

# 全球智库半月谈

新冠病毒在非洲：好消息和坏消息

中国的海外贷款和迫在眉睫的发展中国家债务危机

美联储竭力挽救公司债市场

COVID 引发的经济不确定性

高通胀并非完全不可能

G20 重回国际协调舞台的中心

意大利需要解决债务可持续性问题的

本期编译

安婧宜

桂平舒

刘铮

申劭婧

史明睿

宋海锐

熊春婷

杨茜

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

<b>顾问</b>	张宇燕			
<b>首席专家</b>	张 斌		姚枝仲	
<b>团队成员</b>	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

<b>组 长</b>	张宇燕			
<b>召集人</b>	徐 进		<b>协调人</b>	彭成义
<b>团队成员</b>	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](mailto: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

## 新冠病毒在非洲：好消息和坏消息 ..... 7

导读：新冠肺炎给世界各地都带来巨大影响，非洲大陆也不例外。从悲观态度看，疫情使得非洲遭受人力损失、经济衰退、面临仇外情绪抬头等一系列问题，但同时也不无好处，例如国家机制开始变革，技术力量被重视，公益事业走向新高度等。总之对于非洲，新冠肺炎带来的改变喜忧参半。

## 中国的海外贷款和迫在眉睫的发展中国家债务危机 ..... 11

导读：COVID-19 造成了严重的经济破坏，主要体现在发展中国家。当前，经济衰退、大宗商品价格低迷、跨境贸易崩溃以及金融市场向安全地方转移，这些都为 1930 年代和 1980 年代债务危机的重演奠定了基础。本文通过新数据集对中国海外贷款进行分析，结果显示发展中国家对中国的负债比以前所知的要多得多。为最脆弱的国家提供有意义的债务减免应包括欠中国的债务。

## 债务与生产力脱钩——非生产性债务损害实体经济 ..... 16

导读：非生产性债务和银行体系的崩溃被认为是发达国家实体经济遭遇金融危机的主要原因。货币和权力的集中以及疏于监管的金融市场严重阻碍了经济资源有效分配到生产性领域。追求无风险回报必然导致财富通过一个失败的银行体系转移，这一体系与对冲基金和全球财富管理集团合作，为其客户寻求低风险和高回报。人们认为，高负债国家几乎不存在有利于经济发展的条件，浪费性金融不可避免地带来金融危机和衰退。无风险回报的承诺导致金融中介机构将资金直接投资于现有资产，而不是投资实体经济以创造新财富。

## 解密债务动态 ..... 30

导读：本次新冠疫情必然会带来更高的债务水平，评估经济体的债务可持续性变得更加重要。债务与国内生产总值的比率是评价债务可持续性的最常用指标，但也应该考虑社会债务总存量、债务承担能力、债务到期、债权债务关系方、外国资产净值头寸等其他指标。

## COVID 引发的经济不确定性 ..... 36

导读：对决策者而言，评估 COVID-19 大流行的经济影响至关重要，但具有挑战性，因为危机的发展极为迅速。我们确定了三个指标——股票市场波动率、基于报纸的经济不确定性和商业预期调查中的主观不确定性——这些指标提供了实时的前瞻性不确定性度量。我们使用这些指标来记录和量化过去几周经济不确定性的大幅上升。我们还将说明如何将这些前瞻性度量用于评估 COVID-19 危机对宏观经济的影响。具体来说，我们将 COVID 引起的最初的不确定性冲击引入到由 Baker, Bloom 和 Terry (2020) 开发的估计灾难影响模型中。

我们的研究表明，截至 2020 年第四季度，美国实际 GDP 将同比下降近 11%，在 90% 的置信区间中甚至下降了近 20%。此研究表明，在预期的产出下降中，约有一半反映了 COVID 引起的不确定性的负面影响。

## 基于全球自由贸易港区的调研分析新冠对全球经济的影响 ..... 42

导读：2020 年春季，COVID-19 病毒席卷了全球。受此影响，预计全球各国所实施的防疫措施将使全球贸易量大幅下降，其中尤其对德国等严重依赖出口的国家，影响将更加强烈。全球贸易的很大一部分是建立在分布在世界各地的自贸区上的。在这一背景下，基尔研究所与全球自由贸易港区展开了合作，并于 4 月初进行了一次特别调查。结果显示，全世界几乎所有的自贸区或多或少都已受到了新冠疫情的冲击，而且在今后的几个月中，经济活动可能会进一步受到限制。原因是各国所采取的公共卫生措施、全球总需求下降、供应链中断、金融环境恶化等均会影响经济活动。其中亚洲的预期最为悲观，其次是拉丁美洲。前者主要受供应链中断的影响较大，后者的经济活动则主要受制于金融环境恶化。

## 高通胀并非完全不可能 ..... 47

导读：投资者对于未来会发生通胀还是通缩有不一致的看法。本文作者认为，根据传统通胀框架，发达经济体未来发生高通胀的可能性不太大。但是，由于此次疫情史无前例，未来如果三个小概率事件同时达成，即有可能发生通胀。

## 美联储竭力挽救公司债市场 ..... 49

导读：美联储果断的政策行动和重要的监管改革使得几个主要的金融市场经受住了迄今为止最严重的大流行疾病冲击。然而，企业债券市场迄今仍缺乏类似的、明确的支持政策，这引发了对美联储应对债券市场长期结构和构成问题的质疑。

## 全球治理

## G20 重回国际协调舞台的中心 ..... 54

导读：对于 4 月召开的 G20 财长和央行行长会议，各界都抱有很高期待。本次会议同意暂缓最不发达国家的债务，但就 IMF 特别提款权（SDR）的重新分配问题未达成一致。笔者认为，考虑到当前的国际环境，能够达成这样的成果也是来之不易的。更重要的是，本次会议昭示着，G20 正在重回全球合作舞台的中心。

## 经济政策

## 意大利需要解决债务可持续性问题的 ..... 57

导读：4 月 23 日的欧盟领导人峰会将会十分艰难，但意义重大。在欧洲预算的担保下，1 万亿欧元的疫情后复苏基金(post-recovery fund)取得了突破，以满足成员国不同的需求，对此乐观情绪有所升温，但仍存在诸多障碍。

本期智库介绍 ..... 59

## 新冠病毒在非洲：好消息和坏消息

Judd Devermont & Simon Allison /文 申劭婧/编译

导读：新冠肺炎给世界各地都带来巨大影响，非洲大陆也不例外。从悲观态度看，疫情使得非洲遭受人力损失、经济衰退、面临仇外情绪抬头等一系列问题，但同时也不无好处，例如国家机制开始变革，技术力量被重视，公益事业走向新高度等。总之对于非洲，新冠肺炎带来的改变喜忧参半。编译如下：

毫无疑问，新冠病毒大流行给非洲和世界各国带来巨大变化。后新冠肺炎时期非洲会是什么样子？让我们一起来看看吧，应该不全是坏消息（尽管坏消息很多）。

### 悲观主义者眼中的新冠肺炎

#### 人力损失

截至5月1日，非洲大陆已确认37393例新冠肺炎病例，其中1598例死亡。这些数字之后可能会变得更糟。伦敦帝国学院的模型表明，即使在最好的情况下，到今年年底，欧洲大陆仍将有约30万人死于新型冠状病毒。这是一个无法估量的损失。

#### 大衰退

新冠肺炎带来的国家封锁措施正在限制该地区的经济发展，使得数十年的增长停顿，危及生活在贫困线附近及以下的许多非洲人的生命。4月初，世界银行表示，这种病毒正在推动非洲大陆走向25年来的首次衰退。国际金融机构预测，经济增长将大幅下滑，具体来说会从2019年的2.4%降至2020年的-5.1%。世界银行指出，贸易和价值链受到破坏、包括汇款在内的外国资金流动减少、感染和死亡风险及政府采取的封闭和缓解疫情措施是经济危机的罪魁祸首。非洲人民付出的代价可能是非常可怕的。联合国表示，疫情可能导致约2000万个工作岗位消失，面临严重粮食不安全问题的人数可能翻一番。卢旺达总统 Paul Kagame 警告说，要从新冠肺炎带来的经济后果中恢复过来，可能需要一代人时间。

#### 仇外情绪上升

对这种疾病蔓延的恐惧引发了另一场针对在非外国人和在中国非洲人的丑陋的仇外浪潮。消息传出后，针对中国公民的仇外言论有所上升。一名肯尼亚政治家说，中国人应该被当场砸伤，还有一些中国人因为担心冠状病毒而受到骚扰和恐吓。仇外势力随后在喀麦隆和埃塞俄比亚抬头，网上骚扰、投掷石块和撞伤外派员工车辆的事件开始见诸报端。在中非共和国和南苏丹，联合国不得不对其工作人员实行宵禁，因为报纸和社交媒体宣称外国人应该对新冠肺炎在这些国家的传播负责。与此同时，在中国，非洲人被赶出家门，被拒之门外，在广州的餐

馆里被拒绝服务。

### 新冠肺炎腐败

本区域内各国政府和国际伙伴在此期间提供了大量资金和物资供应，这为腐败提供了新的机会。4月初，乌干达逮捕了四名政府高级官员，因为此前有报道称他们抬高了新冠肺炎救济食品的价格。从西非埃博拉疫情的经验来看，整个区域存在更多偷窃和敲诈勒索的风险。2019年，塞拉利昂启动了一项早该进行的调查，目的在于揭露本该用于支持该国埃博拉应对的数百万美元资金最终去向何方。透明国际本月警告说，“腐败往往在危机时期猖獗，尤其是在机构和监督薄弱、公众信任度低的时候”。

### 不受约束的极端分子

这一流行病对地区政府造成的瘫痪性影响被非洲极端分子利用，造成了恐怖袭击和极端宣传的激增。欧洲的极端分子在疫情期间奉行安全第一的原则，与此相反，非洲的基地组织分支机构，伊斯兰国(IS)分支以及博科圣地(Boko Haram)却继续毫无拘束地开展行动。伊斯兰国在莫桑比克北部发起的叛乱袭击了两个区府，这是该组织自2017年成立以来最大胆的行动。博科圣地在乍得历史上最致命的袭击中打死了92名士兵。在萨赫勒，基地组织最近绑架了马里的主要反对派领导人。极端分子可以得益于政府军的分散，因为其中一些部队被调派执行封锁措施，而且现在没有了国际维和人员和士兵，因为他们的轮调因为疫情已经暂停。博科圣地和青年党已将新冠肺炎纳入其宣传工作。博科圣地领导人Abubakar Shekau最近嘲笑他的对手说：“我们有抗体，而你有冠状病毒。”

### 新闻陷入困境

目前，在世界任何地方当记者都很艰难，非洲也不例外。这一流行病的经济影响导致广告收入急剧下降，为新闻付费的观众也在苦苦挣扎——在东非，报纸发行量在过去几个月里减少了一半。新闻编辑室努力做到每月发放工资。在一些国家，媒体公司已经开始削减工资和裁员。这对本已脆弱的媒体行业来说是一个毁灭性的打击，它可能永远不会完全恢复。而此时，可靠、可信的新闻从未如此重要。

### 其他呢？

在4月24日的新闻发布会上，世界卫生组织(WHO)非洲主任Matshidiso Moeti警告说，明年疟疾死亡人数可能会翻一番，从36万增加到76.9万人。这是在做出防治疟疾的公共卫生干预措施因这一流行病而严重中断的假设后得出的最坏预测。不过，Moeti的观点其实不止如此：她担心全力聚焦于新冠肺炎意味着其他威胁将得不到控制。这适用于健康领域——疟疾尤其令人关切，也适用于其他灾害，包括洪水、饥荒和粮食威胁。更何况蝗灾目前占据着东非的大片地

区：成群的蝗虫每天能吃下相当于自己体重的粮食，且其体积每三个月就增加 20 倍。各国政府对这一流行病的关切不能以对其他一切置之不理为前提。

### 乐观主义者眼中的新冠肺炎

#### 新福利国家

自独立初期以来，非洲各国政府就开始进行工程宏大的社会福利项目和工人保护计划。根据总部设在北京的“发展改造”计划，44 个国家已经启动了 150 多个项目为本国人民提供救济。这些改革项目包括免除公用事业费用及实物和现金转移。这些计划对卫生工作者都有特别优待，如埃塞俄比亚政府正在为其购买人寿保险；在加纳，卫生工作者可免交三个月的税款。大多数国家还出台了一系列保护当地企业的措施，包括降低新贷款利率、对雇员的工资补贴以及延长公司纳税期限等。4 月中旬，南非总统拉马福萨宣布了一项价值 5000 亿南非兰特（约占该国国内生产总值 10%）的刺激计划，以启动企业，帮助穷人。

#### 技术解决方案

非洲人已经开始利用技术来度过经济和卫生危机，采用数字解决方案来工作、进行金融交易、学习并与世界保持联系。在尼日利亚，Zoom 和微软 Teams 成为谷歌热搜词。加纳和其他西非政府正在免除一些移动货币账户的注册和转账费用。塞内加尔推出了一个在线学习平台，南非各大学正在为学生提供软件包。卢旺达正在部署无人驾驶飞机来分发药品，发布公共服务公告。非洲的互联网普及率可能仍然相对较低，但这一流行病有望刺激更多的网络接入和创新。

#### 财富福音

该地区最富有的人已经加入反新冠肺炎的斗争，预示着非洲大陆慈善事业新时代的开始。非洲首富 Aliko Dangote 和其他尼日利亚商业大亨发起了反新冠肺炎联盟，以抗击尼日利亚的新冠肺炎大流行。几天之内，该基金就收到了来自 53 个人、银行和公司的 6500 多万美元的捐款。南非最富有的家族：鲁珀特家族和奥本海默家族，以及矿业大亨 Patrice Motsepe 的集团各自贡献了 10 亿兰特，以帮助小企业及其员工抵御冠状病毒大流行的影响。埃塞俄比亚和津巴布韦也有类似高调慈善捐款的例子。

#### 承认罪责

一些非洲领导人开始约束其残暴的军队和肆无忌惮的高官，提高了本来就极低的问责标准。在一些关于安全部门过度使用武力以确保公众遵守新冠肺炎公共卫生措施的报道见诸报端后，少数领导人已道歉并展开调查。肯尼亚总统肯雅塔告诉国民，他对警方造成的暴力事件感到抱歉。在南非，拉马福萨任命了一名监察员，专门负责调查虐待指控，博茨瓦纳总统马西西和科特迪瓦总统同样如此。此外，拉马福萨和马西西还谴责了违反封锁令的政府官员。虽然这些谴责从未有

过，而且并未出现在所有国家，但它们还是这个一向缺乏问责制的区域进步的一个重要里程碑。

### 崭新的自信领导

非洲领导人在国际关系中显示出了底气，坚持公平对待该地区公民，并缓解其经济困境。尽管这些姿态并非前所未有的，但非洲对外国伙伴的告诫态度很少像现在这样公开有力。几位总统及非洲联盟委员会主席穆萨纷纷谴责美国总统特朗普对世卫组织的攻击，非洲大陆对华人在广州对非洲人的种族主义谴责则更加强烈。非洲官员向中国外交官发起进攻，叱责中国国内的行为，捍卫非洲尊严。与此同时，非洲领导人要求在减免债务和救助的谈判桌上拥有一席之地。拉马福萨组建了一个包括 Donald Kaberuka, Trevor Manuel, Ngozi Okonjo-Iweala 和 Tidjane Thiam 在内的全明星团队，向 G20、欧盟和其他国际金融机构施压，要求提供包括经济刺激计划在内的“具体支持”，以帮助该地区脆弱的经济。

### 非洲联盟的远见

非盟招致了很多批评——其中一些是有道理的。但是，在西非埃博拉疫情之后，这个机构在 2017 年建立非洲疾病预防控制中心（非洲 CDC）的远见卓识值得高度赞扬。虽然非洲疾病预防控制中心仍是一个年轻的组织，但它在为国家元首制定建议和指导方针，以及提高测试能力方面发挥了关键作用。2 月初，只有两个非洲国家有能力检测这种新型冠状病毒。到 3 月份，这个数字已经上升到 46 个。虽然非洲疾病预防控制中心向领导人提出的建议反映了世卫组织（这两个组织密切合作）的建议，但重要的是，这是一个设在非盟内部，由非洲经营、主导的机构。这意味着非洲领导人更有可能信任和执行这一机构的建议。现在，非洲大陆已经开始享受这种信任带来的好处。

### 推翻成见

除了一些引人注目的例外——坦桑尼亚是最明显的例子——大多数非洲国家对这一前所未有的公共卫生威胁的反应比许多西方国家都更好，他们组织更有力、更了解情况并且执行得更好。尽管大多数非洲国家政府拥有的资源相比富裕国家来说都微不足道，但领导人们期待科学家和公共卫生专家为其决策提供信息，并很早就采取了相当坚决的行动。毫无疑问，这减缓了这一流行病在非洲大陆的蔓延趋势，还创造奇迹，推翻了那些老套且不实的对非洲领导人能力不足的成见。

---

本文原题为“Covid-19 in Africa: The Good News and the Bad”。本文作者 Judd Devermont 为 CSIS 非洲项目的主管，Simon Allison 为每日电讯和卫报的非洲事务编辑。本文于 2020 年 5 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 中国的海外贷款和迫在眉睫的发展中国家债务危机

Sebastian Horn, Carmen Reinhart 和 Christoph Trebesch /文 杨茜/编译

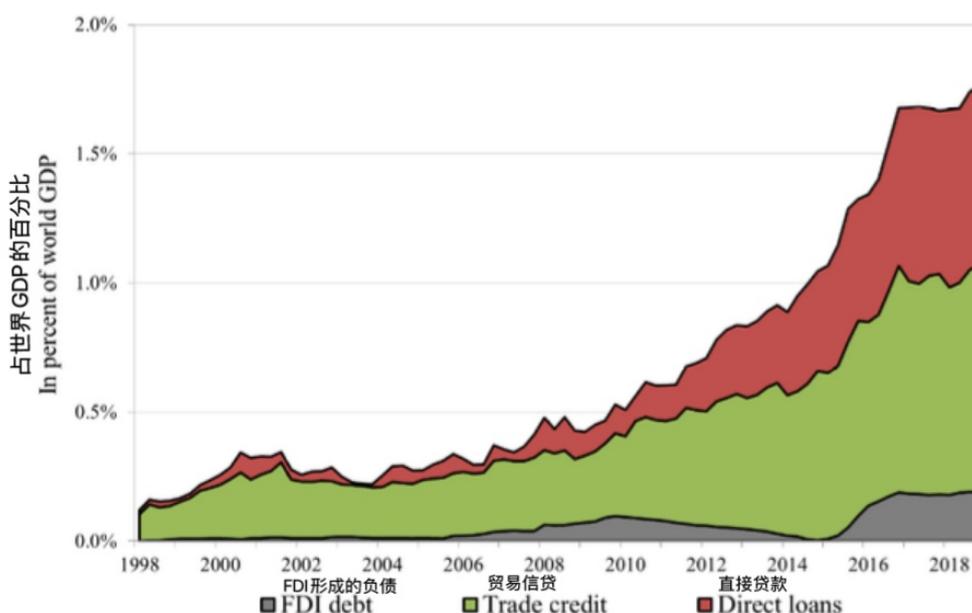
导读：COVID-19 造成了严重的经济破坏，主要体现在发展中国家。当前，经济衰退、大宗商品价格低迷、跨境贸易崩溃以及金融市场向安全地方转移，这些都为 1930 年代和 1980 年代债务危机的重演奠定了基础。本文通过新数据集对中国海外贷款进行分析，结果显示发展中国家对中国的负债比以前所知的要多得多。为最脆弱的国家提供有意义的债务减免应包括欠中国的债务。编译如下：

中国在全球贸易中的主导作用是众所周知的（例如 Autor 等（2016），Acemoglu 等（2014）），但其在国际金融领域的影响力仍然相对模糊，主要原因是缺乏透明度和数据。

由于 COVID-19 大流行病几乎使全球经济陷入瘫痪，中国海外贷款长期缺乏透明度的问题变得更为紧迫。许多发展中国家现在面临沉重的财政压力，已向国际货币基金组织寻求创纪录的紧急贷款。4 月中旬，二十国集团同意暂停双边债务（政府对政府），同时呼吁私人投资者效仿。但由于中国仍不愿加入官方债权人——巴黎俱乐部，因此中国计划减免债务的规模、时间和方式存在相当大的不确定性。

图 1 用官方国际收支数据显示了中国的海外贷款热潮。仅直接贷款和贸易预付款的未偿债务就从 2000 年占全球 GDP 的几乎为零上升到 2019 年的 1.5% 以上。贷款的激增主要为基础设施、采矿和能源领域的项目提供资金，但除了总额之外，我们所知甚少。

图 1 中国的海外借贷热潮



来源：Horn 等（2019），中国人民银行 BOP 统计数据和国际货币基金组织。

## 中国不透明的贷款

中国的贷款不透明，有以下几个原因：

- 中国政府尚未公布其海外贷款的明细。
- 中国不是巴黎俱乐部（Paris Club）或经合组织（OECD）的成员，这两个组织有共享双边贷款和贸易信贷流动数据的债权人报告制度。
- 商业数据提供商和信用评级机构专注于私人银行贷款和债券发行。

中国的许多贷款都流向了国有企业和特殊目的机构，这些机构的债务往往公开性较低，从而使透明度变得更加复杂。根据国际货币基金组织的数据，只有不到十分之一的低收入国家报告了政府以外的公共企业的债务。因此，债务国本身可能对它们从中国借款的总额以及在什么条件下借款不完全了解。

在 Horn 等（2019）中，我们解决了上述数据不足的问题，按照国家和年份进行分类，对相应的债务偿还和债务存量进行估计，建立了中国贷款的数据库。我们的“共识数据集”是精确的，来源很广泛，包括国际条约、债务合同、政策报告以及美国威廉玛丽学院的“援助数据”项目等学者的工作（Dreher 等人 2017）。我们整理了自 1949 年以来中国政府和国有债权机构向全球 150 多个国家提供的 5,000 笔贷款和赠款的详细信息，总额为 5,200 亿美元。

这份文件和数据库对关于中国贷款真实额度和性质的争论做出了贡献。例如，国际货币基金组织/世界银行（2020）最近的一份报告认为可能高估了各国欠中国的债务。然而，我们的结论恰恰相反；本文估计的债务总额应被视为一个下限。

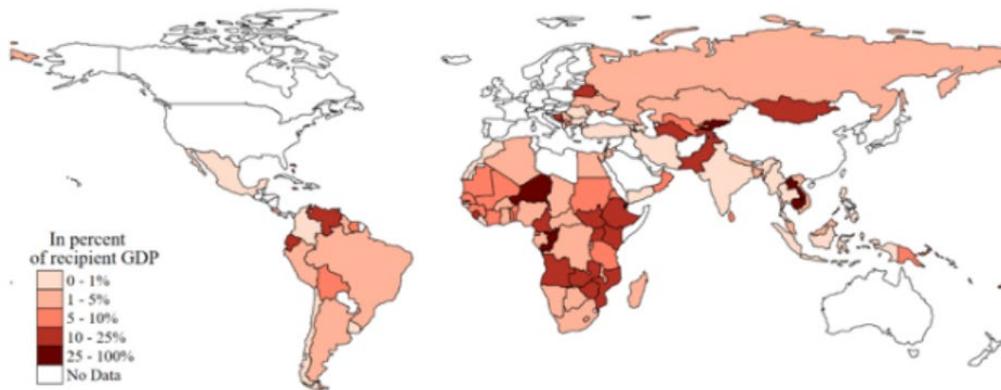
## 中国对发展中国家贷款的三大特征

首先，中国几乎所有的海外贷款都是官方的，从某种意义上说，是由中国政府和各类国有实体提供的。这使得中国成为迄今为止世界上最大的官方债权人，2017 年的未偿债权总额超过了国际货币基金组织、世界银行和巴黎俱乐部所有 22 个成员国政府的贷款账户总和。

其次，数据显示，中国倾向于以商业条款放贷，这意味着中国贷款的平均利率接近私人资本市场的利率。其他官方实体，例如世界银行，通常以优惠利率或零利率放贷，且期限更长。此外，许多中国贷款都要求有抵押品作为担保，这意味着债务偿还由收入（如大宗商品出口收入）担保。

第三，一些国家对中国的债务积累速度非常快。我们估计，风险敞口最大的 50 个国家欠中国的债务已从 2005 年不到债务国 GDP 的 1% 增加到 2017 年的 15% 以上。现在，这些国家中有十几个欠中国的债务至少占其名义国内生产总值的 20%。图 2 显示了地理分布。

图 2 对中国的外债：2017 年底（不包括证券资产和短期贸易信贷）



来源：Horn 等（2019）

### 从隐性贷款到隐性债务重组

我们的另一个重要发现是，中国向发展中国家提供的贷款比官方统计数字要多得多。我们将数据库与世界银行债务人报告系统的摘录进行比较，后者是构成世界银行和国际货币基金组织公布的最广泛使用的债务数据库的基础。具体来说，我们确定中国对发展中国家公共部门的援助存在未向世界银行报告的情况。

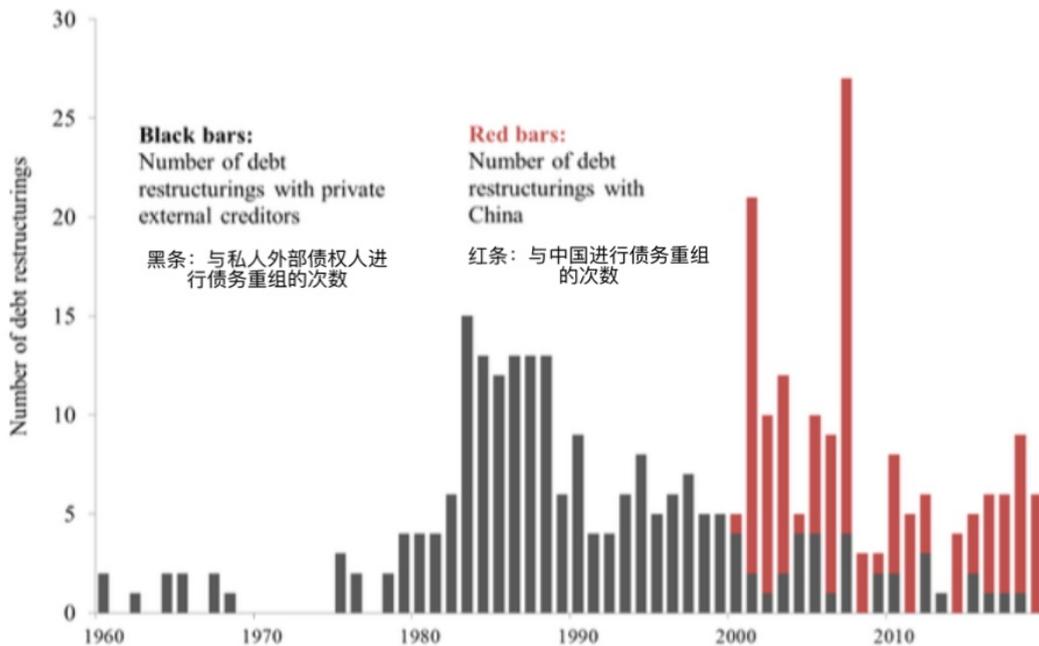
我们发现，中国向发展中国家提供的贷款中约有 50% 没有报告，这意味着这些贷款和相应的债务存量没有出现在“金本位”数据源中。截至 2016 年，来自中国的未报告贷款已增长至约 2000 亿美元。虽然未报告的贷款对中等收入国家来说很低，但它们与至少 24 个发展中国家的官方债务统计数字存在较大差异。

对中国的“隐性债务”可能在几个方面扭曲官方和私营部门的观点。当一个国家的部分债务不为人所知时，官方的监督工作就会受到阻碍。如前所述，在紧急债务减免工作中，评估偿还负担和财务风险需要详细了解所有未偿债务工具。

如果私营部门不能掌握政府所欠债务的真实额度，它很可能导致债务合同误判。由于许多中国官方贷款都有抵押条款，使这一问题更加严重，因为在出现还款问题时，中国可能会受到优先对待。结果是，私人债权人可能低估了其债权违约的风险，包括在蔓延的大流行病危机期间。

除了债务数据库之外，本文还记录了大量中国贷款的信用事件/债务重组，这些都没有出现在国际信用评级机构的报告中。自 2011 年以来，已有 24 个发展中国家调整了对中国的债务结构（见图 3）。虽然相关文件很少且不透明，但我们可以得出结论，中国的债务重组方式一直以延长债务期限为主，完全取消债务仅限于（极少数）零息贷款。

图 3 重组和债务减免：中国海外贷款与私人外债



来源：作者计算以及 Cruces 和 Trebesch（2013），Dreher 等（2017），Hurley 等（2018），Kratz 等（2019）和 Meyer 等（2019）。

### 早期繁荣-萧条的重复：1970-1980 年代的周期

中国的海外放贷热潮与早期的一些放贷热潮有许多共同特点，特别是在 1970 年代，西方银行向发展中国家提供的贷款额同样创下了记录。与过去 20 年向中国借款的国家一样，20 世纪 70 年代的借款国都是发展中国家和资源丰富的国家，其中许多国家几十年来都无法进入国际资本市场。过去和现在，贷款的目的都是投资于基础设施、资源开采行业或为其他可能促进增长的项目融资。此外，1970 年代的贷款大部分以美元计价，期限较短，其中的条款与中国大多数贷款非常一致。此外，当时许多银团贷款并未进入官方统计数据，透明度也是一个大问题。

大宗商品价格在 1979 年底开始暴跌，新贷款也开始枯竭，繁荣在 1980 年代初以主权债务违约浪潮结束。这些违约大多是经过长期谈判才得以解决，导致数十个国家陷入“失去的十年”。1930 年代的违约浪潮遵循着类似的低质量繁荣-萧条模式。

随着中国国内经济放缓和全球大宗商品价格下跌，中国的海外贷款最近开始放缓。与 2008-2009 年全球危机爆发时相比，在 2019 年底，甚至在大流行出现之前，中国和新兴市场国家的初始条件以及债务和增长基本面都比较薄弱。

### 未来的风险

COVID-19 危机引发了全球同步衰退、大宗商品价格暴跌（同时油价出现历史性暴跌）以及发展中国家的资本流动逆转。这些逆转以惊人的速度和规模展开，

让人回想起先前债务危机的发生。

中国的 GDP 在 2020 年第一季度出现历史性收缩，这与 3 月和 4 月发展中国家出现的“突然停滞”和资本外流相一致。随着国际贷款（包括中国在内）持续枯竭，许多政府将在展期现有债务和寻找其他替代融资方面面临严峻的问题。主权信用评级下调的次数在 2020 年飙升，几乎每天都有新的下调。新的违约和重组通常随之而来。同时处理这么多发展中国家岌岌可危的债务状况，是全球政策倡议的前沿。

迄今为止，中国已通过零散方式重组债务（逐案，仅涉及债务国政府），而巴黎俱乐部的各成员国、世界银行、国际货币基金组织和私人投资者则参与了协调一致、记录详尽的债务减免倡议。但如图 4 所示，如今，向最脆弱的国家提供有意义的债务减免都应包括欠中国的债务。此外，在当前情况下，透明度非常迫切，因为政府和私人债权人要求保证债务减免旨在应对 COVID-19 大流行，而不是偿还对中国的现有债务。

图 4 中国是发展中国家的最大官方债权国



本文原题为“China’s Overseas Lending and the Looming Developing Country Debt Crisis”。本文作者 Sebastian Horn 是慕尼黑大学的研究生，Carmen Reinhart 是哈佛大学肯尼迪政府学院国际金融体系 Minos A. Zombanakis 教授，Christoph Trebesch 是德国基尔世界经济研究所经济学教授。本文于 2020 年 5 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

## 债务与生产力脱钩——非生产性债务损害实体经济

Savvakis C.Savvides /文 刘铮/编译

导读:非生产性债务和银行体系的崩溃被认为是发达国家实体经济遭遇金融危机的主要原因。货币和权力的集中以及疏于监管的金融市场严重阻碍了经济资源有效分配到生产性领域。追求无风险回报必然导致财富通过一个失败的银行体系转移,这一体系与对冲基金和全球财富管理集团合作,为其客户寻求低风险和高回报。人们认为,高负债国家几乎不存在有利于经济发展的条件,浪费性金融不可避免地带来金融危机和衰退。无风险回报的承诺导致金融中介机构将资金直接投资于现有资产,而不是投资实体经济以创造新财富。编译如下:

### 1. 摘要

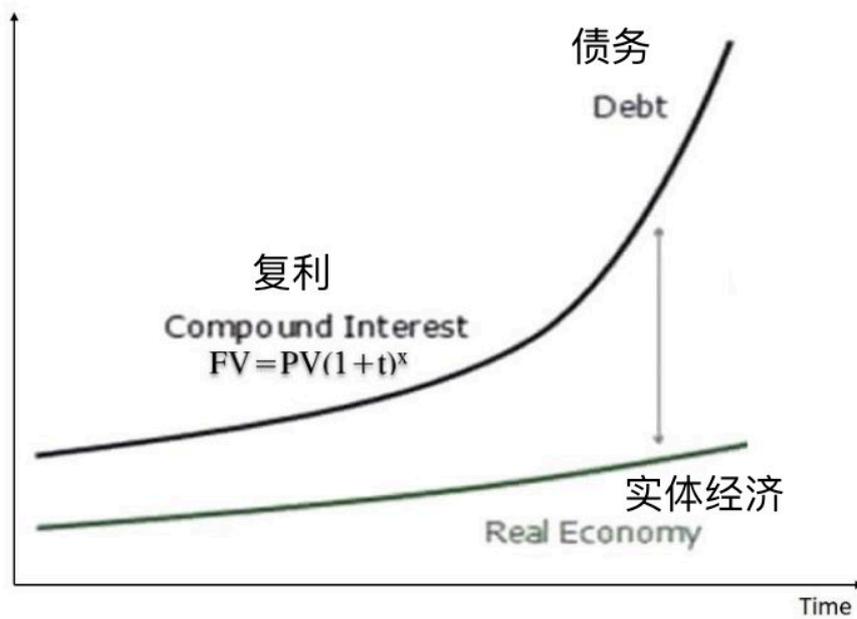
非生产性债务和银行体系的崩溃被认为是发达国家实体经济遭遇金融危机的主要原因。货币和权力的集中以及疏于监管的金融市场严重阻碍了经济资源有效分配到生产性领域。追求无风险回报必然导致财富通过一个失败的银行体系转移,这一体系与对冲基金和全球财富管理集团合作,为其客户寻求低风险和高回报。人们认为,高负债国家几乎不存在有利于经济发展的条件,浪费性金融不可避免地带来金融危机和衰退。无风险回报的承诺导致金融中介机构将资金直接投资于现有资产,而不是投资实体经济以创造新财富。

**关键词:** 经济发展, 偿债能力, 项目评估, 企业贷款, 信用风险

### 2. 债务对实体经济的损害

债务常常被描绘成推动经济增长的工具。不被广泛理解的是,如果不通过债务扩大货币供应量,就没办法支付应计利息。因此,如果我们认为所有债务和利息必须偿还,那么就只能继续向经济中注入更多的债务,其他别无选择。这听起来可能很奇怪,在债务已经过多的情况下,更多的债务为支付应计利息提供了必要的资金。然而,注入经济的贷款越多,就越需要潜在可行的投资,以便创造附加值,实现实体经济增长。因此,关键的问题是,如何才能将这种成倍增长的债务及相伴而来的股本转换为生产性资本投资?答案是不可能。即使在正常情况下(市场主体没有负债累累),发达国家的实际增长充其量也只能以近似线性的方式进行(见图1)。债务和实体增长的差距造成了泡沫和金融危机,挥之不去的债务阻碍了实体经济的复苏。

图1 债务成倍增长



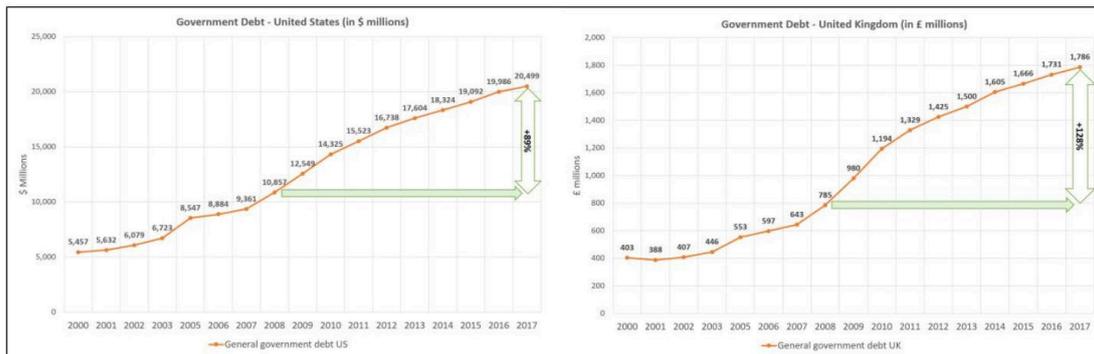
此外，这种爆炸性、失控的债务增长最终将导致浪费性支出和财富流向少数人，而不是为整个社会创造新的财富。这就是为什么我们预计全球经济体将缓慢滑向经济衰退。

### 3. 世界债务失控式增长

一个令人担忧的现象是，自2008年金融危机以来，债务一直在增长。麦肯锡全球研究所（MGI）报告（2015）指出，从2007年到2014年，全球债务增长了57万亿美元，导致债务占GDP的比率提高了17个百分点。报告还指出，“自2007年以来，没有一个主要经济体降低了债务占GDP的比率”。

分析进一步指出，2014年，政府债务以一个可怕的复合年增长率（9.3%）大幅增长。这还不包括“隐形的”非抵押债务（如养老金和社会保险缴款）。根据Kotlikoff（2013年）的数据，美国正面临着超过200万亿美元的非抵押债务，约为官方政府债务的9倍。非抵押政府债务不仅高得惊人，而且令人担忧，因为政府将不得不向人民征税，以便能够偿还他们从人民那里“借”来的钱。图2以美国和英国为例，展示了政府债务的急剧增长——自2008年金融危机以来，两国政府债务增加了一倍左右（分别增加了89%和128%）。此外，如果将2017年的政府债务水平与2000年相比，增幅接近400%（美国和英国分别增长376%和443%）。

图 2 政府债务增长（美国和英国）2000-2017

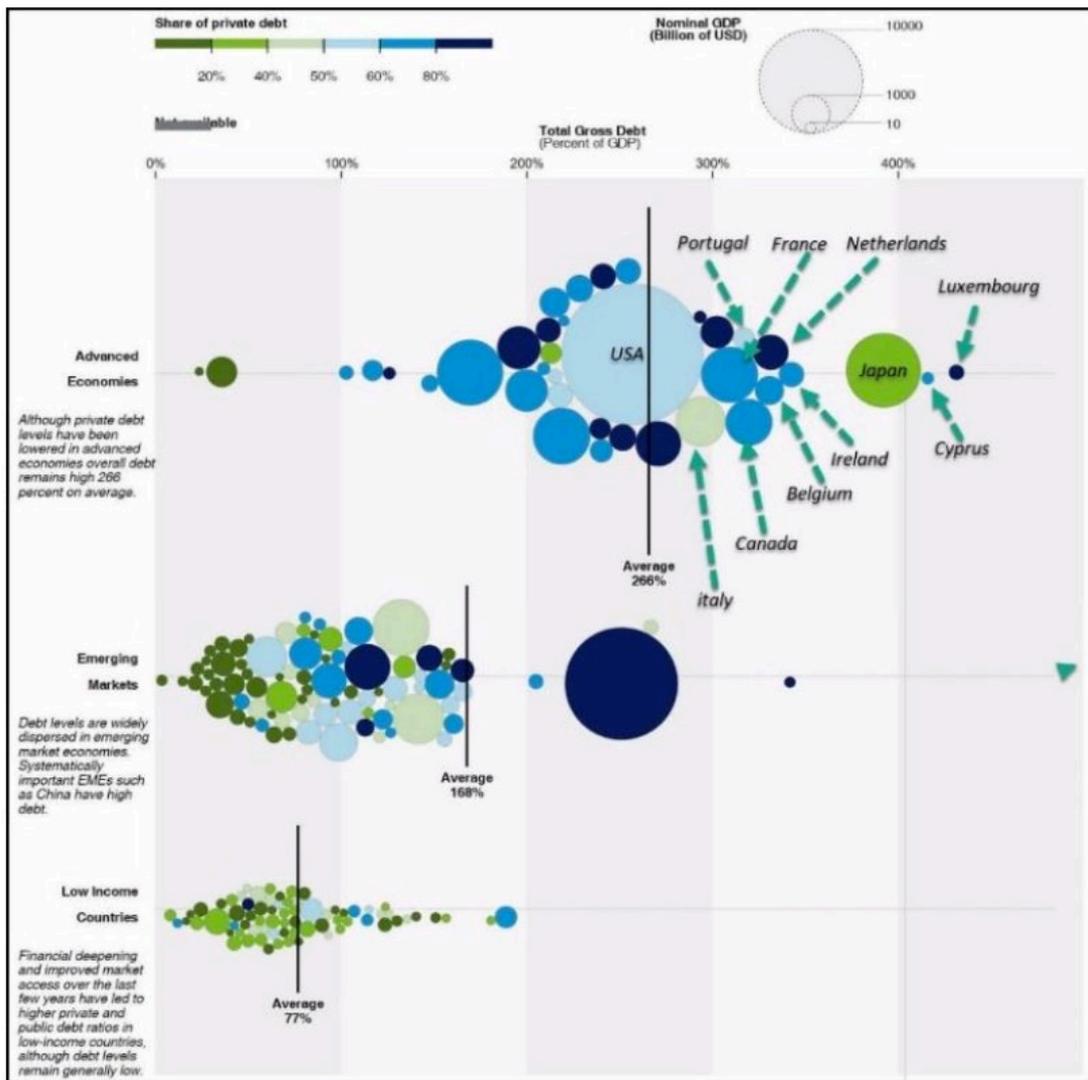


资料来源：Mbaye, Badia and K. Chae (2018). “Global Debt Database: Methodology and Sources” IMF

在最近的一份报告中，国际货币基金组织（IMF）指出，全球债务已达到“名义价值 184 万亿美元，相当于 2017 年 GDP 的 225%”的历史最高水平。报告还指出，“目前世界人均债务超过 8.6 万美元，是人均收入的 2.5 倍多”。

此外，自 1950 年以来，私营部门的债务增加了两倍，成为全球债务增长的重要推动力。在 2017 年底全球 184 万亿美元的债务总额中，接近三分之二是私人债务，其余是公共债务。如图 3 所示，IMF 研究的另一个发现是，世界上负债最多的经济体也是较富裕的经济体。

图3 全球债务分布



资料来源：Global Source Databases（IMF）。

注：圆圈大小代表一个国家的名义 GDP。

从庞大的债务水平中得到的最令人震惊推论是，发达经济体债务占 GDP 的比例正在迅速变得不可偿还（2017 年的平均水平为 266%）。塞浦路斯和日本等国家的债务总额超过了 GDP 的 400%。如 IMF 报告（图 3）所示，许多国家的债务总额超过 GDP 的 300%，包括法国、意大利、爱尔兰、葡萄牙、荷兰和比利时等。更令人不安的是，这相当于人均收入的 2.5 倍。

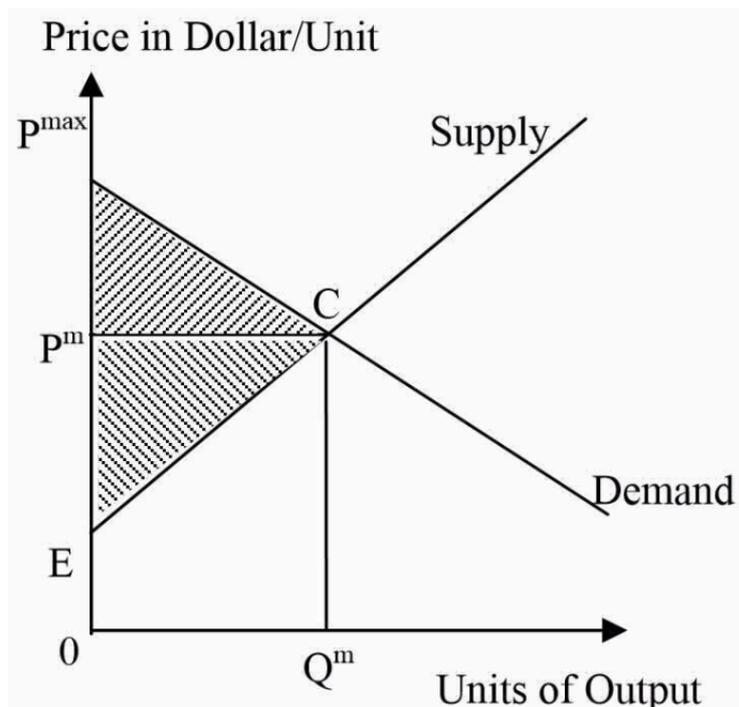
巨额的债务正在损害实体经济，因为它越来越多地投向投机性金融和非生产性资产。过度负债如果得不到处理，将扼杀实体经济，并陷入不良债务不断增加、银行和金融体系功能失调的恶性循环，将资产从低收入者和广大公众转移到高收入个人和金融中介机构。

#### 4. 非生产性债务

生产性投资被定义为增加经济净财富的投资。定义生产性投资所采用的方法是根据阿诺德·哈伯格总结的应用福利经济学的三个假设来评估项目的经济收益和成本。这些假设基于哈伯格（1987）引用的福利经济学的一些基本概念：

“i) 商品或服务单位增量的竞争性需求价格衡量其对需求方的经济价值，从而衡量其经济收益。ii) 商品或服务单位增量的竞争性供应价格衡量其经济成本。iii) 成本和收益相加，不考虑谁是赢家，谁是输家。”

图 4 总的经济收益和成本



资料来源：Harberger, A.C. and Jenkins G.P. (2000)

图 4 显示了项目市场的需求和供给曲线，通过比较经济成本和收益以确定净损益。经济收益由区域  $OP^{\max} CQ^m$  表示，成本由区域  $OECQ^m$  给出。三角  $EP^{\max} C$  给出净收益。如前所述，“从这一分析中可以看出，该项目正在增加经济体的净财富”。

非生产性债务是 21 世纪经济衰退的主要原因。以抵押品而非偿还能力为基础的放贷造成了巨大的扭曲，腐蚀了实体经济，并不可避免地导致实体经济陷入衰退。在银行看来，由于抵押品被认为是“足够”的担保，因此无需担心还款问题，因此债务是无风险的。然而，这种逻辑是错误的，因为抵押品本身的价值受到不断恶化的市场状况和金融危机的影响——就像美国次贷危机时表现的那样。不可避免的是，当经济陷入衰退时，抵押品和担保品也会跌破原本认为可接受的

范围。

但更重要的是，从经济发展的角度看，银行的正确作用与其说是为股东规避风险，不如说是审慎评估和引导债务融资进入生产性领域。这就是经济增长和繁荣的方式。银行在自由经济中的关键作用是对贷款的风险和回报进行适当评估，而不仅仅是给予股东无风险回报。

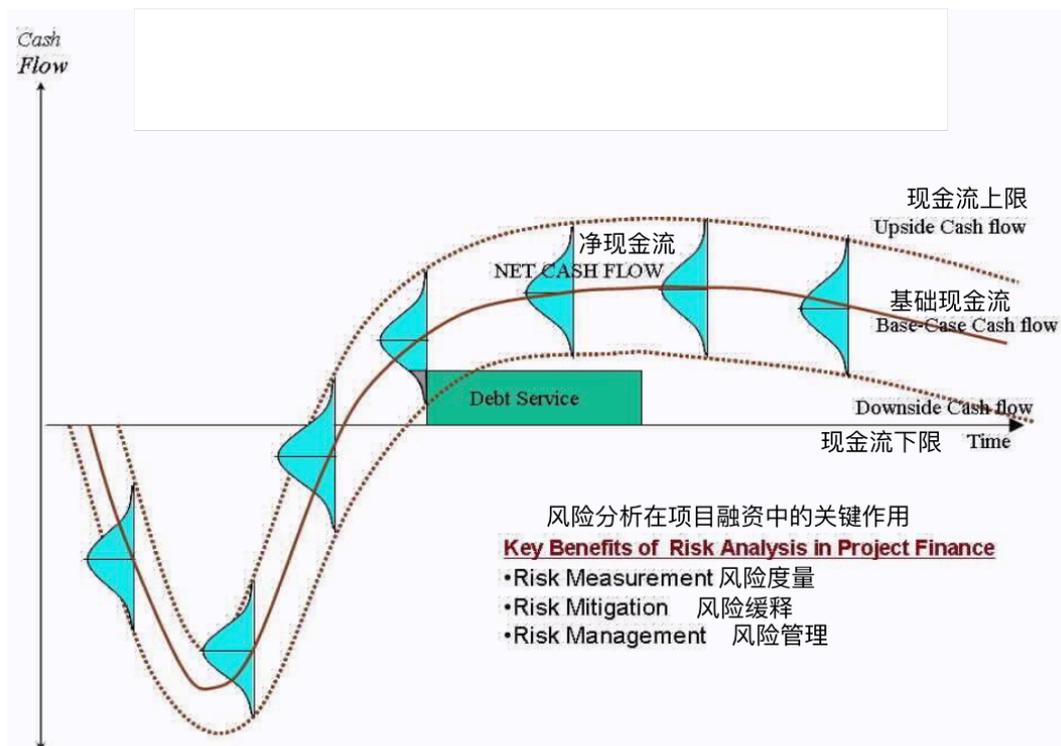
### 5. 追求经济发展

风险和收益是推动自由市场经济发展的两大动力。在实体经济中，没有无风险的收益。风险是创业投资项目未来现金流的不确定性。经济发展是通过承担生产性投资的一部分风险来实现的。如果把控制甚至消除投资风险，同时获得良好收益看作第一位，那么最终结果必然不是创造财富，而是攫取财富。这是因为，只有在财富强制转移时，人们才能获得没有风险的回报。这些强制转移他人资产的行为只为“食利者”服务，而不是为经济的生产部门服务，不可避免地导致世界不平等加剧。最终，转移财富的成本还是由纳税人承担。

正如古典政治经济学家所讨论的，自由市场的最初含义是一个没有任何租金的市场。相比之下，当前的经济思想似乎是为食利者和金融家服务的。它几乎完全没有考虑货币和债务的作用，更别说分析和研究了。因此，经济政策是在有缺陷的经济模型下形成的，从而导致各国政府和监管当局错误决策。这是美国大萧条时期的一个教训。大萧条之后，美国在1933年通过了格拉斯-斯蒂格尔法案，该法案将商业银行与投资银行分离。然而，华尔街的特殊利益集团对克林顿政府的游说和施压导致了格拉斯-斯蒂格尔法案的废除和1999年金融服务现代化法案的出台。这是放虎归山，现在已经不可能再把它关进去了。

经济学研究如何利用经济资源，使社会效用（或福利）最大化。为了更接近这一目标，必须尽可能利用资本、劳动力以及其他生产要素（如土地），使其达到最佳效果。然而，劳动力和其他生产要素的有效利用以及经济增长速度的提高，很大程度上取决于资本是否投资于生产性领域——这等同于获得资本投资的充分回报。这实际上意味着，根据成本收益分析，一个资本投资项目的净现值应为正（以资本机会成本折现的项目净现金流量大于零）。一个可行的投资应该足以偿还它承担的债务（图5）。

图 5 现金流预测及风险评估（不确定性对项目现金流的影响）



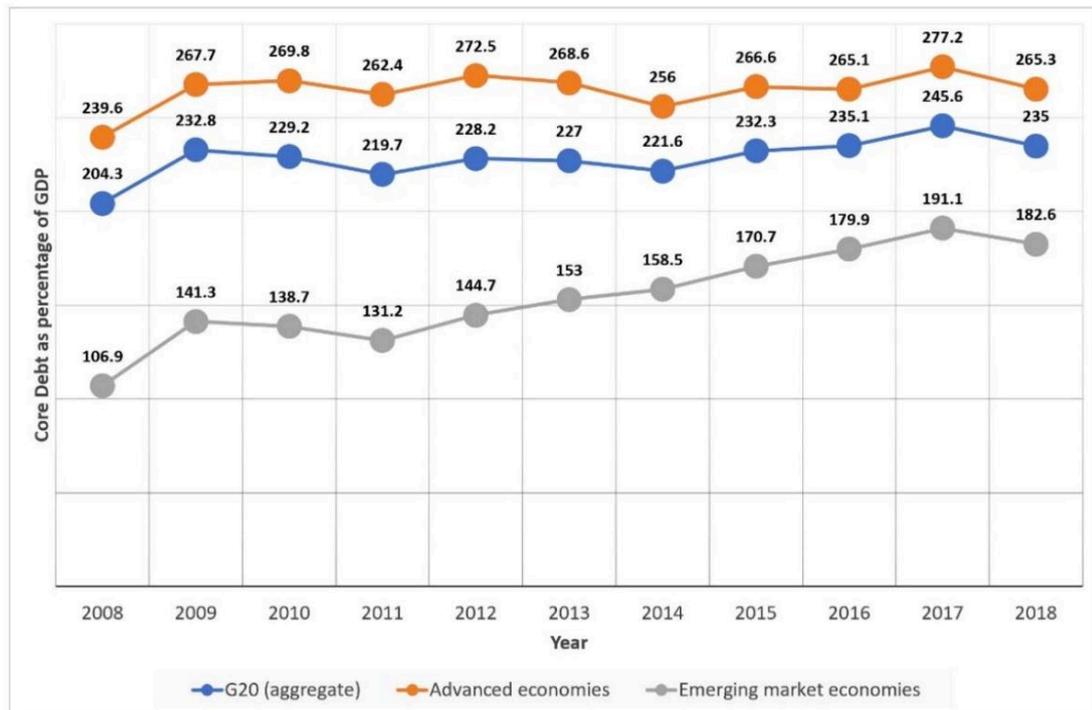
此外，由于任何新项目的结果都是不确定的，因此，还应根据项目的固有风险评估不同可能情形的影响，以及是否有能力应对这些风险。换言之，任何新的投资项目风险都应可管理，并按照风险分析的结果决定是否为其提供融资。

因此，只有将资本投资于最可行、最具竞争力的项目，才能实现经济的可持续发展。实体经济的发展需要建立坚实的基础，以及给净价值为正的项目提供资金。这对外国和本国的投资项目都适用。只有可行的项目才能为经济发展服务。投资于可能在预期寿命之前取消赎回权，或者可能无法偿还贷款的项目，只会使经济陷入进一步衰退。过去 20-30 年中，塞浦路斯、爱尔兰、葡萄牙等国银行发放的绝大多数贷款已成为不良贷款，而关闭的企业和抵押资产随后被出售，世界应该引以为戒。

## 6. 资产负债表破裂与股本损耗

浪费性放贷会损耗股本以及带来企业和家庭的负净值。债务水平上升是 2008 年经济危机的主要原因。而国际清算银行对于非金融企业信贷的统计表明，2008 年以来，新兴经济体和发达经济体的核心债务仍在上升（图 6）。发达经济体的非金融企业债务约占 GDP 的 235%。这是相当高的，因为贷款偿还的可持续存疑。事实上，它使得非金融企业的债务股本比率提高，意味着债务融资取代了股权融资。

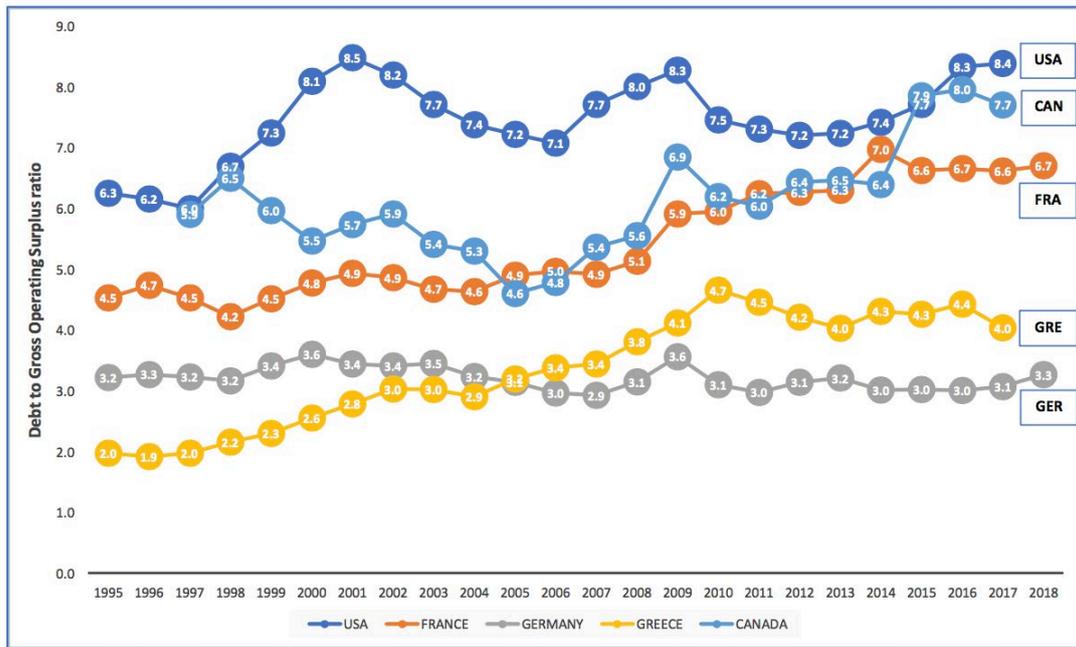
图 6 非金融部门贷款总额（核心债务）



资料来源: BIS Statistics (2019a)

审慎的放贷要求债务不应超过股本水平。这是因为过高的债务不太可能被偿还，同时也因为银行比企业本身持有了更高的份额。如图 7 所示，发达经济体建立了杠杆率极高的公司。这些国家不断上升的债务与总营业盈余（GOS）之比表明，企业越来越依赖债务融资，偿还不断增长的债务正在消耗实体经济。高企且不断上升的非金融企业债务水平表明，股本已被过度和不可持续的债务所侵蚀。这会严重影响实体经济，它必然导致租金的转移，而不是创造新的财富。

图 7 非金融企业债务 / 盈余



资料来源: OECD data - OECD (2019b)

私人债务（企业和家庭）也在以不可持续的速度增长。特别是企业债务的增长率已经高于大多数发达国家 GDP 的增长率。这带来了巨大的不稳定因素，因为利率的小幅上升就会严重影响这些债务的偿还能力。债务水平上升导致非生产性投资的观点得到了数据支持。如图 8 所示，随着私人债务的增加，非金融企业的增加值逐年减少，租金收入（主要是利息）持续扩大。例如，在希腊，只有大约一半的收入是增值的，其余都用来偿还巨额债务。

图 8 非金融企业增加值

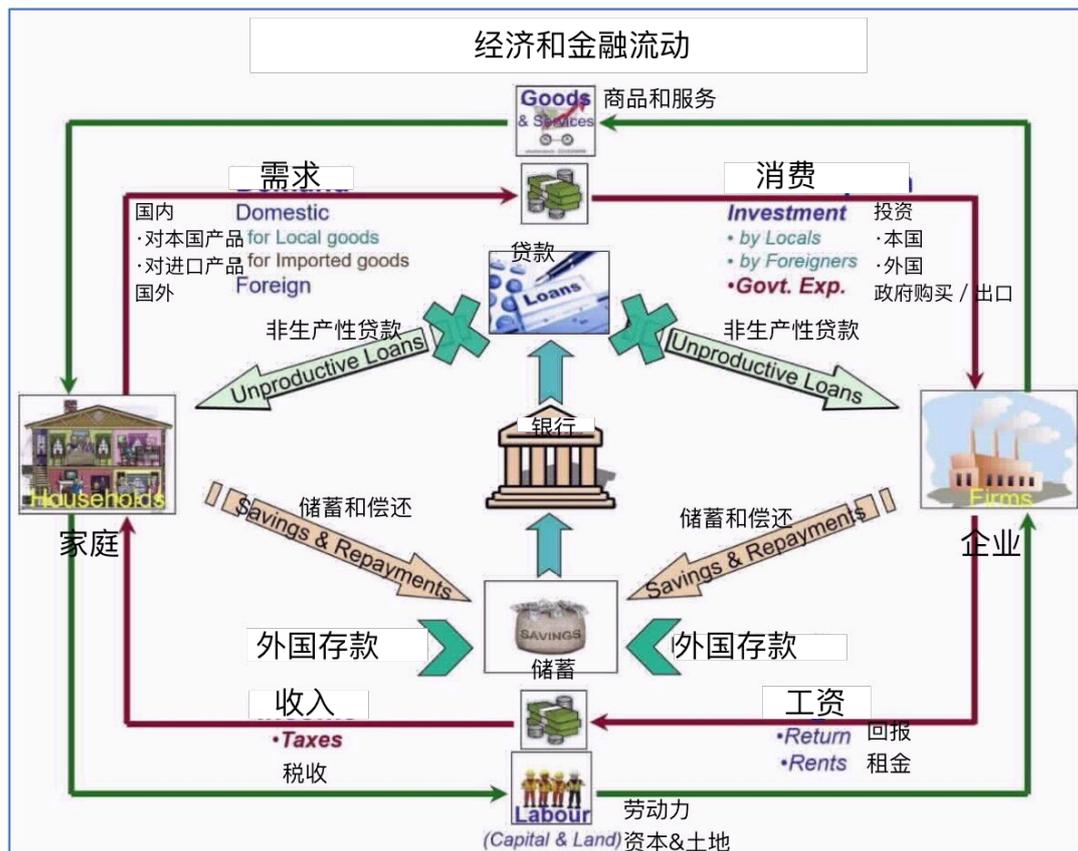


资料来源: OECD data - OECD (2019c)

## 7. 过度的私人债务导致资产负债表衰退

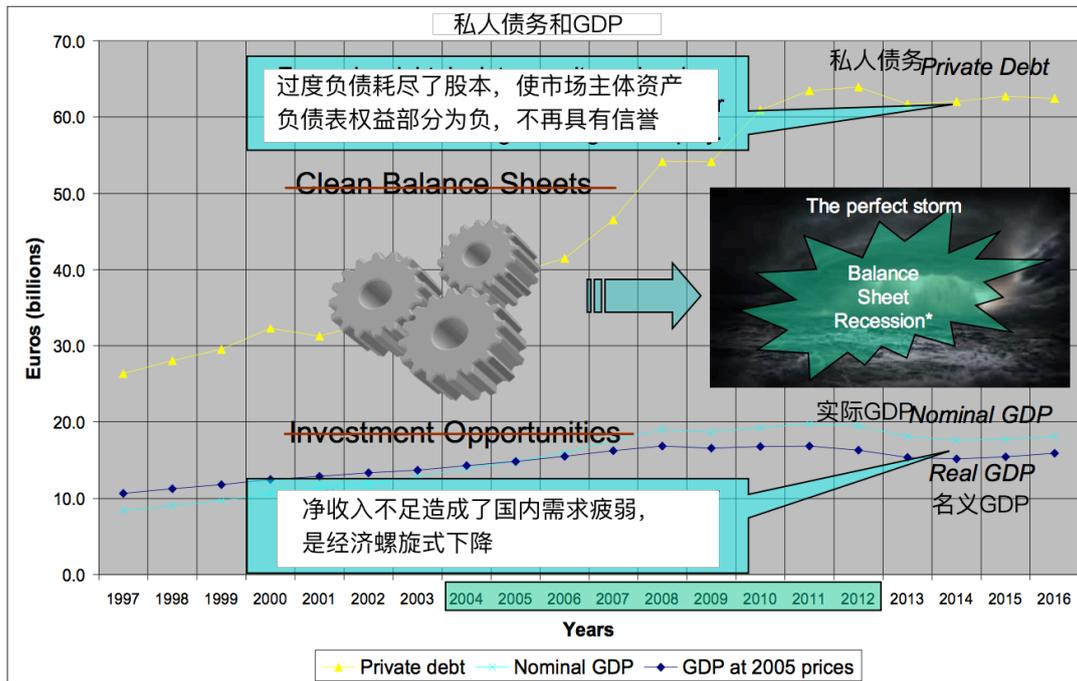
企业和家庭的过度负债导致了 Koo (2015) 所说的资产负债表破裂——由于无法偿还债务，一国的市场主体不拥有信誉。这也意味着它们无法承担和从银行获取贷款。如图 9 所示，由于收入的很大一部分随着贷款偿还流入储蓄，国内需求受到影响。

图 9 非生产性债务使货币供应收缩，为财富转移铺平了道路



由于新的投资机会变得稀缺，支出能力的缺乏使得该问题进一步加剧。信誉不佳的借款人和投资机会的缺乏意味着银行无法确定其贷款审批的恰当性，也就无法向实体经济放贷。这就造成了一个螺旋式的衰退——经济流动性减少导致货币供应量收缩。如果任由经济像 Koo (2015) 描述的那样发展，由于资产负债表破裂和投资机会的缺乏，经济将不可避免地陷入资产负债表衰退（图 10）。

图 10 私人债务扰乱了财富创造的基础，导致了资产负债表衰退



注：私人债务和 GDP 曲线代表了塞浦路斯 2013 年的纾困经验。

资料来源：Eurostat

现有的未偿债务会耗尽企业和家庭的股本（或净值）。因此，经济复苏无法通过表内贷款实现。即使在少数情况下，项目投资在经济上可行的，企业也因为负债过多而无法通过自身股本或通过承担额外债务来融资。投资此类项目的唯一途径是在“资产负债表外”进行更复杂的融资安排。此外，多边金融组织（如世界银行和国际货币基金组织）经常要求高负债国家实行紧缩政策已解决债务问题，这些措施只会使问题加剧，并将经济拖入长期衰退，就像日本等国家 20 多年来坚持新古典主义经济思想所经历的那样。

## 8. 从创造财富到攫取财富

当前的经济思想没有区分新创造的财富和现有财富。这主要是因为一个国家的 GDP 被认为是一个日历年的总增加值。在《国富论》中，亚当·斯密把财富描述为“土地和社会劳动的年度产物”。他强调“生产”是创造财富的关键。新的财富是通过生产要素的有效结合创造出来的。货币没有内在价值，也不会自动创造财富。只有当货币被有效地用于为增加实际经济价值（效用/消费者剩余）的新产品和服务提供资金，从而提高经济和社会福利时，财富才会被创造出来。

然而，世界已经偏离了这一经济学基础。即使是 19 世纪末为“食利者”的存在辩护的经济学家也只能基于银行为生产力融资的假设。亚当·斯密、斯图尔特·密尔和阿尔弗雷德·马歇尔的著作阐述了这样一种观点，即经济资源应该用于

工业，而不是支持地主和寄生的金融阶级。古典主义经济学家认为，“食利者”是通过榨取而不是创造财富来获得免费午餐。“食利者”和新古典主义经济学家对此进行了反击，否认经济租金是不劳而获的。例如，约翰·贝茨·克拉克（John Bates Clarke）辩称，租金收入是对地主劳动的报酬，而不是像斯图尔特·密尔（J.S.Mill）所描述的那样，在“睡眠中”累积起来的。利息被描述为对贷款“服务”的补偿，而非剥削。将利息定义为“为有效贷款服务而赚取的报酬”，是将银行视为发挥重要经济作用和服务社会的合理理由。背离这一基本前提，可能带来经济危机的根源，也是实体经济频频陷入困境的主要原因。

19世纪末20世纪初关于“食利者”争论的要点是，银行到底是为社会提供服务还是榨取租金。如果银行只根据担保或抵押而不是通过审慎评估项目或企业的偿还能力来决定是否放贷，债务就可能浪费和榨取资源。这样的放贷如果过度，就会导致金融泡沫，引发经济危机。

由于金融市场管制的放松，以及人们普遍错误地认为结构性资产和衍生品促进了经济发展，世界经济变得更加不稳定。其结果是，货币从商品和服务交换媒介变成了具有内在价值的东西，导致资金空前地集中在少数人手中。

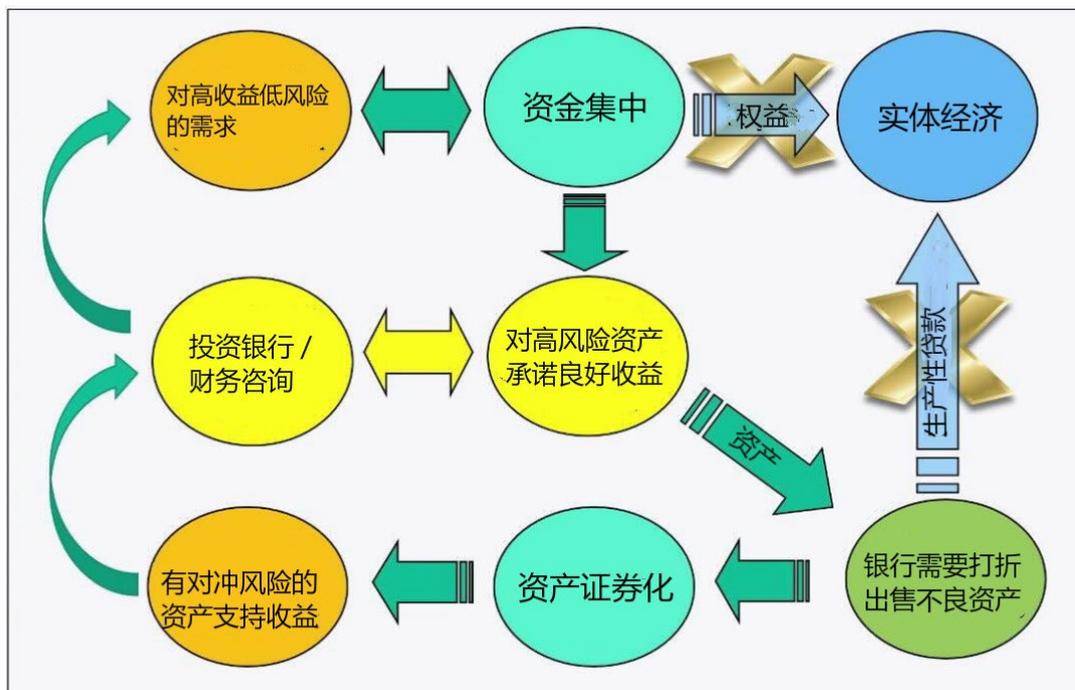
货币和权力的集中会导致低效和不平等，并引起经济资源的错误配置。那些管理巨额资金的金融中介机构（养老金和私募）为了获得资金管理权，不可避免地承诺获得安全的高回报。然而，实现承诺的唯一途径是收购现有不良资产（财富转移），而不是投资于创造新财富。新项目固有的风险水平无法满足庞大的私募基金及其富有客户的期望，尤其是当一个国家的市场主体已经由于过去大量浪费性贷款而债台高筑时。在这种情况下，经济成为债务人的俘虏，他们只会攫取现有资产，而不是承担投资实体经济和新项目的风险。他们兑现无风险回报承诺的唯一途径，就是利用富有客户的资金获取现有的、通常处于困境中的资产。这通常是通过一个失败的银行体系来实现的，该体系为其提供了以大幅折扣价格收购不良贷款的机会。

## 9. 金融化与资本主义的堕落

当前的金融体系是寄生性的，因为它攫取而不创造财富。随着财富和收入的日益不平等，新资本投资的重点正在转移到那些已经拥有大量财富的人的狭隘需求上。这包括养老基金、高净值个人、信托基金、公共部门组织，甚至是世界各地的寡头和精英。规避风险是这些富有投资者的首要任务。因此，人们越来越希望进行低回报的无风险投资。金融自由化使财富管理公司、对冲基金和投资银行有可能向它们的富有客户承诺“无风险回报”。一个失败的银行体系（不能审慎地将储蓄转化为生产性投资）和一个疏于监管的全球金融市场，为金融中介机构兑现对富人“无风险回报”的豪迈承诺提供了手段。

风险与收益分离以及资金的集中，对实体经济产生了巨大影响。由此产生了巨大的影子银行体系，并促使“金融资本主义”的兴起，这腐蚀了资本主义，阻碍了实体经济创造新的财富。图 11 显示了寻求低风险回报的巨额资金如何损害实体经济和破坏金融体系稳定。

图 11 资金过度集中绞杀实体经济



该图显示了人们关注的焦点如何从创造财富转向攫取财富。人们大量转移现有资产，而不是在实体经济中创造新的财富。在很大程度上，这是通过银行和其他金融机构的资产证券化及其出售过程实现的。

金融市场的自由化加剧了这一情况。目前，全球衍生品的价值已高出 GDP 的许多倍。此外，监管当局和政府担心巨额衍生工具崩溃造成巨大影响，因此不真诚地颁布了立法，要求银行在清算时，此类债务将优先于存款和其他债权人的债务进行偿还。后者实际上意味着金融操控者让全世界为其买单。

管理养老基金、信托基金和高净值个人财富的基金和财富顾问寻求在不承担任何重大风险的情况下获得良好回报。为了保住这一利润丰厚的业务，投资银行和财务顾问试图承诺无风险的回报——尽管难以实现。然而，实现这一目标的唯一途径是转移资产，而不是创造新的财富。现有资产的收购更为及时，也不易受到不确定性和业务风险的影响。而一个破裂和病态的银行体系为实现这一目标提供了手段。由于不负责任的放贷行为，银行积累了大量不良贷款，现在它们发现自己需要将不良贷款控制在监管当局允许的范围之内。投资银行和财富基金使其能在摆脱资产负债表上不良资产的同时，还能为富有客户提供相对无风险的资产。

通过收购贷款资产创造资产支持证券，金融中介机构能够为客户持有多样化和有担保的一揽子资产提供适度的回报。他们会委托评级机构提供一个“适当的”评级意见，从而为此类证券在债券市场上的销售锦上添花。因此，基金经理和投资银行以巨大的折扣从银行购买这些贷款，然后为客户提供无风险的服务。在塞浦路斯、希腊和葡萄牙等国，不良贷款的出售价格不超过其贷款价值的 25%。当前的经济思想倾向于粉饰银行的资产负债表，而保障不是借款人的优先购买权（以折扣价偿还贷款的选择权将赋予第三方）。这实际上意味着，给经济造成巨大压力且往往无法偿还的私人债务（这是阻碍经济复苏的主要原因）将恶化而不是缓解。此外，这种做法符合“食利者”的要求，而不是国家恢复健全的资产负债表和重建经济的真正需要。

### 10. 结论和教训

从以上分析中得出的第一个结论是金融和投资之间的区别。可获得的资金不是财富。资金如果不投资于可行项目和企业，就不会带来可持续的经济发展，也不会提高社会福利。相反，浪费性金融导致金融危机和长期衰退。这主要通过银行系统实现，它使财富从多数穷人转向少数富人。

第二个结论是，财富是通过能够增加社会价值和效用的新的投资项目，在实体经济中创造的。然而，在高负债国家，如果私人债务超过可偿还的限度，创造财富的条件就不存在。因此，各国政府必须进行干预并采取纠正行动，以减少债务并刺激国内需求。国家开发银行可以在这方面发挥重要作用，以身作则，为可行项目提供融资。

最后一个结论是，没有风险就没有真正的回报。无风险回报的承诺会导致财富转移，并通过一个失败的银行体系和一个监管松散的金融市场收割现有资产，从而损害实体经济和社会福利。

---

本文原题为“The Decoupling of Debt from Productivity(Unproductive Debt and the Impairment of the Real Economy)”。本文作者 Savvakis C.Savvides 是加拿大皇后大学约翰·德伊奇经济政策研究所客座讲师，从事经济发展和项目融资领域的研究。曾任塞浦路斯开发银行高级经理，曾在哈佛大学和皇后大学担任定期客座讲师。本文于 2019 年刊于约翰·德伊奇经济政策研究所官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

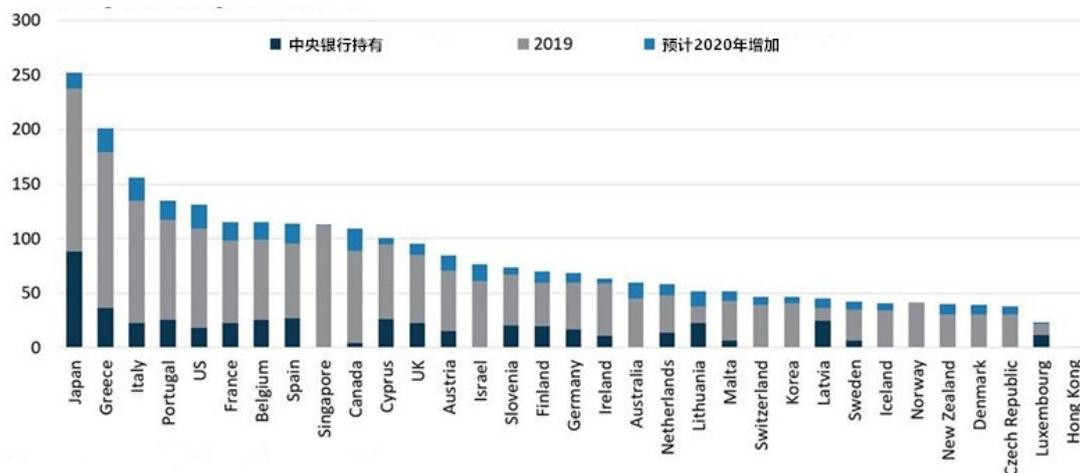
## 解密债务动态

Danae Kyriakopoulou & Chris Papadopoulos /文 史明睿/编译

导读:本次新冠疫情必然会带来更高的债务水平,评估经济体的债务可持续性变得更加重要。债务与国内生产总值的比率是评价债务可持续性的最常用指标,但也应该考虑社会债务总存量、债务承担能力、债务到期、债权债务关系方、外国资产净值头寸等其他指标。编译如下:

毫无疑问,本次 Covid-19 危机结束的时候,我们必然会面对受损的经济和更高的债务水平。但是,评估债务的可持续性比评判经济刺激政策更微妙。评估债务可持续性的最常用指标是债务与国内生产总值的比率,即一个国家的债务与其年生产量的比值。从这一指标来看,日本、希腊和意大利尤为脆弱。

图 1 政府债务规模 (政府债务总额占 GDP 比重, %)

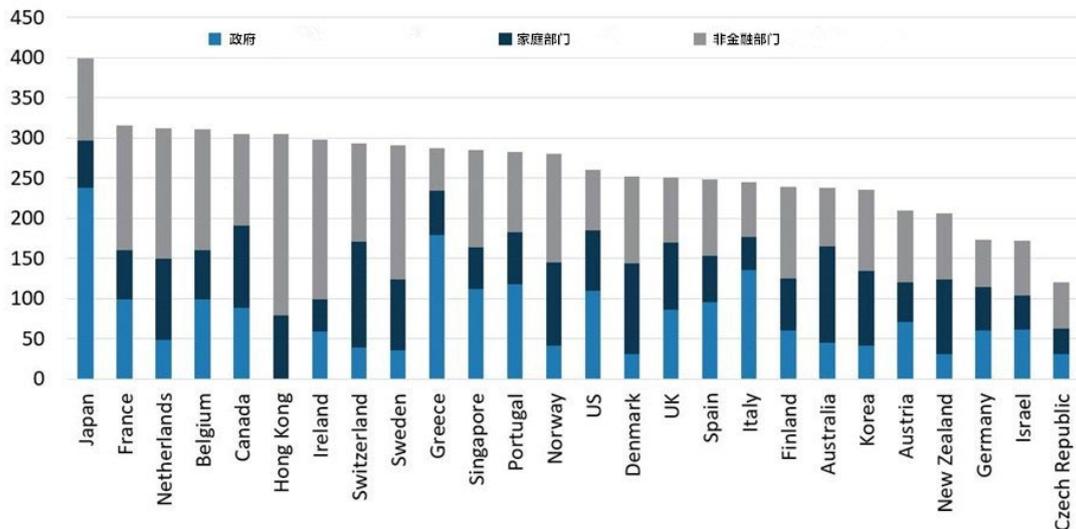


资料来源: IMF, 各国央行, OMFIF 分析

尽管债务与 GDP 的比率是一个关键的指标,但它并不能说明全部情况。例如,我们可以再看看债务总额或杠杆率,这些指标除了考虑政府债务之外,也考虑了家庭和非金融企业的债务。在这个角度上,意大利和美国看起来比其他国家情况更好。2007-08 年金融危机后,为了增加社会总需求,债务从私人部门转移到了公共部门。这种转移可以直接通过出资拯救大公司、补贴企业、援助金融系统来实现,也可以间接地通过增加政府借贷和政府支出提振经济实现(私人部门储蓄增多)。

本次危机中,公共部门再次采取行动,弥补“封锁”造成的经济缺口。应对不同国家情况进行正确排序以免重现以往危机中出现过的错误。由于部分私人部门债务的转移是意料之中的,因此经济体的整体债务可以作为衡量政府债务的指标。从这个标准看,法国、荷兰、比利时和加拿大更脆弱。

图2 整体债务（债务占GDP比重，%）



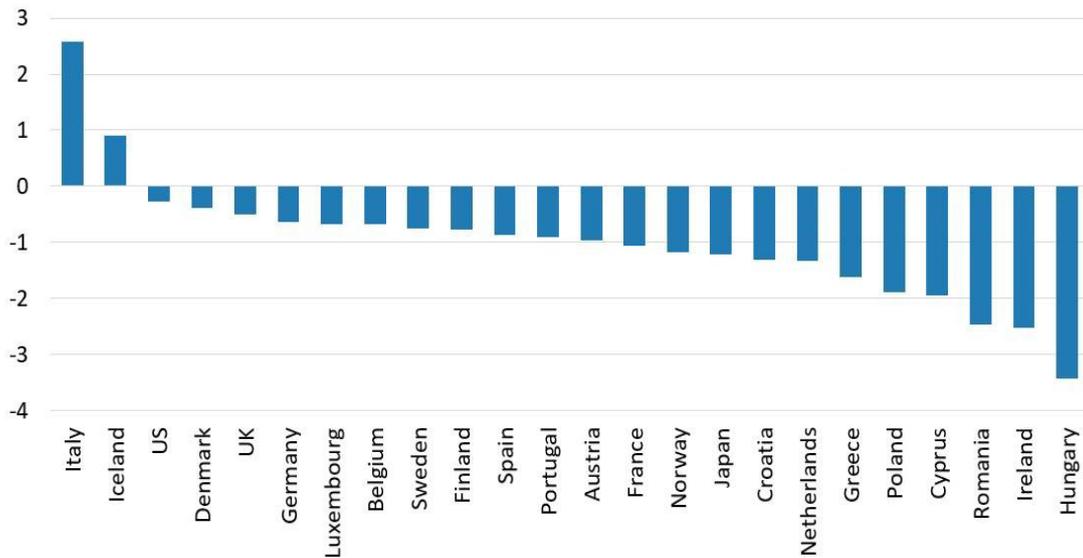
资料来源：IMF，BIS，OMFIF 分析

但债务存量本身可能具有误导性。还有一个关键因素是经济体的偿债能力。为了衡量这种能力，应考虑政府债务利息增量占比与本国名义GDP增长率的数值。如果政府债务利息增量占比超过GDP增长率，债务占GDP的比重就会增加。由于应付利息可以不断累加，这种情况持续得越久，债务增长得越快。在这种情况下，为了维持债务总额与GDP的比例，各国政府需要维持基本盈余。如果债务利息增量占比低于GDP增长率，政府可以继续借贷，并在不偿还任何本金的情况下缩小债务与GDP的比率。

图3 中欧盟委员会(European Commission)的“雪球效应”(snowball effect)指标显示了债务利息增量占GDP比值与GDP增长率的差值。如果该差值是负数，政府就可以在不出现基本收支盈余的情况下降低债务与GDP的比率。如果差值为正，政府必须维持一个基本收支盈余，以保持债务的国内生产总值水平。差值越高，维持当前债务与GDP比率所需的基本盈余就越大。

在第一张图中名列前茅的日本和意大利在这张图中处于不同位置。意大利的债务占GDP的比例一直在上升，主要原因是GDP增速接近零，分母不变动。日本距离需要基本盈余还有相当长的距离，尽管它的债务与GDP的比率高达237%，日本也能够保持财政可持续性。如果雪球效应指标进入正区间，通过确保政府债务利息增量占比低于GDP增长率，仍可以在不出现一次政府收支顺差的情况下将该指标拉低，但这也意味着利息支出增多，推高债务存量。

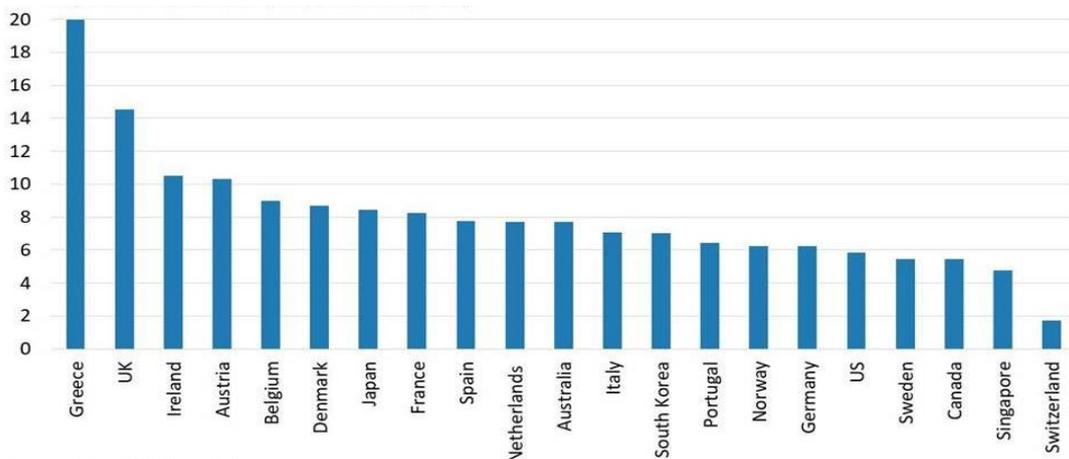
图 3 承担能力（债务占 GDP 比重减去 GDP 名义增长率，%）



资料来源：欧盟委员会，OMFIF 分析

可持续性还取决于一个国家的储蓄率、国内投资者的偏好以及政府的行动能力。如果利率上升到高于增长率的水平，部分国家政府将需要更长的时间来决定应对政策。在发达经济体中，加拿大和美国的债务期限最短。英国和希腊在平均债务到期日方面表现突出，其中很大一部分长期希腊债务由欧洲金融稳定基金和欧洲稳定机制持有。如果英国借贷成本今年猛增，只会对英国的利息偿还产生缓慢影响。

图 4 希腊和英国有最长的债务成熟期（公共债务加权平均债务成熟期，年）

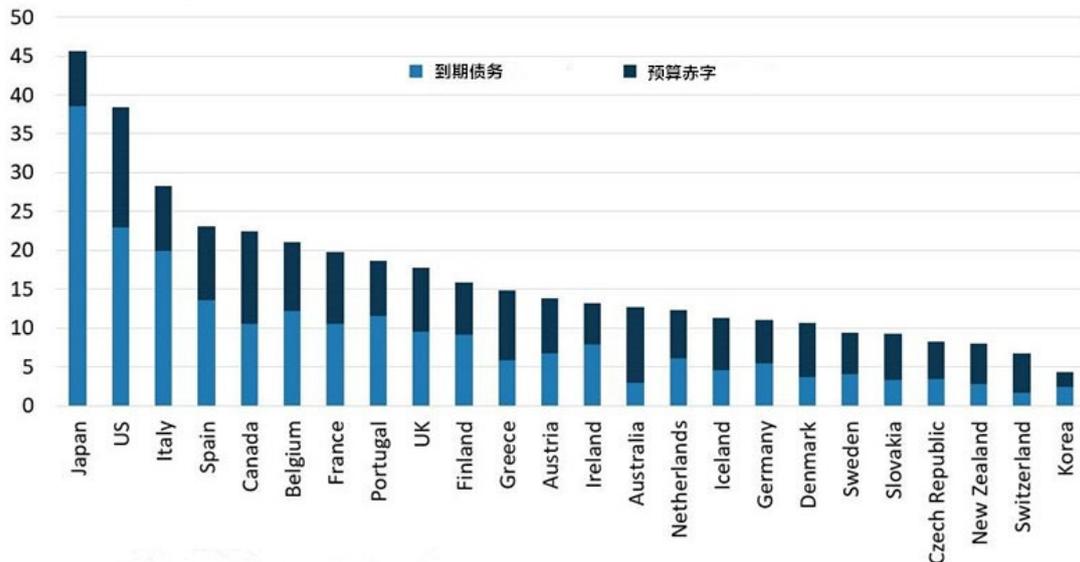


资料来源：路孚特 Eikon，OMFIF 分析

国际货币基金组织（IMF）将确定某一年债务到期情况与预算盈余、赤字预测结合起来，估计各国的年度融资需求总额（GFN）。在 4 月 6 日公布 IMF 最新一期报告（包括迄今为止公布的任何 Covid-19 政策回应）中，美国 and 意大利以超过 25% 的 GFN 接近榜首。在这种背景下，国际货币基金组织在其市场准入国

家的框架下，为新兴市场和发达市场分别确定了 10-15%和 15-20%的中期和长期 GFN 的适当门槛。希腊是债务与 GDP 比率最高的国家之一，预计 2020 年该国的 GFN 与 GDP 比率相对较低。

图 5 2020 年借贷最多国家（2020 年总融资需求占 GDP 比重，%）

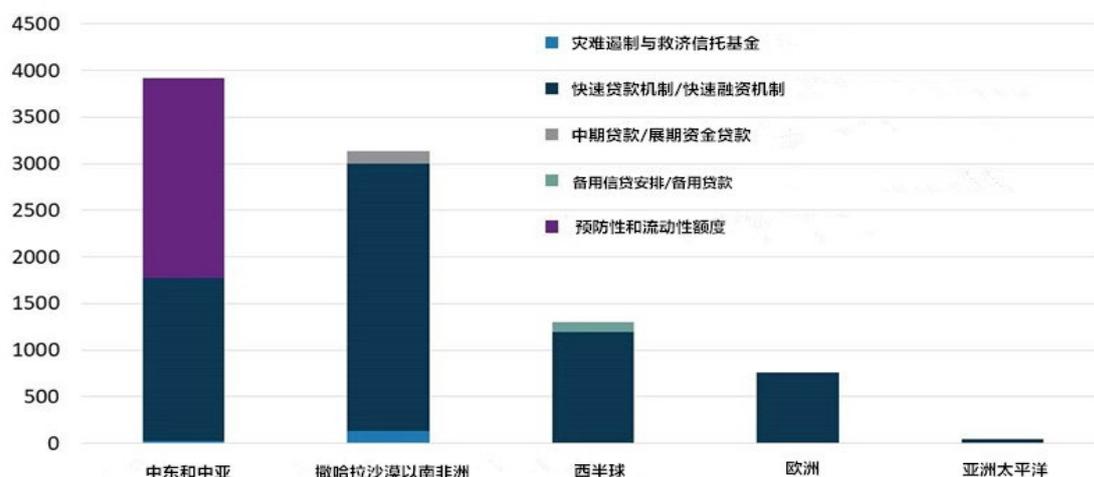


资料来源：IMF 财政监测，路孚特 Eikon，OMFIF 分析

理论上，谁欠谁的债无关紧要，但在现实中，这很重要。国内银行持有的债务有可能造成主权债务危机。在过去 10 年的欧元区债务危机中，纾困措施是为了将债务从私人债权人转移到公共债权人手中，而公共债权人反过来又可以放宽还款条件，延长到期日，并用仅改变名称的方式进行债务重组。希腊的大部分债务的债权人是公共机构。如图 1 所示，在许多国家，中央银行持有相当比例的政府债务。这种债务的利息成本低或为零，不会在市场压力下抛售。

新兴市场的选择越来越少。许多国家以外币（主要是美元）偿还债务，自危机爆发以来，他们经历了急剧的投资组合外流。外国人持有的本币债券也会遭到抛售。由于全球金融安全网并不完善，许多国家转向国际货币基金组织寻求资金。该基金的放贷能力为 1 万亿美元，为应对 Covid-19 危机，已放贷 140 多亿美元，主要投向非洲、拉丁美洲和中东的新兴市场。此外，IMF 还批准了 25 个低收入国家的债务减免，根据其灾难遏制和救济信托基金，减免金额约为 2 亿美元。

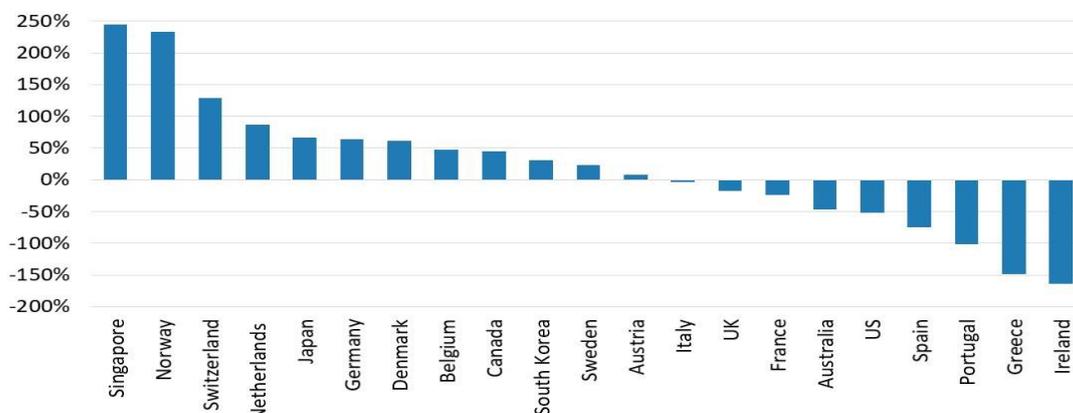
图 6 新兴市场自 IMF 大量借款（2020 年 3-4 月 IMF 贷款与债务释放，SDR 百万美元）



资料来源：IMF，OMFIF 分析

我们这篇文章讨论的是债务存量与流量的衡量标准。除此之外，可持续性动态变化的，付款条件也很重要。但要完成债务分析，我们还需要看国家的外国资产净值头寸。新加坡和挪威受到评级机构的青睐，因为它们拥有庞大的主权财富基金，反映在它们的外国资产头寸上。意大利在该方面的排名是稳定的，而欧元区其他外围国家和法国的排名正在下降。

图 7 全球放贷者与借贷者（外国资产净投资头寸占 GDP，%）



资料来源：IMF，OMFIF 分析

当政府债务不可持续，或被市场认为不可持续时，通常有三种解决方案。它们可以制造基本收支盈余，试图降低债务利息增量占比与 GDP 增长率的差，或者违约本金。由于资产购买等政策可以同时降低债务利率并促进经济增长，那些拥有更高灵活性的央行更倾向于管理债务。政府也可以通过与债权人谈判来降低利息或延迟付款，达到降低债务利率的目的。当发达经济体在历史上遇到债务问题时，通常采取的途径是通过再融资方案（如 IMF 贷款或多边贷款）降低利息。本金通常被搁置一旁。

近年来，发达经济体的名义增长往往远远高于债务利息占比增长。只要经济能够迅速反弹，增长与利息的差值就不太可能显著缩小。债务与 GDP 比率的一次性飙升并不一定预示着主权债务危机。

有几个国家在本次分析中脱颖而出。日本的债务与 GDP 之比最高，但国际投资净头寸为正，债务期限较长，历史上一直拥有较好的债务利息增量占比与 GDP 增速差值，日本债务中的很大一部分债权人是本国中央银行。美国的平均期限较低，借贷需求较高，但总体债务较低，美元也拥有世界储备货币的地位。意大利是最常被认为有违约风险的欧元区成员国，其债务与 GDP 的比率预计今年将升至 156%。它的债务利息增量占比与 GDP 增速差值表现较差，总体债务水平较低且大多受到低增长的影响。2019 年，它只支付了占国内生产总值 3.5% 的利息支出，而 GDP 名义增长率为 1%，大约五分之一的利息支出将流向意大利银行。它的净外国资产状况也相对强劲。加拿大今年融资需求高，总体债务高，债务期限低，是石油净出口国：其债务动态可能会带来一些政策挑战。

---

本文原题为“Demystifying Debt Dynamics”。本文作者 Danae Kyriakopoulou 为 OMFIF 首席经济学家和研究总监；Chris Papadopoulos 为 OMFIF 经济学家。本文于 2020 年 4 月刊于 OMFIF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## COVID 引发的经济不确定性

Scott R. Baker, Nicholas Bloom, Steven J. Davis, and Stephen J. Terry /文 桂平舒/编译

导读：对决策者而言，评估 COVID-19 大流行的经济影响至关重要，但具有挑战性，因为危机的发展极为迅速。我们确定了三个指标——股票市场波动率、基于报纸的经济不确定性和商业预期调查中的主观不确定性——这些指标提供了实时的前瞻性不确定性度量。我们使用这些指标来记录和量化过去几周经济不确定性的大幅上升。我们还将说明如何将这些前瞻性度量用于评估 COVID-19 危机对宏观经济的影响。具体来说，我们将 COVID 引起的最初的不确定性冲击引入到由 Baker, Bloom 和 Terry (2020) 开发的估计灾难影响模型中。我们的研究表明，截至 2020 年第四季度，美国实际 GDP 将同比下降近 11%，在 90% 的置信区间中甚至下降了近 20%。此研究表明，在预期的产出下降中，约有一半反映了 COVID 引起的不确定性的负面影响。编译如下：

COVID-19 大流行引起了不确定性的大幅上升。几乎所有方面都存在重大不确定性：病毒的传染性、流行性和致死性；抗原和抗体测试的可用性和部署；医疗系统应对非凡挑战的能力；开发和部署安全有效的疫苗需要的时间；死亡冲击的最终规模；保持社会距离、市场活动限制以及其他缓解和遏制策略的持续时间和有效性；大流行的短期经济影响和政策应对措施；大流行消退的恢复速度；“临时”的政府干预和政策是否将持续；大流行引起的消费模式转变将持续到何种程度；以及对企业生存、新企业形成、研发、人力资本投资以及其他影响生产力的中长期因素的影响。<sup>1</sup>

我们的目标是评估 COVID 引起的不确定性对近期和中期的宏观经济影响。必要的第一步是以向宏观经济产出的统计模型提供适当输入的方式来量化不确定性。在这方面，存在一些值得注意的挑战：

- COVID-19 危机突然爆发并以惊人的速度发展。以美国为例，2020 年 2

<sup>1</sup>关于 Covid-19 传播和死亡率的流行病学模型中关键参数的不确定性，请参见 Atkeson (2020a), Bendavid & Bhattacharya (2020), Dewatripont 等 (2020), Fauci 等 (2020), Li 等 (2020), Linton 等 (2020) 和 Vogel (2020)。

关于标准流行病学模型和扩展所包含的关键参数值包含了对疾病的行为响应以及各种测试、社会隔离和检疫制度，请参见 Anderson 等 (2020), Atkeson (2020b), Berger, Herkenhoff & Mongey (2020), Eichenbaum, Rebello & Trabandt (2020), Ferguson 等 (2020) 和 Stock (2020a)。

关于进行强有力的抗原和抗体测试以改变大流行进程的潜在性，请参见 Romer & Shah (2020) 和 Stock (2020b)。

关于股票市场的影响，请参见 Alfaro 等 (2020), Baker 等 (2020) 和 Toda (2020)。

关于由大流行引起的高度不平衡的供应中断而导致的复杂性，请参见 Guerrieri 等 (2020)。

关于潜在的中长期宏观经济后果，请参见 Barro, Ursua & Weng (2020) 和 Jorda, Singh & Taylor (2020)。

月，失业率达到 3.5%，相当于过去 67 年的最低水平。仅仅 6 周后，情况就发生了重大变化：过去两周中，近一千万美国人申请了失业救济（Chaney & Morath, 2020）。还有数百万人失去工作但没有提交申请。由于事发突然，基于后向统计分析和历史数据的方法不太可能得出未来不确定性的合适度量。

- 一个相关的挑战是历史上缺乏与当前危机类似的事件。虽然一个世纪前的西班牙流感大流行在死亡率方面提供了一个合理的参考(Barro, Ursua & Weng, 2020)，但它发生在一个非常不同的社会、政治和经济背景下。正在进行的遏制和缓解政策的规模在现代也是前所未有的。
- 数据的及时性是一个关键的现实挑战。要估计由 COVID 引起的不确定性对当前和未来宏观经济的影响，我们需要能够实时可用或近乎实时可用的度量方法。

简而言之，我们需要及时、前瞻性地衡量经济的不确定性。考虑到这些需求，我们评估了五种类型的不确定性度量方法。在有关经济不确定性及其后果的长篇文献中，有几项方法占了主要地位，而其他一些方法则较新。有关这些文献的概述，请参见 Bloom (2014)。表 1 给出了我们在这里考虑的度量方法的摘要列表。

**股市波动率:**举例来说，波动率指数（VIX）反映了标普 500 指数期权隐含的前瞻性波动率。图 1 显示，从 2020 年 1 月 15 日到 2020 年 3 月 31 日，COVID-19 冲击使 VIX 增长了约 500%。这项前瞻性的方法始于 1990 年，每天都可以实时使用。已实现的波动率可以通过短回望窗口来计算，以快速反映经济环境的突变。每日收益的已实现波动率可以追溯到 19 世纪末。

**基于报纸的测度方法:**例如 Baker, Bloom & Davis(2016)的经济政策不确定性指数。<sup>2</sup>该指数的日度版本反映了约 2000 家美国报纸上带有一个或多个有关经济、政策和不确定性术语的文章的频率。从 1985 年到 2010 年，它被标准化为 100，因此高于 100 的值表示不确定性高于平均值。图 2 绘制了日度 EPU 的月平均值，该平均值从 2020 年 1 月的 100 左右猛增到 2020 年 3 月的 400 左右，这是有记录以来的最高值。基于美国主要报纸平衡面板的月度 EPU 指数也呈现类似的模式，并在 2020 年 3 月达到峰值。<sup>3</sup>

以报纸为基础测度不确定性的方法具有前瞻性，因为它们反映了被记者感知和表达的实时不确定性。美国的相关数据可以追溯到 1900 年，现在许多国家的

<sup>2</sup> 可在 [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com) 获取。Ahir, Bloom & Furceri (2019) 的世界不确定指数也可在 [www.worlduncertaintyindex.com](http://www.worlduncertaintyindex.com) 获取，这里使用的是经济学人智库的报告而不是报纸。

<sup>3</sup> 每月的 EPU 指数可以在 [http://www.policyuncertainty.com/us\\_month.html](http://www.policyuncertainty.com/us_month.html) 上找到。

数据都可以在 [www.policyunty.com](http://www.policyunty.com) 上获得。这些数据还提供了一种现成的能力，可以深入探究经济不确定性的来源及其随时间的变化，正如我们现在所理解的那样。例如，Baker, Bloom, Davis, Kost, Sammon & Viratyosin(2020)报告称，在2020年3月，关于经济政策不确定性的报纸文章中，90%以上都提到了“COVID”、“冠状病毒”、“流行病”或其他与传染病相关的术语。

Baker, Bloom, Davis & Kost(2019)开发了一种基于报纸的股票市场波动率(EMV)指标，该指标密切反映了 VIX 的波动。他们的指数有助于对推动股市波动的新闻动态进行定量研究，这个指数也代表了新闻工作者们当时的看法。将他们的方应用于传染病，我们发现，自2月最后一周以来，COVID-19是报纸上有关股市波动文章的主要话题。相比之下，埃博拉、非典、H1N1和其他1985年以来爆发的传染病对股市波动的影响微乎其微。

商业预期调查:例如美国月度商业不确定性调查和英国月度决策者调查。<sup>4</sup>这些调查得出了各公司未来一年销售增长率的5级概率分布(质量等级和相关概率)。通过计算每个公司对其特定月份的未来增长率预测的主观标准偏差，并对该月份的公司进行汇总，我们得到了关于未来销售增长率的主观不确定性的综合测度。

图3绘制了这些基于调查的美国和英国销售增长率不确定性的时间序列测度值。两国在2020年3月都表现出明显的不确定性，远高于它们(短期)历史上的任何峰值。然而，我们认为这些3月份的数据太低了，因为它们主要反映了本月上半月的调查结果。事实上，这两项调查都显示，在他们实地考察的两周内，情况迅速恶化。图4根据决策者小组的数据描述了2020年3月COVID导致的不确定性是如何迅速上升的。

这些商业预期调查对于实时测量公司实际感知是有价值的。在开始田野调查后的5至20天内，他们就会提供可操作的数据。还可以修改它们以添加其他问题，比如对COVID危机可能持续时间的商业预期。它们的主要缺点是每个月构建样本和部署调查的成本较高，以及需要积累一些历史数据作为参考。但是，这些调查一旦实施，就具有高度的灵活性，可以迅速部署针对当前发展和政策问题的特别问题。美国和英国的田野调查都将在4月份重新开始并就与冠状病毒相关的事态发展的影响提出特别的前瞻性问题。

预测者分歧:例如，在专业预测者调查(SPF)的参与者中，关于宏观经济结果的点预测存在差异。<sup>5</sup>典型的分歧衡量标准是50个提供常规预测的预测者的点预

<sup>4</sup> 见 [www.frbatlanta.org/research/surveys/business-uncertainty](http://www.frbatlanta.org/research/surveys/business-uncertainty) 和 <http://decisionmakerpanel.com/>

<sup>5</sup> 见

<https://www.philadelphiafed.org/research-and-data/real-time-center/survey-of-professional-forecasts>

测的标准差。长期以来，人们一直使用这种分歧衡量标准来代表不确定性，而且人们也一直对它们是否适合存在分歧。对于我们当前的目的，有一个实际的问题：目前，最近的 SPF 数据是来自 2020 年 2 月 14 日，是在美国和其他国家爆发 COVID 危机之前。更广泛地说，在当前危机这样的快速变化时期，SPF 的季度频率及其产生的可用数据滞后时间太长。

统计预测的不确定性：例如，适合美国工业生产的 GARCH 模型所隐含的条件波动率，或大规模时间序列模型所隐含的预测不确定性，如 Jurado, Ludvigson & Ng(2015)。<sup>6</sup>这些方法可用于生成时变测度，包括已实现波动率和 GDP 增长、工业生产、就业、贸易的预测不确定性和其他标准测度。这些不确定性的统计测度捕获了时间序列数据中反复出现的关系——例如，许多经济时间序列的波动性在衰退中有强烈的上升倾向——但是，在经历了突然的转变和一个世纪一次的冲击之后，它们的落后特性使其变得不那么有用。这类统计模型关键输入数据的可用性长期滞后是实时不确定度测量的另一个严重限制，特别是在突然和不寻常的冲击之后。对许多关键经济序列来说，这些滞后时间为 90 天左右。即使是 4 月 4 日（周五）的劳工统计局就业情况报告也已经过时了，因为它没有反映出我们在上面提到的 1000 多万新增的失业。

为了说明使用前瞻性测度预测 COVID-19 的短期宏观经济后果，我们借用了 Baker, Bloom & Terry(2020)开发的灾害影响实证模型。<sup>7</sup>他们利用许多国家的自然灾害、政治政变、革命和恐怖袭击，通过一阶矩和不确定性渠道，评估灾害冲击对国家层面产出增长的因果影响。其实证模型是以灾害为工具的带有冲击识别的向量自回归模型，用 38 个国家 1987 年至 2017 年的季度数据进行拟合。

使用他们的估计模型和美国实际 GDP 数据，我们进行了如下操作：根据 2020 年 2 月 19 日至 3 月 31 日美国股市下跌 28%，校准了 COVID-19 冲击的一阶矩；根据同期股票市场隐含波动率的上升，校准了 COVID-19 冲击的不确定性。Bloom, Davis, Kost, Sammon & Viratyosin(2020)提供的证据表明，在此期间，COVID-19 的发展推动了股市的崩溃及其波动性的上升。我们将这些校准后的冲击输入到估计 2020 年第二季度的 BBT 模型中，同时将其他同期冲击和之前所有时期的冲击设置为零。

图 5 显示了从 2020 年第二季度开始，美国实际 GDP 同比增长的动态响应。根据 BBT 模型的点估计，2020 年第二季度的产出与 2019 年第二季度相比约下降 9%。（需要明确的是，这个季度的下降折合成成年率约为 36%。）该点估计表明，

<sup>6</sup> 见 <https://www.sydneyludvigson.com/data-and-appendixes>.

<sup>7</sup> 参见 Leduc & Liu(2020)为估计冠状病毒引起的不确定性对美国影响所做的其他工作。

2020 年第四季产出将较上年同期萎缩 11%，之后将有五个季度产出较上年同期下滑。产出响应峰值在 90%的置信区间中同比下降近 20%。如图 5 所示，约有一半的预期产出下降是由 COVID 引起的不确定性造成的。<sup>8</sup>

简而言之，我们的说明性研究表明，COVID-19 灾难将导致产出大幅下降，其中一半以上是由 COVID 引发的经济不确定性造成的。然而，有理由认为，实际影响可能比我们的说明性研究所估计的还要大。首先，我们将 2020 年第一季度的冲击值设为零，但 COVID-19 灾难在本季度的最后六周（尤其是在最后三周）开始影响美国经济和金融市场。其次，在 COVID-19 灾难之后，有一些潜在的重要机制在起作用。而在 BBT 符合其模型的灾难事件中，COVID-19 灾难没有发挥或少量发挥作用。例如，COVID-19 危机导致企业在创新、培训和全面管理改进方面的支出大幅削减，我们预计 2021 年及以后的生产率将下降。这些以无形资产形式进行的投资的不可逆性使得它们对不确定性特别敏感（例如，Barrero, Bloom & Wright, 2017）。此外，与大多数国家相比，研发支出和其他形式的创新活动在美国（对美国 and 全球经济而言）可能更为重要，并且是构成 BBT 样本的灾难。最后，由于 COVID-19 大流行，学校普遍停课，并大量转向在家工作，似乎有可能在短期和长期内降低生产率。

总结：COVID-19 大流行造成了巨大的不确定性冲击——比 2008-09 年金融危机造成的冲击更大，其程度与 1929-1933 年大萧条期间的不确定性上升更为相似。我们可以使用股票市场的波动性度量、基于报纸的经济不确定性度量、以及通过汇总对有关业务水平不确定性的调查问题的回答，来实时地跟踪并表征这种不确定性的大幅上升。利用股市度量来校准 COVID-19 冲击的一阶矩和二阶矩信息，并将其输入到估计灾害影响的经验模型中，2020 年第二季度，美国实际 GDP 隐含下降率为 9%，两个季度之后的峰值同比下降率为 11%。我们的研究表明，一半以上的下降由 COVID 引起的不确定性导致。可以肯定的是，我们对 GDP 增长预测的置信区间很宽。而且，正如我们所讨论的，有理由认为我们的研究低估了 COVID-19 大流行可能的产出影响。

---

<sup>8</sup> 在校准不确定性冲击的大小时，Baker, Bloom & Terry(2020)使用了一种更复杂的方法来捕捉公司和总体水平上的股票市场波动。在此使用他们的方法意味着，2020 年第 4 季度的峰值产出收缩幅度将略小，接近 10%。原因是它们的校准产生的不确定性冲击较小。更多信息见他们的论文。

---

本文原题为“COVID-Induced Economic Uncertainty”，本文由美国国家经济研究局研究人员撰写。美国国家经济研究局成立于 1920 年，是一个私营的、非盈利的、无党派的组织，致力于进行经济研究，并在学术界、公共政策制定者和商业专业人士中传播研究成果。其重点领域包括开发新的统计测量方法，估计经济行为的定量模型，以及分析公共政策的效果。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 基于全球自由贸易港区的调研分析新冠对全球经济的影响

Klaus-Jürgen Gern, Saskia Möhle/文 张子萱/编译

导读：2020年春季，COVID-19病毒席卷了全球。受此影响，预计全球各国所实施的抗疫措施将使全球贸易量大幅下降，其中尤其对德国等严重依赖出口的国家，影响将更加强烈。全球贸易的很大一部分是建立在分布在世界各地的自贸区上的。在这一背景下，基尔研究所与全球自由贸易港区展开了合作，并于4月初进行了一次特别调查。结果显示，全世界几乎所有的自贸区或多或少都已受到了新冠疫情的冲击，而且在今后的几个月中，经济活动可能会进一步受到限制。原因是各国所采取的公共卫生措施、全球总需求下降、供应链中断、金融环境恶化等均会影响经济活动。其中亚洲的预期最为悲观，其次是拉丁美洲。前者主要受供应链中断的影响较大，后者的经济活动则主要受制于金融环境恶化。编译如下：

### 1. 简介

2020年春天，COVID-19在全球的流行使全球经济承压，起初冠状病毒在亚洲和欧洲传播最快，政府呼吁民众自我隔离，施行宵禁，这些地区的经济大幅减少。我们预计今年世界贸易量将大幅下降，德国等净出口占GDP比例较高的国家经济或将受到更为强烈的冲击。在这一背景下，基尔研究所与全球自由贸易港区展开了合作，并于4月初进行了一次特别调查，旨在探明新冠病毒是在何种程度上以及如何对自由贸易港区的经济活动带来影响的。

自贸区或经济特区往往是由各国明确划分好的一片区域，这些区域内的经济活动所遵守的规则与该国家其他地区不同。通常，自贸区能够免除关税，投资者能够享受到政府的税收减免等财政刺激措施。自贸区所承接的经济活动涵盖了生产、出口加工、纯贸易、仓储、物流等。最新数据显示，全世界有5000多个自由区，尤其在亚洲，它们被视为近几十年出口导向型增长的引擎。发达国家也设有自由区，例如美国的250多个所谓的外贸区。世界经合组织2018年的数据显示，全球自贸区每年的出口额超过3500亿美元，约占全球商品贸易的20%。

在此前的2019年，保护主义抬头，中美贸易摩擦导致世界两大经济体之间的贸易量大幅下降，并对其他地区的活动产生了负面影响。荷兰经济政策分析局数据显示，与2018年相比，2019年的全球贸易量下降了0.4%。而到了今年，1月份的数据显示，中国经济受到了COVID-19病毒的影响，全球商品贸易量也出现了大幅下降。此后，总需求的下降，以及由于区域封锁导致的供应链中断将再次拖累全球贸易。

我们认为德国在此次疫情中受到的影响很大，作为仅次于中国和美国的世界第三大出口国，在中国疫情处于高峰期时，德国生产商同时面临着来自供给侧与需求侧的冲击。中国是德国最重要的贸易伙伴，并提供了该国生产过程所需中间投入品的10%。今年2月，德国对华出口同比下降8.9%，进口同比下降了12%。

3月中旬以来，德国政府还采取了更为严厉的公共卫生措施，这也令本来前景黯淡的经济雪上加霜。而且即便德国的疫情得到控制，本国经济能否复苏仍要取决于全球贸易量的情况。

## 2. COVID-19 大流行对全球自贸区的影响

新冠病毒通过多种途径对自贸区的经济产生影响，首先是各国政府为抗击疫情所采取的公共卫生措施使经济活动减少。其次，这些公共卫生措施与疫情发展的不确定性拖累了消费和投资。据联合国贸易与发展会议估计，2020-2021年间，全球范围内，外商直接投资可能下降 30%至 40%。第三，自贸区的生产活动可能受到供应链中断的影响。中国是很多商品全球价值链的核心，是中间投入品的主要生产国。尽管目前中国的疫情已经得到了控制，但随着疫情在全球范围的进一步蔓延，供应链中断可能加剧。第四，金融环境恶化可能导致企业部门出现流动性问题，加剧经济衰退。国际货币基金组织的数据显示，自冠状病毒爆发以来，国际投资者已从新兴市场撤出了 830 亿美元资金。

自由区的经济活动反应了全球经济状况，基尔研究所与全球自由贸易港区合作，开展了一项关于自贸区的商业情绪的调查，来自 41 个国家 80 多个自由区的代表参加了本次调查。

以下三个问题是在 2020 年 3 月 23 日至 2020 年 4 月 3 日期间提出的。

1: 您认为自贸区的经济活动是否受到了冠状病毒疫情的影响?

- a、没有受到影响
- b、在某种程度上受到了影响
- c、有受到影响

2: 预计在未来几个月，您所在的自贸区会受到冠状病毒疫情的影响吗?

- a、不会受到影响
- b、在某种程度上会受到影响
- c、会受到影响

3: 您的自贸区可能受到哪些因素的影响? (选择所有适用项)

- a、各国抗击疫情所采取的公共卫生措施
- b、全球总需求下降
- c、供应链中断
- d、金融环境恶化

全球总体的调查结果：通过调查我们发现，大多数自贸区都已经受到了疫情的影响，预计今后几个月经济活动的萎缩将变得更加严重。超过 90%的受访者表示，其所在自贸区的经济活动受到了冠状病毒流行的拖累（图 1）；60%的受访者表示其经济活动受到了一些限制；超过 30%的受访者认为疫情对自贸区的影

常严重；只有 8% 的受访者表示他们的自贸区目前没有受到影响。对未来的预期上，95% 的受访者预计未来将受到新冠疫情的影响（图 2）。

在影响渠道方面，85% 的受访者认为自贸区将受到公共卫生措施的影响（图 3）；68% 的受访者认为自贸区将受到总需求下降的影响而导致业务损失；60% 的受访者认为自贸区将受到供应链中断的影响；54% 的受访者认为自贸区将受到金融环境恶化的影响。

图 1：当前新冠疫情对自贸区经济活动的影响程度      图 2：新冠疫情对自贸区经济活动的影响预期

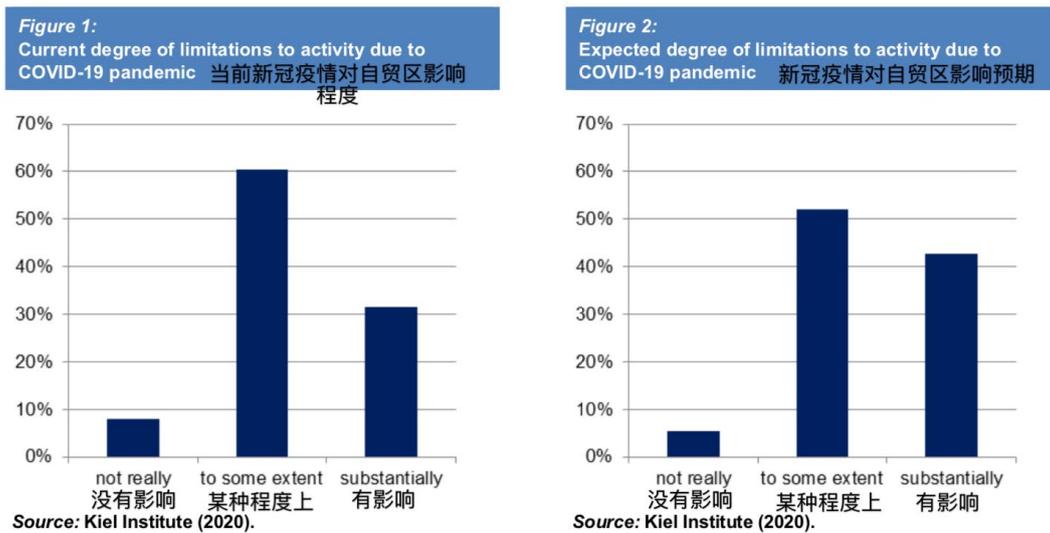
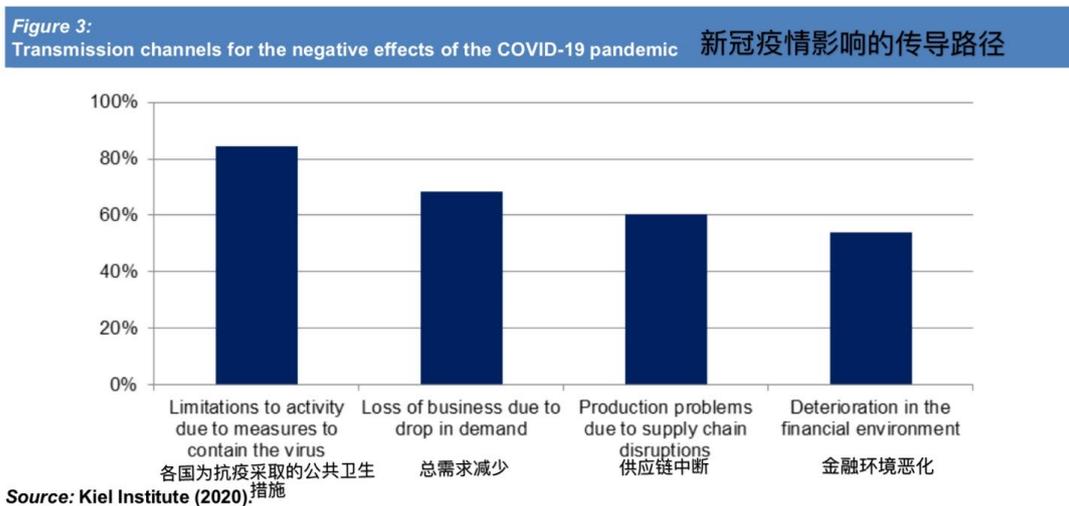


图 3：新冠疫情影响自贸区的传导路径



区域分析：世界所有地区的受访者都表示自贸区受到了类似程度的影响（图 4），其中北美和欧洲的情况较为乐观。当谈到未来几个月的预期时，非洲和中东预期较为悲观（图 5），而北美、欧洲和拉丁美洲情况较好。在亚洲，则有半数的自贸区认为会受到较大的影响。

图 4：当前新冠疫情对自贸区经济活动的影响程度（分地区）

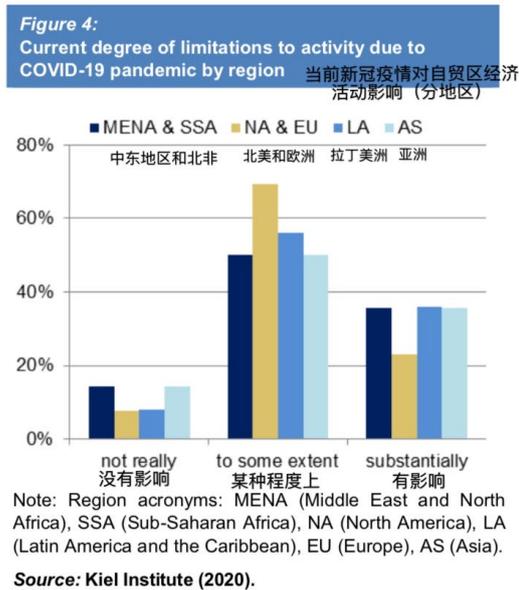
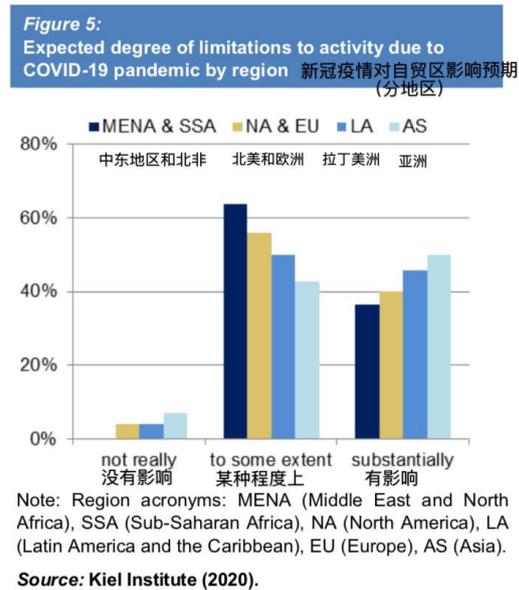
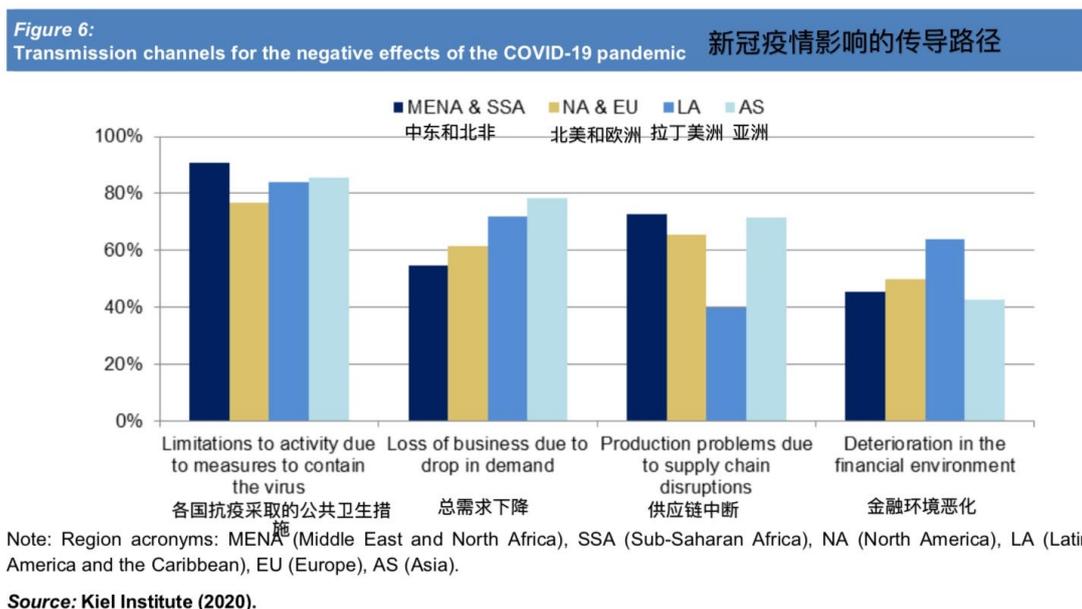


图 5：新冠疫情对自贸区经济活动的影响预期（分地区）



在影响路径方面，全球的自贸区都受到了公共卫生措施的影响，77%~91%的受访者表示自贸区的生产受到停工自肃等卫生措施的限制。这一因素在中东和非洲比例最高，在北美和欧洲最低。此外，总需求、供应链和金融渠道也在不同程度上影响了自贸区的经济。大多数自贸区都报告了来自总需求的影响（图 6），其中最多的是亚洲的自贸区（79%），其次是拉丁美洲（72%）、北美和欧洲（62%）以及非洲和中东（55%）；供应链因素则对全球自贸区的影响相近，65%~73%的区域报告了该因素导致的生产问题；金融环境恶化则在拉丁美洲地区最为严重。

图 6：新冠疫情影响自贸区的传导路径（分地区）



### 3. 结论

新冠疫情正对全球贸易带来了沉重打击，当前在全球 140 多个国家的 5000 多个经济特区承载了至少 20% 的全球贸易，这些自贸区的商业情绪对全球经济活动有着重要的代表性与前瞻性。

根据我们的调查结果，全球各地的自贸区都不同程度上受到了疫情的影响，而且人们预计在未来几个月内，这种影响可能还会加剧。各国所采取的公共卫生措施是目前拖累经济的主要因素，但大多数自贸区也受到了总需求下降、供应链中断和金融环境恶

---

本文原题为“The Impact of the COVID-19 Pandemic on the Global Economy —Survey-based Evidence from Free Zones”。本文作者 Klaus-Jürgen Gern、Saskia Möhle 是基尔研究所研究员。本文于 2020 年 4 月发表于 IFW 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 高通胀并非完全不可能

Olivier Blanchard/文 安婧宜/编译

导读：投资者对于未来会发生通胀还是通缩有不一致的看法。本文作者认为，根据传统通胀框架，发达经济体未来发生高通胀的可能性不太大。但是，由于此次疫情史无前例，未来如果三个小概率事件同时达成，即有可能发生通胀。编译如下：

未来会是通缩还是通胀？一些人看到了商品价格下跌，油价暴跌，而就业市场也十分不景气，因此认为未来会出现通缩。另一些人则看到了财政赤字和中央银行的资产负债表飞速增长，这或许意味着高通胀的到来。

而我则认为通胀率可能不会很高，但也不完全排除高通胀的可能性。让我来解释一下。

分析通胀的标准方式是观察劳动力市场、通胀预期以及商品价格冲击。这一框架在过去 30 年是比较实用的。通过这些指标，很难看到通胀会在近期急速攀升。

即便是在封锁接触之后，失业率非常高，而职位的空缺也会非常多，所以难以见到工资较大提升。商品价格下降，油价崩溃，都对通胀带来了向下的动力。

或许大家对那些帮助家庭和公司的财政项目有所担忧，认为需求可能会超过供给。但这其实并不会发生。相反，储蓄会大幅提高，这不仅是因为在购物的时候需要保持社交距离，也因为人们需要进行预防性储蓄。尽管一些商品的价格上升了，通胀率都会在解封之后下降。（在美国，2 月到 3 月的消费者价格指数都会下降 1.2 个百分点）。或许大家会担心，当人们不再保持社交距离，带动的需求会带来大量的消费和通胀。如果这一情况发生了，通胀也不会大到影响通胀预期，且会很快消失，

除此之外，也很难看到能够导致通胀上涨的强烈需求。预防性储蓄会长期存在，导致消费情况变差。不确定性会带来低投资率；与一般的战争不同，人们并不需要在这一战争之后重建城市。货币和财政政策的挑战会是维持需求、避免通缩，而非相反。

这就是我认为通胀在接下来几年不会很高的原因。但是，我们也处在一个前所未有的环境中，传统的通胀分析框架或许是错的，我也可以想象到高通胀的场景。

我认为有三个因素可能导致这一结果，

首先，国债对 GDP 的占比会非常高，比现有预期高 20-30%。

这不是一个疯狂的假设。政策作用的消退过程可能会非常缓慢，在本年度甚至下一年度带来赤字。封锁过早接触可能会带来第二波疫情爆发，甚至更多。既

然第一波疫情已经耗费了大量的人力物力，那么接下来的几波可能会带来更多的财政支出。目前的财政规模乘 2 或 3 倍会导致更大的债务负担。

第二，利率水平可能会提高。

这是因为国债的需求正在下降，而供给却在增加，需要更多的投资者来吸收国债供给。我们对此并无精确的了解，但是大概的情况是，债务占 GDP 的比重每升高 1 个百分点，利率都会升高 2-4 个基点。所以，如果债务占 GDP 的比重提高 60%，那么会带来 120-240 个基点的利率上涨。而利率也可能因为别的原因而上升，比如储蓄下降、投资需求上升、风险偏好下降等。这些看起来都不太可能，但我们对于利率决定因素的了解并不完全全面，所以无法完全排除这一可能。

第三，或许也是最重要的，是财政对于货币政策的影响。

随着实际利率的提升，美联储可能会提高政策利率来避免经济过热。但是这会带来更多的债务，为了避免债务扩张需要进行财政调整。政府可能会试图让美联储保持低利率来降低债务负担。尽管现在的美联储没有面临如此的压力，但是未来的美联储主席由总统指定，可能会更加愿意维持低利率，从而维持经济过热和通货膨胀。尽管一定程度的通货膨胀是好的，但过去的历史经验告诉我们过度通胀可能导致非常差的结果：通胀预期或许会演变，导致越来越高的通胀水平，最终走向极度通胀。这会降低债务的真实价值，但不会降低经济的成本。‘

正如我所说的，高通胀意味着三种元素都得到实现，而每一种在发达经济体中都不太可能。你可以假定自己的概率并且将三者相乘，得到的利率结果会非常小。我问了一些我的同事，他们得出的结果都低于 3%。但这一概率仍然大于 0。

观察通胀指数债券的收益率曲线，投资者不太会预期到通胀极度攀升的场景。他们不会看到真实利率水平大幅提高：在不同的期限结构中，通胀指数债券的收益率都是负数。投资者不认为收益率曲线会快速走高。市场预期通胀率为名义债券利率与通胀指数债券的差额，目前这一利率水平始终比美联储制订的 2% 的标准低大约 1%。我也这么认为，但我不能完全肯定事情一定会如此发展。

---

本文原题为“High Inflation is Unlikely but not Impossible in Advanced Economies”。本文作者 Olivier Blanchard 为 PIIE 高级研究员。本文于 2020 年 4 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 美联储竭力挽救公司债市场

Pierre Ortlieb /文 宋海锐/编译

导读: 美联储果断的政策行动和重要的监管改革使得几个主要的金融市场经受住了迄今为止最严重的大流行疾病冲击。然而, 企业债券市场迄今仍缺乏类似的、明确的支持政策, 这引发了对美联储应对债券市场长期结构和构成问题的质疑。编译如下:

美联储果断的政策行动和重要的监管改革使得几个主要的金融市场经受住了迄今为止最严重的大流行疾病冲击。

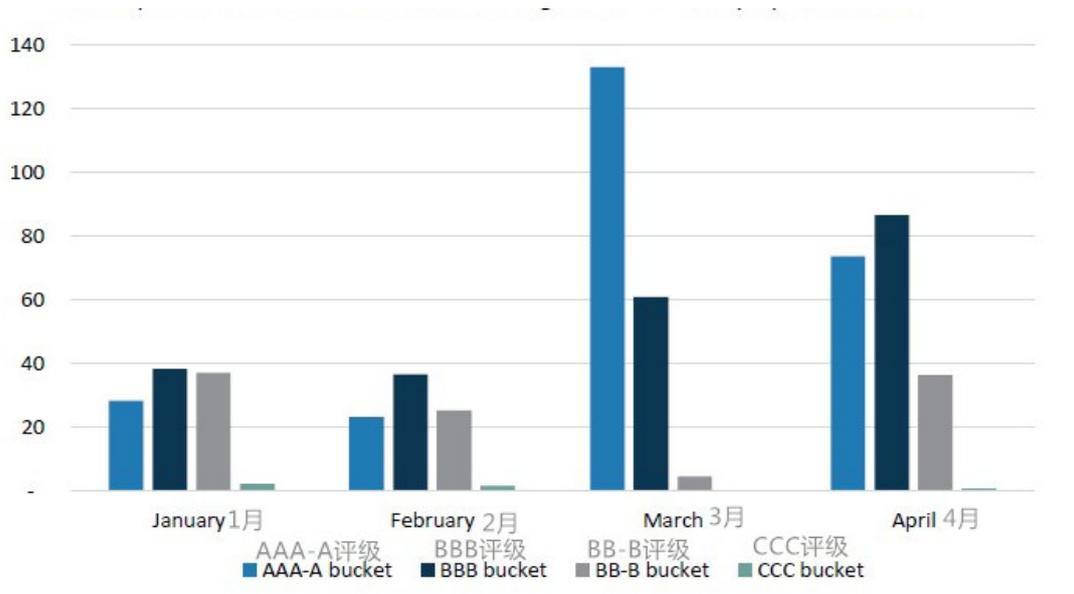
例如, 美联储决定暂时将美国国债和储备余额排除在巴塞尔协议 III 的补充杠杆比率之外, 这将有效地允许一级交易商持有无限期的美国国债库存。这使具有系统重要性的美国国债市场和美国政府免受不确定性和即将到来的债务发行浪潮的影响。瑞士信贷的佐尔坦·波扎尔称, 美联储正在起草一份交易商协议以参与当下这场战争。

4月1日生效的《2018年经济增长、监管救济和消费者保护法》也免除了托管银行计算存款准备金率中的中央银行存款部分。这意味着, 这些托管人(其中包括纽约梅隆银行)将能够将其通过美联储量化宽松计划获得的储备换成外国央行的存款。这一政策最终可能会导致外汇掉期市场流动性增强。除了影响现有的互换额度外, 这一政策也将对保护这一重要的融资市场产生重要影响。

然而, 企业债券市场迄今仍缺乏类似的、明确的支持政策, 这引发了对美联储应对债券市场长期结构和构成问题的质疑。

首先, 非常明显的是, 企业债券市场正被分为投资级和高收益两个部分, 只有前者获得了政策支持(除了曾经持有投资级评级但在冠状病毒冲击后被降级的“堕落天使”之外)。这反映在4月份的企业发行情况中(如图1), 集中表现在投资级借款人热衷于锁定资金以维持自己的生计, 直到经济活动反弹。

图 1 美国公司债券发行产生缺口

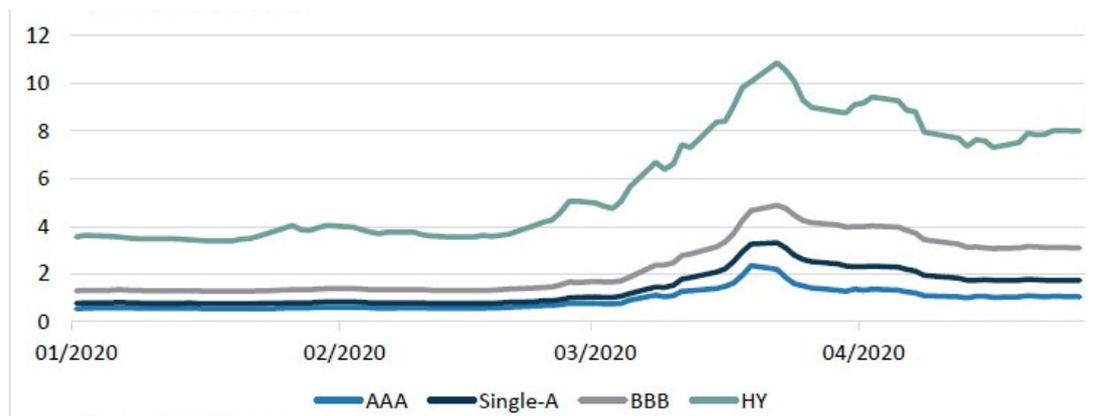


指标：评级区间内美国公司债券发行量，时间：2020年1-4月，单位：十亿美元

资料来源：数据逻辑，OMFIF 研究

在高收益市场内部也存在着明显的分化。正如 Barron 所指出的，在过去一个月左右的时间里，BB+到 BB-的高质量垃圾债券的回报率是 CCC+和 CCC之间债券的三倍多（CCC+是评级最低的高收益债券）（如图 2）。这种分歧反映在它们对美国国债的不同利差上，投资级工具与两级高收益债券之间的差距正在显现。

图 2：持续性高收益债券波动



指标：选定公司指数的指数期权调整利差，单位：%

资料来源：ICE 指数索引

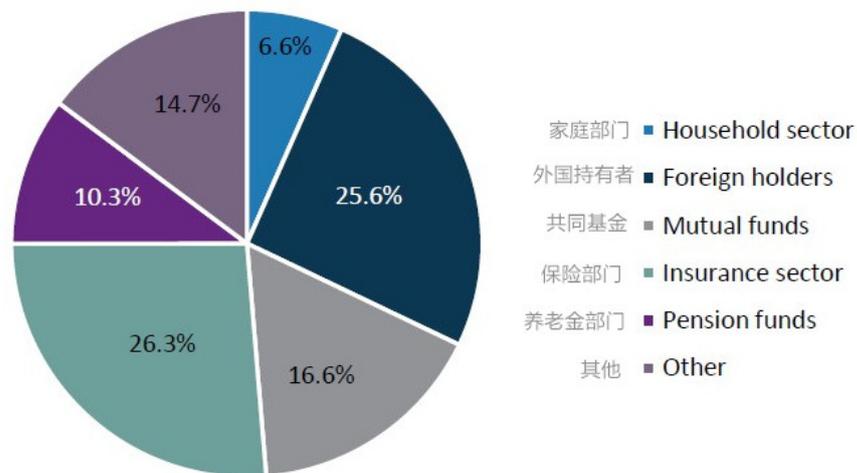
美联储将购入“堕落天使”企业债券和高收益的交易所交易基金的双重决定，引发了历史上最大的每周高收益市场流入。然而，这个决定只适用于一小部分市场。首先，“堕落天使”只占市场的4%，高收益ETF只覆盖了不到3%的市场份额。考虑到美联储自行设定的购买限额，即只购买所管理ETF资产的20%，

这意味着最终购买将覆盖不到 1% 的高收益市场。信号效应本身就很重，正因此美联储宣布这一消息后市场大幅反弹。但这使得市场的各个角色陷入困境，最终将影响实体经济中的生死存亡。

美联储还应该做什么来支持风险更高的企业信贷？能否顺畅地就谁能得到公众支持做出特别的决定，将对企业债务市场结构和美国经济产生巨大影响。

企业债券困境的第二个维度是全球性的，毕竟美国四分之一的企业债券是由外国人持有的（如图 3、图 4）。

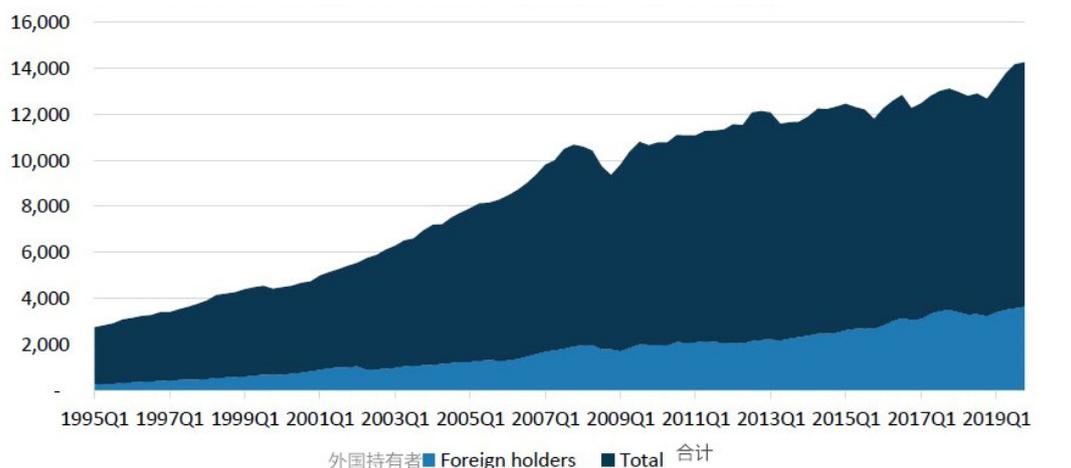
图 3 外国人在美国公司中占有相当大的份额



指标：按部门划分的美国企业债券持有量，时间：2019 年底，单位：%

资料来源：美国金融账户，OMFIF 研究

图 4 外国投资者成为越来越重要的公司出资人

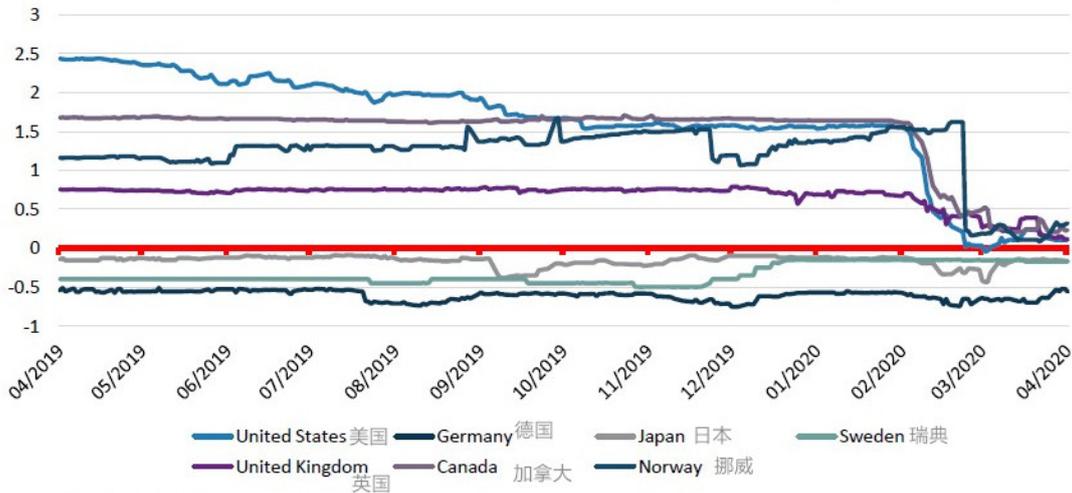


指标：持有美国公司债券总额和非美国公司债券总额，时间：2019 年一季度-2019 年四季度，单位：十亿美元

资料来源：美国金融账户，OMFIF 研究

一个由冠状病毒引起的全球金融市场的重大变化是 G10 利率惊人的趋同。简单地说，已经处于零利率或低于零的国家保持利率不变，而其他国家利率（特别是澳大利亚、英国和美国）则下跌至零下限（见图 5）。

图 5 全球金融市场利率大幅下行



指标：10 国集团货币三个月期政府票据利率，单位：百分点

资料来源：路孚特（全球最大的金融市场数据和基础设施供应商之一）

这一点很重要，因为来自负利率国家的投资者会购买美国资产进行风险对冲，他们是 2008 年后美国债务市场的重要融资力量。日本的银行和挪威的纳维亚的养老基金等，成为从事典型“影子银行”业务的关键新中介实体；根据经济学家佩里·迈赫林的定义，这类业务包括货币市场（外汇互换）和资金资本市场（美国资产）贷款。

对企业债券市场而言，这一趋势最显著的影响是利用美元进行对冲的成本骤降，与一年前相比，美元对冲成本已经跌入悬崖。

鉴于发达国家政府债券收益率较低，这对美国企业债券市场应该是利好。美联储的提振措施对于一些市场部门来说代表了一个提高收益率的机会。然而，这可能会加剧企业债券市场日益扩大的分歧，因为国外投资者可能会在更长时间内远离高收益部分。

日本邮政银行就是一个很有启发性的例子，它宣布截止到 2021 年 3 月的财政年度，将持续增加对美国企业的投资，并称，所选企业将“在公司和行业中具有选择性”，同时对高收益债务持谨慎态度。许多全球投资者可能会分享这一经验。

既然核心市场，包括美国国债、外汇互换，都或多或少都有了保障，美联储就需要采取措施应对企业债务市场的窘境。随着美国和全球经济的重塑，各层次的市场正在分崩离析，央行的政策需要考虑其在这一过程中的作用。

---

本文原题为“Fed Grapples with Corporate Bond Market”。本文作者 Pierre Ortlieb 是 OMFIF 的经济学家；官方货币和金融机构论坛 OMFIF 是一个独立的中央银行、经济政策和公共投资智囊团，是全球公私部门交流最佳实践的中立平台。本文于 2020 年 4 月 28 日刊于 OMFIF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## G20 重回国际协调舞台的中心

Suman Bery 和 Sybrand Brekermans / 文 张舜栋 / 编译

导读：对于 4 月召开的 G20 财长和央行行长会议，各界都抱有很高期待。本次会议同意暂缓最不发达国家的债务，但就 IMF 特别提款权（SDR）的重新分配问题未达成一致。笔者认为，考虑到当前的国际环境，能够达成这样的成果也是来之不易的。更重要的是，本次会议昭示着，G20 正在重回全球合作舞台的中心。编译如下：

今年 4 月，一系列国际会议密集召开，一百多个国家的政府及国际金融机构参与了这些峰会。对这些会议，各界普遍抱有很高期待。在新冠疫情全球蔓延的背景下，这些会议被认为是各国财政及货币当局携手合作的最佳契机。

在一系列会议中，最引人关注的无疑是 4 月 15 号召开的 G20 财长和央行行长会议。本次会议达成的最主要成果，是同意低收入国家从 2020 年 5 月 1 日起至年末暂停偿还双边债务，并呼吁私人债权人自愿加入这一倡议。此外，各国还同意通过各多边发展银行机构（MDB）和国际货币基金组织（IMF）投放价值 2000 亿美元的紧急援助。但是，针对一些欧盟国家及中国提出的改革 IMF 特别提款权的提案，本次峰会并未达成一致。

由于本次峰会未能推动 IMF 特别提款权改革，部分媒体对峰会感到失望。但是，笔者认为，考虑到当前的国际环境，本次峰会依然具有特殊的正面意义。该峰会的成功召开意味着，G20 正在重回国际合作及协调舞台的中心地位。

为了全面评价本次峰会的意义，我们不应忽视 G20 历次峰会的历史背景，及当前的国际环境。2009 年，G20 国家曾在伦敦召开了以应对全球金融危机为主题的领导人峰会，各界普遍高度评价了这次会议。与 2009 年的领导人峰会相比，本次会议有三大特点：

一是达成协议的金额较高：在本次峰会上，各国政府承诺实施总额超过 5 万亿美元的经济刺激计划，这一金额与 2009 年峰会的水平相当；

二是很好地延续了既有的金融工具：在 2009 年峰会上，各国领导人同意通过一系列 IMF 的金融工具支持新兴经济体加快经济复苏。在本次会议上，尽管各国并未同意采取更多的金融工具，但他们很好地延续了既有的工具，为不发达国家注入了更高的短期流动性，并同意暂缓其双边债务；

三是多边开发银行（MDB）的作用得到了加强：本次峰会同意通过多边开发银行机构向各国投放价值 2000 亿美元的紧急援助，这一数字是 2009 峰会的两倍。

事实上，学界和业界对 2009 年伦敦峰会减缓经济衰退的实际效果存在一些争议。我们认为，那次会议最大的价值，在于重申了 G20 国家面对经济危机的

团结立场，帮助市场重振信心，并为新兴市场国家提供更大的财政空间。伦敦 G20 会议成功的背后有两大政治基础——一是 G7 国家普遍遭受了金融危机的冲击，因而立场相当团结；二是 G20 成员中的新兴市场国家乐于担任全球复苏中排头兵、领头羊的角色。此外，东道国的充分准备及其在 G7 国家中的传统地位也为那次会议的成功贡献了助力。

与伦敦峰会相比，本次会议的国际环境出现了较大变化。首先，是本次疫情的广度、深度和传播速度都超出了许多国家当局的预计；其次，尽管 G7 国家都采取了相当迅速的纾困和经济救助措施，但这些国家内部，尤其是在美国和欧盟之间，就一些关键议题（如 IMF 的特别提款权改革问题）还存在许多分歧；最后，本次会议的东道主并非 G7 成员国，会议本身也采用了线上的虚拟形式，这使得各国经济官员无法在会议间隙开展当面的外交活动，而频繁的线下外交本身就是达成协议的必要元素。

那么，我们应当如何全面地评价本次峰会成果？在成立之初，G20 的宗旨即是促进全球强劲、持久和平衡的发展。因此，要评价本次峰会成果，我们就应当从这个角度出发，关注该会议是否采用了及时、大胆的方式提出这些倡议。尽管在美国的反对下，IMF 的特别提款权改革未获共识，但各国同意暂缓低收入国家债务无疑是一项令人振奋的成果。笔者认为，本次会议在两个意义上获得了成果——一是首次将中国纳入了国际主权债务协调体系（即所谓“巴黎俱乐部”）；二是在如今中美、欧美间的分歧愈发公开的背景下，本次峰会意味着 G20 重新占据了全球合作舞台的焦点位置。在我们看来，如今的 G20 是国际经济合作领域独一无二的黄金平台，其指导意见对 IMF 和世界银行的影响力也更加可观。

在本次峰会上，欧洲国家在暂缓最不发达国家债务问题上发挥了重要作用。早在 3 月 25 日的 G20 外长会议结束时，法国外长勒德里昂即对外表示，法国将呼吁 G7 国家共同对那些最需要援助的国家施以援手。自那以来，多个欧盟国家相继表达了支持的声音。4 月 13 日，法国总统马克龙公开呼吁减免非洲国家的债务。4 月 14 日，包括法国、德国、意大利、荷兰、葡萄牙、西班牙和其他国家在内的多个国家及国际组织发表公开信，呼吁各国减免最不发达国家债务，并调整 IMF 特别提款权的分配。因此，本轮峰会的成果不仅是 G20 发挥有力国际影响的印证，也是欧洲国家不懈努力的结果。

总的来说，我们分别从结果和过程两个维度评价了本次 G20 财长及央行行长会议的成果。从结果来看，会议达成了债务减免的重大举措，并首次将中国纳入了国际债务协调框架；从过程来说，我们发现，即便是在新冠疫情肆虐，中美矛盾加深的大背景下，G20 依然可以有效地发挥作用，并巩固了其在国际协调舞台的核心位置。显然，各国还需要加强努力，以争取更大的成果。据 IMF 测算，

在本次危机中各新兴市场国家共计需要价值 2.5 万亿美元的资金支持，而 IMF 目前的能力仅有 1 万亿美元水平。正如华盛顿智库战略与国际研究所（CSIS）研究员 Stephanie Segal 所言，本次会议为今后的国际财政和金融合作建立了框架，打下了基础。最后，我们也不应忘记，在史无前例的新冠疫情中，经济问题只是众多问题之一，而经济合作也只占据 G20 职责的一部分。G20 应当加强努力，在多项领域达成更高水平的国际合作成果，从而在更多领域发挥更大的作用。

---

本文原题为“The Revived Centrality of the G20”。作者 Suman Bery 是壳牌石油公司首席经济学家，欧洲智库 Bruegel 研究院兼职研究员。Sybrand Brekelmans 是 Bruegel 研究院研究助理。本文于 2020 年 4 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 意大利需要解决债务可持续性问题的

Ignazio Angeloni /文 熊春婷/编译

导读：4月23日的欧盟领导人峰会将会十分艰难，但意义重大。在欧洲预算的担保下，1万亿欧元的疫情后复苏基金(post-recovery fund)取得了突破，以满足成员国不同的需求，对此乐观情绪有所升温，但仍存在诸多障碍。编译如下：

我们正在经历着战后以来最严重的经济衰退。国际货币基金组织(IMF)关于2020年欧元区国内生产总值(GDP)将下降7.5%的预测可能被低估了。已经陷入困境的国家受到的打击最为严重。其中最严重是意大利，该国的人均GDP在过去的20年里几乎没有增长，其公共债务水平则是欧洲最高。IMF预测，今年意大利的GDP水平将下降9.1%。与2011-12年一样，欧元区的凝聚力岌岌可危。

4月9日，欧元集团的财长们已完成部分工作。他们同意向欧洲投资银行提供250亿欧元的担保金，使其能够再增加2000亿欧元的贷款用以支持中小企业。关注中小企业是正确的，而且欧洲投资银行是一个久经考验的组织，但数量很少，可能只服务于27个成员国。另一项计划是为失业工人提供1000亿欧元的收入支持计划。鉴于其规模有限，这只能作为国家救助计划的一项补充措施。

欧洲各国财长们也同意在不附加常规宏观经济条件的情况下为欧洲稳定机制提供2400亿欧元的支出计划。这些资金将仅接受标准检查，以便于“直接或间接”解决突发卫生事件。

意大利最大的民粹主义政党——五星运动——是目前的执政党。该党反对从欧洲稳定机制(ESM)获得360亿欧元，尽管该机制提供了优惠条款，并且在经历了10年的大幅削减后，很有必要对医疗行业提供支持。意大利政客们正陷于潜在债务呈螺旋式上升和国家主权丧失的风险之间。总理朱塞佩·孔戴(Giuseppe Conte)应该重新考虑他拒绝的这一提议。如果意大利拒绝ESM的资金，它就不能指望在必要的复苏基金支付方面得到优待。

公共债务的可持续性问题的，尤其是在意大利，非常令人担忧。欧元集团的所有决定都涉及新债务，就像已经宣布的国家措施一样。危机发生前，意大利的公共债务占GDP的比例已从135%开始下降，但受疫情影响，未来率可能会超过170%。如果意大利不得不完全依靠市场融资，那么债务风险将有可能变的不可持续。

正在讨论的巨额重建基金部分的回答了这一问题。9个欧元区成员国主张发行欧元债券，为经济复苏融资，欧元集团内部没有达成一致。政府首脑必须选择“是”或“否”，或者在两者之间给予指导。领导者们面临着兑现承诺的压力。法国总统埃马纽埃尔·马克龙(Emmanuel Macron)正不断的游说。德国总理安格拉·默克

尔(Angela Merkel)不愿在人们濒临死亡之际表现得愤世嫉俗。此时存在一个机会：欧洲可能正在转移。

人们似乎没有很好的理解一个核心问题。一些人认为几乎没有附加条件的欧元债券是欧洲缓解国家公共债务的一种方式。事实上，如果欧洲直接向欧洲委员会借贷或通过专门工具为国家债务融资，则各国政府将受益于欧盟更高的信用状况，但其债务仍将增加，仅略低于它们完全利用市场进行融资的债务水平。或者，欧盟可以自行借贷和投资。在这种情况下，公共债务不会上升，但资金的去向必须由各方共同决定。

例如，欧洲议会前自由党领袖盖伊·韦尔霍夫施塔特（Guy Verhofstadt）提议利用对数字服务和不可回收塑料征税，结合碳税收入来支持合并债券的发行，这将为 1 万亿欧元的重建计划提供资金。然而在这类问题上，甚至是 9 个支持欧元债券的成员国之间的看法也未见一致。

有一条良性而合理的出路。欧洲应该同意建立一项大规模重建基金，该基金通常由扩大后的欧盟预算提供资金。这标志着政治凝聚力。结合欧洲央行目前和未来可能采取的行动，这将使市场相信，尽管国家公共债务虽然有所增加，但仍在可控范围内。国家决策者，尤其是债务国的决策者，会利用一切机会将债务成本降至最低；欧洲稳定机制（ESM）卫生机构就是其中之一。随着他们走出危机，他们将长期、可信地致力于逐步降低债务水平。

不幸的是，现实的出路往往是不尽如人意的。2011 年至 2012 年，欧元区离解体只有一步之遥，欧洲央行拯救了它。今天面临的挑战更大。除非欧洲决定采取正确的措施，否则此次结果可能会更糟。

---

本文原题为“Italy Needs Action on Debt Sustainability”。本文作者 Ignazio Angeloni。Ignazio Angeloni 是哈佛大学肯尼迪学院(Harvard Kennedy School)和莱布尼茨金融研究所(Leibniz Institute for Financial Research SAFE)高级研究员，曾任欧洲央行监事会成员。他的研究领域主要包括宏观经济学，中央银行，金融市场以及欧洲经济与政治一体化。本文于 2020 年 4 月刊于 OMFIF 官网。[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/>

### 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/>

### 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/>

### 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/>

### 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/>