体下降可能部分归因于美国在这一特定领域实施的贸易和投资限制。

图 4 中国各行业贸易收支情况



来源：哈弗分析

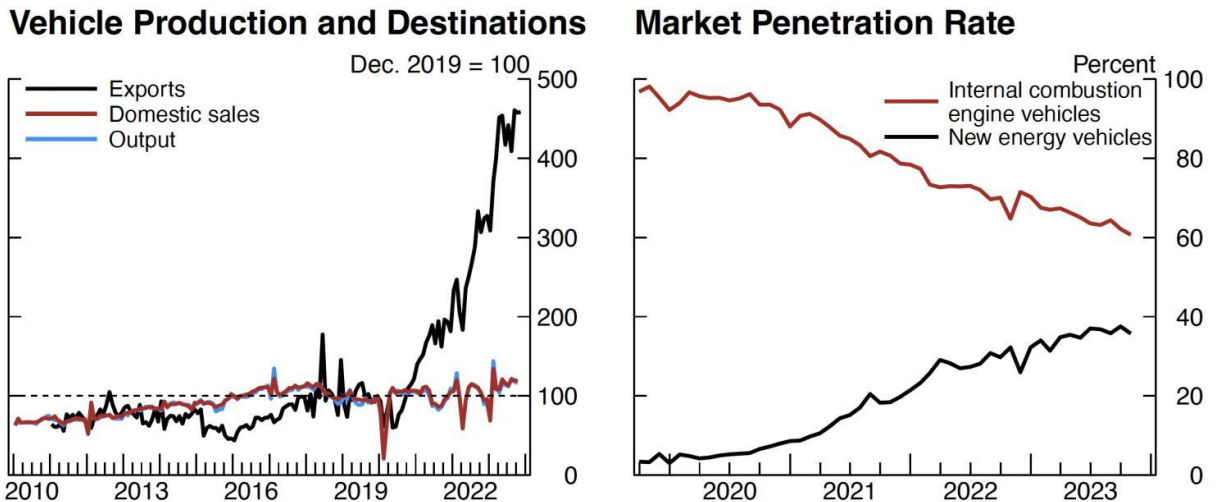
汽车行业分析

中国汽车行业为中国追求自力更生的过程提供了深刻的见解。中国作为世界上最大的电动汽车生产国而受到关注，而电动汽车是政府有意支持的众多高科技产品之一。然而自 2020 年以来，包括内燃机（ICE）汽车在内的中国所有汽车的出口都出现激增，由于以下几个因素，大大超过了整体产能和国内销售（图 5，左图）。

首先，由于钢铁和电子产品等零部件的国内价格较低，中国可以生产更便宜的汽车。地方政府也一直在提供补贴，特别是向电动汽车公司，这进一步压低了该行业的价格。

其次，中国国内汽车需求已强烈转向电动汽车（图 5，右图），虽然需求减少，但中国拥有大量的内燃机汽车生产产能，同时出口市场对内燃机汽车的需求并没有迅速下降，于是这将中国推向了出口市场，而不是完全关闭这些工厂。

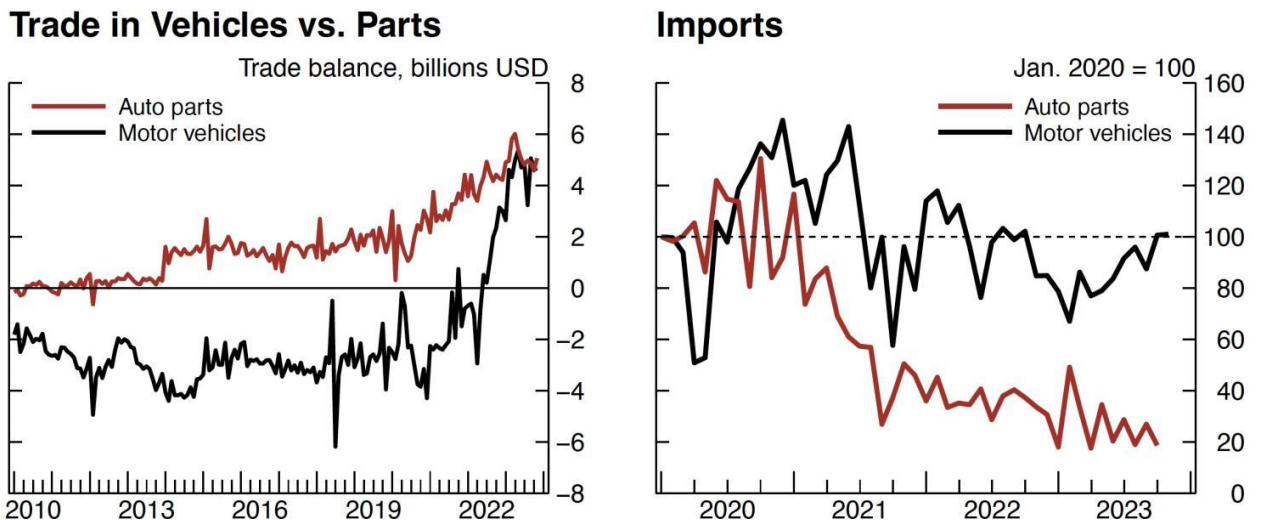
图 5 中国汽车行业的变化趋势



来源：哈弗分析

此外，图 6（左图）显示，中国的贸易平衡经历了令人印象深刻的转变。就整车而言，中国在过去几年中从净进口国变为净出口国，同时汽车零部件的净出口也大幅增加。这支持了这样一种观点，即中国不仅在组装汽车方面获得了更多的市场份额，而且在全面自力更生方面也取得了显著进展。此外，从总流量来看，贸易账户的变化既是出于出口增长，也出于进口急剧下降，汽车零部件表现尤其突出（图 6，右图）。

图 6 汽车零部件和机动车辆贸易的演变

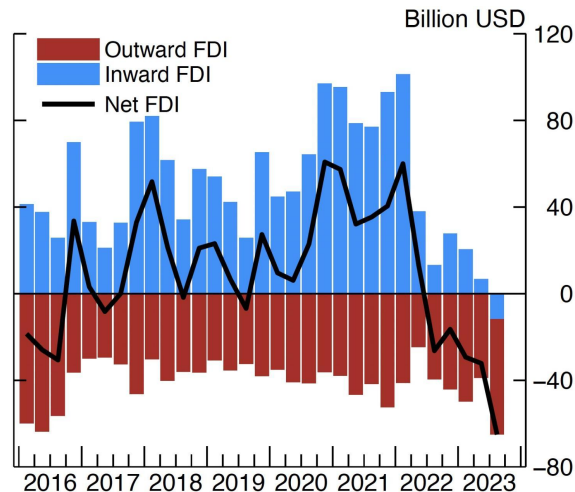


来源：哈弗分析

外国直接投资下降

外国直接投资的减少可能会影响中国追求自力更生的决定，以及实现这些目标的紧迫性。如图 7 所示，自 1998 年有记录以来，中国的外国直接投资流入量在 2023 年第三季度首次转为负值。相比之下，对外直接投资自 2017 年以来一直保持相对平稳的水平。

图 7 中国的外国直接投资



资料来源：国家外汇管理局

外国直接投资的下降部分可归因于中国独特的国内因素，如较低的利率，房地产行业的房地产行业前途未卜，以及通过反间谍法对咨询公司的打击。话虽如此，除了这些经济力量之外，地缘政治风险的上升和对制裁的担忧可能也起到了重要作用：美中之间的紧张关系在过去一年中不断升级，美国甚至在 8 月份对中国实施了高科技投资禁令。因此，全球投资者可能在将部分资本转投向那些被认为对西方集团更友好的国家。

中国对自力更生的追求可能既是外国直接投资急剧下降的原因，也是其结果。中国以国家安全的名义实施了几项政策，使外国公司在此更难获利。与此同时，投资的急剧下降可能会增加中国减少对外依赖的紧迫性。

结论

自 2018 年以来，中国一直在明确追求自力更生目标，并似乎在几个关键领域取得了进展。随着地缘政治紧张局势的加剧，国内外对跨境贸易和投资的限制也有所加强，这可能会增加中国追求自力更生目标的紧迫性。中国减少了对进口的依赖，特别是在高科技和电子产品等关键领域，这表明了中国在短短几年内已经取得显著进步。

与此同时，中国与西方集团之间的生产联系仍然很密切。根据经济合作与发展组织（OECD）的数据，在 2010-2020 的 10 年中，中国对世界各国国内最终需求中外国增加值的贡献显著增长，在 2020 年已经达到 39%。目前来看，全

球生产过程的分裂还没有出现，中国对自力更生的追求可能会继续产生全球影响。

本文原题为“Assessing China’s Efforts to Increase Self-Reliance”，本文作者 Francois de Soyres 为美国联邦储备委员会的首席经济学家，Dylan Moore 为该机构的研究助理。本文于 2024 年 1 月 4 日发表于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国是世界上唯一的制造业超级大国：中国崛起之路

Richard Baldwin /文 刘铮/编译

导读：中国现在是世界上唯一的超级制造业大国，其产量超过了排名次高的九个国家总和。本专栏利用最近发布的经合组织（OECD）TiVA 数据库（2023 年版），用八幅图表描绘了中国迈向超级大国地位的历程，以及其主导地位对全球供应链产生的不对称影响。编译如下：

美国是世界上唯一的超级军事大国，其军费开支超过了军费开支次高的十个国家的总和。中国现在是世界上唯一的超级制造业大国。它的产量超过产量排名次高的九个国家总和。本专栏利用最近发布的经合组织（OECD）TiVA 数据库（2023 年版），用八幅图表描绘了中国迈向超级大国地位的历程，以及其主导地位对全球供应链产生的不对称影响。

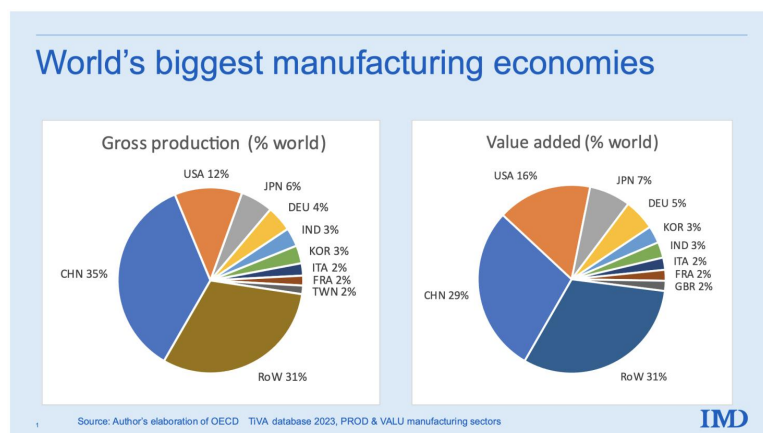
我不是中国问题专家，但在与 Rebecca Freeman 和 Angelos Theodorakopoulos 研究全球供应链中断的过程中，我注意到了——中国是目前世界上唯一的制造业超级大国。我认为这个事实并没有像它应该的那样广为人知。

本专栏使用 OECD 最近发布的 2023 版 TiVA 数据库，用八张图表显示了这一事实是如何产生的。我将跳过中国改革的历史叙述，因为真正的中国专家已经很好地涵盖了这一点（例如，Wang 2023，世界银行 2013，Ranganathan 2023）。

1. 世界制造业的大玩家

图 1 显示了 2020 年（数据库的最新一年）全球制造业份额。左侧面板显示了总产值的世界份额；右侧面板显示了增加值的世界份额。两者的区别在于中间投入：中国的总产值等于中国制造商的总销售额；中国的增加值等于他们的总产值减去购买中间投入品的价值。

图 1 2020 年全球制造业总产值



资料来源：OECD TiVA 数据库，2023 年更新。

六个国家贡献了世界 3% 的产量。紧随中国之后的是美国、日本、德国、印度和韩国。注意，世界已经发生了变化。六个国家中只有三个是历史悠久的工业经济体；另外三个是新兴工业化经济体。七国集团（G7）中有四个国家未能入选。图表列出了份额超过 2% 的国家，左侧面板（总产值）包括意大利、法国和台湾（七国集团中英国和加拿大没有入选）。右侧面板（增加值）包括了英国，略高于 2%。

就总产值而言，中国的份额是美国的三倍，日本的六倍，德国的九倍。台湾、墨西哥、俄罗斯和巴西目前的总产值高于英国。加拿大排名进一步下滑，排在第 15 位。

2. 前所未有的工业化

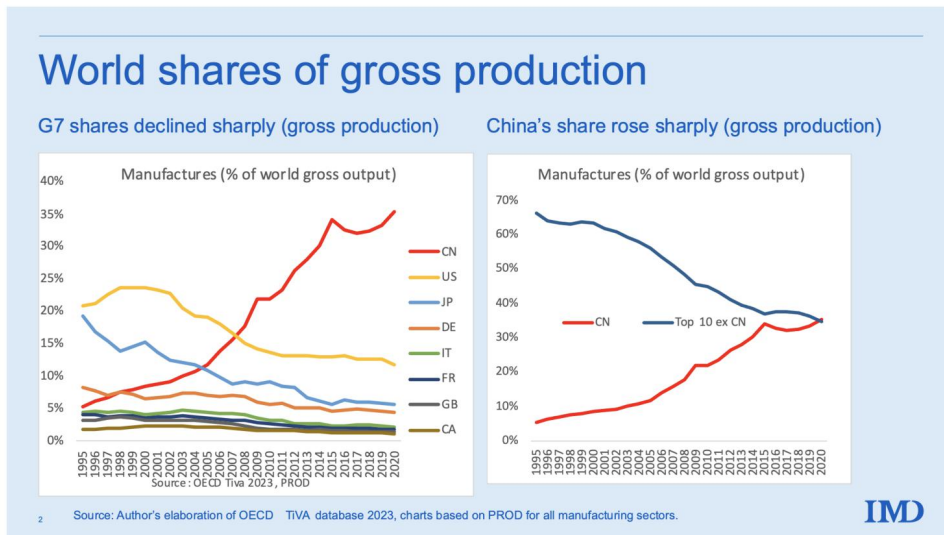
中国的工业化是史无前例的。上一次“制造业之王”被赶下宝座还是一战前美国超过英国的时候。美国花了大半个世纪才登上世界之巅。中美之间的转变只用了 15 到 20 年的时间。简而言之，中国的工业化是无与伦比的。

图 2 描绘了中国如何超越“制造业之王”。如果我们认为这是一场 25 圈的赛马比赛（每年一圈），所有的兴奋都在前 13 圈。由于数据只能追溯到 1995 年，中国在比赛开始时略领先于加拿大、英国、法国和意大利。1998 年，中国超过了德国，2005 年超过了日本，2008 年超过了美国。自那以后，中国的世界份额增加了一倍多，而美国的份额又下降了三个百分点。如果这是一场现场赛马，几年前大多数观众就会因为无聊而离开。

右侧面板显示，现在中国的制造业份额超过了其他几个国家的总和。这一值得注意的事实有助于我们理解当前美中贸易紧张局势，以及中国在新冠疫情期间降低产量时发生的供应链中断的严重程度。印度（未单独显示）是份额增长第二快的国家，自 1995 年以来，其制造业生产的全球份额增长了两个百分点。

中国的崛起已经放缓，似乎停滞在世界产出的三分之一左右。然而，为了证实这一点，我们需要更多的最新数据，因为过去两年的样本数据受到了新冠疫情的严重影响。世界银行世界发展指标（World Development Indicators, WDI）有截至 2022 年的增加值数据，这些数据证实了扁平化的观点，但 WDI 未报告总产值数据。

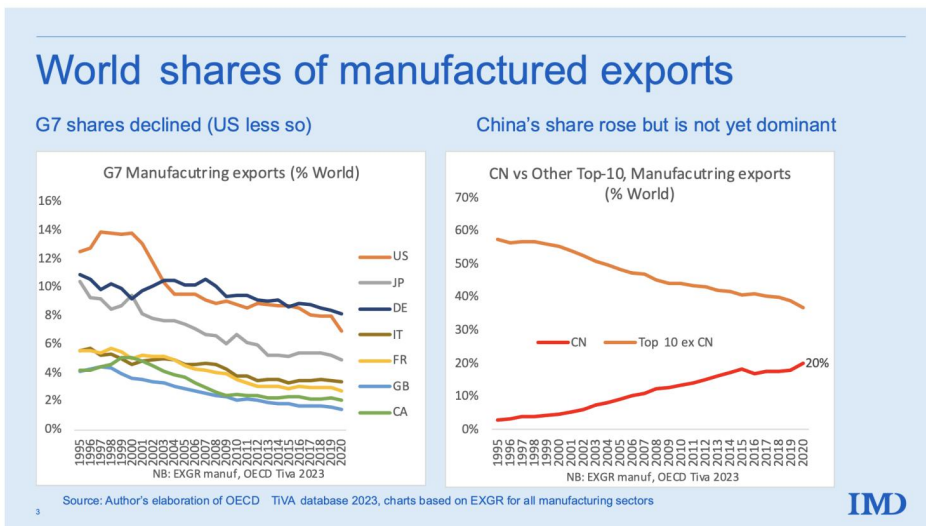
图 2 中国制造业的迅速崛起（1995-2020 年，占世界总产值份额）



资料来源：OECD TiVA 数据库，2023 年更新。

中国在出口方面的主导地位不是那么明显（图 3），尽管增长同样惊人。1995 年，中国制造业出口仅占世界的 3%，到 2020 年，其份额已上升至 20%。七国集团出口份额的下降没有产量份额的下降那么剧烈。这可以用中国国内消费的迅速增长来解释——自 2004 年以来，中国国内消费吸收了越来越多的制造业生产。图表中没有显示的是，中国的出口与生产比率在 2004 年达到 18% 的峰值，2020 年为 13%——几乎回到 1995 年 11% 的水平。

图 3 中国在世界制造业出口中的份额（1995-2020 年）



资料来源：OECD TiVA 数据库。

3. 不对称供应链风险敞口：G7 与中国

Rebecca Freeman、Angelos Theodorakopoulos 和我去年开发的全球供应链指标（Baldwin 等，2022）提供了一种简便的方法来识别供应链中的国外生产风险敞口（我们的八个新指标可以在 2023 版 TiVA 中找到）。我们的两个新指标在描述全球供应链风险时特别直观。

国外生产风险敞口：进口方（Foreign Production Exposure: iMport side, FPEM）。这显示了一个国家从另一个国家采购的所有工业投入（包括国内采购的投入）的份额，范围为 0 到 100。FPEM 在透视的基础上说明了风险暴露，因为它透过供应商对供应商的面纱，来发现购买国对销售国产品的依赖。

图 4（左侧面板）显示，美国对中国制造业生产的依赖程度远远高于中国对美国制造业生产的依赖程度。虽然乍一看令人震惊，但这并不出人意料。一个占世界产出 11% 的国家从一个占世界产出 35% 的国家购买更多的东西，而不是相反，这是很自然的，但数字令人震惊。在 2002 年之前，中国对美国投入品的风险敞口更大，但自那以后，美国的风险敞口更大。2020 年，美国对中国制造业生产的风险敞口大约是中国对美国制造业生产的风险敞口的三倍。

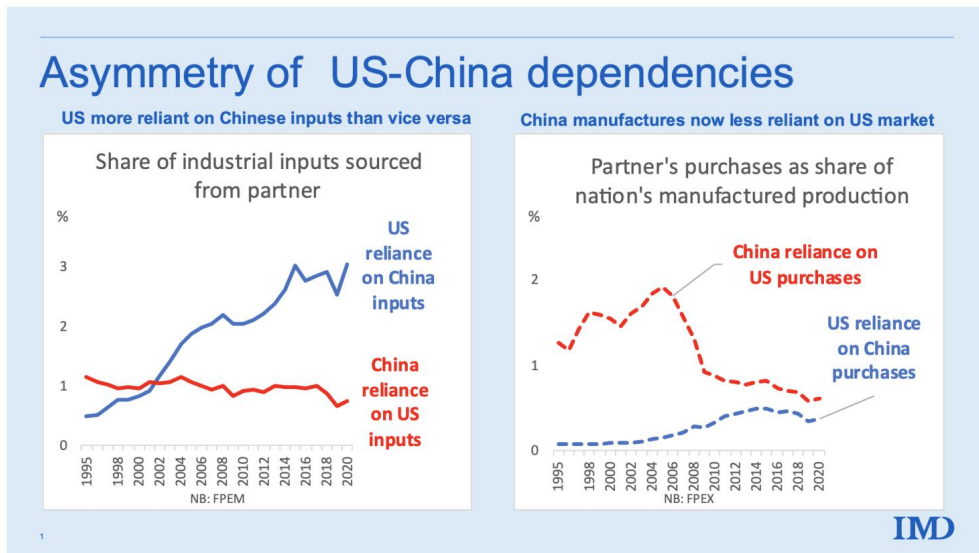
国外生产风险敞口：出口方（Foreign Production Exposure: eXport side, FPEX）。这一指标反映了一个国家向特定合作伙伴出口的中间产品在总产出中所占的份额。这是衡量销售方面的风险敞口的指标。

图 4（右图）显示了预期的结果：中国一直以来都更依赖于对美国的销售，而不是相反。在 2000 年代中期，中国对美国的依赖是反向依赖的十倍，但这种不对称已经大幅缩小。

把这些信息放在一起，这显示了中国和其他主要制造业国家之间供应链依赖的显著的、历史性的、塑造世界的不对称性。政治家们可能希望他们的经济与中国脱钩。这些数据表明，脱钩将是困难、缓慢、昂贵和破坏性的——特别是对 G7 的制造商而言。有关明确的估计，请参阅 Felbermayr 等（2023）和 Goes 和 Bekkers（2022）的模拟研究。

在结束本章关于中国崛起的故事之前，有必要指出的是，这种巨大的不对称实际上与中国无关。这与中国在制造业中的超级大国地位有关。要看清这一点，可以想象一下，如果要展示石油输出国组织（OPEC）和七国集团（G7）在石油领域的事实，图表会是什么样子。我们将看到，七国集团（G7）对 OPEC 供应的依赖程度远远高于后者。故事的下一章将关注中国层面。

图 4 中美双边 FPEM 和 FPEX（1995-2020 年）



资料来源：OECD TiVA 数据库。

4. 中国的部门贸易差额、供应链参与和开放程度

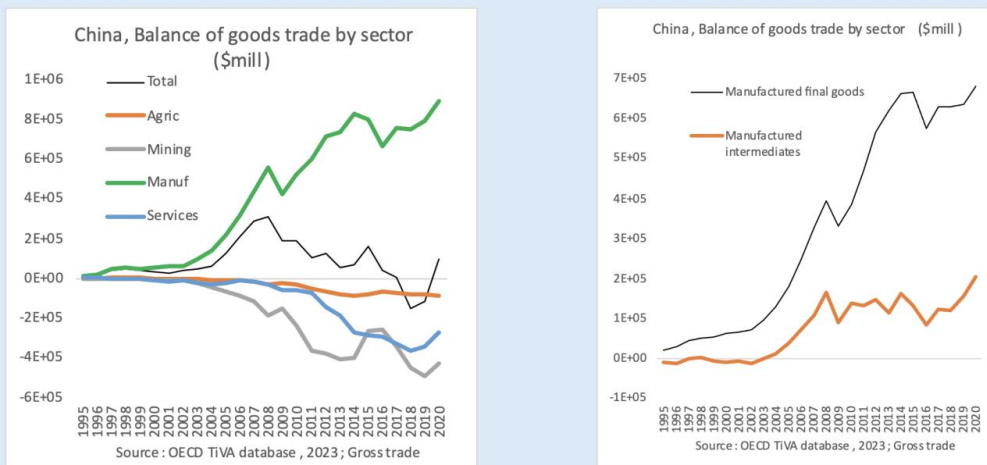
从中国角度看，崛起为超级大国是什么样子的？衡量一国竞争力状况的一个方便而简单的指标是其按部门划分的贸易差额。

图 5 的左侧面板显示了主要部门（制造业、农业、采矿业和服务业）的出口减进口的差额。整体贸易（即各部门贸易总和）是平衡的，用黑色细线表示。这种模式既清晰又不令人意外。中国是制成品的净出口国，也是其他所有商品的净进口国——农产品、矿产品和燃料以及服务。正负净余额都在迅速增长。很明显，中国是一个进口大国，也是一个出口大国。总体而言，它在 2000 年代后期出现盈余，然后在 2018 年和 2019 年减少并转为负值（黑线）。

右侧面板提供了关于中国制造业演变的重要线索。它描绘了该国中间投入品和最终产品净出口的演变。直到 2000 年代中期，中国一直是一个典型的离岸目的地：中间投入品的净进口国和最终产品（包含进口投入品价值）的净出口国。大约从 2002 年开始，中国同时成为中间产品和最终产品的净出口大国。

图 5 中国各部门的净出口（1995 年至 2020 年）

Evolution of China's balance of trade by sector



Source: Author's elaboration of OECD TiVA database 2023, left and right charts based on FPEM (total manufacturing)

4 FPEM is share of selling nation in buying nation's total purchases of industrial inputs from all sources. For details see, Ho & Angelos Theodorakopoulos <https://www.nber.org/papers/w30525>

Notes for Courses: Measuring Foreign Supply Chain Exposure, Richard Baldwin, Rebecca Freeman

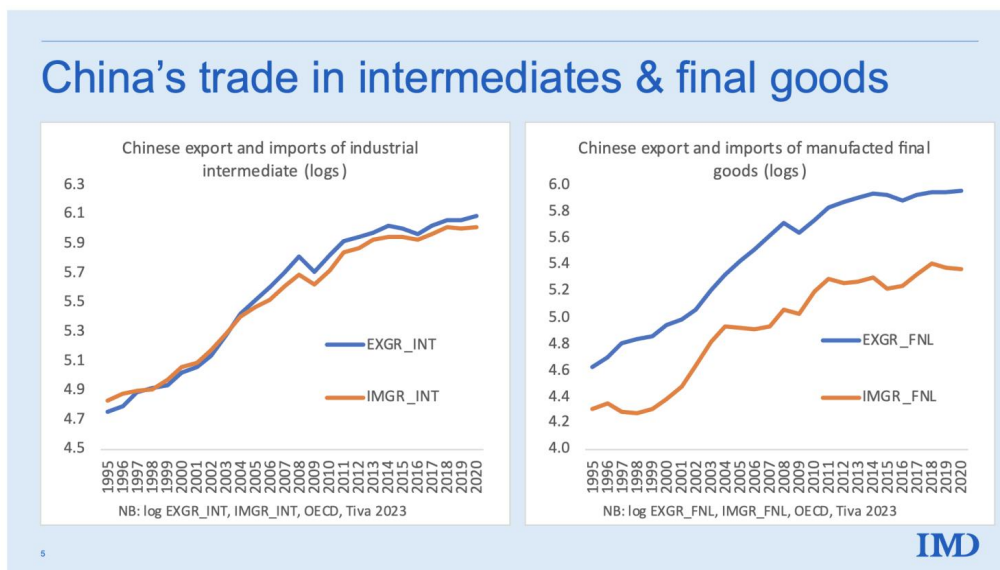
IMD

资料来源：OECD TiVA 数据库。

如图 5 所示的总体贸易差额数据可能会掩盖各组成部分的演变。图 6 侧重于制成品，分别显示了出口和进口。从左侧面板我们可以看到，直到 2000 年代中期，中国与全球供应链的接触一直非常活跃。工业零部件进出口快速增长，且进出口增长是同步的。之后，出口增长更快，而这一差额造成了制成品的贸易顺差。

右侧面板显示了最终制成品的不同情况。对于这类产品，出口一直超过进口，这种不平衡在 2010 年代迅速增长。

图 6 中国中间产品与最终产品的贸易（1995 年至 2020 年）

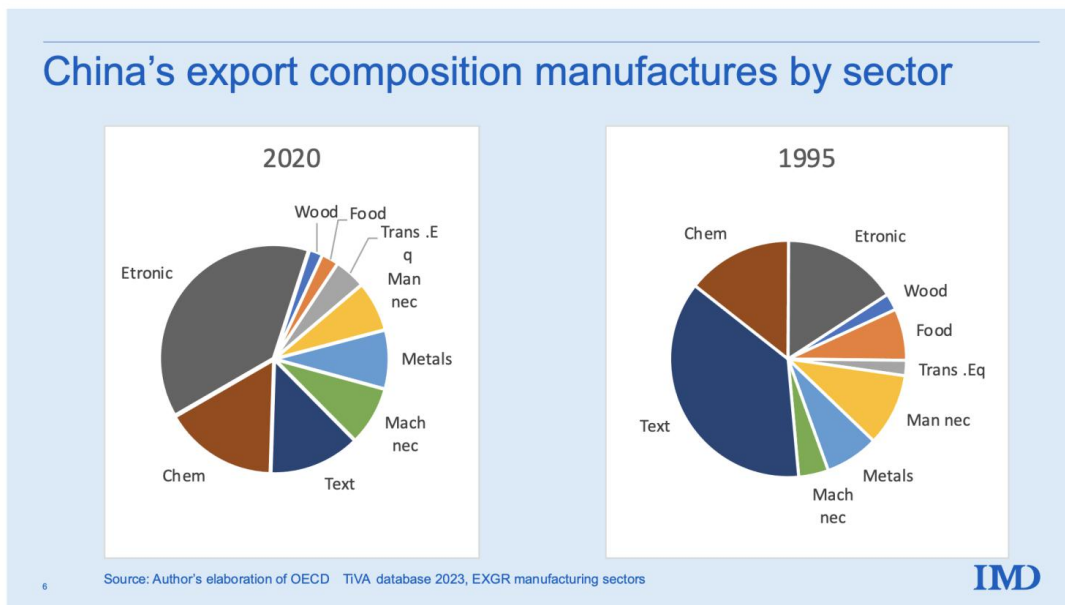


资料来源：OECD TiVA 数据库。

下图显示了中国出口部门构成的变化。

图 7 显示了 1995 年（数据库中的第一年）和 2020 年的部门份额。它表明，中国已经从相对依赖简单的制造业部门（如纺织和服装）转变为更加复杂的部门，如电子、金属及其制品以及化学品和药品。一个很有说服力的事实是，1995 年纺织品占据了最大的份额，2020 年则是电子产品。

图 7 中国出口篮子（1995 年与 2020 年对比）



资料来源：OECD TiVA 数据库。

5. 全球化比率

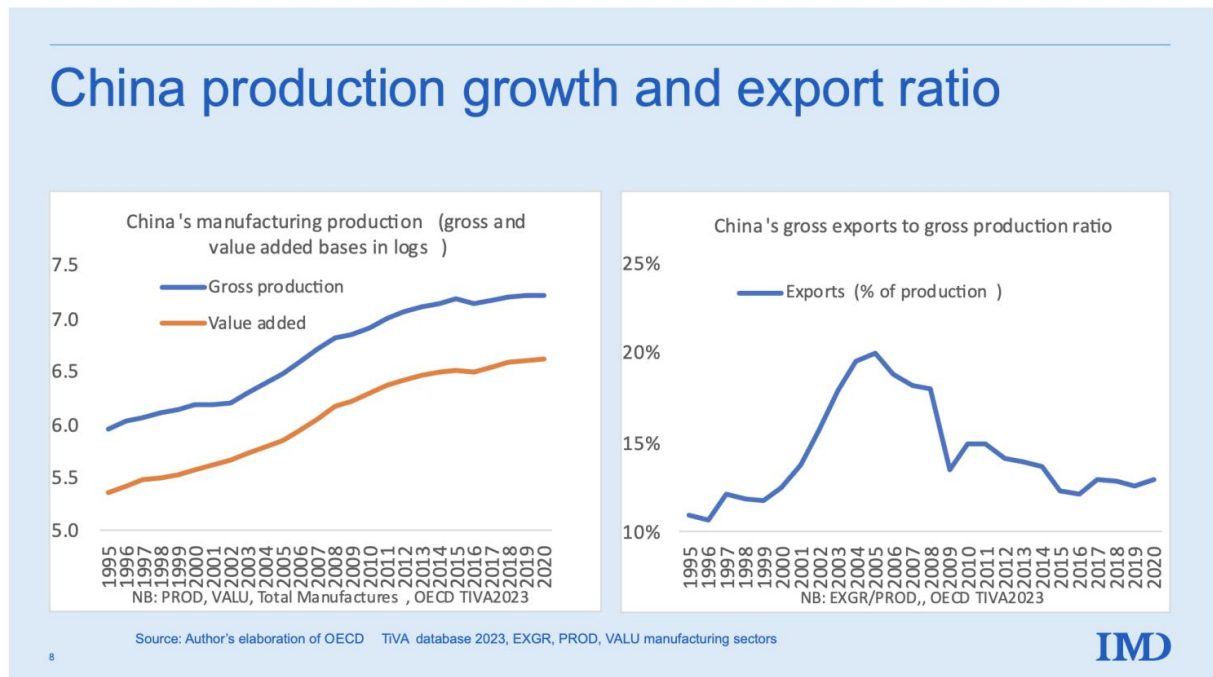
最后，考虑中国的全球化比率（图 8）。右侧面板显示了该国制造业的总体全球化比率（Gross Globalisation Ratio, GGR）。这是在国外销售的制造产品的份额，其中产值是以所有中国制造商的总销售额来衡量的。它不同于制造业 GDP，因为它包括所有产品的销售，而不仅仅是最终产品销售。

从事实来看，我们看到，中国崛起为制造业超级大国的过程中，中国的 GGR 在第一个十年的数据中迅速上升——几乎翻了一番。事实上，大部分变化发生在 1999 年至 2004 年之间。这一时期全球化取得了非凡成就，这可能也是为什么许多人认为中国是一个极其依赖出口的经济体。但故事并没有在 2004 年结束。

自 2004 年以来，中国的 GGR 一直稳步下降。不要忽视这样一个事实，即到 2020 年，中国的 GGR 比 1995 年开始时高出不多。简言之，中国制造业不再像许多人认为的那样依赖出口。诚然，快速增长期的第一阶段是出口增长快于生产增长（因此 GGR 上升）。但随后生产增长快于出口，这意味着与出口销售相比，国内销售变得更加重要——尽管在整个高增长时期，国内和国外销售都在蓬勃发展。这打破了中国的成功可以完全归功于出口的神话。从 2004 年左右开始，中国日益成为自己的最佳客户。

结论很简单：以 GGR 衡量，中国的开放程度迅速下降。到 2020 年，它对出口销售的依赖程度仅略高于 1995 年。

图 8 中国制造业增长和总全球化比率（GGR）



资料来源：OECD TiVA 数据库。

6. 结论

中国现在是世界上唯一的制造业巨头。正如它最近在电动汽车领域的成功所证明的那样，其广泛而深厚的工业基础可以帮助它在几乎所有领域获得竞争优势。最先进的行业是例外，七国集团（G7）仍在这些行业占据主导地位。

那些信口开河地谈论与中国脱钩的政客们需要清醒地看待事实。正如我们所展示的（Baldwin 等，2023），世界上所有的主要制造商至少有 2% 的工业中间品投入来自中国。退一步说，脱钩将是困难的。

本文原题为“China is the world’s sole manufacturing superpower: A line sketch of the rise”，作者 Richard Baldwin 是洛桑国际管理发展学院国际经济学教授，VoxEU 创始人。本文于 2024 年 1 月 17 日刊于 VoxEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

鼓励消费者成为自己的税务审计员

Lilith Burgstaller Sarah Necker /文 安怀雨 / 编译

导读：在当前各国政府积极应对经济衰退，努力提高税收合规性的背景下，家庭税收抵免政策的有效性受到广泛关注。本文借助对德国房主进行的调查实验，深入探讨了家庭税收抵免如何激励消费者遵守税法并增加对合法服务的支付意愿。研究指出，将税收优惠直观展示给消费者，可以有效提升税收抵免政策的成本效益。但同时，研究也揭示了该政策可能导致的大量搭便车问题，引发了对其在打击税务逃避中作用的深入反思。文章对比了不同国家实施的税收抵免形式，讨论了这些抵免如何影响消费者行为，并提出了简化申请程序、降低行政负担以提高政策吸引力的建议。通过实证分析，本文为税收政策制定者提供了宝贵的参考，帮助他们设计出更为高效、公平的税收抵免体系。编译如下：

一些国家利用家庭税收抵免来鼓励在向消费者提供服务时遵守税法。本专栏通过对德国房主的调查实验来验证这种政策是否真的有效。税收抵免增加了索要发票的意愿。使消费者的经济利益显著的税收抵免是最具成本效益的。然而，家庭税收抵免会导致大量搭便车效应（指经济中某个体消费的资源超出他的公允份额，或承担的生产成本少于他应承担的公允份额），从而削弱其在打击逃税方面的作用。

在最近的经济危机中，各国政府花费了大量资金来减轻经济衰退对公民和企业的影响。由此产生的对公共资金的压力增加了提高税收合规性的重要性。例如，由于欺诈和逃税，欧盟成员国在 2019 年损失了约 1340 亿欧元的增值税（VAT）（European Commission 2021）。研究表明，观察交易的能力减少了逃税（e.g. Summers and Sarin 2020）。尽管增值税鼓励企业在企业对企业的交易中索取发票，但这种“自我执行”属性在企业对消费者的交易中并不存在。特别是在与卖家直接交易时，消费者可能会因放弃纸质线索而获得折扣

为提高向家庭提供服务的纳税合规性，一些国家已出台政策，鼓励消费者要求合法提供的服务（e.g. Williams and Nadin 2014）。一种方法是奖励遵守规定的纳税人，这也用于其他领域（e.g. Rehman et al. 2019）。在最近的一篇论文（Burgstaller et al. 2023）中，我们研究了货币激励对消费者选择合法提供的服务的意愿以及他们愿意为这些服务支付的额外费用的影响。我们专注于向服务消费者提供优惠税收待遇的税收抵免，正如几个欧洲国家所展示的那样（OECD 2021）。

税收抵免的不同形式可能会影响其有效性。在一些国家——包括德国、意大利、比利时和法国——税收抵免可以通过年度纳税申报单申请，这要求消费者提前支付全额。这一实施可能降低低收入家庭的接受意愿，因为他们在消费时无力支付所申报服务的较高价格。此外，对一些家庭来说，获得税收抵免的程序可能过于繁琐。因此，瑞典已转向一种从源头上给予税收抵免的制度，即作为一种即时降价，由卖方与税务机关进行行政管理。以前的文献表明，简化申请和减少行政负担会增加政府转移支付的接受度（e.g. Moffit and Ko 2022）。

退款率也各不相同，德国提供 20%的劳动力成本，而法国和瑞典提供 50%的退款（OECD 2021）。

我们使用两个实验调查来检验不同类型的税收抵免的效果。参与者被要求将自己置于一种购买服务的情境中，这种服务是在他们的家中进行的，比如粉刷墙壁。我们的样本由 1974 名房主组成，他们比租房者更有可能要求装修等家庭服务。在选择实验中，受试者在两个报价之间进行选择，这两个报价在四个特征方面各不相同——特别是报价的价格和报价是否包括发票。正如在此类谈判中常见的那样（Doerr and Necker 2021），我们使用“无发票”一词来表示交易将不会向公共当局申报。我们将参与者随机分配到代表不同税收抵免设计的政策情景中。我们改变了税收抵免的类型（通过报税/从源头上授予）、退税率（20/30%），以及是否通过显示包括税收抵免的价格来突出财务利益。

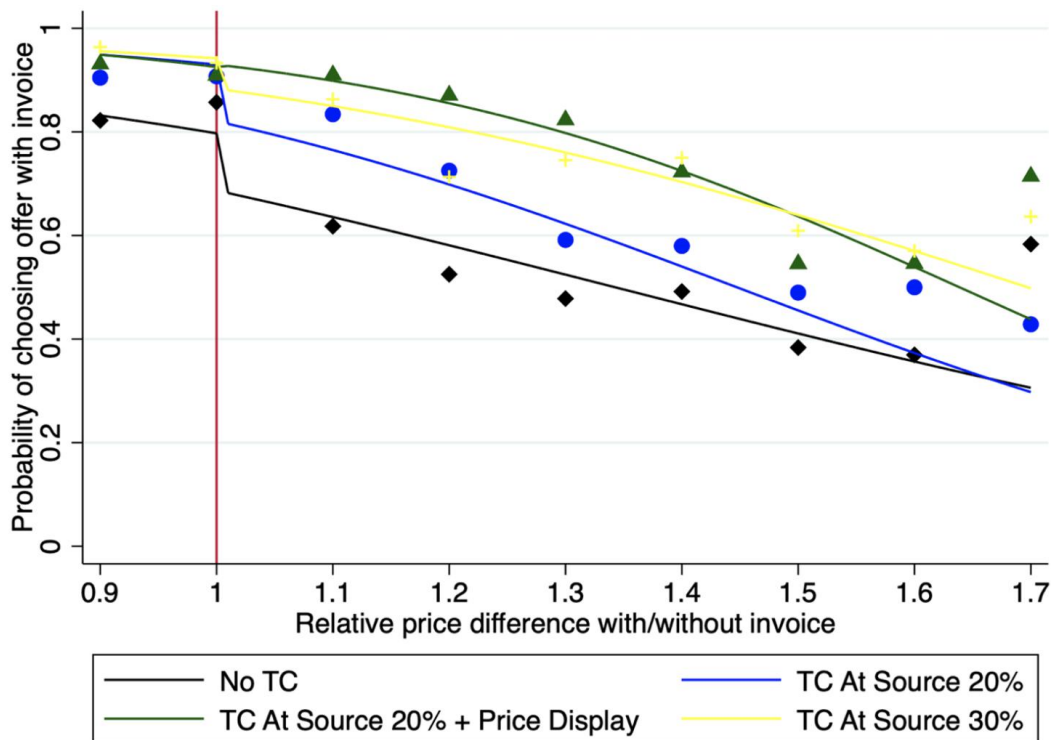
税收抵免增加了对合法提供的服务的需求

家庭税收抵免让消费者更倾向于在支付时索要发票。当税收抵免的退税率为 20%时，报税税收抵免和源头税收抵免对支付意愿的提高幅度相当。当退税率为 30%时，从源头上给予的税收抵免比通过纳税申报单给予的税收抵免更有效。退票率从 20%提高到 30%几乎没有任何效果。这些结果表明，税收抵免的税率与其行政实施之间存在相互作用。

当显示包括税收抵免的最终价格时，两种最有效的税收抵免是税率为 30%的源头税收抵免和税率为 20%的源头税收抵免。这两种税收抵免在效果上没有显著差异，这意味着政府在提供低 10 个百分点的退税时可以达到同样的效果，但要确保消费者了解其中的利弊。

图 1 显示了受访者选择发票报价的概率如何根据收到发票的价格溢价和不同类型的税收抵免而变化。不出所料，较高的价格溢价降低了选择发票报价的意愿。引人注意的是，即使在价格较高的情况下，一些受访者也更喜欢没有发票的报价。在税收抵免的政策下，消费者更愿意选择带有发票的报价。Doerr 和 Necker（2021）发现，在德国环境中，发票的价格溢价在 1.2 和 1.5 之间，并通过纳税申报单申请税收抵免。在这些价格溢价下，选择具有两个最有效税收抵免的发票的概率最高。

图 1 选择发票高于价格溢价的报价的概率和政策方案



注：点状图显示了受访者根据税收抵免选择发票的每个价格的发票溢价服务的选择比例。价格溢价计算为有发票报价与无发票报价之间的比率。在每个治疗组的选择任务水平上，用逻辑回归估计由直线描述的最大似然拟合。

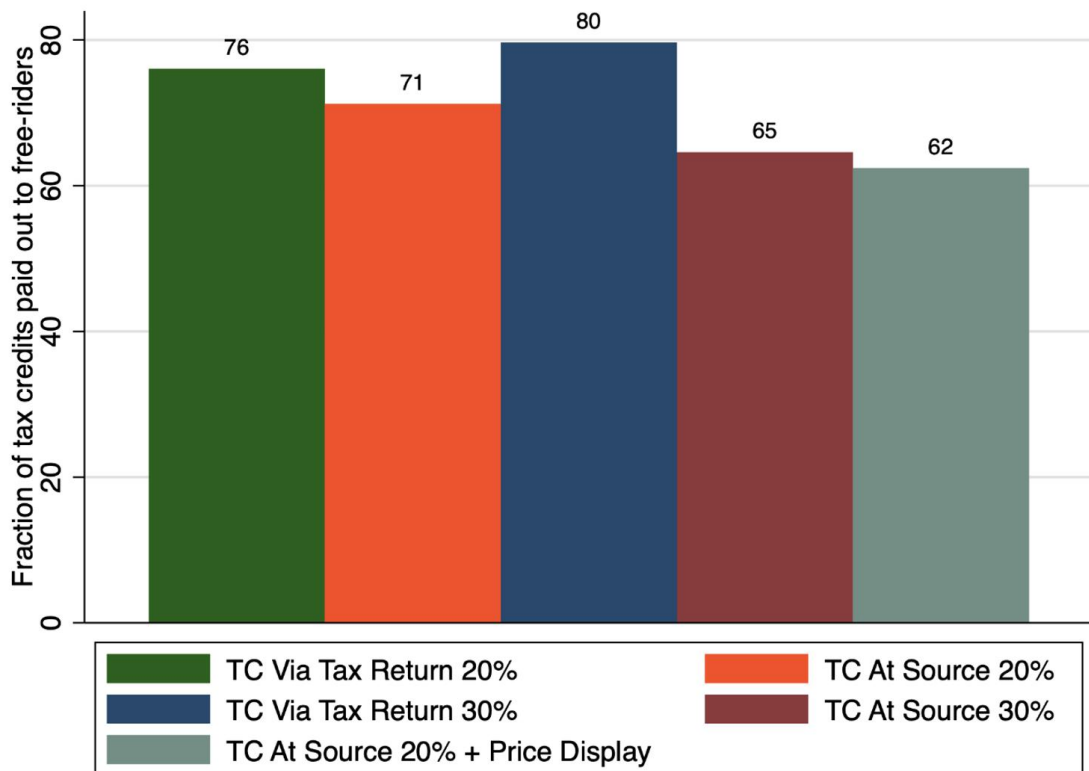
消费者索要发票的意愿低于税收抵免的财务价值

如果个人充分考虑到税收抵免的经济利益，我们预期的索要发票意愿的增加要少得多。对于大多数税收抵免来说，支付意愿仅为经济价值的三分之一，甚至更低。对于两个最有效的税收减免来说，支付意愿更高。我们的研究结果表明，从报税到源头补贴的转变只是部分降低了接受补贴的成本，但通过帮助人们了解税收抵免的财务效益，能大幅降低人们获得补贴的成本。因此，政府应该使用策略来帮助人们了解税收抵免的财务利益，而不是通过提高税率来提高其有效性。

税收抵免易导致搭便车效应

我们的研究表明，即使没有税收抵免，在 55% 的决策中，受访者选择索要发票。这意味着税收抵免与大量的搭便车行为有关，因为即使没有税收抵免，也会有一些消费者会索要发票。我们将搭便车比例衡量为即使没有税收抵免政策也会索要发票的消费者占有所有申请税收抵免的消费者的比重。根据我们的估计，搭便车的比例在 62% 到 80% 之间，具体取决于税收抵免（见图 2）。由于我们的研究结果适用于家庭中小规模工作的提供，我们预计这一问题在较大的工作中更加明显，因为对较大的工作来说，有保障是很重要的。这些结果进一步质疑了税收抵免在减少不合规方面的总体效率。

图 2 给予搭便车者的税收抵免比例



注：我们通过在无税收抵免条件和不同税收抵免条件下的发票报价之间的差异来获得免费搭车者的分数。我们考虑了受访者是否表示他们会实际使用税收减免，这是从实验后的问题中获得的。

对未来政策的意义

虽然税收减免能有效减少对非法提供的服务的需求，但政府应考虑到，在没有税收减免的情况下，对合法提供的服务的需求意愿已经很强。因此，税收遵从度的提高并不明显。我们的结论是，如果政府想要使用税收抵免，就应该以帮助消费者轻松了解经济利益的方式来实施，而不是试图通过提高退税率来提高其吸引力。实施方法之一是要求销售商说明包括税收减免在内的最终价格。不过，政府应严格权衡税收减免的收益和成本，同时牢记所有类型的税收减免都与相当大的搭便车现象有关。

本文原题为“[Incentives for consumers to act as tax auditors](#)”。作者为 Lilith Burgstaller 和 Sarah Necker。Lilith Burgstaller 是沃尔特-尤肯研究所(Walter Eucken Institute)和弗莱堡大学的助理研究员。她的研究方向是行为经济学，探究税收遵从和未申报工作的行为决定因素。Sarah Necker 是路德维希-艾哈德-伊佛社会经济和制度经济学中心主任(Ludwig Erhard ifo Center for Social Market Economy)，也是埃尔兰根-纽伦堡弗里德里希-亚历山大大学(Friedrich-Alexander University Erlangen-Nurember)经济学教授，在公共经济学、行为经济学和劳动经济学领域卓有建树，研究重点是制度框架对行为的影响。本文于 2024 年 1 月刊于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

主权债务可持续性和中央银行信誉

Tim Willems 和 Jeromin Zettelmeyer/文 刘莹仪 / 编译

导读：本文对有关主权债务可持续性和中央银行信誉的文献进行了全面调查。作者评估了债务可持续性的不同观点，并讨论了基本收支平衡与债务之间关系的实证检验。作者同时还研究了存在展期风险时的债务可持续性，并评估了低于增长率的政府借贷成本是否会产生所谓的“免费午餐”。编译如下：

摘要

本文回顾了从 20 世纪 80 年代中期到现在关于主权债务可持续性的文献，并重点讨论了四个议题。首先，我们评估了基于会计的债务可持续性视角，即利用政府借款利率的基于模型的视角，该视角适用随机折现率。其次，我们审查了实证检验方法，重点关注基本收支余额与债务之间的关系。第三，我们讨论了在展期风险存在的情况下的债务可持续性。第四，我们评估了政府借款成本低于增长率 ($r < g$) 是否产生了“免费午餐”，即债务可持续性不需要完全依靠未来的盈余。我们认为主权债务提供的流动性服务确实可能会导致一种有限规模的免费午餐。这种服务的价值取决于央行的可信度，可以通过审慎政策积累，并随后用于允许更宽松的财政政策。

1. 介绍

主权债务若无法在不改变债务合同条款或通过违约、重组或恶性通货膨胀的情况下偿还，是不可持续的。如果财政政策不改变就无法避免这种情况，则是不可持续的。如果政策改变是可行的，债务就是可持续的。然而现在的政策不是。如果由于社会或政治原因，或者由于禁止性经济成本（如削减基本政府支出，或提高已经很高的税收所带来的效率或增长成本）而导致的政策变革不可行，那么债务也是不可持续的。本文涉及了有助于定义财政政策或债务是否可持续的经济概念，及试图确定这一点的实证方法。最近有文献将债务可持续性与主权债务提供的流动性服务（而不仅仅是未来的基本收支平衡）联系起来，根据这些文献，本综述还指出了债务可持续性与中央银行政策可信度之间的联系，这些联系值得进一步探讨。

正如经常发生的情况那样，对债务可持续性的兴趣是针对以下触发事件而产生的：首先，1980 年代的拉丁美洲债务危机，这场危机产生了债务悬置和自我实现的债务危机等概念。这迫使经济学家，特别是政策机构中的经济学家开发技术，以帮助确定主权国家应被视为破产还是仅仅是缺乏流动性；第二，20 世纪 80 年代美国财政赤字扩大，引发了美国财政政策是否走上了不可持续的轨道的问题；第三，近期的赤字和债务急剧增加：2008 年的全球金融危机因 Covid-19 危机而加剧。围绕这些债务和赤字的可持续性的辩论类似于 20 世纪 80 年代和 90 年代初的辩论，部分原因是美国再次处于辩论的中心。然而此刻的经济环境不同。许多国家的实际利率低于实际增长率，而且这种情况预计将

持续一段时间。这种预期最近引发了一场关于如何看待 $r < g$ 时债务可持续性的辩论，即使政府从未出现基本（非利息）财政盈余，也可能导致债务占国内生产总值的比重下降。虽然大家都认为在这种情况下，财政政策仍然受到可持续性的限制，但对于如何定义这些限制以及这些限制何时具有约束力，却没有达成一致意见。

本文由五节组成，其结构既反映了文献的历史发展，同时介绍了后续章节中使用和发展的工具和概念。第 2 节介绍了已成为债务可持续性分析支柱的财政会计关系。这些会计关系与经济优化的一个条件，即所谓的无庞氏骗局条件（NPGC）相结合，形成了政府跨期预算约束（IGBC，也称现值预算约束）。财政政策可持续性的一个定义是 IGBC 这一条件成立。另一个定义是，政府债务占 GDP 的比重不会爆炸性增长。事实证明，后者意味着前者。最初关于债务可持续性的实证文献主要集中在 IGBC 上，而政策机构的债务可持续性分析则集中在债务比率的（非）稳定上。

第 3 节阐述了 Henning Bohn 的两项开创性贡献及其引发的反应。在第一篇论文中，他认为文献中一直使用的 NPGC 版本（以主权国家的借贷成本贴现未来的基本盈余）在不确定性和规避风险的经济行为主体的环境中是不合适的（这就需要随机贴现）。采用随机贴现系数意味着，即使传统的 IGBC 得到了满足，财政政策也可能是不可持续的。其次，他提出了债务可持续性的替代测试方法，这意味着在更广泛的条件下债务都是可持续的，其基础是检测从债务到财政政策的反馈效应。随后的文献发现，在债务水平较高时，这种反馈作用会减弱，这表明可能存在临界债务水平，超过这一水平，债务就会爆炸。文献发现，这种反馈在债务水平较高时会减弱，这表明债务水平可能达到临界水平，超过这一水平，债务就会激增。

第 4 节研究债务可持续性如何受到展期风险的影响。债务可持续性分析是否应考虑展期风险，这在一定程度上是一个定义问题：如果可持续债务是以正常市场准入为条件可以偿还的债务，那么流动性问题就不在考虑范围之内。但如果债务可持续性分析涉及的是可能导致债务重组或高通胀的债务水平和条件，那么这些问题在很大程度上就属于分析范围，因为它们会影响利率和债务动态，并降低可被视为安全的债务水平。国际货币基金组织（IMF）等政策机构的债务承受能力分析最近将重点放在了整合滚动风险上。要降低滚动风险，就必须延长债务期限，以本国货币借贷，并建立中央银行的信誉。

第 5 节讨论了 $r < g$ 的影响以及当今发达经济体关于债务可持续性的辩论。这场辩论的一个重要内容是，经济行为主体是否会在预期政府未来不会产生基本盈余的情况下持有债务。答案取决于债务是否发挥了安全资产的功能（价值储存和流动性来源），这实际上为消费者无法以未来收入为抵押借款提供了一种变通办法。如果是这样，政府就真的享受到了免费午餐。但是，政府享受免

费午餐的程度受到与安全债务相关的服务流价值的限制，试图过度开发（通过发行过多债务）相当于断了未来的价值来源。

第 6 节最后对债务可持续性与中央银行公信力之间的联系进行了一些思考（从使通胀预期“正确稳妥”的意义上讲，即对短期政策行动和新出现的数据点相对不敏感）。第 4 节和第 5 节回顾的文献表明，可信的中央银行可以通过以下方式扩大可持续债务和赤字的范围，并随之扩大反周期财政政策的范围：降低一级市场的滚动风险，允许以当地货币计价的主权债务二级市场的发展，确保这些市场在危机期间保持流动性，以及从消费者的角度改善债务的周期属性（在经济衰退时降低利率，在消费者需要时提高债务的市场价值）。因此，中央银行信誉的功能类似于财政资产：主权国家可以通过持续、审慎的政策积累信誉资本，然后在需要时利用信誉资本缓解债务脆弱性。中央银行信誉的跨国差异可以部分解释为什么所有国家在维持特定债务水平方面似乎并不平等。希望享有更大财政空间的国家应投资建设中央银行的公信力。由于后者与财政主导货币政策不一致，这就要求既有强有力的货币政策框架，又有强有力的财政政策框架。

2. 当 $R > G$ 时基于会计的债务可持续性分

关于债务可持续性的任何讨论的核心都是政府预算约束和相关的债务动态。我们假设最基本的情况（例如，从以外币计价的债务中提取），政府债务的演变可以被表示为：

$$B_{t+1} = (1 + r_t)B_t - S_{t+1}. \quad 1.$$

其中， B_t 指的是 t 时期截至期末的债务， r_t 指的是政府贷款利率， S_t 指的是基本收支差额（包括特许权使用费的政府收入减去非利息支出）。

有两种方法可以解释这个等式：

首先，如果假设所有债务都在一个时期后到期，那么 B_t 就是未偿债务的名义（或实际）水平。整个债务存量在每个时期都会到期，需要进行再融资。因此，新债务 B_{t+1} 等于旧债务 B_t 加上利息支出 $r_t B_t$ ，再加上任何基本盈余 S_{t+1} 。在这种解释中， r_t 是单期债务的合同利率（政府的借贷成本）。

其次，可以将 B_t 解释为未偿债务的市场价值（实际或名义）。这种解释的好处是，人们不必将债务看作属于某一个时期。因此， r_t 不能再被解释为合同利率，而代表债务的持有回报，即合同利率（息票）加上任何资本收益或损失（见 Wilcox 1989 or Reis 2021）。

市场价值的解释更为灵活，在文献中占主导地位。债务实际上并不是按期限规律发行的，而是按许多不同的期限和不同的合同利率发行的。市场价值提供了简单的，将这些不同期限的债务汇总为一个数字的方法。此外，评估政府的财务状况和相关选择也需要使用市场价值。后者衡量的是政府偿还债务的机

会成本（政府为偿还旧债而借入的新债所需的现金数额），这也是考虑替代政策时的相关概念。

在政策讨论中，债务（无论是面值还是市场价值）通常表示为 GDP 的一部分，我们认为这代表了政府增加收入的能力。因此，我们将等式 1 的两边都除以 GDP，表示为 Y_t （如果 B_t 以现值表示，则为名义 GDP。如果按照物价水平调整了 B_t ，则为实际 GDP）。采用 $(1 + g_t) \equiv Y_{t+1}/Y_t$ 的定义，并用小写字母表示 GDP 份额，我们得到

$$b_{t+1} = \frac{1+r_t}{1+g_t} b_t - s_{t+1}. \quad 2.$$

我们将这个等式延展 n 次，得到：

$$b_{t+n} = \frac{1+r_{t+n-1}}{1+g_{t+n-1}} * \frac{1+r_{t+n-2}}{1+g_{t+n-2}} * \dots * \frac{1+r_t}{1+g_t} * b_t - \frac{1+r_{t+n-1}}{1+g_{t+n-1}} * \frac{1+r_{t+n-2}}{1+g_{t+n-2}} * \dots * \frac{1+r_{t+1}}{1+g_{t+1}} * s_{t+1} - \frac{1+r_{t+n-1}}{1+g_{t+n-1}} * \frac{1+r_{t+n-2}}{1+g_{t+n-2}} * \dots * \frac{1+r_{t+2}}{1+g_{t+2}} * s_{t+2} - \dots - s_{t+n}$$

使 $q_{t,t+j} \equiv \prod_{b=t}^{t+j-1} \frac{1+g_b}{1+r_b}$ （ t 和 $t+j$ 期间适用的增长调整贴现因子），本等式可以简化为

$$b_{t+n} = \frac{1}{q_{t,t+n}} b_t - \frac{1}{q_{t,t+n}} \sum_{j=1}^n q_{t,t+j} s_{t+j} \quad 3.$$

b_t 的结果是一个等式，即今天的债务必须等于最终债务乘以贴现因子（ $q_{t,t+n} b_{t+n}$ ），加上 $t+1$ 到 $t+n$ 之间未来基本盈余的贴现值：

$$b_t = q_{t,t+n} b_{t+n} + \sum_{j=1}^n q_{t,t+j} s_{t+j}. \quad 4.$$

对等式 4 的进一步分析要求我们对 $r - g$ 的平均符号做出假设。当 20 世纪 80 年代债务可持续性文献兴起时，大多数国家的政府借贷率都高于增长率（ $r > g$ ），因此这种情况似乎与分析债务可持续性的目的相关。虽然现在大多数发达经济体的政府借贷利率都低于增长率（第 5 节将讨论这种情况），但 $r > g$ 仍适用于许多发展中国家（这些国家的政府借贷利率通常具有溢价，反映了违约风险）。

在上述框架中， $r_t > g_t$ 对于所有 t 都意味着 $q_{t,t+j} < 1$ 。本节的结果要求相对宽松： $r_t > g_t$ 不需要在每个时期 t 都成立，但需要平均成立，即 $\lim_{j \rightarrow \infty} q_{t,t+j} = 0$ 。

这种情况下，文献提出了两种方法来操作引言中提出的政策和债务可持续性的广泛定性定义。第一种方法可以追溯到 Hamilton & Flavin（1986 年），即财政政策的可持续性要求 IGBC 保持不变：

$$b_t = \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{j=1}^n q_{t,t+j} s_{t+j} \quad 5.$$

从等式 4 中推断，这需要

$$b_t = \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{j=1}^n q_{t,t+j} S_{t+j} \quad 6.$$

文献将等式 6 称为横向条件 (TVC) 或 NPGC。它指出，债务的渐近增长率低于经济增长调整后的渐近利率。这排除了债务泡沫的可能性，因为在这种情况下，债务价值会随着时间的推移而上升。这是出于对未来可以以更高价值出售债务的预期。在一个没有不确定性或消费者/投资者风险中性的模型中，等式 6 的利率等于消费者的时间偏好率，这是个人最优化的结果（没有理性的投资者会希望在庞氏骗局中处于亏损的一方）。然而，重要的是，在存在不确定性和规避风险的消费者的环境中，NPGC 将采取不同的形式。我们将在第 3 节讨论这个问题。

IGBC（等式 5）告诉我们，目前的未偿债务存量应等于未来基本盈余的预期贴现现值。等式 5 的左侧可能会在某个时刻大于右侧，但最终一定会恢复平等。一种方法是通过政策进行调整，包括财政调整（提高税收或降低基本支出）、提高实际增长率的改革或增加 seigniorage 收入（通常会导致较高的通货膨胀率，这种现象被称为财政支配中央银行）。这些政策作用于 IGBC 的右侧。另一种方法是通过违约、恶性通胀或债务重组等手段作用于左侧（降低 b ）。

Kremers (1988, 1989) 根据 Blanchard (1984) 提出的第二个定义认为，如果当前和预计的未来政策不会导致债务比率爆炸，那么财政政策就是可持续的。其论点是，如果债务比率真的爆炸，偿还债务所需的资源将在某一时刻超过政府的征税能力。债务比率不爆炸的充分条件是

$$\lim_{n \rightarrow \infty} b_{t+n} = b, \text{ where } b \text{ is a constant.} \quad 7.$$

值得注意的是，等式 7 比 6 更严格。由于 $\lim_{n \rightarrow \infty} q_{t,t+n} = 0$, $\lim_{n \rightarrow \infty} b_{t+n} = b$ 意味着 $\lim_{n \rightarrow \infty} q_{t,t+n} b_{t+n} = 0$, NPGC 也是 IGBC。相反，NPGC/IGBC 并不意味着 $\lim_{n \rightarrow \infty} b_{t+n} = b$ 。具体来说，如果债务的增长速度快于 GDP 的增长速度，但低于利率的增长速度，那么就会违反等式 7，尽管 6 和 5 会得到满足。

20 世纪 80 年代和 90 年代初撰写的几篇论文分析了财政时间序列的静态性和协整性，利用这两个标准来检验债务的可持续性。Hamilton & Flavin (1986) 通过单位根检验美国实际债务是否静止（违反 NPGC 意味着美国实际债务不是静止的）以及直接估计方程 4 的版本（NPGC 意味着第一项的系数应为零）来检验 NPGC（方程 6）。Wilcox (1989) 利用事后实现的持有收益构建了一个 1960-1987 年的美国债务现值时间序列，并将其贴现到 1960 年；如果 NPGC 成立，则该序列必须遵循一个静态过程。Trehan & Walsh (1991) 主要研究了债务

实际价值一阶差分的静止性（NPGC 意味着它应该是静止的）。Hakkio & Rush（1991）检验了政府总支出和收入的协整性（NPGC 意味着协整性）。

研究结果好坏参半：Hamilton & Flavin (1986) 和 Trehan & Walsh (1991) 认为 NGPC 在美国成立，而 Wilcox (1989) 和 Hakkio & Rush (1991) 则认为 NGPC 遭到了违反。除了所使用的统计技术外，这些参差不齐的结果可能反映了一个事实，即基本样本较短（1960 年至 20 世纪 80 年代末），而且可能包括 1980 年罗纳德-里根当选后的制度转变（此后美国政府负债急剧增加）。Hamilton & Flavin（1986）承认了这一点，并据此解释说，他们无法反驳 NPGC 不证明美国 20 世纪 80 年代的赤字是可持续的，反而证明了赤字是一种反常的，要求立即应恢复盈余的现象。与这一解释相一致，Kremers（1989）根据 1920 年至 1982 年的美国数据发现，美国债务的面值与国内生产总值是协整的，这表明债务与国内生产总值的比率趋于稳定。他还发现，实际利息支出占国内生产总值的比重对美国联邦债务增长率有稳定反馈作用。但在 1981 年之后，这种反馈作用就再也检测不到了。问题在于，这是否如 Hamilton & Flavin（1986）所希望的那样，反映了一种反常现象。

回答这个问题的一个方法是通过看美国历史上那些看起来像 20 世纪 80 年代的时期最终是否被证明是畸形的。遵循这一方法，Ahmed & Rogers（1995）研究了美国（1795-1990 年）和英国（1698-1987 年）的历史数据。他们之所以选择较长的样本，是因为这些样本包含了几次制度变迁（对战争等事件的反应），被认为是有发生过财政变量短期动态的结构性中断。问题是，这些制度变迁的影响是永久性的还是暂时性的。作者检验了财政收入、无息政府支出和利息支出之间的协整关系，发现协整关系得到了强有力的支持；此外，协整向量在短期动态的结构性断裂附近是稳定的。直观地说，这些检验发现了英国和美国联邦一级政府财政在没有债务重组或违约的情况下从巨额赤字中反弹的能力尽管在二战后的几十年里借助了通货膨胀和金融抑制（Reinhart & Sbrancia 2015）。

Ahmed & Rogers（1995 年）的研究与前几篇论文不同。前几篇论文就当时的财政政策是否不可持续得出了相互矛盾的结论，但并没有谈到可行的财政调整能否纠正这一问题，而 Ahmed 和 Rogers 的研究可以被理解为是对美国和英国债务可持续性的测试。他们的研究表明，虽然这些国家的财政政策可能会经历不可持续的阶段，但美国和英国的政策机构最终会采取必要的措施来确保满足 IGBC 的要求。事实上，美国的财政收支在 20 世纪 90 年代后半期确实短暂恢复了盈余。

3. 波恩革命及其后果

20 世纪 90 年代中期，Henning Bohn 发表了两篇论文，彻底改变了有关债务可持续性的学术界。第一篇 Bohn（1995）论文的理论贡献最初鲜为人知，

但最近被人们重新发现，并在目前关于当 $r < g$ 时如何考虑债务可持续性的争论中发挥了关键作用（见第 5 节）。第二个贡献是 Bohn 在 1998 年提出了一种更强、更普遍的债务可持续性测试方法。

Bohn (1995) 的主要观点是，在存在不确定性和规避风险的消费者/投资者的环境中，NPGC（等式 6）是不正确的，因为它无法从个体优化中推导出来。因此，IGBC（等式 5）可能不是相关的跨期预算约束，因为在随机环境中，消费者/投资者不会使用政府借贷利率对未来收入进行贴现。相反，他们会使用一个反映当前单位消费与未来消费之间边际替代率的折现系数，即他们预期将该单位消费投资于政府债务所获得的边际替代率。即使债务没有违约风险，债务在二级市场上的价值，以及消费者预期从持有债务中获得的基本盈余和效用，也都将取决于经济状况。由于政府在经济衰退时往往会出现基本赤字（将基本收支平衡变为顺周期变量），随机贴现因子通常会超过政府的借贷利率，这反映了持有政府债务（基本盈余）的红利流从保险的角度来看是没有吸引力的，因为在边际效用较高的情况下，政府债务的赔付率较低。

假设具有代表性的消费者/投资者具有时间上可分的效用函数和恒定贴现因子 $\beta \in (0,1)$ ，则等式 4 中基于政府借款利率的贴现因子 $q_{t,j}$ 可由涉及经济增长调整的跨期边际消费替代率的随机贴现因子取代：

$$\tilde{q}_{t,t+j} \equiv E_t \left[\mu_{t,t+j} \prod_{b=t}^{t+j-1} (1 + g_b) \right] \text{ with } \mu_{t,t+j} \equiv \beta^j \frac{U'(S_{t+j})}{U'(S_t)}, \quad 8.$$

其中， $U(\cdot)$ 是周期效用函数， g 是产出增长率（在 Bohn 考虑的简化经济中， g 是消费增长率）。Bohn (1995) 指出，在一个具有完全市场的模型中（卢卡斯 (1978) 随机禀赋经济的一个版本），正确的 TVC 现在可以写为

$$\lim_{n \rightarrow \infty} E_t [\tilde{q}_{t,t+n} b_{t+n}] = 0, \quad 9.$$

这继而推断出了基于 IGBC 模型的：

$$b_t = E_t \left[\sum_{j=1}^n (\tilde{q}_{t,t+j} S_{t+j}) \right] \quad 10.$$

要了解等式 10 与 IGBC（等式 5）相比如何，可将等式 10 重写如下：

$$b_t = \sum_{j=1}^n \{ E_t [\tilde{q}_{t,t+j}] E_t [S_{t+j}] + \text{cov} (\tilde{q}_{t,t+j}, S_{t+j}) \} \quad 11.$$

请注意的是无风险利率 r_j 和边际替代率 $\mu_{t,j}$ 是通过欧拉方程 $E_t [\mu_{t,j}] = \prod_{b=1}^{t+j-1} (1 + r_b)^{-1}$ 联系在一起的。将其代入等式 8，利用等式 11 第一项中 $\tilde{q}_{t,t+j}$ 的表达式，并应用 $q_{t,t+j}$ 的定义（等式 5 中的贴现因子），得出以下结果：

$$b_t = E_t \left[\sum_{j=1}^n \{ q_{t,t+j} S_{t+j} + \text{cov} (\tilde{q}_{t,t+j}, S_{t+j}) \} \right] \quad 12.$$

除非 $E_t[\sum_{j=1}^n \text{cov}(\tilde{q}_{t,t+j}, s_{t+j})] = 0$ （未来的基本盈余与未来的边际效用不相关），否则等式 5 和等式 12 是不等的。由于未来边际效用与未来基本收支平衡的协方差一般为负（经济衰退时边际效用较高，此时政府倾向于赤字），等式 12 预测的债务值一般低于等式 5 预测的债务值。因此，与等式 5（基于会计核算的国际政府间债务委员会）相比，基于模型的国际政府间债务委员会（等式 12）一般意味着对可持续债务水平的限制更为严格。

Bohn（1998 年）的第二大贡献是关于债务可持续性的最广泛被引用的经验性论文。与 Kremers（1989 年）一样，Bohn（1998 年）也在寻找可能确保债务可持续性的反馈效应，但他将这一想法向前推进了一步。之前的实证文献通过对财政时间序列进行单位根或协整检验来测试财政的可持续性，而 Bohn（1998 年）则不同，他采用了以下回归形式

$$s_t = \rho b_t + \varepsilon_t \quad 13.$$

其中 ε_t 包括一组控制项。由于（正如他所认为的） s_t 和 b_t 都是静态的，因能将其解释为估计了一种协整关系。相反，除非 ε_t 包括所有相关的控制因素，否则它只是一个可能被误设的主要盈余模型。Bohn 认为，这些控制因素应包括商业周期（如 1979 年 Barro 所说，由于税收平滑作用，预计经济衰退会降低基本收支平衡）和战争等临时性政府支出（预计也会降低基本收支平衡）。利用这些控制措施，Bohn 估计 ρ 约为 0.05（债务比率每上升 10%，基本收支就会上升约半个 GDP 百分点）。

与之前测试 IGBC（等式 5）的文献相比，Bohn 在等式 13 中间 ρ 是否 >0 的策略对债务可持续性的测试更强、更普遍，原因有二。首先，它包含了对债务稳定性的检验（即等式 7）。要了解这一点，请将等式 13 代入债务动态等式 2 并求解 b_{t+1} 。这使得 $v_{t+1} \equiv -\varepsilon_{t+1}/(1+\rho)$ 时

$$b_{t+1} = \left[\frac{1+r_t}{1+g_t} / (1+\rho) \right] b_t + v_{t+1}, \quad 14.$$

只要 $\text{as } \frac{1+r_t}{1+g_t} \approx 1 + r_t - g_t < 1 + \rho$ 平均值 $< 1 + \rho$ ，方程 14 就是均值回复的。在 $\rho \approx 0.05$ 的情况下，考虑到美国政府借贷利率通常接近或低于增长率，不等式成立

其次， $\rho > 0$ 的反馈规则（等式 13）意味着 IGBC 不仅在其确定性版本（等式 5），而且在其随机版本（等式 10）中都得到了满足。Bohn（2008, p. 38）对这一结果背后的直觉描述如下（本文使用的符号有所调整）：“证明的思路是，相对于庞氏骗局，债务增长会减少 $1-\rho$ ，使 n 期债务减少约 $(1-\rho)^n$ 倍。任何 $\rho > 0$ 时，这意味着 $E_t[\tilde{q}_{t,t+n} b_{t+n}] \approx (1-\rho)^n b_t = 0$ ”。其含义之一是，Bohn 检验适用于平均 $r < g$ 的样本（与 IGBC 等式 5 的基本假设相反）。重要的是，这一结论依赖于基本盈余与债务比率之间的关系在高债务水平下至少是线

性的 $[f'(b_t) \geq \rho > 0 \text{ for all } b_t \geq b^*, \text{ where } s_t = f(b_t) + \mu_t]$ 。因此，如果盈余与债务比率之间的关系在某个 b^* 以上变为凹形，则不一定满足该条件。

Bohn 的方法被用于检验许多国家和样本期的债务可持续性（Mendoza 和 Ostry, 2008）。虽然这些论文证实 Bohn 的结果在许多国家都成立，但 Mendoza 和 Ostry 还发现，当债务比率较高时，财政收支对债务比率的正向反应会减弱。在一篇由欧元区债务危机引发的论文中，Ghosh 等人（2013 年）更详细地探讨了 23 个工业国家的这种递减反应，估计了基本收支与债务比率之间的非线性关系。他们的主要结果是，在债务水平较高时，财政收支与债务比率之间的正相关关系会减弱，最终变为零甚至负相关，这是因为最容易的措施被实施后，就越来越难找到可接受的削减支出/增加税收的措施。他们称这种现象为财政疲劳。

在全球经济衰退的情况下，财政疲劳对债务可持续性有很大影响。正如 Bohn 所指出的，如果基本收支平衡与债务呈线性增长关系，那么债务总是可持续的。但是，如果这种关系是凹形的，这就意味着存在一个债务极限，在这个极限之外，基本收支差额的增加不足以阻止债务的爆炸性增长。要了解这一点，假设 $s_{t+1} = \alpha + f(b_t)$ 并假定 $f(b_t)$ 是凹形的 ($f'(\cdot) > 0, f''(\cdot) < 0$)，因此当 $b > 0$ 时， $\alpha + f(b_t)$ 与附表 $\frac{r-g}{1+g}b$ 相交两次（见 Ghosh et al. 2013 中的图 2）。这些交点中较低的交点是稳态债务水平 b^* 。较高的交点是债务限额 \bar{b} 。当债务进一步增加会导致基本盈余过少而无法稳定债务比率时，就达到了这一极限：

$$\alpha + f(\bar{b}) = \frac{r-g}{1+g}\bar{b} \text{ and for any } b > \bar{b}, \alpha + f(b) < \frac{r-g}{1+g}b. \quad 15.$$

只要 $b < \bar{b}$ ，债务就会收敛到稳态水平 b^* 。但是，如果一个国家经历了一个坏的冲击（或一个暂时的财政不负责任的时期），将债务推高到 \bar{b} 以上，债务就会爆炸--除非这个国家设法进行了特殊的财政调整努力（这意味着一个时期的基本收支平衡高于 $\alpha + f(b)$ 预测的水平）和或能够在一段时间内以低于典型水平的利率获得资金，从而将债务推回到 \bar{b} 以下。

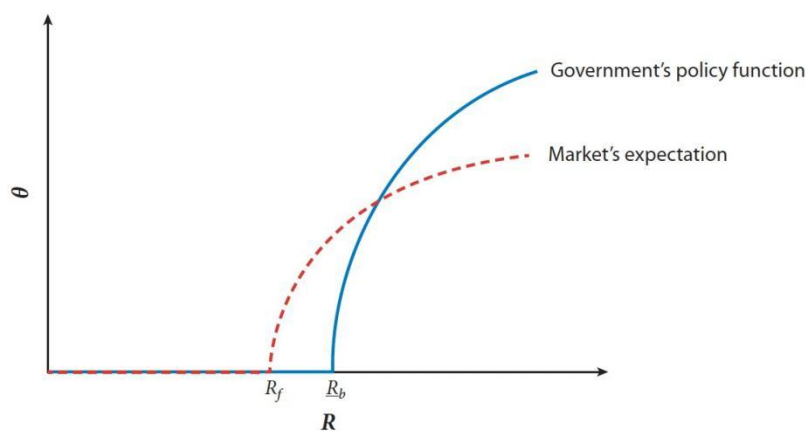
Ghosh et al, (2013) 利用 1985-2007 年的数据对 $f(b_t)$ 进行三次近似，计算出 18 个先进国家的稳态债务与国内生产总值之比 b^* 和债务限额 \bar{b} 。利用预测的利率-增长率差，稳态债务比率的中位数为 49%，而债务限额的中位数为 186%。在希腊、冰岛、意大利、日本和葡萄牙这 5 个国家中，考虑到特定国家的 α 和 $r-g$ 预测估计值以及 $f(b_t)$ 估计值（所有国家通用），不存在稳态债务水平。2008-2012 年期间，除日本外，所有这些国家都发生了债务危机。此外，大多数国家的实际 $r-g$ 远低于预测值。虽然 Ghosh 等人（2013 年）预测 $r-g$ 的中位数为 1.3%，但大多数先进国家在 2013-2021 年期间的实际 $r-g$ 中位数为负值。我们将在第 5 节讨论 $r < g$ 对债务可持续性的影响。

4. 在存在展期风险的情况下评估债务可持续性

迄今为止的讨论都假定政府可以按照反映经济效益的利率借贷。特别是 IGBC 的计算方法假设债务可以无限期滚动。实际上，情况并非总是如此：政府可能会因投资者情绪突然转变等原因，失去以可接受的借贷利率进入市场的机会。文献将这一现象称为债务市场恐慌、纯粹的流动性危机、滚动危机或自我实现的债务危机。我们要研究的是这种展期风险是否以及如何影响债务可持续性分析。一个可能的答案是，债务可持续性分析不需要担心这个问题，因为顾名思义，债务可持续性分析的重点是政府的偿债能力，而不是流动性问题。按照这种解释，债务可持续性分析回答的问题是，在政府保持以反映其基本面的利率进入市场的假设条件下，政府是否有能力偿还债务。然而，从许多经济体的角度来看，这一答案过于简单，因为这些经济体确实有可能发生债务滚动危机，特别是新兴市场和发展中经济体（EMDEs），它们的融资渠道经常因国际资本流动突然停止而受到限制。在这种情况下，考虑翻转风险的影响是至关重要的，因为它可能会改变债务可持续性分析关于债务可持续性的结论。

自我实现的主权债务危机的可能性首先是由 Sachs（1984）和 Calvo（1988）提出的。Sachs（1984）描述了一场涉及许多债权人的典型展期危机。假设需要再融资的债务超过了政府现金储备和最大可行短期财政调整的总和，那么无法展期就会导致违约。投资者需要在展期或不展期之间做出选择。以其他投资者延期为条件，延期是有道理的。但是，不进行展期也是一种均衡：如果投资者预计展期会失败，那么展期将使他们面临额外的损失（除了旧的风险敞口外，他们的新风险敞口也会遭受损失）。

在 Calvo（1988）的模型中，政府可以通过增加税收来偿还债务，但由于这一过程带来了扭曲（税率不断上升），当融资需求足够高时，政府有违约的动机。这种设置导致好的均衡（帕累托有效且无违约）与低效率的坏均衡（债务违约）共存，如图 1。



在最近的一篇论文中，Lorenzoni 和 Werning（2019 年）将 Calvo 的模型扩展到一个具有长期债务的多期设置。他们的模型可以产生缓慢演变的债务危

机，即债券收益率（以及边际借贷成本）被情绪驱动而转向不利均衡路径时急剧上升，但违约需要一段时间才能实现时。出现这种延迟的原因是，长期债务的存在意味着边际借贷成本的上升对平均借贷成本和债务动态的影响是缓慢的。这一模型与 Calvo（1988）中的债务展期危机形成鲜明对比，在后者中，一国未能展期偿还其一期债务，从而导致立即违约。

根据这些论文，我们可以得出一些结论，说明债务展期风险对债务可持续性的影响，以及降低债务展期风险的政策或制度安排。首先，迄今为止讨论的所有模型都意味着，足够低的债务水平可以消除展期风险。例如，在 Calvo 的模型中，较低的债务意味着诱使放弃给定份额 θ 所需的利率较高。因此，在债务水平较低的情况下，有害的均衡可能会消失。另一种说法是，在存在展期风险的情况下，债务只有在很低的水平上才是真正安全的。有多低？Blanchard, Huertas & Kister (2021) 的校准结果表明，债务要约占 GDP 的 20% 或更低（另见 Blanchard 2022）

其次，正如 Cole 和 Kehoe（1996 年，2000 年）所指出的，在借款期限较短的国家，自我实现的危机更有可能发生（因为这导致经常需要滚动大量资金）。因此，国家可以通过延长借款期限或限制对私人、非居民投资者的风险敞口（这些投资者最有可能跑路）来增强其稳健性。这并不排除像 Lorenzoni & Werning（2019）那样的缓慢发展的危机，即情绪转变会立即推高边际借贷成本。但债务的平均期限越长（意味着边际借贷成本与平均借贷成本之间的联系越弱），最终违约的速度就越慢，从而使国家有更多的时间通过调整政策来扭转局面（或通过寄希望于正面冲击来赌博赎回）。

第三，中央银行可以排除自我实现有害均衡的可能性。例如，在 Sachs（1984）的理论中，中央银行可以充当政府的最后贷款人。在 Calvo（1988）的模型中，中央银行可以将主权国家借贷成本上限设定得更低，从而使政府不会受到违约的诱惑，从而排除了这一种不利的均衡。这一观点延续到了 Lorenzoni & Werning（2019 年；见第 3250 页）的研究中，也是 Corsetti & Dedola（2016 年）和 Camous & Cooper（2019 年）近期论文的重点。中央银行降低展期风险的另一个渠道是通过资产购买计划（量化宽松），将私人持有的有期限债券换成无需展期的中央银行储备。

然而，重要的是，中央银行要发挥这一作用，必须满足两个假设：

首先，中央银行必须是可信的，能够控制通胀率，并至少能在一定程度上控制实际利率（详见 Camous & Cooper 2019）。如果预期中央银行对政府的救助会导致高通胀，那么它就无法将主权国家从 Sachs（1984）式的滚动危机中解救出来，因为投资者不会愿意持有新发行的债务，而其价值预期会被高通胀所侵蚀（Cagan, 1956 年）。如果不控制实际利率，就无法指望将政府借贷利率保持在政府可能被引诱违约（如 Calvo 1988）和债务动态变得具有爆炸性（如

Lorenzoni & Werning 2019) 的临界点以下。只有在通胀预期保持稳定的情况下,符合央行通胀目标的资产购买计划才有可能实施。如果情况并非如此,央行就必须扭转方向或放弃其通胀目标(在这种情况下,IGBC 很可能会通过高通胀恢复)。

其次,债务必须以本国货币发行。许多新兴市场经济国家的情况并非如此,这些国家的企业和政府往往以外币(通常是美元)借贷。在这种情况下,中央银行可能无法充当最后贷款人,因为它可能没有足够的外币流动性。虽然中央银行可以从官方贷款机构借到外币,但其能力受到主权国家信用度的限制(Jeanne & Zettelmeyer, 2002 年)。虽然一个生态基本面非常稳健的国家在获得大规模国际流动性(如通过国际货币基金组织的灵活信贷额度或与美联储谈判的掉期额度)方面不会有任何问题,但信用度较低的国家往往也会受到流动性冲击的影响。

因此,国际货币基金组织(IMF)等政策机构进行的应用债务可持续性分析除了考虑偿付能力风险外,还考虑了展期风险以及两者之间的反馈。根据国际货币基金组织的定义,"如果在基准情景和现实冲击情景下至少稳定债务所需的基本平衡在经济上和政治上都是可行的,从而使债务水平与可接受的低展期风险和保持令人满意的潜在增长水平相一致,那么公共债务就可以被视为可持续的"(国际货币基金组织,2013 年,第 4 页)。因此,国际货币基金组织和其他政策机构最近的债务可持续性分析侧重于流量概念,如融资需求总额占国内生产总值的比例,而不仅仅是债务比率,并试图量化利率风险,而不仅仅是与经济基本面相关的风险(国际货币基金组织,2021a)。

5.R<G 时的债务可持续性和财政风险

Olivier Blanchard (2019) 在 2019 年美国经济学会主席演讲中提出,对于较低的,尤其是低于实际增长率的实际利率来说,利率的降低表明资本边际产品的降低,继而降低挤兑的福利。此外,Blanchard 进而指出,此外,他指出,基于自 1950 年以来美国政府的实际借贷利率,债务展期在某种意义上是可行的:若从 1950 年至 1980 年间的任何一年开始基础财政收支为零,到 2020 年债务比率就应下降。因此,总体平均而言,如果 $r < g$,“更高的债务可能并不意味着更高的财政成本”(Blanchard 2019, 第 1205 页)。

虽然这种说法的提出论点的方式是谨慎的(特别是承认了 r 和 g 之间的关系可能在未来再次逆转),这种说法让许多经济学家和政策制定者感到不安。论点自被提出以来遭受了几位作者的反驳。这些作者提出了两个论点。

首先,从经验来看,即使 $r < g$,较高的债务也会带来财政风险(Moreno Badia 等,2020 年;Mauro & Zhou, 2021 年),这是因为较高的债务水平会增加展期风险(因为更多的债务需要再融资)。虽然 $r < g$ 有助于降低债务比率,但似乎对债务比率条件下遭受展期冲击的概率并无影响。因此,布兰查德关于

在 $r < g$ 的情况下，稳定债务比率可能不需要未来进行财政调整的观点，与 $r < g$ 不会降低特定债务比率下的财政危机风险这一结论并不矛盾。

其次，一些论文认为，即使 r 持续小于 g ，发达经济体当前的债务水平也会引发财政可持续性问题的（Jiang 等，2019 年；Olijslagers、de Vette & van Wijnbergen，2020 年）。与上一段所述的研究结果不同，这确实对 Blanchard 的说法提出了有力质疑。在本节的其余部分，我们将重点讨论这一层面的争论。

尽管布兰查德（2019）并未声称 $r < g$ 会使任何财政政策具有可持续性，但布兰查德的演讲之所以被视为具有挑衅性，部分原因可能是他的滚动演练似乎赋予了基于会计的债务可持续性观点以合法性，如果认真对待这种观点，它似乎确实意味着在 $r < g$ 的情况下，几乎任何财政政策都是可持续的。要理解这一点，假设 s_t 、 r_t 和 g_t 在一段时间内是不变的。那么等式 2 就变成

$$b_{t+1} = \frac{1+r}{1+g} b_t - s \quad 16.$$

当 $r < g$ 时， $\frac{1+r}{1+g} < 1$ ，因此等式 16 描述了一个具有稳定解的差分方程，即 $b = \frac{1+r}{1+g}s$ 。为了理解原因，假设 $s = 0$ ，债务比率处于某个正值水平。由于利息支出（加入债务与国内生产总值比率的分子）的增长速度低于产出（加入分母）的增长速度，债务比率将随着时间的推移而有机地下降。此外，无论基本赤字水平如何， b 都将稳定在一个恒定的债务比率上。较大的基本赤字只会导致稳定在较高的债务比率上。只要基本赤字不随着时间的推移而不断增加（例如，由于老龄化导致的结构性赤字增加），只要 r 保持在 g 以下，债务比率最终总会稳定下来。因此，等式 7 所给出的债务可持续性定义将得到满足。

布兰查德本人给出的一个答案是量化政府借贷利率和或增长对债务增加的反应(Blanchard, Huertas & Kister 2021; Blanchard 2022)。即使忽略违约风险溢价，债务增加也会挤兑投资，从而提高实际利率。从 $r < g$ 的初始情况开始，债务增加会推高 r （并可能降低 g ；见 Lian, Presbitero and Wiriadinata，2020），最终扭转 r 和 g 之间的关系。

然而， $r < g$ 并不能保证债务是可持续的，这其中可能有一个更根本的原因，即债务可持续性不是由涉及（安全水平的）政府借贷利率的会计关系决定的，而是由 Bohn 基于模型的 IGBC 版本（等式 10）决定的，其中使用随机（且高风险的）贴现率进行贴现，而这种贴现率可能大大高于政府借贷利率。布兰查德（2019）认为，具体取决于 IGBC 的实际情况，“更高的债务可能并不意味着更高的财政成本”这一观点可能是错误的（第 1205 页），也可能是对的。但背后的原因与 Blanchard 的论点有些不同。Jiang et al.（2019）和 Olijslagers, de Vette & van Wijnbergen（2020）通过检验基于模型的 IGBC 版本（等式 12），分别考察了美国和荷兰的财政可持续性。Jiang et al.（2019）利用套利定价理论推导出等式 12，而 Olijslagers, de Vette & van Wijnbergen

(2020) 则依赖于 Bohn (1995) 的校准一般均衡模型。两者都使用了向量自回归，利用观测到的宏观经济和资产价格数据来估计基本余额和随机贴现因子的周期属性。在这两种情况下，基础财政收支的顺周期性意味着平均贴现率大大高于增长率。就实际情况而言，这看起来就像之前讨论过的 $r > g$ 的世界。天下没有免费的午餐，因为永久性的基本赤字，甚至 Blanchard (2019) 思想实验中假设的永久性基本余额为零，都会违反基于模型的 IGBC。对于债务的市场价值而言，后者要求未来的基础财政收支平衡严格平均为正（假设基本收支平衡继续顺周期）。

包括 Berentsen & Waller (2018), Brunnermeier, Merkel & Sannikov (2021), and Reis (2021) 在内的第二组文件采取了不同的观点。这些论文都是在不完全市场的背景下发表的。在不完全市场中，代理人并不能完全在世界不同状态之间转移财富。这些论文认为，政府实际上可能有免费的午餐，因为投资者从持有政府债务中获益的原因并不局限于对未来基本盈余的要求。这一论点可追溯到 Woodford (1990 年) 和 Holmstrom & Tirole (1998 年)，即购买政府债务对经济主体具有吸引力，不仅因为它使投资者有权获得未来的基本盈余，还因为它 (a) 具有流动性，即在需要时可以出售（并转化为消费），以及 (b) 具有安全性，即在投资者（或经济）受到冲击时可以保值。虽然经济行为主体通常无法抵押未来收入，但他们可以买卖政府债券，而政府债券又由政府承诺对未来收入征税。这实际上提供了一种变通办法，使普通经济行为主体毕竟能够以未来收入为抵押进行借贷，帮助他们在一段时间内平滑消费。

只要存在对这种流动性服务的需求（也就是说，只要抵押品约束可能变得具有约束力，使经济行为主体受到流动性约束），政府债券的价值就包括扩大消费机会的影子价值。在这种情况下（或者如果持有国债是为了满足某些监管要求），政府可以享受流动性溢价（也称为便利收益率），使其能够以低于社会贴现率的利率借贷。

国债提供流动性服务这一事实使发行国能够挖掘（有限的）泡沫。它不需要满足标准的随机 IGBC（等式 12），该等式可以重述为

$$\text{债务存量价值} = \text{EPV}(\text{未来基本盈余}) \quad 17.$$

政府现在可以满足较宽松（但仍有约束）的：

$$\text{债务存量价值} = \text{EPV}(\text{未来基本盈余}) + \text{EPV}(\text{未来服务流量}) \quad 18.$$

等式 17 与等式 18 的最大区别在于，在等式 18 中，TVC（等式 9）不再成立。因此，存在一个泡沫，即服务流部分的存在意味着即使贴现率超过增长率，永久性的基本赤字也可以与债务可持续性保持一致。重要的是，等式 18 将继续限制何种基本赤字流是可持续的。特定的财政政策是否可持续（例如，像 Blanchard 的翻转实验中那样永远保持基本收支平衡为零）取决于服务流部分的价值。Jiang et al (2019) 估计，在他们的样本期内，这部分的价值平均约为 GDP

的 65%，与当时美国债务的市场价值相差无几。¹⁰ 但请注意，即使以 COVID-19 大流行前约 3.5% 的基本赤字为起点（2020 年和 2021 年，基本赤字占 GDP 的比例超过 10%），这仍需要进行大规模的财政调整。

这种幅度的调整是否可行？如果是这样，正如国际货币基金组织提出的那样（2021b），美国债务是可持续的（但当前的美国财政政策不能保证）。如果不是这样，美国债务是不可持续的，只是市场还没有注意到。

6. 结论：作为财政资产的中央银行信誉

第 4 节和第 5 节末尾讨论的文献表明，中央银行的信誉可以通过几种渠道扩大主权国家的债务承受能力和实施反周期财政政策的能力。如第 4 节所述，中央银行的公信力对于防止展期危机至关重要，因此政府可以提高可安全发行的主权债务水平。至少从 Calvo（1988 年）开始，人们就提出并理解了这一点。在扩展的随机 IGBC 框架（等式 18）中，可信的中央银行能够防止展期危机这一概念通过降低政府借贷利率中的违约溢价的方式对方程右侧的第一项产生影响。

此外，中央银行的信誉还可以通过另外几个渠道扩大主权国家的财政空间，这些渠道与中央银行的操作对 IGBC 第二个服务流的一项（等式 18）的影响有关。这些渠道如下：

反周期货币政策，即在经济衰退时降低利率，允许投资者在经济衰退、边际效用较高时从持有的固定利率、长期债券中获取资本利得。这种政策使政府债务具有周期性保险属性。它将政府债务变成了一种负贝塔风险系数的资产：投资者希望在其投资组合中拥有这种资产，因为它可以帮助他们规避风险（Brunnermeier, Merkel & Sannikov 2021; Cochrane 2021a）。公信力有助于中央银行更容易控制实际利率，并在经济衰退时降低利率（这对于非公信力中央银行来说很困难，因为它必须时刻警惕通货膨胀预期的脱锚，尤其是经历了负面的供给冲击后）。

除了提高政府债务的安全性（通过降低一级市场的滚动风险和将债务转化为负贝塔风险系数资产），中央银行还可以通过创造和确保二级市场的流动性来提高持有债务的服务流量。这可以通过两个渠道实现。首先通过事前的市场发展。从 Jeanne 的研究（2003 年）起，人们认识到了中央银行的信誉（在预期通胀稳定的意义上）是发展本币债务市场的必要条件（参见 Eur. Bank Reconstr. Bank Reconstr. Dev. 2010; Du, Pflueger & Schreger 2020; and Engel & Park 2022）。第二种方法是在事后通过中央银行来防止二级市场在危机中冻结。这一方法只有在中央银行能够充当最后的做交易方（即使在受压情况下也能保证债权的流动性）的情况下才会起作用，而这只有在中央银行能够向市场注入流动性，同时不使通货膨胀预期脱锚的情况下才有可能。

近几十年来，随着设定通胀目标被越来越广泛地使用，许多国家的中央银行信誉确实有所提高。与此同时，多年来主权债务的流动性也在提高，主权债务越来越多地被作为一种批发货币形式持有（Andolfatto & Martin 2018），而出于监管目的对主权债务的需求也在增加（Andolfatto 在 2021 年提出了《Basel III》和《Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act》）。综合来看，这表明许多国家现在应该能够维持比几十年前更高的债务水平。

从这个角度看，发达经济体和新兴市场经济国家可能并不享有同等的特权。在新兴市场经济国家集团中，中央银行围绕低通胀目标维持通胀预期的能力，即央行的信誉往往较低。这将限制这些国家的中央银行防止一级市场出现展期危机的能力，也限制其在经济衰退时降低利率的能力（尤其在供应驱动的情况下），阻碍当地货币二级债务市场的深入发展。同时，这还会限制其作为最后的交易商防止这些市场在危机中崩溃的能力。这意味着财政紧缩：对于投资者来说，如果债务具有一定的价值，就必须预期债务在未来会带来更高的盈余。

这些因素表明，中央银行的信誉可以像财政资产一样发挥作用。它可以被看作是一种名誉资本：通过记录低而稳定的通胀记录（这可能反过来需要一种负责任的财政政策，避免把中央银行当作自动取款机），而随着时间的推移而不断上升。但重要的是，我们不能过度依赖中央银行的信誉，因为信誉是有限而可能会被耗尽的。如果债务和赤字超过等式 18 所给出的范围，建立信誉的前提就会被破坏。

本文原题为“Sovereign Debt Sustainability and Central Bank Credibility”。本文作者为 Tim Willems 和 Jeromin Zettlemeyer。Willems 就职于 IMF，Zettlemeyer 为伦敦经济政策研究中心的聘请经济学家。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/>

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

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

网址：<https://www.ifw-kiel.de/>
