

全球智库半月谈

COVID-19 疫情与流动性危机

防止非洲经济陷入失去的十年

美元在贸易中的主导地位：事实与启示

中国的全球投资在新冠肺炎疫情下消失了

美联储有比收益率曲线控制更好的工具

进口替代战略正卷土重来

拜登的经济政策

本期编译

桂平舒

李芳菲

刘铮

申劭婧

史明睿

宋海锐

熊春婷

杨茜

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

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

国际战略研究组

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

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

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

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码: 100732

免责声明:

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

目 录

世界热点

COVID-19 疫情与流动性危机 7

导读：COVID-19 危机导致许多公司的现金流急剧下降，可能使一些有偿债能力但缺乏流动性的公司破产。本文提供一种简单的方法，来确定可能失去流动性的公司数量以及其面临流动性压力的时间。作者用这种方法研究了意大利企业，发现在高峰期，约有 20 万家公司（雇佣 330 万员工）可能面临流动性问题，流动资金短缺 720 亿欧元。政策制定者必须迅速采取行动来保护企业，尤其是在夏季过后出现“二轮疫情”的情况下。

防止非洲经济陷入失去的十年 13

导读：新冠肺炎给非洲大陆带来严重的经济损失，并且前景堪忧。在这种情况下，非洲当前的金融系统已经不再适用。面对过去大国力量的干扰，非洲必须从现在开始独立自主，展开行动，以免陷入失落的十年。

尽管言辞对抗激烈，但中美金融脱钩的情况并未发生 15

导读：过去几年的中美经济对峙使人预测全球最大的两个经济体将走向“脱钩”。特朗普政府最近威胁说，如果中国企业不遵守美国的会计条例，将被迫从美国证券交易所退市，这更凸显了中美经济脱钩的可能性。特朗普 6 月中旬也在推特上表示，“与中国彻底脱钩”是美国的政策选择。但是，尽管关税和投资限制引发了种种争议，中国融入全球金融市场的步伐仍在继续。事实上从大多数指标来看，中国在过去的一年里融入全球金融市场的步伐似乎都有所加快，而美国的金融机构正积极参与这一进程，这使得中美两国的金融脱钩越发不可能。对数据的检查表明，对具有误导性的证据进行夸大是极其危险的。

撒哈拉以南非洲的债务减免：现在应该做什么？ 19

导读：当 G20 的财政首脑于 7 月 18 日开会时，欧洲将需要再次领导 G20 的 COVID-19 旗舰倡议，以推迟低收入国家的还本付息。中国首次同意与巴黎俱乐部成员一起作为正式债权人参加。然而，中国债权人将参加何种计划仍不明确，再加上私营部门债权人对自愿参与的抵制，表明实际的债务减免将远低于最初计划。

聚焦中国

中国的全球投资在新冠肺炎疫情下消失了 25

导读：同此前对新冠肺炎的预期一样，中国的建设投资尤其是全球投资在 2020 上半年骤降，中国企业对全球经济活动状况的披露不足可能使得中国的全球投资下降幅度被夸大，但与此同时中国政府所披露的数据也同样过于乐观；由于发达国家对中国的敌意越来越深，

“一带一路”倡议的重要性日益凸显；美国的政策需要转变，当前来自中国的投资非常少，而美国仍缺乏相应的出口管制措施致使技术持续流失；美国对中国不断增长的资产组合投资不受监控，或将导致技术盗窃、侵犯人权及其他不良行为的发生。

战略观察

美联储有比收益率曲线控制更好的工具 39

导读：美联储领导层就实行何种政策工具以适应当前全球低利率的环境进行讨论。其中，收益率曲线控制（YCC）引起了广泛关注。如果收益率曲线控制工具实行的好，它可能会帮助美联储强化其政策承诺。但收益率曲线控制也将给美联储带来一定风险。美联储有更好的方法利用其资产负债表应对衰退。

拜登的经济政策 41

导读：本月，拜登团队对外发布了两项声明，公布了他们在经济问题上的主张。拜登提出，新一届政府将利用美国政府的拨款，以政府力量补贴关键行业的美国企业，支持其对尖端科技的研发，采购美国企业生产的个人防护用品及其他医疗物资，以促进美国的经济复苏。

进口替代战略正卷土重来 43

导读：本文作者认为进口替代战略的思想正卷土重来。进口替代战略的最初支持者们已经认识到该战略存在弊端，如今部分国家限制进口的政策暗合进口替代战略思想，政策制定者需要吸取过去的经验教训。

经济理论

美元在贸易中的主导地位：事实与启示 45

导读：本文是 Gita Gopinath 教授在印度进出口银行的第 33 届毕业典礼上发表的演讲。本文主要讨论的话题是国际贸易。过去四十年来，国际贸易和金融的显著增长改变了经济和政治。2008 年全球金融危机已经挑战了经济学中一些现有的模式。Gita Gopinath 教授在演讲中将谈论一个在国际经济学中存在已久的范式，即“蒙代尔-弗莱明模型”（DCP 模型），以及最近质疑这一框架的普遍有效性的证据。这一最新证据来自于 Gita Gopinath 教授在过去十年中与其他合著者所做的工作，这些工作引导我们推动了一种新的分析范式，即“主导货币模型”（DCP 模型）。Gita Gopinath 教授认为采用正确经济分析模型非常重要，因为正确的模型有助于我们理解国际经济学中的几个基本问题，例如：汇率波动如何影响通货膨胀和贸易？美国的货币政策是如何传导到世界其他国家的？新兴市场央行应采取何种汇率政策？为什么美元在金融市场中扮演着如此特殊的角色？按照这一思路，本文主要从以下四方面展开讨论。首先阐述蒙代尔-弗莱明模型(以下简称 MFP 模型)及该模型的一些结论。其次提出一些对 MFP 模型的结论存有异议的经验证据，进而间接支持另一种说法——即“主导货币模

型”(以下简称 DCP 模型)。然后, 本文将说明 DCP 模型对国内和国际政策的影响。最后, 本文提出了欧元和最近的人民币对美元主导货币地位的潜在挑战。

本期智库介绍 53

COVID-19 疫情与流动性危机

Fabiano Schivardi, Guido Romano /文 刘铮/编译

导读：COVID-19 危机导致许多公司的现金流急剧下降，可能使一些有偿债能力但缺乏流动性的公司破产。本文提供一种简单的方法，来确定可能失去流动性的公司数量以及其面临流动性压力的时间。作者用这种方法研究了意大利企业，发现在高峰期，约有 20 万家公司（雇佣 330 万员工）可能面临流动性问题，流动资金短缺 720 亿欧元。政策制定者必须迅速采取行动来保护企业，尤其是在夏季过后出现“二轮疫情”的情况下。编译如下：

预测 Covid-19 大流行的经济影响的一个基本问题是了解其影响是否持久。也就是说，我们必须确定经济是否会迅速回到危机前的水平，或者是否需要很长时间才能恢复产出。这很大程度上取决于有多少公司会因流动性危机而破产（由于疫情期间销售额下降）。因此，为公司提供必要的流动性以避免大规模破产十分重要。实际上，大多数政府都设立了某种形式的信用担保，尤其是针对中小企业（OECD，2020）。但是，这些政策必须可信才能有效（Beck，2020）。因此，重要的是要确定“需要多少资金”——政府提供的方案是否足以避免流动性引发的大规模破产？确定“需要多长时间”也很重要，因为封锁措施对流动性短缺的影响可能非常快。对企业的流动性需求进行逐月估算，可以有助于评估实施有效措施的成本。

由于这场危机是空前的，其他历史事件只能提供有限的参考，因此估计其对企业的短期影响十分困难。已经提出的一些尝试依赖于股票市场的反应（De Vito 和 Gomez，2020），或基于收入下降、成本上升的估计（Carletti 等，2020）。我们建立了一个简单的会计框架来确定哪些公司将受到流动性约束，何时受到约束以及达到何种程度（Schivardi 和 Romano，2020）。总体逻辑非常简单明了，基于以下三个要素：初始流动性存量，现金流的逐月变化（估计值），以及确定流动性变化的预算方程式。

我们用这种方法研究了意大利企业（约 65 万家，产出占意大利私营部门产出的四分之三），时间范围从 2020 年 3 月到 2020 年底。Cerved¹根据一致认可的宏观经济情景（基准情景）预测了 500 多个行业的销售额增长。由于第二波疫情在夏季之后到来的可能性很大，我们还考虑了一种悲观假设，即疫情 9 月再次暴发，并在 10 月重新流行。预测由 Cerved 的行业专家进行，他们除了考虑经济因素（需求下降、社会距离的影响、供应链中断等）外，还考虑了立法因素（封锁）。

这一方法利用企业的资产负债表来获得其在大流行前的产出、成本和初始流

¹ Cerved 是一家数据提供商和信用评级机构。

动性存量。作为输入，它要求对销售额逐月增长的估计在行业层面上进行，这样给定每家公司上一年的销售额，就可以预测公司层面的“销售额变化”。成本是根据投入的弹性来预测的，因此我们能根据销售额增长预测（由每项投入的弹性决定）来确定每月的资金流出。我们假设，根据意大利政府在危机期间颁布的法令，所有财务付款和税收都将暂停。此外还假设企业冻结其投资支出。

给定初始流动性存量，预算方程能够确定逐月的流动性存量。当其变为负值时，我们认为一家公司面临流动性困难。该方法透明且易于实施，并已被各类机构使用（如意大利银行 2020、欧盟委员会 2020、OECD2020 等）。

Covid-19 对意大利企业销售的预期影响很大。表 1 列出了企业的描述性统计数据，并根据预期 2020 年销售额相对于 2019 年的下降程度划分为几组，分别是：降幅达到 20%或以上、降幅在 20%-10%之间、降幅在 10%到 0%之间、销售增长非负。降幅最大的一组包含的企业数量最多，超过 30 万家；中间两组各有约 13 万家公司；只有不到 6 万家公司实现了销售正增长。各组公司特征非常相似。平均流动性约为 40 万欧元，但中位数要低得多，所有组别都在 3 万欧元左右。此外，四分位数均低于 1 万欧元。这表明许多公司的流动性缓冲很小。接下来，我们考虑两个衡量金融脆弱性的指标：杠杆率（债务 / 股权）和 Cerved 集团信用评级（Cerved 计算的风险指标，取值范围为 1（非常安全）到 10（非常危险））。事实证明，各组公司的财务状况也非常相似。因此，表 1 数据表明，COVID-19 危机带来的影响与行业特征不具有相关性，至少在规模和财务状况方面如此。

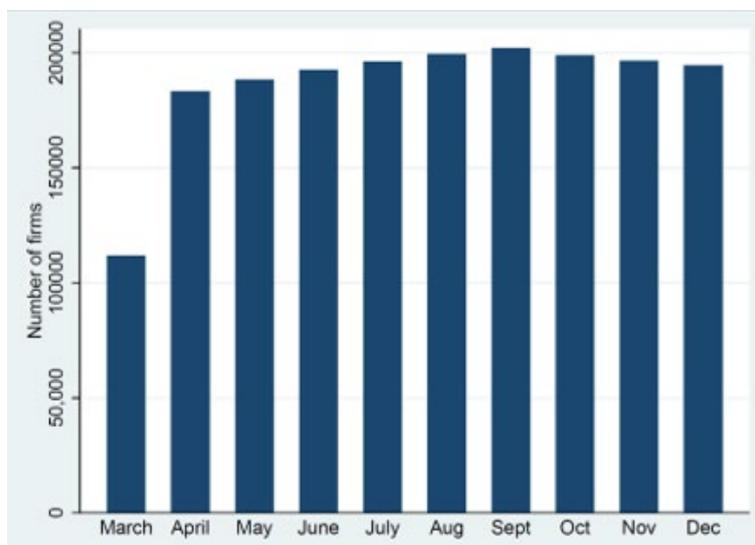
表 1 按销售额变化的公司统计数据

	Mean	p25	Median	p75	S.D.	N. Obs.
> 20% Decrease						
Employees	13.5	0	2	8	294	316,529
Sales	3,797	146	452	1,404	104,170	316,855
Liquidity	419	7	28	112	30,846	316,529
Leverage	1.09	0	0	0.757	2.9	291,176
Risk Class	5.43	4	5	6	1.64	311,238
10 – 20% Decrease						
Employees	14.1	0	2	7	161	135,470
Sales	4,278	107	348	1,143	109,171	135,777
Liquidity	448	7	29	118	16,568	135,470
Leverage	0.907	0	0	0.494	2.64	127,563
Risk Class	5.21	4	5	6	1.54	133,717
0 – 10% Decrease						
Employees	21.6	0	3	9	349	127,882
Sales	3,131	105	318	1,042	57,506	127,992
Liquidity	320	7	27	105	6,725	127,882
Leverage	0.854	0	0	0.444	2.52	118,746
Risk Class	5.05	4	5	6	1.58	126,359
10% Increase						
Employees	17.4	0	2	7	233	57,917
Sales	6,489	154	585	2,209	70,270	57,953
Liquidity	583	8	34	135	16,072	57,917
Leverage	1.19	0	0	0.891	3.05	53,110
Risk Class	5.42	4	5	6	1.66	56,961

根据模型估计，我们发现大流行的影响非常迅速。到2020年4月，超过18万家公司（雇佣310万员工）面临流动性困难（图1）。失去流动性公司的数量在2020年9月达到了20万家（雇佣330万名员工）的峰值，然后略有下降。2020年4月，流动性短缺金额（即流动性困难企业的流动性缺口）为400亿欧元，此后继续上升，年底时达到720亿欧元。其中，500多亿欧元的缺口来自员工不足500人的公司（图2）。在夏季之后暴发第二波疫情的悲观情景中，失去流动性的公司数量在2020年10月激增至23.6万家（雇佣400万名员工），流动性缺口在2020年12月升至1060亿欧元。

图1 失去流动性的公司及雇佣员工

1-a 失去流动性的公司数量



1-b 失去流动性的公司雇佣员工数量

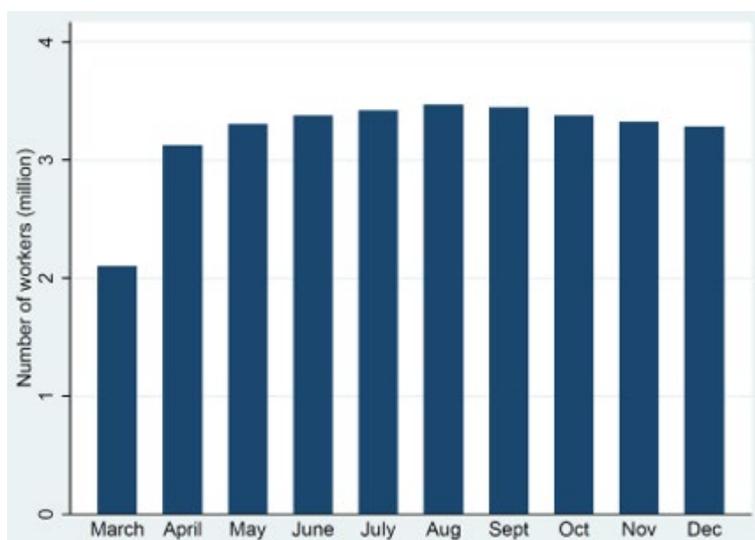
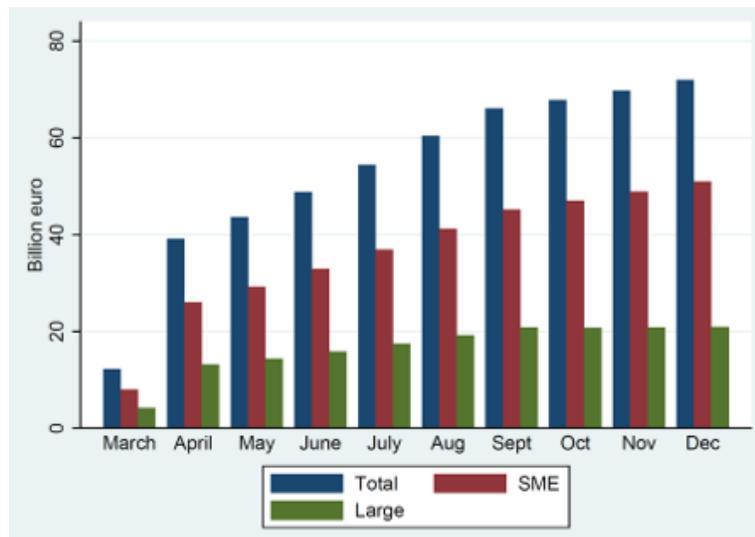


图 2 流动性缺口（总额及分企业类型）



下一步，我们用该方法评估意大利流动性法令（Italian Liquidity Decree）提供的流动性支持，该法令为应对 COVID-19 而发放的银行贷款提供公共担保。这一法令为贷款担保设计了不同的标准，担保金额随着贷款规模的增加而减少，同时对小公司（雇员少于 500 人）和大公司设置了不同的条件。

政府声称该法令动员了 4000 亿欧元，足以弥补流动性短缺。为了验证这一点，我们让企业根据不同的标准分别借入最大金额，并考察哪些公司不能利用这些借款来弥补其流动性短缺。法令确实提供了全面的流动性支持。在高峰时期，只有 153 家公司（雇佣不到 13000 名员工）无法弥补流动性短缺。即使在夏季之后出现第二波疫情，企业的流动性需求也是可控的。

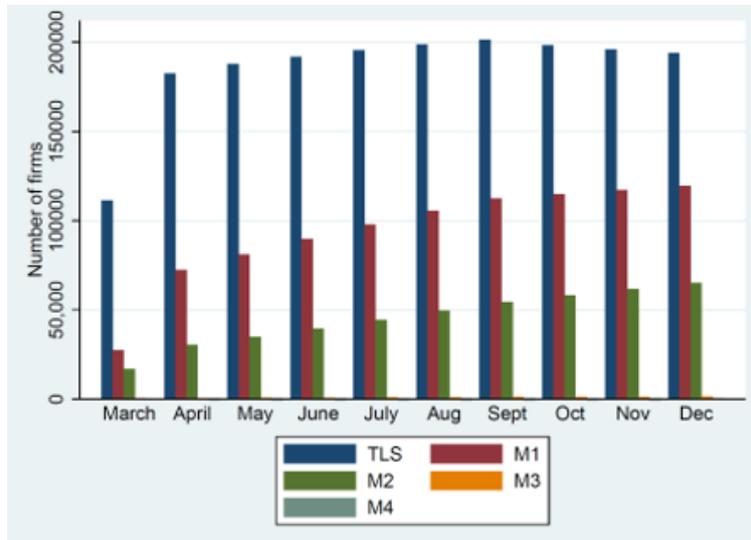
当然，这是基于对企业能够获得法令允许的最大贷款供应的假设。然而，这项措施的程序复杂性随着其供应量的增加而增加。例如，最简单的措施是向中小企业提供高达 30000 欧元的全额担保。这项措施实施得相当快，因为它不会给银行带来风险。随着贷款金额的增加，政府担保不再全面覆盖贷款额度，同时贷款需要得到政府机构的批准。这意味着，除了获得政府机构的批准外，银行可能还需要一些时间来处理申请。然而，短期内许多公司都面临流动性短缺，因此信贷必须尽快流向企业。

为了考察不同措施的流动性支持程度，图 3 报告了在借入措施 1 的最大金额，以及依次增加措施 2、3 和 4 后的流动性短缺情况。我们只对中小企业进行这项工作，因为大公司只能利用措施 4。在高峰时期，超过 10 万家公司没有被措施 1 完全覆盖，约 6.5 万家企业没有被纳入措施 2（雇佣 150 万名员工）。只有采取措施 3，才能几乎覆盖全部企业（图 3-a），未覆盖的企业数量降至 1430 家，雇佣员工数量降至 197473 人。然而，这项措施只提供 90% 的担保，因此银行必须

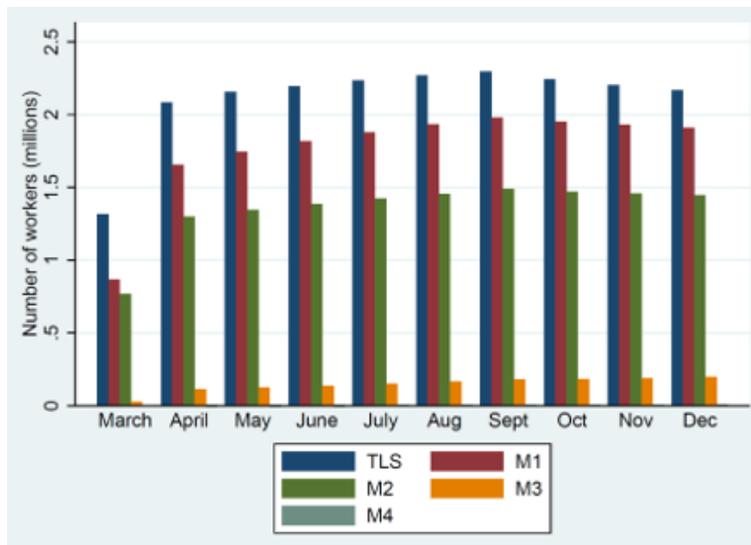
对借款人进行甄别。此外，该措施还需要得到政府的批准。根据我们的计算，将有 6 万多家公司需要这项支持，意味着银行系统和政府机构将不得不在短时间内处理大量的申请。

图 3 采取不同流动性支持措施后，失去流动性的公司

3-a 失去流动性的公司数量



3-b 失去流动性的公司雇佣员工数量



加快这一流程的一个方法是提供一个两阶段的程序，使用及时度量信贷风险的算法（基于第一阶段的评分模型）。如果一家公司的得分为正，则应通过精简和快速的筛选程序给予授信。银行应致力于评估那些信用评估得分较低的企业，以区分那些尽管数量指标为负但仍有发展前景的公司和那些没有发展前景的公司。就其性质而言，评分不包含软信息（即银行通过与客户的直接关系获取的信息或通过对申请人的直接调查收集的信息）。

为了评估此方法能在多大程度上减少初步调查，我们使用了 Cerved 信用评级。在 2020 年 4 月需要流动资金的 11 万家公司中，约 9 万家评级在 1-7，被认为具有偿付能力。这些公司应通过简化程序迅速获得信贷。详细调查数量的减少使银行能够投入更多的时间和资源，仔细（但迅速）甄别剩余 2 万家公司。

本文原题为“Liquidity Crisis: Keeping Firms Afloat during Covid-19”。本文作者 Fabiano Schivardi 是路易斯大学经济学教授，Guido Romano 是 Cerved 集团首席经济学家。本文于 2020 年 7 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

防止非洲经济陷入失去的十年

Ken Ofori-Atta /文 申劲婧/编译

导读：新冠肺炎给非洲大陆带来严重的经济损失，并且前景堪忧。在这种情况下，非洲当前的金融系统已经不再适用。面对过去大国力量的干扰，非洲必须从现在开始独立自主，展开行动，以免陷入失落的十年。编译如下：

以下是加纳财政和经济规划部长肯·奥福里-阿塔于 2020 年 7 月 7 日在 CSIS 关于撒哈拉以南非洲大国竞争的辩论中的发言摘要。部长的评论已经由 CSIS 非洲部门整理出来一个简洁明了的纲要。

我们如何建立一个以非洲大陆和美国相互和长期利益为驱动的经济体系？这是政策制定者面临的挑战。

我们面临着一场流行病，它有可能削弱我们迄今取得的所有经济进步。不同国家情况不同，但我们可能失去最高达 15% 的 GDP，使得 2700 万人陷入极端贫困。这是史无前例的。我们正在进入衰退，这有可能带来以前从未经历过的萧条。这可能成为将要被失去的十年。

当前金融系统已经不适合在这样的背景下继续发挥作用。金融结构需要进行结构性的重塑。此时我们需要提出一个基本问题，即我们希望走向哪里。

大国力量的干扰

现实情况是到 2050 年，非洲人口将占世界人口的四分之一，其中青年比例最大，这对经济增长至关重要。我们现在需要进行干预，以便摆脱那些似乎正在规定我们前进方向的大国游戏。竞争是好的，但消极的竞争不会导致非洲大陆的发展。这不是我们希望看到的现象。

我很难相信这种权力游戏对非洲能起到建设性作用，因为我们一起见证了 60 年类似的事情，非洲基本上只是大国竞争的棋盘。

我敢说，正如统计数字表明的那样，大国竞争并没有对我们起到任何帮助。我们不需要重复中美之间的冷战状态。

我们需要的是一个互惠互利的经济体，在其中，权力、商品和资源这些旧支柱可能不再有效。非洲最需要的是基础设施，这需要某种特定类型的金融支持，是全球金融体系所无法提供的。

让我们开始行动

问题关键是如何找到可以应对债务的流动性，支持我们的卫生基础设施建设（这需要另外 1000 亿美元），并开始经济复苏。

过去两个月来，国际货币基金组织（IMF）在这一问题上非常努力。它已拿出约 160 亿美元来应对非洲大陆的金融危机。我们也需要世界银行采取积极主动

的行动。重要的是，我们需要就特别提款权（SDRs）的辩论通过一项决议，美国财政部对此提出反对，因为它认为一些不合格的国家将从中受益。这时你该怎么办？

由于私营部门管理的资产超过 100 万亿美元，非洲每年用于基础设施的 1000 亿美元应该可以找到合理解决方法，对此我毫无疑问。我们，即非洲各国财政部长，已经解决了这些问题：就是通过特别提款权和特殊目的工具（SPV）来加速进入资本市场的脚步。我认为那些反对增加 SDR 的人都应该考虑一下不采取行动的影响。如果我们不行动，非洲将会怎么样？

让我们以非洲开发银行为例。我们已经能够构建一个方案，使非区域成员国能够出借他们的评级和资产负债表。因此，非洲开发银行可以进入资本市场，以 0.75% 的利率取得借款。相比之下，那些进入资本市场的非洲国家的借贷利率约为 8%，这是因为受到了所谓的“非洲”风险溢价的拖累。事实上，这是没有根据的，因为非洲的财政违约率几乎为零。

我们为什么要为某些只是感知到的风险支付 300 亿或 400 亿美元？100 万亿美元的私营部门资本中，大约 43% 的回报率都低于标准。如果我们找到一种方法，为非洲国家创建具有 AAA 评级的 SPV，这些资源就可以获得更高的回报。

问题不在于是否有足够的钱来放贷，而在于我们如何使得适当的可持续资本进入非洲。

非洲是一项伟大的投资

我们需要让美国的决策者和公民意识到，非洲是一个伟大的投资选择。从这个角度看，我们需要以此开始改变看待问题的角度和框架。我们不能继续当前的精神昏迷状态，这种状态只会阻止一些人把这个大陆视为未来的好朋友。

本文原题为“Preventing a Lost Decade for Africa’s Economies”。本文作者 Ken Ofori-Atta 是加纳财政和经济规划部长。本文于 2020 年 7 月刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

尽管言辞对抗激烈，但中美金融脱钩的情况并未发生

Nicholas R. Lardy and Tianlei Huang /文 宋海锐/编译

导读：过去几年的中美经济对峙使人预测全球最大的两个经济体将走向“脱钩”。特朗普政府最近威胁说，如果中国企业不遵守美国的会计条例，将被迫从美国证券交易所退市，这更凸显了中美经济脱钩的可能性。特朗普6月中旬也在推特上表示，“与中国彻底脱钩”是美国的政策选择。但是，尽管关税和投资限制引发了种种争议，中国融入全球金融市场的步伐仍在继续。事实上从大多数指标来看，中国在过去的一年里融入全球金融市场的步伐似乎都有所加快，而美国的金融机构正积极参与这一进程，这使得中美两国的金融脱钩越发不可能。对数据的检查表明，对具有误导性的证据进行夸大是极其危险的。编译如下：

1. 中国的监管改革为外国金融机构进入开辟了道路

中国日益融入全球金融市场的最好例子是，美国和其他国家金融机构在中国的作用大幅提升，这是中国监管机构在2019-2020年放松对金融机构的所有权和其他因素的长期限制后才得以实现的。而从历史上看，外国金融公司在很大程度上被限制在拥有少数股权的合资企业内经营。最近的自由化使得在中国经营的外资股份占多数的金融机构或者全资外资金融机构数量大幅增加，其中包括许多美国机构。

中国金融市场对外国公司的吸引力是巨大的，而且吸引力只会越来越大。中国金融服务市场规模为47万亿美元，但此前的限制意味着外资企业在这市场的大多数行业中只占很小一部分，例如在银行资产占比不到2%，在保险市场占比不到6%。鉴于中国国内金融业规模庞大，如果外国公司能够增加在这些市场部门的份额，它们将能够创造巨大的利润。

2. 美国金融机构受益于中国近期金融自由化的一些案例

PayPal在2019年收购了中国公司GoPay 70%的股份，这使得PayPal成为第一家在中国提供在线支付服务的外国公司。市场研究公司弗若斯特沙利文咨询公司预测，2023年PayPal市值将达到近100万亿美元，从而使PayPal能够在快速增长的全球移动支付市场中展开竞争。

高盛于2020年3月获得批准，将其在合资证券公司高盛高华证券有限公司33%的少数股权增至51%的多数股权。与此同时，摩根士丹利得以将其在合资证券公司摩根士丹利华鑫证券有限公司的持股比例从49%增至51%。2020年6月，摩根大通获准经营一家外商独资期货公司。同样在今年6月，美国运通获得批准，成为第一家通过与中国金融科技公司的合资企业在华开展境内业务的外国信用卡公司，同时被允许开展网络清算业务。维萨（Visa）和万事达卡也已申请形成网络清算许可证。

美国信用评级公司最近也获得了更多的机会。标普全球在2019年成立了一

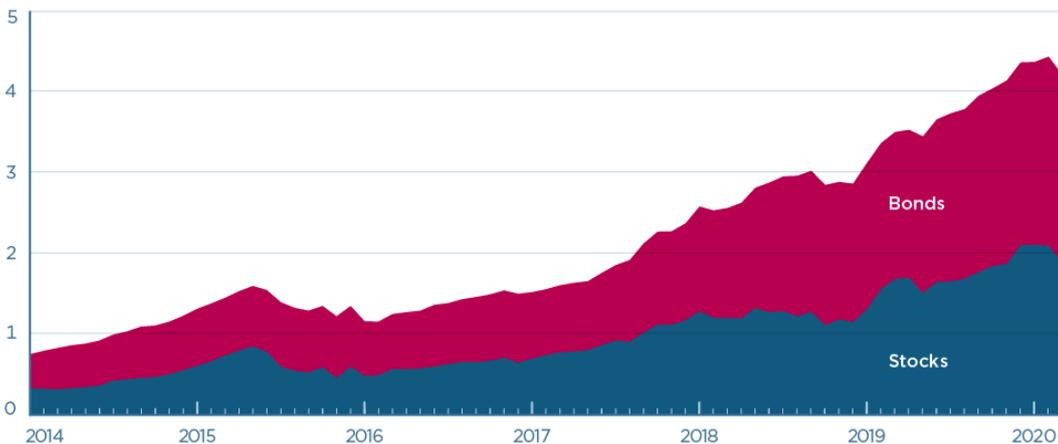
家外商独资公司，这是第一家获得许可在中国国内债券市场开展信用评级服务的公司。惠誉的全资子公司于 2020 年 5 月获准对中国境内发行人（包括银行、非银行金融机构和保险公司）及其债券进行评级。

3. 流入中国的跨境资本不断增加

除了高持股或完全外资的金融机构增加外，中国融入全球金融市场还体现在外国直接投资（FDI）和投资组合资本的跨境资本流动不断增加。下图显示了外资持有中国股票和债券的稳步增长，到 2020 年第一季度末这一数值达到 4.2 万亿元人民币（5940 亿美元）。随着美国金融公司摩根士丹利资本国际（MSCI）和其他提供全球指数从而助力机构投资的这类公司逐渐增加中国上市公司在其指数中的权重，图中这一数字几乎肯定会随着时间的推移而增长。

图 1 2019 年外资持有中国股票和债券超过 4 万亿人民币

指标：外资投资中国股票和债券；单位：万亿元人民币



数据来源：中国人民银行、wind 财经资讯

美国跨国公司一直积极在华直接投资，2019 年投资额达到 141 亿美元，高于 2018 年的 129 亿美元。尽管有很多关于美国公司尝试使其供应链更加多样化的传言，但中国美国商会于 2020 年 3 月进行的一项调查发现，超过 80% 的美国企业没有考虑将其制造业迁出中国。但联合国预测，由于 COVID-19 病毒大流行导致全球经济增长放缓，全球外国直接投资将减少 40%。这可能会导致 2020 年流入中国的外国直接投资（含美国企业）减少。

中美金融脱钩的一个迹象是，中国在美国的直接投资急剧下降。在 2016 年达到 465 亿美元的峰值后，2019 年中国在美国的直接投资降至 48 亿美元。而这一下降只是反应了美国外国投资委员会加强了对中国在美国境内投资的监控，更重要的是，中国当局对境外资本的控制大幅加强了。

4. 将中国企业从美国股市除名的做法毫无意义

拒绝中国企业进入美国股市可能会是中美脱钩的另一个迹象。这种情况发生可能有两个方面的原因，首先，美国监管机构未能获得在美国股市上市的中国企业的审计工作文件，而在美国市场上市的中国公司曾发生过会计欺诈案件，导致投资者蒙受损失，最近一次是瑞幸咖啡事件。其次，似乎美国国内有人认为，拒绝中国企业进入美国资本市场将减缓中国的增长。

目前约有 230 家总市值约 1.8 万亿美元的中国公司在纳斯达克和纽约证交所上市。5 月 20 日，美国参议院通过了《外国公司问责法案》，如果众议院通过该法案，并由特朗普总统签署，将要求在三年内未能遵守美国上市公司会计监督委员会标准的中国公司退市。6 月 4 日，美国总统责成财政部长史蒂芬·姆努钦在 60 天内提出保护美国投资者在中国相关证券利益的建议，这可能会为要求中国公司更快地从美国证券交易所退市这一项行政命令设定路线，从而会加快这一进程。

拒绝中国企业进入美国资本市场并不是脱钩的主要步骤，当然也不会减缓中国的增长。首先，这些中国企业在美国股市筹集的资金并非该企业资金的绝大部分，而且大多来自国际投资者，而非美国居民。此外，退市不会剥夺中国企业获得美国资本的机会。事实上，实现退市的一种方法是通过私募投资交易。例如，美国两家主要的私募股权公司华平投资集团和泛大西洋投资在 6 月份牵头收购了在纽交所上市的中国 58 同城公司。在今年这场交易结束时，现有股东将被溢价收购，且 58 同城公司股票将不再在美国交易，58 同城公司将通过美国私募股权公司而非公开市场获得美国资本。从数据上看，2020 年上半年在美国上市的私人公司的私有化交易数量也在激增。

其次，许多被迫退市的中国公司会将其上市转移到香港证券交易所，这样美国居民和国际投资者都可以继续投资。中国最大的半导体公司——半导体制造国际公司（SMIC）已于 2019 年从纽约证券交易所摘牌，现在只在香港进行交易。从美国到香港上市的过程对于较大规模的中国公司来说是相当简单的：申请在香港的二次上市，建立足够的交易量使得在香港上市成为主要，然后放弃美国上市。美国上市的中国公司中市值最大的公司阿里巴巴，已于 2019 年在中国香港二级市场上市。另外两家中国公司，京东和网易于今年六月在香港推出了次级产品，这意味着这些公司可能准备放弃在美国上市。

关键的是，资本市场是全球性的。因此，美国将中国企业拒之门外，并不会剥夺这些企业获得美国资本的机会，美国机构投资者和希望拥有这些公司股票的美居民将在香港购买这些股票。同样，之前通过纽约上市投资中国公司的外国投资者也会在香港购买股票，似乎美国此次退市政策的主要受益者是香港联交所。

5. 禁止美国联邦养老基金投资中国股票也毫无道理

2017年，美国联邦退休储蓄投资委员会决定将涵盖联邦储蓄计划（TSP）国际投资的基金指数，即所谓的I基金（I Fund），从MSCI欧洲、澳大拉西亚和远东指数改为更广泛的MSCI所有国家（美国除外）可投资市场指数，其中包括一小部分中国公司。其目标是纠正I基金（I Fund）这一异常大型退休基金中的新兴市场风险敞口的虚拟缺失。

联邦储蓄计划（TSP）的国际部分拥有约500亿美元的国际股票。按照计划，该基金指数若改为更广泛的可投资市场指数，将从2020年中期开始向中国股市投入约8%的资金（约45亿美元）。而为了应对来自总统和国会议员的压力，这项决定于2020年5月暂停，且似乎不太可能再重新审议。

虽然这一将中国股票排除在联邦储蓄计划（TSP）I基金（I Fund）之外的行动引起了广泛关注，但在联邦储蓄计划（TSP）内部和在美国投资中国股票的大背景下，这一事件在很大程度上是象征性的。与2019年底的5600亿美元的TSP基金资产相比，此次潜在的45亿美元中国股票投资仅是一个舍入误差。与美国居民持有的2600亿美元的中国证券相比，这一比例也很小。最后，禁止TSP投资中国股票，与中国上市公司的市值（目前约13万亿美元）完全无关。

本文原题为“Despite the Rhetoric, US-China Financial Decoupling is Not Happening”。本文作者 Nicholas R. Lardy 是彼得森国际经济（PIIE）研究所高级研究员，于2003年3月从布鲁金斯学会加入PIIE研究所，曾在华盛顿大学任职。Tianlei Huang 黄天雷自2019年3月起担任PIIE研究分析师，现任约翰霍普金斯大学高级国际研究院（SAIS）中国和日本金融市场的研究生助教。本文于2020年7月2日刊于PIIE官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

撒哈拉以南非洲的债务减免：现在应该做什么？

Suman Bery, Sybrand Brekelmans & Alicia García-Herrero/文 桂平舒/编译

导读：当 G20 的财政首脑于 7 月 18 日开会时，欧洲将需要再次领导 G20 的 COVID-19 旗舰倡议，以推迟低收入国家的还本付息。中国首次同意与巴黎俱乐部成员一起作为正式债权人参加。然而，中国债权人将参加何种计划仍不明确，再加上私营部门债权人对自愿参与的抵制，表明实际的债务减免将远低于最初计划。编译如下：

4 月 15 日，20 国集团（G20）高级财政官员宣布了一项协议，为国际货币基金组织和世界银行最贫困的成员提供主权债务的推迟偿还服务。²尽管 G20 内部政治局势相当紧张，但这是全球金融合作的曙光。欧洲 G20 成员在推动达成协议方面发挥了重要作用，所达成协议主要是帮助撒哈拉以南非洲国家，因为这些地区对欧洲具有重大的政治和经济利益。

COVID-19 债务服务暂停计划（DSSI）将于 2020 年 5 月 1 日至 12 月 31 日到期的欠双边官方借款人的债务的利息和本金还款时间推迟，并可能进一步延长。该倡议和国际货币基金组织的支持一同被视作为脆弱国家释放财政和外汇资源的快速方法。作为回报，受益者承诺部署这些资源来应对 COVID-19 大流行。此外，该倡议还要求各国根据标准国际定义披露所有公共部门的财务承诺（债务），并且未经世界银行或国际货币基金组织批准，在暂停期间不得承付任何新的非减让性债务。

由于该协议来自 G20（与 G7 相比），因此免除的债务超出了巴黎俱乐部成员所持有的债务。最新的官方债权人中最重要的是中国，中国原则上同意采取与其他官方债权人同等的条款。这是中国首次同意加入巴黎俱乐部成员的此种倡议。

1. COVID-19 债务服务暂停计划（DSSI）

在该计划宣布之时，对符合条件的国家（73 个国家中的 38 个来自撒哈拉以南非洲）的支付减免预计将“超过 200 亿美元”。这样做的前提是，双边官方债权人行动的同时，私人部门将自愿参与到所欠发达国家金融机构高达 80 亿美元的债务中。然而，正如下文所讨论的，私营部门的全面参与迄今尚未实现。

目前世界银行估计，巴黎俱乐部内外的官方双边债权人最多可提供 115 亿美元的债务减免，其中约 66 亿美元将使撒哈拉以南非洲国家受益。在 73 个符合条件的国家中，有 40 个已经表示将参加 DSSI，其中有 28 个位于撒哈拉以南非洲。

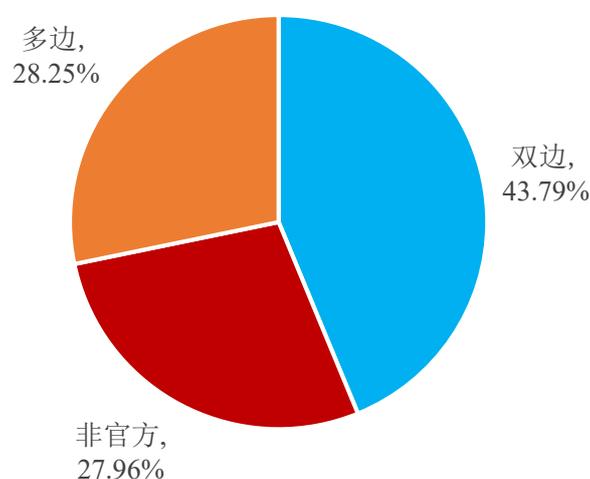
² 该计划涵盖有资格获得 IDA（国际开发协会）资助的国家和安哥拉，安哥拉被联合国列为最不发达国家。四个符合 IDA 资格的国家（厄立特里亚，苏丹，叙利亚和津巴布韦）被排除在倡议之外，因为它们目前在基金或世行上都处于拖欠状态。

潜在的救济总额将达到 88 亿美元，其中 53 亿美元（占总额的 60%）将提供给撒哈拉以南非洲。

在撰写本文时，有 18 个国家与巴黎俱乐部签署了谅解备忘录，其中有 12 个位于撒哈拉以南非洲地区。另有 14 个国家已正式要求巴黎俱乐部提供援助，这表明在符合条件的国家中，只有不到一半表示对该方案感兴趣。

即使所有符合条件的撒哈拉以南非洲国家都提出申请，也只有少数的偿债款项将被推迟，因为双边贷款占到当前 DSSI 参考期内应付款项的 44%（图 1）。

图 1 按债权人类型划分，符合 DSSI 资格的撒哈拉以南非洲国家在 2020 年 5 月至 12 月到期的公共和公共担保（PPG）债务的偿债



资料来源：Bruegel 智库根据世界银行国际债务统计。

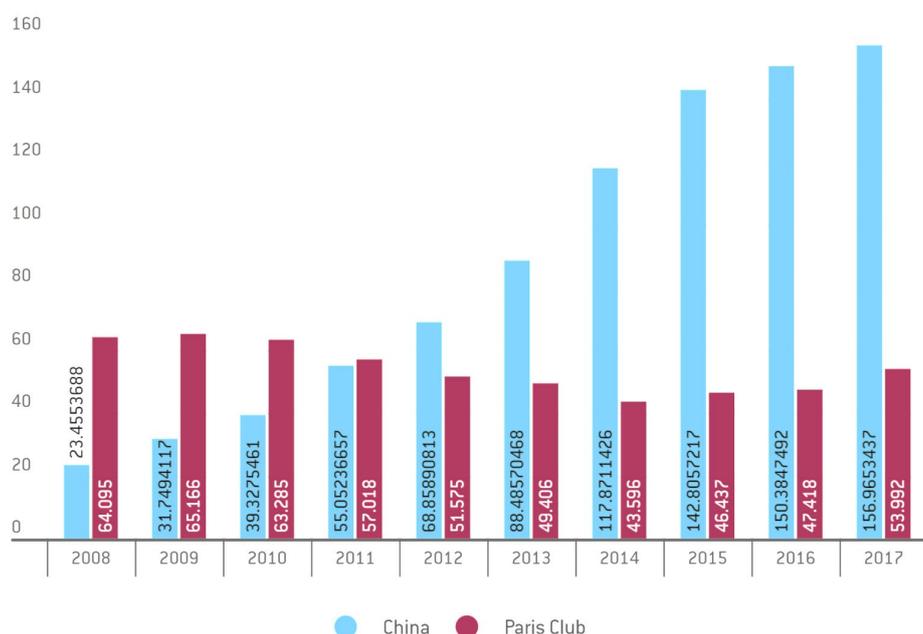
注：仅安哥拉就占有所有双边到期还本付息额的 23%、所有非官方到期还本付息额的 63%和所有多边到期还本付息额的 3%。

2. 中国准官方外债问题

在 2008 年全球金融危机期间，中国作为债权人的作用有限，因此中国为解决全球金融危机所做的主要贡献是通过大规模的投资主导型刺激计划来刺激经济，这拯救了包括许多撒哈拉以南非洲国家在内的大宗商品出口国。

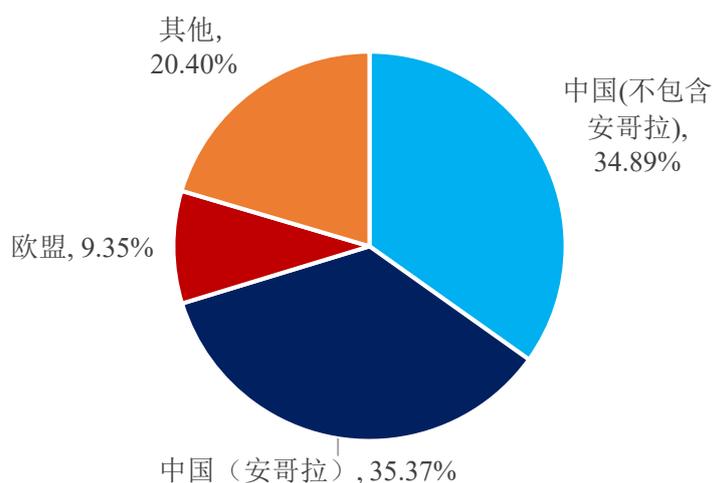
然而，如今除了通过复苏来刺激商品需求外，中国还是新兴国家尤其是撒哈拉以南非洲地区最大的债权国之一（图 2 和图 3）。自 2011 年以来，中国已成为撒哈拉以南非洲国家的最大债权国，到 2017 年，撒哈拉以南非洲国家对中国的债务总额约为参加巴黎俱乐部的国家的三倍（图 2）。此外，在 DSSI 期间，中国具有应偿还债务的 75%，其中三分之一以上来自安哥拉。

图 2 2008-2017 年，中国和巴黎俱乐部对符合 DSSI 资格的 SSA 国家的未偿信贷存量
(10 亿美元)



资料来源：Horn, Reinhart and Trebesch (2019) 和巴黎俱乐部网站。

图 3 2020 年 5 月至 2020 年 12 月之间符合 DSSI 资格的 SSA 国家的双边 PPG 偿债成本
(按债权人来源)



资料来源：Bruegel 智库根据世界银行国际债务统计。

中国在巴黎俱乐部具有“观察员”地位。

因此，中国债权人（特别是中国政策性银行）最大限度地参与 DSSI，是债务减免的重要因素。但是，这将取决于哪些中国实体被视为 DSSI 的官方债权人。

这些信息无论是从中国还是从借款方都不容易获得。中国的政府主导型经济模式加大了在海外交易中区分官方债权人和私人债权人的难度。迄今为止，中国半官方的新闻报道澄清说，优惠贷款——中国对新兴经济体的贷款的很大一部分——应被视为私人贷款，因此即使其数额包含在世界银行的偿债数据中，也应被排除在 DSSI 的减免范围之外。尽管对中国进出口银行（中国两大政策性银行之一）的债务现已纳入 DSSI，但正如世界银行行长马尔帕斯指出的那样，中国国家开发银行和其他国有企业的债务却要大得多。即使将这些债权人包括在世界银行的估算中，这种排除也减少了 DSSI 在撒哈拉以南非洲的潜在利益。

为了大致了解债权人的身份，我们使用了高级国际研究学院（SAIS）的中非研究计划（CARI）收集的中国对非洲国家的贷款承诺数据。在 2000 年至 2017 年之间，中国承诺贷款的 25% 来自国家开发银行，这代表了 DSSI 中未核算的中国债务的下限³。但是，使用世界银行 IDS 数据库（该数据库基于债务人提供的信息并用于估计暂停偿债的潜在影响），我们发现，撒哈拉以南非洲国家在 2020 年 5 月至 12 月期间应向中国偿还的债务中，有 80% 是官方的，只有 20% 是非官方的。如果中国不接受此分类，那么这可能对 DSSI 规则下的提供的救济产生重大影响。不过，必须指出的是，中国政策性银行愿意与债务人进行谈判，尽管这要根据具体情况和他们自己的方式进行。

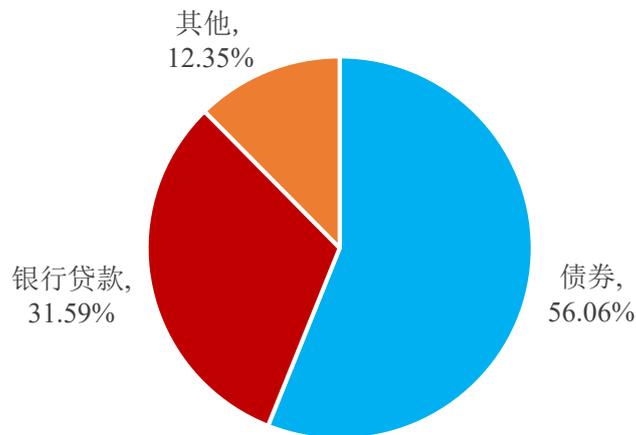
3. 确保私人债权人的充分参与

第二个重要问题是私营部门跨境信贷的演变性质。G20 要求国际金融研究所（IIF）在双边官方部门采取行动的同时，协调自愿、全面的私营部门救济。在 IIF 与 G20 的沟通中，早期对私人部门参与的前景持乐观态度，但随后则较为谨慎。最近，国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃（Georgieva）和世界银行行长马尔帕斯（Malpass）都指出了将私营部门纳入债权人和债务人合作的重要性，但并未具体说明如何实现这一目标。

³ Brautigam, Deborah, Jyhjong Hwang, Jordan Link, Kevin Acker(2019)“中国对非洲贷款数据库”，华盛顿特区：中国非洲研究计划，约翰霍普金斯大学高级国际研究学院。

实际上，与 2008 年危机相比，随着该地区欧洲债券市场的快速增长，银行贷款与债券融资的份额相比已向后者倾斜。在符合 DSSI 资格的国家的私人债务中，有 61% 以债券形式签约（图 4）。正如我们从 1994 年和 2001 年的阿根廷危机中学到的那样，与 1970 年代和 1980 年代的拉丁美洲债务危机相比，债券持有人比银行更难以协调，因为涉及的参与者更多。然而，鉴于符合 DSSI 资格的撒哈拉以南非洲国家在 2020 年 5 月至 12 月到期的债务中，有 28% 的债务偿还是针对私人债权人的（图 1），因此他们的参与至关重要。

图 4 符合 DSSI 条件的 SSA 国家的私营部门 PPG 债务(按工具类型划分)



资料来源：Bruegel 智库根据世界银行国际债务统计。

债券资金的增加引发了信用评级机构对撒哈拉以南非洲国家加强审查的问题。选择暂停偿还债务并寻求私营部门参与的国家面临降级的风险，从而引发违约和交叉违约的浪潮，这对其资本流动产生有害影响。例如，肯尼亚公开拒绝承担这种风险，坚称要求全面暂停偿还债务可能会造成更多问题。对市场情绪的担忧并非没有根据：穆迪将申请加入 DSSI 的国家列入负面观察名单。G20 最近通过发表声明解决了这个问题：向官方双边债权人请求 DSSI 并不要求受益国向私人债权人提出相同的请求。该声明可能会鼓励一些持怀疑态度的国家加入 DSSI，但也会进一步阻止他们要求私营部门参与。

4. 需要欧盟牵头

G20 的 DSSI 倡议仅限于双边官方债务，旨在引入新的债权人，尤其是中国。从撒哈拉以南非洲国家的特定角度来看，该倡议已成功地提高了相关参与者和规模的透明度，但现在判断非巴黎俱乐部官方债权人是否会按照巴黎俱乐部的条款行事还为时过早，还需观察。

同时，让私营部门全面参与的复杂性意味着，预期救济的很大一部分将被推迟或否定，部分原因是重要的合格低收入国家的参与产生了抑制作用。国际基

金组织和世界银行首脑最近的讲话表明了进一步政策行动的一些方向：延长暂停偿债期；国家层面的债务重组；以及重新分配已经发行的特别提款权。但是，关于如何全面引入私营部门的建议却很少。

鉴于欧洲向该地区提供了大量官方发展援助（ODA），其作为私人债权人的角色以及其在 G20 以及 IMF 和世界银行董事会中的重要代表，至少在最初预期的范围内，欧盟需要继续引领向符合条件的国家提供流动性救助。为此，它应支持国际金融机构负责人提出的倡议。

除了这些建议，欧盟委员会和欧盟国家应利用其在 G20 财金渠道上的政治和技术层面的影响力，以实现两个主要目标。第一，与中国(以及其他新的官方债权人)协调落实 G20 官方债务减免承诺。第二，它们应与其他 G20 国家合作，以鼓励私人债权人(最初是银行，后来是债券持有人)与 IMF 一起寻找国家层面的解决方案，以共同参与债务国的更广泛利益。最后，重新分配足够规模的特别提款权仍然是为这批国家提供流动性的一种工具，应保留在欧洲议程上。

本文原题为“Debt Relief for Sub-Saharan Africa: What Now?”本文作者 Suman Bery 是 Bruegel 智库的非常驻研究员、壳牌公司驻荷兰海牙的首席经济学家；Sybrand Brekelmans 是 Bruegel 智库研究助理；Alicia García-Herrero 是 Bruegel 智库高级研究员，也是法国外贸银行亚太地区的首席经济学家和马德里智库 Real Instituto Elcano 的非常驻研究员。本文于 2020 年 7 月 14 日刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国的全球投资在新冠肺炎疫情下消失了

Derek Scissors /文 李芳菲/编译

导读:同此前对新冠肺炎的预期一样,中国的建设投资尤其是全球投资在2020上半年骤降,中国企业对全球经济活动状况的披露不足可能使得中国的全球投资下降幅度被夸大,但与此同时中国政府所披露的数据也同样过于乐观;由于发达国家对中国的敌意越来越深,“一带一路”倡议的重要性日益凸显;美国的政策需要转变,当前来自中国的投资非常少,而美国仍缺乏相应的出口管制措施致使技术持续流失;美国对中国不断增长的资产组合投资不受监控,或将导致技术盗窃、侵犯人权及其他不良行为的发生。编译如下:

1. 新冠肺炎与中国全球投资追踪

2020年上半年,新型冠状病毒肺炎病毒全球大流行削弱了《中国全球投资追踪》数据的有效性,这一影响或是由于新冠肺炎的爆发延迟了中国多数对外建设投资项目,或是由于疫情爆发阻止了企业对2005-2019年间所做交易的披露,或是两者兼而有之。中央政府表示中国的对外投资和建设进展顺利,然而,中国企业则表示其全球投资骤降,建设项目也遭受了同样的巨额损失。

美国企业研究所(American Enterprise Institute)及美国传统基金会(Heritage Foundation)试图以更高的透明度对2005年至2019年间中国官方公布的对外投资数据进行测算。中国全球投资追踪机构(CGIT)记录了自2005年初至2020年6月共计3700笔交易,拥有目前中国在世界范围内投资和建设的最完整公开数据,并允许通过公共数据库对这些数据予以访问。

数据显示,在疫情大流行前,中国的全球经济活动已经开始下降。中国的全球投资在2016-2017年间达到顶峰,全球投资高峰期,为应对中国有限的外汇储备持续性消耗的巨大压力,中央政府对资本流出进行了相应的控制。从2018年开始,海外市场对中国全球投资收益质疑的声音与日俱增,中国的全球投资遭受了第二轮打击。

在2019年间,中国全球投资追踪机构(CGIT)同官方数据开始出现差异。官方数据显示,中国的全球投资持续稳定,而前者则表现出了进一步的投资下滑,并在新冠肺炎疫情期间这一差异急剧扩大。CGIT的数据排除了小额交易,存在一定的缺陷,但也没有其他任何国家和地区的投资监督机构数据能够印证中国官方数据所反映的投资稳定状况。

2019年间,根据CGIT披露的数据,中国的全球投资降幅达37%,减少至770亿美元,其中,能源和运输领域全球投资减少合计占比达减少总金额的一半,为降幅最大的领域;绿色开发区投资份额保持在2018年的较高水平;并购热潮已经结束。而2020年投资总额仅110亿美元,总额极低。“一带一路”倡议参与国家和地区投资保持良好态势,而流向发达国家的投资支出则几乎全部消失。

全球投资涉及资产在东道国的无限期存在与有限期所有权的问题，其经常同铁路、燃煤电厂等的建设投资相混淆。中国的建设投资及其相关的贷款融资时限长，但并非无限期，也不能带来所有权。2005 年以前，建设项目平均交易额小于平均投资额，但自 2005 年以来，建设合同平均交易额超过 9500 万美元，开始超过平均投资额。2019 年，中国海外建设价值下滑至 750 亿美元，下降幅度仅为 3%。由于施工合同通常报告时间较晚，因此，2020 年上半年，建设合同总合同量仍将继续攀升，初步预计合同金额为 170 亿元，依然超过对外投资额。

建设投资领域的出色表现强化了中方将投资重点从发达国家向“一带一路”倡议参与国转移的趋势。尽管“一带一路”倡议的定义有些模糊不清，但“一带一路”倡议的官网已对 143 个成员国进行了介绍。“一带一路”倡议涵盖了中国绝大多数建设项目：2014 年至 2019 年为 4250 亿美元，仅 2019 年即高达 670 亿美元，接近 2020 年至今的建设项目总价值。“一带一路”倡议参与国出于对大型建设项目的的需求，对“一带一路”倡议的认可度较高，这在一定程度上有助于中国全球经济活动的迅速恢复。

对于美国而言，中国的建设项目在纽约市以外的地区并不重要，当前中国的海外投资对美国重要性也相对较低。2016 年，中国在美国的投资超过 500 亿美元，当时部分大型并购案谈判已经破裂。2019-2020 财年，中国的投资总额不足 60 亿美元，其中大部分为 2019 年初的投资。

中国并未出现掠夺性的支出，却仍可以获得部分有价值的美国技术。对此，美国外国投资委员会（CFIUS）应出台相应措施避免这一情况的继续发生——政策制定者应当将目光转向美国在中国不断增长的正确投资及美国出口可能引发的技术损失。美国的出口管制政策并没有得到有效实施，国家安全与经济安全都面临着一定的风险。尽管中国在美国的投资消失了，但美方在中国的投资却缺乏监管，或将导致部分企业侵犯人权或违反美国法律。

2. 中国全球投资追踪机构（CGIT）与中国商务部（MOFCOM）

CGIT 囊括的数据包含了价值 9500 万美元或以上的投资与建设交易，未包含债券购买、贷款及贸易协议。CGIT 采用公司资料，通常为中方企业，也可能包括其外国合作伙伴，交易信息可能由企业披露，CGIT 对其进行定期修订，每半年修订一次。在对企业信息披露要求较低的国家，或者像当前投资或建设水平较低的国家，其单一年度的统计结果可能会产生误导。

中国公司很少披露特定外国资产的折旧状况，因此对折旧不予估计。在 2018-2019 财年，直接撤资的情况值得予以关注。投资或建设项目在协议终止时被确定为亏损或失败时，此类交易被归类为“问题交易”，且与撤资相关的投资损失数据不为其他方式所捕获。

表 1 中国对外投资的两种统计视角

	CGIT (\$ Billion)	商务部公告 (\$ Billion)	CGIT 增长率 (%)	商务部公告 同比增长率 (%)
2005	10.2	12.3	N/A	N/A
2006	20.4	21.2	+100	+72
2007	30.1	26.5	+48	+25
2008	57.7	55.9	+92	+111
2009	56.1	56.5	-3	+1
2010	66.0	68.8	+18	+22
2011	70.3	74.7	+7	+9
2012	79.8	87.8	+14	+18
2013	78.7	107.8	-2	+23
2014	100.9	123.1	+28	+14
2015	119.5	145.7	+18	+18
2016	164.8	198.2	+38	+36
2017	170.6	158.3	+4	-20
2018	123.0	143.0	-28	-10
2019	77.3	117.1*	-37	-10*
<i>Total</i>	<i>1,225.6</i>	<i>1,396.9</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
2020H1	10.8	49.6**	-61	-2**

注：表中数据采用四舍五入的方式进行统计，同比增长率可能存在一定的差异。CGIT 在每次数据更新时进行修订。*初始数字不包括再投资，且（至今）尚无法同 2018 年数据进行直接比较。**根据 2020 年 5 月的结果推算。

资料来源：美国企业研究所与美国传统基金会，《中国全球投资追踪》，2020 年 7 月，

<http://www.aei.org/china-global-investmenttracker>;

中国商务部、国家统计局、国家外汇管理局，《2018 年中国对外直接投资统计公报》，2019 年 9 月；中国商务部，《2019 年中国对外直接投资简要统计》，2020 年 1 月 23 日，

<http://english.mofcom.gov.cn/article/statistic/foreigntradecooperation/202002/20200202933533.shtml>;

新华社，《中国的对外投资下降》，2020 年 6 月 18 日，http://www.xinhuanet.com/english/2020-06/18/c_139149626.htm。

因此，CGIT 以总支出的方式来衡量投资总额，这一做法同中国商务部（MOFCOM）的统计口径相符。2005 年至 2019 年间，CGIT 记录了共计 1600 多笔、总价值超过 1.2 万亿美元的投资项目，其中包括了 1700 个建设项目，总价值超过 8000 亿美元；有近 300 项投资陷入困境，其总价值近 4000 亿美元。

中国商务部（MOFCOM）仅发布汇总的月度数据和年度数据，而不发布单

项交易数据，每年公布的投资规模有所变动。以 2018 年为例，商务部报告的对外直接投资总金额为 1300 亿美元，同比增长 4%；而对外投资总额则为 1430 亿美元，同比下降 10%，二者的差异在于是否包括了再投资：在公布时，月度再投资总额低于年度总额。商务部目前未发布月度再投资系列数据，年度再投资数据也变得不再稳定——2017 年翻了一番，而在 2018 年（可比的最近一年）则又下降了 40%。如果商务部未对披露方式进行相应的调整，明年则可能出现较为异常的数据。

2005-2018 年间，CGIT 和中国商务部披露的投资数据在总量和增长上均有较高的匹配度（见表 1）。这两个指标均表明中国在拓展全球投资领域长期进展缓慢，在 2015-2016 年间短暂猛增冲高后又再次回落。个别年度所出现的巨大差异可能仅仅是由于对某一年度第四季度或是下一年度第一季度其归属期间的划分不同。

然而，CGIT 同中国商务部的统计差异在 2019 年度有所扩大，并在 2020 上半年进一步显示出了巨大分歧。从 2005 年至 2019 年，CGIT 所统计的投资总额约为商务部披露金额的 87%，且这一数值仍在逐渐降低。

到 2020 上半年，CGIT 统计金额仅为商务部披露全球投资总额的 20%。在企业层面，涉及中国全球投资交易的披露相较而言要少得多，部分公告未对其全球投资价值予以量化，CGIT 对这部分数据并未予以考虑。鉴于 CGIT 纳入统计范围的金额门槛 9500 万美元，在 2019 年平均交易规模下降的背景下，如果说 2020 年将有更多的投资交易跌破 9500 万美元门槛也不足为奇；此外，在国内经济困难时期，国有企业或许并不希望大肆宣扬其海外投资活动。基于以上原因，CGIT 对 2020 年全球投资的估计结果必然偏低。

中国 2019 年前 11 个月非金融投资仅下降 1%，而全年降幅则高达 8%；2020 年至今，非金融对外投资已恢复稳定实在令人难以置信。CGIT 记录了一个典型的 12 月-1 月周期，此后随着新冠肺炎疫情的蔓延，投资金额逐渐探底。然而，商务部公布的 1-4 月投资数据则均接近 80 亿美元，这似乎不太可能。

大型投资最不容易被忽视。据 CGIT 统计，10 亿美元以上的投资交易数量自 2018 年以来已急剧下降。尽管“一带一路”倡议的定义尚未明确，但商务部将 2019 年全球投资额 950 亿美元归属于“一带一路”倡议之外；CGIT 统计下非“一带一路”倡议投资金额不足这一数字的一半；而据独立第三方机构统计，2019 年中国在欧盟、美国和澳大利亚的投资总额合计则为 210 亿美元。在商务部的报告中，这些投资流向何方？

2020 年前五个月，商务部披露的非“一带一路”投资超过 350 亿美元，而 CGIT 甚至无法证明中国在欧盟、美国及澳大利亚的投资金额能够达到 50 亿美元

——这些国家和地区对于中国的投资统计做到了公开透明，但近期却对中国的投资充满敌意。相比于隐蔽的大型投资，小金额投资意义要大得多。在此情形下，应当格外关注 2019 年至 2020 年间中国在非“一带一路”地区及非发达国家地区（尤其是欧盟、美国及澳大利亚）所发生的大型投资。由于暂无合作伙伴报告大型投资交易的存在，尽管 CGIT 对 2020 年中国全球投资额的预测跌幅存在夸大的迹象，但仍将比商务部披露的数据更为准确。

无论如何，CGIT 无法获取中国海外投资的全部真实数据。但是，随着时间的推移，CGIT 同官方公布的数据相比至少将具有两个关键优势：CGIT 允许个人投资交易的进行，且不将香港划归至外部海关港口。据商务部披露，香港接纳了中国一半以上的对外支出。一半以上的投资流经香港到达其最终目的地，但至少到目前为止，由于法律原因，这一部分投资并未得到追踪。因此，如斯里兰卡等国，其官方披露的双边投资数据往往过低。CGIT 对中国全球投资的真正接受者予以追踪，提供了优质的双边投资数据。

中国可能在某个国家拥有很少的资产，但签署了价值数十亿美元的公路、水坝及其他基础设施建设合同。CGIT 对 8000 亿美元以上建设投资的统计使得其对真实的投资活动水平有所低估，加之企业信息披露不力，建设项目资金投入慢于直接收购，使得中国早年的全球投资数额被低估。

虽然 CGIT 的建设数据与商务部在海外建设项目上披露的数据并不直接可比，但二者在反映投资趋势方面则相对一致。当前，共计 143 个成员加入的“一带一路”倡议主导了中国的全球建设投资活动。到 2019 年，CGIT 对建设投资总额的统计同官方对于“一带一路”倡议的披露相符，例如，CGIT 统计值与中国人民银行董事长易纲在 2019 年年中提到的融资额相当。但对于 2020 年的投资表现，商务部认为前五个月海外新承包项目价值同比增长 14%，且其中大型投资合约的增长表现更为亮眼。然而，在新冠疫情大范围蔓延的背景下，CGIT 所统计的 2019 年建设投资相对稳定、2020 年大幅下降似乎更为合理。

3. 中国的全球足迹

CGIT 更为准确的双边数据明确了中国全球投资的地理分布。香港近来并没有吸引到大笔资金流入，“一带一路”倡议也并未吸引到大批投资者。尽管美国获得的投资总额同其他国家相比遥遥领先，但由于美国的国内生产总值远大于其他十个国家之和，对其取得的投资按经济规模进行调整，结果同其他国家的差距并不大（见图 1）。

图 1 2005-2019 年中国全球投资最大接受国



资料来源: 美国企业协会和美国传统基金会, 《中国全球投资追踪》, 2020 年 7 月, <https://www.aei.org/chinaglobal-investment-tracker>。

此外, 美国同其他发达国家的主导地位正在逐渐消失。“一带一路”倡议全部参与国所占的投资份额在 2018-2019 年间再次上升, 达到中国全球投资总额的一半左右, 而这并不意味着中国在“一带一路”倡议沿线国家的投资猛增, 相反, 在“一带一路”沿线投资保持稳定的情况下, 中国对发达国家的投资锐减。同 2016 年相比, 发达国家接受中国资本投入的意愿降低及中央政府的财政资源约束增强双重因素均对在这些国家和地区的投资活动造成了负面影响; 而“一带一路”倡议成员国至少仍对来自中国的投资抱有较强的兴趣, 在这些国家进行的少量投资可能会比其在瑞士的投资产生更大的影响。

从这个意义上讲, 投资越来越接近于建设投资。中国的建设投资始终集中在较为贫穷的国家, 显然, 这些国家更需要技术援助和熟练的劳动力资源。巴基斯坦接受了数百亿美元的中国投资, 这实际上已接近于巴基斯坦当地所有的建设投资规模。

在 2019-2020 年间, 建设投资的平均规模下降, 这意味着 CGIT 将遗漏更多的数据。同投资一样, 2005-2019 年间的更具参考价值: CGIT 显示了当前“一带一路”倡议下所有排名前十的建设投资接受国(见图 2)。从 2014-2019 年间, 这十个国家占据了建设投资总额的 90% (2020 年这一比重将更高)。自“一带一路”倡议发起以来, 沿线国家的建设投资规模占到中国在这些国家投资总额的一半以上, 对“一带一路”的评估应当关注的是“建设投资”, 而非直接取得。

图 2 2005-2019 年中国主要建设投资接受国



资料来源：美国企业协会和美国传统基金会，《中国全球投资追踪》，2020年7月，<https://www.aei.org/chinaglobal-investment-tracker>。

建设优势也是重要的国家优势。尽管私营部门有时能够在中国的全球投资中发挥至关重要的作用，但国有企业几乎遍及所有建设投资领域。事实证明，国有企业（如：中国机械）有能力在中国乃至全球经济艰难的大背景下依然完成大型项目的建设。他们能够依靠国家提供的优惠资金，承担亏损。由于缺乏同等的资金支持，美国乃至其他外国企业不会竞争此类建设项目，政策制定者需要考虑美国纳税人是否值得为柬埔寨或喀麦隆的公路建设买单。

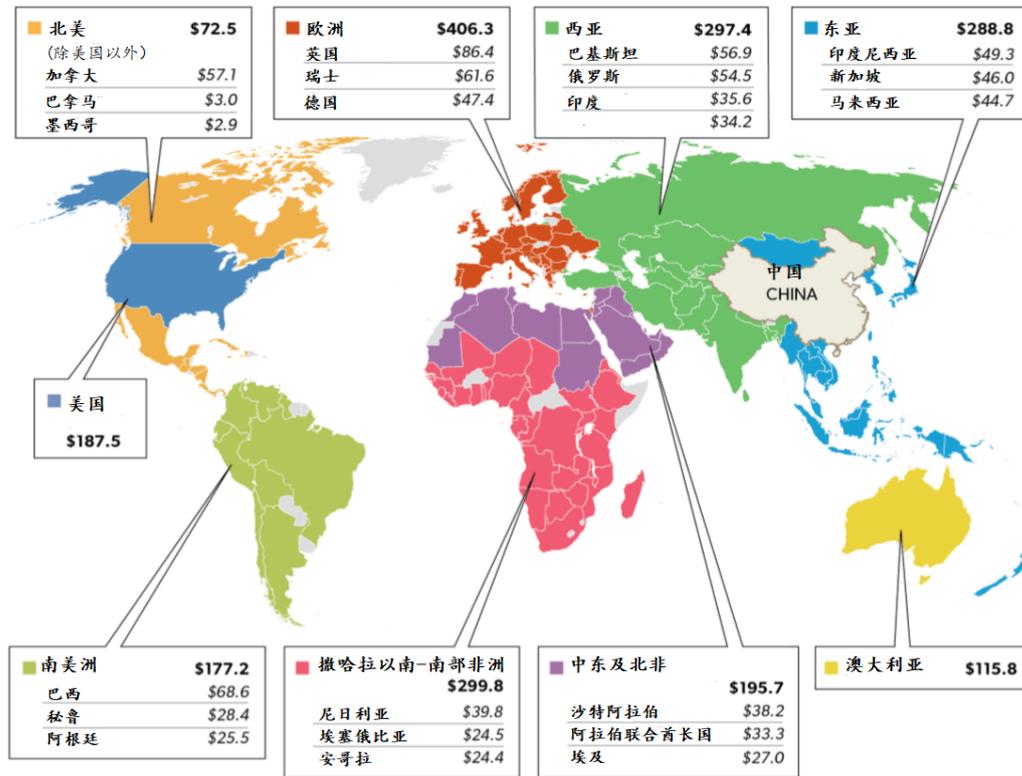
相比之下，在工程和建筑服务领域花费的一美元价值要低于在购买资产上所花费的一美元，其主要原因在于投资将产生无限的未来现金流回报，而资产购买合同付款则有固定的期限。中国的全球投资结合了发达经济体在投资方面与贫穷经济体建设投资方面的长期优势。

从2005年至2019年，中国的全球投资遍及世界每个角落，总和超过2万亿美元（见图3）。除美国外，没有任何单个国家所占的投资比重超过5%，而当前中国在美国的投资活动正在逐渐减少。中国在每个大洲的投资和建设总和均超过1000亿美元，如果将澳大利亚归入东亚板块，甚至在划分的每个大陆区域内中国的投资和建设总额都将超过2000亿美元。

政策制定者本能地关注中国全球投资及建设项目的地域分布，而企业则考虑其经营的领域本身。中国的全球投资多元化程度较低（见表2），以能源投资为主导，石油及建设投资位居首位，尤其是水电站及煤电厂的建设项目；交通运输领域在建设项目中位居第二，铁路项目获得的资金总额最大，公路建设项目数最多。此外，中国在海外建设大量昂贵的商业地产与经济适用房；其他部门的重要性则相对较低。

图3 中国的全球影响力

从2005-2019年，中国全球投资和建设投资总价值超过2万亿美元。发达经济体吸引了最多的投资，其中欧洲、美国为最主要国家和地区；巴基斯坦和印度尼西亚等发展中经济体则取得了大部分建筑投资流入。



注：以十亿美元为单位。

资料来源：美国企业研究所和美国传统基金会，《中国全球投资追踪》，2020年7月，<https://www.aei.org/china-global-investment-tracker>。

除了能源领域，中国的全球投资还集中于大宗商品领域，其中包括在金属和农业上的大额支出。CGIT 过去低估了房地产投资总额，因为除个例以外，地产投资往往低于 9500 万美元的统计门槛。然而，出于中国的主动选择，面向发达国家的地产投资开始下滑；由于美国的干预及其他国家的技术限制，中国大规模的技术采购也被迫停止。尽管在统计方法的问题并受到新冠疫情的影响，能源与交通运输领域依然是 2019-2020 年中国全球投资的主要行业。

表 2 2005-2019 年中国全球投资的行业分布（单位：十亿美元）

部门	投资	建设	问题交易
能源和电力	395.0	336.2	139.6
金属	147.7	34.6	70.1
运输	129.9	241.3	54.2
地产	104.8	87.3	21.0
农业	83.5	15.4	12.4
金额	81.6	—	41.4
科技	62.7	16.5	28.6
娱乐	52.3	3.2	6.8
旅游	44.0	8.7	7.5
物流	37.1	5.1	1.9
健康	22.4	3.7	0.5
化学药品	12.6	21.6	2.0
其他 *	52.5	41.8	5.9
总计	1,225.6	815.4	391.8

注：*在其他投资项中，主要涉及消费品部门；在其他建设项中，主要包括公用事业领域。
资料来源：美国企业研究所和传统基金会，《中国全球投资追踪》，2020年7月，<https://www.aei.org/china-global-investment-tracker>。

4. 全球性缩减

通过由支持收购转向支持绿地投资交易，中国可以投资更多的领域，甚至或将在部门敏感部门实现真正的开放。如果不加以改变，“走出去”战略将延续2018-2020年的区域性投资活动，而非2015-2017年间的全球性投资。

2017年，中国政府意识到了财力的有限，外汇紧缩已经构成了对中国全球投资及建设投资的限制，且这一限制还将持续。人民币尚未实现国际化，在全球外汇储备中，人民币所占的份额仅为2%，甚至不超过加元，中国有着巨额外汇储备需求。而官方数据显示，2014年春，外汇储备高达4万亿美元，而到了2017年初，外汇储备已跌至3万亿美元的低点，且自那时起便一直维持在3.1万亿美元的低位。这也是中国始终对境外资本实行严格管控的原因所在。

外汇储备稳定保持在3万亿美元的水平足以满足国家基本的进口需求，但不足以支撑中国在发达经济体持续的并购活动及其在140多个发展中国家工程项目建设的需要。在过去的几年间，中国政府先后缩减在美国及其他发达国家的投

资，绝大多数发达国家对中国企业的敌意日益加深，新冠疫情的全面爆发仍将进一步加剧发达国家对中国的敌意。

尽管 CGIT 与商务部在统计数据方面存在一定的差异，但三年多来投资相关数据在多个方面均呈下滑趋势已是不争的事实。2016 年中至 2017 年初，中国的全球投资与建设总量几乎同时达到了峰值（贷款则在 2015 年提前达到峰值），此后建设投资相对稳定，而投资总额则迅速下降。商务部披露的数据显示，全球投资额已回落至 2012-2013 年的水平；而 CGIT 则认为中国的全球投资额将跌至 2007 年水平。

新冠疫情过后，中国的全球投资将有一定的恢复，但恢复的程度可能很低。2019 年，资本的总流出仍保持高位，这已经是人民币持续寻求其他经济体支持的第六年。在贫穷国家、不健全商业环境下的贷款融资建设项目使得中国的外汇储备变得愈发紧张。在新冠疫情爆发之前，国企已经越来越难以找到可靠的大型建设项目。而商务部并不认同这一说法，且认为新冠疫情大流行有利于海外的中国建筑商。

表 3 2010 年以来的绿地投资份额（%）

年份	份额
2010	26.6
2011	35.6
2012	24.5
2013	29.0
2014	38.2
2015	27.7
2016	10.7
2017	10.3
2018	33.5
2019	33.4

资料来源：美国企业研究所和传统基金会，《中国全球投资追踪》，2020 年 7 月，<https://www.aei.org/china-global-investment-tracker>。

在发达国家的海外投资不仅能够帮中国获取收益回报，也有利于维持中国的国际收支平衡。但《中国制造 2025》对外国合作伙伴非中方受惠行业的企业、尤其是私营企业的单方面排斥恶化了发达经济体对中国的敌意情绪。

转变思路的一种方式在于绿地投资。这种投资方式为合作伙伴国家创造就业机会，且技术窃取的可能性远远低于并购活动。即使是发达国家也往往欢迎国有

企业前来创造就业机会。而在发展中国家，很难在参与前确定项目的可行性，因此，CGIT 对绿地投资的估计持谨慎态度，表 3 可能低估了绿地投资的份额。绿地投资的原始支出似乎已在 2014 年达到顶峰，自 2017 年以来，并购活动锐减，绿地投资出现反弹，在中央政府允许的情况下，绿地投资可能继续上升。

与此相反，私人投资可能会继续遭受损失。正是由于疯狂的私人投资促使中国政府实行资本管制措施。而自那时起，尽管总投资额持续下降，但私人投资始终维持在相对稳定的区间内（见表 4）。在东道国，私营企业往往比国有企业更受欢迎，而私营企业在政治影响较小的情况下，不太可能动用官方外汇储备；与此相反，中国的营商环境则不利于外国私营企业在此进行任何风险投资活动。

表 4 2010 年以来的私人投资份额（%）

年份	份额
2010	9.5
2011	11.0
2012	13.9
2013	27.9
2014	30.0
2015	33.9
2016	47.6
2017	30.0
2018	38.7
2019	33.8

资料来源：美国企业研究所和传统基金会，《中国全球投资追踪》，2020 年 7 月，<https://www.aei.org/china-global-investment-tracker>。

外汇短缺、发达国家禁止收购及民营企业“靠边站”使得问题交易开始减少。中国面临着更严重的经济困难，难以维持大规模的投资和建设项目，而只有当最终合同约定的投资或建设项目出现亏损乃至完全失败时，问题交易才会出现。

完全所有权带来了无限的投资风险。自 2005 年以来，投资活动造成的损失已接近 3000 亿美元，几乎是建设投资的 3 倍。中国的全球投资在美国和澳大利亚遇到的问题最多（见表 5）。协议的最终解体需要时间，因此大多数问题交易出现时滞。尽管如此，我们依然可以看出，自 2017 年以来，随着交易量和投资额的减少，问题交易涉及金额开始降低。在 2019-2020 年，美国再次反复提及国

家和能源问题，而能源本身又是投资重点领域，尽管如此，能源部门总体上问题交易所涉金额依然有所降低。

表 5 2005-2019 年主要问题交易国（单位：十亿美元）

国家	问题交易
美国	69.8
澳大利亚	53.1
伊朗	25.9
德国	19.1
俄罗斯	14.3
利比亚	12.7
尼日利亚	11.5
委内瑞拉	9.8
英国	9.4
加拿大	8.9
全球前十份额合计	60%

资料来源：美国企业研究所和传统基金会，《中国全球投资追踪》，2020年7月，<https://www.aei.org/china-global-investment-tracker>。

5. 美国的优先事项

随着中国对美投资在 2015-2016 年间猛增，确保对美投资不会损害美国国家利益成为政策关注的首要重点。但自 2017 年中期以来，中国对美投资支出已微不足道。技术损失的可能性依然存在，美国需要更多地关注出口管制及中国对美国企业的胁迫，而非继续以并购投资作为关注重点。事实上，美国应当对流向中国的资金加强监控。

有人担心，新冠疫情可能引发中国收购活动的复苏，尤其是对于那些因新冠肺炎濒临破产的企业。但事实上，美国外资投资委员会（CFIUS）已能够实现先进技术和个人信息的保护，三年多来几乎没有任何变动的中国官方储备资产脆弱性潜藏。美国完善的监管框架及中国广泛收购面临的资金压力使得并购活动复苏的可能性有限。

中国的外汇储备主要来自美国的双边商品贸易逆差。2002-2019 年，贸易逆差总额高达近 5 万亿美元，而在此期间，中国的外汇储备增加额不足 3 万亿美元；如果没有美国的贸易赤字，中国也就没有了外汇储备。2019 年，美中商品贸易赤字减少 700 亿美元，2020 年这一数值有望保持大致不变。中美第一阶段贸易谈判协议如果顺利实施，将扩大美国的出口，而美国的大部分关税仍维持不变，

这将进一步削减中国的外汇储备。从更广泛的角度来看，中国的劳动力规模正在萎缩，竞争力提高的可能性有限，这也将给中国国际收支带来进一步的压力。

贸易方式已经发生改变，不变的是部分美国科技企业对中国市场的高度依赖。高盛在 2018 年的研究中发现，包括英特尔、美光和高通在内的十几家大型企业从中国获取了其三分之一甚至更高比例的收入。中国无需收购这些科技企业或其他公司，甚至只需要明确表示这些企业的准入条件取决于技术转让。

美国拥有防止技术流失以及惩罚技术流失受益者的法律工具，但它们已经被滥用。迄今为止，预防技术流失最重要的工具是美国国会在 2018 年中期发布的严格出口管制措施。在当时，人们已经普遍意识到，加强外资投资监管的同时应当加强出口管制。美国财政部已经完成了对外资投资委员会（CFIUS）的改组，而商务部却基本没有触及出口条例草案的完善。中国不必以收购或窃取的方式获得美方的技术，完全可以借商务部对国会权威的藐视，从技术流通中受益。

美国采取了惩罚性举措却并未奏效。301 调查本是出于制止知识产权盗窃及技术胁迫行为的目的，后来工作重心却转移至美国的贸易逆差，并未窃取技术或强迫技术转让的中国企业反而成为制裁的重心。美国商务部本应将目标对准技术窃取企业，其发布的实体清单却对包括华为在内的企业实施了广泛的制裁，使得 301 调查与实体清单实际上成为同华为等企业的一场闹剧——多次发布制裁禁令，又五次发布临时性延期豁免。

CGIT 2014 年发布的最新消息曾要求美国政府阻止受益于技术盗窃或胁迫技术转让的中国企业在美投资，时至今日，中国对美投资少，且这类企业受益多年依然缺乏有效的惩罚措施，这项提议已经过时。技术收购对中国的发展起到至关重要的作用，而当前美国实施不力的措施和似乎充满希望的谈判并不会产生任何效果。

为遏制技术盗窃与技术胁迫，美国应当尝试通过全球金融制裁的方式驱逐严重违规者。除此以外，还应当禁止美国企业与屡犯者之间进行任何商业交易往来，即使该交易发生在中国境内。

最后一个问题在于美国的投资流向中国。这一问题完全在 CGIT 统计范围之外。尽管中国在美国的投资支出在 2016-2019 年间暴跌，但美国在中国的资产组合投资存量却翻了一倍有余，美国在开曼群岛的投资增加了 6000 多亿美元。我们并不知道在中国的投资将获得什么，也不知道在开曼群岛的投资最终流向何方。同美国外资投资委员会（CFIUS）对外资投资的严密监控不同，几乎不存在对境外资产组合投资的监控。

直接或间接进入中国的资产组合投资或将帮助中国企业从知识产权窃取或技术胁迫中受益，或将助力中国企业开发那些我们希望留在美国的技术，或将为

那些存在侵犯人权行为的中国企业提供资金支持，甚至最终可能为中国人民解放军提供支持。金融投资取得的收益似乎是国家的最高利益，事实上并非如此，美国需要保证美国境外资产组合投资的实际接受者有着相当高的透明度。

有关中国在美投资的风险和收益的争论在目前没有太大的意义，中国在美国的投资实在太少了。然而，技术流失的高风险却一如既往，美国仍然没能实施两年前便已出台的严格出口管制措施，美国对于资本流动是否导致技术盗窃加剧、甚至是技术开发已转移至中国几乎没有获取任何有用的信息。挑战已经来临，政策已然落后。

本文原题为“China’s Global Investment Vanishes Under COVID-19”。本文作者 Derek Scissors 是美国经济研究院（AEI）的常驻学者，也是中国全球投资追踪（CGIT）的创始人。本文于 2020 年 7 月刊于 AEI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美联储有比收益率曲线控制更好的工具

David Wilcox / 文 杨茜 / 编译

导读：美联储领导层就实行何种政策工具以适应当前全球低利率的环境进行讨论。其中，收益率曲线控制（YCC）引起了广泛关注。如果收益率曲线控制工具实行的好，它可能会帮助美联储强化其政策承诺。但收益率曲线控制也将给美联储带来一定风险。美联储有更好的方法利用其资产负债表应对衰退。编译如下：

美联储领导层就如何重新制定政策工具，以适应当前全球低利率环境的探索性讨论已接近尾声。官员们必须解决的一个关键问题是，他们应该如何利用美联储资产负债表的力量应对衰退。一种引起广泛关注的可能是，美联储可能会采用一种相对新颖的技术，称为收益率曲线控制（YCC）。

通常情况下，美联储只控制银行间隔夜拆借利率。传统上，它通过降低利率，从而降低借贷成本来抵制衰退。但由于正常的利率水平已经下降了太多，美联储没有足够的空间使用传统的方式应对衰退，只能通过收益率曲线控制工具。

在收益率曲线控制下，美联储将通过做出坚定的承诺，将利率进一步控制在收益率曲线之外。例如，美联储相信，为了实现通胀和就业目标，美联储至少必须在 2025 年底前将资金利率保持在零水平。美联储可以通过宣布随时准备购买 2025 年 12 月 31 日或之前到期的任何数量的美国国债以此来强化其承诺，这些美国国债的价格与收益率为 0% 的债券相同。购买任何数量合格证券的承诺是美联储将利率控制在收益率曲线之外的机制（因此得名）。联邦公开市场委员会（FOMC）的几位成员表示对这个想法持开放态度，甚至是完全支持。

如果收益率曲线控制工具实行的好，它可能会帮助美联储强化其政策承诺。然而，收益率控制也有重要的缺点：它可能不会给美联储在经济上带来太多的杠杆效应，而且会使美联储面临一些本不需要承担的风险。因此，美联储不应实行这一政策。相反，美联储应该做出一系列不同的承诺，以更成功地实现充分就业和低通胀目标。

收益率曲线控制将给美联储带来哪些风险？收益率曲线控制的核心是美联储的要约，以预先指定的价格购买指定类别的债券（在某个日期或之前到期的国库券）。关于该要约只有两种可能性：一种可能性是，该要约（现在和整个要约期间）被视为不比金融市场中已有的要约好。另一种可能性是，至少某些投资者认为（现在或将来）要约比金融市场上的其他要约要好。

如果美联储的要约被认为是一笔糟糕的交易，那么美联储可能看起来是无效的，因为在那种情况下，没有人会向美联储提供任何可购买的证券。收益率曲线控制将不会对金融环境产生影响，也不会加快复苏进程。另一方面，如果足够多

的投资者认为美联储的要约是一笔不错的交易，那么美联储最终可能会拥有整个美国国债市场。

可以肯定的是，收益率曲线控制给美联储带来的相关风险是有限的。美联储可以将其购买的任何债券持有到期，以确保不会遭受任何资本损失。此外，日本和澳大利亚的中央银行已经实行了收益率曲线控制，它们的经历表明不必购买大量证券。

尽管如此，美联储更希望避免在到期日之前成为美国国债的唯一所有者所带来的外部问题。美联储可能会通过做出更为保守的承诺来降低这种外部风险，例如，通过只购买 2024 年底之前到期的债券。但是在那种情况下，投资者可能会感到疑惑：“美联储是否会坚持到 2025 年前将资金利率保持在零的承诺，还是对这项承诺持温和态度？”换句话说，收益率曲线控制最终可能会陷入混乱，而不是强化美联储的承诺。

尽管早些时候有几位成员表示了支持，但联邦公开市场委员会在 7 月 1 日发布的会议纪要表明，美联储正避免实行收益率曲线控制工具。美联储有更好的方法利用其资产负债表应对衰退。也就是说，每当美联储通过进一步降低隔夜利率来应对衰退而用尽空间时，它都应致力于将隔夜利率保持在零，直到通货膨胀率达到美联储 2% 的目标以及劳动力市场恢复到完全就业。此外，美联储还应承诺购买长期债券，直到达到类似的目标限值。

这种做法将为美联储提供一个清晰的途径来传达它可能坚持的承诺。与收益率曲线控制不同的是，这种方法把美联储资产负债表的最终规模与经济形势的严重程度联系在一起：实现双重使命所需的时间越长，美联储购买资产的力度就越大。归根结底，这种方法是解决美联储和其他央行目前所处困境的更有效方法。

本文原题为“The Fed has Better Tools than Yield Curve Control”。本文作者 David Wilcox 是彼得森国际经济研究所（PIIE）的非常驻高级研究员。本文于 2020 年 7 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

拜登的经济政策

William Reinsch / 文 张舜栋 / 编译

导读：本月，拜登团队对外发布了两项声明，公布了他们在经济问题上的主张。拜登提出，新一届政府将利用美国政府的拨款，以政府力量补贴关键行业的美国企业，支持其对尖端科技的研究，采购美国企业生产的个人防护用品及其他医疗物资，以促进美国的经济复苏。编译如下：

上周，前副总统拜登发布了两项声明——一是一项关于重构美国供应链体系的声明；二是名为“纯美国制造”（Made in All of America）的经济提案。这两项声明都致力于推动美国的经济复苏，但同时也与贸易问题高度相关。与现任政府不同，拜登团队并不将贸易问题本身视为头等要务，也不认为贸易政策或谈判是解决美国当前复杂问题的万能药方。拜登团队认为，贸易问题只是在新冠疫情后重启美国经济的重要议题之一。在这一背景下，拜登团队提出的第一项声明旨在发挥联邦政府的购买力鼓励制造业企业向美国国内转移，而第二项声明则提出，通过 3000 亿美元的研发（R&D）投资，促进先进技术的产业化转化（其中半数投资集中在清洁能源行业），并创造更多“高质量”就业岗位。

我们必须承认两个事实：首先，我们无法控制中国的经济，充其量只能控制我们自己的经济，因此我们的首要目标应当是着眼于能解决的问题，而非我们无能为力的事情；其次，就像老话讲的那样，“要想在跑步比赛中赢得先机，要么跑得更快，要么给对手使坏”。对特朗普政府而言，他们的政策几乎完全着眼于后者，而拜登政府则更看重前者，即提升美国经济本身的竞争力。

使用政府拨款支持研发并不是什么新鲜事。为了巩固美国的技术安全，提高与中国竞争的效率，目前美国两党普遍认同使用政府拨款对关键行业的美国企业进行大规模补贴。传统上讲，美国的保守派政治家反对政府过度干预经济，但技术补贴与安全议题的捆绑成功改变了大多数保守派的观念。

在拜登提出的“美国制造”计划中，一个引人注目的亮点是使用规模超过 4000 亿美元的政府经费大量采购美国国产的个人防护用品（PPE）及其他医用物资，这既能加强美国社会应对新冠疫情的能力，也能为美国国内创造更多就业岗位。此外，这项提案也将有助于解决国外政府对出口企业的补贴问题。除了传统的反补贴及倾销法案，拜登呼吁直接利用美国政府的采购能力支持那些受国外企业冲击的美国企业，从而为他们提供更直接的帮助。

当然，拜登的政策并非完美无缺。一部分人对政策内容本身提出了质疑——他们认为这无非是改头换面的产业政策，缺乏对“关键行业”的清晰定义，且政府采购不足以激发足够的需求。简单来说，他们认为这项提案违背了市场原则，因

此必然带来效率损失。此外，到底什么是“关键行业”？不同人会有截然不同的看法。对纳瓦罗（Peter Navarro）这类人来说，几乎一切行业都是“关键性”的。因此，若没有对关键行业的明确定义，美国将有可能滑向封闭的保护主义，这对包括美国在内的任何国家都是没有好处的。此外，另一部分人则从政治上对这一提案提出了批评——特朗普及其支持者将拜登的经济政策形容为对特朗普经济政策的抄袭，而拜登团队的回应则是：特朗普政府过去四年的经济政策并未达成预定目标，且造成了过多的附带损失，而民主党政府将做得更好。

最后，拜登的竞选团队主张认为，美国应首先恢复国内经济，之后再重启贸易谈判。笔者认为这是十分错误的，这就好比一个人提出“你不能一边走路一边嚼口香糖”，本质上是在偷换概念。首先，美国正在与包括英国、日本和肯尼亚等在内的友好盟国进行贸易谈判，如果不能在明年1月前完成这些谈判，我们或将伤害这些友好国家的感情，并使美国企业损失宝贵的市场机会。其次，不管谁赢得大选，那些重要的国际贸易议题都不会自动消失——第25次WTO部长级会议将于明年6月召开，讨论那些将决定WTO未来命运的重大改革议题，而中国的问题也将继续存在。显然，美国不应将这些争议继续搁置下去。而我们也相信，不管大家现在如何表态，新一届政府都不可能忽视或搁置这些议题。

本文原题为“Biden’s Economic Policy”。作者 William Reinsch 是美国战略与国际研究中心（CSIS）国际商务问题首席研究员。本文于2020年7月刊于CSIS官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

进口替代战略正卷土重来

Douglas A. Irwin / 文 史明睿/编译

导读：本文作者认为进口替代战略的思想正卷土重来。进口替代战略的最初支持者们已经认识到该战略存在弊端，如今部分国家限制进口的政策暗合进口替代战略思想，政策制定者需要吸取过去的经验教训。编译如下：

进口替代战略的观点是限制国家制成品的进口，促使本国生产，进而发展本国经济。该战略的逻辑很简单：如果可以在国内生产商品并雇用工人，为什么要进口外国制造的汽车、服装或化学品呢？

进口替代可以追溯到几个世纪前的经济思想中，但通常与阿根廷经济学家劳尔·普雷维什（Raúl Prebisch）有关，他于 20 世纪 50 年代在拉丁美洲和世界各地宣传他的观点，许多发展中国家在第二次世界大战后采取了进口替代战略，把经济发展等同于工业化和资本投资。然而，到了 20 世纪 80 年代，随着支持自由贸易的“华盛顿共识”的兴起，进口替代战略已经失宠。

进口替代战略的“兴衰”可以通过谷歌 N-gram 的书籍引用得到说明。进口替代的提法在 20 世纪 60 年代开始兴起，70 年代和 80 年代逐渐升级，90 年代，支持贸易自由化的“华盛顿共识”开始流行，进口替代的提法逐渐下降。

然而，时至今日，进口替代可能会重新流行起来。一些非洲国家最近表示，它们可能再次接受这种做法。其他国家，如中国、印度，甚至美国，都在寻求提振国内制造业，将进口商品排除在市场之外。例如，在美国，特朗普政府一直在采取措施“重新转移”汽车、半导体和其他制成品的生产，以提高美国产出并创造制造业就业机会。

在这方面，即使是进口替代的最初倡导者也相当有资格在今天倡导这项政策，因为他们在最早的时候就认识到了这种思想的潜在缺陷和危险，这多少有些令人感到惊讶，也让人有所启发。

新发布的 PIIE 工作论文《进口替代的兴衰》探讨了发展经济学中早期知识分子领袖的进口替代观点。他们包括劳尔·普雷维什（Raúl Prebisch）、冈纳尔·缪尔达尔（Gunnar Myrdal）、罗格纳·纳科斯（Ragnar Nurkse）和阿尔伯特·赫希曼（Albert Hirschman），他们都是国际贸易和发展经济学领域的领袖，在 20 世纪 50、60、70 年代撰写了大量报告。

虽然人们普遍认为这些经济学家对进口替代政策给予了全面认可，但报告发现，他们中的一些人对保护主义政策持相当批评态度。看来，即使是早期进口替代的支持者也意识到这种政策的潜在负面影响。

例如，普雷维什和缪尔达尔被公认为“自由贸易”最坚定的批评者和进口替代的拥护者。然而，普雷维什也担心，如果国内市场很小的发展中国家试图推行自给自足的政策，经济效率将会被牺牲。缪尔达尔对进口数量的管制进行了猛烈抨击，并担心这些政策的实施将充斥着低效和腐败。

尽管，纳科斯和赫希曼承认各国需要制定发展战略，但他们公开批评进口替代，认为这种政策可能会适得其反。

到20世纪60年代，进口替代政策，特别是拉丁美洲和南亚的进口替代政策，除了抑制出口和减少外汇收入外，显然还导致国内工业受到高度保护和效率低下。此外，实行出口导向政策的国家似乎做得更好。结果，至少在思想领袖（非政策制定者）中，对进口替代的支持开始减弱。

然而，有时旧观念会以新的面目出现，进口替代战略可能还会再次抬头。过去的经验教训可能会缓和人们对恢复这种反进口政策的热情。

本文原题为“Import Substitution is Making an Unwelcome Comeback”。本文作者 Douglas A. Irwin 是 PIIE 非本土高级研究员，达特茅斯学院经济学教授，曾任职于美国总统经济顾问委员会、美联储理事会。本文于 2020 年 7 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美元在贸易中的主导地位：事实与启示

熊春婷/编译

导读：本文是 Gita Gopinath 教授在印度进出口银行的第 33 届毕业典礼上发表的演讲。本文主要讨论的话题是国际贸易。过去四十年来，国际贸易和金融的显著增长改变了经济和政治。2008 年全球金融危机已经挑战了经济学中一些现有的模式。Gita Gopinath 教授在演讲中将谈论一个在国际经济学中存在已久的范式，即“蒙代尔-弗莱明模型”（DCP 模型），以及最近质疑这一框架的普遍有效性的证据。这一最新证据来自于 Gita Gopinath 教授在过去十年中与其他合著者所做的工作，这些工作引导我们推动了一种新的分析范式，即“主导货币模型”（DCP 模型）。Gita Gopinath 教授认为采用正确经济分析模型非常重要，因为正确的模型有助于我们理解国际经济学中的几个基本问题，例如：汇率波动如何影响通货膨胀和贸易？美国的货币政策是如何传导到世界其他国家的？新兴市场央行应采取何种汇率政策？为什么美元在金融市场中扮演着如此特殊的角色？按照这一思路，本文主要从以下四方面展开讨论。首先阐述蒙代尔-弗莱明模型(以下简称 MFP 模型)及该模型的一些结论。其次提出一些对 MFP 模型的结论存有异议的经验证据，进而间接支持另一种说法——即“主导货币模型”(以下简称 DCP 模型)。然后，本文将说明 DCP 模型对国内和国际政策的影响。最后，本文提出了欧元和最近的人民币对美元主导货币地位的潜在挑战。编译如下：

一、罗伯特·蒙代尔(Robert Mundell)凭借蒙代尔-弗莱明模型及其应用荣获 1999 年诺贝尔奖

即使人们从未听说过 MFP 模型，很多人也都能领会了它的含义。例如，如果有人问你，货币贬值的含义是什么，即货币相对于其贸易伙伴贬值或贬值，你最有可能的回答是，这将扩大一个国家的出口，减少进口，并提高通胀。这就是 MFP 模型的核心预测观点。

然而，这一预测最为关键的前提假设是：每个国家的出口商以本国货币确定出口价格，而且更重要的是，这些价格的变化远低于汇率波动——通常将这一假设称为“生产者定价原则”，因为以生产国货币定价的价格具有“粘性”。具体来说，根据这一假设，印度出口商用卢比定价，而卢比的价格波动不像汇率波动那么大。这意味着当卢比相对于贸易伙伴贬值时，美国进口商面临的美元价格几乎与汇率同比例下降，同样，中国进口印度产品所面临的人民币价格也会随着汇率变化的幅度而下降，其他所有从印度进口商品的国家都是如此。印度出口商品在世界市场上的低价格将导致世界需求转向印度，从而增加印度的出口量和出口额。而从进口商的角度来说，情况如下文第二条所述。

二、印度从中国进口以人民币计价的商品，从美国进口以美元计价的商品，这些人民币和美元价格的变化幅度低于汇率变化幅度。

在这种情况下，卢比贬值会提高美国和中国商品在印度市场的价格，并导致印度对外国商品的需求下降。另一个重要影响是卢比贬值加大了印度经济的通胀

压力。因此，总的来说，从贸易的角度来看，一个国家的货币贬值会在世界市场上获得竞争优势，并改善其与世界其他国家的贸易平衡。

鉴于这些贸易竞争收益，美国指责中国操纵汇率和从事不公平的贸易行为。基于同样的理由，有人呼吁在贸易合同中加入“汇率操纵”条款，以阻止各出口国人为压低本币汇率，从而在贸易中获得不公平的优势。当竞争对手的货币贬值时，不仅是美国，甚至发展中国家也在抱怨其竞争对手压低汇率。2010年，巴西财政部长曼特加(Guido Mantega)曾指责美国通过保持异常宽松的货币政策并压低美元汇率，从而卷入了“货币战争”。因此，无论你是发达经济体的政策制定者还是新兴市场的政策制定者，在全球政策制定者如何看待汇率变动的方面，存在着有趣的相似之处。

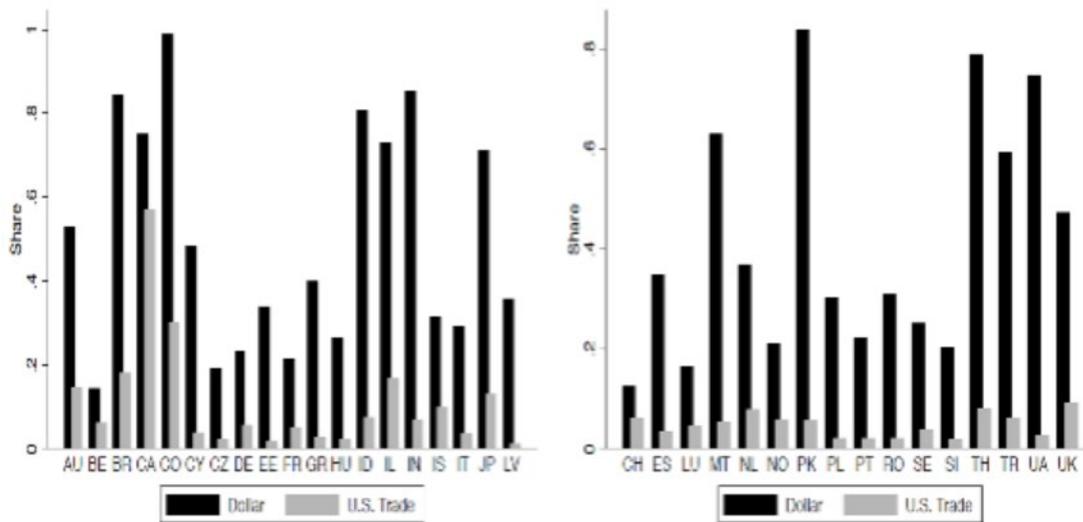
鉴于 MFP 模型在政策和学术讨论中的优势，我们有必要用经验事实来证伪该模型的假设。MFP 模型的第一个核心假设是，出口商以本币定价，这一假设不能很好的契合现实情况。更为准确的描述是，出口商绝大多数都是用美元开具发票。在 2015 年 Jackson Hole 研讨会上 Gita Gopinath 教授在其论文中报告了 43 个国家的贸易发票统计数据。这些国家占世界进口的 55%，出口的 57%。

三、美元作为一种计价货币，在全球出口中所占份额是它的 3.1 倍。也就是说，许多非美国出口商的出口发票都是美元

这一事实意味着，世界上大多数进口商品也是以美元计价的。事实上，美元作为计价货币的份额约为其在全球进口中所占份额的 4.7 倍。为了突出美元的特殊作用，本文将美元与另一种主要全球货币——欧元在贸易中的份额进行对比。欧元作为一种计价货币，其在全球出口中的份额是欧元国家出口份额的 1.2 倍。换句话说，虽然一些非欧元国家以欧元开具出口发票，但这比使用美元的规模小得多。

图 1 的绘制了各国以美元计价的进口份额（黑色条），旁边是从美国进口的份额（灰色条）。在 MFP 模型的预测下，黑色和灰色杆应该等高。现实情况却是，以美元计价的份额超过了其在该国进口中所占的份额。以印度为例，其进口中有 86% 以美元计价，而印度进口的商品仅有 5% 来自美国。同样，印度的 86% 的出口商品以美元计价，而只有 15% 的出口来自美国。印度从中国进口的商品占其进口份额为 16%，这 16% 的进口商品大多以美元计价。

图 1：美元在世界贸易中的主导地位：按国家



来源：Gopinath (2015)

换句话说，大多数国家的出口不是以本币计价。表 1 报告了每个国家以本币计价的进出口份额。绝大多数国家的对外贸易十分依赖以外币计价。欧元区国家旁边的星号代表着它们与“非欧元区”国家的贸易。

表 1：在贸易中使用有限的本币，美元除外。

Country	Imports	Exports	Country	Imports	Exports
United States	0.93	0.97	Canada	0.20	0.23
Italy*	0.58	0.61	Poland	0.06	0.04
Germany*	0.55	0.62	Iceland	0.06	0.05
Spain*	0.54	0.58	Thailand	0.04	0.07
France*	0.45	0.50	Israel	0.03	0.00
United Kingdom	0.32	0.51	Turkey	0.03	0.02
Australia	0.31	0.20	South Korea	0.02	0.01
Switzerland	0.31	0.35	Brazil	0.01	0.01
Norway	0.30	0.03	Indonesia	0.01	0.00
Sweden	0.24	0.39	India	0.00	0.00
Japan	0.23	0.39			

来源：Gopinath (2015)

四、有趣的是，虽然日本和英国的货币是储备货币，但以日元计价的出口仅占日本出口份额的 40%，英国则占 51%。

一个特别的例子是美国，其进口和出口商品中分别有 93%和 97%的商品是以美元计价（即以本币计价）。Gopinath 教授强调，这种严重依赖美元的计价方式不但涉及以美元计价的商品价格（如石油价格或铜价），而且还适用于范围更广泛的商品。实际上，MFP 模型仅适用于发票价格相对于汇率具有“粘性”的商

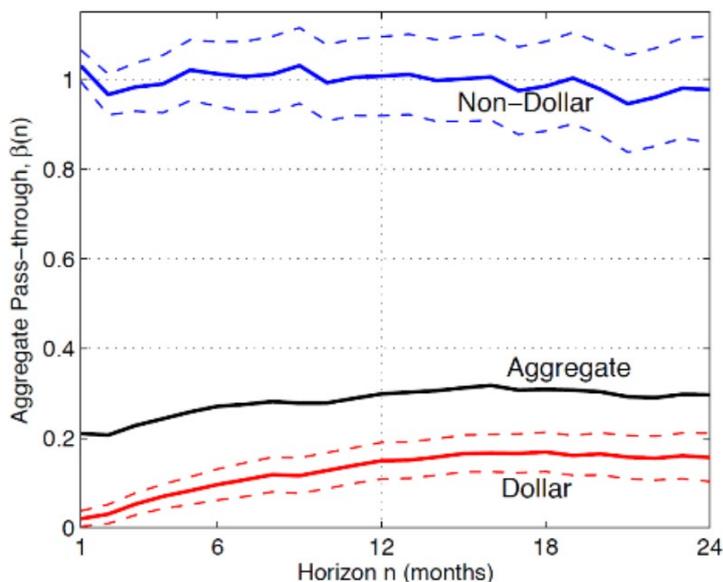
品，因此不适用于大宗商品价格。

现实情况表明，对外贸易严重依赖以美元计价，这一事实与 MFP 模型的主要前提相矛盾，也即表明我们需要另外一种模型进行解释。Gopinath 教授与 Camila Casas, Federico Diez 和 Pierre-Olivier Gourinchas 教授的论文中提出了一个名为“主导货币范式”模型（DCP 模型），这一模型核心贴近绝大多数贸易以美元计价的这一事实，让美元成为“主导货币”。DCP 模型表明，世界出口的很大一部分以美元计价，更为重要的是这些美元价格（与生产者货币价格相对）对汇率不太敏感。

仅仅因为出口商以美元报价本身并不违反 MFP 模型的假设。出口商可以简单地以美元报价，但事实上这些以美元计价出口价格可能会随着目的地市场货币的波动，正如 MFP 模型所预测的那样。因此，需要确定事实并非如此。Gopinath 教授及其合作者的一系列的论文中分别检验了 MFP 模型和 DCP 模型的许多预测，结果表明 DCP 模型能更好的拟合现实。下文将介绍这项研究的一些主要发现。

1. MFP 模型预测结果表明，美元贬值 10% 会使美国的进口价格上涨近 10%。DCP 模型预测结果表明，美元贬值 10%，而美国的进口价格没有变化。两个模型预测结果存在较大差异的主要原因是，MFP 模型假设商品价格以出口国货币为粘性，而 DCP 模型假定商品价格以美元为粘性。Gopinath, Itskhoki 和 Rigobon(2010)的论文提供了有力的证据以支持 DCP 模型。美国进口商品中，有 93% 是以美元计价的，美元贬值 10%，进口商品在第一个月的在岸价格上涨近 0%，两年后这一价格累计上升到 18%，如图 2 所示。总体而言，美国进口产品的价格传递率较低，约为 30%。

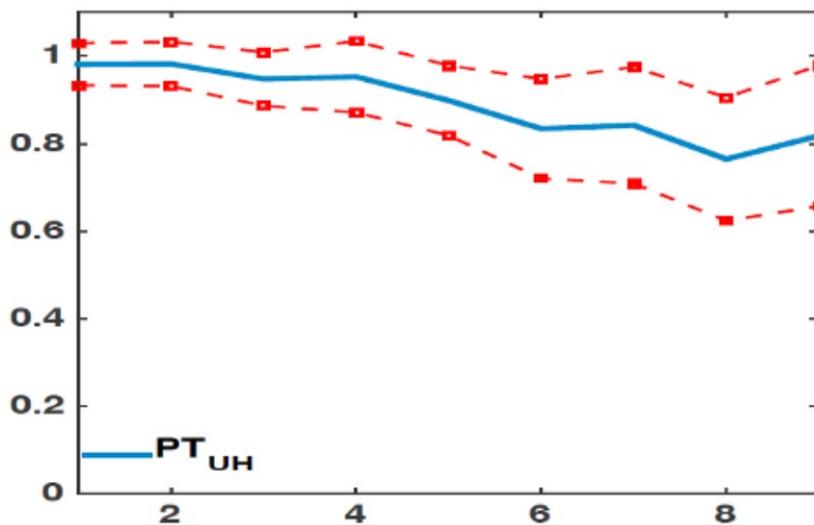
图 2：美国进口价格传递率的月度数据



来源：Gopinath, Itskhoki and Rigobon, 2010

另一个极端的例子是哥伦比亚，该国所有贸易都以美元计价。按照 DCP 模型预测结果，我们应该看到哥伦比亚的进口价格汇率传递系数很高。Casas, Diez, Gopinath and Gourinchas (2016)的论文表明事实确为如此(见图 3)。同样,印度卢比贬值更强烈的通货膨胀比美国一个简单的带走,直通到通货膨胀是相对较弱的美国和世界其他地区更强,特别是在发展中国家。同样，卢比贬值对印度的通胀影响要比对美国大得多。一个简单的结论是，对美国来说，卢比贬值对通胀的影响相对较弱，而对世界其他国家，尤其是发展中国家来说，则要强得多。

图 3：哥伦比亚的进口价格汇率传递系数（月度数据）



来源：Casas, Diez, Gopinath and Gourinchas, 2016

2. 根据 MFP 模型，本币贬值之后出口数量应该会上升。DCP 模型则预测本币贬值后美国以外的地区出口会扩张，而各国经济，尤其是发展中国家的经济会变的疲软。原因在于，以美元计价的出口商品价格在汇率贬值后变化不大。因此，如果一个国家的货币相对于其所有贸易伙伴统一贬值，其目的货币价格几乎没有变化，因此需求和出口数量也没有变化。

有大量研究表明，即使大幅贬值，新兴市场的出口变化也很小，这一事实与 DCP 模型的预测一致，而与 MFP 模型的预测相反。相关参考文献包括 Alessandria、Pratap 和 Yue(2013)以及 Casas、Diez、Gopinath 和 Gourinchas(2016)。旅游业是货币贬值后增长的一种“出口”，因为它的价格在生产国货币计价时确实具有粘性。

五、根据 MFP 模型，双边贸易的价格和数量取决于双边汇率。根据 DCP 模型，双边贸易的价格和数量取决于美元汇率。

例如，如果印度从中国进口商品的价格以美元计价，则印度从中国进口的商品价格和数量更多地取决于卢比兑美元汇率，而不是卢比兑人民币汇率。回想一下，当以美元计价时，价格往往具有美元粘性，这意味着从印度的角度来看，卢

比价格随卢比对美元汇率而不是卢比对人民币汇率变动而变动。在 Boz, Gopinath 和 plagborgo - moller(2017)的一文中，作者估计如果一个进口国的货币相对于美元贬值 10%，即使在其与贸易伙伴的双边汇率没有变化的情况下，其本国货币的进口商品价格也会上升 7.8%。另一方面，在人民币对美元汇率不变的情况下，人民币对贸易伙伴货币贬值 10%只会使进口价格上涨 1.6%。因此，美元的主导地位被证明是世界其他地区总贸易量和消费者/生产者价格通胀的一个关键预测指标。

按照 DCP 模型的预测结果，我们有理由提出疑问，为何贸易会依据单一货币（美元）进行协调。不难理解：首先这是因为大多数出口商使用进口投入物来生产他们的产品，如果这些投入物以美元标价，这就意味着出口商成本的很大一部分是以美元标价的，这就激励他们以美元标价。其次，在出口企业的竞争对手以美元定价的情况下，出口商最好也以美元定价，以防止其价格相对于竞争对手的价格发生过度变化，从而保持市场份额。

鉴于现实数据强有力的支持了 DCP 模型，接下来本文将讨论 DCP 模型的主要政策含义：

1. 稳定通货膨胀

判断一个国家的通货膨胀对汇率波动的敏感性的一个很好的经验法则是，该国进口商品中以外币计价的比例。一个国家的进口以外币开具发票的比例越大，其通货膨胀对短期(1 个季度)和长期(2 年)汇率波动的敏感性就越大。美国有 93% 的进口商品以美元计价，与印度 97% 的进口商品以外币(主要是美元)计价相比，其受影响程度要小得多。

2. 出口竞争力

人们预期本国货币贬值会降低该产品在世界市场上的相对价格，从而刺激他国对该国产品的需求。对于许多依赖外币计价出口的国家来说，情况并非如此。但这并不意味着非主导货币国家的出口商不会从较弱的汇率中受益。事实上非主导货币国家的出口数量没有显著增加，他们也能通过价格加成和提高利润来提高收益。在一个存在金融摩擦的世界里，利润增加带来的好处当然是巨大的，从长远来看可以提高生产和出口能力。因此，货币战争仍然存在争议，但在 DCP 模型和 MFP 模型的传导机制截然不同。

3. 货币政策的溢出效应

货币政策溢出效应存在非对称性。一方面美国因美元升值而收紧货币政策，这给那些主要以美元计价进口的国家带来通胀压力，促使它们收紧货币政策以应对通胀担忧。另一方面，鉴于美元在美国进口商品中占主导地位，世界其他地区的货币紧缩对美国通胀的影响较小，因此美国央行不需要对此作出过多回应。此

外，美元波动对世界贸易价格和数量的影响远远超过了美元在世界贸易中的比重。尽管美国不是交易国，但美元价值比双边汇率更能有效的预测跨国双边贸易流。

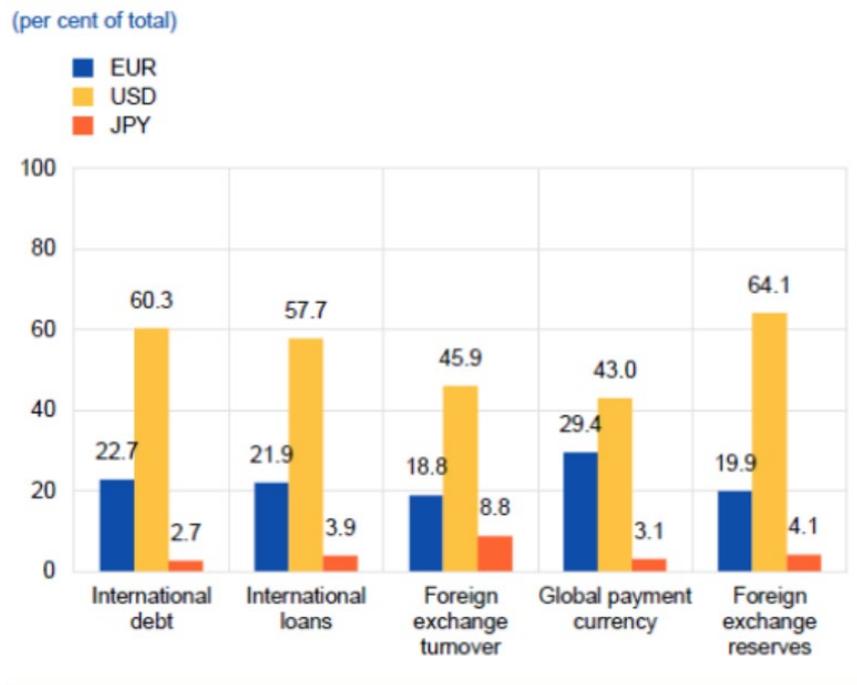
4. 汇率政策

米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)依据 MFP 模型，提倡浮动汇率制。在 DCP 模型的预测下，浮动汇率制的收益十分有限，此外，鉴于汇率大幅波动的其他破坏性影响，例如对以美元借款的公司的资产负债表的负面影响，发展中国家有理由维持“有管理的浮动”汇率制度，而不是自由浮动汇率制。

5. 国际金融美元化

美元的主导地位不仅存在于贸易领域，也存在于国际金融领域，如图 4 所示。进行国际借贷的非美国公司通常通过发行以美元计价的债务来进行借贷，而这种借贷比任何其他货币（例如欧元）都多。根据国际清算银行的数据，银行本币中的 60% 外币当地债权以美元计价。

图 4：国际金融中美元的主导地位



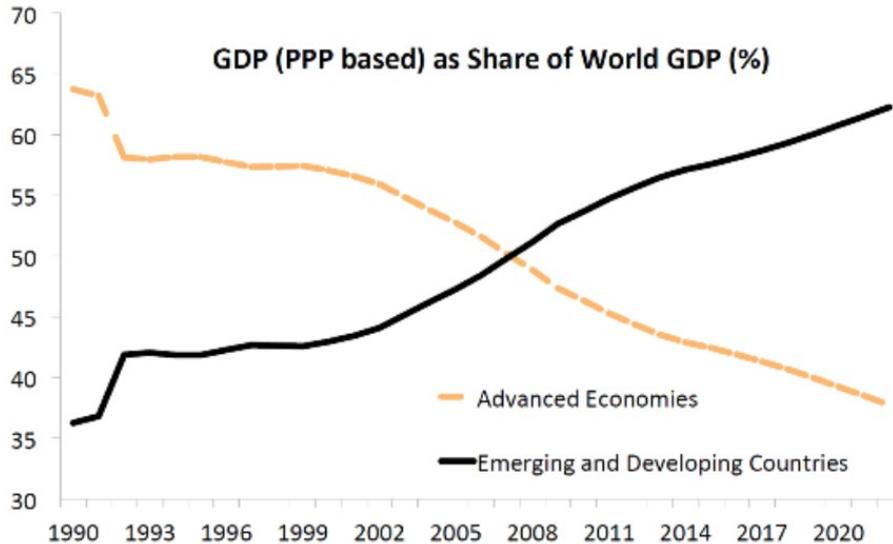
来源：来自 BIS、IMF、SWIFT、CLS 和 ECB 的计算

Gopinath 与 Jeremy Stein 教授合著的论文中提出美元在贸易和金融领域的主导地位是自然联系在一起的。大量以美元计价的贸易产生了对美元安全资产的需求，这反过来压低了美元利率，使美元成为一种廉价的融资货币，从而鼓励了美元借贷。后者反过来又鼓励出口商以美元开具发票，以获取廉价的美元资金，而这更强化了第一种效果。

综上所述，最好通过 DCP 模型来看待国际贸易，而不是基准的 MFP 模型。

这样做可以解释数据中几个令人困惑的特征，并得出新的政策结论。鉴于新兴市场在全球 GDP 中所占的比重不断上升，它们在国际交易中对美元的高度依赖性对世界美元利率和美国货币政策溢出产生了更大的影响（见图 5）。

图 5：新兴经济体在世界 GDP 中所占的份额不断上升



DCP 模型适用于任何拥有主导货币的环境，而且不要求主导货币必须是美元。美元失去主导货币地位对美国的影响当然是巨大的。问题是这种情况是否会发生，何时会发生。有可能取代美元主导地位的主要竞争者是欧元和人民币。尽管欧元已经存在了近 20 年，但它对美元的主导地位只产生了很小的影响，不过这种情况在未来肯定会发生变化。最近，中国政府大力推动人民币国际化，尤其是在与非洲国家的贸易中，推动商品贸易和贷款均以人民币计价。

本文原题为“Dollar Dominance in Trade: Facts and Implications”。本文作者是 Alicia García-Herrero，目前担任 NATIXIS 亚太地区首席经济学家，欧洲智库 BRUEGEL 高级研究员。她的研究领域主要包括新兴经济体、汇率制度与对外贸易。本文于 2020 年 6 月刊于印度进出口银行官网。[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/>

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/>

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/>

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/>