

# 全球智库半月谈

新冠肺炎疫情对小企业的冲击

修复全球价值链的历史经验

全球银行业展望

中资银行的海外足迹

治理绩效与疫情防控：应对新冠疫情的国际经验

中国的财政刺激能否取得成功？

英国负利率政策弊大于利

本期编译

安婧宜

桂平舒

刘铮

史明睿

宋海锐

熊春婷

杨茜

伊林甸甸

张舜栋

（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

## 19 年新冠肺炎对依赖外部资金的新兴经济体的现实冲击 ..... 6

导读：19 年新冠肺炎暴露了这样一个几乎要被遗忘的现实：在美元流动性充裕的时代新兴经济体过度依赖外部融资。一方面新冠肺炎引发的全球避险情绪突然升温，促使投资者从无储备货币转向安全资产和美元。另一方面新冠肺炎疫情大大减少了新兴经济体获得美元、出口创收、旅游收入、移民创收甚至汇款的机会。而新兴经济体应对疫情的财政政策和货币政策的空间有限，如财政政策方面缺乏自动稳定器，面对严重的疫情冲击很难像发达国家那样产生同样的再分配效应。原则上来讲，面对流动性问题有多种方案可供选择：国内货币政策、资本管制、动用外汇储备、清迈倡议多边化等地区性计划、央行互换额度，以及国际货币基金组织(IMF)计划。但并非所有方案都适用于大多数国家。由于新兴国家货币贬值，美元债务成本增加，其应对疫情的力度远不及西方发达国家。资本管制是暂时且代价高昂的。许多经济体，特别是拉丁美洲的经济体，都没有自我保险和区域保险计划。美联储虽然迅速做出反应，与主要央行达成了互换额度，但这也导致美联储试图提供跨境美元流动性的负担可能过重。对于新兴经济体来说，IMF 仍是最明显的最后贷款人。那么，新兴经济体该如何采取措施去有效应对此次新冠疫情呢？

## 全球银行业展望 ..... 19

导读：2008 年的金融危机使得欧洲各地的银行纷纷涉足跨境业务。在欧洲银行纷纷迁出的地方，美国银行纷纷进驻，从而在整个欧洲获得了市场份额；同时加拿大和日本的银行也在迅速加强在美国的境业务。除了向美国放贷外，日本银行一直在向开曼群岛的机构大量放贷，这种放贷反映了非银行机构在开展银行业务和在批发融资市场发挥更大作用的大趋势。文章

## 新冠肺炎疫情对小企业的冲击：深度、突发性和持久力 ..... 23

导读：毫无疑问，新冠肺炎疫情对经济造成了巨大冲击。在国内生产总值数据仍未发布的前提下，劳动力市场数据可以作为评判经济受影响程度的先验指标。从劳动力数据看，本次疫情对经济影响巨大。从细分行业的劳动力数据看，新冠疫情对小企业的影响更大。美国出台了“工资保护计划”、“主街计划”支持小企业渡过难关，但都未完全实现制定计划的初衷。未来需要明确援助贷款的标准和要求，保证现有措施能切实作用于小企业，保障小企业的持续经营能力。

## 修复全球价值链的历史经验 ..... 29

导读：复杂的全球价值链体系高度依赖于全球贸易的顺利运行，而后者受到了 COVID-19 的严重冲击。减少全球价值链延迟时间，降低其不确定性等政策对于经济的快速恢复至关重要。作者认为，开展全球监测和国际协调合作是应对疫情和遏制经济冲击的关键。

## 治理绩效与疫情防控：应对新冠疫情的国际经验 ..... 35

导读：面对同样严峻的新冠疫情考验，不同国家的表现大相径庭。作者在文中总结了成功国家的经验与失败国家的教训，希望以此帮助那些仍受疫情困扰的国家尽快走出疫情危机，并促进全人类更好地应对下一次传染病的全球大流行。

## 中资银行的海外足迹 ..... 40

导读：依托于中国经济影响力和“一带一路”倡议，中国大型银行足迹遍布全球，其海外业务规模庞大，然而国际化指数不高。虽然面临全球风险，但鉴于其在中国的坚实基础以及中国政府的隐性担保，这些银行大而不倒并有可能继续进行全球扩张。

## 聚焦中国

## 中国的财政刺激能否取得成功？ ..... 42

导读：在成功控制国内疫情后，中国于5月下旬召开了全国两会。会上公布的《政府工作报告》引发了外界的高度关注。本文解读了《报告》出台的一系列财政刺激政策。

## 经济政策

## 建立欧盟股权基金救助企业的愿景和基本原则 ..... 44

摘要：欧盟应设立股权基金来救助受疫情影响的企业。这一基金应基于以下四个原则设立简单明了的救助机制：该机制应强化欧盟单一市场，并兼顾更高的非经济、社会性目标；同时，这一救助机制需要保障纳税人从救市后的经济恢复中获取应有的收益，并且减少政策不公平造成的跨境转移支付及其复杂的政治影响。

## 英国负利率政策弊大于利 ..... 46

导读：Covid-19 危机爆发时，货币政策已经非常宽松，这将各国央行政策进一步推向非常规领域。就英格兰银行而言，负利率是下一个边界。它们应该是最后的选择。本文认为英国负利率政策的弊大于利。

## 本期智库介绍 ..... 48

## 19 年新冠肺炎对依赖外部资金的新兴经济体的现实冲击

Alicia García-Herrero and Elina Ribakova /文 熊春婷/编译

导读：19 年新冠肺炎暴露了这样一个几乎要被遗忘的现实：在美元流动性充裕的时代新兴经济体过度依赖外部融资。一方面新冠肺炎引发的全球避险情绪突然升温，促使投资者从无储备货币转向安全资产和美元。另一方面新冠肺炎疫情大大减少了新兴经济体获得美元、出口创收、旅游收入、移民创收甚至汇款的机会。而新兴经济体应对疫情的财政政策和货币政策的空间有限，如财政政策方面缺乏自动稳定器，面对严重的疫情冲击很难像发达国家那样产生同样的再分配效应。原则上讲，面对流动性问题有多种方案可供选择：国内货币政策、资本管制、动用外汇储备、清迈倡议多边化等地区性计划、央行互换额度，以及国际货币基金组织(IMF)计划。但并非所有方案都适用于大多数国家。由于新兴国家货币贬值，美元债务成本增加，其应对疫情的力度远不及西方发达国家。资本管制是暂时且代价高昂的。许多经济体，特别是拉丁美洲的经济体，都没有自我保险和区域保险计划。美联储虽然迅速做出反应，与主要央行达成了互换额度，但这也导致美联储试图提供跨境美元流动性的负担可能过重。对于新兴经济体来说，IMF 仍是最明显的最后贷款人。那么，新兴经济体该如何采取措施去有效应对此次新冠疫情呢？编译如下：

### 1. 引言

新冠疫情向新兴经济体的蔓延引发了人们对新兴经济体过度依赖外部融资问题的重新关注。从 20 世纪 70 年代以来新兴经济体发生的数次危机可以看出，过度依赖外部融资问题长期存在，但由于两个原因，这一问题似乎得到了解决。一是新兴经济体国内以本币计价的金融市场得到了发展，外国投资者可以利用这些市场。二是新兴经济体如中国转向了通胀目标制，将汇率水平作为稳定器。

然而现实情况并不乐观。一是变化无常的外国投资者的大量涌入使得新兴经济体依旧容易受到全球避险情绪的影响。二是并非所有部门都减少了对美元的依赖。实际上企业增加了对美元借款的依赖，这意味着新兴市场未必对潜在的全球美元短缺更有弹性，反之亦然。这在全球压力激增、避险情绪高涨时尤其成问题，投资者将纷纷转为持有美元货币。正常情况下，浮动汇率制度表明只要投资者相信央行有能力控制汇率下滑，通过汇率贬值吸收冲击是可能的。但当冲击很大时，新兴国家的中央银行很难维持浮动汇率制度（多数情况下新兴国家央行会选择货币贬值）。

新冠肺炎对全球经济造成严重负面影响，新兴经济体也没能幸免。封锁和其他遏制措施造成的流动性下降严重影响了经济活动，大宗商品出口国受到的影响更为严重。新兴经济体财政和货币政策空间有限。它们的税基有限，财政方面缺乏自动稳定器，在严重冲击期间，财政政策不会像发达国家那样产生再分配效应。货币政策方面，对实行浮动汇率制的国家来说，原则上具备一定的降息空间，但货币的迅速贬值限制了它们采取进一步行动的空间。



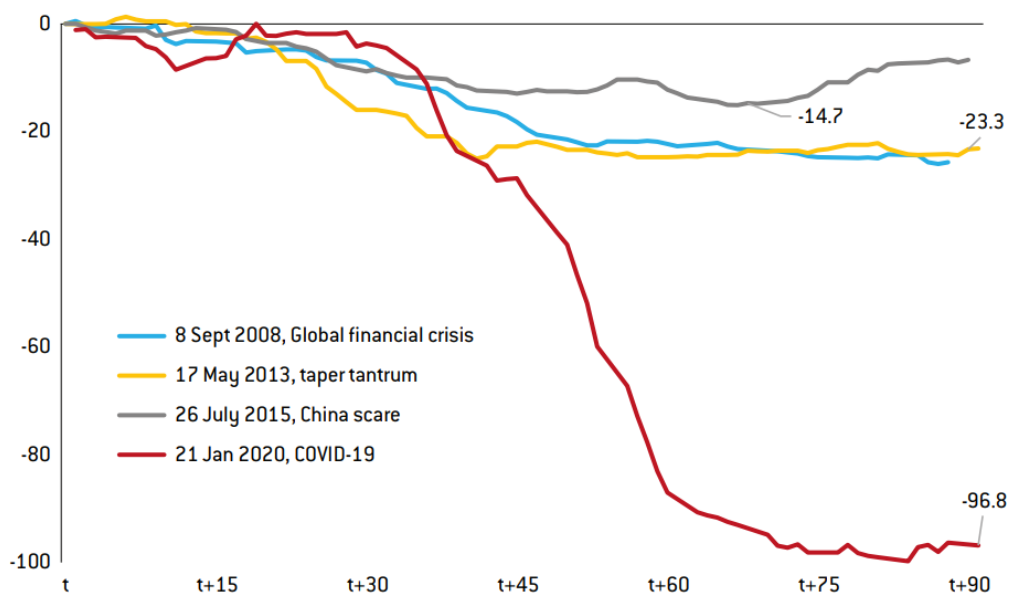
更重要的是，新兴经济体缺乏硬通货，因此往往更依赖美元(或其它硬通货)来进行外部融资。那些国内储蓄极低、经常账户存在结构性赤字的国家的这种外部融资依赖性更为严重。全球避险情绪突然升温，促使投资者转为持有安全资产和美元。尽管美联储反应迅速，但美元的跨境流动性仍然紧张。全球美元短缺进一步复杂化了新兴市场的平衡国际收支的融资需求。

本文主要有三点政策贡献。一是研究新冠疫情爆发使得新兴经济体面临美元突然短缺的几类因素。二是本文回顾这些国家可用于解决美元流动性短缺这一问题的方案，以及美联储和国际货币基金组织作为美元流动性主要提供者所发挥的作用。三是本文对各类方案进行排序并提供了一些建议，以便新兴经济体能更好的应对由新冠疫情所导致的全球美元流动性短缺问题。

## 2. 对外部融资的依赖性

新兴经济体对美元流动性的依赖程度源于其经济结构和外部融资。新兴市场通过多种渠道依赖外国资本和收入(Carstens 和 Shin, 2019)。一是通过资本渠道获得美元，资本流入反映净借款。新兴市场越是依赖短期投资组合流入或“热钱”，就越容易受到全球美元流动性短缺的影响。二是通过收入渠道获得美元流动性。主要包括商品(包括大宗货物)和服务(主要是旅游)的净出口，或要素的跨境流动，新兴经济体主要是劳动力的跨境流动。新冠肺炎的冲击大大减少了新兴市场获得美元、出口、旅游收入甚至汇款的机会，同时冲击也影响了移民创收国家。投资组合资金流入新兴经济体的突然停止是前所未有的。事实上，资金外流的规模比2008年、2013年的“缩减恐慌”或2015年的“中国恐慌”高出好几倍(见图1)。

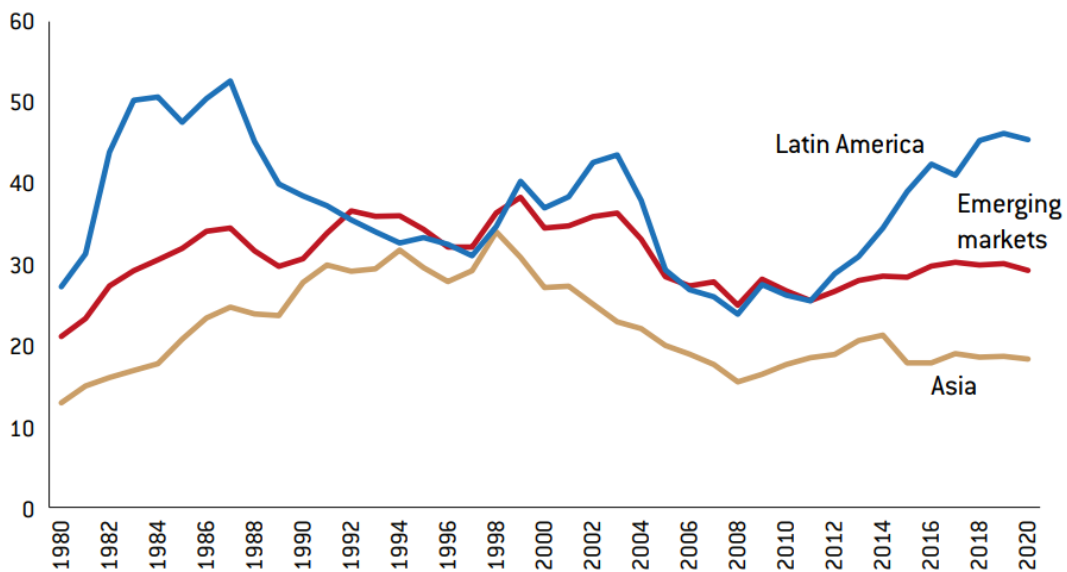
图 1：自注明日期以来涌入新兴市场的非居民投资组合的累计值  
(单位：十亿美元)



来源：基于 IIF, Natixis 的 Bruegel 数据。

除了从新兴市场抛售以美元计价的公司信贷外，外国投资者还突然退出了以本币计价的主权债务市场，而长期以来人们一直认为后者对全球避险情绪更具弹性。此外，出口——尤其是大宗商品出口——在即将到来的全球经济衰退之前就已经崩溃。在这种背景下，国际货币基金组织估计，新兴市场的总融资需求可能高达 2.5 万亿美元，已有 100 多个国家请求金融援助。这些需求很大一部分集中在少数几个新兴市场，这些市场长期保持市场准入，因为资本流入的突然停止而遭受到极大的冲击。这在有大量外债的地区尤其令人担忧。最明显的一个例子是拉丁美洲(见图 2)。

图 2：外债占 GDP 的比例



来源：基于 IIF，Natixis 的 Bruegel 数据。

新兴市场可以依靠什么工具来应对这一挑战？我们回顾了不同的工具选择，有独立使用货币政策，资本管制，区域保险协议，从美联储获得美元以及从国际货币基金组织借款。

需要强调的是，我们关注的是流动性问题而不是偿付能力问题，但必须承认，由于新冠肺炎对新兴市场经济体的影响，偿付能力和流动性比以往更难界定。此外，如果长期不解决美元流动性短缺问题，各国将由缺乏流动性转为陷入偿付能力危机——在某些情况下，这种危机或许已经发生。

### 3. 如何回应？

#### 方法 1：国内政策

第一道最明显的防线是利用本国的货币政策来刺激经济。对于拥有硬通货和灵活汇率制度的发达经济体来说，这一方案可能相对容易，但对于新兴经济体，尤其是那些高度依赖外部融资的经济体，就不那么轻松了。

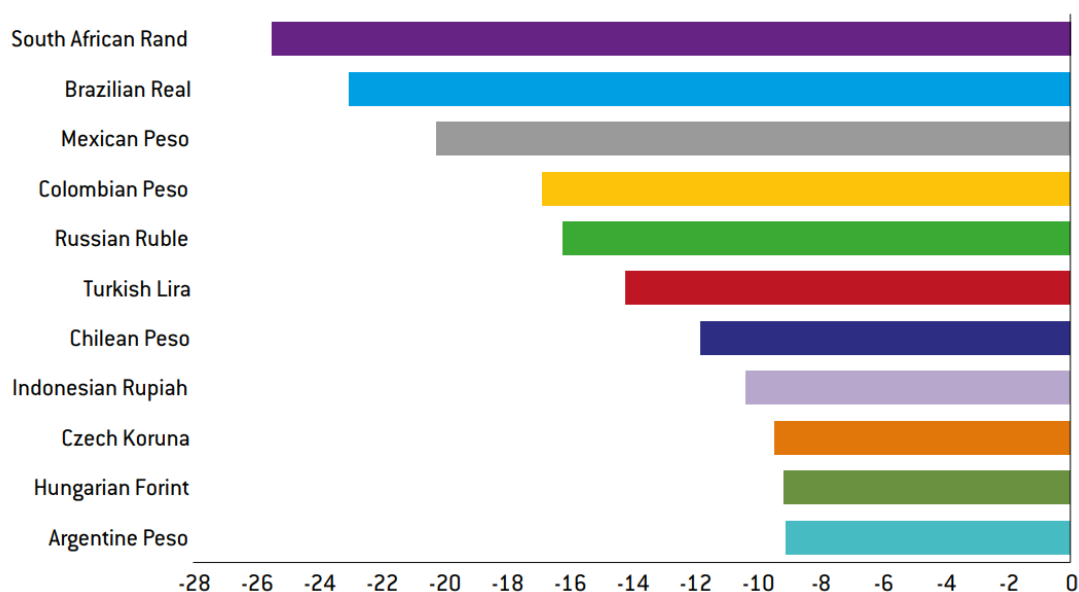
新兴世界的央行通常会效仿美联储的宽松货币政策以应对新冠疫情，但事实



很可能是对于那些背负巨额美元债务的国家来说，实施宽松货币政策或许更为困难。还应该指出的是，过去几年主要依靠美元市场获利的大公司首先受到了严重影响，因为它们的收入仍主要来自国内市场或大宗商品出口。

然而，中央银行继续独立使用货币政策的能力受到投资者是否接受已大幅贬值且可能尚未触底的货币的限制（图 3）。第三波新冠疫情集中在新兴国家，这一事实无助于改善投资者的未来预期，这使央行实施降息政策以促进经济增长的空间非常小。在某些情况下，最依赖外部融资的国家的货币政策最终可能是顺周期的，因为需要提高利率以保持资本流入。

图 3：2020 年 3 月 1 日表现最差的新兴市场的货币对美元；%



来源：基于 Bloomberg, Natixis 的 Bruegel 数据。

#### 方法 2：资本管制

要避免因阻止资本外流而导致的加息恶性循环，一条显而易见的捷径就是资本管制。在华盛顿共识的框架下，资本管制曾令人十分厌恶，但在过去几年，尤其是全球金融危机之后，人们开始重新考虑这一方案。支持某种形式的资本管制措施的主要理由是，新兴经济体与世界其它地区日益深化的金融一体化，将众所周知的“三难抉择”——维持独立的货币政策、灵活的汇率制度和开放的资本账户——变成了“两难境地”。根据 Rey(2013)的说法，这一现实要求使用宏观审慎政策，如果有必要的话，还需要进行一些资本管制。

显然，新冠肺炎对新兴市场外部融资的巨大影响可能会使人们对资本管制持更积极看法。一个明显的例证，是 IMF 在 2020 年初宣布、但尚未最终敲定的综合政策框架。无论如何，引入资本管制都存在不可否认的成本。那些拥有市场准入的新兴经济体可能不会采用这一做法。对于仍能在市场上至少满足部分金融需求的国家，选择资本管制似乎不是正确的做法

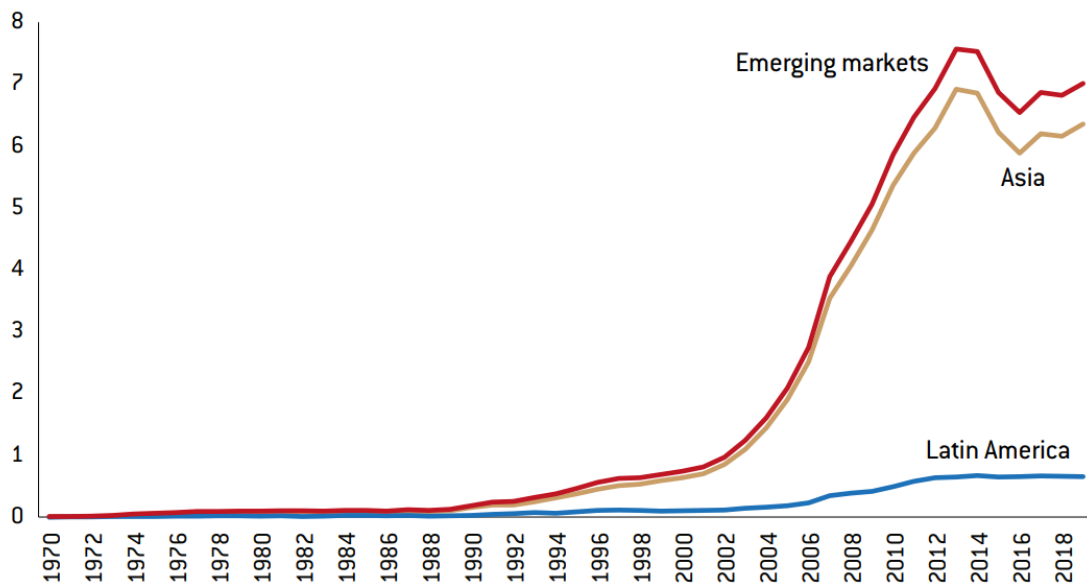
### 方法 3：自我保障

如果不采取严格资本管制，则需要使用其他工具来应对新冠疫情对外部融资的负面影响。两种最明显的防御措施是：一是通过积累外汇储备建立自我保障机制；二是区域保险计划。

只有少数新兴经济体可以放心地宣称，他们的外汇储备规模足以应对冲击。最重要的是，外汇储备往往集中在亚洲和中东这两个主要地区，全球约 22 万亿美元外汇储备中，超过一半由各国央行和主权财富基金持有。

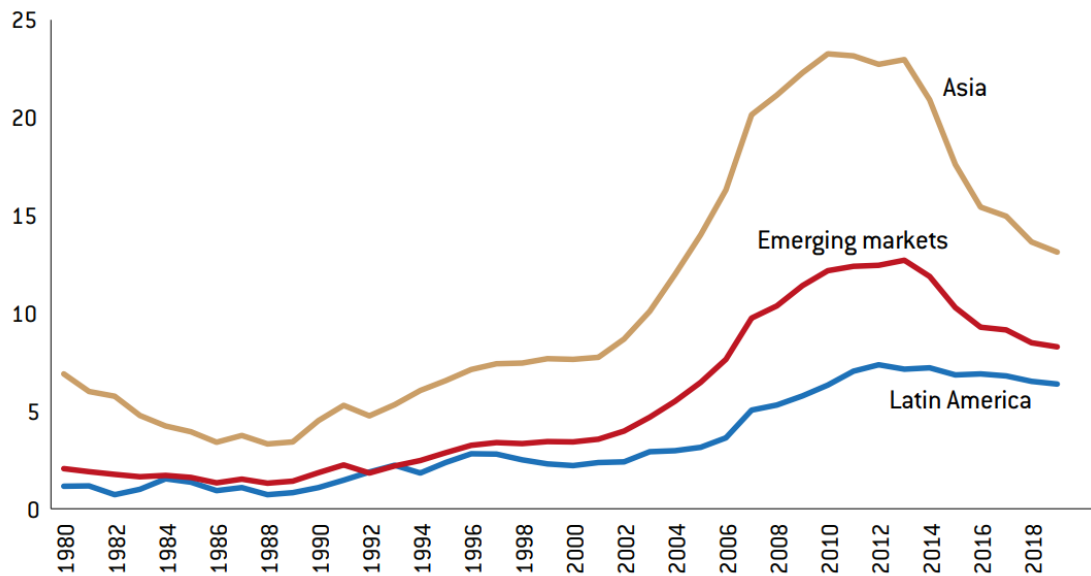
降低油价和减少产量的承诺意味着，中东产油国将不得不减少外汇储备。对于亚洲而言，来自世界其他地区的外部需求的降低也会减少他们的经常账户余额，拉低其外汇储备，尽管其拉低的程度可能比中东要小。值得注意的是，在 2014 年油价见顶后，这个过程已经开始。在亚洲，经常账户盈余自 2011 年以来一直在减少，而这些经济体的规模却持续增长(图 4)。这意味着即使是在亚洲国家(图 5)，自我保障(用外汇储备占 GDP 比例衡量)所起的作用也很有限。更普遍地说，其他新兴市场可能不会选择广泛使用自我保障，甚至亚洲或中东所有国家也不会选择这一方案。对拉丁美洲或非洲来说，对外部资金的高度依赖似乎更难解决，因为其外债规模更大，贸易条件更不稳定。

图 4：外汇储备规模（单位：万亿美元）



来源：基于 IIF, Natixis 的 Bruegel 数据。

图 5：外汇储备占 GDP 比例



来源：基于 IIF, Natixis 的 Bruegel 数据。

#### 方法 4：区域保险

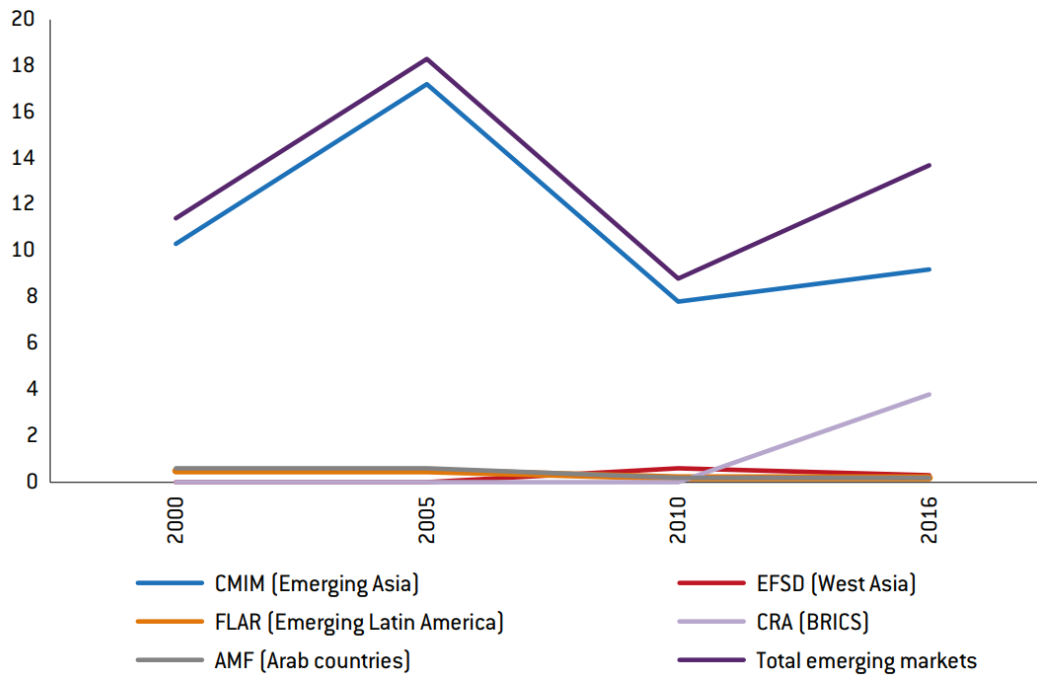
在区域保险计划方面，各地区之间存在较大差异。在“东盟+3”的支持下，亚洲建立了最发达的机制。所谓的清迈倡议，最初源于 1997 年亚洲金融危机以来建立的双边互换额度，在 2009 年后清迈计划逐渐多边化，这反映在它的新名称——清迈倡议多边化(CMIM)上。由于担心 2008 年全球金融危机可能对该地区造成毁灭性影响。从那时起，外汇储备的总量增加到 2400 亿美元，以解决国际收支平衡和短期流动性的困难。不过，应该指出的是，即使有清迈倡议(CMIM)这一最先进的地区保险案例，某个特定成员国使用准备金仍要受到 IMF 的限制。

除了清迈倡议之外，几乎没有区域性机制存在。第二个机制是拉丁美洲储备基金(FLAR)，该基金始于 1991 年为一些安第斯经济体设立的储备基金，但就储备基金的规模和成员国数量而言，该基金没有达到预期的水平。对于一个外汇储备自我保障不及亚洲、但外部金融需求大得多的地区(图 6 和图 7)来说，早就应该实现深度的多边外汇储备协议。

另一个有趣的例子是 2009 年由欧洲公共和私人利益相关者发起的维也纳倡议，尽管和前述倡议的性质非常不同。问题的关键在于政策协调和融资的结合，以及“交叉条件”。政策强硬的国家可以获得 IMF 或欧盟项目的资金，而外国银行则被鼓励在东道国保持流动性，因为它们可以从投资的国际金融机构获得财政支持。维也纳倡议的目标远不像传统的储备池那样具有先导性，而是更倾向于解决现有的问题。事实上，在当时信贷紧缩即将来临的背景下，这项针对在欧洲新兴国家运营的欧盟跨国银行的举措，旨在保持信贷资金流入这些经济体，并阻止它们将流动性撤回总部。随着时间的推移，维也纳倡议已演变成一个分析与合作

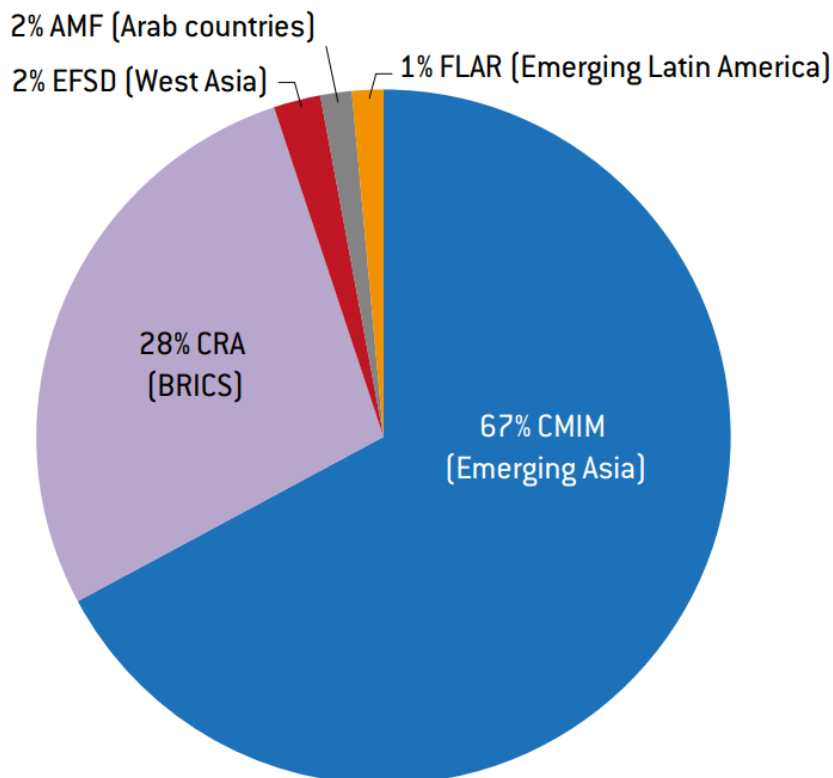
的常设平台。不过，它只关注银行资金流动，而该地区国家对债券市场的依赖大大增加，因此也增加了对投资组合资金流动的依赖。

图 6：区域融资能力（单位：十亿美元）



来源：基于 IMF, NATIXIS 的 BRUEGEL 数据。

图 7：新兴经济体的区域融资能力（单位：十亿美元）



来源：基于 IMF, Natixis 的 Bruegel 数据。

### 方法 5：中央银行跨境流动性

经过一番犹豫，2008 年的全球金融危机促使美联储打开了大门，向需要美元流动性的央行提供有限的相关支持。2020 年 3 月，新冠肺炎导致市场崩溃，进而引发全球流动性突然短缺，这促使美联储比 2008 年更快地做出反应。

自全球金融危机以来，美联储采取的第一步是重新启动与其他央行（加拿大银行，英格兰银行，日本，欧洲中央银行和瑞士国家银行）之间的互换协议，并改善他们的财务状况。

与美联储在全球金融危机期间做出同样决定之后的几个月的结果形成鲜明对比的是，此次行动后的几天之内，互换协议额度很快扩展到了另外四家央行。不过只有两家央行来自新兴经济体——巴西和墨西哥，另外还有两家——韩国和新加坡——这取决于如何定义新兴市场(表 1)。总体而言，在撰写本文时，新兴市场对此类协议的使用仍然相当有限。目前尚不清楚这是否是因为没有必要使用该类协议，还是因为接受国的中央银行会担心更多地使用此类信贷额度将使其受到市场参与者的抵制。

在美联储的快速反应之后，欧洲央行也开始在欧元区之外提供跨境流动性。在撰写本文时，保加利亚和克罗地亚已经与欧洲央行达成了互换协议。

除互换协议外，2020 年 4 月，美联储通过为大量中央银行开设回购便利，进一步加强了对海外美元市场运作的支持。这一举措还有一个附属的但十分重要的作用，即降低了各国央行为了获得美元流动性而抛售美国国债的风险。实际上，人们无需出售美国国债，通过美联储的回购协议安排便可获得美元流动性。不过，应该指出的是，这种回购额度安排并不针对任何特定的央行，而且借款需要抵押品，这使它明显不如仅对极少数央行可用的互换协议。事实上，印尼央行和香港金管局等一些央行就回购协议安排的使用进行了广泛沟通，以安抚市场对未来美元可能短缺的担忧。

尽管美联储此次的迅速反应受到了市场的欢迎(这一点从跨期互换息差在上述声明发布后大幅下降就可以清楚地看出)，也不应高估美联储在提供全球美元流动性方面的作用。由于双边互换协议规模有限，回购额度能否兑现取决于是否有美国国债进行质押，因此，它不能替代自我保障机制。一个外汇储备有限的央行不能真正指望美联储来解决自己的问题。事实上并不存在美元流动性乘数这样的东西。此外，由于国内原因，美联储不得不对迅速扩张的资产负债表，这将进一步限制美联储扩大海外流动性的能力。总而言之，美联储——储备货币价值的最终担保人——目前承担的负担过重，这意味着它在跨境流动性方面只能发挥有限的作用。



表 1：2020 年 3 月以来美联储签署的互换协议

Central banks in emerging markets						
Central bank	Approved \$ swap line size with Fed (\$ billions)	Swap line as share of short-term external debt (%)	Short-term external debt as share of forex reserves (%)	Forex reserves (\$ billions)	Announcement date	Type
Banco Central do Brasil	60	75.9	23	333	March 19, 2020	Temporary
Bank of Korea	60	44.8	34	389	March 19, 2020	Temporary
Banco de Mexico	60	90.9	37	175	March 19, 2020	Temporary
Monetary Authority of Singapore	6	0.5	403	276	March 19, 2020	Temporary
Central banks in developed markets						
Bank of Canada	90	12.7	942	75	Permanent*	Permanent
Bank of England	90	1.6	3962	139	Permanent*	Permanent
Bank of Japan	90	3	228	1297	Permanent*	Permanent
European Central Bank	90	0.8	3704	295	Permanent*	Permanent
Swiss National Bank	90	9	126	795	Permanent*	Permanent
Danmarks National Bank (Denmark)	30	15.5	334	58	March 19, 2020	Temporary
Norges Bank (Norway)	30	13.1	331	69	March 19, 2020	Temporary
Sveriges Riksbank (Sweden)	60	21.3	626	45	March 19, 2020	Temporary
Reserve Bank of Australia	60	18	708	47	March 19, 2020	Temporary
Reserve Bank of New Zealand	30	50	333	18	March 19, 2020	Temporary

#### 方法 6：国际货币基金

长期以来，国际货币基金组织一直被认为是新兴市场上无可争议的最后贷款人，它的确应该在帮助新兴经济体应对全球美元短缺方面发挥中心作用。但是，两个关键约束变得越来越明显。第一个问题涉及国际货币基金组织现有的一系列计划，这些计划可以快速有力地应对硬通货的融资限制。第二个问题超出了基金组织计划的设计，其提供贷款的能力受到了限制。

自新冠疫情爆发以来，已有多达 100 个国家请求国际货币基金组织提供财政援助，而且还在不断增加。货币基金组织已加紧努力审查其设施，特别是那些旨在解决硬通货流动性限制的设施。

国际货币基金组织目前提供三种流动性工具，其中两种已在使用中(灵活信贷额度和预防性流动性额度)，以及新的短期流动性工具。灵活信贷额度 (FCL) 是设立于 2009 年，额度不限，但有严格的资格预审标准。预防性流动性额度 (PLL) 设立于 2011 年，它有着严格的资格预审标准和一些事后附加条件，而且规模相当有限。迄今为止，这两种流动性工具的使用相当有限。只有五个国家(智利、

哥伦比亚、墨西哥、秘鲁和波兰)获准使用灵活信贷额度,其中摩洛哥正申请使用预防性流动额度。

在意识到这两流动性问题工具的局限性后,IMF 在 2017 年提议创建一个新的工具——短期流动性工具(SLL),并于 2020 年 4 月的春季会议通过。然而,新工具的规模仍相当有限,仅为配额的 145%,尤其是对那些具有系统重要性的经济体而言,这些经济体进入国际市场的额度远远超过其在 IMF 的配额,而且这一配额还可能会突然缩减。

国际货币基金组织还通过快速融资工具(RFI)和优惠性快速信贷基金(RCF)加紧扩大其快速支付支持,以应对新冠肺炎危机。优惠性快速信贷基金(RCF)是无息的,且只对低收入国家开放。除了支付速度很快(这是受欢迎的)之外,这些设施在每个国家的水平上规模实际上非常有限(占配额的 100%),其总限额仅有 1000 亿美元。显然,这些快速融资机制并不能真正缓解重要性经济体对外部融资的担忧。然而,FCL/PLL/SLL 和 RFI/RCF 之间有一个重要的区别,前者主要是事前预防性支助,后者是仅有极少或低条件的实际付款。

此外,尽管获得实际付款的速度很快,但无法保证一定获得,因为对公共债务可持续性的分析是先决条件。换句话说,债务动态必须是可持续的,或者正处于可持续的轨道上。考虑到新冠肺炎对增长和债务预测的影响之后,预期债务可持续性或许不太现实。有学者呼吁敦促该基金放宽对新冠病毒相关项目的要求(Rediker 和 Crebo-Rediker, 2020)。除了 RFI 和 RCF 之外,国际货币基金组织还提供了其他贷款项目,但这些项目的发放速度较慢,或者需要更多的附加条件,它们无法解决一个国家外部融资突然恶化的问题。

总而言之,现有的融资安排(包括新批准的 SLL),似乎无法完全满足 IMF 成员国突然增加的外部融资需求,尤其是那些具有系统重要性、可以进入国际资本市场的国家。

除了 IMF 各类工具的适用性问题之外(这一问题可以通过努力而得到明显改善),最关键的悬而未决的问题是,IMF 是否有足够的财政资源满足其大部分成员的迫切需求,而这些成员无法归类为低收入国家。目前,国际货币基金组织的可用资源估计不到 8000 亿美元,因为其 1 万亿美元总贷款能力中已有大约五分之一的金额用于现有计划。

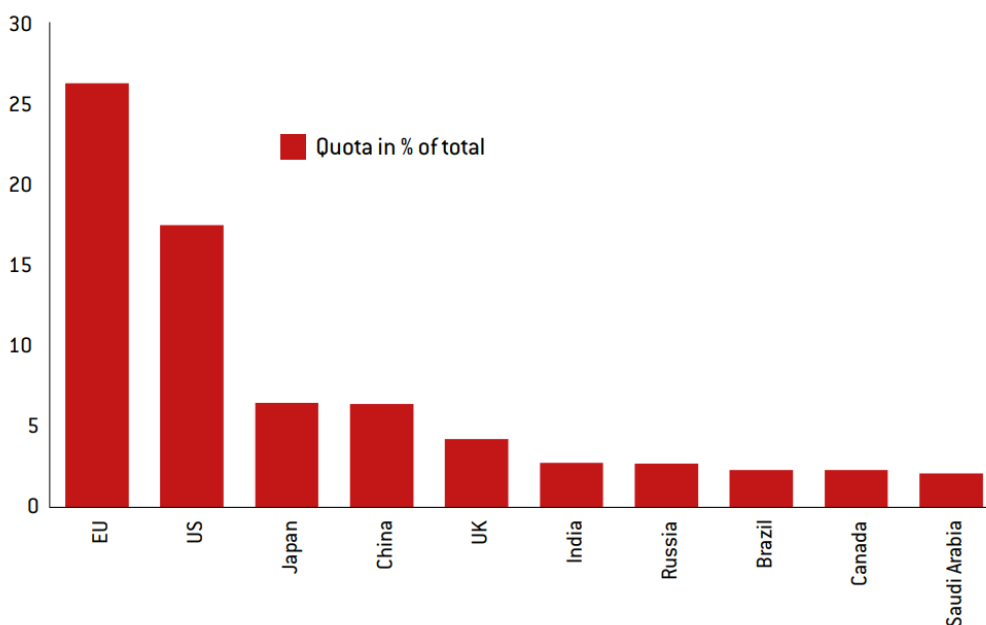
粗略地浏览 IMF 的资源,可以发现增加这些资源难度很大。首先,配额占总金额 6510 亿美元的 65%。新的借贷安排(NAB)排第二位,为 2500 亿美元。2020 年 1 月,IMF 执行董事会批准将 NAB 的资源增加 5000 亿美元,期限从 2021 年到 2025 年(撰写本文时,这项安排仍需得到所有债权人的同意)。最后排名第三的是双边借款协议(BBs),目前为 4340 亿美元。现有双边借款协议将于今年结

束，但新双边借款协议期限 2020 年 3 月至 2023 年。尽管这一协议的配额可能高达 6510 亿美元，但“远期承诺能力”大约仅有 2850 亿美元，因为其中一部分资金已经用于现有的贷款计划，而且部分配额来自本身就是 IMF 借款人的国家。

为了获得更多资源和改善融资结构，增加 IMF 的总体配额是可取的做法——因为 IMF 的很大一部分资金将来自一个不需要额外滚动批准的资金池。最终在解决包括投票权问题在内的问题之后 IMF 将增加总配额。然而，这不是一个快速的解决方案。

已有提议将特别提款权(SDR)增加 5000 亿美元甚至 1 万亿美元(Muhlich 等人, 2020 年)。该提议的一个明显好处是，一旦获得批准，它可以迅速向新兴国家提供外汇，而且不受任何限制。然而，这似乎不太容易实现，因为需得到 IMF 大部分股东的同意，而且美国已经拒绝支持增加 SDR。SDR 将根据 IMF 配额进行分配，美国、欧洲和中国所占份额最大。发达经济体占 IMF 份额的 60%以上(图 8)，这意味着最多只有 40%是面向新兴世界的，如果假设中国不需要 IMF 的资金，那面对新兴经济体的份额比例就更低了。尽管如此，小型经济体仍可能受益于无条件的外汇储备的增加，并有更多机会使用其他工具。更高的配额还意味着各国资格获得更多的支持，因为国际货币基金组织的大多数项目是以配额的百分比计价设限的。然而，对 SDR 进行分配似乎不太可能。IMF 总裁克里斯 Kristalina Georgieva 在 2020 年 4 月表示，IMF 正在考虑将 SDR 从发达市场重新分配到前沿市场。虽然增加甚至重新分配特别提款权等重大解决方案是受欢迎的，但它们似乎没有取得立竿见影的效果，而新冠肺炎造成的负面后果却是即刻的。

图 8：国家或地区的 IMF 配额份额



来源：IMF

#### 4. 结论

迄今为止，新冠肺炎是新兴经济体决策者近年来不得不应对的最大挑战。新冠肺炎除了对这些国家的财政账户产生巨大负面影响以及引发相关的偿付能力问题之外，还将导致这些国家外部资金状况的恶化。2020年3月以来，全球避险情绪急剧上升导致全球美元短缺以及资本突然停止流入新兴经济体，这使得解决偿付债务等问题更难解决。而美元流入的其他来源(出口、旅游和汇款)也在直线下滑。

新兴经济体看似有许多潜在的政策选择，但现实情况是大多数国家通常无法获得这些选择。第一项也是最明显的选择是一个国家自身的政策(包括财政政策和货币政策)，但新兴经济体使用本国政策的空间往往是有限的。新兴国家央行对疫情的应对力度远不及西方，因为在许多情况下，新兴国家的货币大幅贬值会增加美元债务的成本。

第二种选择是实行资本管制，它可能会暂时缓解压力，但代价高昂，因为它可能限制许多具有系统重要性的新兴经济体的市场准入。自我保险和地区保险计划是少数国家的选择，主要集中于在亚洲国家。俄罗斯和中东已经在采取这一选择，但应对冲击的广度和深度的效果未知。其他国家，特别是拉丁美洲，在自身或地区保险方面的空间要小得多，而且在应对新冠肺炎方面处于较弱的起始地位。

与全球金融危机时期相比，美联储应对全球主要央行对美元需求的反应速度快很多，但与它已经采取的行动相比，这一行动似乎很难发挥更大的作用。由于美国经济崩溃，美联储的资产负债表正在膨胀，因此增加其资产负债表以增加额外的跨境流动性额度似乎不太可能。包括欧洲央行在内的其他发达国家央行在提供跨境流动性方面更为谨慎。

最后，IMF 仍是对于新兴经济体的外部融资需求的最后贷款人(尽管受到限制)。IMF 如果要想提高效率，迫切需要进行两项改革。首先需要设立一套针对性更强、支付更快、限制更少的设施。SLL 是一个受欢迎的举措，但各国能够获得的融资规模实在是太有限了，不足以应对冲击的规模。提高总准备金的上限似乎是明智的，但可能还不够，IMF 可能需要拿出一个更快的解决方案。其次，无论 IMF 的设施得到多大改善，解决 100 多个国家的金融需求都意味着增加 IMF 现有的金融资源。当前备受讨论的重新分配 SDR 与之非常相关，也很有必要，但不幸的是，这在近期内尤其是将 SDR 权利从发达国家重新分配给新兴经济体的情况下很难实现。鉴于此，我们需要找到临时的但速度更快的解决方案，例如由个别债权人批准 5000 亿美元的贷款以便能够支付。最后，重新考虑 BBs 的时间表也十分必要。增加配额仍应作为一种更为结构性的解决方案，但同时也要寻找其他更快的应对措施。

总而言之，所有无法进行自身保障或地区保障、外部融资存在巨大不确定性的国家，都应该开始在 IMF 门口排队申请援助，尽管把等待时间花在推广我们在 20 国集团会议上总结的论点或许更好。两年内增加资金并不能解决问题，因此特殊时期必须考虑次优选择。

---

本文原题名为“COVID-19’s Reality Shock for External-Funding Dependent Emerging Economies”。本文作者是 Alicia García-Herrero 和 Elina Ribakova。Alicia Garcia Herrero 是欧洲智库 BRUEGEL 的高级研究员，同时也是法国外贸银行亚太地区的首席经济学家和马德里政治智库（Real Instituto Elcano）的非常驻研究员。她的研究领域主要包括货币政策、银行业、中国和新兴市场。Elina Ribakova 是 Bruegel 的客座研究员。她的研究领域主要包括金融市场、新兴经济体和央行。本文于 2020 年 6 月刊于 BRUEGEL 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



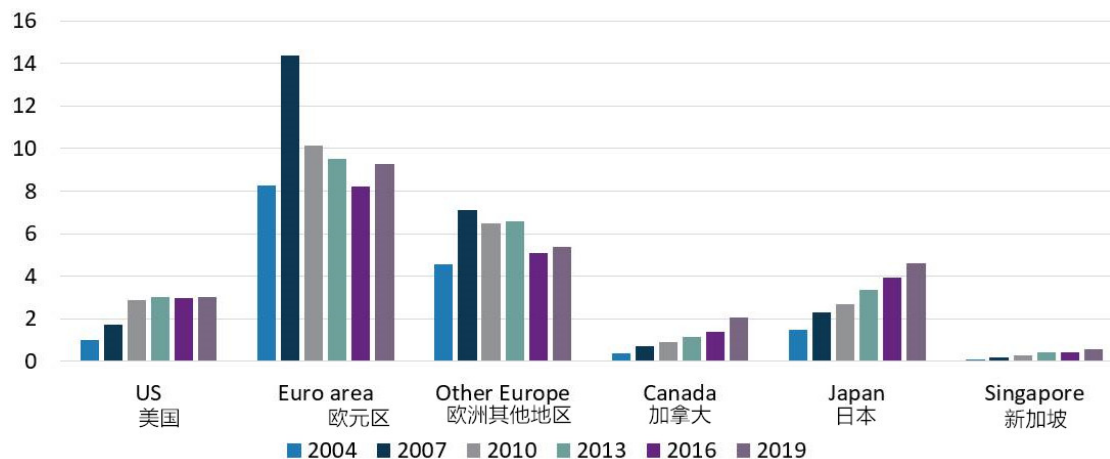
## 全球银行业展望

Chris Papadopoulos/文 宋海锐/编译

导读：2008 年的金融危机使得欧洲各地的银行纷纷涉足跨境业务。在欧洲银行纷纷迁出的地方，美国银行纷纷进驻，从而在整个欧洲获得了市场份额；同时加拿大和日本的银行也在迅速加强在美国的境业务。除了向美国放贷外，日本银行一直在向开曼群岛的机构大量放贷，这种放贷反映了非银行机构在开展银行业务和在批发融资市场发挥更大作用的大趋势。文章编译如下：

2008 年的金融危机使得欧洲各地的银行纷纷涉足跨境业务。但在那之后，这项业务并没有太快的发展，只是在 2016-2019 年间小幅增长；其中美国的银行表现更好一些。图 1 显示的是年终数据，掩盖了 2019 年年均线的走强。

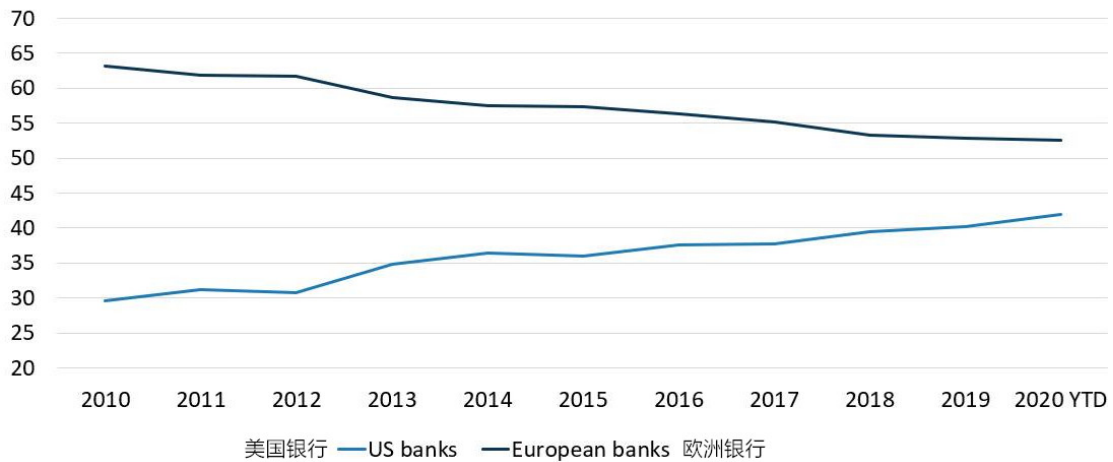
**Figure 1: Japan booms as Europe recedes** 图1：随着欧洲衰退，日本跨境业务繁荣起来  
Banks' foreign claims, \$tn 银行跨境业务，美元



在欧洲银行纷纷迁出的地方，美国银行纷纷进驻，从而在整个欧洲获得了市场份额。Dealogic 的数据显示，今年迄今为止，美国银行业集团已获得在欧洲的投行业务收入的 42%。如图 2 所示，在过去十年中，美国银行的市场份额以牺牲欧洲竞争对手为代价而上升。

Figure 2: US banks taking over Europe 美国银行进驻欧洲

Market share of European investment banking revenues, % 欧洲投资银行业务收入的市场比例, %



在美国的银行扩张至欧洲的同时，加拿大和日本的银行也在迅速加强在美国的跨境业务。自 2004 年以来，加拿大银行的外国债权增加了 5 倍多，日本银行的外国债权增加了 3 倍多。如图 3 和图 4 所示，这些投资大多投向了美国资产，其原因是美国的净息差收入高于本国市场。

Figure 3: Canadian banks lending mostly to US 加拿大银行的债权大多在美国

Canadian banks' cross-border claims, \$tn 美国

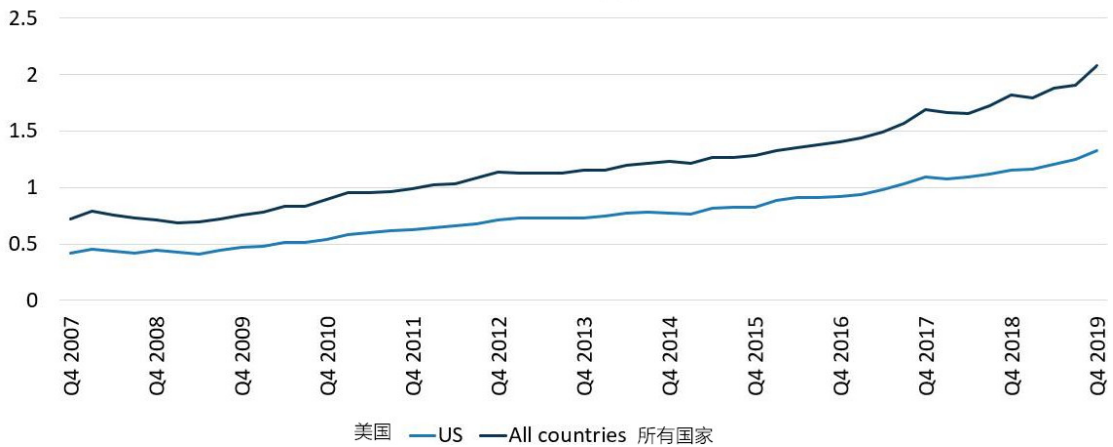
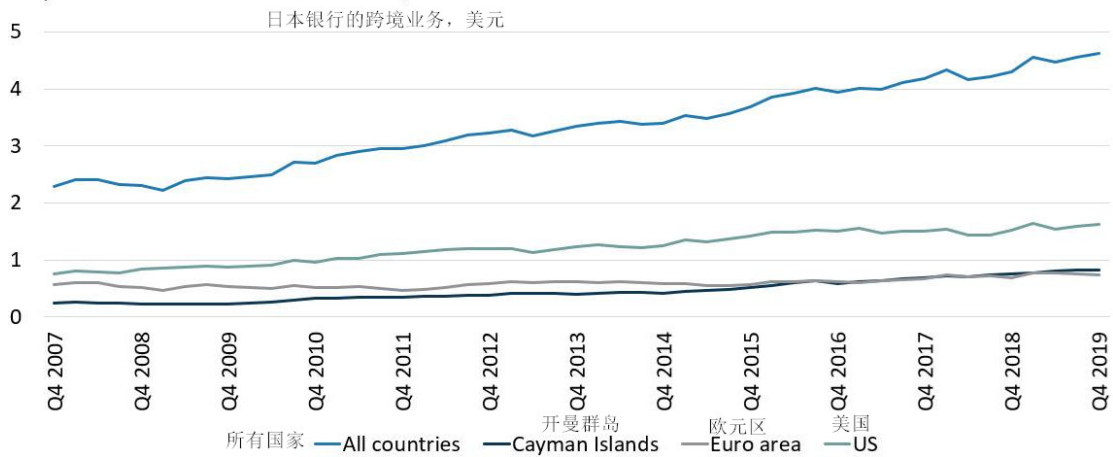


Figure 4: Japanese banks lend heavily to US, euro area and non-banks

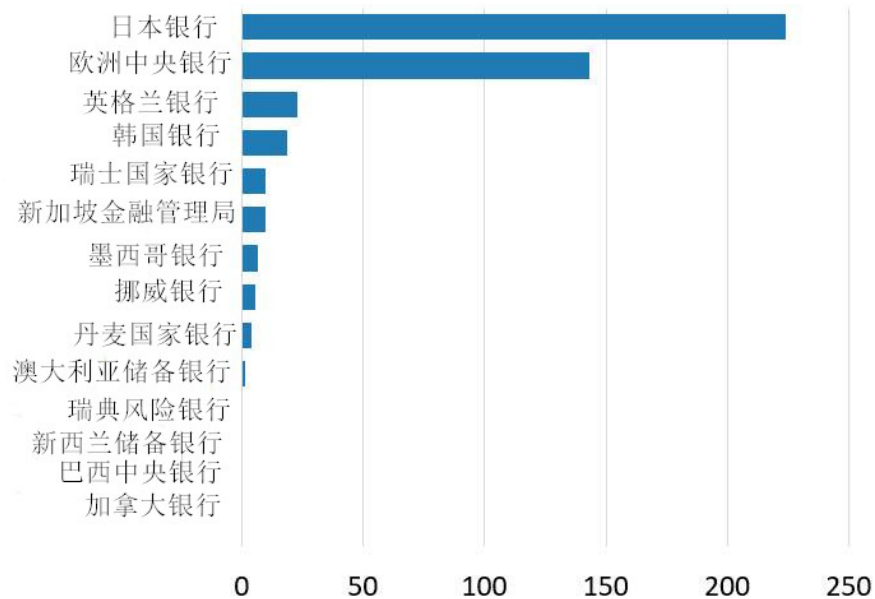
Japanese banks' cross-border claims, \$tn 图4: 日本银行大量向美国、欧元区和非银金融机构借贷



这些跨境贷款大多以美元计价, 预计日本和加拿大将更多地利用美联储的美元互换额度。但是, 实际情况却如图 5 所示, 日本大量使用了美元互换额度, 而加拿大却根本没有使用。

图5: 日本和欧洲银行是最大的互换额度使用者

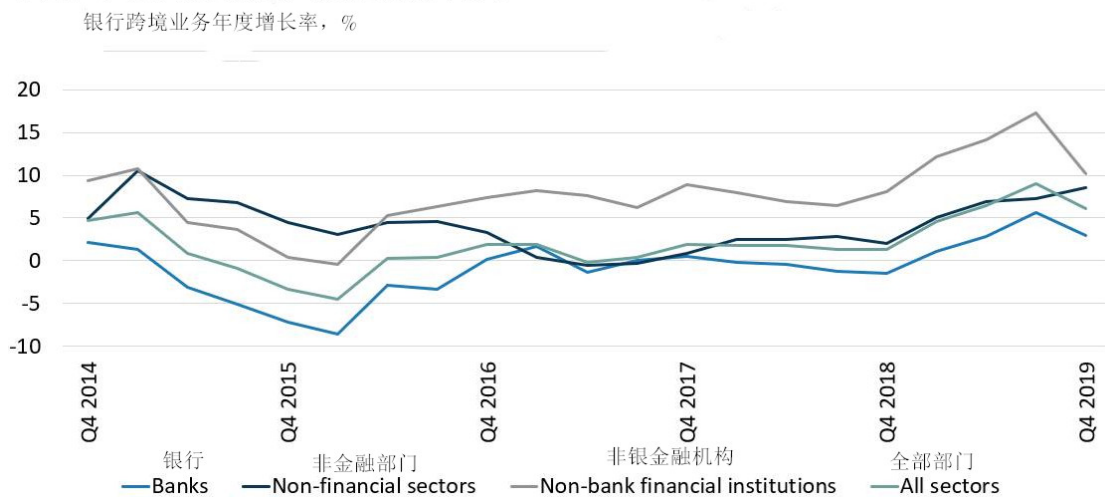
互换额度, 未付金额, 美元



Source: Federal Reserve, OMFIF analysis

除了向美国放贷外, 日本银行一直在向开曼群岛的机构大量放贷。作为一个避税天堂, 开曼群岛是一个吸引全球非银行金融中介机构的地方。这种放贷反映了非银行机构在开展银行业务和在批发融资市场发挥更大作用的大趋势。如图 6 显示, 对非银行金融机构的贷款是 2015 年以来跨境贷款增长最快的部分。

图6：大量借贷给非银行金融机构



这是一个政策选择。政策制定者热衷于更多地通过基金而不是银行来作为金融中介。有时候这是有道理的。例如，养老基金有更稳定的资金来源——从来没有像银行挤兑那样发生过养老基金的挤兑。但并非所有的基金都是养老基金；一些基金无疑也会有短期负债和长期资产。但是我们无法确定，与银行不同，关于非银行金融中介的数据并不全面。在批发市场运作的基金往往比银行规模小、数量多，并以离岸金融中心为基础；因此它们是全球金融体系的盲点。

中国也值得一提。与其他主要金融中心相比，中国的跨境银行业务规模较小，但正如《经济学人》在最近的一份特别报告中所讨论的那样，中国的对外贷款活动，包括与“一带一路”倡议有关的贷款活动，正推动中国跨境债权的增加，特别是在新兴市场和非洲。

这些跨境金融联系可能会蔓延到地缘政治领域，影响美欧、加拿大和日本之间的关系。文章还强调，当前的风险点在于，如果 Covid-19 危机进一步扩大到金融领域，日本银行和一些非银行金融部门将看起来岌岌可危。

---

本文原题为“A long View of Global Banking”。本文作者 Chris Papadopoulos 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 5 月 20 日刊于 OMFIF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 新冠肺炎疫情对小企业的冲击：深度、突发性和持久力

Michael R. Strain / 文 史明睿 / 编译

导读：毫无疑问，新冠肺炎疫情对经济造成了巨大冲击。在国内生产总值数据仍未发布的前提下，劳动力市场数据可以作为评判经济受影响程度的先验指标。从劳动力数据看，本次疫情对经济影响巨大。从细分行业的劳动力数据看，新冠疫情对小企业的影响更大。美国出台了“工资保护计划”、“主街计划”支持小企业渡过难关，但都未完全实现制定计划的初衷。未来需要明确援助贷款的标准和要求，保证现有措施能切实作用于小企业，保障小企业的持续经营能力。编译如下：

为了减慢新型冠状病毒的传播速度，美国各州自3月中旬开始发布“就地避难”令，致使绝大部分经济活动突然停止。再加上，许多美国人对受感染产生担忧，拒绝从事正常经济活动。凡此种种，已然摧毁了美国经济。COVID-19 流行病使美国二战以来最长的经济扩张接近尾声，并导致了劳动力市场的急剧恶化。

美国消费者支出占国内生产总值（GDP）的三分之二左右，由于对商品和服务的需求减少以及企业限制经营，消费支出在3月份出现下降。据美国经济活动分析局估计，封锁使美消费者支出减少了27.8%，其中餐馆销售额下降了70%，住宿销售额下降了80%。本文作者的计算表明，由于新冠疫情，国内生产总值每周减少了大约800亿美元。疫情对经济的最终影响仍然具有非常大的不确定，因为今年春季支出和收入的数据仍未完全公布。

劳动力市场数据比经济数据更为及时，既显示出了经济低迷的突然性，也显示出了经济低迷的程度。2—4月，美国劳动人口数量减少了810万人，家庭就业人数减少2540万人。2月份的失业率为3.5%。两个月内，该比率增加了4倍至14.7%。

仅此一项统计数据就凸显了经济下降的速度和幅度。为了理解经济下降的速度，可以将失业数据与2008年金融危机时期失业数据进行比较。2008年时，从2007年12月开始的经济衰退时的5%到2009年10月的10%的峰值，失业率用了近2年时间才翻倍。而本次经济下降中，失业率仅在2个月内就增加了4倍，本次经济下降速度可见一斑。就失业规模而言，4月份的失业率高于大萧条以来的任何一个月。

更宽泛的失业衡量标准也说明了同样的情况。劳工统计局（BLS）提出的最宽泛的统计口径包括失业工人，既没有工作也不找工作但希望拥有工作且近期已经加入过劳动人群的人，以及那些想要全职工作但不得不从事非全职工作的人。按此标准衡量，4月份有22.8%的劳动人口处于失业，高于2月份的7%。本文作者的计算基于这个更宽泛统计口径失业率的修订版本，即包括那些可能被归类



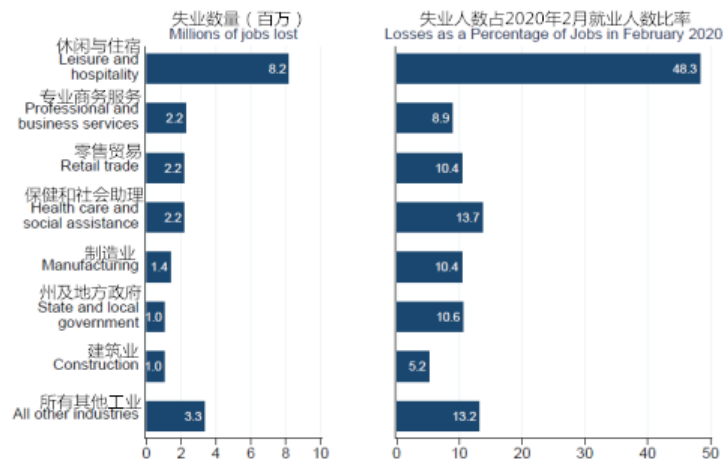
为失业者但被错误地归类为缺勤的工人。按这一标准衡量，已有 27.5% 的劳动力未就业，超过劳动力总数的四分之一。

### COVID-19 对小企业的影响

受“封闭”政策及疫情导致需求下降的双重打击，小企业遭受了非常沉重的打击。许多小企业将利润率降到很低以勉强维持经营，这种做法使它们无法承受连续几个月来持续的收入大幅下降。现金可以保证企业在没有收入的情况下继续运营。摩根大通研究所的研究表明，美国 50% 的小企业的现金流动性已不足 15 天，只有 40% 的小企业拥有超过三周的现金流。

服务业的小企业可能比制造业企业受到的打击更大，因为它们面临着长期停产造成的永久性收入损失。由于对货物的需求下降和供应链中断，制造企业将遭受损失。与制造业公司不同，如果部分订单积压，制造业公司有机会在未来恢复部分业务，但服务部门的损失（大部分）将永远无法弥补。例如，假设到了 7 月份，家庭也不会因为他们在 4 月份不能外出就餐，就到餐馆吃双倍的菜。

图 1 以行业细分 2020 年 3 至 4 月失业数量



上图使用 BLS 当前就业统计调查的数据，按行业细分失业人数。这些数据反映的是整个劳动力市场，而不仅仅是小企业主。BLS 强调，那些进行大量面对面互动的商业部门，以及许多小企业主受到此次疫情的打击最大。例如，休闲和酒店业在 3 月和 4 月失去了 2 月份就业人数的 48.3%，零售业下降了 13.7%。

为了具体了解本次疫情对小型企业的影响，我求助于人口普查局的新一轮小型企业脉搏调查，该调查为每周电子邮件调查，旨在提供有关 Covid-19 疫情给小型企业带来的挑战的信息。调查于 4 月 26 日开始，预计持续到 6 月 27 日，几乎实时更新各州和行业小企业不断变化的情况。

调查的目标人群是非农场、单地点企业，企业收入至少为 1000 美元，员工在 1 至 499 人之间。这项调查旨在代表这些小企业，同时排除农业、铁路、宗教组织、基金和信托以及某些政府实体等少数行业。调查包含总体福利、运营和财

务的变化以及经济活动受限造成的其他挑战，也包括对经营何时恢复正常的预期。

调查显示，小企业主的预期正在恶化，预计恢复正常需要6个月以上时间的业主比例明显增加。相应地，受访者预计在不到三个月内恢复正常的可能性明显减少。

调查中询问受访者，上周企业的薪酬员工人数是否有变化。结果多少有些令人鼓舞。4月下旬，27.5%的企业在上周减少了就业人数，只有4.2%的企业增加了就业。5月中旬，15.8%的企业减少了就业人数，9.2%的企业增加了就业规模。这些趋势正朝着正确的方向前进。

过去一个月中，有偿雇员工作时间的趋势与就业人数趋势相对应。5月中旬，11.9%的企业工作时间有所增加，较4月下旬的5.6%有所上涨。5月中旬，三分之一的企业减少了工作时间，低于4月下旬企业数的一半。

如果企业以更高的频率增加工资（并且以较低的频率减少工资），您就会期望企业的收入会有所改善。小企业调查正好说明了这一点。从这个方面推断，到5月中旬，上周公布收入增长的企业比例比4月下旬增加了一倍多，占总企业的比例上升到13.1%。前一周收入下降的公司比例下降了21%，从74%下降到58.8%。

总体收获是什么？我得出两个结论：情况既糟糕又正在改善。尽管小企业经济最近几周取得了相当大的进展，但收入和就业人数普遍下降的情况代表了全国的紧急情况。

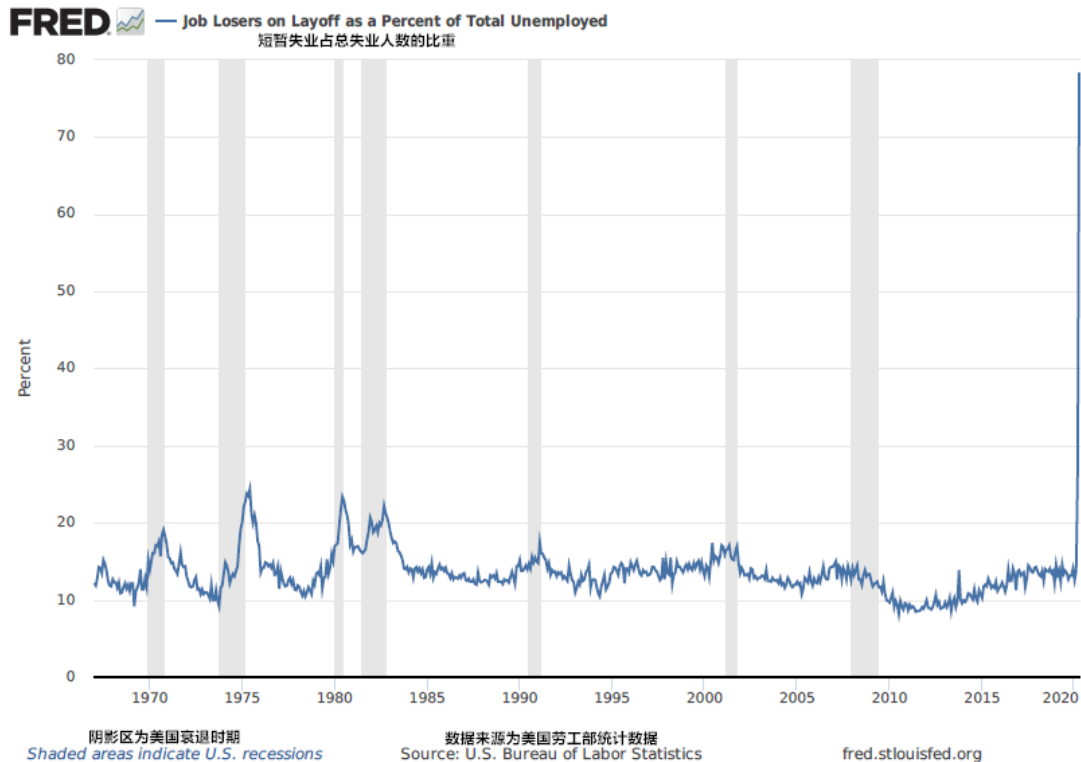
### **疫情带来的衰退不是正常衰退**

最近的经济衰退是由经济失衡造成的，例如住房和科技部门的泡沫以及金融体系的过度杠杆作用，这些衰退之后出现了缓慢的复苏，部分原因是经济的潜在结构性问题需要纠正。

相比之下，经济在刚刚到今年2月就处于良好状态。社会疏远的目标是冻结经济，以减缓病毒的传播，然后在今年夏天“扭转”经济“重新开启”。由于经济在冻结时处于良好状态，因此从冻结中复苏应该相对较快。

当然，这是一种简化。但是，一个迹象表明，这可能是一种合理的简化。这个迹象就是企业广泛采用临时裁员的方式。下图显示了处于临时裁员状态的失业工人占所有失业工人的比例。图表显示了当前衰退的不寻常性质。

图 2 美国临时失业人数占总失业人数比重



事情可能不像“关闭、打开开关”模型暗示的那样简单。尽管各州已经部分重新开放，但经济何时回归正轨尚不明朗。如果人们担心感染病毒，或者病毒感染人数在秋季再次上升，经济恢复正常时间会延长。如果人们的偏好发生了改变——例如，如果喜欢吃饭和看电影的人越来越少、更多的人喜欢在家里看电影——那么一些行业就会萎缩，而也有些行业会相对于 2 月份的情况有所扩张。这个过程需要劳动者来改变工业，这些变化需要重新分配的时间，许多目前临时失业的劳动者可能永远不会回到以前的雇主那里。不过，人们有理由谨慎乐观地认为，劳动力市场从这一流行病中复苏的速度将快于通常的情况。

上文讨论的一个主要问题是：公司，特别是小企业，将无法承受“封闭”的考验。迄今为止，破产数据并未显示出企业正在倒闭，但在目前形势快速变化的情境下，破产申请数据可能仅仅是一个滞后指标。

### 工资保护计划

国会颁布了工资保护计划（PPP），作为《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》（CARES）的一部分，以留住工人与雇主的关系，并确保小企业在“封闭”期间的延续性。根据工资保护计划，小企业可以从商业银行获得总额不超过 1 000 万美元，不超过每月平均工资总成本 2.5 倍的贷款。在贷款发放后的八周内，用于工资成本（包括福利）、租金、抵押贷款利息和公用事业的贷款金额可转换为赠款（即贷款被免除），前提是企业不裁员或大幅减薪。此外，财政部和小型企

业管理局在实施该计划时提出的一项要求：将可以不偿还的全部贷款的 75%用于支付工资。

截至 5 月 23 日，已有 5511 家银行发放近 440 万份工资保护计划贷款，总额达 5110 亿美元，平均贷款额为 116000 美元。超过 99%的工资保护计划贷款低于 200 万美元，79%的工资保护计划贷款低于 10 万美元。在该计划的贷款总额中，有 78.6%是通过低于 200 万美元贷款发放的。截至 5 月中旬，近 70%的受访小企业从工资保护计划中获得了财政援助。

检验工资保护计划有效性，应依据该计划能否在事实上缓解小企业倒闭问题并支持就业改善。现在判断工资保护计划是否具有这些影响还为时过早。但贷款规模和小企业的吸收率表明，工资保护计划完全有能力产生一定影响。事实上，工资保护计划可能是国会解决新冠疫情经济影响的主要和最有效的措施。在《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》、随后的薪资检查保护计划，以及医疗保健增强法案之中，工资保护计划已成为以美元计算，国会迄今出台的新冠疫情衰退应对措施中的最大组成部分。

不幸的是，工资保护计划的成功被财政部/小企业管理局的某些措施所阻碍。尽管《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》中已明确指出，但财政部没有采取足够的措施告知贷款人，即便借款人在申请中曲解了自己的情况，申请人也不会因为自己的申请而遭受损害。这种工作的缺失导致了银行将更多的贷款集中在现有客户身上，忽视了国会在创建工资保护计划时可能已经想到的许多真正的“夫妻店”。财政部将寻求对哪些借款人进行审计，以及确定审计条件的混乱，导致一些企业退回工资保护计划贷款，并使其他企业完全不愿意申请该计划。这一混乱局面，导致该计划下的贷款大幅放缓。

75%用于支付工资的规则并未出现在法案中。这个规则就是一个错误，它降低了程序的有效性，并允许该计划以任意的方式使一些小型企业受益。例如，在高租金城市，小型企业从工资保护计划中的受益情况不如租金占总支出比例低的企业。财政部以工资保护计划将重心放在了工人身上为由，为这项规定辩护。但是，一个无力支付房租的企业也将无法继续支付工人工资。在上个月发布的一份报告中，小企业监管局的监察长得出结论，75%的规则“不符合《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》中对工资保护计划贷款的允许使用规定”。

### 主街贷款计划

小企业还可以求助于美联储的“主街贷款计划”，该计划向员工人数少于 15000 人或 2019 年年收入低于 50 亿美元的企业开放。财政部被要求必须批准该计划的限制条件。国会拨款 4540 亿美元给财政部，作为《新冠病毒援助、救济

和经济安全法案》的一部分，支持美联储根据“主街计划”和其他几项贷款计划对外发放贷款。

财政部使用这笔资金时没有承担足够的风险。财政部已经拨款 750 亿美元给美联储，用于支持美联储的 6000 亿美元“主借贷款计划”的一部分。现行贷款 13% 的亏损率意味着财政部打算避免资本损失。但是，如果把经济复苏设定成目标且偿付能力是问题所在，那么一定的损失就是不可避免的。

根据财政部为“主街贷款”提供的条件，银行必须持有贷款总金额的 5%—15%，将发放贷款后剩余的金额出售给美联储。通过鼓励银行使用正常的信贷标准，财政部可能会阻止部分借款人和贷款人参与这些计划。没有清楚的标准规定哪些借款人有资格根据“主街计划”获得贷款且没有资格获得标准贷款。事实上，国会监督委员会发现，在《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》拨款支持的美联储贷款项目中，几乎没有出现任何新增。

### **结论：需要继续提供支持**

经济在相当长的一段时间内将需要财政政策支持。今年夏季和秋季的季度经济增长率和失业率按年率计算都将出现历史性的数据，经济表现将再持续数月才能恢复到今年 2 月的经济水平。例如，据国会预算办公室（CBO）预测，2020 年下半年自 7 月开始经济增长将非常强劲。但 CBO 预计，2020 年第四季度的失业率为 11.5%，2021 年第四季度失业率为 8.6%。

小企业尤其需要国会的支持。这种支持的目标应该是保证小企业部门的生产能力。这在很大程度上就是确保小企业的持续经营能力，维护一个拥有提高生产力的知识水平和生产关系的生态系统。

同时，公共政策应避免阻碍部门重新分配进程：一些行业萎缩，另一些行业扩张，劳动力跨行业流动。并且，应该允许小企业重组其生产商品和服务的方式，以满足偏好、物流和供应链的变化。这与国会在创建工资保护计划时需要应对的挑战不同。随着工资保护计划即将到期，迫切需要解决这种挑战。

---

本文原题为“COVID-19’s Impact on Small Business: Deep, Sudden, and Lingering”。本文作者 Michael R. Strain 是美国企业研究所的经济政策研究主任。本文于 2020 年 5 月刊于 AEI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



## 修复全球价值链的历史经验

Birgit Meyer, Saskia Möhle 和 Michael Windisch /文 刘铮/编译

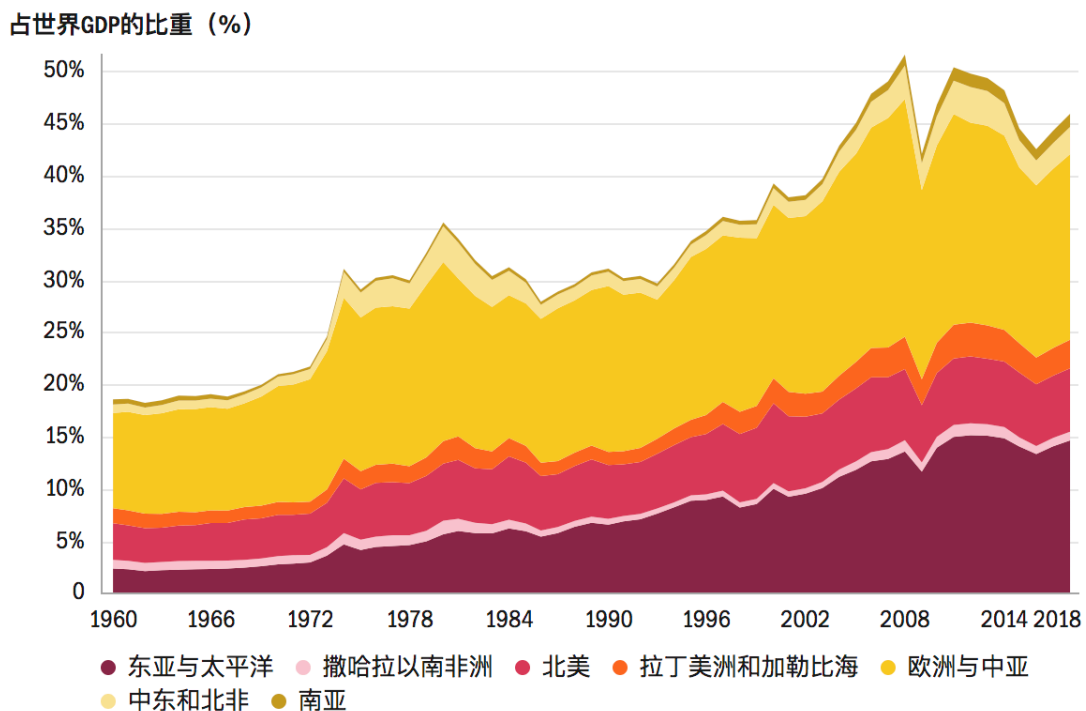
导读：复杂的全球价值链体系高度依赖于全球贸易的顺利运行，而后者受到了 COVID-19 的严重冲击。减少全球价值链延迟时间，降低其不确定性等政策对于经济的快速恢复至关重要。作者认为，开展全球监测和国际协调合作是应对疫情和遏制经济冲击的关键。编译如下：

我们一次又一次见证历史。原油期货价格第一次跌入负值，中国的季度 GDP 自 1992 年有官方记录以来首次出现收缩。COVID-19 已向世界证明了它重构全球经济的能力。

贸易部门也难逃一劫：世界贸易组织（WTO）预测，由于 COVID-19 大流行，2020 年世界商品贸易额将下降 13%-32%，很可能超过 2008-2009 年全球金融危机时期，给全球贸易扩张和经济一体化这一长期趋势带来短期内的第二次打击。

过去几十年里全球贸易迅速增长，从 1970 年占全球 GDP 的 20%左右增至 2008 年的 50%以上，扩张的最大动力来自欧洲和东亚。自 2009 年以来，全球名义贸易额占 GDP 的比重开始变得不太稳定，2010 年曾有一轮快速反弹，2015 年和 2016 年也经历了较大幅度的萎缩。

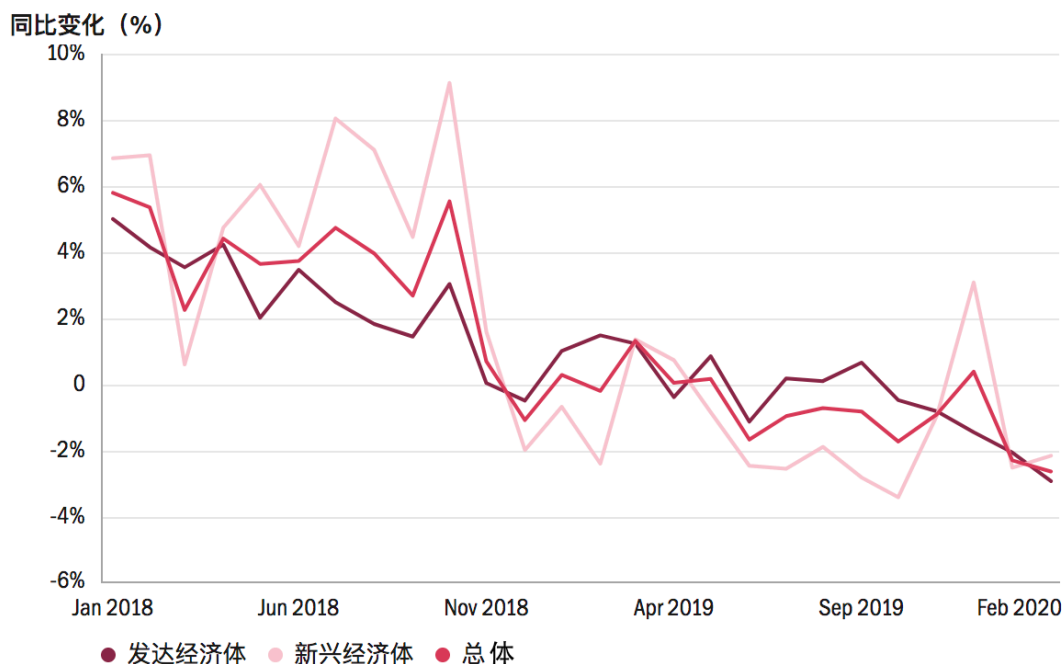
图 1 各地区商品贸易占 GDP 的比重



资料来源：World Development Indicators, 作者计算。

在 COVID-19 爆发之前，全球贸易和分工已经由于保护主义抬头而变得紧张。贸易紧张局势的加剧（特别是中美之间）严重阻碍了全球贸易。根据 CPB 世界贸易监测数据，2019 年贸易额出现了全球金融危机以来的首次下降。尽管年初以来经济增长持续低迷，已部分反映了中国封锁措施带来的进出口下降，但疫情的影响尚未完全反映在数据中。今年 5 月初，红海和苏伊士运河（一条重要航线）的货运量比的同期水平低 25% 左右。

图 2 全球贸易额变化趋势

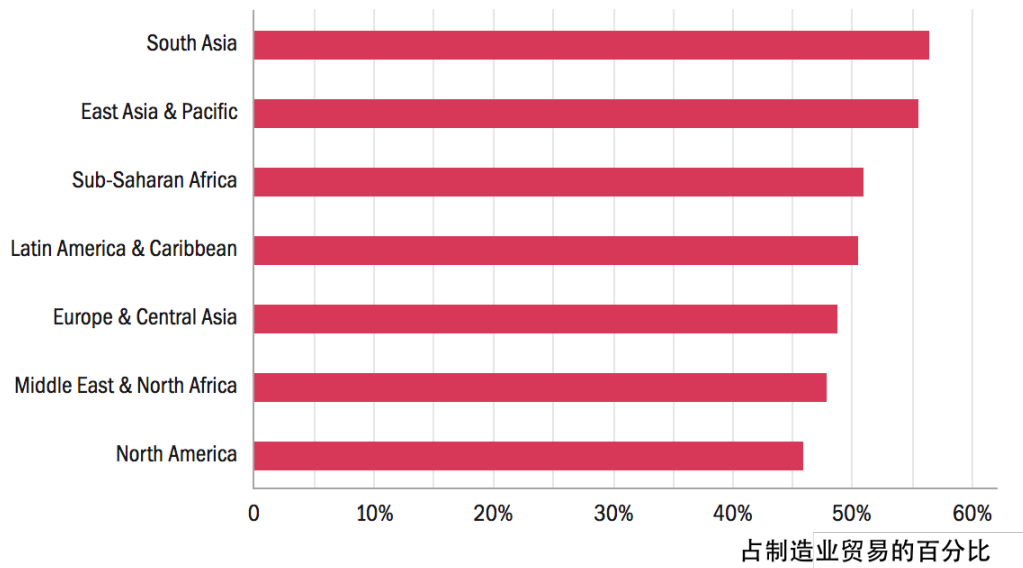


注：经季节调整。进出口总额的同比变化。

资料来源：CPB World Trade Monitor, 作者计算。

世界贸易体系对于在全球范围内分配制造业的生产投入至关重要。跨国企业是分散生产的一个重要驱动力，其贸易量占国际贸易的三分之二。制造业的每两次交易中就有一次涉及中间产品。中间产品在不同的生产地点之间转运，以便进一步加工。过去几十年来，全球价值链（GVCs）的扩张改变了世界贸易的地理格局，一些发展中国家，特别是东南亚和东亚国家，通过参与全球价值链活动，得以生产更为复杂的产品。

图 3 各地区中间产品在制造业贸易中的份额

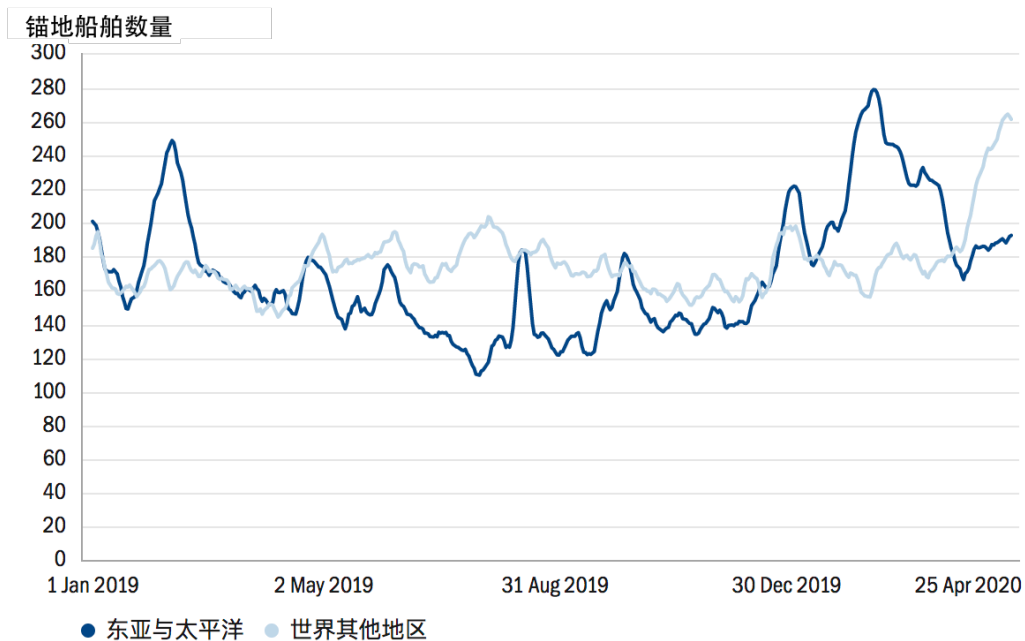


注：使用 2018 年数据。

资料来源：CEPII BACI 2020，作者计算。

复杂的全球价值链体系高度依赖于全球贸易的顺利运行，而后者受到了 COVID-19 的严重冲击。除需求下降以外，封锁措施也阻碍了各国间的货物流动。全球 80% 以上的贸易是通过海运进行的。航运数据显示，在中国实施第一轮封锁措施后，东亚和太平洋地区的闲置集装箱船数量立刻飙升，而此时世界其他地区的集装箱处于短缺状态。

图 4 COVID-19 造成闲置集装箱船只数量飙升



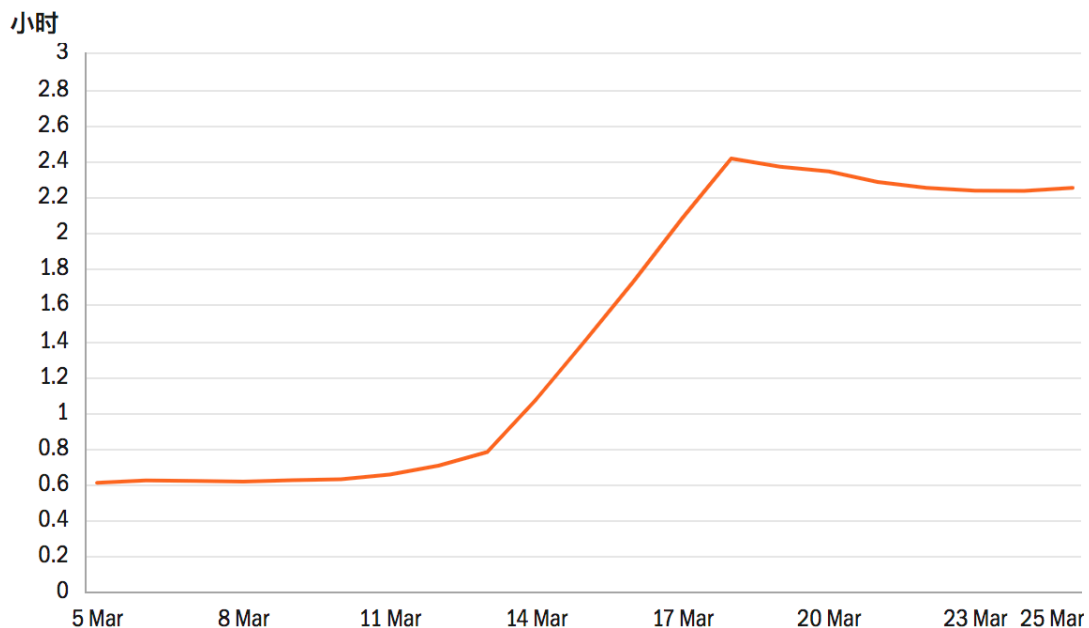
注：武汉封城时间为 2020 年 1 月 23 日。

资料来源：Refinitiv Eikon，作者计算。

尽管随着中国经济的重新开放，东亚局势已开始正常化，但世界其他地区的船只闲置情况却不断加剧，尤其是南亚、北非和中东以及欧洲和中亚。全球需求的下降减缓了航运活动。此外，许多国家在港口采取了隔离和禁止更换船员等安全措施，也导致运输中断和延误。最近的卫星数据显示，前往船员更换受到严格限制目的地的船只数量下降幅度明显大于限制条件较松的地区。国际贸易中的时间延迟和供应链的不确定性会使成本上升，并对贸易产生负面影响。

此外，陆路和航空货物运输均受重创。3月中旬，许多欧洲国家的边境管制导致边境地区严重拥堵。由于全球一半以上的航空货物运输是通过客机进行的，目前的旅行限制造成飞机无法运行，引起运输价格大幅上涨。

图 5 欧洲各国边境卡车过境时间



资料来源：Sixfold 和 Kiel 研究所计算。

这些贸易中断的范围是空前的。造成贸易低迷的原因是需求和供给的下降——特别是受 COVID-19 封锁措施影响最大的部门，以及运输成本的增加。此前对全球贸易中断的研究表明，要想实现快速复苏，重要的是缩短全球价值链时间和降低其不确定性。

Inoue 和 Todo (2020) 的一项研究模拟了主要经济中心东京的封锁对日本供应链的影响。主要城市封锁的影响通过供应链迅速扩散，且封锁时间越长，相关上下游企业受到的影响就越大。供应链中每个企业面临的风险取决于它在供应链中的具体位置、竞争地位以及灵活调整的能力。多样化程度高、融资能力强以及生产活动更具灵活性的企业能更好地吸收冲击。

虽然供应链中断的影响在短期是巨大的，复苏也可以在几个季度内完成。生产投入或供应商替代是减缓冲击扩散和实现快速复苏的关键。此外，一般业务连

续性计划（对灾害发生时应采取的行动进行规划，旨在增加弹性）也有助于更好地应对供应中断和物流问题。

提前采取应对措施能够减轻供应链中断的影响。在 2003 年 SARS 期间，全球价值链上的许多亚洲企业增加了产量，建立了缓冲，并储备了库存。许多企业为建立并行站点或转移运营地点制定了相应的计划，同时加大 IT 投资以实现远程工作。此外，采取备用的运输方式、运输路线和生产安排有助于克服物流瓶颈，降低价值链风险。全球价值链的长期延迟将会带来高昂的代价。关键组件的延迟交货会导致生产线空闲，使得及时交货的价值超过了组件本身。这就是为什么零部件是对时间最敏感的商品之一。

与以往的危机类似，各国政府采取了相应措施，动员了数十亿美元来减轻 COVID-19 的经济后果。在以往的危机中，来自当地银行和贸易伙伴的金融援助尤为重要，例如 2011 年 3 月东日本大地震的灾后重建阶段。类似的，金融危机期间贸易复苏的关键也是减少银行和政府支持贸易的金融摩擦。

与此前的 SARS 和金融危机引起的经济冲击不同，为遏制 COVID-19 传播而采取的旅行限制、社交隔离和企业关停等行动意味着劳动力供给、旅行、运输和贸易受到前所未有的强烈影响。这场危机几乎在同时袭击了全球各主要经济体。开展全球监测和国际协调合作是应对疫情和遏制经济冲击的关键。采取多种方式开展政策制定和政府间合作将提高政策效果。第二次世界大战后的历史经验表明，国际合作对于经济复苏和技术交流起到了至关重要的作用。

供应链中断阻碍了当前的经济活动。尽管如此，国际贸易仍有助于经济的恢复。此前的运输中断已经表明，由于供应链对物流瓶颈非常敏感，因此快速复苏对于保持贸易通道畅通是十分重要的。阻碍贸易的预防措施应该是暂时而不是长期的。目前许多遏制出口的措施可能导致严重的贸易扭曲和不确定性，这对发展中国家的打击尤其严重。保持运输线路和港口的开放、确保过境权以及贸易便利化措施，而不是采取进一步的贸易保护主义，才是确保医疗和农产品等基本物资生产交易的关键。避免贸易限制也有助于维持质量标准和交流知识技术，包括在医疗器械和药物领域。

全球供应链和贸易的中断要求各国在疫情遏制措施和经济恢复政策等方面开展合作。同时，国家范围的政策和针对具体公司的措施可以促进快速复苏，并增强供应链抵御未来冲击的能力。

---

本文原题为“Lessons from Past Disruptions to Global Value Chains”。本文作者 Birgit Meyer 是维也纳经济贸易大学（WU）国际经济研究所的助理教授，Saskia Mösle 是基尔世界经济研究所（IfW Kiel）国际劳动分工研究中心成员，Michael Windisch 是联合国工业发展组织（UNIDO）政策研究和统计部（PRS）的初级研究员。本文于 2020 年 5 月刊于 UNIDO 工业分析平台。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



## 治理绩效与疫情防控：应对新冠疫情的国际经验

Scott Kennedy 和 Shining Tan / 文 张舜栋 / 编译

导读：面对同样严峻的新冠疫情考验，不同国家的表现大相径庭。作者在文中总结了成功国家的经验与失败国家的教训，希望以此帮助那些仍受疫情困扰的国家尽快走出疫情危机，并促进全人类更好地应对下一次传染病的全球大流行。编译如下：

回想今年 1 月，当时东亚国家最关心的国际新闻还是中美之间暂趋缓和的贸易战。然而几乎是一夜之间，新冠疫情就占据了各国新闻的头版头条。在当今这个深度全球化的时代，一种最早被发现于中国腹地的冠状病毒迅速传播到了世界的每一个角落。面对同样严峻的疫情考验，不同国家的表现却大相径庭。鉴于疫情尚未结束，我们有必要尽快总结成功国家的经验与失败国家的教训，从而帮助那些仍受疫情困扰的国家尽快走出危机，并帮助全人类更好地应对下一次传染病的全球大流行。

本文的主要目的在于提出问题：我们首先通过图表展示各国疫情发展的基本趋势，之后就各国抗疫成果出现较大差异的原因提出我们的推测。我们使用的数据主要来自 Worldometer。但在分析这些数据时，我们必须提醒读者，这些数据存在着这样那样不可避免的缺陷——许多国家检测能力的上限使得新增病例无法得到充分检测，不同国家的诊断标准往往存在差异，而各级政府在汇报和披露数据时也可能存在隐瞒问题。尽管存在缺陷，但这些数据已经是我们所能获得的最完整的疫情数据。本文使用的数据反映了各国截至 2020 年 5 月 26 日的疫情状况。

图 1 展示了目前全球各国的确诊总量情况。美国的确诊人数在全球各国中一马当先。此外，金砖五国（巴西、俄罗斯、印度、中国、南非）的确诊总量也十分突出。在欧洲国家，西班牙和意大利的疫情尤为严重。而在东亚，除中国外，日本和韩国也经历了新冠疫情的爆发。

图 1 世界各国确诊总人数

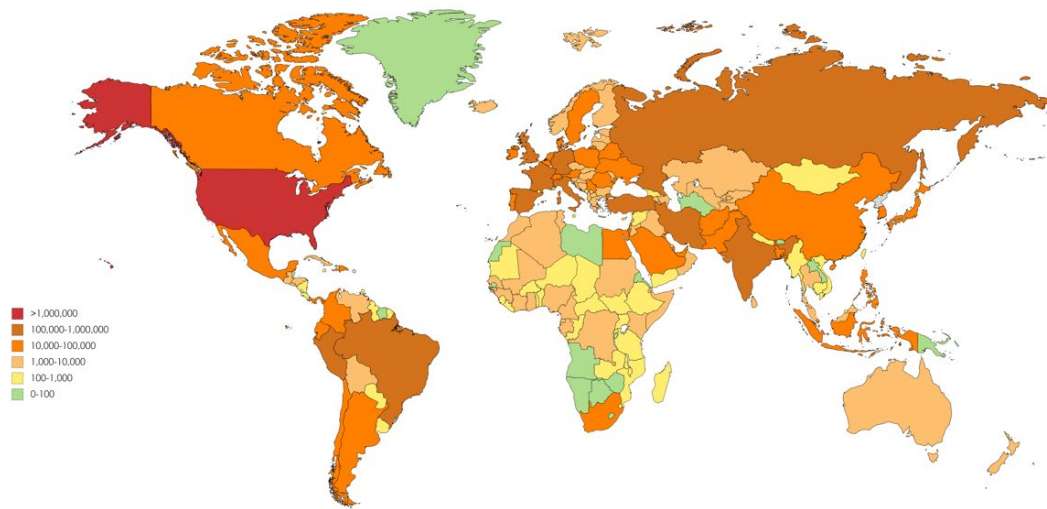
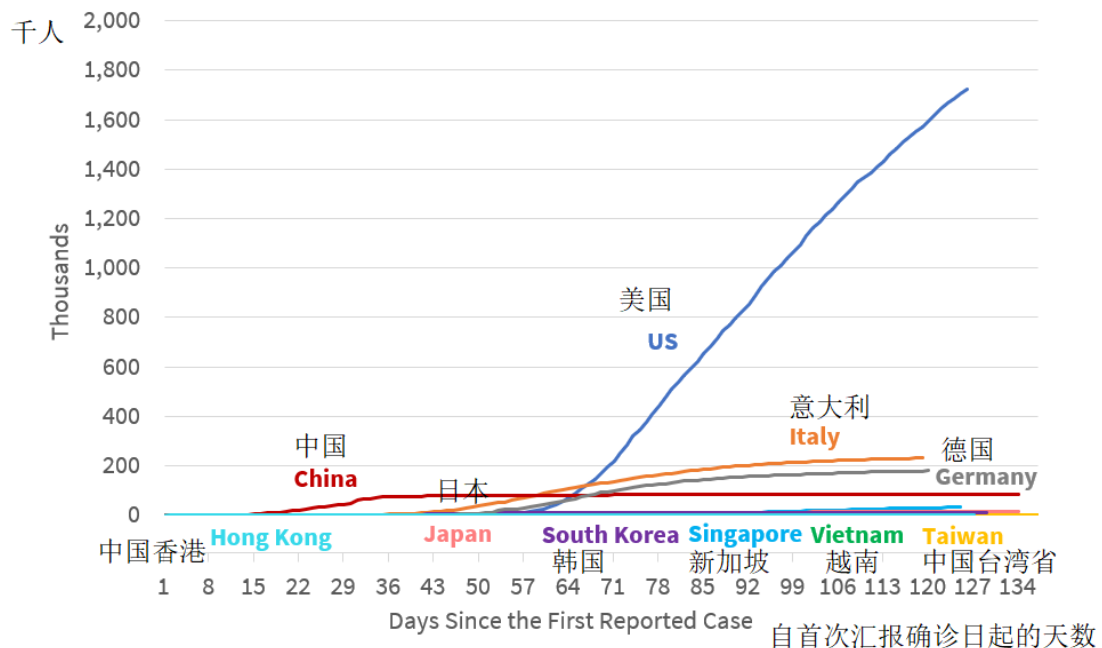


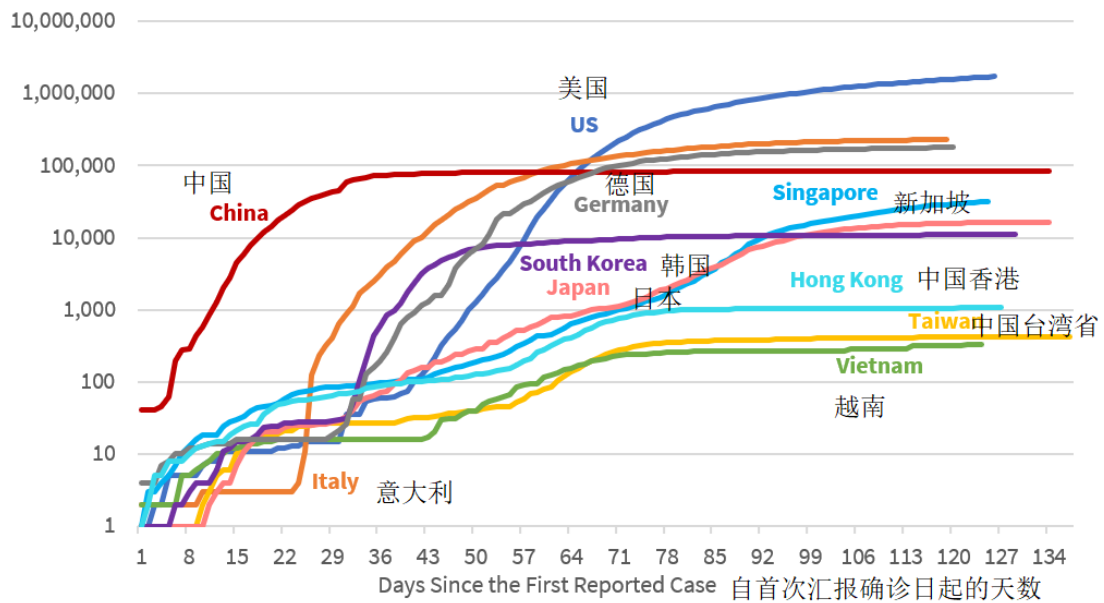
图 2 展示了各国疫情发展的时间趋势。如图所示，一些国家的疫情发展非常迅猛，且迟迟未得到有效控制。而在另一些国家，初期爆发迅猛的疫情在政府采取措施后则得到了有效控制。

图 2 部分国家疫情发展趋势



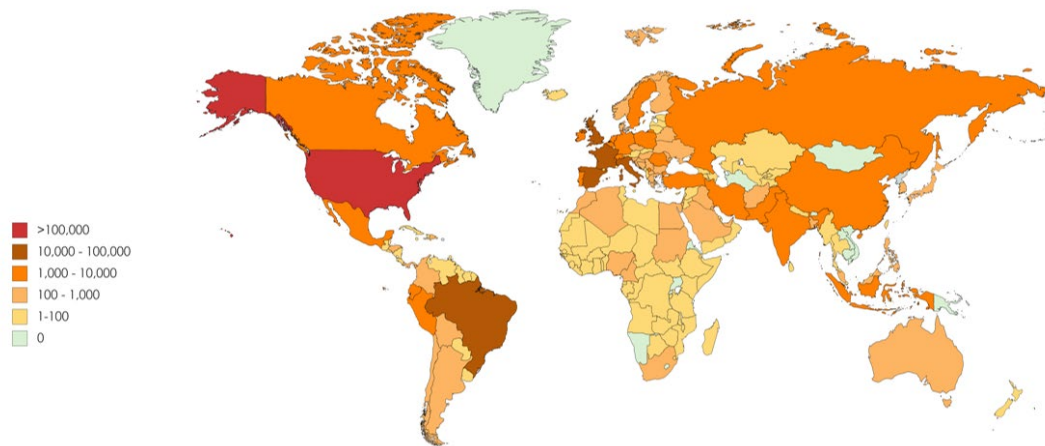
由于美国确诊人数过多，为了更好地与其他国家的情况做对比，在图 3 中我们将纵轴替换为对数刻度坐标轴，并重新描述了各国疫情的发展趋势。

图3 部分国家疫情发展趋势（对数坐标）



在图4中，我们转而关注新冠疫情在世界各国导致的病亡总数。如图所示，美国的病亡总数非常惊人，而疫情也给世界几乎每个国家带来了深重的灾难。

图4 世界各国病亡总人数



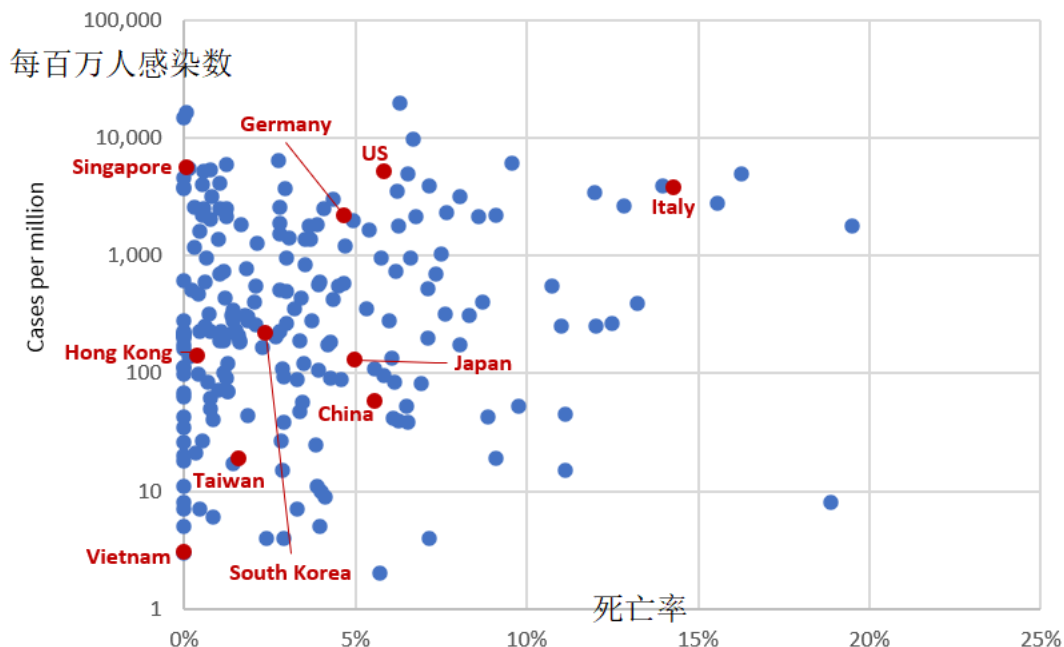
尽管如此，新冠病毒在各国的病亡率却存在较大差异。在图5中，我们报告了几个代表性国家的统计数据。其中，意大利的死亡率最高，高达14.3%。在东亚国家，中国的死亡率相对较高，为5.6%。而在一些确诊总数较少的国家或地区，其死亡率就要低得多——越南总确诊仅为327例，汇报死亡数为0；中国台湾省汇报的确诊总数为441例，死亡率为1.6%。

图 5 部分国家死亡率对比

国家/地区	死亡率	总死亡人数	总确诊病例	每百万人感染数
	<b>Fatality Rate</b>	<b>Cumulative Deaths</b>	<b>Cumulative Cases</b>	<b>Per-Million Cases</b>
<b>Jurisdiction</b>	<b>Rate</b>	<b>Deaths</b>	<b>Cases</b>	<b>Cases</b>
意大利	14.3%	32,955	230,555	3,813
美国	5.8%	100,103	1,714,327	5,182
中国	5.6%	4,634	82,992	58
日本	5.0%	830	16,581	131
德国	4.7%	8,449	181,094	2,162
韩国	2.4%	269	11,225	219
中国台湾省	1.6%	7	441	19
中国香港	0.4%	4	1,066	142
新加坡	0.1%	23	32,343	5,533
越南	0%	0	327	3

为了更好地对各国抗疫的表现进行跨国比较，我们将各国确诊总数标准化为每百万人口的确诊数，并用横轴表示死亡率。如图 6 所示，各国表现差异极大。一种比较方法，是将这些散点归为四个象限——高确诊率、高死亡率的<sup>1</sup>国家；高确诊率、低死亡率的<sup>2</sup>国家；低确诊率、高死亡率的<sup>3</sup>国家；低确诊率、低死亡率的<sup>4</sup>国家。

图 6 每百万人确诊率与死亡率



为了总结各国抗疫的经验教训，促进未来的国际抗疫事业，我们有必要探究各国表现差异巨大背后的深层原因。一个重要的背景变量是人口结构——数据显示，老龄化程度更高的国家其死亡率也往往更高。不过，这并不意味着老龄化社会一定就难逃疫情肆虐，因为不同国家和社会往往采取了不同的抗疫策略。

我们认为，那些政府能力更强的国家更容易取得抗疫的成功。要做到针对疫情的快速响应，各级政府官员、媒体、私营部门、医疗部门都必须通力合作，高效协同。遗憾的是，现有的国别数据还少有能较好度量政府能力的变量，我们未能发现显著的结果。

使用牛津大学数据，我们在表 7 中报告了各国家及地区针对疫情出台的政策。在表中，我们将这些政策归为四类：关闭公共设施、旅行限制、经济刺激，及医疗卫生政策。数据显示，有效的抗疫政策并不只有一种模式。一些国家（如中国）更注重限制疫区人员流动并做好隔离措施，而另一些国家（如越南）则及时加强了边境管控，并做好了早期的疫情检测和病人收治工作。

图 7 各国家及地区针对疫情出台的政策情况

		中国	德国	中国香港	意大利	日本	新加坡	韩国	中国台湾省	美国	越南
First Reported Case 首次汇报病例日		China 1/13/2020	Germany 1/28/2020	Hong Kong 1/22/2020	Italy 1/29/2020	Japan 1/14/2020	Singapore 1/23/2020	South Korea 1/19/2020	Taiwan 1/11/2020	US 1/21/2020	Vietnam 1/24/2020
关闭公共设施 Closure and Containment	School closing 关闭学校	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	Workplace closing 关闭办公场所	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	Cancel public events 取消公众活动	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
旅行限制 Travel Restrictions	Restrictions on gatherings 限制公共聚集	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	Close public transport 停运公共交通	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	Stay at home requirements 居家令	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
经济刺激 Economic Measures	Internal movement 限制国内旅行	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	International travel 限制国际旅行	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	Income support 收入支持方案	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
医疗卫生政策 Health Systems	Debt/contract relief 债务减免	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	Fiscal measures 财政政策	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	Public information campaigns 公众信息宣传	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
医疗卫生政策 Health Systems	Testing policy 病毒检测政策	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
	Comprehensive contact tracing 接触者追踪	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

● Adopted before or within 30 days of the first reported case 在首次汇报病例30天内（含）出台的政策  
 ● Adopted 30 days after the first reported case 在首次汇报病例30天后出台的政策  
 ● Measure never adopted 未出台该项政策

受数据质量所限，加之疫情还尚未结束，我们的上述观察还远不够成熟。尽管如此，我们还是希望这些发现能为政策制定者和卫生当局提供有益的参考。

本文原题为“Better Governance, Better Outcomes: East Asian Experiences Tackling COVID-19”。作者 Scott Kennedy 是美国战略与国际研究所（CSIS）中国商业与经济研究中心主任。Shining Tan 是 CSIS 中国商业与经济研究中心主任副研究员。本文于 2020 年 6 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)



## 中资银行的海外足迹

Herbert Poenisch /文 桂平舒/编译

导读：依托于中国经济影响力和“一带一路”倡议，中国大型银行足迹遍布全球，其海外业务规模庞大，然而国际化指数不高。虽然面临全球风险，但鉴于其在中国的坚实基础以及中国政府的隐性担保，这些银行大而不倒并有可能继续进行全球扩张。编译如下：

### 大而不倒

在中国经济影响力和“一带一路”倡议的推动下，中国大型银行的足迹遍布全球。除跨境贷款外，它们还设立了附属机构，例如分支机构和子公司。一些银行购买了当地银行的少数股权或者完全收购了当地银行，包括在非洲的中国工商银行标准银行（ICBC Standard Bank）。每个大银行都有 500 多家分支机构。这些附属机构的跨境贷款规模和其母公司一样庞大。在中国每年 1.6 万亿美元的跨境贷款总额中，香港的中资银行约占三分之一。

这些银行海外业务的绝对规模非常可观，但它们只占其根植于中国整体业务的一小部分。根据国际清算银行最新按国籍划分的银行统计数据，包括政策性银行在内的中资银行拥有 2.2 万亿美元的海外资产和 2 万亿美元的海外负债。这将使中资银行的海外业务堪比德国的银行。因为这些数据仅包括 48 个 LBS 报告中心（包括香港和新加坡）在内的作为全球主要金融中心，故其实际总数可能更高。

中国银行业的主要全球参与者包括政策性银行，特别是国家开发银行和进出口银行，以及中国工商银行、中国银行和中国建设银行这三家大型商业银行。根据他们的年度报告，他们的海外债权与上述总额相符。

根据浙江大学互联网金融研究院每年计算的银行国际化指数，中资银行的海外业务占其总业务的比例不到三分之一，而其他国家或地区的最大的全球性银行则为三分之二。

全球活动应该包括何种业务？一是中国的跨境债权和债务；二是总部和本地资金的海外子公司的跨境债权和债务，因为其行为就像本地银行。它们一半的贷款发放给银行，另一半发放给非银机构。给外国银行的贷款可以通过各种区域性银行同业协会进行。“一带一路”倡议下的贷款可以直接发放给外国实体，但主要是发放给承接这些项目的国内企业。债务人虽是“一带一路”倡议参与国，但不会以债权形式出现在中资银行的资产负债表上。

最后一个问题是中国的银行通过各种渠道放贷所承担的全球风险。尽管中国银行保险监督管理委员会可以获得这些信息，但外国分析师仍只能靠估算。鉴于其在中国的坚实基础以及中国政府的隐性担保，它们大而不倒，因此即使某些借

款人（从著名的西方客户到“一带一路”沿线国家）无法履行其债务，它们也有可能继续进行全球扩张。

---

本文原题为“Chinese Banks’ Global Footprints”。本文作者 Herbert Poenisch 是浙江大学互联网金融研究院高级研究员，国际清算银行前高级经济学家。本文于 2020 年 5 月 28 日刊于 OMFIF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 中国的财政刺激能否取得成功？

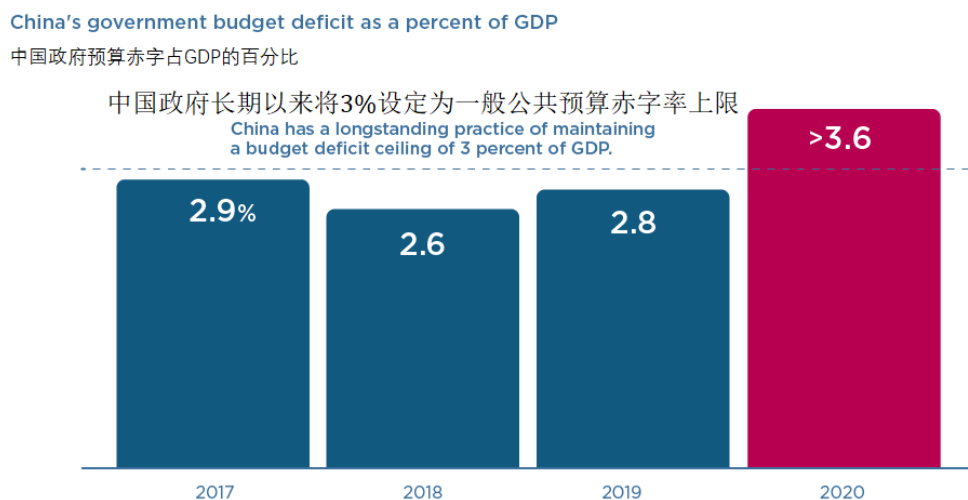
Tianlei Huang 和 Nicholas R. Lardy / 文 伊林甸甸 / 编译

导读：在成功控制国内疫情后，中国于5月下旬召开了全国两会。会上公布的《政府工作报告》引发了外界的高度关注。本文解读了《报告》出台的一系列财政刺激政策。编译如下：

在5月下旬召开的全国两会上，中国政府宣布了总规模达GDP总量4.5%的刺激方案。此前，受疫情影响，中国一季度的GDP增速已跌至史无前例的-6.8%，中国经济面临的压力空前。与十几年前以信贷扩张为主的刺激方案不同，中国政府出台的本轮刺激方案决心以财政政策为抓手，助力中国经济走出疫情阴霾。从金融安全的角度来说，这当然是一大利好消息。但以财政刺激为主的刺激方案是否能取得成功，还有待我们进一步观察。

长期以来，中国政府一直将3%设定为一般公共预算赤字率的上限。但今年以来，中国政府预算赤字已突破这一限制，现已超过3.6%。这意味着，今年中国政府的预算赤字将额外增加1万亿元人民币（见图1）。此外，中央财政还发行了抗疫特别国债1万亿元，不计入财政赤字。这两项总和超过2万亿元人民币的预算支出将直接注入中国各级地方财政。

图1 本年度中国政府预算赤字突破GDP的3%



尽管规模低于外界预期，但本轮财政扩张将大大缓解中国地方政府肩负的沉重财政压力。此外，中国政府今年还计划发行地方政府专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元。这些资金将主要用于支持新型设施及传统基础设施，并刺激市场消费活力。

除财政刺激外，中国政府还采取了多种手段促进经济恢复活力。在本次两会上，中国政府宣布延长先前对中小微企业的税收优惠和社保减免政策。政府还要

求商业银行对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息，并将该优惠延期至2021年3月底。同时，中国多地政府还将参保不足一年的失业群体纳入了常住地社保体系，这当中也包含失业的农民工群体。

本次《政府工作报告》的另一项变化是未提及本年度经济增长目标。考虑到全球疫情巨大的不确定性，这或许是一项无奈的必然。不再制定经济增长目标意味着地方政府可以将更大精力投入到稳就业、保民生的工作上来。根据彼得森国际经济研究所（PIIE）之前的预测，2020年中国GDP增速将达到1.5%。

---

---

本文原题为“China's Fiscal Stimulus is Good News, but Will It be Enough?”。作者 Tianlei Huang 是美国彼得森国际经济研究所（PIIE）研究助理。Nicholas R. Lardy 是 PIIE 高级研究员。本文于2020年5月刊于PIIE官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 建立欧盟股权基金救助企业的愿景和基本原则

Julia Anderson, Simone Tagliapietra, Guntram B. Wolff/文 安婧宜/编译

摘要：欧盟应设立股权基金来救助受疫情影响的企业。这一基金应基于以下四个原则设立简单明了的救助机制：该机制应强化欧盟单一市场，并兼顾更高的非经济、社会性目标；同时，这一救助机制需要保障纳税人从救市后的经济恢复中获取应有的收益，并且减少政策不公平造成的跨境转移支付及其复杂的政治影响。编译如下：

欧洲各国街道上的商店霓虹灯牌正在一个个熄灭，其中很多可能再也不会亮起。另外一些也许能够重新点亮，仅仅是因为在最后关头有救市政策的帮助。然而如果不小心的话，今天的救市政策便有可能为下一次危机埋下隐患——为什么会出现这样的情况呢？我们能够做些什么来避免这样的情况发生？

随着欧洲从新冠肺炎的阴影中逐渐走出，那些通过采取“管天管地”的全面封锁政策来度过危机的决策者，又需要寄希望于“移山”一般的奇迹来复苏经济。欧洲各国政府起初急着通过提供贷款来保持企业运行，然而随着企业贷款进入恶性循环，政府提供的贷款也无法为企业提供足够的偿付能力，股权救助（或部分所有权制度）便成为了另一个选项。

从危机应对的第一阶段过渡到下一阶段并不像是更换药方那么简单。刚开始，欧盟放松企业救助规则，由政府提供大量、普及的援助，的确是正确的救助方法。但是这一方法的成本太高，而且其深远影响远不止是会让纳税人受到损失那么简单。在股权救助的方案下，这些问题则更加尖锐。

最明显的问题是，股权救助会比其他救助方式更加扭曲市场，因为救助金额更难确定，尤其在现在充满不确定性的环境下。我们可以想象一个最极端的情况：在危机之后，我们可能会面临一个千疮百孔的欧洲单一市场，而只有受到救助最多的那些企业存活了下来；这些效率低下的“僵尸”企业则在那些本来经济状况就很糟糕的纳税人身上吸血——这种情况简直是噩梦一般。

难道我们现在已经是在经济崩溃的前夜了么？不尽然。在下文中，我们列举了四条政府救助应当遵循的原则。

第一，只有经营状况良好的企业才应该受到救助——这里提及的经济状况应该考虑企业过往和未来的经营状况。这次危机将会完全改变消费者偏好和产业链，因此，政府救助必须只能授予那些能够适应后危机时代经济模式的企业。救市政策不应该试图挽救前危机时代的经济结构。这一问题的关键是，这一评估应由谁来操作？评估经营模式的关键是商业选择和商业模式，所以我们认为这一评估不应由政府主导。

第二，政府救助不应削弱欧洲单一市场内部的企业竞争。欧盟经济的最大优



点就是有一个运转良好的单一市场。欧盟内部跨国界的公平竞争能够确保那些善于创新、高效运转的企业从危机中度过，而非那些受到援助最多的企业。由于很多企业在多国设有工厂，一国政府的救助也能外溢，使多国从中受益。但如果这种救助操作的时间过久，被援助的企业滥用援助来进行掠夺性收购，那么公平竞争的环境就会受损。

第三，政府救助应当有超越经济层面的更高的社会性目标，例如考虑对气候环境的影响或促进社会融合。贷款或股权形式的现金注入应当导向促成这些变化的企业，而不是反向而行。同样的问题是，谁来定义这些社会性目标呢？显然，欧盟不应只选用各国之间的“最小公分母”，而应授权欧盟委员会制定相关目标。欧洲议会也应当设立一个清晰的政治方向。

第四，纳税人应当从救市后的经济恢复中获取应有的收益。政府救助应当保证成本效率，而不是放在过于昂贵的企业纾困上。纳税人的收益可以通过所有权产生，例如以无投票权的“沉默股东”的形式，避免对企业行为的干预；收益也可以通过非所有权的的形式获得，例如未来收益权。在通过所有权的干预上，一定程度的所有权稀释是必要的——如果是使用巨额的纳税人财产来保护既有股东的利益，这当然不可接受。

根据以上四点，欧盟应设立股权基金来直接投资受到疫情负面影响的企业。这一基金能够设立简单明了的救助机制，来强化欧盟单一市场，并兼顾更高的非经济、社会性目标。同时，这一救助机制可以保障纳税人从救市后的经济恢复中获取应有的收益，并且减少政策不公平造成的跨境转移支付及其复杂的政治影响。虽然这些政府干预政策最终能否取得成功，归根结底还是取决于决策者制定政策的技巧，但以上四条指定干预政策应遵循的原则至少可以为此保驾护航。正如一句中国谚语所说，“若要行船稳，必须船头正”。

---

本文原题为“An Equity Fund for a Zombie-Free and EU-Wide Recovery”。本文作者 Julia Anderson 是 Bruegel 助理研究员；Simone Tagliapietra 是 Bruegel 研究员；Guntram B. Wolff 是 Bruegel 主任。本文于 2020 年 5 月刊于 Bruegel 官网。

---

## 英国负利率政策弊大于利

Danae Kyriakopoulou / 文 杨茜 / 编译

导读: Covid-19 危机爆发时, 货币政策已经非常宽松, 这将各国央行政策进一步推向非常规领域。就英格兰银行而言, 负利率是下一个边界。它们应该是最后的选择。本文认为英国负利率政策的弊大于利。编译如下:

用欧洲央行行长克里斯蒂娜·拉加德的话来说, “非常时期需要采取特别行动。” Covid-19 危机爆发时, 货币政策已经非常宽松, 这将各国央行政策进一步推向非常规领域。就英格兰银行而言, 负利率是下一个边界。它们应该是最后的选择。

关于负利率有效性的证据很少。目前, 只有少数中央银行实施了负利率政策, 包括欧洲央行, 日本央行, 瑞士央行和瑞典央行。在大多数情况下, 伴随其他宽松措施, 例如量化宽松或收益率曲线控制, 再引入负利率, 将难以区分和估计各政策的净效应。

负利率背后的基本理论是抑制银行在中央银行存钱。这是为了增加银行对企业和家庭的贷款, 抑制储蓄, 鼓励消费, 从而增加总需求和提高 GDP 增长。它们能否在实践中发挥作用最终取决于传导机制: 对银行的直接影响是否会传导到客户方。在当今高压的宏观经济环境下, 由于企业和家庭已经处于压力之下, 银行可能很难将负利率的成本转嫁给储户。

另一个能发挥作用的渠道是降低汇率, 因为外国储户偏向于把钱取出而非存钱, 从而减少了对货币的需求。降低汇率可以使出口更有竞争力, 提高贸易对 GDP 的贡献。但在保护主义抬头、跨境资金流动面临风险以及供应链断裂的情况下, 这一方法作用有限。此外, 货币贬值意味着进口成本增加。如果国内生产的商品无法轻易取代进口商品, 那么货币贬值 (至少在短期内) 将增加企业和家庭的成本。它还将使以外币计价的债务更加昂贵。

即使该政策成功地刺激了总需求, 缓解了一些压力, 但在当前主要面临供给侧冲击的经济体中, 这一政策并不会改变游戏规则——就像现在这样。相反, 我们需要的是有针对性的财政支持。

负利率还会带来更大风险。在某一点 (经济学家称之为“逆转利率”) 之后, 降息对储蓄者的伤害大于对借款者的帮助, 从而导致支出和投资降低, 而不是提振储蓄。很难确定何时达到这一点, 但利率越低, 风险就越大。英国央行今年已经两次降息至几乎为零。

第二个担忧是对金融稳定的威胁。如果像现在这样, 在供给面疲软、投资机会匮乏、经济和政策不确定的环境下实施负利率政策, 储蓄者可能会迫使将资金

转移至风险更高的资产，而不是将储蓄引导至更具生产性的投资，从而导致这些资产的价格被人为地提高，并可能产生资产泡沫。根据我们 2019 年的 GPI 调查，来自央行、主权基金和公共养老基金，大约 40% 的公共资产所有者和储备管理人都增加了风险预算，同时由于传统储备资产的收益率低下，他们将资金分散至高收益资产。

第三个担忧是银行部门。如果负利率没有传导给客户，那么当银行受到违约和其他与危机相关的损失打击时，它们就会损害银行的盈利能力。与欧元区相比，英国的优势之一是财政部和英国央行已就危机应对措施进行共同协调。如果负利率政策的实施伴随着对银行业的持续支持，例如以贷款担保和抵押贷款优惠的形式，这将有助于减轻该政策对银行的负面影响。

与危机相关的不确定性和持续性可能很快将这场辩论从“如果”转变为“何时”。“时间”很重要。确保银行有足够的支持来抵御负面影响是准备工作中的一个关键点。另一个是通过有效沟通，为公众和更广泛的投资群体做好准备。转向负利率政策可能会向消费者发出信号，表明经济正陷入困境，这可能会导致更多的储蓄而不是支出——与预期效果相反。

为避免金融稳定风险，在有针对性的供给侧措施已经到位时，央行最好抓住时机，及时制定政策，以减轻此类项目的融资成本。此外，与市场的沟通是关键：如果降息已经被考虑在内，实际行动可能不会有什么效果。英国央行将需要获得正确的前瞻性指导。

归根结底，银行应以通胀目标为指导。当前的危机给通货膨胀带来了上行和下行的压力，但总体的长期变化表明，通胀在结构上处于较低水平。最后，英国央行需要更密切关注的可能是目标，而不是工具。

---

本文原题为“UK Negative Rates could Do more Harm than Good”。本文作者 Danae Kyriakopoulou 是国际货币金融机构官方论坛（OMFIF）的首席经济学家和研究总监。本文于 2020 年 5 月刊于 OMFIF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 本期智库介绍

### **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/>

### **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/>

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

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

网址：<http://www.aei.org/>