

全球智库半月谈

中美贸易谈判一阶段协议内幕大揭秘

中美人员交流：还没有脱钩

能源与中美第一阶段协议

政府债务风险下的基准利率

中国承诺的进口是一种苏联式的管理贸易

第四次债务狂潮

本期编译

安婧宜

熊春婷

熊春婷杨茜

伊林甸甸

张舜栋

张子萱

（按姓氏拼音排序）

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

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

国际战略研究组

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

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

联系人: 薛懿 邮箱: xueyi1800@163.com 电话: (86)10-8519 5775 传真: (86)10-6512 6105

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码: 100732

免责声明:

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

目 录

世界热点

中美贸易谈判一阶段协议内幕大揭秘 6

导读：近日，中美双方签署了第一阶段的贸易谈判协定。笔者总结了协定中的几项亮点，并就各界最为关心的四个问题做了回答。

中美人员交流：还没有脱钩 10

导读：中美旷日持久的贸易战引发了各界的广泛关注。在各种声音中，“中美脱钩论”的论调尤为令人担忧。作者分析了过去几年来中美人员往来的数据，发现从目前数据来看，“脱钩”的迹象尚未出现于人员往来的数据中。

能源与中美第一阶段协议 15

导读：本周，中美两国已经签署了第一阶段的贸易协议，而此前不断升级的关税也得到了暂缓。协议规定中国额外购买 2000 亿美元的美国商品，其中包括 500 亿美元的能源商品。但是，我们也有理由担心中国会没有足够的动力达成这一承诺，而第二阶段协议进展也较为缓慢。

政府债务风险下的基准利率 17

导读：基准利率如伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）或有效联邦基金利率（EFFR），不仅是货币政策立场的指标，也是数万亿利率衍生品和抵押贷款市场的参考利率。自全球危机以来，这些利率与美国国债收益率之间遵循着一种令人困惑的模式，即负掉期利率。本文主要描述了这种模式，并解释其令人费解的原因，同时本文认为美国违约风险的出现自然可以解释负掉期息差。

中国承诺的进口是一种苏联式的管理贸易 21

导读：中国在与美国最新达成的贸易协议中承诺，在 2020 年和 2021 年期间，中国将在 2017 年的基础上再购买 2000 亿美元的美国商品和服务，虽然对美国来说这是个好消息，但理想与现实之间的冲突几乎是不可避免的。

战略观察

第四次债务狂潮 23

导读：过去 50 年，全球经济经历了四次债务累积浪潮。前三次危机以许多新兴市场和发展中经济体的金融危机而告终。在 2010 年开始的本轮浪潮中，这些经济体的债务增长已

经比前三次浪潮中的任何一次都更大、更快和更广泛。本文包括前三次债务浪潮的异同和第四次债务积累浪潮两章。

本期智库介绍 35

中美贸易谈判一阶段协议内幕大揭秘

Matthew P. Goodman, Scott Kennedy, William Alan Reinsch 等 / 文 张舜栋 / 编译

导读：近日，中美双方签署了第一阶段的贸易谈判协定。笔者总结了协定中的几项亮点，并就各界最为关心的四个问题做了回答。编译如下：

2020年1月15日，在旷日持久的谈判后，美国总统特朗普和中国国务院副总理刘鹤在白宫东翼签署了中美一阶段贸易协定。这份题为《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》的文件，共有8个章节96页，覆盖了知识产权、技术转让、食品与农产品贸易、金融服务、宏观经济政策、双边贸易与争端解决等多项内容。作为协议的一部分，中国同意在未来两年内从美国增加至少2000亿美元的商品和服务进口。而作为回应，美国将削减部分关税，但仍将维持对规模超过3600亿美元中国进口商品征收的关税。

与其他典型的双边贸易协定一样，中美一阶段贸易协定包含了大量基于对等原则的条款，对双方同时提出了各种要求。目前来看，这份协定算是暂时缓和了紧张的中美贸易关系。不过，对于许多深层次的结构性问题——如国家补贴、产业政策等，这份协定都完全没有提及。而第二阶段的中美贸易谈判将于何时开始，目前还尚不明确。在本文中，笔者将就读者最为关心的四个问题做以分析：

问题一：双方就知识产权问题达成了哪些共识？

在先前发布的《301报告》中，美国贸易谈判代表办公室（USTR）将停止知识产权侵犯，加强知识产权保护列为美方的核心主张。过去，中方曾多次承诺就这一问题采取措施。在刚刚通过的一阶段贸易协定中，中美双方在程序上进一步达成了一些富有创新性的共识，这有助于双方将先前的一系列承诺更高效、更透明地落到实处。举例来说，协议要求中方出台一套行动计划，具体阐述中方将于何时、以何种方式实现其有关知识产权保护的承诺。此外，协议还要求中方加大知识产权的保护力度，并定期对外发布相应成果。这无疑将帮助美方更好地评估中方落实承诺的实时进展。

另外，协定还就一些具体问题达成了共识——协定要求中方在一系列领域加大对知识产权的保护力度，大力打击仿冒盗版商品及药品，并增强对在华外资企业商业机密的保护。值得注意的是，协定并未要求美方就知识产权问题出台或修改任何政策，而是肯定了美方现行的政策法规符合协定有关知识产权保护的相关精神。

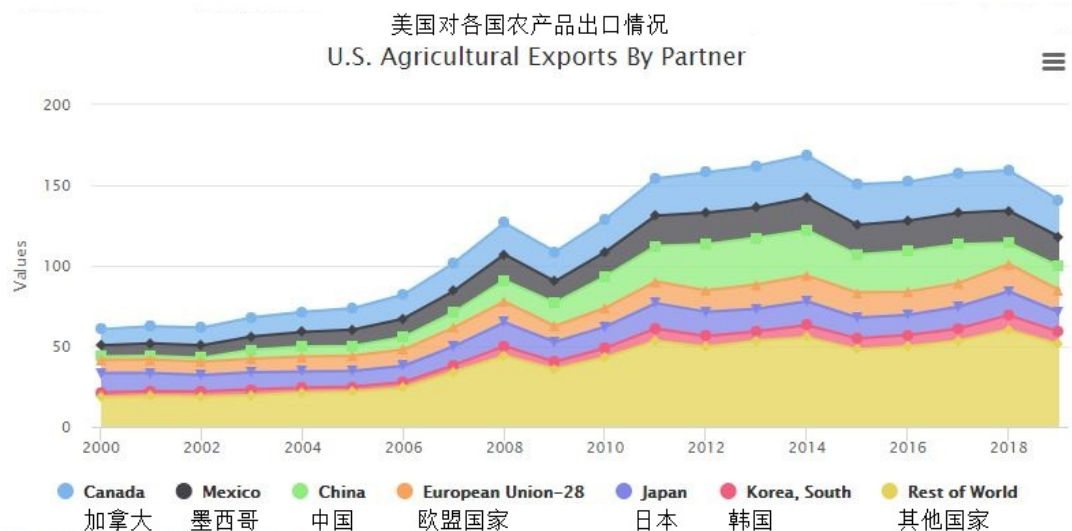
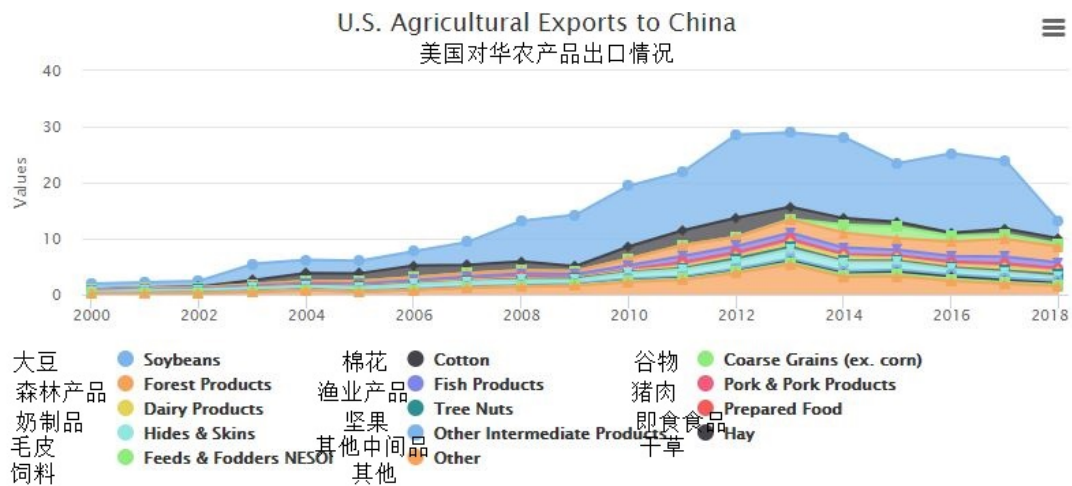
问题二：中方就农产品采购做出了哪些承诺？

过去，中国曾是美国第二大农产品出口国。但自从中美贸易战开打以来，中方从美国进口的农产品规模已急剧下滑。此外，受恶劣气候、大宗商品价格下滑

以及全球市场萎缩等综合因素影响，2019 年美国农场债务规模及破产数量均达到历史新高。从这个角度来看，一阶段贸易协定将从两个角度为美国农民带来重大利好。

一是中国做出的大幅增加对美农产品采购的承诺；在协定中，中国承诺在未来两年增加至少 400 亿美元的美国农产品进口。这个数字可谓相当可观，以至于在目前的贸易格局下，美国的农业产能可能都无法满足如此庞大的需求。为满足这一承诺，美国可能需要将一些原本出口他国的农产品转而销往中国。但这一承诺仍然面临一定的不确定性——中国很可能不愿过度依赖美国农产品，而美国农民也可能不敢将风险集中在中国的单一市场。从历史来看，美国对华的农产品出口规模于 2013 年达到历史峰值，约为 290 亿美元，这比中方在协定中承诺的数字还要少 110 亿美元。

图 1 美国农产品出口情况



二是中方承诺解除针对美国农产品进口的非关税壁垒。与短期的采购承诺相比，非关税壁垒的解除对美国未来的农产品出口而言意味着更持久、更结构化的利好。

问题三：双方就货币和金融市场开放达成了哪些共识？

在“宏观经济政策与汇率问题”一章中，协定罗列了双方达成的一系列共识，但这些内容并未超出先前双方在 G20 和 IMF 所形成的共识。具体来说，双方仅仅重申了不进行竞争性贬值、不以竞争性目的设定汇率目标、避免汇率操控等先前已有的承诺。事实上，协定的透明性条款中明确指出双方就这一问题尚待达成新的承诺，呼吁双方持续向外界披露其外汇储备和国际收支平衡数据。值得注意的是，协定同意在双方出现争端时，在美国方面应由贸易谈判代表办公室下辖的双边争端评估与解决机制（Bilateral Evaluation and Dispute Resolution Arrangement）负责协调工作。这一部门虽可以向其他部门进行咨询，却无义务这么做，这意味着美国财政部在宏观政策与汇率问题谈判上的权力受到了削弱。同时，协议也认可在汇率和宏观政策问题上，中美两国均各自享有主权，并同时有权要求 IMF 介入谈判。此外，协定也反映了双方在人民币汇率浮动与稳定间的矛盾——美方担心在市场压力下，人民币兑美元汇率或将较大贬值，这与美国财政部去年 8 月发布的报告观点相符。同时，协定中关于金融服务的章节赞扬了中国政府在 2020 年放开金融行业企业外资占股比例限制的承诺，这意味着相关企业进入中国市场的门槛得以降低。协定还重申了市场开放对两国互利共赢的本质，而这一观点眼下在中美两国内部都面临着质疑与挑战。

问题四：协定关于承诺执行机制的内容有哪些？

从文本长度来看，协定共有六页阐述有关执行机制的相关内容，在所有章节中占比最小。不过，这并不意味着这一章节不够重要。从机制设计的角度来讲，双方同意设立一套分级的争端解决体制——双方的最高代表分别是中国国务院副总理和美国贸易谈判代表，而具体工作则由双方各一名副部长和副贸易谈判代表负责沟通。为处理日常工作，双方同意各自成立一个“双边争端评估与解决办公室”。如果一方认为另一方未能履行协定中的相关承诺，则该国有权向另一国提起申诉。如果双边争端评估与解决办公室无法达成共识，则该申诉将由副部长/副贸易谈判代表沟通解决，否则即进一步提交至副总理与贸易谈判代表处加以解决。倘若共识仍无法达成，申诉方有权以事实为依据，在维护双边贸易关系和防止事态进一步升级的前提下，暂停谈判或采取对等的惩罚性措施。此时，另一方无权在不退出协定的前提下采取任何反制措施。如任何一方希望退出协定，则应提前 60 天以书面方式通知对方。

与之前美国与其他国签订的贸易协定不同的是，中美一阶段贸易协定在争端解决机制上给彼此都赋予了单边的权限。目前，我们还不清楚双方将在哪些领域应用上述机制。从文本上看，双方似乎只能基于协定现有的内容运用这些权力。但我们可以预见，美国许多部门都会试图将其他议题打包进该协定确定的争端解决

机制当中。另一个不确定因素是，如果一方就与协定无关的问题对另一方发起惩罚性措施，而另一方认为该措施实质上关乎双边贸易关系，那类似争端将如何得到化解？

总之，尽管协定就承诺执行机制和争端解决机制取得了一些进展，但这些成果并非无懈可击，且存在一定的不确定性因素。因此，协定内容的妥善落实很大程度上取决于双方携手向前的良好愿望。

本文原题为“[What's Inside the U.S.-China Phase One Deal?](#)”。本文作者 Matthew P. Goodman 是美国战略与国际问题研究中心（CSIS）资深副总裁、亚洲经济问题资深顾问；Scott Kennedy 是 CSIS 中国商业与经济研究中心主任；William Alan Reinsch 是 CSIS 国际商务问题首席研究员；Stephanie Segal 是 CSIS 政治经济学资深研究员；Jack Caporal 是 CSIS 国际商务副研究员。本文于 2020 年 1 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中美人员交流：还没有脱钩

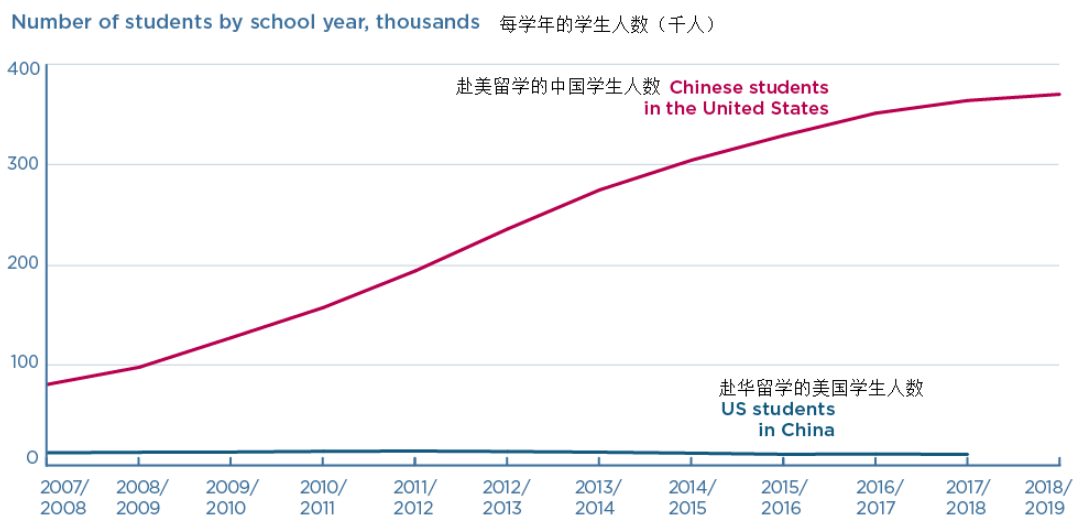
Tianlei Huang, Jacob Funk Kirkegaard / 文 伊林甸甸 / 编译

导读：中美旷日持久的贸易战引发了各界的广泛关注。在各种声音中，“中美脱钩论”的论调尤为令人担忧。作者分析了过去几年来中美人员往来的数据，发现从目前数据来看，“脱钩”的迹象尚未出现于人员往来的数据中。编译如下：

近年来，随着中美经贸关系日趋紧张，关于中美“脱钩”的论调愈发流行。贸易壁垒、出口管制，以及有关国家安全的种种限制性政策似乎印证着这种预测。不过，就两国关系中最为基础的人员往来而言，目前的数据与“脱钩论”的逻辑并不相符——尽管存在这样那样的言论，但中美间旅客及移民的增长势头尚未出现重大转折。

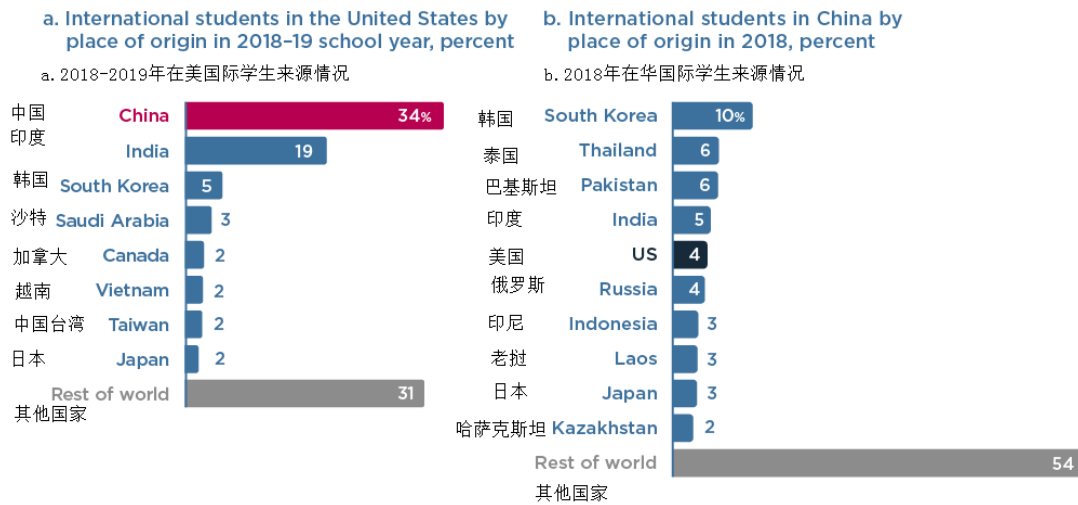
严格来说，中国学生赴美留学的增长速度近年来确有减缓，但还远称不上“脱钩”的地步。眼下，中国依然是美国国际学生最大的来源国。同时，每年都有超过 200 万美国游客访问中国。另外，从中国前往美国工作的临时和永久移民数量也处于历史高位。

图 1 中美留学人员数量变化情况



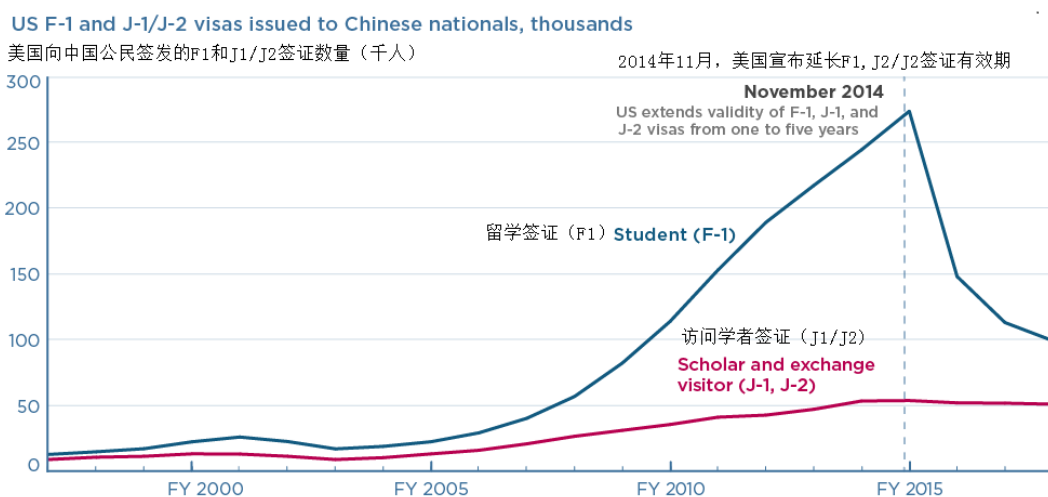
在过去十年间，赴美留学的中国学生数量增长了将近四倍。根据国际教育研究所的统计，每三名在美国学习的国际学生当中，就有一名来自中国（见图 1 和图 2）。不过，在 2017 至 2018 学年，赴华留学的美国学生总数略有减少，约为 11000 人，仅相当于在华国际学生总数的 4%。奥巴马总统于 2009 年曾推出“十万强计划” (100,000 Strong Initiative)，希望在四年内招募 10 万名美国学生赴华留学，目前来看这一愿景并未完全落实。

图2 中美留学人员中各国占比情况



近期，中国学生赴美留学的迅猛增势略有减缓。根据美国国务院数据，自2015年来，位于中国内地的美国使领馆（不含港澳台地区）签发的F1留学签证数量大幅下降，原因之一是2014年11月，美国决定将向中国公民发放的学生及访问学者签证有效期从一年延长至五年（见图3）。除政策因素外，调查显示，中国学生赴美留学的意愿也在下降——2015年，在所有计划出国留学的中国学生中，有51%希望赴美留学，而到2019年这一数字降到了43%；相比之下，希望赴英国留学的学生比例则由32%增加到了41%。日前，曾有媒体报道美国的情报机构鼓励美国大学及教授监视中国留学生，这也挫伤了中国学生赴美留学的热情。

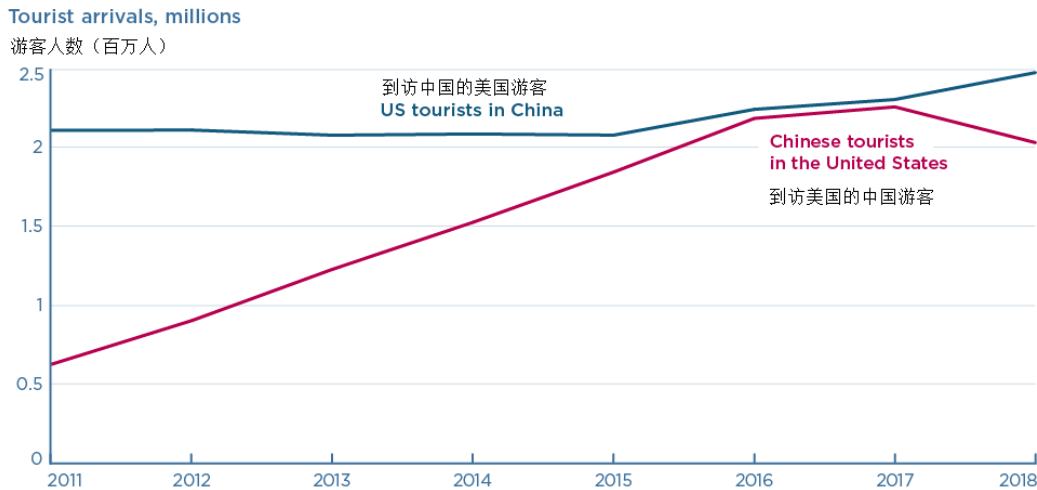
图3 美国向中国学生签发的留学签证数量情况



与留学生相比，中美两国的游客互访要显得平衡得多。根据美国商务部国家旅游业办公室的统计，在2018年，到访美国的中国游客数量与去年相比减少了228000人，而这一趋势到2019年还将延续（见图4）。当然，考虑到每年有超

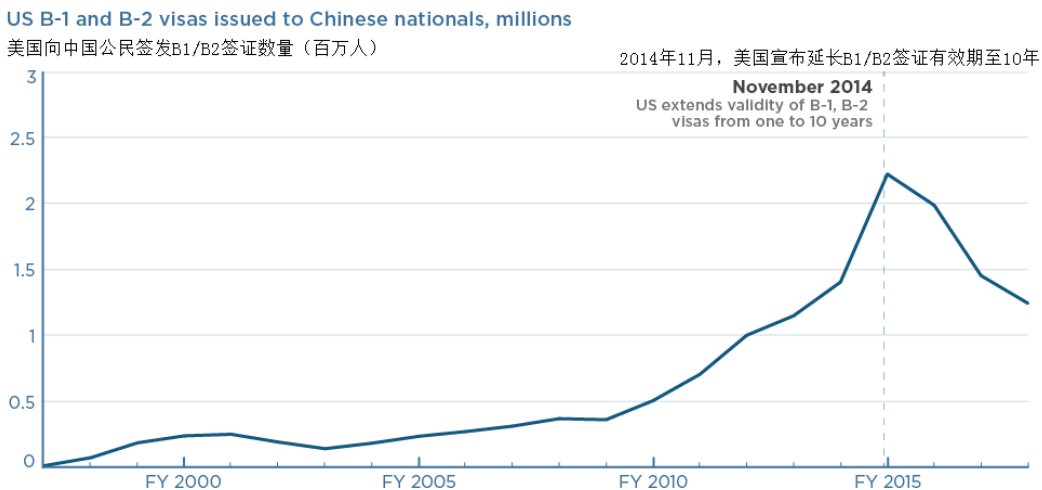
过 200 万中国游客前往美国，这种幅度的下滑还远称不上是“脱钩”的表现。与此同时，美国游客赴华访问的数量已连续三年增加，仅今年就比去年增加了 172000 人。

图 4 中美两国游客互访人数情况



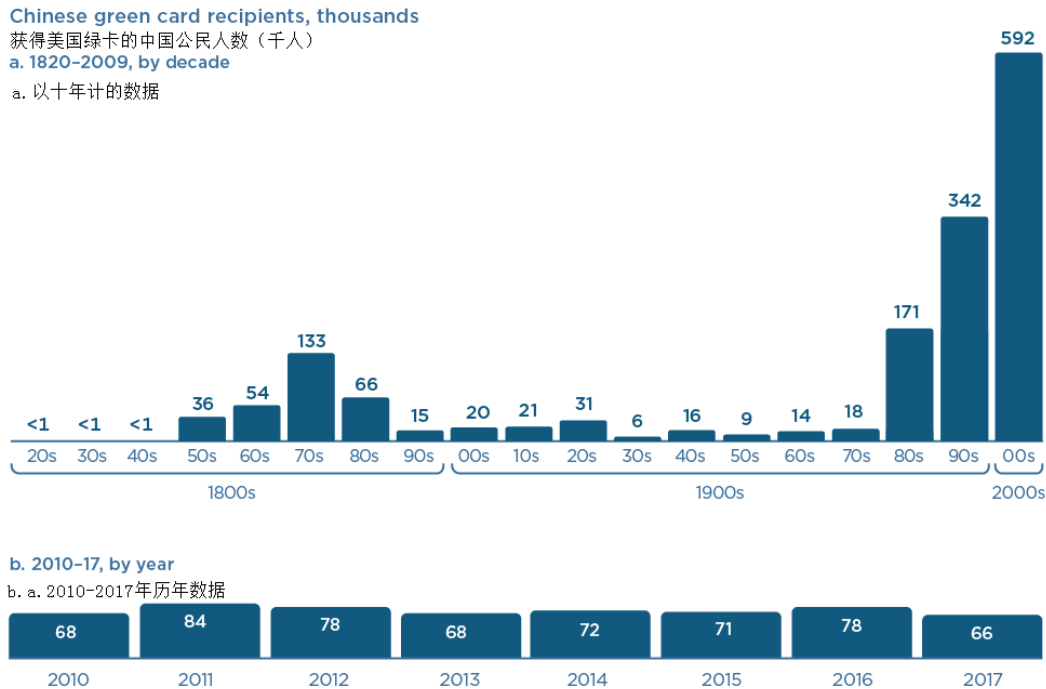
与 F1 学生签证类似，自 2015 年以来，美国驻华使领馆向大陆居民签发的 B1/B2 商务旅行签证数量也出现了大幅下滑，部分原因是美国于 2014 年将该签证的有效期由 2 年延长至了 10 年（见图 5）。但这同时也意味着中国游客得以更加方便地前往美国，并推动了赴美中国游客数量的增加。

图 5 美国向中国公民签发的旅行/商务签证情况



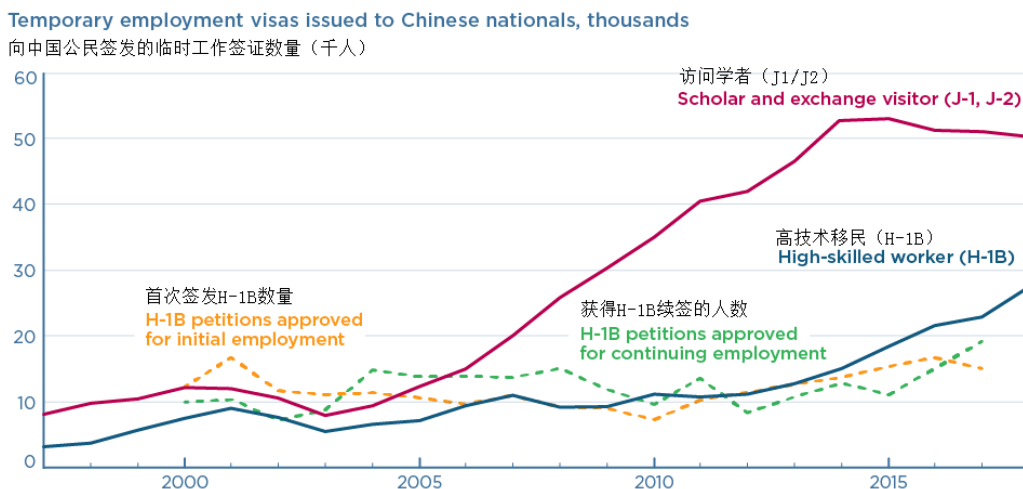
理论上讲，中美贸易摩擦最可能影响到以就业为目的的赴美永久/临时移民。但目前的数据显示，这两类移民当中的任何一类数量都未出现明显减少。来自中国的赴美永久移民（即获批绿卡的中国居民）占美国每年新增移民的 7%。图 6 显示，每年获得绿卡的中国居民数量基本稳定在 60000 到 80000 人之间。通常，这些新增的永久移民在获得绿卡前都经历了漫长的等待——美国国务院的数据显示，部分来自中国的绿卡申请人等待期超过 10 年之久。

图6 获得美国绿卡的中国公民人数



而就临时移民（即持有 H-1B 或 J1/J2 签证的中国公民）的数量来说，这一群体也尚未受到贸易战的明显冲击。目前，美国每年向中国公民新发放的 J1/J2 签证超过 50000 份，而 H-1B 签证也超过了 27000 份，均处于历史高位（见图 7）。持有 H1-B 的中国公民可以合法在美国工作三年，并在到期后可续期三年。图 7 显示，美国向中国公民签发的这两类临时工作签证数量也在增加。当然，考虑到中国赴美留学学生数量增长的逐渐放缓，赴美工作的中国临时移民增速在未来也可能出现下行。

图7 美国向中国公民签发工作签证情况



反过来讲，前往中国工作生活的美国公民数量还相当有限。过去，中国政府对外国居民永久居留权的审批相当严格——截至 2010 年，仅有 7356 名外国公民

获批了中国绿卡。2016 年，中国政府决定放宽相关政策以吸引更多国际人才。尽管如此，目前每年获得中国绿卡的外国公民依然相当有限，而其中的美国公民就更少了。

本文原题为“China-US People Exchanges: No "Decoupling" Yet”。本文作者 Tianlei Huang 是美国彼得森国际经济研究所（PIIE）研究助理；Jacob Funk Kirkegaard 是彼得森国际经济研究所资深研究员。本文于 2020 年 1 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

能源与中美第一阶段协议

Sarah Ladislaw/文 安婧宜/编译

导读：本周，中美两国已经签署了第一阶段的贸易协议，而此前不断升级的关税也得到了暂缓。协议规定中国额外购买 2000 亿美元的美国商品，其中包括 500 亿美元的能源商品。但是，我们也有理由担心中国会没有足够的动力达成这一承诺，而第二阶段协议进展也较为缓慢。编译如下：

本周，美国和中国签署了所谓的“第一阶段”贸易协议，2017 年以来不断攀升的关税额度不再继续升级。另外，协议规定中国承诺在接下来的两年中额外购买 2000 亿美元的美国商品，其中包括 500 亿美元的额度属于能源领域。

在贸易战之前，中美能源贸易规模逐年扩张。这是合情合理的，因为中国能源需求不断增长，而美国的出口也逐年增加。但是，在贸易战之前，美国向中国的能源出口在数量、价值以及占美国出口和中国进口百分比等维度上，其规模都是有限的。根据分析，达到贸易协定的目标后，向中国出口的能源规模会是现在的十倍。这不是一笔小数目。贸易协定规定，中国在接下来的一年中，能源进口额应达到 180 亿美元。但作者认为这一数字很难实现，因此估计了中国从美国能源进口额达到 131 亿美元的情形，下表具体预测了不同产品的进口量及进口额度。

尽管这对美国能源行业来说是一个利好消息，我们也有理由对能源加购协议的成果持怀疑态度。首先，中国没有表明他们会取消能源进口的关税。中国可能会用关税条例或者其它缓解机制来抵消进口国所需付出的成本（是的，尽管中国是进口国，但依然面临着成本），但是目前来看中国并未表明他们会这么做。第二，中国目前很抗拒购买美国的液化天然气，而这贸易战本身也证明了一些出于风险的考虑是正确的。

第三，或许也是最重要的一点，在能源加购的醒目标题之下，第一阶段协议实施可能会因第二阶段协商的进程缓慢而随之放缓。在短期内，中国可能会有动力为了博得好的名声而达到购买目标，但是达到 500 亿美元的目标实则道路崎岖。

表 1 当前贸易协议下第一年预期能源出口

商品	单位	2017 年 数量	2017 年价值 (10 亿美元)	2020 年 数量	2020 年价值 (10 亿美元)	提高额(10 亿美元)
原油	000b/d	211	4.31	500	12.23	7.9
乙烷	000b/d	0	-	40	0.13	0.10
丙烷	000b/d	126	1.68	175	1.85	0.20
丁烷	000b/d	20	0.25	100	1.28	1.00
石脑油	000b/d	10	0.15	50	1.07	0.90
甲醇	百万公升	55	0.02	1139	0.30	0.30
液化天然气	bcf/d	0.2	0.42	1.5	2.95	2.50
煤炭	百万美吨	3.2	0.40	3.2	0.40	-
焦油	美吨	79	0.35	100	0.46	0.10
总计	-	-	7.60	-	20.70	13.10

本文原题名为“Energy and the U.S.-China Phase One Trade Deal—Don’t Believe the Hype... At Least Not All of It”。本文作者 Sarah Ladislaw 为 CSIS 高级研究员。本文于 2020 年 1 月 刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

政府债务风险下的基准利率

Patrick Augustin, Mikhail Chernov, Lukas Schmid, Dongho Song/文 熊春婷/编译

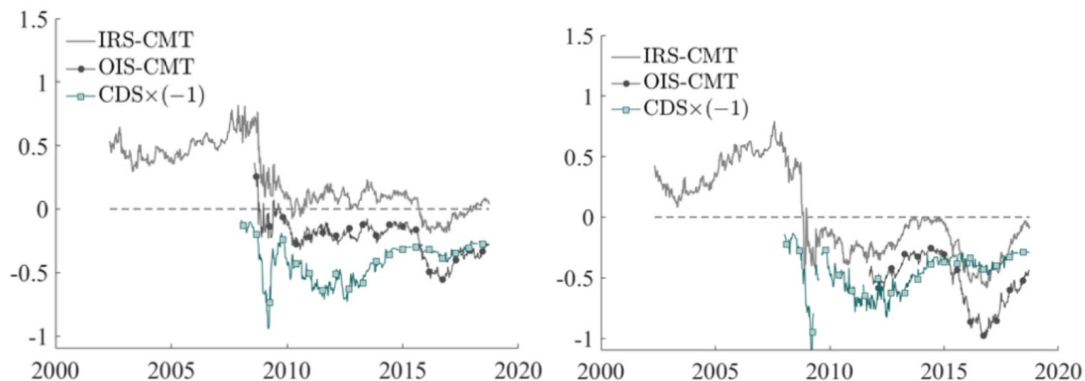
导读：基准利率如伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）或有效联邦基金利率（EFFR），不仅是货币政策立场的指标，也是数万亿利率衍生品和抵押贷款市场的参考利率。自全球危机以来，这些利率与美国国债收益率之间遵循着一种令人困惑的模式，即负掉期利率。本文主要描述了这种模式，并解释其令人费解的原因，同时本文认为美国违约风险的出现自然可以解释负掉期息差。编译如下：

在全球危机期间出现的一个特别引人注目的固定收益难题是，以美元计价的利率互换和与到期日相匹配的美国国债利率(也称为互换利差)在多个到期日之间的息差变为负值。美国财政部代表政府发行国库券、票据和债券。类似地，银行在同业市场间进行无担保借贷，并可能通过利用与 LIBOR 或 EFFR 挂钩的固定浮动利率互换来锚定借贷成本。如下图 1 所示，我们使用与 LIBOR (IRS)和 EFFR 利率(OIS)挂钩的互换利率来说明负互换利差的行为。

图 1： IRS 国库券和 OIS 国库券的息差

(1) 十年期限

(2) 30 年期限



注：图 1 报告了关于以美元计价的 IRS 和 OIS 掉期利差的时间序列，本文中将此掉期利差定义为利率掉期指数（IRS）（或隔夜掉期指数（OIS））和与到期日相匹配的固定到期国债（CMT）利率之间的差值。本文覆盖了(负的)到期匹配的美国 CDS 溢价，即 CDS 溢价乘以-1。数据频率为以周三数据为基础的周度数据。所有的差价都用百分数表示。样本期为 2002 年 5 月 8 日至 2018 年 9 月 26 日。

来源：彭博社(OIS, lbor, LIBOR)， FRED (CMT)， Markit (CDS)。

从概念上讲，整个期限范围内的负掉期息差令人非常困惑，因为它们实际上表明，美国政府的借款成本高于一家安全性不高的 AA 级银行。而且，更根本的是，存在套利机会。

实际上，投资者可以通过购买相对便宜的美国国债来建立一种自我融资的头寸，在回购协议中以美国国债作为抵押品为这种头寸融资，同时出售一种利率掉

期，该利率掉期接受固定利率并且支付浮动的伦敦银行同业拆借利率(LIBOR)或EFFR 利率。

基于套利限制的解釋

现已有几种对所谓异常现象的解释。例如，Klingler 和 Sundaresan(2018)认为，可以用养老基金对久期的需求来解释与伦敦银行同业拆借利率(LIBOR)相关的长期负掉期息差。Jermann(2019)提出，全球金融危机后对经销商施加的监管杠杆上限使得他们使用资产负债表来纠正错误定价的成本过高。Klingler 和 Sundaresan(2019)进一步指出，可以用对美国国债的需求下降导致便利收益率下降来解释在短期到期时与 EFFR 利率相关的负的掉期息差。尽管这些解释有其可取之处，但它们无法适用于不同期限和不同市场，也无法解释全球危机前的正掉期息差和危机后的负掉期息差。

以美国违约风险为基础的另一种基于风险的解釋

“负掉期息差可获得无风险利润机会”——这一观点关键取决于美国政府是否有违约风险。然而，如果考虑到美国违约的可能性，套利交易就不再是无风险的，因为如果美国政府不履行债务义务，持有违约债券的投资者就会蒙受损失。这是我们在奥古斯汀等人(2019)的文章中所论述的。

尽管这种说法很大胆，但历史表明，美国在 1933 年放弃黄金条款时确实违约了(例如，爱德华兹，2018 年、戈麦斯等，2019 年)。不过，不管历史如何，目前存在一个活跃的保险市场，以信用违约互换(CDS)合约的形式来防范美国违约。这些合约的溢价平均在 20 至 40 个基点之间波动，但在全球危机期间曾高达 100 个基点。单是这些合约交易的事实就表明，至少一些投资者认为美国违约的可能性非零，Chernov 等人(2019)的文章中有力的证明了这一点。

购买 CDS 合约，可以对冲违约债券的损失，以抵消对定期 CDS 溢价的支付。尽管保险合同将使违约债券的投资者得到补偿，使他们能够在回购市场偿还贷款，但投资者还需要按市场价格解除利率互换合同。总体而言，由于美国存在违约的可能性，这些经轻微调整后的现金流表明，掉期息差的下限为负值，大约等于不考虑套利机会的 CDS 溢价的负值。事实上，图 1 中的证据表明，掉期息差几乎总是高于负的 CDS 溢价，而且二者一起波动。我们通过对回归掉期息差变化对 CDS 溢价变化的影响做回归分析，发现它们之间存在显著的负相关，这更为正式的证实了这一证据。

用一个定量的均衡模型来解释

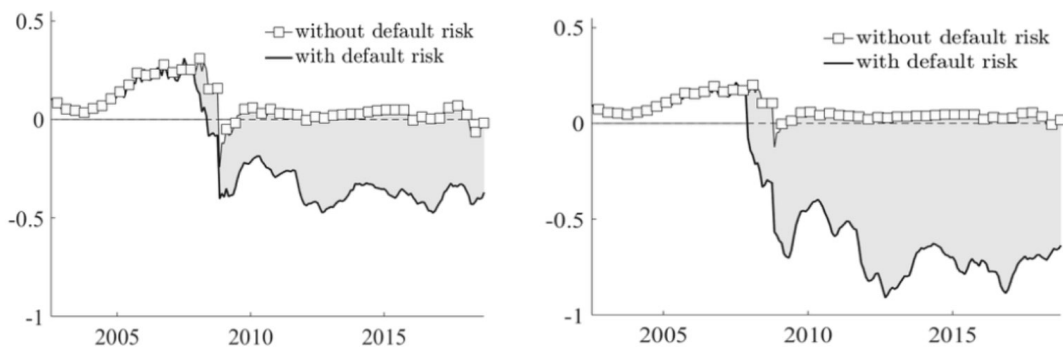
虽然简单的“无套利”观点从定性上解释了是因为美国违约风险而导致的负掉期息差，但尚不清楚这种影响在定量上是否显著。因此我们构建了一个模型来解释定量关系。在危机时期，由于经济中不再有任何无风险的基准利率，而且也

不能从伦敦银行间同业拆借利率(LIBOR)转向 OIS 利率进行贴现,所以我们依赖于一种均衡方法。我们设定了一个具有递归效用偏好的代表个体,设置了一个允许消费增长、通胀、产出增长、政府支出产出比、消费和通胀不确定性及各变量之间会产生相互作用的禀赋经济。我们排除资产价格的影响来估计这个经济的动态变化。第二步,我们拟合美国国债利率和 CDS 溢价的期限结构,考虑美国国债的便利收益率、银行间风险和抵押品成本。我们没有拟合 OIS 和 IRS 利率的期限结构,并在样本外验证它们与美国国债利率的关系。在图 2 中,我们提供了基于模型的 OIS 的互换价差的反事实分析。这传递出的信息很明确:如果美国没有违约风险,息差将是正的。

图 2 隐含于模型中的 OIS 和 CMT 之间的利差,与事实相反

(1) 10 年期限

(2) 30 年期限



注:在图 2 中,我们将拟合的 OIS-CMT 利差(黑线)与美国信贷风险为零时的反事实值(灰框)进行了比较。所有费率均按平价计算。y 轴以年化百分比表示。样本期为 2002 年 5 月至 2018 年 9 月。

资料来源:作者计算。

结论

就信用风险而言,美国可以说是全球最安全的国家之一。然而,在全球危机期间,针对美国政府违约的保险价格飙升,最高达到 100 个基点,此后一直在高位波动。美国财政部的联邦公共债务总额在过去 20 年里几乎翻了两番,从 1998 年第三季度的 5.526 万亿美元激增至 2018 年第三季度的 21.516 万亿美元。此外,美国国会预算办公室预计,未来几年美国将出现巨额预算赤字,到 2049 年,联邦债务占 GDP 的比例将达到 144%。这些事态发展表明,人们可能不再认为美国完全没有违约风险。我们认为,最终结果是,与美国违约相关的风险溢价上升可以解释为什么美国国债相对于利率掉期显得便宜。因此,尽管一些关于负的掉期息差所暗示的套利机会的报道铺天盖地,但我们证明一价定律仍然成立。

本文原题为“Benchmark Interest Rates When the Government is Risky”。本文作者 Patrick Augustin, Mikhail Chernov, Lukas Schmid,和 Dongho Song。Patrick Augustin 是麦吉尔大学金融学助理教授，其主要研究领域为主权信用风险、公司基本面和信用风险(专注于信用衍生品)，以及法律和金融(专注于内幕交易)。Mikhail Chernov 是加州大学洛杉矶分校安德森管理学院货币金融市场教授金融市场教授，其主要研究领域为基于经验的宏观资产定价，特别关注收益率曲线建模、货币政策、主权信用风险和崩溃风险。Lukas Schmid 杜克大学福库商学院金融学副教授，其主要研究领域为是、宏观经济学和金融经济学交叉应用的动态定量建模和结构估计。Dongho Song 是约翰霍普金斯大学凯里商学院金融学助理教授，其主要研究领域为资产定价、宏观金融和应用时间序列计量经济学。本文于 2020 年 1 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国承诺的进口是一种苏联式的管理贸易

Gary Clyde Hufbauer /文 张子萱/编译

导读：中国在与美国最新达成的贸易协议中承诺，在 2020 年和 2021 年期间，中国将在 2017 年的基础上再购买 2000 亿美元的美国商品和服务，虽然对美国来说这是个好消息，但理想与现实之间的冲突几乎是不可避免的。编译如下：

2017 年，中国共从美国进口了约 1300 亿美元的商品和 500 亿美元的服务，由此推算，2020 和 2021 年中国在美国的进口基准值为 3600 亿美元。根据最新的中美贸易协议，中国在未来两年将至少购买 5600 亿美元的美国商品和服务，与此前相比增长了 55%。特朗普政府对这一结果十分满意，只要之后中国未能实现已承诺的 2000 亿美元贸易额，美国政府便可以轻而易举地追究中国的责任。

但美国不会考虑中国要如何实现这一承诺。我们认为中国为完成 2000 亿美元的目标，只能诉诸于苏联式的计划贸易——无论价格和需求情况如何，进口额都必须达到某一水平，这就是苏联 40 年来与盟国的贸易方式。

在中美贸易协议中，美国没有明确要求中国通过削减关税来促进美国出口，而是明确规定了双方贸易额目标，至于中国如何从美国进口如此大规模的商品，与美国无关。虽然中国确实可以从美国购买更多的大豆或天然气，但这样就不得不减少在巴西等国的进口，这种做法违反了基于价格和质量平等的对待贸易伙伴的国际贸易准则，而且很难改变中国的贸易保护主义。

从贸易协定中可以发现，美国政府的方针理念正变得更加激进，此前在美国-墨西哥-加拿大贸易协定中，美国制定了复杂的“原产地规则”、并对进口汽车实施配额，这种获得贸易优惠的方式就已经有了计划贸易的色彩。等到了中美新协议时，美国更进一步，完全忽略了关税等价格变量，只规定贸易数量。其他向中国出口的国家如巴西（大豆供应国）和加拿大（潜在原油供应国）将会担忧中国购买美国商品和服务的新承诺是否会以牺牲同他们的贸易为代价，这些国家甚至会产生怨言。长此以往，这种单纯规定贸易额度的协议可能还会被继续效仿。

我们认为中美贸易协议很可能扭曲国际贸易体系、导致一些贸易不平等和腐败行为。参照上世纪 70 年代美国在管理纺织品、服装、钢铁等贸易的经验，本次美国得以向中国额外出口 2000 亿美元商品同样会带来系统性成本。

可以肯定的是，中美双方在新协议的其余部分（知识产权、技术转让、金融服务、农业标准和汇率）所达成的共识是值得称赞的，尽管其中一些只是支持或重申了已经存在的规则。在双边协议中重申这样的规则确实可能有助于确保中国遵守协议，但令人遗憾的是，特朗普在贸易协议中最为得意的主要成就——为美国增加了 2000 亿美元的出口额——很遗憾，是通过受管制的计划贸易实现的。

本文原题为“Managed trade: Centerpiece of US-China phase one deal”。本文作者 Gary Clyde Hufbauer 是 PIIE 高级研究员。本文于 2020 年 1 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

第四次债务狂潮

WORLD BANK GROUP / 文 杨茜 / 编译

导读：过去 50 年，全球经济经历了四次债务累积浪潮。前三次危机以许多新兴市场和发展中经济体的金融危机而告终。在 2010 年开始的本轮浪潮中，这些经济体的债务增长已经比前三次浪潮中的任何一次都更大、更快和更广泛。本文包括前三次债务浪潮的异同和第四次债务累积浪潮两章。编译如下：

第一章：前三次债务浪潮的异同

在前三次广泛的债务累积浪潮中，金融市场的变化和主要发达经济体的低实际利率都促进了债务的最初增加。这些浪潮见证了新兴市场和发展中经济体的严重金融危机：通常是由外部冲击引发，并由国内脆弱性放大。它们通常导致受影响国家进行政策改革，以降低外部脆弱性，同时加强完善货币政策和财政政策框架。这三次浪潮在借款人的构成、所涉及的金融工具、危机解决的速度及其宏观经济影响方面有所不同。

1. 导论

自 1970 年以来，新兴经济体已经经历了四次债务累积浪潮，其中第四次浪潮仍在进行中（有关每一次浪潮的详细讨论，请参见 Kose 等人 2019）。第一波浪潮跨越了 1970-1980 年代，拉丁美洲和加勒比地区以及撒哈拉以南非洲地区的各国政府债务迅速积累，导致 1980 年代初出现一系列违约，并在 1980-1990 年代后期（拉丁美洲和加勒比地区）以及 1990 年代至 2000 年代（撒哈拉以南非洲地区）发生了债务减免和重组。第二波浪潮是从 1990 年到 2000 年代初，当时金融和资本市场自由化使东亚和太平洋地区的银行和企业以及欧洲和中亚地区的各国政府大量举债。在 1997-2001 年，这些地区爆发了一系列危机。第三波浪潮是监管放松后，欧洲和中亚地区的私营部门从美国和欧洲总部的“超级大型银行”的借款激增。2008-2009 年全球金融危机的爆发中断了银行融资，并使欧洲和中亚地区的一些国家陷入深度衰退（尽管是短暂的），这波浪潮就此结束。

本章综合分析了目前已经结束的三次浪潮的主要特征。特别是，它详细描述了以下问题。

- 前三次浪潮有何相似之处？
- 前三次浪潮有何不同之处？

2. 相似性

前三次广泛的债务累积具有几个相似之处。所有这些债务浪潮都有共同的驱动力，包括金融市场的变化和低利率。这些浪潮通常还以具有重大宏观经济影响的危机结束，从而导致政策变化。这些政策变化的部分结果是，各国更好地度过

了随后的危机。

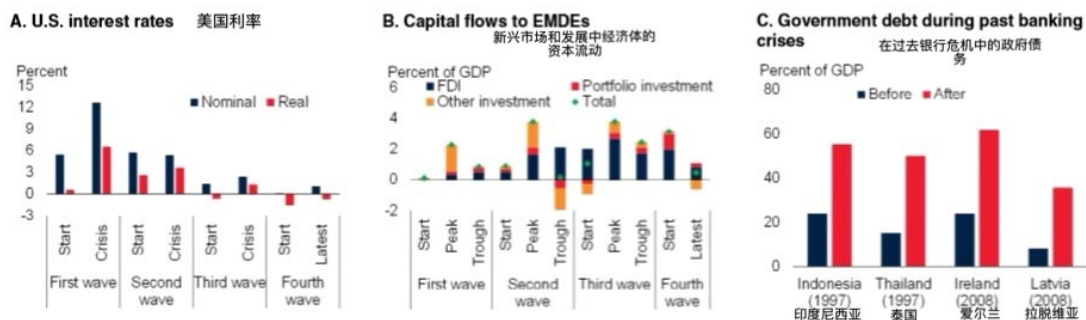
(1) 浪潮的开端：全球低利率，金融格局的变化

每一次浪潮中最初的债务积累都与全球低利率或利率下降以及金融市场的重大变化有关，而这些通常是由放松监管引起的。这使得以前信贷受限的借款人能够进入国际金融市场并积累债务。国内政策框架的缺陷往往导致债务迅速增加，并加剧了危机的严重性。

全球低利率或利率下降。这三次浪潮的开始都与全球实际利率低或利率下降有关，因为低利率鼓励了借贷（图 1）。在第一波浪潮中，美国实际政策利率在 1970-1979 年间平均约为 0.6%，其中一些年份实际利率甚至为负。在第二次浪潮中，由于美联储为应对 1991 年的全球经济衰退降低了政策利率，因此美国的实际政策利率从 1989 年 5% 的高点下降至 1993 年的 0.5%。同样，在 2001 年美国经济衰退后的第三波浪潮开始时，美国实际政策利率也处于负值。

图 1：前三次债务浪潮的比较

每一波浪潮的开始通常与低利率或利率下降的时期相吻合。浪潮的结束还与资本流入急剧放缓有关，随着新一波浪潮的开始，资本流入又重新开始。以银行业危机结束的债务事件通常导致政府债务大幅增加。



资料来源：彭博；国际货币基金组织；世界银行。

新的金融工具。20 世纪 70 年代银团贷款市场的出现为第一波债务浪潮奠定了基础。20 世纪 90 年代布雷迪债券的推出刺激了主权债券市场的发展，这为第二波主权借款提供了基础，而 20 世纪 90 年代许多新兴市场和发展中经济体的资本账户自由化，特别是在东亚和太平洋地区，则促进了私营部门的借贷。21 世纪初的第三次浪潮主要是在美国和欧洲放松管制后，通过发达经济体的国际银行进行的跨境流动。

(2) 浪潮中：借款国政策

借款国的政策往往鼓励债务迅速积累，或加剧与之相关的风险。固定汇率制度和薄弱的审慎框架鼓励承担风险；疲软的财政框架鼓励以公债形式的政府支出；政府支出优先事项或薄弱的审慎监管使得资金被投放到效率低下的用途上。

固定汇率制度。在第一次和第二次浪潮中，特别是拉丁美洲和加勒比地区、东亚和太平洋地区以及欧洲和中亚地区的固定汇率或管理汇率，鼓励资本流入，导致贷款人和借款人低估汇率风险。由于外币贷款利率低于本币贷款利率，且固定汇率被解释为外汇债权的隐性担保，借款人很乐意承担外币债务，国内银行向本地客户大规模提供美元化或欧元化账户（Impavido, Rudolph 和 Ruggerone 2013; Magud, Reinhart 和 Rogoff 2011）。

审慎框架薄弱。金融市场的结构性变化通常不会伴随着对审慎或监管框架的适当改革，从而允许过度承担风险。例如，在第二次浪潮中，资本市场的快速开放鼓励东亚和太平洋地区的银行从国际市场上大量借贷（Furman 等人。1998 年）。在第三次浪潮中，金融监管机构低估了不断增长的跨境贷款和宏观金融的联系所带来的风险（Briault 等 2018; Claessens 和 Kose 2018 年）。

财政框架薄弱。在政府债务迅速积累的情况下，第一波在拉丁美洲和加勒比地区以及撒哈拉以南非洲地区，第二波在欧洲和中亚地区，许多国家持续存在由外债融资导致的财政赤字。

债务使用效率低下。虽然债务流动经常被用来为生产性投资提供资金，但在某些情况下，债务被用于面向国内的投资，例如在第一波浪潮中削弱拉丁美洲和加勒比地区竞争力的进口替代工业化政策，或在第二波和第三波浪潮中没有增加东亚和太平洋地区以及欧洲和中亚地区出口收入的房地产热潮。薄弱的公司治理，包括对项目 and 投资决策的监督不足，以及盈利能力下降，也导致了在多个东亚和太平洋地区国家的投资效率低下（Capulong 等。2000 年）。

（3） 浪潮终结：金融危机

快速的债务积累最初支持了经济增长，但通常会导致金融危机。

触发因素。金融危机通常是由冲击引起的，这些冲击提高了投资者的避险情绪，风险溢价和借款成本，随后突然停止资本流动，或者增长放缓削弱了债务的可持续性（Frankel 和 Rose 1996; Easterly 2002; Kaminsky 和 Reinhart 2000; Summers 2001）。在第一波浪潮中，围绕 1982 年的全球经济衰退，不断恶化的风险情绪限制了拉丁美洲和加勒比地区以及撒哈拉以南非洲地区获得新贷款的机会。在第二波浪潮中，在 1998 年全球经济放缓的情况下，由于东亚和俄罗斯危机后投资者的信心下降，新兴市场和发展中经济体的资本流动接近停滞或倒退（Kaminsky, 2008; Kaminsky 和 Reinhart 2001）。在第三次浪潮中，银行体系流动性在 2008 年全球金融危机中枯竭，中断了欧洲和中亚地区的跨境贷款。国内政治事件也加剧了一些危机，例如在第三次浪潮中的土耳其和阿根廷（Ozatay 和 Sak 2002）。

金融危机的类型。许多危机始于货币急剧贬值和资本外流，这有时是主权债

务危机的前兆。货币大幅贬值增加了以美元计价债务的还本付息，并导致通货膨胀。资本流动突然停止或逆转使债务展期复杂化。在这三次浪潮中，陷入危机的国家都有相当大的脆弱性，例如大量以外币计价的短期外债或可变利率债务；低外汇储备；盯住汇率制；以及脆弱的货币、财政和审慎框架。

宏观经济影响。前三次浪潮中的债务积累往往伴随着危机或停滞，尤其是当债务积累主要由主权债务推动时。货币贬值程度往往较大，特别是在第一次和第二次浪潮期间，当债务以美元计价时，会导致通货膨胀的急剧上升和债务与国内生产总值比率的恶化。也就是说，正如下文所讨论的，各次债务浪潮在造成的宏观经济的严重程度存在着较大的差异。

财政影响。金融危机往往在财政上代价高昂。在第一次浪潮中，拉丁美洲和加勒比地区的违约政府多年来失去了资本市场准入资格。在第二次和第三次浪潮中，政府不得不支持陷入困境的银行，承认它们对金融体系的隐性担保。90%的银行危机要求银行重组，大约60%的危机导致一家或多家银行国有化。

应对政策。在所有浪潮中，遭受危机的国家都实施了有助于增强抵御未来金融压力的政策。在第一次和第二次浪潮中，东亚和太平洋地区以及拉丁美洲和加勒比地区的政府采取措施增加外汇储备，以限制未来外债的积累。许多政府转向通胀目标制度和灵活的汇率政策。在第二次和第三次浪潮中，东亚和太平洋地区以及欧洲和中亚地区的政府最终加强了银行监管、完善了公司破产法和财政框架。然而，各国的进展各不相同，有些国家仍然比其他国家更容易受到冲击。

3. 三次浪潮中的不同之处

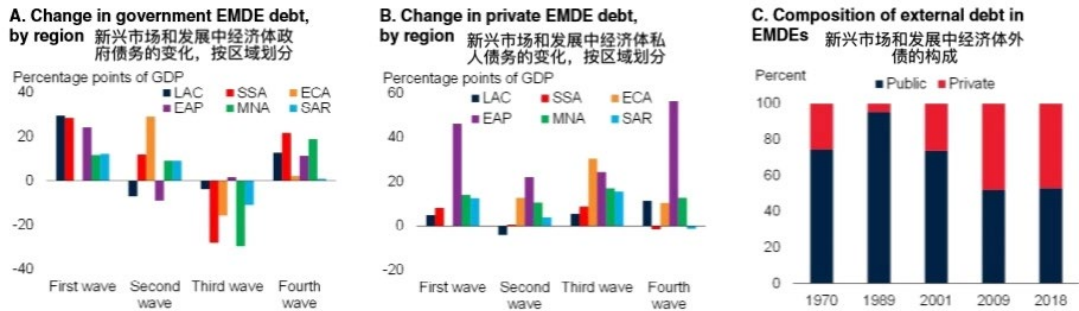
这三次浪潮在最活跃的借贷部门及其集中的地区、所涉及的金融工具、解决危机的速度及其宏观经济影响方面有所不同。

1. 借贷部门和地区

在第一次浪潮中，借款主要集中在拉丁美洲和加勒比地区以及撒哈拉以南非洲地区的公共部门（图2）。在这两个地区，政府持续存在财政赤字，这些赤字被用来为一些国家的经常性支出和投资提供资金。在第二次浪潮中，私营部门（东亚和太平洋地区）和公共部门（欧洲和中亚地区以及拉丁美洲和加勒比地区）都扮演了重要角色。在第三次浪潮中，与前两次浪潮相比，债务激增的国家较少——欧洲和中亚地区的私营部门是借款的主要来源。大多数新兴市场和发展中经济体的主权债务水平在第三次浪潮中保持平稳或下降。东亚和太平洋地区（第二次浪潮）以及欧洲和中亚地区（第三次浪潮）的政府通常在危机爆发前拥有良好的财政状况。经过这些债务浪潮，公共部门在外部借贷中的份额从1989年的95%降至2018年的53%。

图 2 按部门和地区划分的债务变化

前三次债务浪潮集中在几个地区，而第四次浪潮中的债务积累基础广泛。像第三次浪潮一样，私营部门和政府部门在外部借款中所占的比例几乎相同。



资料来源：世界银行。

注：EAP = East Asia and Pacific 东亚和太平洋地区；ECA = Europe and Central Asia 欧洲和中亚地区；LAC = Latin America and the Caribbean 拉丁美洲和加勒比地区；SSA = Sub-Saharan Africa 撒哈拉以南非洲地区；MNA = Middle East and North Africa 中东和北非地区；SAR = South Asia 南亚地区

2. 金融工具和债务解决

金融工具。每一次浪潮中的信贷来源也在演变。在第一次浪潮中，主权国家通过双边贷款和多边贷款从官方部门借贷，或通过银团贷款市场从商业银行借款（到1980-1981年，商业银行贷款约占新兴市场国家对外公共债务总额的三分之一）。20世纪90年代布雷迪债券的推出刺激了主权债券市场的发展，21世纪初地方债券市场的进一步深化使各国政府能够获得包括外国投资者在内的长期融资。在欧洲和中亚地区，私营部门从欧洲银行进行跨境贷款，这些欧洲银行的子公司和分支机构设在欧洲和中亚地区，但总部设在发达经济体。这导致债务从国际转向国内，并转向债券形式（包括本币债券）。

债务化解：速度，范围和机制。债务化解的速度在很大程度上取决于债务人是公共部门还是私营部门。债务重组的困难导致债务化解和重组机制缓步推进。

- 政府债务重组缓慢。在第一次浪潮中，考虑到巴黎俱乐部国家对发达经济体银行偿付能力的担忧以及缺乏明确的重组机制，拉丁美洲和加勒比地区以及撒哈拉以南非洲地区普遍存在的主权债务违约解决进展缓慢（Callaghy2002）。在第二次浪潮中，土耳其和阿根廷的主权债务危机再次延长了债务化解时间，这两个国家需要国际货币基金组织的援助。2001年阿根廷债务违约后的重组直到多年后才完成。
- 更快地化解私营部门债务。第二次浪潮中，在公共部门的迅速支持下，通过银行资本重组和其他支持计划（通常是在货币基金组织的援助下），

东亚和太平洋地区的私营部门债务得到了快速解决。非金融企业债务的解决，特别是大型企业集团，比金融部门要慢得多，而且在危机之后的几年里，不良贷款一直在增加（Kawai2002）。在第三次浪潮中，全球的宽松政策、国际货币基金组织的援助、2009年欧洲银行业达成的维也纳倡议以及其他银行系统的支持共同帮助遏制了货币和银行危机。

- 新的解决机制。在第一次浪潮开始时，债权人几乎没有考虑到借款人的偿债能力。随着时间的推移，债权人开始接受债务减免。这为将银团贷款转换为布雷迪债券铺平了道路，之后达成的重债穷国倡议和多边减债倡议为低收入国家减免了官方债务。后来引入的集体行动条款(CACs)，促使多个债权人共同进行主权债务重组（Eichengreen, Kletzer 和 Mody 2003）。对于私人债务，《破产和债权标准》为国家破产制度制定了最佳做法（Leroy, Gr 和 olini 2016）。在这三次浪潮中，破产保护有了实质性的改善（世界银行 2019a）。

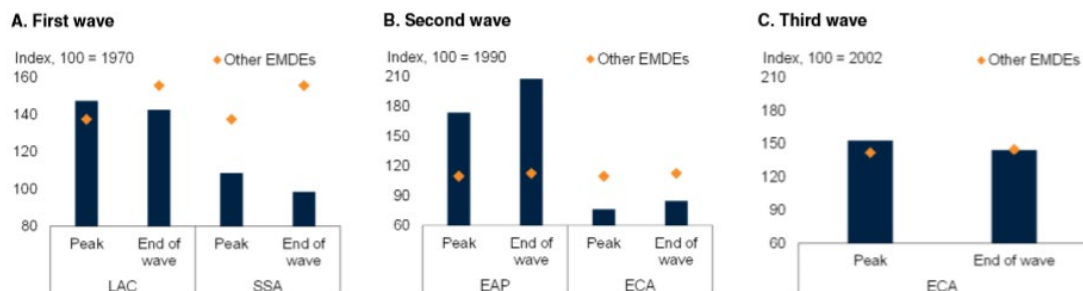
3. 宏观影响

在前三次浪潮中，金融危机造成了严重的经济损失，但不同浪潮和不同的地区的严重程度有所不同。

产出成本。在第一次浪潮中，拉丁美洲和加勒比地区在 1982 年危机后遭受了十年人均收入停滞的损失（图 3）。撒哈拉以南非洲地区的人均收入情况更糟，人均 GDP 多年持续下降。土耳其和俄罗斯在第二次主权债务危机中也造成了严重的产出损失。相比之下，在第二次浪潮中，以私人债务积累为主的东亚和太平洋地区国家只经历了东亚危机带来的暂时经济放缓。在第三次浪潮中，以私人债务积累为主的欧洲和中亚地区国家的产出出现了大幅但短暂的下降。

图 3 四次浪潮中新兴市场和发展中经济体的人均 GDP

第一次债务浪潮中，拉丁美洲和加勒比地区以及撒哈拉以南非洲地区的国家在债务危机爆发后，人均经济增长出现长期停滞。第二次浪潮中，东亚和太平洋地区的快速增长因 1998 年的亚洲金融危机而中断，但增长很快就恢复了。第三次浪潮中，欧洲和中亚地区的增长在整个时期都很强劲，但在危机来袭的最后一年有所下降。



资料来源：世界银行。

注：EAP = East Asia and Pacific 东亚和太平洋地区；ECA = Europe and Central Asia 欧洲和中亚地区；LAC = Latin America and the Caribbean 拉丁美洲和加勒比地区；SSA = Sub-Saharan Africa 撒哈拉以南非洲地区

货币贬值。在第一次和第二次浪潮中，当汇率大多是固定的或爬行的钉住汇率时，货币贬值幅度大得多，而且更为常见，在面对投机性攻击时常常手足无措。到了第三次浪潮，更多的国家采取了灵活的汇率制度，从而降低了货币一开始就大幅高估的可能性。

通货膨胀。危机后的通货膨胀在第一次浪潮中上升得幅度较大，而在第二次中上升的幅度较小。在某种程度上，它与货币贬值幅度相联系。同时这也反映了之后货币框架的改善——朝着通货膨胀目标制和独立的中央银行方向发展，这有助于锚定通胀预期（Ha, Kose 和 Ohnsorge 2019）。

第二章：第四次债务积累浪潮

自 2010 年以来，新一轮债务积累浪潮开始了，新兴市场和发展中经济体的债务总额已从 2010 年占 GDP 的 114% 增长至 2018 年的近 170%，创历史新高。这种增长伴随着向非传统债权人和金融机构以及资本市场借款的转变。与先前的浪潮一样，第四次浪潮中新兴市场和发展中经济体不断出现漏洞。

新兴市场和发展中经济体的第四次债务积累始于 2010 年。它涉及广泛的地区和借贷部门。债务积累伴随着新兴市场和发展中经济体十年来的低迷增长（Kose 和 Ohnsorge 2019）。发达经济体金融部门的变化也推动了债权人向新兴市场和发展中经济体的政府和公司转变。本章探讨如下问题。

- 第四次债务积累是如何演变的？
- 第四次债务积累的原因是什么？

1. 债务演变

基础广泛的公共和私人债务积累。自 2010 年以来，新一轮债务积累浪潮正在进行。新兴市场和发展中经济体的债务增长尤其迅速，政府债务与私人部门债务的增加相伴而生。新兴市场和发展中经济体的总债务从 2010 年占 GDP 的 114% 增长到 2018 年的近 170%（Kose 等 2019）。除南亚地区大致持平外，所有新兴市场和发展中经济体的债务与国内生产总值的比率都有所上升，在 80% 的新兴市场和发展中经济体中，超过三分之一的国家这一比率至少增加了 20 个百分点。不包括危机后公司债务飙升的中国，新兴市场和发展中经济体的债务总额占 GDP 的比重在 2018 年已上升至创纪录的 107%。自 2016 年以来，不包括中国在内的新兴市场和发展中经济体的债务增长速度有所放缓，私营部门债务的小幅下降抵消了政府债务的小幅增长。但这掩盖了地区之间的巨大差异，拉丁美洲和加勒比地区以及撒哈拉以南非洲地区的债务占 GDP 比率大幅上升，而这一比率在

欧洲和中亚地区以及中东和北非地区则下降。

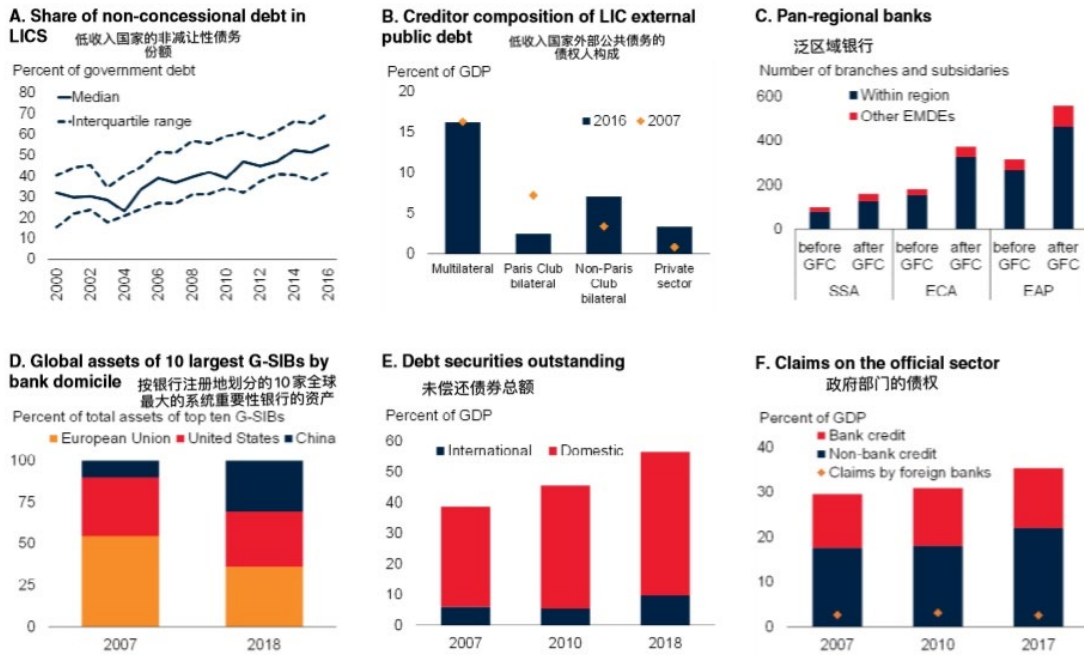
- 政府债务。自 2010 年以来，EMDE 政府债务占 GDP 比重平均增长了 12 个百分点，至 2018 年底这一比例达到 50%。在此期间，EMDE 国家中四分之三政府债务占国内生产总值的比重上升，其中近 60% 的国家至少上升了 10 个百分点。在 2014 年大宗商品价格暴跌（特别是石油价格）后，随着收入下降和大规模财政刺激措施导致财政赤字激增，大宗商品出口国的政府债务明显增加（世界银行 2018c）。
- 私人债务。全球金融危机以来，私营部门也迅速积累了债务，特别是在中国。在 2011-2018 年期间，大约五分之二的新兴市场和发展中经济体见证了私营部门至少一年的信贷繁荣（Ohnorge 和 Yu 2016; 世界银行 2016a）。中国的债务增长主要集中在少数几个领域，特别是房地产、采矿业和建筑业，以及国有企业。

转向高风险债务。在许多新兴市场和发展中经济体，政府债务和私人债务都已转向风险较高的资金来源，使得这些国家更容易受到全球投资者情绪恶化的影响（图 4）。

- 政府债务。伴随着政府债务的增加，非居民投资者所占份额不断增加（2018 年增至 43%）对非减让条款的依赖程度也日益增加。自 2010 年以来，许多新兴市场和发展中经济体的主权评级被下调。这增加了新兴市场经济体银行的脆弱性，因为有证据表明主权风险敞口有所增加（Feyen 和 Zuccardi 2019）。
- 私人债务。根据现有数据，新兴市场和发展中经济体中以外币计价的公司债务占 GDP 的比例已从 2010 年的 19% 上升到 2018 年的 26%，尽管在此期间，其占公司债务总额的比例仍保持在 40% 左右（国际金融协会 2019b）。到 2018 年底，三分之一的新兴市场和发展中经济体的外币计价公司债务超过 GDP 的 20%。此外，财务风险较高的公司所欠的公司债务比全球金融危机之前要多，因为支持性融资条件使公司能够发行更多信用质量较差的债务（Beltran 和 Collins 2018; Feyen 等 2017）。

图 4 第四次浪潮的债务发展

低收入国家的非巴黎俱乐部双边主权贷款和非减让性贷款大幅增加。随着总部位于欧洲和美国的银行缩减了在新兴市场和发展中经济体的业务规模，向新兴市场和发展中经济体提供的跨境银行贷款转由总部设在新兴市场和发展中经济体的银行提供。新兴市场和发展中经济体的公司和主权借款人越来越多地转向资本市场筹集新债务。



资料来源：国际清算银行； Claessens 和 van Horen, 2014；国际货币基金组织；世界银行。

低收入国家的政府债务。在低收入国家，债务也转向了非减让性、非巴黎俱乐部的双边债权人，特别是中国以及过去十年的商业银行（世界银行 2018b；世界银行和国际货币基金组织 2018a）。2016 年，非巴黎俱乐部债务占低收入国家外债平均数的五分之一以上，约占其公共债务的 13%，这引发了人们对债务透明度以及债务抵押的担忧（Essl 等 2019）。

对低收入国家当前公共债务水平的估计也受到债务透明度有限的影响，包括与或有负债、国有企业债务和政府和社会资本合作（PPP）交易以及低收入国家政府持有的资产有关的问题。对于所欠商业和非巴黎俱乐部债权人的债务，这些数据限制尤其严重。不良的数据覆盖率可能导致债务突然增加，例如当亏损的国有企业的债务转移到中央政府的账簿上时。例如，在莫桑比克和刚果共和国，未报告债务的披露导致官方债务数字大幅上调，从而产生债务困扰（货币基金组织 2018a）。59 个符合国际开发协会借款条件的国家中，只有三分之一报告了私营部门的外债统计数据（世界银行和货币基金组织 2018b）。

债权人的构成变化。全球金融危机以来，新兴市场和发展中经济体的借贷已转向资本市场和地区银行，而非全球银行。债券发行允许企业能够在银行信贷紧缩或与银行贷款期限不同时进行融资（Cortina, Didier 和 Schmukler 2016）。随着全球金融危机后大型国际银行在新兴市场和发展中经济体缩减支出，新兴市场和发展中经济体地区银行的作用也日益增强（国际清算银行 2018；Feyen 和 Gonzalez de Mazo 2013）。随着大型国际银行的业务紧缩，向新兴市场和发展中经济体提供的跨境银行贷款转向了总部位于新兴市场和发展中经济体的银行，这

极大地扩展了它们的区域业务，尤其是在撒哈拉以南非洲地区（Cerutti 和 Zhou, 2017, 2018; IMF 2015b; 世界银行 2018c）。

2013 年至 2017 年间，中资银行占新兴市场和发展中经济体对新兴市场和发展中经济体贷款的三分之二，占同期对撒哈拉以南非洲地区跨境贷款的大部分，总额占平均国内生产总值达到 10% 以上（Cerutti, Koch 和 Pradham 2018; Dollar 2016）。其他新兴市场和发展中经济体的银行也增加了在各自区域内对新兴市场和发展中经济体的业务。中东和北非地区是一个明显的例外，该地区由于石油收入下降而造成经常账户盈余下降，降低了该地区将储蓄从高收入石油出口国的重新分配给经常账户赤字持续的低收入新兴市场和发展中经济体的能力（世界银行, 2019b）。

在撒哈拉以南非洲地区，总部位于多哥、尼日利亚和南非的银行业务迅速扩展至其他新兴市场和发展中经济体（Arizala 等 2018 年）。在欧洲和中亚地区，随着西欧银行的退出，俄罗斯银行在危机后扩大了在该地区的业务。拉丁美洲和加勒比地区是一个例外，随着国内银行从外国贷款人手中获取资产，国内银行的作用日益增强，而不是该地区其他国家的银行。新兴市场和发展中经济体银行的区域扩张尚未达到危机前从发达经济体进行跨境借贷的规模。

最后，新兴市场和发展中经济体中的国内机构投资者持续增长，为国内储蓄提供了潜在的稳定前景。截至 2016 年底，新兴市场和发展中经济体中的养老基金和保险公司的资产占 GDP 的比重已增长至 46%。此类资产仅相当于银行和非银行金融系统资产的一半左右（世界银行 2019c）。

2. 债务积累的因素

不断发展的金融工具。最新一轮浪潮与国内债务的重要性日益增加有关，而外债的增长速度比前几次浪潮中受影响最严重的地区要慢。第四次浪潮中，资产管理公司等国际投资者对新兴市场和发展中经济体债券的需求不断上升（Shin 2014）。国内债券发行量急剧上升，特别是在大型新兴市场和发展中经济体，而一些新兴市场和发展中经济体发行了异常长期的（50 年和 100 年期）国际债券，包括 2010 年的墨西哥和 2017 年的阿根廷。在过去的十年里，超过 20 个新兴市场和发展中经济体首次进入国际资本市场。新的前沿市场债券指数，如摩根大通 2011 年推出的 NEXGEM 指数或摩根士丹利资本国际 2007 年推出的前沿市场指数，促进了国际资本市场准入，并扩大了迄今为止只有间歇性资本市场准入资格的国家的投资者基础。

2007 年底至 2018 年底，通过债券融资的公司债务份额占总贷款的比例从 16% 上升至 25%。这一数字包括在国际和国内债务市场发行的债券。2007 年至 2018 年间，新兴市场和发展中经济体发行的国际债券数量增长了三倍多。不包括中国

在内的国内债券发行量占国内生产总值的比重从2007年的33%增加到2018年的47%。

新兴市场和发展中经济体的主权借款人也更加依赖资本市场。从2007年到2017年，新兴市场和发展中经济体的政府发行的债券占GDP的份额平均增长约4.4个百分点，达到GDP的22%。在撒哈拉以南非洲地区，欧洲债券的发行量有所增长，其中有多个国家首次进入该市场。国内债券市场，特别是在东亚和太平洋地区，主权债券的发行增长尤其迅速（G20 IFAWG 2018）。在一些新兴市场和发展中经济体，非居民投资者持有本币主权债券的比例超过30%，使得这些经济体更容易受到投资者信心突然转变的影响（G20 IFAWG 2018）。

基础设施债券和绿色金融债券等新的融资工具，刺激了对特定新兴市场和发展中经济体行业的贷款，而银行曾是这些行业的主要资金来源（金融稳定委员会2018a；麦肯锡全球研究所2018）。然而，由于跨境贷款大幅减少和金融部门更严格的危机后监管（G20 2013；Kose和Ohnorge 2019），新兴市场和发展中经济体的基础设施融资总体上有所下降。

利率很低，增长乏力。第四次浪潮中，由于各国央行采取了包括负政策利率和量化宽松在内的非常规货币政策，利率一直处于非常低的水平。这导致投资者积极寻求收益率、大量资本流向新兴市场和发展中经济体以及债券息差的大幅下降。当前，发达经济体约四分之一的公司和主权债券以及波兰和匈牙利发行的一些外币外国债券的收益率为负。2017年，新兴市场企业债券和主权债券的利差均创下历史新低，从而推动了借贷。所有新兴市场和发展中经济体（包括低收入国家）的公司债券发行平均利差均下降。评级较低的公司债券息差也有所下降。

第四次浪潮中债务迅速积累的另一个原因是，经济增长急剧放缓，新兴市场和发展中经济体的财政状况堪忧，并导致其增加借贷以维持当前的支出水平。在大宗商品价格暴跌之后，大宗商品出口国的政府债务水平飙升，尤其是在2014年油价暴跌之后，推动了新兴市场和发展中经济体债务（不包括中国）在当前浪潮后阶段（世界银行2018a）的大部分增长。

规模不断扩大的非银行金融中介。当前浪潮中，新兴市场和发展中经济体中的影子银行业务也显著增加。影子银行是指发生在受监管金融体系之外的非银行金融中介，可以为经常无法获得银行信贷的高风险借款人提供信贷。影子银行在全球衰退前规模很小，但在许多新兴市场和发展中经济体中迅速发展，特别是在中国和印度等大型经济体中（国际货币基金组织2014）。在这两个国家，非银行金融机构的资产目前占金融系统总资产的三分之一以上。仅在中国，这一比例在过去十年中已翻了一番以上，其非银行金融部门的规模和复杂性正变得与发达经济体相当（Ehlers等2018）。

与银行相比，对非银行金融机构的监管放宽了十年，再加上其规模的快速增长，加剧了非银行金融机构的到期错配和信用风险（国际货币基金组织 2018c）。由于与银行的相互联系，非银行的金融压力可能会迅速蔓延至金融体系的其他部分（金融稳定委员会 2017, 2018b, 2019; Pozsar 等 2013）。最近，中国对非银行机构的监管和监管变得更加严格，印度最大的非银行机构之一也出现了违约，这已经为这些经济体的私营部门创造了更为严格的金融条件（国际货币基金组织 2019b）。

本文原题为“The Fourth Wave Rapid Debt Buildup”。本文为世界银行于 2020 年 1 月出版的《全球经济展望》的部分内容。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

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

网址：<http://www.voxeu.org/>

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

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

网址：<http://www.piie.com/>

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

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

网址：<http://www.csis.org/>