

# 全球智库半月谈

世界疫情的警钟

贸易和新冠疫情：第一波疫情的教训

游戏驿站事件带来的教训

二次审视欧盟和中国的投资协议

中国的跨大西洋楔子战略

“全球系统重要性银行”认定对企业贷款的影响

公关债务与利率增长之差

本期编译

安婧宜

桂平舒

李陆屿

母雅瑞

薛 懿

徐懿凡

(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: 傅子晴 邮箱: [jenniferfzq@163.com](mailto:jenniferfzq@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

#### 世界疫情的警钟.....6

摘要：英国、南非和巴西新冠病毒新毒株的出现，让世界别无选择，只能联合起来制订全球战略。那么，是什么阻碍这件事情的发生呢？这主要有三点原因，其一是发达国家的目光短浅，其二是发达国家希望能够在这一问题上搭便车，其三是政府管理也非常混乱。

#### 贸易和新冠疫情：第一波疫情的教训.....8

导读：随着新冠疫情在各个国家和地区传播，许多人认为冲击是沿着全球价值链传递的。我们通过使用多个国家的分类出口数据，发现经济体参与全球价值链使得出口商面对外国冲击更加脆弱，但也有助于他们应对来自国内的冲击。当国内生产受到干扰时，从国外采购就是通过贸易获得多种选择的好处的例子。我们证实了将价值链国有化不能增强经济韧性。

#### 游戏驿站事件带来的教训.....13

摘要：我们已经可以从这次游戏驿站事件中得到三个深刻的教训。第一，“讲故事”和有限套利行为可以导致不可持续的股价冲高。第二，空头对于在资产定价和资本分配上实现市场效率非常重要。另外，在如今被动指数投资受到追捧的环境下，空头在维持美股市场效率上的作用只会变得越来越重要。第三，为了保持金融系统安全稳定，证券清算公司需要保持足够的冗余，设立严格的抵押担保要求，即使这些措施可能会偶尔影响证券经纪人（或经纪公司）为客户进行证券交易。

### 聚焦中国

#### 二次审视欧盟和中国的投资协议.....19

导读：对于欧盟与中国签署的《全面投资协议》，人们有的惊讶，有的怀疑。目前来看，欧盟并没有与中国建立更广泛、更深层次经济关系的基础。然而，忽视中国及其为全球合作创造的机会也是错误的。

#### 中国的跨大西洋楔子战略.....21

导读：欧盟和中国达成重大投资协议，该协议会增加欧洲公司在中国的市场准入，但可能使得欧洲投资者把更多的鸡蛋放进中国的篮子里，对中国市场的依赖为北京提供了经济和政治影响力。该协议没有考虑到地缘政治背景与中国现代奴隶制或强迫劳动的问题，欧洲议会是否会批准中欧全面投资协议的争论将继续。虽然特朗普政府对欧洲的行为引发的不满尚未消除，但 Reinhard Bütikofer 呼吁重新构建跨大西洋伙伴关系。

## 全球治理

### “全球系统重要性银行”认定对企业贷款的影响..... 29

导读：全球危机期间政府对金融机构的频繁救助表明，政府不可能如承诺一般不支持这些大型金融机构。这种政府失能导致道德风险，并推动金融稳定委员会（Financial Stability Board）制定“全球系统重要性银行”框架。本专栏探讨了此框架对实体经济的净影响，重点关注企业贷款的变化和信贷的可获得性，以此作为评估该框架是否是降低道德风险以及促进金融市场稳健性的有效方式的基础。

### 公共债务与利率增长之差..... 34

导读：随着许多国家的利率增长差值（ $r-g$ ）正在变为负值，各国政府都在考虑推行财政扩张政策，以及研究可能由此带来的潜在风险。基于发达国家和新兴经济体的大量样本，我们的分析表明，高额的公共债务可能会使未来的利率增长差值（ $r-g$ ）恶化。具体来说，初始时期公共债务较高的国家会面临以下挑战：（1）利率增长差值（ $r-g$ ）为负值的时期更短暂，且该值逆转的可能性较高；（2）平均利率增长差值（ $r-g$ ）较高；（3）更右偏的利率增长差值（ $r-g$ ）分布，这意味着更高的下行风险。此外，由于（4）超出预期的国内产出下降和（5）全球波动加剧，负债较高的国家的利率将会大幅上升。当公共债务以外币计价时，这一结果更为强劲。

### 本期智库介绍..... 56

## 世界疫情的警钟

JEAN PISANI-FERRY/文 安婧宜/编译

摘要：英国、南非和巴西新冠病毒新毒株的出现，让世界别无选择，只能联合起来制订全球战略。那么，是什么阻碍这件事情的发生呢？这主要有三点原因，其一是发达国家的目光短浅，其二是发达国家希望能够在这一问题上搭便车，其三是政府管理也非常混乱。编译如下：

巴西亚马逊州的首府玛瑙斯对于亚洲、欧洲甚至北美来说，看起来都十分遥远。但是在那里，人们发现了新冠病毒的新毒株，这被视为全球性的风险。因为，尽管这座城市里三分之二的人在 2020 年的春天已经感染过了新冠，但病毒还是出现了，证明了之前获得的免疫能力并不会起什么作用。

科学家们怀疑新毒株是否也会使得现有的疫苗失效。尽管疫苗是基于 RNA 的，可以被迅速改进，但大量的疫苗可能失效的风险还是让人非常恐惧。

当然，病毒总是会变异的。尽管许多变异是无害的，也有一些会十分危险。当感染的人群越大的时候，新毒株越有可能出现。每个人都可能是病毒变异的活体实验室。现在，每天都有六十万人被感染，全世界出现了太多这样的实验室。所以，病毒出现变异几乎是一定的。

这一威胁使得国际社会面临着一个艰难的选择：要么建立一个全球协同的战略计划，要么封锁国境，每个国家独立作战。这其中没有中间地带。目前，疫苗民族主义以及半开放的国境都是一个非常差的策略。

南非和巴西的变种已经在德国被发现了。在一个开放的世界，富裕的国家会试图保护他们的民众，而贫穷的国家却无法这样做。那么病毒就会总是在国家间传播，使得多么精心设计的政策都束手无策。

在纸面上看，全球协同或封锁国家之间的选择看起来很无脑。在世界银行的分类中，低收入国家的人口达到了 400 亿人。假设每支疫苗 10 美元，那么为这些人口注射疫苗就要花费 300 亿美元，这只占发达国家因疫情引起的损失的 2%。即使是从一个简单的经济学的角度，就算贵十倍，发达国家帮助贫穷国家也是一个划算的选择。封锁国境的选择会带来更大的危险，造成更大的经济损失。

发达国家意识到了这一问题，确实已经开始支持这类项目，但是规模还比较小。世界卫生组织 2020 年 4 月发起了 COVAX 活动，旨在帮助参与国协调采购疫苗，并捐赠给贫穷国家大概相当于他们人口 20% 数量的疫苗。尽管这不足以防止疫苗的传播，但可以保护那些老年人和健康工作者，也为未来的工作打下了良好的基石。

但是，2020 年底，尽管 COVAX 已经募集到了 24 亿美元，还已经预定了足够在 2021 年为 10 亿人打的疫苗，但仍然无法再募集 50 亿美元。在特朗普总统

的带领下，美国拒绝进行援助。另外，疫苗生产商也更青睐发达国家的市场，在这里政府更愿意为加快供给支付额外的钱。

不出意外地，世界卫生组织主席谭德赛最近提出警告，认为世界处在“灾难性的道德滑坡的边缘”。但是，除了道德层面的问题之外，这一举动还有更多的含义。其实，发达国家处于自利而非责任感的角度，确实应该做得更多。

首先，这是目光短浅的。即使在国内，政府依然做得不够。在欧洲，疫苗研究和发展的投资还没有达到美国为“曲速行动”投资的钱款。很奇怪的是，欧盟3900亿欧元（合4730亿美元）的复苏计划中不包括资助疫苗研究。

第二，他们希望别国能出力，而自己可以搭便车。富裕国家政府有很大的动力去保护他们本国的人民，但是在支援贫穷国家上却希望可以搭便车，让其他国家来提供这一援助。中国和美国都在逃避自己的责任，国际领袖在这次疫情中缺席了。

第三，政府管理也十分混乱。国际健康领域是非常复杂的。因为世界卫生组织被视为低效且政治化的组织，一些私人组织如盖茨基金会、以及政府和公共机构都在试图临时提出一些倡议，而由此产生的资金也非常复杂。如果只需要少量的动员和资源，这是可以理解的。但当前的疫情要求在更大范围上进行协同。

世界可以解决这一问题吗？幸运的是，美国总统拜登的政府已经宣布了希望加入COVAX。直到最近，修复国际贸易活动、参加气候行动已经成为了美国当局对外政策的重中之重。这也会成为检验拜登领导能力的试金石。但是美国的承诺是非常重要的。为了阻止更严重的道德、医疗和经济灾难，更广泛的联合行动需要马上建立起来。

## 贸易和新冠疫情：第一波疫情的教训

Alvaro Espitia, Aaditya Mattoo, Nadia Rocha, Michele Ruta, Deborah Winkler/文

李陆屿/编译

导读：随着新冠疫情在各个国家和地区传播，许多人认为冲击是沿着全球价值链传递的。我们通过使用多个国家的分类出口数据，发现经济体参与全球价值链使得出口商面对外国冲击更加脆弱，但也有助于他们应对来自国内的冲击。当国内生产受到干扰时，从国外采购就是通过贸易获得多种选择的好处的例子。我们证实了将价值链国有化不能增强经济韧性。编译如下：

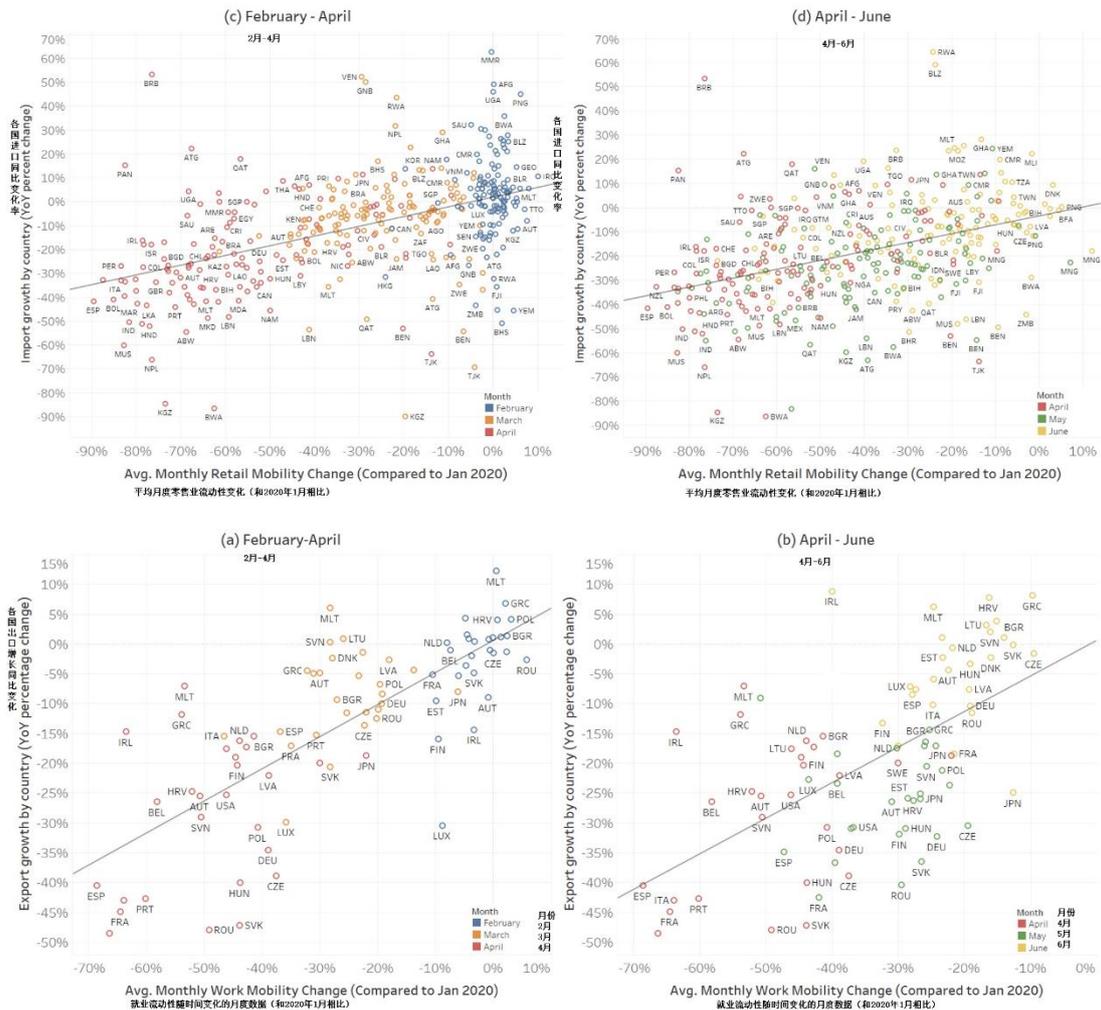
新冠疫情大流行已经在许多国家产生了对供求关系的冲击。生产，消费和贸易方式都受到了直接影响，也受到了为遏制病毒而采取的封锁和保持社交距离等手段的间接影响。工厂的关闭导致受影响国家的出口商品供应减少。供应商和消费者都必须在新环境下做出决策，供给侧的冲击和需求侧的冲击使他们面对的情况更加复杂。

随着危机的发展，疫情与全球价值链（GVC）之间的关系一直是一个反复出现的问题，尤其是全球价值链减轻还是放大了疫情冲击的问题讨论的尤其激烈（Baldwin 和 Tomiura, 2020; Freund 等, 2020; Javorcik, 2020; Miroudot, 2020; Eppinger 等, 2020; Gerschel 等, 2020）。在最近的一篇论文中（Espitia 等, 2021），我们使用了 28 个国家 2020 年前六个月的出口数据（包括大多数欧盟成员国、美国和日本）以及多个贸易伙伴的双边月度出口数据，详细介绍了这个问题。我们发现参与全球价值链使得出口商面对外部冲击更加脆弱，但也有助于他们应对内部冲击。

### 第一波疫情时期的贸易

在疫情的头几个月（2020 年 2 月到 6 月），全球贸易下降了约 13%。大多数样本国家或地区在前三个月实施了封锁政策，仔细观察这一时期的数据，可以看出就业流动性和零售业流动性的下降（这表示经济体受到了疫情冲击）与进出口增速下降是相关的（图 1 中 A 和 C）。样本点随时间向左下角的移动表明，随着病毒的传播，就业流动性和贸易增速均下降。从 2020 年 4 月份的第一波疫情高峰到 6 月（图 1 中 B 和 D），就业流动性和贸易都逐渐改善，样本点随时间朝右上方移动说明了这一点。

图 1 2020 年 2 月至 2020 年 6 月的第一波疫情中的贸易情况



我们还发现，贸易的负面影响在各个部门之间差异很大。在出口方面，正如预期的那样，更适合远程工作的部门在整个疫情中遭受的损失较小。在进口方面，产品的特性是很重要的因素——例如，计算机等耐用产品可能会比其他产品受到更大或者更小的影响，这取决于消费者是因为疫情推迟了非刚需的不确定的购买行为，还是增加了计算机来适应远程工作和学习的需求。我们发现，在耐用产品比例较大的部门中，冲击发生的同一时期影响较小，但滞后效应较大，表示耐用品订单减少。

### 疫情冲击和全球价值链

疫情冲击如何通过全球价值链来影响贸易？我们构建了一个简单的概念图（图 2）。疫情冲击可能会打击出口国，进口国或资源输入型经济体（input source economies）。经济体参与全球价值链可能减轻或增强疫情冲击对于贸易的负面影响。

图 2 全球价值链以及不同冲击对贸易的影响

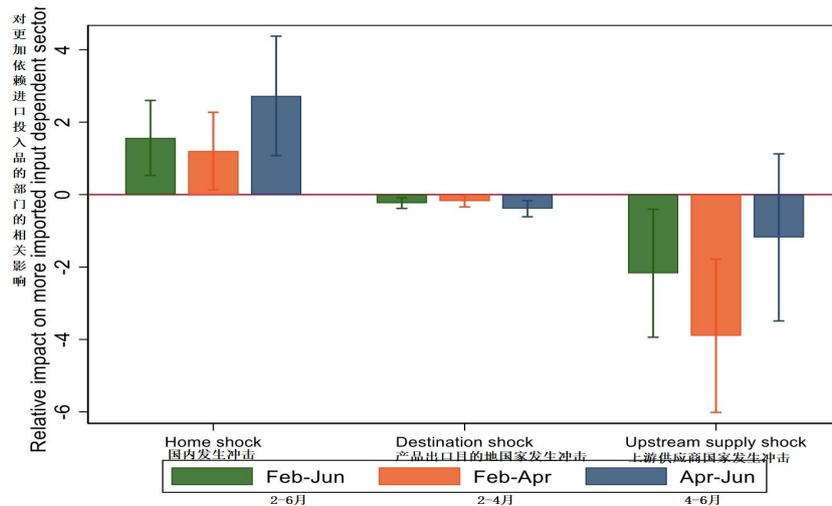


当出口国遭受供应冲击时，那些依赖进口资源的部门的出口情况比依赖国内资源的更有弹性。但当冲击发生在资源的来源国时，情况恰恰相反（那些依赖进口资源的部门的出口情况不如依赖国内资源的有弹性）。最后，发生在合作国家的冲击会更多地影响出口中间产品的部门。我们的成果基于对部门层面双边贸易引力模型的估计（例如 Dai 等，2014）。我们依靠全面的固定效应来确定不同部门的特点是增强还是减弱了冲击对于出口国、进口国和资源来源国的影响。

### 全球价值链传递了来自国外的冲击，减轻了发生在国内的冲击

基线结果显示，尽管参与全球价值链使得出口国家面对发生在国外的冲击更加脆弱，但使其更好地应对了发生在国内的冲击（图 3）。一个出口国家的资源来源国如果停工，将对那些更加依赖进口资源的部门产生了更大的不利影响。同样，出口目的地国如果停工，对那些更多生产中间产品的部门的影响更为不利。但是，如果冲击发生在本国，经济体加入全球价值链还是会减轻对那些依赖进口的投入品的部门的冲击。当我们将中国包括在出口国家样本中，并且使用镜像出口数据将出口国家样本扩展到 64 个发达国家和发展中国家时，这些结论得到了证实。

图 3 疫情冲击通过全球价值链对双边出口的影响



注：该图使用了标准差分法获得原点，绘制了本国、产品出口目的地国家和上游供应国发生冲击的情况下 GVC 变量与冲击强度的相关系数。

为了解释图 3 中的计量结果，请考虑本国经济封锁对参与全球价值链程度不同的部门的出口有何影响。图 3 中 2 月至 6 月的系数表明，发生在本国的冲击对全球价值链参与度较低（前 1/4 分位）的部门的负面影响平均比参与度较高的（第 3/4 分位数）部门高 20 个百分点。相差的 20 个百分点是在封锁期间放弃出口高度依赖国内资源的产品的成本。

与图 1 中一样，我们把第一轮疫情分为两个阶段，分别对 2020 年 2 月至 2020 年 4 月和 2020 年 4 月至 2020 年 6 月这两个子时段进行回归。我们发现，在最初几个月中，出口对来自上游国家的冲击最为敏感。这种影响在随后的几个月中减弱了，这也许是因为中国的产量上升了，中国在全球价值链的网络中起着核心作用。出于同样的原因，资源依赖进口在后期能更明显地缓解发生在本国的冲击（图 3）。最初发生在上游供应国家的冲击的破坏性可能掩盖了后来的通过进口资源缓解发生在本国冲击的积极影响，并可能导致了错误的观点：全球价值链主要在疫情危机期间是冲击传递者。

### 国有化生产并不能提高经济韧性

全球价值链充当了疫情的减震器还是传递器？疫情前六个月的计量结果证实了全球价值链有微妙的积极和消极作用。全球价值链肯定传播了冲击。在上游国家经济封锁的情况下，依赖上游国家提供投入品的出口商受损更严重。在下游国家经济封锁时，向下游国家提供投入品的出口商也是一样。但是，在疫情期间，参与全球价值链的出口商情况更好，因为贸易带来的多样化是一种有用的资源。我们的发现表明，面对疫情或其他冲击时，重要的是思考更好的方法来提高全球价值链的韧性。国有化生产全产业链的产品不是解决方案，尽管这样国外发生冲

击时，出口企业不会暴露在冲击下，但是代价是当国内发生冲击时，受到的损害更大。

---

本文原题为“Trade and Covid-19: Lessons from the First Wave”。本文作者 Alvaro Espitia, Aaditya Mattoo, Nadia Rocha, Michele Ruta, Deborah Winkler，都来自世界银行，分别是世行的顾问、首席经济学家、高级经济学家、首席经济学家和高级顾问。本文于 2021 年 1 月刊于 VOXEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 游戏驿站事件带来的教训

Money and Banking/文 安婧宜/编译

摘要：我们已经可以从这次游戏驿站事件中得到三个深刻的教训。第一，“讲故事”和有限套利行为可以导致不可持续的股价冲高。第二，空头对于在资产定价和资本分配上实现市场效率非常重要。另外，在如今被动指数投资受到追捧的环境下，空头在维持美股市场效率上的作用只会变得越来越重要。第三，为了保持金融系统安全稳定，证券清算公司需要保持足够的冗余，设立严格的抵押担保要求，即使这些措施可能会偶尔影响证券经纪人（或经纪公司）为客户进行证券交易。编译如下：

*“从风险收益比来看，做空很不值得；不值得我去做，更不值得我把家庭也置于风险中。”*

—— Andrew Left

(Citron Research 创始人，华尔街日报，2021 年 1 月 29 日)

股市中的剧烈波动不是什么新鲜事。我们还记得 1987 年 10 月的股灾、二十一世纪初的互联网泡沫破裂，还有 2008 年 9 月雷曼兄弟的破产。如果你的股票投资是为了获得长期收益，那么你就需要采取措施防范日常股价波动所带来的风险。

然而，即使你考虑到了这一点，最近围绕游戏驿站股票（GME）的故事也非常反常。截至本文刊出前，这一事件还在不断发酵——游戏驿站、AMC 娱乐等多只股票的股价都出现了大幅波动。同时，美国证券交易委员会（SEC）似乎要对此开展调查，国会也在考虑召开听证会。对于这次股价的异常波动会在何时结束或如何结束，本文作者也并无任何头绪。我们唯一确定的是，历史上类似的事件基本上都没有好结局。

因为本文内容特殊，我们决定在开头先作出明确说明：

**本文中的任何内容均不构成投资建议或法律建议。**

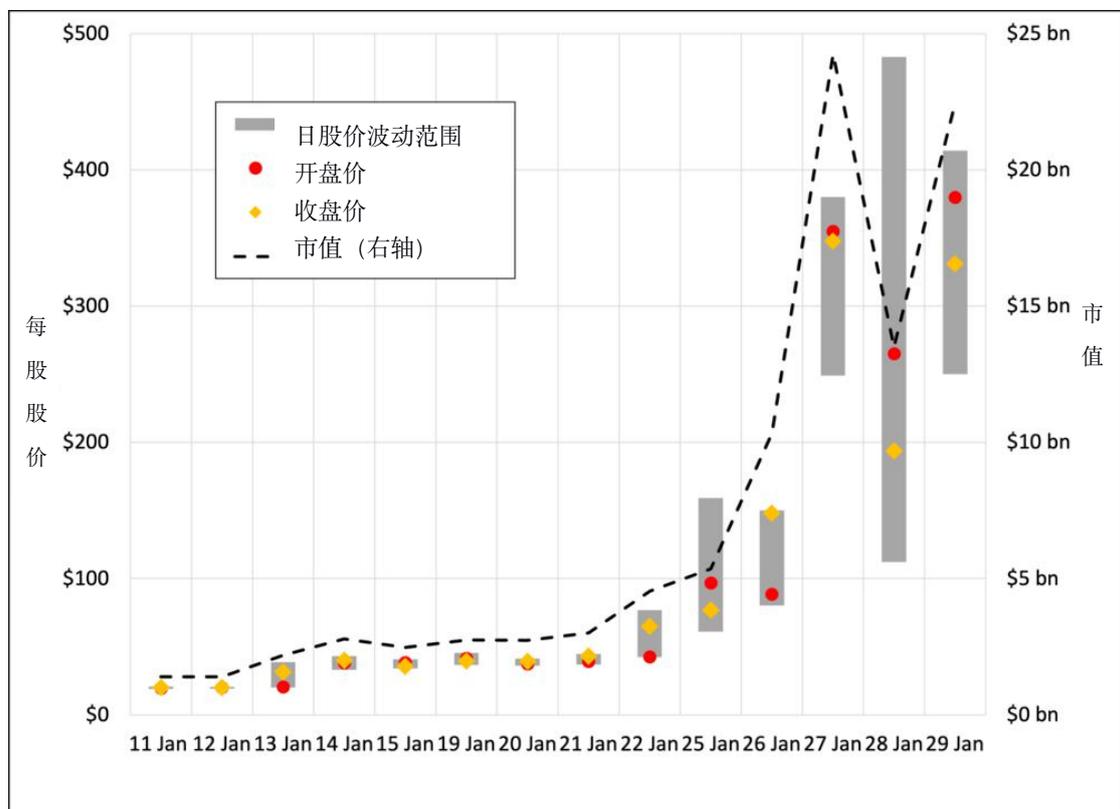
从过去的一周来看，我们已经可以从这次股价波动中得到三个深刻的教训。第一，“讲故事”和有限套利行为可以导致不可持续的股价冲高。第二，空头对于在资产定价和资本分配上实现市场效率非常重要。另外，在如今被动指数投资受到追捧的环境下，空头在维持美股市场效率上的作用只会变得越来越重要。第三，为了保持金融系统安全稳定，证券清算公司需要保持足够的冗余，设立严格的抵押担保要求，即使这些措施可能会偶尔影响证券经纪人（或经纪公司）为客户进行证券交易。

在具体讨论这三点之前，我们首先来回顾一下最近与游戏驿站相关的事件。游戏驿站公司总部位于美国德克萨斯州葡萄藤市（Grapevine），在美国全国大概有 5000 家电子游戏连锁店。由于消费者逐渐转向直接从线上下载电子游戏和

2020年新冠病毒疫情的影响，游戏驿站公司在2020年收入下降并由盈转亏。截至2020年4月游戏驿站的市值约为2亿美元，与其公司净值接近。

快进到2021年1月11日（周一），游戏驿站股价约为20美元（比九个月前高七倍左右），其市值也上涨到14亿美元。在其后的一周中，股价翻倍，达到了40美元——然而这一翻倍上涨在下图中却微不足道。从1月21日（周四）到1月29日（周五），游戏驿站的股价波动范围达到了惊人的37美元到483美元。在下图中，我们将每天的股价波动范围用灰色柱形表示。我们也在图中标出了游戏驿站的市值（虚线，右侧坐标轴）。随着股价波动，游戏驿站的市值一度高达200亿美元，是其2020年初市值的100倍。

图1 游戏驿站股价走势和市值，2021年1月11日-29日



数据来源：雅虎财经和 Ycharts。

作为经济学家，我们的第一反应是看这次异常股价波动背后是否有基于公司基本面的理性判断，但在这一事件中并非如此。导致股价波动的主要原因曾被 Robert Shiller 在过去几年反复强调：一个受众广泛的故事或叙事能够将股价推向极端。

在 Reddit 的 wallstreetbets 论坛里，用户们经常分享的故事和 Shiller 的叙事分析理论不谋而合。受益于 Reddit 等社交媒体平台，人们能够更方便地通过爱好组成群体并在群体中传播他们感兴趣的故事。Reddit 的 wallstreetbets 论坛现在有 750 万成员，加上 1500 万 Robinhood 投资 App 的用户，这些个人投资者便构

成了促成股票股价冲高的潜在基础，他们对股市的影响甚至可能导致某支股票的价格在相当长的一段时间里脱离其实际价值。

在股市中，空头是使市场中的资产价格保持在基本面附近的重要力量之一。当他们认为股票价格过高时，空头便将自己的资产置于风险下，先借入股票并卖出，寄希望于在股票价格下跌之后再买入股票并还给借出方。

尽管空头的获利方式是利用股价和基本面的差值，但其中的风险却非常大。据传凯恩斯曾说：“你的偿付能力和流动性总是撑不到市场回归理性的时候。”

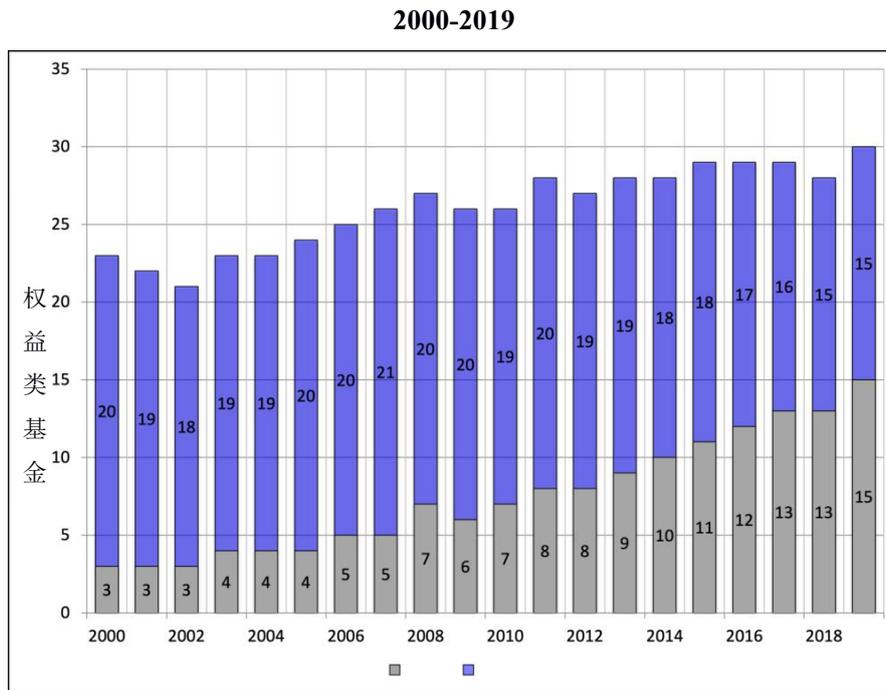
(Vishny 和 Shleifer 提出的经典模型中的“有限套利”现象解释了为何持有空头头寸有可能造成损失。) 我们在历史中也能很容易地找到上述风险使空头遭受损失的例子。其中之一便是美国长期资本管理公司 (LTCM)。1998 年，由于市场走向与该公司预测相反导致做空失败，造成巨额亏损，该公司无法补足交易保证金以至于被破产接管。

由于投资者不看好线下经营电子游戏产品的商业模式，游戏驿站的股票早就成了空头的目标。整个 2020 年，游戏驿站约有 90% 的流通股 (7100 万股中的 6200 万股) 通过做空交易卖出，这也使其股价不断下降。然而，在股价在 2021 年 1 月飞速上涨时，持有这些空头头寸就变得非常“昂贵”了。

为了理解这背后的原因，我们可以先来做一些简单的计算。游戏驿站股票在纽约证券交易所 (NYSE) 上市，而纽交所要求空头至少保持其借入股票市值 1.25 倍的保证金。以游戏驿站股票为例，在 2020 年 9 月，股价为 10 美元时，如果一个做空投资者借入了 100 万股，即要存入 1250 万美元 ( $10 \times 1.25 \times 100$  万) 作为保证金。到 2021 年 1 月 29 日，游戏驿站收盘价达到 325 美元时，该投资者的保证金需求便会暴增到 4 亿美元以上。在这期间，也许该投资组会觉得持有空头头寸的成本过高，决定承受损失，平仓退出 (如引言中 Andrew Left 所描述的情况)。

这便是游戏驿站事件可能会造成的另一个问题——空头渐渐退出市场。很多人都对空头持有负面的印象，因为他们经常导致公司破产。然而，如果股票市场中没有空头来保障股价不偏离基本面，经营不良的“僵尸股”就也能从股市中获得融资。随着投资者对被动指数投资的偏好不断增加 (见下图)，市场中空头的缺失便有可能造成更大的问题。

图 2 美国主动和被动投资型权益类公募基金和交易所交易基金（占总权益类基金比例），



数据来源：2018 年投资公司基本资料，第 43 页，图 2.8；2020 年投资公司基本资料，第 40 页，图 2.9。

为什么空头的缺失会造成这些问题？资本市场存在的意义在于使整个经济中的资源得到有效分配，因此股票和债券价格应当反映一切关于上市公司或发债主体的公开信息。但是，想要达到这一点需要有投资者对这些信息进行收集和分析，并以此为依据调整资产组合。而指数投资者并不会这么做，他们会忽略同一类资产下的资产相对价值。做空投资者则不然。虽然采用主动投资策略的基金经理和证券分析师也会有类似的行为，但只有做空投资者会经常性地把自己的资产置于风险中。因此，如果此次游戏驿站事件将做空投资者挤出市场，市场价格信号就可能会变得模糊，市场效率也可能受损。

游戏驿站事件发展至今，我们能从中得到的第三个教训是，市场和监管机构意识到了设立保证金和担保金要求的重要性。这一点比较专业。当两个投资者同意交易一只股票，用现金交换股权，二者达成一致只是一系列复杂交易的起点。其中最重要的是最终清算——现金和股权的最终交换——这一步发生在两天之后，被称作 t+2 清算。通常情况下，延迟两天进行清算并不会有什么问题。但是在市场剧烈波动时，两天就显得太长了。

举例来说，在一次交易中，卖方需要在清算前的两天内承担一定的风险，例如买方破产无法进行清算。为了规避交易对手方带来的风险，清算过程将交由一个巨大的机构——清算所负责。清算所从市场中所有卖方手中买入股票；而对于

市场中所有的买方，清算所是他们对应的卖方。在美国股票交易中，由美国证券存托与清算公司（DTCC）下属的全国证券清算公司（NSCC）进行清算。

清算所可能是国际金融市场中最关键、联系最复杂的部分。短期来看，清算所没有任何替代品，其对于金融系统不可或缺。同时，清算所也将所有风险汇集到了一个单一的中心，因此他们需要由非常严格的标准来保证清算稳定进行。一旦一个清算所的偿付能力遇到了问题，那救市方案的第一步一定是保护清算所的清算职能不受影响，以避免形成金融危机。

为了避免出现重大事故，DTCC 要求证券经纪人通过担保来保障交易进行。具体来说，为了保证买方在两日后清算时能够有足够的资金进行交付，买方的证券经纪人必须在 DTCC 的账户下有足够的资金。清算所通过经纪人的交易额、股价波动程度和其它因素（例如经纪人的非对称买卖交割）来确定对担保资金的额度要求。交易额越大、股价波动程度越大，两日后的清算面临的风险就更大，清算所就会要求更高额的担保金。

在 2021 年 1 月 28 日（周四），DTCC 宣布对游戏驿站等股票进行的交易“对清算这些交易的公司造成了巨大的风险”，因此他们将担保金要求提高了 30%，从 260 亿美元提高到了 33.5 亿美元。担保金要求的提高使得一些经纪人被迫限制了用户对这些股票的交易，直到他们能够筹集到担保金为止。另一方面，某些股票经纪对应的个人投资者开始抱怨无法进行交易，政府官员也提出应当对此进行调查。

但是这些对交易限制的抗议和责难忽略了一个重要的问题：政府决策者如果想保障金融系统稳定，应当鼓励如 DTCC 之类的重要机构设立非常严格谨慎的担保制度，而不是相反。因此，当市场出现剧烈波动时（例如上文中游戏驿站的股价波动），清算所必须提高担保金要求来保障清算顺利进行。如若不然，清算所自身就会面临无法清算的巨大风险。换言之，对于此次 DTCC 迅速反应提高担保金要求来保障清算职能，我们应该高兴而不是愤怒，即使这一行为导致了投资者一时无法对一些股票进行交易。

总而言之，如果经纪人无法达到清算所的担保金要求，他们就根本不应该在市场上进行股票交易。

回到开头我们提到的一点，我们认为这次游戏驿站事件恐怕会对散户投资者造成负面影响。在资产价格剧烈波动时，老练的投资经理可以发现不可持续的股价冲高并择时出售资产从中获利。结果，股价暴涨通常意味着财富从个人投资者向专业投资者转移。在这次事件之前，我们就观察到一些私募股权投资公司平掉亏损仓位离场。想必从他们手中接盘的也不会是金融市场中的老手。

经验告诉我们，长期来看，没人能稳定地获得比市场平均更高的收益。但是有一个例外：金融市场中大量缺乏经验的散户投资者的存在使一些职业投资者能够获得比市场更高的收益。恐怕这次游戏驿站事件也会成为又一次佐证。

---

本文原题为“GameStop: Some Preliminary Lessons”。本文于2021年2月刊于Money and Banking 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 二次审视欧盟和中国的投资协议

Maria Demertzis / 文 薛懿 / 编译

导读：对于欧盟与中国签署的《全面投资协议》，人们有的惊讶，有的怀疑。目前来看，欧盟并没有与中国建立更广泛、更深层次经济关系的基础。然而，忽视中国及其为全球合作创造的机会也是错误的。编译如下：

与中国签署《全面投资协议》(Comprehensive Agreement on Investment, CAI)几周后，我们再次审视了随后发生的辩论。人们最初的反应有惊讶，有怀疑。对这笔交易的评估从中国取得巨大外交胜利（暗示对欧盟造成巨大外交损失，即便一些欧盟政策制定者自己制定政策），到拜登备受打击，甚至嘲讽地认为这是德国为了维护国家利益匆忙做出的尝试。

### 这些评估告诉我们什么？

**该协议是一项狭义的德国“交易”吗？** 欧盟和中国已经进行了长达七年的谈判，试图就投资问题达成协定。在欧盟国家中，德国在中国拥有最大的商业利益。但是，正如一位专门研究中国问题的学者 Alicia Garcia-Herrero 所说，该协议处理的是长期存在的服务业补贴问题，而不是德国最大商业利益所在的制造业补贴问题。无论如何，认为这是一场零和博弈是错误的，因为捍卫德国的商业利益必然会损害欧盟其他国家的利益。

**该协议会对拜登不利吗？** 欧盟在过去四年中一直在寻求美国的合作，就在美国即将再次变得友好合作之时，欧盟单方面采取了行动。我不禁对此感到疑惑。但是，如果美国认为欧洲会表现得好像过去四年没有发生一样，认为欧盟内部关于战略自治和地缘政治问题的讨论不会改变其参与全球事务的方式，那就太天真了。此外，无论合作与否，美国都会将自己的利益放在首位。单方面与中国进行接触，至少在某种程度上也是欧盟行使地缘政治独立性的一种尝试。

**这对于中国来说是一个巨大的外交胜利吗？** 可能是的。只要美国和欧盟不达成协议，中国总是有机会让双方相互竞争，至少可以阻止他们团结起来对抗中国。

但是 CAI 也是一种认可，表明中国是一个有能力与发达国家达成协议的全球参与者。协议签署后不久，中国在香港逮捕了 53 名支持民主的官员。对于那些相信与中国接触将使推动中国改革的人来说，这是一个简单的提醒。这很像当初将中国 WTO 的动机，直到 20 年后才发现这并没有真正帮助到中国。

**那么，最终的结局是什么？** 我们能否想象一个拥有全球多边体系的世界，在该体系中贸易和资金流动都能从自由开放的贸易中受益。还是说，现实世界正在朝着两个极点移动，一个是以西方的方式为基础，另一个是以东方的方式。世界

拥有两种多边体系，每个体系成员之间的贸易都是自由的，但体系之间的互动是有限的？

目前来看，我们并没有与中国建立更广泛、更深层次经济关系的基础。我们在做生意的方式上实在有太多分歧、太多差异。

忽视中国及其为全球合作创造的机会也是错误的。我们应努力确定以可持续方式发展关系所能接受的最低限度要求。但如果欧盟想要成为一个可靠的制衡中国的力量，那么它就需要与新老伙伴建立联盟，尤其从最早的伙伴美国开始。

同时，重要的是要了解 CAI 的经济意义以及它是否有可能被强制执行。当协议文本公开时，我们将进行第三次审视。

---

本文原题为 “An EU – China Investment Deal: A Second Look”。本文作者 Maria Demertzis 是布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室 (Bruegel) 的副主任。她曾在欧洲委员会和荷兰中央银行研究部门工作。她还曾在美国哈佛大学肯尼迪政府学院和英国斯特拉斯克莱德大学担任学术职务，并从那里获得了经济学博士学位。本文于 2021 年 1 月 19 日刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 中国的跨大西洋楔子战略

Reinhard Bütikofer, Gary J. Schmitt, Craig Kennedy /文 桂平舒/编译

导读：欧盟和中国达成重大投资协议，该协议会增加欧洲公司在中国的市场准入，但可能使得欧洲投资者把更多的鸡蛋放进中国的篮子里，对中国市场的依赖为北京提供了经济和政治影响力。该协议没有考虑到地缘政治背景与中国现代奴隶制或强迫劳动的问题，欧洲议会是否会批准中欧全面投资协议的争论将继续。虽然特朗普政府对欧洲的行为引发的不满尚未消除，但 Reinhard Bütikofer 呼吁重新构建跨大西洋伙伴关系。编译如下：

欧洲议会议员、德国绿党前联合主席 Reinhard Bütikofer 与《AMERICAN PURPOSE》杂志编辑 Gary Schmitt 谈及北京的欧洲战略，以及欧盟为何还没有消除对特朗普的不满。

**Gary J. Schmitt**（下文简称 GS）：在新年前夕，德国为期六个月的欧洲理事会主席任期的最后几天，欧盟和中国达成了一项重大投资协议。在我们探讨这个协议可能存在的问题之前，我希望您能结合该协议的背景，阐述这个协议的支持者支持它的关键论据是什么。

**Reinhard Bütikofer**（下文简称 RB）：支持者认为，这项名为《全面投资协议》（CAI）的协议可增加欧洲公司在中国的市场准入，并为其创造一个更为公平的竞争环境。协议最引人注目的方面是市场准入。来自包括汽车行业的不同经济部门的欧洲公司将获得新机遇。长期以来，德国汽车公司一直寻求在新能源汽车领域扮演更重要的角色。他们是中国市场内燃机领域的主导者，但是到目前为止，它们在电动汽车领域的份额很小。随着技术转型的推进，像大众这样的公司能否在中国市场实现立足点的现代化，对它们来说是非常重要的。此外，其他行业也有望获得更多的准入机会。尽管这些开放措施部分是由可回收的承诺组成，通常是有条件的，或者被中国政府采取的其他措施所抵消，但大多数观察人士将承认，该协议将带来适度的改善。根据一项新的调查，40%的德国企业受访者期望更好的市场准入。在金融领域，欧洲行业将获得与美国行业在特朗普总统第一阶段协议中获得的相同的准入。

中国还同意了一项棘轮条款，该条款禁止单方面撤出他们过去单方面决定的市场开放。这对于那些对中国经济发展的新“双循环”战略保持警惕的公司而言，可能是有好处的。中国打算通过“双循环”战略减少自身发展对外国投资和外国技术的依赖。

总体而言，我仍然要说 CAI 的支持者正在做无用功。

**GS**：关于最后一点，我想快速跟进一下：是什么让欧洲官员有信心相信中国做出的保证？

**RB:** 这是个好问题，我不知道。我认为，中国有强烈的动机来最终结束这场持续了大约七年的谈判，并在继续获得欧洲技术和资本的利益基础上，加强与欧盟的经济关系。对我们来说，随之而来的风险是，欧洲投资者可能会把更多的鸡蛋放进中国的篮子里。对中国市场的依赖为北京提供了经济和政治影响力。然而，在中美竞争背景下，中共领导人怎么会放弃这个机会？

显然，中国的地缘政治战略是，如果可能的话，寻求分裂欧盟，并在美国和欧盟之间制造裂痕。这一战略在一定程度上得到了特朗普政府的帮助。特朗普政府对欧盟的侵略行为为中国创造了机会。随着即将上任的拜登政府承诺重建与美国盟友的合作与信任，中国决定迅速采取行动，以便在跨大西洋伙伴开始制定共同方针之前达成一项欧盟协议。

一旦中国在 2020 年 12 月开始做出欧洲方面长期要求的让步，欧盟领导人，特别是德国总理，就会推动快速完成投资谈判。我认为这是黄鼠狼给鸡拜年。但是欧洲领导人认为，特朗普总统已达成第一阶段协议，现在他们希望达成协议。

几十年来的许多例子确实表明，中共领导人认为，诺言只对信任诺言的人具有约束力。当他们认为放弃签字符合中国的利益时，便这样做了，例如《联合国海洋法公约》《中英香港联合声明》《世贸组织协定》，以及他们与澳大利亚的贸易协定。

**Craig Kennedy** (下文简称 CK)：这一协议是否代表着欧洲共识或欧洲对中国看法的某种改变？你能告诉我们谁是真正支持这个协议的，以及谁是最关键的吗？

**RB:** 过去两年来，欧洲对华政策一直在转变。这种变化在 2019 年 1 月德国工业联合会 (BDI) 发表其留心中国战略文件时开始显现，该文件聚焦于与中国的战略竞争。这是一个开始，随后一系列其他战略文件接踵而至。欧盟于 2019 年 3 月发布了一份新的战略展望。然后，在去年 1 月，你们在 Business Europe 发布了新的中国战略，其他商业组织也纷纷效仿，一些欧洲政党一直在修订对华战略，所有这些文件都对中国持批评态度，关于中国的公众舆论在整个欧盟范围内已经恶化。

最值得注意的是，2019 年 3 月的战略展望通过新的视角重新定义了中欧关系。传统观点认为中国是一个合作伙伴。现在，它也被理解为一个竞争对手，一个系统性的竞争对手。去年 10 月，欧洲理事会通过了新修订后的欧中关系定义，但尚未被全部欧盟国家采用。最值得注意的是，德国总理默克尔从未公开赞同系统性竞争的说法。来自柏林的官方声音重申了“Wandel durch Handel”的古老咒语，即“通过贸易改变”。实际上，“Handel durch Wandel”的言论只是掩盖了“Handel ohne Wandel”的做法，“贸易没带来改变”。

一些人仍然在祭坛前点燃蜡烛，宣扬一个广为质疑的理论，即西方经济和中国经济将会趋同，这种趋同将对中国的政治制度产生变革影响。相反，我们看到了一个巨大的分歧。过去两年里，这种观点在欧洲与中国的辩论中占据了主导地位。中国利用新冠肺炎疫情的激进机会主义，也造成了这种消极转变。

我想说，这一欧中投资协议在某种程度上是过去的遗留物，当时人们对中国的看法更为积极。这份协议没有考虑到地缘政治背景。它没有充分解决中国现代奴隶制或强迫劳动的问题，这是一个最重要的问题。中国是国际劳工组织 (ILO) 的成员，但尚未批准国际劳工组织第 29 条和第 105 条反对强迫劳动核心公约。

(确切地说，美国也没有批准这些公约。) 第一阶段的协议甚至没有解决这个问题，《区域全面经济伙伴关系协定》(涵盖 15 个亚洲国家的自由贸易协定) 也没有。尽管如此，欧盟不应该把这两项协议作为衡量标准；它至少应该坚持一个有明确时间表的实施计划来批准这些核心公约。欧盟在签订自由贸易协定时要求越南提供这样的路线图，越南也同意了。

在 CAI 达成了一项协议，即中国将“继续和可持续地努力争取批准国际劳工组织的两项基本公约”。实际上，那只是空话，是一种外交方式，意思是“别唠叨了”。遗憾的是，欧盟委员会主席冯德莱恩一直在吹嘘，该协议使欧洲有能力消除中国的强迫劳动，这是完全没有根据的。在以价值观为导向的强迫维族劳工问题上，欧洲的对外政策本应有所作为。但事实并非如此。

非常可悲的是，德国主席在法国和欧盟委员会的支持下，如此努力地推动 CAI 在 2020 年底之前匆忙完成。他们无视了圣诞节前欧洲议会通过的一项决议，该决议聚焦于新疆局势和强迫劳动问题。它要求保证不强迫劳动。604 名欧洲议会议员投了赞成票，只有 20 票反对。

欧盟对华政策的定位之争仍在继续。默克尔总理在这场斗争中代表着过去的看法，而欧洲议会代表着更现实的观点。

**GS:** 你提到了欧洲议会的角色。您能描述一下后续步骤吗?该协议是如何得到批准的?由于大约 70%或更多的欧洲人对中国持负面看法，这一事实会影响批准进程吗?

**RB:** 在我们批准之前，事情仍在继续。该协定案文的重要附件仍有待公布。然后，还有一个复杂的过程，贸易律师称之为“法律清洗”(legal scrubbing)。在这个过程中，他们会通读文本，以确定所有条款的使用都是正确的等等。这是一项技术性工作，但需要时间，甚至比预想的时间更多，因为有人怀疑中方可能试图通过非法途径重新引入一些实质性问题。在此之后，该协议及其所有附件必须翻译成欧盟所有 24 种官方语言，然后才能由欧洲议会处理。

欧盟贸易理事会表示，整个过程可能需要 8 个月甚至更长时间。因此，欧洲议会可能会在今年秋季或 2022 年初处理这个问题，届时欧洲委员会的轮值主席将由法国担任。根据管理欧盟运作的《里斯本条约》（Lisbon Treaty），这种贸易或投资协议只有在欧洲议会同意的情况下才能生效。如果议会投了反对票，协议就泡汤了。

欧盟成员国议会是否也必须批准该协议的问题尚未完全解决。这取决于投资协议的法律实质。如果《协定》涉及的所有事项都属于欧盟的专属权限，则成员国议会不起作用。

即使在 12 月份一些成员国存有疑虑，欧洲理事会也很可能不会反对该协议。例如，波兰人认为，在与即将上任的拜登总统磋商之前，不应该仓促达成协议。意大利人抱怨说，在他们被要求同意之前，他们还没有看到最终文本。瑞典人、卢森堡人、荷兰人和其他一些人都对奴隶制问题心存疑虑。爱沙尼亚、立陶宛、西班牙和其他国家的政府也对谈判的进展不太满意。德国总理办公室对此施加压力，欧盟主席冯德莱恩和法国总统马克龙也支持该协议的达成。然而，面对这三股强大力量，没有政府在协议通过前出面否决或抗议。他们会冒着惹怒习近平和默克尔的风险反抗吗？

在欧洲议会，通过将困难得多，因为正如我所说的，我们在人权问题上已经形成了强有力的政治立场，不同政治团体的成员普遍持有这种立场。从保守党 ECR，到中右翼的 EPP、中左翼的社会主义者、民主党、自由党和绿党，在这些问题上达成了广泛共识。当然，你可以想象，成员国议员或企业议员会受到压力。但我认为，现在就确切预测欧洲议会的投票结果还为时过早。在某种程度上，这可能还取决于欧盟如何执行其对华政策的其他要素。中国是否会继续制定单边措施，通过反补贴法规或在采购领域引入互惠原则，保护欧洲企业免受不公平竞争的影响？还是会禁止欧盟市场的强制劳动产品？会和拜登政府一起找到解决中国问题的办法吗？是否会意识到我们生活在一个地缘政治驱动地缘经济的世界中？

**GS:** 德国总理默克尔将于今年秋天卸任，这会有影响吗？

**RB:** 这会有些影响。默克尔虽然在欧洲对华政策上落后，但仍然是最强大的参与者。当你观察她所在党派的其他人的立场时，德国联邦议院外交关系委员会主席诺贝特·勒特根进入视线，他的观点在过去几个月里越来越响亮。他对中国持批评态度。例如，他一直在推动将华为排除在 5G 网络之外。我所在的绿党在中国问题上可能比其他党派更强硬。在 9 月选举后，我们可能会成为德国政府的一员。

**GS:** 您能更详细地给我们说说当涉及中国时，德国目前的内部动态吗？

**RB:** 要说的明白并不容易，因为有些事情是相互矛盾的。默克尔一直在努力避免将华为明确排除在外。对香港镇压行动的回应充其量也就是犹豫不决。德国政府中没有人愿意考虑像美国国务院去年做的那样，为在新疆的投资提供商业咨询。另一方面，德国总统协助完成了建立欧洲全球人权制裁机制的工作，这一机制的功能相当于美国的《马格尼茨基法案》。德国政府和欧洲委员会正在为欧洲议会和德国联邦议院制定人权尽职调查立法。

当我们更仔细地观察企业的处境时，我认为德国的大多数中小型企业，也就是所谓的“Mittelstand”，更倾向于持批评态度。他们知道自己的机会在哪里，但他们已经学会了对冲风险。在过去，它们采取了比一些大公司更谨慎的方式。BDI 相对批判中国的战略得到了中小企业的支持。如果由西门子（Siemens）首席执行官之类的人来决定，BDI 永远不会拿出这样一份报告。

像机床、电气和电子行业这样的行业组织也在朝着更加谨慎的方向发展。但不难发现商界人士坚称，在他们的特定工业行业中，未来 10 年 30%、40% 甚至更多的增长潜力将来自中国市场。

此外，人们越来越认识到，相互关联会带来负面影响：将相互关联和相互依赖的关系武器化是可能的，而中国一直在这样做，而不仅仅是在大流行期间。在大流行初期，我们在个人防护设备（PPE）供应方面的经验让我们在应变能力问题上得到了教训：我们不能过于依赖单一供应商。

中国正在成为一个更强大的经济竞争对手，这一点对德国工业来说并非没有影响。回顾德国与中国的特殊经济关系，你不可避免地会注意到一种高度的有利互补性：德国工业为中国提供了豪华汽车和高科技产品，而中国为我们的市场提供我们不愿意自己生产廉价商品。所以，在我们擅长什么和他们擅长什么之间并没有太多的竞争。这种情况在 2015 年开始发生变化，当时中国发布了《中国制造 2025》战略，表明中国工业将会占领德国工业的份额。

我们现在面临着更激烈的竞争。德国人在对华关系中已不像过去那样享有特权。这有助于为欧洲与中国更好的合作奠定基础。与此同时，中国以“17+1”模式与东欧和东南欧国家建立特殊关系的努力并未如他们所愿。因此，我看到了欧洲与中国关系更加一致的前景，德国不再像过去那样是一个局外人。

这种变化反映在过去两年的德国 5G 战役中。尽管默克尔非常努力，但未能迫使她所在的联合政府（甚至她所在的政党）在华为问题上追随她的脚步。情报机构、国家安全机构和智库已经与社民党、自民党、绿党和部分基民盟中的警告产生了共鸣。最终决定将取决于联邦议院。我预计，德国最终将出台一项有效禁止华为的规定。

**CK:** 德国的大企业和中小企业的区别是大企业有足够的影响力来迫使他们与中国进行交易而中小企业则没有足够的力量吗，还是别的？

**RB:** 我想用另一种说法来描述:德国大公司在第一次进入中国时拥有巨大的影响力。所以，他们全力以赴。中小企业从不幻想自己有能力对一个强大的政府采取强硬措施，所以他们总是更加谨慎。事实证明，谨慎的做法更为明智。大公司将太多的鸡蛋放在了中国的篮子里。我不知道你是否听说过，但有句话是这样说的：“如果你抓住他们的要害，他们的心和思想就会跟随你。”。这就是大众汽车的现状。

**GS:** 在我们转向跨大西洋关系之前:您一直是推动和通过欧盟议会投资审查制度的关键人物，实施进展如何？还有什么在进行中呢？

**RB:** 就在几年前，当我们开始向 CFIUS（美国外国投资委员会，一个审查外国投资安全隐患的跨部门委员会）学习时，我不确定这个想法是否会获得支持；但是进展很快。从欧盟委员会提出投资审查提案，到委员会与议会之间的法律谈判结束，耗时约一年。以欧洲的标准来看，这是非常快的。现在，许多不愿接受这种方法的欧盟成员国也纷纷效仿。传统的自由贸易者，比如瑞典，一开始就憎恶这个想法。现在，他们正在开发自己的国家投资审查系统。卢森堡正在进行一个类似的项目，其他国家也是如此。接受这种做法的国家越来越多。欧洲的法规自去年 10 月开始生效，并且已经有关于加强该法规的讨论。

我们显然正处在一个正确的轨道上。在其他单边措施方面，我们也处于正确的轨道上。2016 年，我们就新的反倾销措施达成一致。我们现在正在讨论新的反补贴措施。去年 6 月，欧盟委员会就此发表了白皮书。今年晚些时候，我们将提出一项法律提案，以打击中国的非法补贴。我们也在第三次制定所谓的国际采购机制，在采购市场中引入互惠机制，因为中国的采购市场对我们是封闭的，而我们的市场是开放的。这一努力已经两次被柏林挫败。目前，柏林继续在这个问题上踩刹车。但我被告知，从 1 月 1 日开始担任安理会主席的葡萄牙将推动议程向前发展。

**GS:** 圣诞节后不久，有报道援引美国候任总统拜登的幕僚的话称，“欧洲人已经清楚地听到了我们关于投资协议的声音，德国人已经同意放慢审批程序。”然后，突然之间，交易就完成了。是因为背后隐藏着如此巨大的势头而无法阻止它，还是表明欧洲人，尤其是德国人不相信无视新任美国政府会有任何后果吗？

**RB:** 我还没完全搞清楚发生了什么。在我们利用与新一届美国政府开始在中国问题上合作的机会之前，没有人愿意推迟最后的决定，这是一个重大的错误。但你可以听到欧盟委员会和德国政府的人辩称，特朗普总统没有与我们协商，并

且有必要扳回一局：现在是回报的时候了。至少我不认为那是特别明智的政策。这相当于对地缘政治一无所知。

一些批评人士说，“看，这笔交易是德国汽车外交政策，就是这样。”但为什么是在这个时候？中国人在这些 CAI 谈判中只是在很晚的阶段才开始行动。前 34 轮谈判大多令人沮丧。在 11 月 3 日之后的第 35 轮谈判中，中国突然开始提出提议，意识到跨大西洋关系将出现新的结盟，并将扩展到对华政策。我的观点始终不变：如果中国对跨大西洋伙伴之间更好合作的担忧促使他们主动报价，为什么不顺势而上呢？我们应该坚持发出这个信号，即我们将尽我们所能与我们的美国盟友合作。我不是说柏林、布鲁塞尔和巴黎应该问问乔大叔 (Uncle Joe)<sup>1</sup> 是否对我们的协议感到满意，但他们至少应该向北京和世界其他地方发出一个强烈的政治信息：跨大西洋合作将回归。

我们与美国在中国问题上能够和应该做些什么，这是一个广泛的议程。我们应该在高级代表/副总统何塞·博雷利国务卿迈克尔·蓬佩奥未能达成的有关中国的对话之地继续努力。Helga Schmidt 和 Steve Biegun 本应见面，但从未见面。

有人争辩说，在拜登就职之前结束 CAI 展示了欧洲的“战略自主权”。那好，如果我的朋友告诉我，我不应该搬起石头砸自己的脚，但不管怎样，我这种行为并不是在展示自主权。为什么更迫切地要向美国展示所谓的战略自主，而不是向北京和国际社会展示跨大西洋复兴呢？

**GS:** 欧洲领导人真的不担心采取这种做法会带来后果吗？既然特朗普已经下台了，他们难道不担心这会破坏与美国建立更牢固关系的机会吗？

**RB:** 有一种美国的批评是欧洲人根本不喜欢的。就在不久前，用特朗普总统的话说，盟友要么被视为白痴，要么被视为敌人。现在，如果他们不立即对沙利文的单条推文采取行动，就会被认为是没有纪律的人吗？我们应该出于自己的原因选择不同的道路，而不是因为别人告诉了我们。顺便说一下，拜登团队可能会重新考虑老布什总统在冷战结束后提出的“领导伙伴关系” (partnership in leadership) 提议。

美国有些虚伪。欧洲人虽还没有解决中国的强迫劳动问题，但特朗普甚至没有在他的贸易协议中解决此问题。这只是不在美中之间第一阶段协议的议程上。第一阶段的协议也没有包括能创造一个或许稍微更公平的竞争环境的新规定，比如国有企业新规或者公共补贴新透明度规定。记住：责人之前先自省。

在欧洲，尤其是在德国，有很多人美国在过去四年里对待欧盟和德国的方式表示不满。美国的形象前所未有之低。拜登现在是美国总统，这一事实本身并

---

<sup>1</sup> 译者注：美国新总统拜登全名为 Joe Biden，此处的 uncle Joe 应该指的是拜登。

不能愈合所有大西洋两岸的创伤。当然，我们欧洲人必须贡献出自己的一份力量，不能只是期待某种神秘的救赎。我们也犯了自己的错误。但是，在特朗普担任总统期间，美国是否会继续支持欧洲统一进程在数十年来首次变得不清晰。特朗普政府似乎支持解散我们的联盟。而且，很明显，特朗普主义并不是过去式。我们确实关注了选举结果：8100 万人投票给了拜登，但仍然有 7400 万人投票给了特朗普。我们能在多大程度上相信，四年后，我们不会经历特朗普的第二次到来？我们要在振兴关系的篮子里放多少鸡蛋呢？

我不怀疑跨大西洋关系。大西洋两岸的关系不能单靠华盛顿来重建。如果我们欧洲人不积极从自身构建，如果我们不投资，不帮助希望在这种关系上投资的美国朋友，那么，无论拜登政府意图为何，都可能无法传达。

对于主张欧洲战略自主权的朋友们，我建议不要忽视投资于促进更强大、更合作、更耐心的跨大西洋关系的好处。这必须是欧盟积极发挥地缘政治作用的一个组成部分。

但让我以一种更积极的态度来结束这场争论。我看了 CNN 上沙利文与法里德·扎卡瑞亚的采访。如果我没理解错的话，沙利文的意思是，“听着，我们虽不喜欢现在的事态，但我们不会把它当作借口。我们将继续努力合作。”在大西洋另一侧，我们当中相信要加强跨大西洋关系的人也不会把这个草率的协议视为最终决定。我们有一个多方面的图景，其中许多发展确实指向一个我们可以找到很多共同点的方向。

关于欧洲议会是否会批准 CAI 协议的争论仍在继续。我们将和来自不同政治派别的朋友一起努力挑战中国，告诉他们我们将“实事求是”。中共声称自己在中国“领导”一切。如果他们愿意，在欧洲议会批准投资协议之前，谁能阻止他们批准国际劳工组织的核心准则呢？此外，我们正在许多方面开展工作以应对来自中国的挑战。

**CK:** 我们希望你的乐观态度是正确的。

**RB:** 嗯，你可能知道葛兰西的名言“理性使我悲观，但愿景使我乐观。”

---

本文原题为“China’s Transatlantic Wedge Strategy”。本文讨论者 Reinhard Bütikofer 自 2009 年起一直是欧洲议会议员，现处于其第三届任期。他担任外交事务委员会和国际贸易委员会委员。他也是欧洲议会与中国关系代表团的主席，美国代表团的成员和东盟代表团的替代成员。Gary J. Schmitt 是《American Purpose》的特约编辑，是美国企业研究所战略研究和美国机构的常驻学者。Craig Kennedy 是《American Purpose》的高级研究员，编辑委员会成员和受托人。从 1995 年到 2014 年，他担任美国德国马歇尔基金会总裁。本文于 2021 年 2 月 3 日刊于 AEI 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## “全球系统重要性银行”认定对企业贷款的影响

Hans Degryse, Mike Mariathan & Thi Hien Tang /文 徐懿凡/编译

导读：全球危机期间政府对金融机构的频繁救助表明，政府不可能如承诺一般不支持这些大型金融机构。这种政府失能导致道德风险，并推动金融稳定委员会 (Financial Stability Board) 制定“全球系统重要性银行”框架。本专栏探讨了此框架对实体经济的净影响，重点关注企业贷款的变化和信贷的可获得性，以此作为评估该框架是否是降低道德风险以及促进金融市场稳健性的有效方式的基础。编译如下：

全球危机期间，国内和国际层面蔓延的风险迫使各国政府救助金融机构，而这可能严重扰乱全球金融体系。在干预结果可以预见的范围内，此举可能会引发道德风险。事实证明，政府支持的隐性担保会放大市场风险、破坏市场纪律、扭曲竞争行为，并普遍地增加未来陷入困境的可能性 (Dam & Koetter, 2012)。

鉴于此，2011年11月，金融稳定委员会 (FSB) 明确认定29家大型金融机构为“全球系统重要性银行” (GSIBs)，作为修订后属于“大到不可以倒闭”的大型金融机构监管框架的一部分。为了减少道德风险和推动建设更强大的金融市场基础设施，该框架要求这些机构接受更高的资本附加要求、更密切的监管和更有效的问题解决机制。但与此同时，“全球系统重要性银行” (GSIB) 的头衔认定也是这些银行“由于体量太大所以不能倒闭”的证明 (由此可能导致更多的道德风险)。GSIB 认定也会增加监管成本，因此银行可能会尝试寻求额外风险来作为弥补。因此，GSIB 认定带来的最终影响是一个开放的实证问题。

尤其是考虑到提高资本要求的已知影响——即使是对大型银行的已知影响——并不一定适用于被认定为 GSIB 的机构，上述担忧显得很有道理。首先，这些机构往往拥有更多的市场力量、政治影响力，以及更多的跨管辖权套利机会。再次是因为，GSIB 认定意味着其与类似的非 GSIB 认定竞争对手 (也就是说，这些没有面临额外监管要求的银行) 相比时处于竞争劣势。在金融稳定委员会制定框架的具体情况下，资本方面的要求也伴随着进一步的额外监管审查，此举可能成功控制风险激励，当然也可能失败。

GSIB 认定带来的影响中，一个特别重要的方面是关于企业贷款。在此背景下出现的主要问题在于银行是否 (以及如何) 相应调整其信贷供应，以及这些调整是否会对实体经济产生影响。

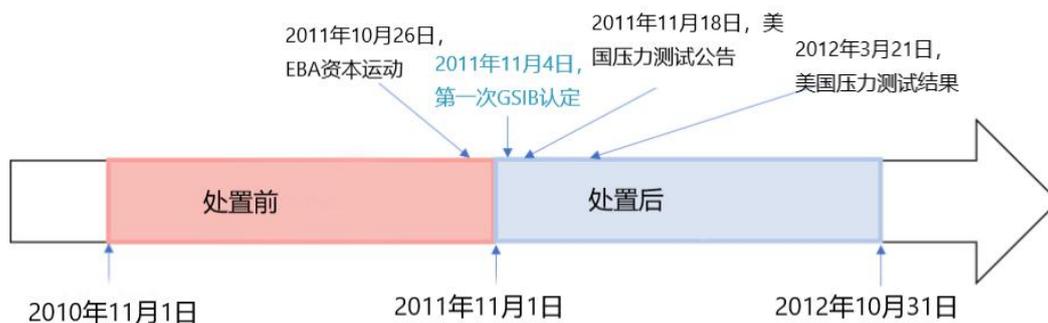
金融稳定委员会最近公布了其从“由于体量太大所以不能倒闭”的 GSIB 改革 (Buch, 2020) 评估中所获得的经验教训，与现有研究结果相似，改革总体上对经济的影响很小。例如，美国的企业借款人从 GSIB 认定机构获得的信贷供应量减少，但其可以通过从受影响较小的银行获得信贷来作为补充 (Favara 等，

2020)。其他现有文献已经研究了 GSIB 认定的长期影响 (Behn 和 Schramm, 2020)，以及资本附加费的独立影响 (Favara 等, 2020) 或依赖于银行层面上的数据 (Violon 等, 2017, Behn 等, 2019, Goel 等, 2019)。

在我们最近的工作中 (Degryse 等, 2020)，我们转而分析了最初的 GSIB 认定名单对全球银团贷款市场信贷供应的短期影响。我们研究依赖的最初 GSIB 名单没有详细列出实际的资本附加费，这提高了所有受影响银行同类可比性。同时，我们专注于第一批次认定名单，这让我们在比现有研究更早的水平上捕捉 GSIB 认定带来的预期效果。

我们的分析使用了 DID 方法，在 2011 年 11 月 4 日第一次 GSIB 认定开始的一年期窗口内研究三个问题：认定银行如何根据其 GSIB 头衔调整贷款期限？认定银行是否改变其企业贷款的结构？认定银行贷款行为的调整是否会影响企业业绩？

图 1 第一次 GSIB 认定、相关事件，以及样本期窗口



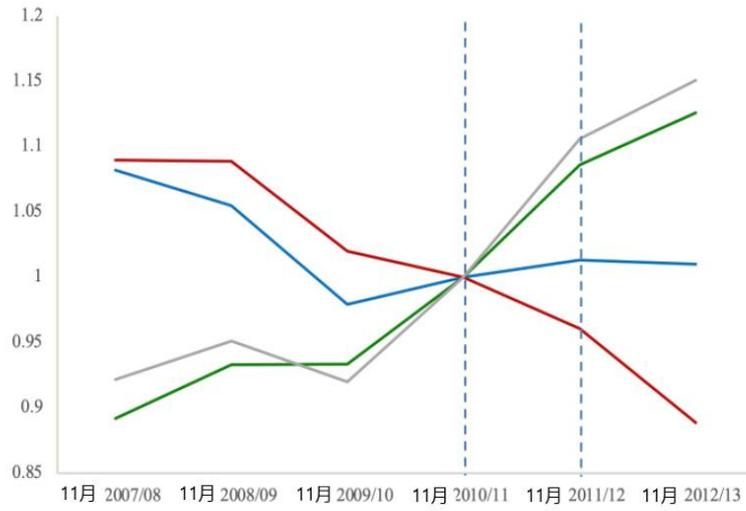
注：此图展示了第一次 GSIB 认定及相关事件的时间线，也展示了我们分析使用的处置效应之前和之后的表现。

为了回答这些问题，我们使用了 81 家国际银行控股公司的银团贷款数据，这些公司都（在某种程度上）被国际清算银行（BIS）列为全球系统重要性银行（GSIB）。如图 2 所示，我们在银行水平 (Panel a)、银行-国家-行业水平 (Panel b) 和银行-公司水平 (Panel c) 上研究银行贷款。至于识别策略，我们不仅只采用 FSB 对外谨慎发布的正式 GSIB 认定列表，还结合《金融时报》(Financial Times) 泄露的部分正确 GSIB 列表。

图 2 银团贷款市场上随时间变动的银行贷款

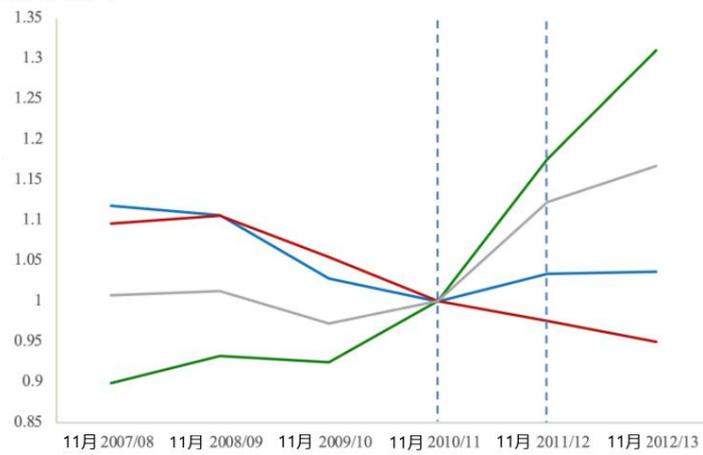
未尝贷款平均值  
(2010/11 11月=1)

(a) 随时间变动的总银行贷款



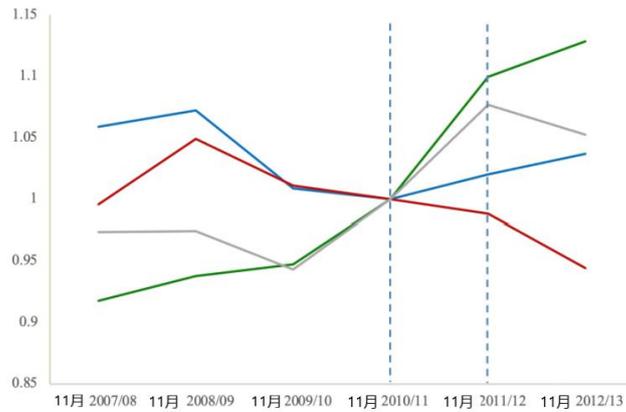
未尝贷款平均值,  
2010/11 11月=1

(b) 随时间变动的国家-行业层面上银行贷款



未尝贷款平均值,  
2010/11 11月=1

(c) 随时间变动的公司层面上的银行贷款



注：图中显示的趋势表示分别在银行层面（Panel A）、银行-国家-行业层面（Panel B）、银行-公司层面（Panel C）上的银行贷款余额对数水平。此外，我们用老 GSIB 认定（蓝色实线）、新 GSIB 认定（红色实线）、纽约时报说明的非 GSIB 认定机构（绿色实线）以及纯非 GSIB 机构（灰色实线）来做区分。两条虚线标记了 FSB 第一次 GSIB 认定的前（2010 年 11 月-2011 年 11 月）后（2011 年 11 月-2012 年 11 月）一年期窗口。

### 研究发现

我们的主要发现概括如下：

- 在银行层面，GSIB 机构（我们的处置组）在认定后的一年内，将其银团贷款市场的贷款规模相比非 GSIB 机构（对照组）减少了 9.1%。然而，我们需要谨慎解释这一结果，因为我们不能控制可能导致各银行不同反应的需求因素。
- 在银行-国家-行业层面和银行-企业层面，我们发现 GSIB 认定机构以密集的幅度减少信贷供应（例如，与非 GSIB 机构相比，对同一企业的贷款减少了 6%。）重要的是，这些贷款削减似乎是由额外的监管审查造成的，而不是由预期的资本附加费引起的。与非 GSIB 机构相比，可以预期 GSIB 认定带来的温和资本附加费使对特定公司的贷款减少 6.5%。我们还发现，对预期就会收取更高附加费的 GSIB 机构而言没有显著影响。
- 尽管 FSB 在 2011 年 11 月公布的名单是第一批 GSIB 正式认定名单，但人们可能担心在 2009 年 11 月《金融时报》就泄露了一些早期名单。我们发现，未在泄露名单上的 GSIB 认定机构会对特定国家-行业或对企业层面的边际贷款减少 10%-11%，而正式认定前已经泄露会被认定的银行将减少约 3-5% 的贷款。
- 认定机构减少对高风险借款人的贷款，但不削减对低风险借款人的贷款。具体来说，不在《金融时报》名单上的 GSIB 认定机构对所有借款人都在边际上减少了信贷供应，而且更有可能停止（也更不可能开始）对高风险借款人放贷。相比之下，《金融时报》准确预测到的认定机构对高风险借款人的贷款边际上减少了 5.7%，对低风险公司没有。虽然利差如此之大，但它们似乎并没有调整放贷结构。
- 最后一步，我们将 GSIB 认定机构的贷款调整与企业层面的结果联系起来，以调查新的 GSIB 框架引入是否会对实体经济产生影响。使用公司层面的数据，通过比较依赖于 GSIB 认定机构来供应信贷的公司（处置组）和不依赖于 GSIB 信贷供应（对照组）的表现，我们发现相比对 GSIB 不依赖的高风险借款人，对 GSIB 高依赖的高风险借款人经历了更缓慢的资产积累（2.2%）和投资增长（5.4%）

## 结论

我们利用 2011 年 11 月 4 日正式公布的第一批 GSIB 机构和《金融时报》释出的初步 GSIB 名单，研究被认定的机构如何调整其放贷行为，以及这种调整是否会对实体经济产生影响。总的来说，我们发现在银团贷款市场中，GSIB 认定会导致企业贷款相应减少，并且会引诱认定机构停止向某些借款人提供大量贷款。贷款削减似乎会发生在各个行业，但主要集中在高风险的企业借款人中。这意味着，在 FSB 框架下，得益于更严格的监管，总体风险程度降低。因此我们的研究表明，GSIB 认定机构在企业贷款市场承担的风险将会减少，这与政策的预期效果是一致的——即，会降低 GSIB 银行机构的事前道德风险。

此政策在稳定金融体系方面取得的成功，是以风险较高的企业放缓其资产增长、投资增长和销售增长的步调为代价的。这些企业来自 GSIB 认定机构的信贷供应减少，并且似乎无法用其他来源的资金来替代这一渠道的借贷。

---

本文原题名为 “The Effects of ‘Global Systemically Important Bank’ Designation on Corporate Lending”，由三位作者联合署名。本文作者 Hans Degryse 是鲁汶大学的金融学教授，CEPR 研究员；Mike Mariathan 是鲁汶大学的金融学助理教授；Thi Hien Tang 是鲁汶大学的研究助理、荷兰国际集团的数据分析师。本文于 2021 年 1 月 29 日首刊于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 公共债务与利率增长之差

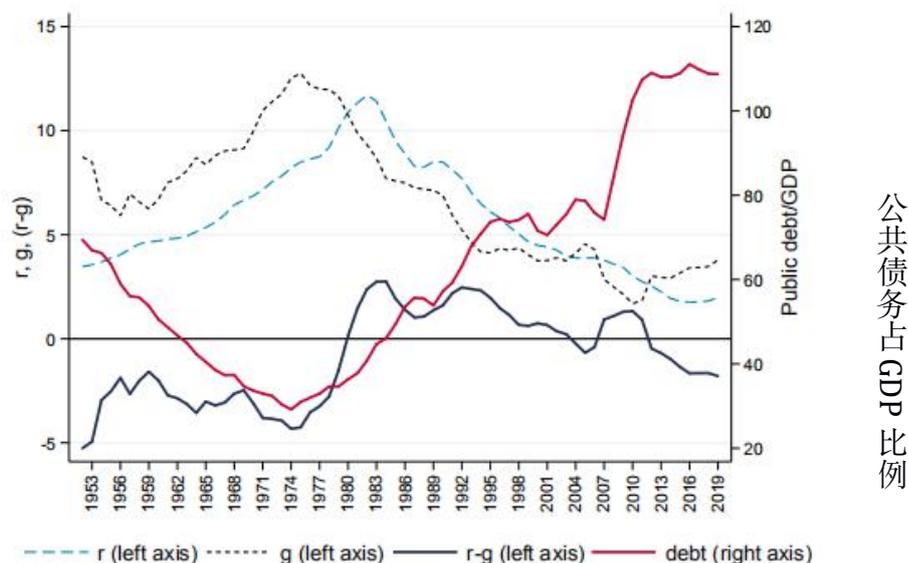
Weicheng Lian, Andrea F. Presbitero, Ursula Wiriadinata/文 母雅瑞/编译

导读：随着许多国家的利率增长差值（ $r-g$ ）正在变为负值，各国政府都在考虑推行财政扩张政策，以及研究可能由此带来的潜在风险。基于发达国家和新兴经济体的大量样本，我们的分析表明，高额的公共债务可能会使未来的利率增长差值（ $r-g$ ）恶化。具体来说，初始时期公共债务较高的国家会面临以下挑战：（1）利率增长差值（ $r-g$ ）为负值的时期更短暂，且该值逆转的可能性较高；（2）平均利率增长差值（ $r-g$ ）较高；（3）更右偏的利率增长差值（ $r-g$ ）分布，这意味着更高的下行风险。此外，由于（4）超出预期的国内产出下降和（5）全球波动加剧，负债较高的国家的利率将会大幅上升。当公共债务以外币计价时，这一结果更为强劲。编译如下：

### 1. 导论

自 20 世纪 80 年代以来，利率增长差值（ $r-g$ ）一直处于下降趋势，2008 年全球金融危机（GFC）后，有几个经济体的利率增长差值已经转为了负值。与此同时，自全球金融危机以来，各国的利率一直保持在较低水平。在 Blanchard (2019) 的研究中，上述两个条件为政府追求财政扩张以刺激增长提供了强有力的论据，因为长期负向的利率增长差值（ $r-g$ ）意味着持续存在的公共债务，而在低水平利率的环境中，反周期财政政策更为有效 (Miyamoto, Nguyen and Sergeyev, 2018; Ramey and Zubairy, 2018)。然而，即使在 Covid-19 病毒大流行之前，当时的债务水平就已经处于历史的最高水平 (Yared, 2019; Mian, Straub 和 Sufi, 2020)，同时许多国家的经济增长率停滞不前 (见图 1)。在这一背景下，进一步的财政扩张可能会带来重大风险。如果历史可以为鉴的话，我们并不能保证利率增长差值（ $r-g$ ）会一直维持为负值 (Mehrotra 和 Sergeyev, 2019; Rogoff, 2020)。

图 1 利率、经济增长和公共债务



在本文中，我们认为高额的公共债务会使利率增长差值 ( $r-g$ ) 更有可能上升并转为正值，它可能会放大负面冲击的影响，从而推高利率增长差值 ( $r-g$ )。利率增长差值 ( $r-g$ ) 的激增是一个问题，因为它会产生巨大的经济成本 (Born, Müller, Pfeifer, Wellmann and Müller, 2020)，并导致主权债务危机 (Mauro and Zhou, 2020)。本文的分析基于 56 个发达经济体 (AEs) 和新兴市场 (EMs) 的大样本，与之前的研究相比，我们的研究有两个显著特征。首先，我们应用 Adrian、Grinberg、Liang 和 Malik (2018) 以及 Adrian、Boyarchenko 和 Giannone (2019) 提出的增长风险 (growth-at-risk) 方法，证明当前较高的公共债务水平与未来出现异常高的利率增长差值 ( $r-g$ ) 的可能性的增加有关。其次，我们探讨了经济增长的预测错误和美国波动率指数 (VIX) 的变化对利率的影响，从而表明更高的公共债务与应对不利的国内增长冲击和全球波动冲击的加息回应有关。

本文的主要理论框架与 Rogoff (2020) 的逻辑一致：Covid-19 病毒大流行警示人们，当灾难真的发生时，利率可能会上升，这增加了达成糟糕均衡的风险，并加剧了财政刺激与未来持续性债务之间的紧张关系。尽管宽松的货币政策可能进一步降低基准利率，但前所未有的经济增长放缓、不确定性的增加和大规模的财政扩张可能推高利率增长差值 ( $r-g$ )，并让公共债务走上不可持续的道路。

我们实证研究的主要假设如下。首先，即使是在正常情况下，拥有更高未偿债务的国家更有可能表现出更高的利率增长差值 ( $r-g$ )，因为更高的公共债务往往伴随着更高的借贷成本，同时因为债务积压和挤出效应，可能会降低经济增长 (Bohn, 1998; Aguiar, Amador 和 Gopinath, 2009; Laubach, 2009; Mauro, Romeu, Binder 和 Zaman, 2015; Fatas, Ghosh, Panizza 和 Presbitero, 2020)。其次，也是更重要的一点，高额的公共债务，尤其是以外币计价的债务，可能会放大短期不利冲击的影响。这些冲击往往会增加风险溢价，从而增加借款成本，进而导致资不抵债问题，引发自我实现的危机 (Aguiar, Amador 和 Gopinath, 2009; Lorenzoni 和 Werning, 2019; Bocola 和 Lorenzoni, 2020)。随着未偿债务水平的提高和该机制的作用，未偿债务较高的国家更有可能在未来出现异常高的利率增长差值 ( $r-g$ ) (下行尾部风险)。而 Covid-19 病毒的大流行使这些问题变得更加突出。

我们的主要发现如下。首先，历史数据显示，当前的负利率增长差值 ( $r-g$ ) 现象可能不会持续太久。在过去的 70 年里，初始公共债务的水平越高，负利率增长差值 ( $r-g$ ) 时期的时间就越短。与这种模式一致的是，高负债国家更有可能发生逆转：从今天的负利率增长差值 ( $r-g$ ) 机制转向未来的正利率增长差值 ( $r-g$ ) 机制。例如，当一个负 (正) 利率增长差值 ( $r-g$ ) 时期被定义为至少一

段连续两年的负（正）利率增长差值（ $r-g$ ）时间，相比债务占 GDP 比例排名前四分之一的国家，债务与 GDP 的比率位于中位数的国家出现利率增长差值逆转的可能性将从 25% 增加到 75% 以上。

其次，更高的当前公共债务与未来二到五年利率增长差值（ $r-g$ ）条件均值的增加相关，同时利率增长差值（ $r-g$ ）的分布是高度右偏的，因此未来利率增长差值（ $r-g$ ）异常高的概率，也就是我们所说的下行风险会显著增加。我们使用分位数回归估计以公共债务为自变量的利率增长差值（ $r-g$ ）函数的分布。未来 2 年或 5 年平均利率增长差值（ $r-g$ ）的上分位数和中位数之间的差值与公共债务水平呈正相关。例如，随着当前债务占 GDP 的比率从 40% 上升到 120%，平均利率增长差值（ $r-g$ ）的 90% 分位数会在接下来的 5 年里从 0% 上升到 2% 左右。同时，利率增长差值（ $r-g$ ）的中值仅增长 0.8 个百分点左右。下行风险的增加并没有被更高的上行风险所补偿；如果说有什么不同的话，那就是，如今公共债务的增加，也与“处于非常好状态”（较低分位数水平）的利率增长差值（ $r-g$ ）的下降幅度较小有关。这些模式分别适用于利率和经济增长，这表明，这两种成分都是组成公共债务和处于风险中的利率增长差值（ $r-g$ ）之间的正相关关系的部分。

第三，衡量债务面值的货币非常关键：在高负债国家，以外币计价的公共债务所占比例越高，平均利率增长差值（ $r-g$ ）就越高。这一模式与外币债务有较高的脆弱性相一致，而后者已有充分的证据证明。例如，这些债务大多以美元计价，美元在遭受不利外部冲击后往往会升值，这增加了未偿债务的实际价值，因此会在经济不景气时增加借贷成本。

接下来，为了更好地理解利率增长差值（ $r-g$ ）变化的机制，我们着眼于公共债务水平与不利冲击对长期利率的影响之间的关联。我们首先估计国内经济增长负向冲击发生后，长期利率的反馈（以增长预测误差来衡量）。我们发现，公共债务较高的国家，特别是以外币计价的，在发现国内经济增长低于预期之后，其利率会大幅上升。例如，当实际 GDP 的增长低于预期至少 1% 时，在高公共债务和高外币公共债务占比的国家，负向冲击发生后，它们的利率将上调 155 个基点（bps）。这一结果与以下观点一致：经济不景气时，随着风险溢价的增加，高负债国家的借贷成本往往会大幅上升，这限制了政府支持经济增长的能力，也有助于解释利率增长差值（ $r-g$ ）更加糟糕的动态变化。

最后，利用日间数据，我们发现，公共债务较高的国家，面对不利的全球波动冲击（以美国波动率指数（VIX）两天的变化进行衡量），其利率会出现更大（且持续）的上升。此外，对于给定的债务水平，以外币计价的公共债务的份额越高，利率变化的反馈就越大。例如，对于普通的国家，美国的波动率指数增加

5%，该国未来 10 天的长期利率会上调 33 个基点 (bps)，但对于高债务和外币计价债务占比较高的国家，这种影响将上升至 130 个基点。相比之下，长期利率对美国波动率指数 (VIX) 变化的反馈，显示出其与通常被视为安全港的国家 (美国、英国、日本、瑞士和德国) 的公共债务水平并不相关。这种模式与投资者在全球高度不确定性时期调整投资组合、转向安全和流动性资产的做法是一致的 (Beber, Brandt and Kavajecz, 2009; Baele, Bekaert, Inghelbrecht 和 Wei, 2020)。

### 相关文献概述

我们的分析与许多研究不同国家利率增长差值 ( $r-g$ ) 变动的论文有关，研究动机来源于 Blanchard (2019) 在美国关于利率增长差值 ( $r-g$ ) 的开创性工作。虽然发达经济体的证据表明，利率增长差值 ( $r-g$ ) 很可能在长期中是负向的 (Barrett, 2018)，大多数文献同意利率增长差值 ( $r-g$ ) 是高度不稳定的。因此，负利率增长差值 ( $r-g$ ) 不一定是常态；过去的危机集中在新兴市场之中，且在一定程度上是受到金融抑制的推动 (Reinhart 和 Sbrancia, 2015; Escolano, Shabunina 和 Woo, 2017; Jordà, Knoll, Kuvshinov, Schularick 和 Taylor, 2019; Mauro 和 Zhou, 2020; Mehrotra 和 Sergeyev, 2019; Garín, Lester, Sims 和 Wolff, 2019; Checherita-Westphal, 2019)。相较这一文献，我们的论文提供了当前公共债务与未来利率增长差值 ( $r-g$ ) 变动之间关系的新的经验模式：较高的初始公共债务与较短的负利率增长差值 ( $r-g$ ) 时期和较高的利率增长差值 ( $r-g$ ) 下行风险概率相关。

我们的分析还涉及到了大量的文献，这些文献发展了多重均衡模型，在该模型中，不利的短期冲击可能导致糟糕的长期均衡和自我实现的债务危机 (Calvo, 1988; Cole and Kehoe, 2000; Chamon, 2007; Aguiar and Amador, 2014; Aguiar, Amador and Gopinath, 2009; Lorenzoni and Werning, 2019)，以及研究外币债务对于理解国家易受外部冲击方面具有重要性的文献 (如 Fisher, 1933; Aguiar, 2005; Lane and Shambaugh, 2010; Du and Schreger, 2016; Bocola and Lorenzoni, 2020; Wiriadinata, 2020)。相较这些文献，本文为这一机制提供了实证证据，即公共债务可能会放大外部冲击对利率增长差值 ( $r-g$ ) 的影响。

最后，通过展示公共债务如何使国家的经济增长和借贷成本更容易受到国内和全球冲击，我们的结果有助于广泛的实证文献研究公共债务对经济增长和主权债券收益率的影响 (Bohn, 1998; Laubach, 2009; Reinhart and Rogoff, 2010; Panizza and Presbitero, 2013; Eberhardt and Presbitero, 2015)

## 2. 数据

我们收集了 31 个发达经济体和 25 个新兴市场国家的利率、经济增长、通货膨胀和公共债务的信息。表 A1 列出了我们样本中的国家，以及每个国家可用样本的时间范围。

表 A1 样本国家和其对应时间段

组别	国家	长样本	基本分析样本	外汇样本	日间样本
AE	Australia	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Austria	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Belgium	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Canada	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2011	2000 - 2018
AE	Cyprus	-	2000 - 2019	2000 - 2019	-
AE	Czech Republic	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Denmark	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Finland	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2009	2000 - 2018
AE	France	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Germany	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Greece	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Hong Kong SAR	-	2001 - 2019	2009 - 2019	2002 - 2018
AE	Iceland	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2002 - 2018
AE	Ireland	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Israel	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2002 - 2018
AE	Italy	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Japan	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Korea	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Latvia	-	2001 - 2019	2001 - 2019	2004 - 2018
AE	Lithuania	-	2001 - 2018	2001 - 2018	2003 - 2018
AE	Luxembourg	-	2000 - 2019	2000 - 2019	-
AE	Netherlands	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	New Zealand	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Norway	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2009	2000 - 2018
AE	Portugal	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Singapore	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Slovak Republic	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2002 - 2018
AE	Spain	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Sweden	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	Switzerland	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2009	2000 - 2018
AE	United Kingdom	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
AE	United States	1950 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
EM	Bosnia and Herzegovina	-	2000 - 2019	2000 - 2019	-
EM	Brazil	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
EM	Bulgaria	-	2003 - 2019	2003 - 2019	2006 - 2018
EM	Chile	-	2004 - 2019	2004 - 2019	2007 - 2018
EM	Colombia	-	2002 - 2019	2002 - 2019	2002 - 2018
EM	Croatia	-	2007 - 2019	2007 - 2019	2008 - 2018
EM	Egypt	-	2010 - 2019	2010 - 2019	2010 - 2018
EM	Hungary	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2002 - 2018
EM	Indonesia	-	2003 - 2019	2003 - 2019	2003 - 2018
EM	Malaysia	-	2000 - 2019	2000 - 2012	2000 - 2018
EM	Mauritius	-	2000 - 2019	2000 - 2019	-
EM	Mexico	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2001 - 2018
EM	Nigeria	-	2007 - 2018	2007 - 2018	2007 - 2018
EM	Panama	-	2000 - 2019	2000 - 2019	-
EM	Peru	-	2007 - 2019	2007 - 2019	2007 - 2018
EM	Philippines	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
EM	Poland	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
EM	Romania	-	2005 - 2019	2005 - 2019	2007 - 2018
EM	Russia	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2001 - 2018
EM	Seychelles	-	2004 - 2019	2004 - 2019	-
EM	Thailand	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2001 - 2018
EM	Turkey	-	2000 - 2019	2000 - 2019	2000 - 2018
EM	Vietnam	-	2007 - 2019	2007 - 2019	2007 - 2018
OT	Kenya	-	2004 - 2018	2009 - 2018	2004 - 2018

我们从宏观历史数据库 (Jordà, Schularick 和 Taylor, 2017) 开始, 该数据库收集了包括长期名义利率在内的大量宏观经济变量, 包括 17 个发达经济体。我们将这些数据更新至 2019 年, 并构建了一个长样本, 主要利用二战后的时间维度来研究利率增长差值 ( $r-g$ ) 和债务之间的关系。在更新数据时, 我们使用了国际货币基金组织全球债务数据库 (Mbaye, Moreno Badia and Chae, 2018) 的数据来衡量经济增长 ( $g$ ) 和公共债务, 从而避免在 2016 年 (宏观历史数据库的最后一年) 和 2017-2019 年之间的序列中断。这几年的长期名义利率数据来自彭博数据 (Bloomberg), 我们参考的是 10 年期政府债券的收益率。在整个分析中, 我们使用政府债务的边际税率 (新的政府借贷的利率或二级市场) 来测量利率 ( $r$ ), 而不采用实际利率 (利息支出与政府债务的比率), 因为前者对全球和国内形势的变化反应更快 (Mauro 和 Zhou, 2020)。

然后, 我们扩展该样本, 包括其他 14 个发达经济体和 25 个新兴市场国家。我们补充了各种来源的长期名义利率数据, 如国际货币基金组织 (IMF) 的国际金融统计数据、经合组织 (OECD)、彭博 (Bloomberg) 和 Thomson Reuters。利用这些数据, 我们首先使用 10 年期政府债券的数据, 但如果没有, 我们就使用其他长期债券的信息。

在研究公共债务结构的作用时, 我们从财政数据集 (Fiscal Space Dataset) 收集到了有关外币面额和外国持有的数据 (Kose, Kurlat, Ohnsorge 和 Sugawara, 2017), 我们补充了 Arslanalp 和 Tsuda (2014)、个人央行、财政部和亚洲开发银行的主权债务的外币面值信息。

由于我们感兴趣是利率 ( $r$ ) 对国内和全球冲击的反应, 我们利用 Chinn and Ito (2006) 的金融开放度指数进行衡量, 将资本账户关闭或几乎关闭的国家排除在外, 因为这些国家的利率不太可能由市场驱动, 且更容易受到金融抑制。此外, 这些国家倾向于实行固定汇率制度, 这使得我们对债务面额作为传导机制的作用的研究复杂化。举一个极端的例子, 一个国家盯住美元, 没有违约风险。在这种情况下, 该国本地和美元计价的债务实际上都是以美元计价的, 其利率 (债券回报) 将大体上跟随美国利率, 因此利率的变化更多地反映了美国经济的基本面, 而不是当地经济。

其他宏观经济数据来自国际货币基金组织 (IMF) 的《世界经济展望》。我们最终得到了 56 个国家的大样本。为了避免我们的结果受到样本组成变化的影响, 我们将样本限制在过去 20 年 (2000-2019 年)。通过这种方式, 我们构建了一个几乎平衡的样本, 因为所有国家都有至少 12 年的关键变量数据, 41 个国家有整个时间段的数据。

本文分析的最后一部分使用了彭博 (Bloomberg) 和 Thomson Reuters 提供的 2000 年 1 月至 2018 年 12 月期间 50 个国家 10 年期本币国债名义收益率的每日数据。我们使用来自美联储经济数据 (FRED) 的每日美国波动率指数 (VIX) 数据来衡量全球波动性冲击。

最后，我们对主要变量进行了 1% 和 99% 水平上进行了缩尾，从而最小化异常值的影响。我们将国家  $i$  在第  $t$  年的利率增长差值 ( $r-g$ ) 写作  $r - g_{i,t}$ ，其等于本币长期名义利率  $r_{i,t}$  减去本币名义年增长率  $g_{i,t}$ 。理想情况下，我们想匹配名义利率的持续时间和增长速度，也就是说，如果我们使用 10 年的年化增长率，那么我们使用的是同一时期的年化预期增长率，因为从理论上讲，长期增长率是当前增长率和未来增长率的函数。一个匹配的期限也意味着计算预期通货膨胀在测量利率增长差值 ( $r-g$ ) 时是不必要的，因为预期通货膨胀将会被完全抵消：名义利率增长差值 ( $r-g$ ) 等于实际利率增长差值 ( $r-g$ )。根据我们利率增长差值 ( $r-g$ ) 的测量结果，本文所使用利率增长差值 ( $r-g$ ) 可能会偏离真实的利率增长差值 ( $r-g$ )。然而，偏差的方向是不确定的，平均意义上可能会被相互抵消。

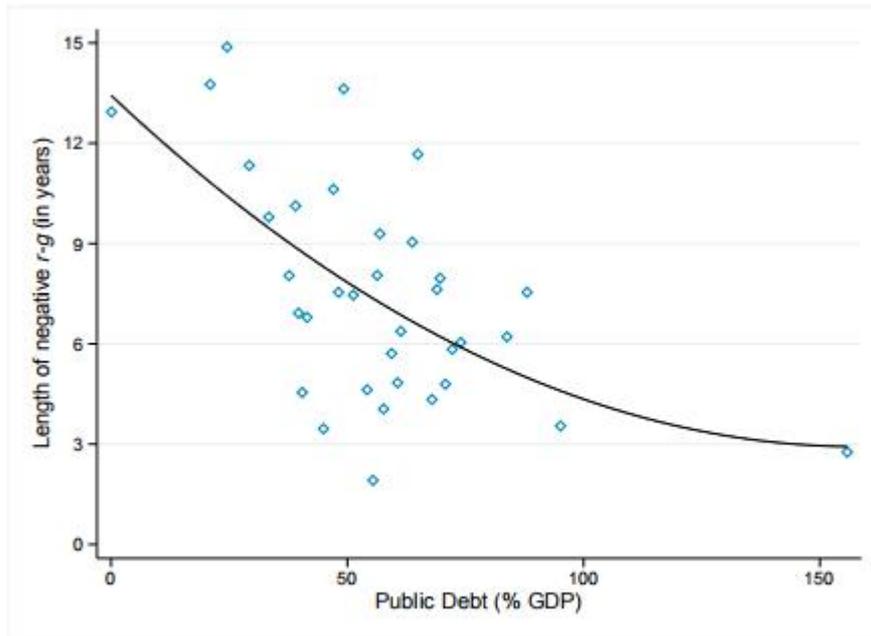
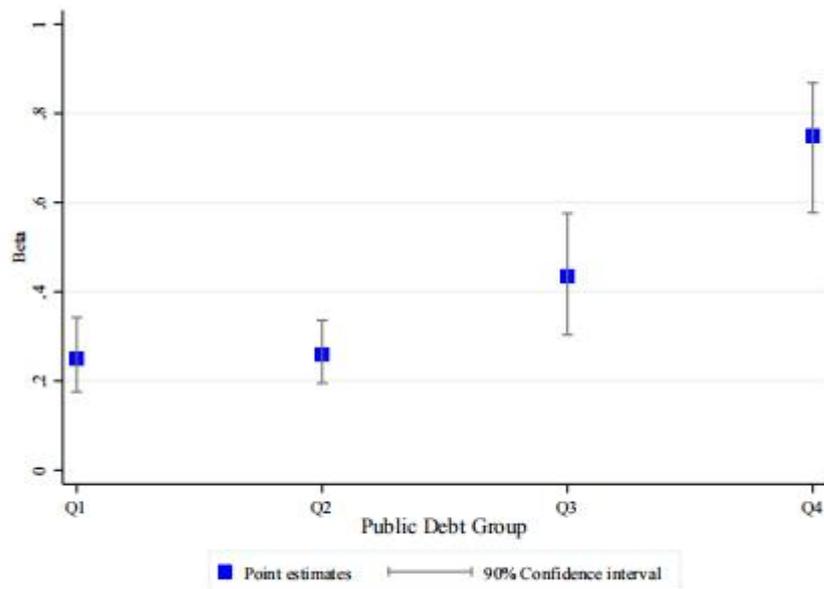
### 3. 风险下的公共债务和利率增长差值 ( $r-g$ )

在本节中，我们将展示一组程序化的事实，来说明公共债务和利率增长差值 ( $r-g$ ) 变化之间的联系，包括利率增长差值 ( $r-g$ ) 的尾部风险，以及债务计价货币的作用。

#### 3.1 公共债务、负利率增长差值 ( $r-g$ ) 时期与其逆转

鉴于目前的讨论是利率增长差值 ( $r-g$ ) 可能会在相当长一段时间内维持负值，我们先回顾过去几十年负利率增长差值 ( $r-g$ ) 的持续时间。尽管有理由认为这一次与过往有所不同，但回顾历史告诉我们的经验仍然是有意义的。

图 2 的面板 a 中显示了我们的第一个发现，初始公共债务占 GDP 比例越高，平均意义上负利率增长差值 ( $r-g$ ) 的周期越短。1950 年至 2019 年期间 17 个发达经济体的面板数据显示，72 个负利率增长差值 ( $r-g$ ) 期的平均持续时间为 7.7 年，但负利率增长差值 ( $r-g$ ) 期的时间一直在减少（自 1980 年以来为 5.3 年）。有趣的是，这些周期的长度随着初始公共债务占 GDP 比例（以危机开始前一年计算）而减少。当债务占 GDP 比例高出 10 个百分点时，负利率增长差值 ( $r-g$ ) 期的持续时间平均会缩短近 5 个月。

图 2 负利率增长差值 ( $r-g$ ) 期, 其逆转和公共债务(a) 负利率增长差值 ( $r-g$ )

(b) 逆转

然后, 包含 17 个发达经济体的同一长样本中, 我们探究利率增长差值 ( $r-g$ ) 从负变为正的概率。在当前 (和前一年) 利率增长差值 ( $r-g$ ) 为负的条件下, 5 年内平均意义上利率增长差值 ( $r-g$ ) 转为正的概率约为 30%, 与 Mehrotra and Sergeyev (2019) 计算的数值相似。一个有趣的机制表明, 公共债务在影响利率增长差值 ( $r-g$ ) 持续时间方面的作用是, 利率增长差值 ( $r-g$ ) 逆转的可能性随

着公共债务水平的增加而增加,从债务占 GDP 比率低于中位数的国家的约 25%,到公共债务占 GDP 比率最高的四分之一的国家的近 75% (见图 2 面板 b)。

这些总体趋势表明,人们不能想当然地认为当前处于低(和负)利率增长差值( $r-g$ ),因为利率增长差值对于公共债务的规模来说是内生的(Wyplosz, 2019)。利率增长差值( $r-g$ )短期的持续时间表明,即使长期来说利率增长差值( $r-g$ )的平均值是负的,我们也不能排除不利冲击可以促使利率增长差值( $r-g$ )转变为正的可能性,至少在短期内是这样。在这种情况下,公共债务的可持续性应该取决于这样一种想法:即利率增长差值( $r-g$ )会回到其长期的平均水平。然而,当利率增长差值( $r-g$ )更强劲地上升时,这种想法的利处就会变小。在接下来的两个小节中,我们将更深入地探究公共债务水平和其货币构成与利率增长差值( $r-g$ )之间的关系。

### 3.2 公共债务和利率增长差值( $r-g$ )的下行风险:分位数回归

我们的第二组结果表明,因为利率增长差值( $r-g$ )的分布右偏,现在较高的公共债务与未来出现异常高的利率增长差值( $r-g$ )的概率相关。为了量化公共债务和利率增长差值( $r-g$ )下行风险之间的关系,我们采用 Adrian、Boyarchenko 和 Giannone (2019) 开发的风险增长方法,估计以当前公共债务水平为自变量和未来利率增长差值( $r-g$ )为因变量的函数分布。

在使用分位数回归之前,我们已经可以在原始数据中观察到这种机制。图 3 和表 A2 显示并总结了构建的不同国家组的年度利率增长差值( $r-g$ )分布情况,这些事基于前债务占 GDP 比率的四分位数(左面板)和 3 年期间债务占 GDP 比率的变化(右面板)。从低债务组转向高债务组,利率增长差值( $r-g$ )的条件均值增加,重要的是,出现异常高的利率增长差值( $r-g$ )的概率增加。如表 A2 所示,从最低债务组到最高债务组,利率增长差值( $r-g$ )的观测值为正、高于 2%和高于 4%的占比均单调递增。例如,在大样本中,最低四分之一债务水平的组别,其利率增长差值( $r-g$ )为正的的概率为 24%,而处于最高 5%的债务组,其利率增长差值( $r-g$ )约为 65%。这一现象与尾部风险相关,从最低四分之一到前 5%的债务组,利率增长差值( $r-g$ )高于 4%所占的比例从 7%上升到了 23%。对于基于 3 年期变更债务而构建的小组,这一比例甚至增加了更多,从 3%增加到了 48%。总的来说,由于这些组群是基于公共债务的变化而构建的,因此它们的机制更引人注目,这与之前的证据相一致,即公共债务占 GDP 比率的变化对市场准入起到了关键作用(Bassanetti, Cottarelli and Presbitero, 2018)。

表 A2  $r-g$  vs 公共债务的统计汇总数据

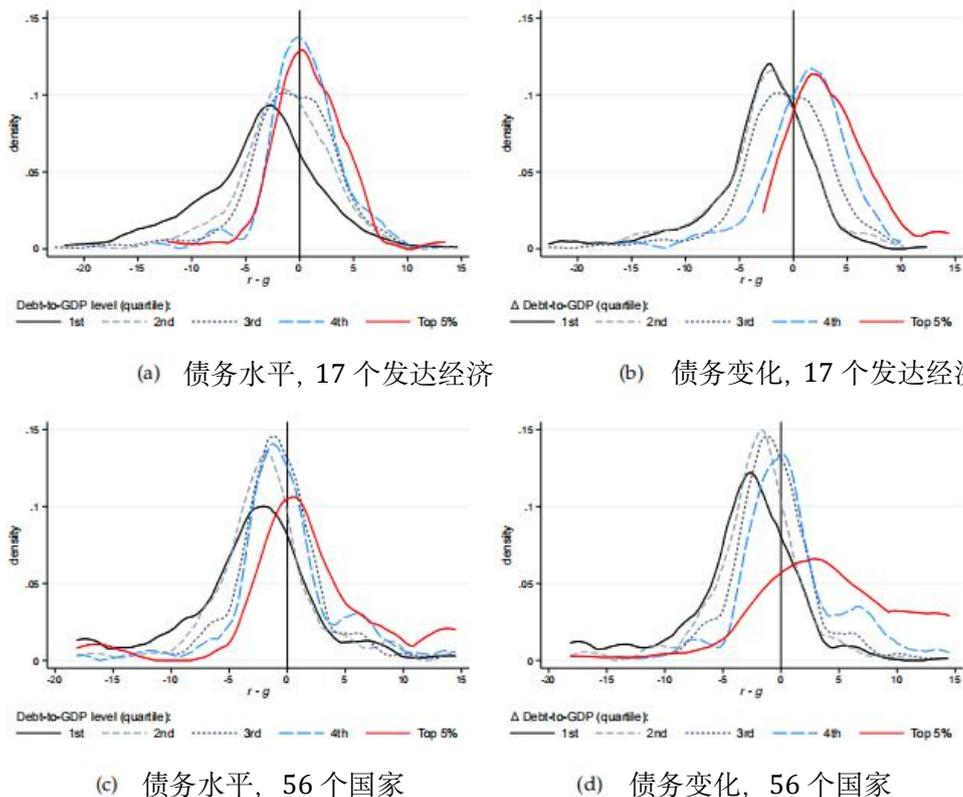
(a) 债务

Debt group	Panel A: 17 AEs					Panel B: 56 AEs & EMs				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Top 5%	Q1	Q2	Q3	Q4	Top 5%
Mean $r-g$	-3.7	-1.5	-0.8	0.4	0.8	-3.1	-1.8	-0.7	-0.2	1.7
Median $r-g$	-3.1	-1.3	-0.4	0.3	0.7	-2.6	-1.9	-0.7	-0.6	1.2
Sh. ( $r-g > 0\%$ )	22	36	44	54	60	24	24	35	43	65
Sh. ( $r-g > 2\%$ )	12	20	24	30	33	12	13	15	21	40
Sh. ( $r-g > 4\%$ )	6	8	10	12	17	7	9	8	15	23
Mean Debt	18	37	55	87	158	21	41	59	90	163
Mean $\Delta Debt$	-1.0	-0.1	1.1	3.8	6.2	-1.4	-1.2	0.7	4.8	13.4
No. Obs.	298	297	298	237	60	288	288	288	230	57

(b) 债务变化

Debt group	Panel A: 17 AEs					Panel B: 56 AEs & EMs					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Top 5%	Q1	Q2	Q3	Q4	Top 5%	
Mean $r-g$	-2.2	-2.5	-1.2	0.9	3.5	-3.3	-2.2	-1.6	0.8	4.3	
Median $r-g$	-2.0	-2.1	-1.1	1.2	3.0	-2.9	-2.0	-1.3	0.2	3.5	
Sh. ( $r-g > 0\%$ )	27	28	38	65	86	22	21	27	53	81	
Sh. ( $r-g > 2\%$ )	11	11	20	43	66	7	7	13	29	62	
Sh. ( $r-g > 4\%$ )	3	5	7	19	40	3	4	6	20	48	
Mean Debt	55	37	48	64	101	51	47	55	64	110	
Mean $\Delta Debt$	-	-2.6	2.7	11.2	28.1	-	-2.1	3.2	11.7	34.9	
No. Obs.	10.4	289	289	289	231	58	286	286	286	227	58

图 3  $r-g$  分布和公共债务

### 分位数回归：方法和规范

我们使用分位数回归估计利率增长差值 (r-g) 的条件分布，这与 Adrian、Grinberg、Liang 和 Malik (2018) 所做的相同。假设第  $\tau^{th}$  分位数的利率增长差值 (r-g) 分布是 X 的函数，即  $X\beta_\tau$ ，分位数回归系数  $\beta_\tau$  是使  $\tau$  加权平均绝对偏差最小的值：

$$\beta_\tau = \arg \min_{\beta \in \mathbb{R}^k} \sum_{i=1}^N \rho_\tau(y_i - X_i\beta_\tau),$$

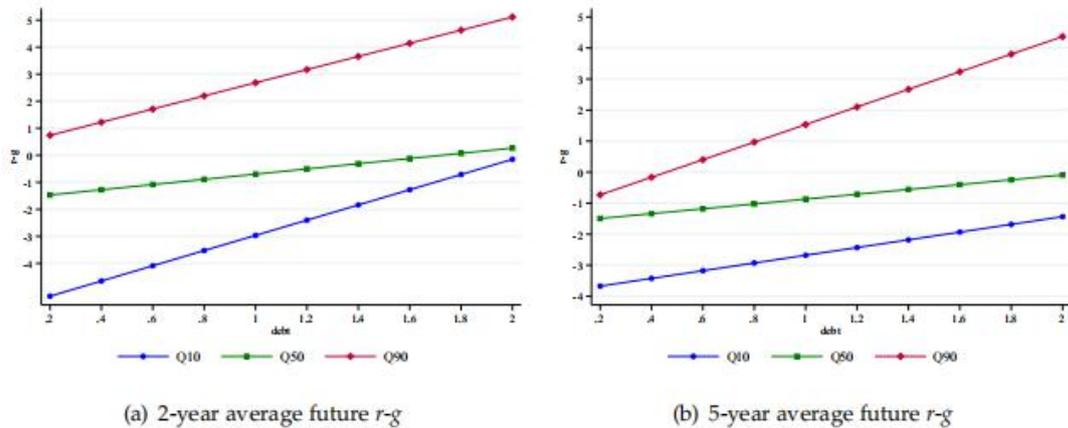
其中  $\rho_\tau(\epsilon) = \tau \cdot \max(\epsilon, 0) + (1 - \tau) \cdot \max(-\epsilon, 0)$

我们估计未来  $r - g_{t+k}$  分布的函数由常数、当前公共债务占 GDP 比率 ( $debt_t$ ) 和一组控制变量组成。在基本分析中，我们以未来两年和五年 r-g 的平均值作为因变量。设定的控制变量包括：本币名义利率  $r_t$ ，本币名义增长率  $g$ ，本币通货膨胀  $\pi_t$ ，以及 t 年大衰退的虚拟变量  $D_{g,t}$

### 估计以公共债务为自变量的 r-g 条件分布

分位数  $\tau$  的分位数回归的预测值给出了 r-g 分布在  $\tau^{th}$  分位数上的估计值。图 4 绘制了不同水平公共债务占 GDP 比率情况下，未来两年（面板 a）和五年（面板 b）的在 10%、50% 和 90% 分位数的平均 r-g 估计值。图表表明，更高的公共债务与未来更高的利率增长差值 (r-g) 相关，更重要的是，90% 分位数的利率增长差值 (r-g) 的增长显著高于中位数水平上利率增长差值 (r-g) 的增长。这意味着，随着当前公共债务的增加，利率增长差值 (r-g) 的分布变得更右偏，并带来更高的下行风险。此外，有趣的是，下行风险的增加并没有被更高的上行风险所补偿：在良好的状态下（例如，10% 分位数左右），公共债务较高的国家也会面临更高的利率增长差值 (r-g)。换句话说，当处于糟糕经济环境时，公共债务高的国家遭受的损失更大，而面临较好的环境时，它们获得的收益更少。需要注意的是，下行风险的增加和上行风险的下降都会导致利率增长差值 (r-g) 的分布更右偏。

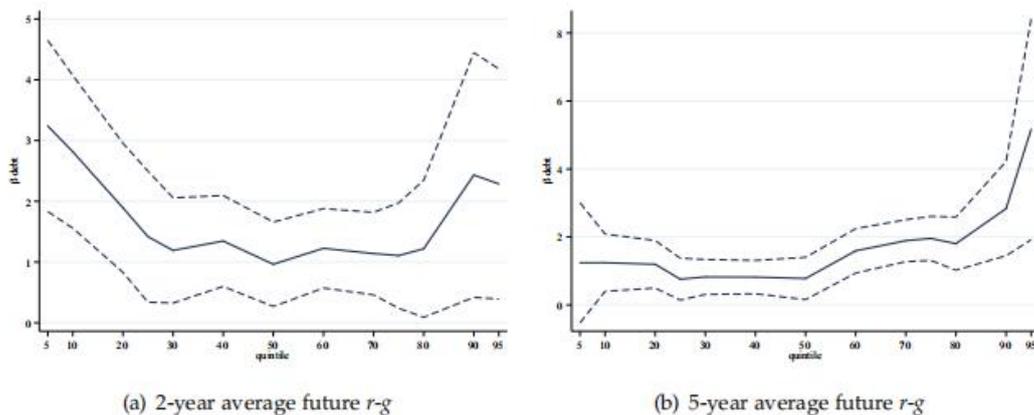
图 4 风险下的公共债务和 r-g: 分位数回归分布估计



为了说明该系数的经济意义，图 4 显示，随着当前债务占 GDP 比率从 40% 上升到 120%，未来五年 90%分位数水平上的平均利率增长差值 (r-g) 将从 0 上升到 2%左右。与此同时，中位数和 10%分位数水平上的平均利率增长差值 (r-g) 也分别上升了 0.8 和 1.2 个百分点左右。未来两年的平均利率增长差值 (r-g) 表现出了同样的模式。在这两种分布之间，未来两年上行风险的下降在平均利率增长差值 (r-g) 中更为明显。

图 5 显示了 2 年 (面板 a) 和 5 年 (面板 b) 不同分位数从 5%至 95%分位数) 回归中债务占 GDP 比率系数的估计值和置信区间。确实，正如图 4 中的斜率所示，90%分位数的债务系数远高于中位数。就未来两年的利率增长差值 (r-g) 而言，15%分位数的债务系数也远高于中位数。数据显示我们的结果同样适用于上下五分位数，而不仅仅是 10%和 90%分位数。图 5 还说明，未来五年处于利率增长差值 (r-g) 95%分位数的债务系数大于未来两年的系数。这一模式与更高的政府支出可能在短期内提振经济 (因此一个较小的 $\beta_{debt}$ ) 的观点是一致的，但债务的全部成本 (如高风险溢价和长期经济的低增长) 往往只在中期浮现出来。

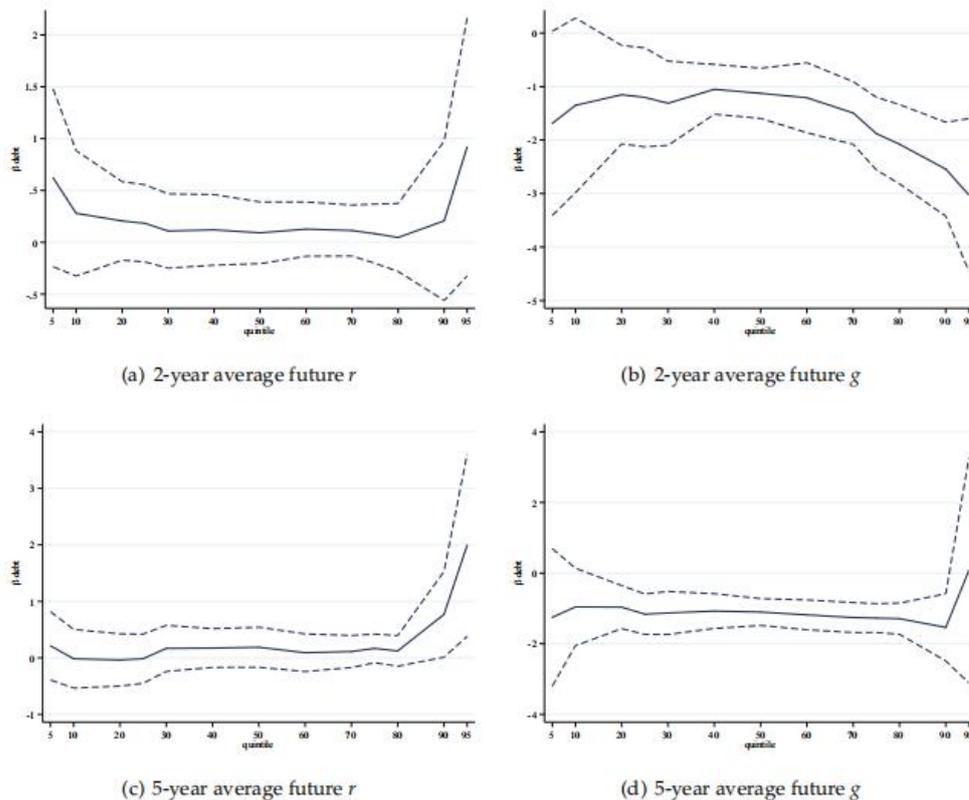
图 5 风险下的公共债务和 r-g: 分位数回归系数估计



### 分别估计 $r$ 和 $g$ 的条件分布

图 A3 显示，当我们分别对利率和经济增长进行五分位数回归时，同样的模式仍然存在。当前公共债务较高时，未来利率和经济增长都表现出了更高的下行风险和（或）更低的上行风险。图 A3 中的模式表明， $r$  和  $g$  都是公共债务和  $r$ - $g$  尾部风险之间关系的重要组成部分。

图 A3 风险下的公共债务与  $r$ - $g$ ：分位数回归系数估计

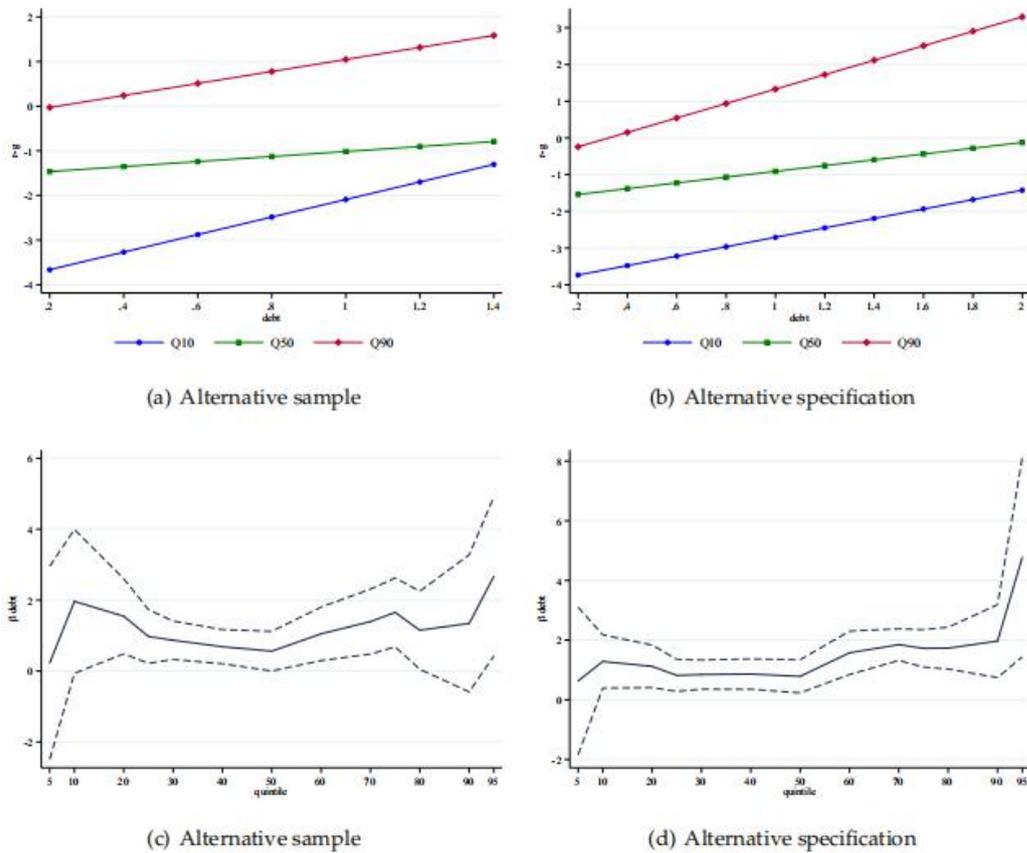


但是，请注意，单独进行分位数回归得到  $r$  和  $g$  的债务系数之和不太可能等于  $r$ - $g$  回归中的债务系数，因为  $r$  和  $g$  之间的协方差是相关的。从理论上讲，公共债务可能导致  $r$ - $g$  有更高的下行风险，因为公共债务会同时影响  $r$  和  $g$ ，使它们倾向于反向变化。例如，在遭受巨大的不利冲击之后，利率往往会很高，而在风险溢价遭受重大不利冲击后，经济增长往往会很低。如果利率和经济增长在小幅度冲击或一般正常时期的反应不同，那么这种计算方法将低估公共债务与处于风险中的  $r$ - $g$  之间的关系。

### 稳健性检验

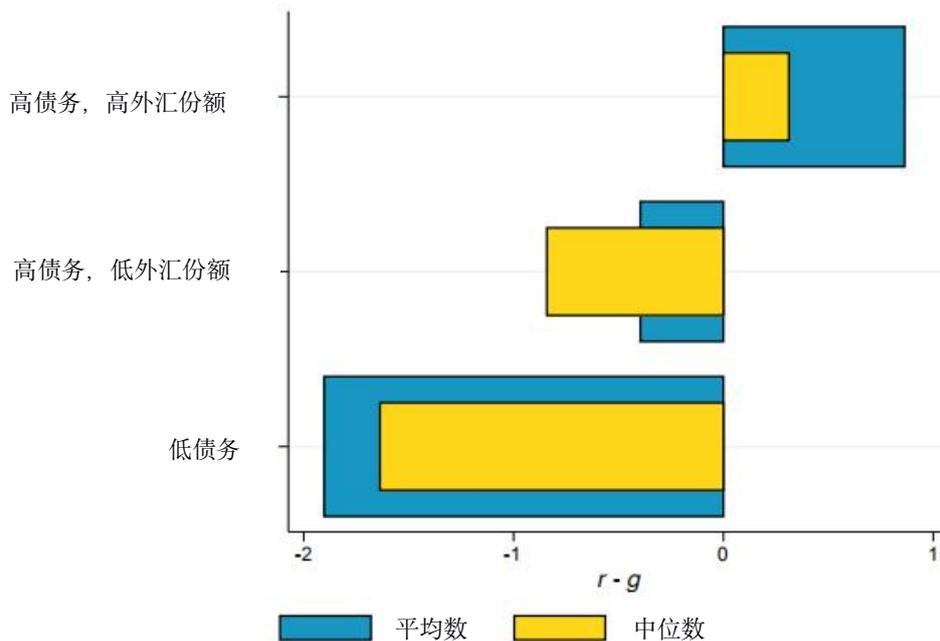
图 A4 的左面板显示，排除了赤字或债务水平异常高的国家（如希腊和日本）后，我们得到的结果是稳健的。如果我们从样本中抽取一个国家，结果也同样成立（为了简单起见，论文中没有报道结果）。此外，从右面板可以看出，从控制变量中删去危机的虚拟变量  $D_{g,t}$  后，结果依然稳健。

图 A4 分位数回归分布估计 (稳健性检验)



### 3.3 公共债务结构与 r-g

在我们的发达经济体和新兴市场样本中，我们发现了计价币种在 r-g 变化中起到重要作用的证据。图 6 显示了原始数据中的变动模式。具体地说，它显示了基于以下两个条件构建组群的 r-g 的平均值：（1）总体样本中公共债务占 GDP 比率的中位数（用于定义低债务和高债务组）（2）在高债务样本中以外币计价的债务份额的中位数（用于定义高债务和低外汇份额组，以及高债务和高外汇份额组）。

图 6  $r-g$  和以外币计价的公共债务

与图 3 一致，我们发现低负债国家的  $r-g$  平均值和中位数低于高负债国家。同样有趣的是，如果比较高债务样本的结果，同时将以外币计价的债务比例低于中位数和高于中位数的样本进行区分。尽管以外币计价债务占比较低的高债务国家仍存在较低甚至为负的利率增长差值 ( $r-g$ )，但只有当一个国家同时拥有高债务和高份额的外币货币时， $r-g$  才会变成正的，并且显著大于样本的其他国家。

表 A4 证实了以外币计价的公共债务对解释  $r-g$  变化的重要性。对  $r-g$  进行简单回归，并将公共债务拆分为本地和外币部分，可以发现利率增长差值 ( $r-g$ ) 的变化是由以外币计价的债务驱动的，特别是在国内维度上（第 2 和第 4 栏）。

表 A4  $r-g$  和以外币计价的公共债务

Dep. Var.: $(r-g)_t$	(1)	(2)	(3)	(4)
$LC Debt_{t-1}$	2.77* (1.37)	2.26 (1.99)	2.90** (1.24)	1.48 (2.43)
$FX Debt_{t-1}$	3.95* (2.11)	15.55*** (3.41)	3.04 (2.17)	13.18*** (3.50)
Observations	856	856	856	856
$R^2$	0.30	0.48	0.41	0.58
Year FE	No	No	Yes	Yes
Country FE	No	Yes	No	Yes

#### 4. 公共债务和 $r-g$ 对冲击的敞口

在对大量国家的样本进行评估后，我们认为不断增长的高额公共债务是利率增长差值（ $r-g$ ）变化的风险来源，在本节中，我们将探讨这些事实背后潜在的重要机制。鉴于负面冲击对利率增长差值（ $r-g$ ）变化的重要性，特别是在新兴市场（Kose, Nagle, Ohnsorge and Sugawara, 2020），我们研究公共债务在放大国内和全球不利冲击影响方面的重要性。因为高公共债务可能会引发一些现象，而这些现象明确指出了公共债务水平与  $r-g$  分布和变动之间的联系，所以我们发现，高债务会放大负面冲击对  $r-g$  的影响，这应该引起人们对近期公共债务增加的担忧。

具体来说，我们研究了事前公共债务是否能解释利率对以下因素的反应：（1）国内增长显著低于预期；（2）美国波动率指数的大幅变化。超出预期的负增长可能会提高公共债务占 GDP 的比率，并可能引发人们对债务可持续性的担忧，从而形成一个反馈循环：债务占 GDP 比率上升可能导致增长放缓，进而推高债务占比。这种机制使公共债务更有可能影响经济增长带来的冲击的传导。同样，美国波动率指数（VIX）冲击的影响也可能取决于公共债务水平。

#### 4.1 国内经济增长冲击

##### 说明

偏离预期的经济增长带来的冲击的计算方法是，实际 GDP 与其共识预期之间的差异。特别地，国家  $i$  在第  $t$  年的增长意外是国家  $i$  在第  $t$  年实现的 GDP 增长与预期第  $t$  年 GDP 增长之间的差异。

我们的估计遵循如下方程：

$$r_{i,t} = \alpha r_{i,t-1} + \sum_{c=1}^4 \beta_c \left( 1_c \times \epsilon_{i,t}^g \times debt_{i,t-1}^c \right) + \gamma_g \epsilon_{i,t}^g + \sum_{c=1}^4 \gamma_c \left( 1_c \times debt_{i,t-1}^c \right) + \eta_i + \tau_t + w_{i,t}$$

其中  $r_{i,t}$  表示国家  $i$  在第  $t$  年的长期利率； $1_c$  表示一个虚拟变量，显示该国是否隶属于  $c$  组，这是根据公共债务水平和货币构成定义的四个国家分组之一； $\epsilon_{i,t}^g$  是一个虚拟变量，当负增长冲击大于或等于 1%（绝对值）时， $\epsilon_{i,t}^g = 1$ ，否则为零；而  $debt_{i,t-1}^c$  是第  $t-1$  年公共债务占 GDP 比率，债务占比分为四组（ $c=1, \dots, 4$ ）。首先，我们分别根据债务水平低于或高于中位数来划分低债务和高债务的观测值。然后，在每个组内，我们定义了低外汇和高外汇的份额，同样以样本中值为标准进行划分。用这种方式，基于过去的债务水平和结构，我们估计了四个

$\beta_c$  的值，从而衡量负增长冲击对长期利率的影响。基础分析中，我们还估计了一个简单的模型，在该模型中，我们将负增长意外这一虚拟变量作为独立的解释变量，以衡量其对  $r$  的平均影响，同时控制滞后的公共债务占 GDP 比率和利率。国家 ( $\eta_i$ ) 和时间 ( $\tau_t$ ) 的固定效应控制了同一时间未观测到的国家特征，以及国家间的共同冲击，这可以解释部分利率的变化。

## 结果

图 7 总结了我们的研究结果，图中显示，平均而言，利率上升是对同时出现的负增长冲击的响应。点估计表明，利率会上调 75 个基点，以应对至少 1% 的负面增长冲击。更重要的是，对于事前公共债务较高的国家，这种平均效应会增加，特别针对债务的很大一部分是以外币计价的，而对于以外币计价的公共债务所占比例较低的国家， $r$  对增长冲击的反应较为温和。在公共债务较高且外币计价公共债务占比较低的国家，负增长冲击会使利率上升 72 个基点，但在公共债务较高且外币计价债务占比较高的国家，负增长冲击会使利率上升 155 个基点。这些结果并不是由与全球金融危机相关的负增长冲击推动的。剔除 2008 年和 2009 年的样本后，结果是相似的（见图 A5）。此外，在发达国家的样本中，结果也相同，见图 A6）。这些发现与假设一致，随着坏消息传播后风险溢价的增加，高公共债务国家的借款成本显著增加，导致了不利的  $r-g$  变化。

图 A5 利率对负面增长冲击和公共债务结构的敞口（不包括全球金融危机）

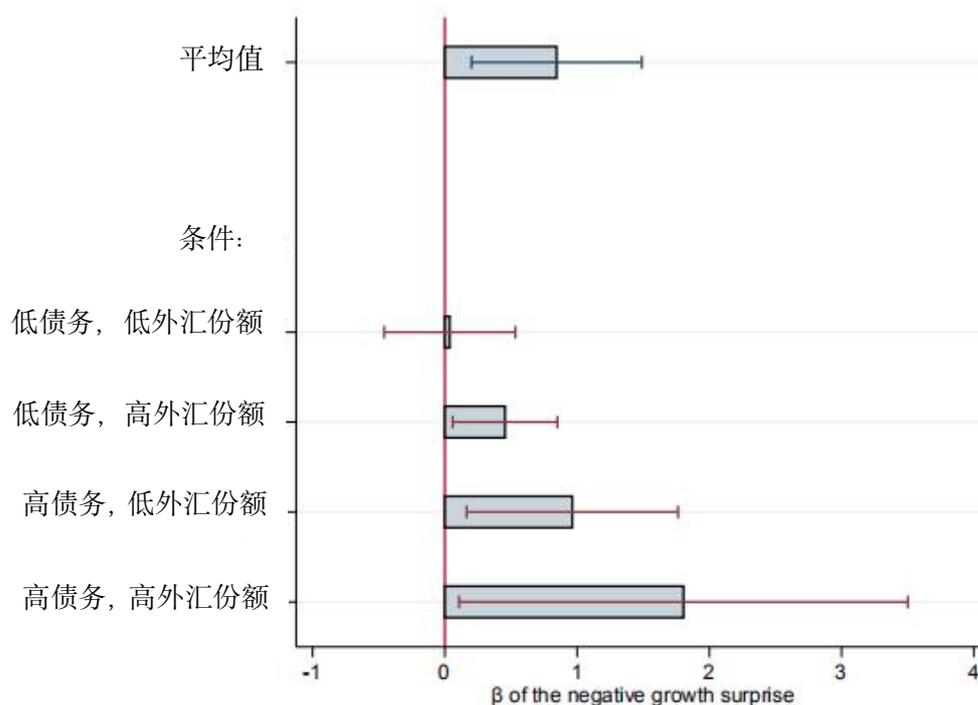
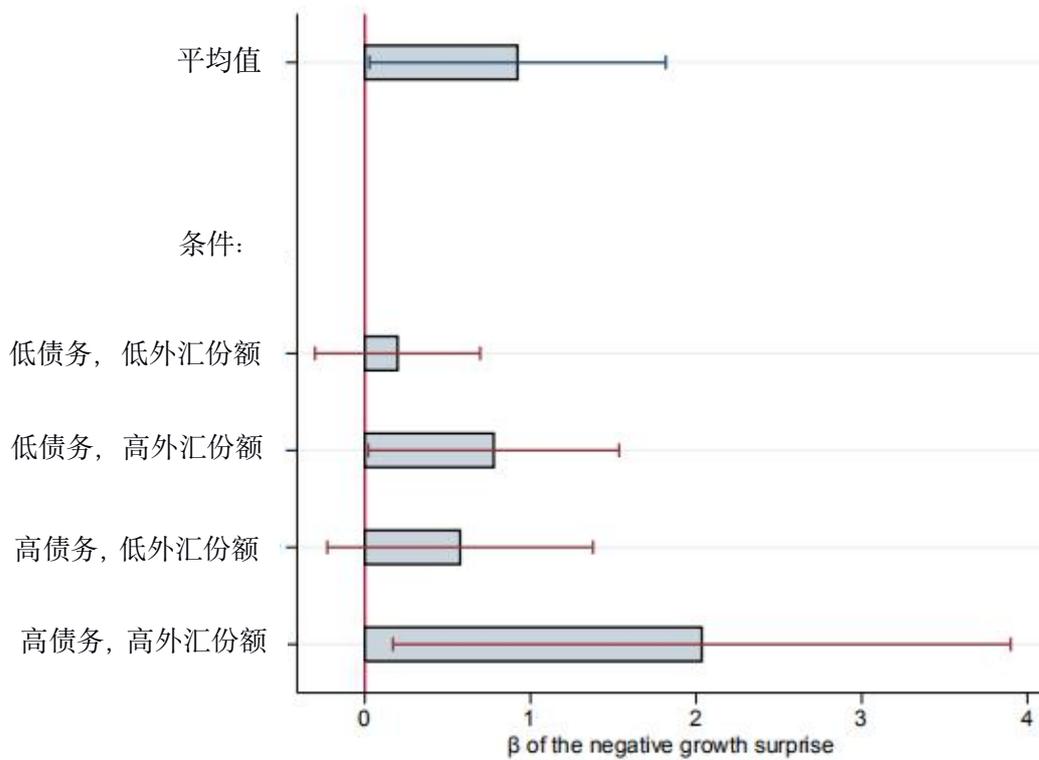


图 A6 利率对负面增长冲击和公共债务结构的敞口，发达经济体



#### 4.2 全球波动率冲击规范。

当观察全球波动率冲击（即 2 天内美国波动率指数的变化）时，我们可以利用每日数据并估计一个更灵活的值来追踪冲击对 20 天内长期名义利率的影响。特别地，我们根据标准局部投影方法，采用如下估计公式（Jordà, 2005）：

$$\Delta r_{i,t+h} = \beta_h \epsilon_t^{VIX} + \eta_i + w_{i,t}$$

其中  $\Delta r_{i,t+h}$  表示从第  $t$  天到第  $t+h$  天，国家  $i$  长期名义利率的变化， $\epsilon_t^{VIX}$  衡量了全球波动冲击，它等于为期两天的 VIX 指数的变化，即从第  $t-2$  天到第  $t$  天。为了观测不同国家间利率水平的差异，我们将国家固定效应包括在内。系数  $\beta_h$  反映了美国波动率指数（VIX）在 20 天内对利率的影响。

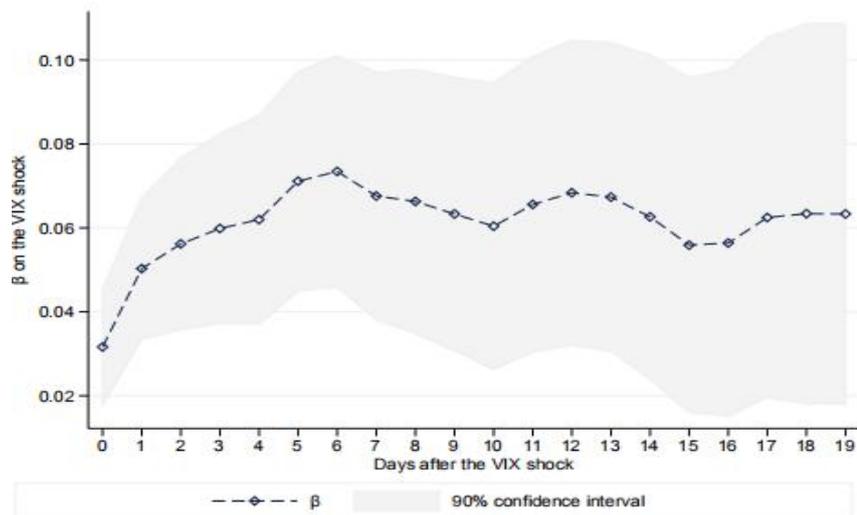
为了研究公共债务的作用，我们增加了方程 3，包括  $\epsilon_t^{VIX}$  和两个虚拟变量的相互作用项，这两个虚拟变量确定了国家的年度公共债务和外汇债务份额：（1）都很低，（2）都很高。通过这种方式，我们可以分别追踪全球冲击对低债务国家和低外币债务国家、高债务国家和高外币债务国家的影响。

#### 结果

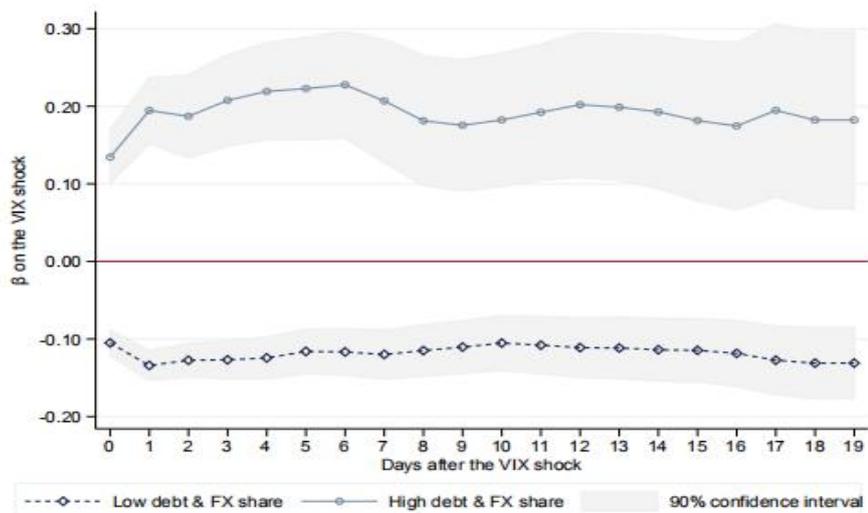
长期名义利率会上升，从而应对全球的负面冲击。这种影响在统计上是显著的，它在经济上是巨大而持久的（见图 8，面板 a）。平均而言，美国波动率指数在 2 天内上升的 5%（接近样本分布顶部的四分之一），与 10 天后长期利率上升的 33 个基点有关。

然而，根据公共债务水平和其结构，这种平均反应掩盖了巨大的差异。特别是在全球不确定时期，低债务水平和以外币计价的公共债务所占比例较低的国家，利率实际上是下降的。相比之下，当债务很高且大多以外币计价时，利率对波动率指数的变化特别敏感。美国波动率指数在 2 天内同样上升 5%，导致的利率反应几乎是平均水平的 4 倍，长期名义利率上升约 130 个基点（见图 8，面板 a）。

图 8 利率对全球冲击的反应



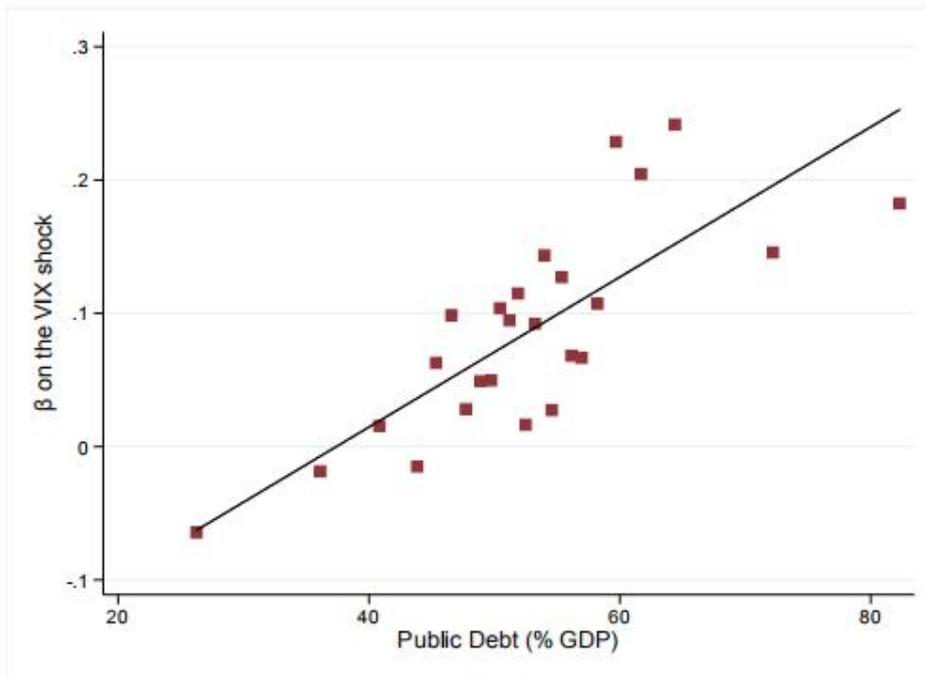
(a) 所有国家



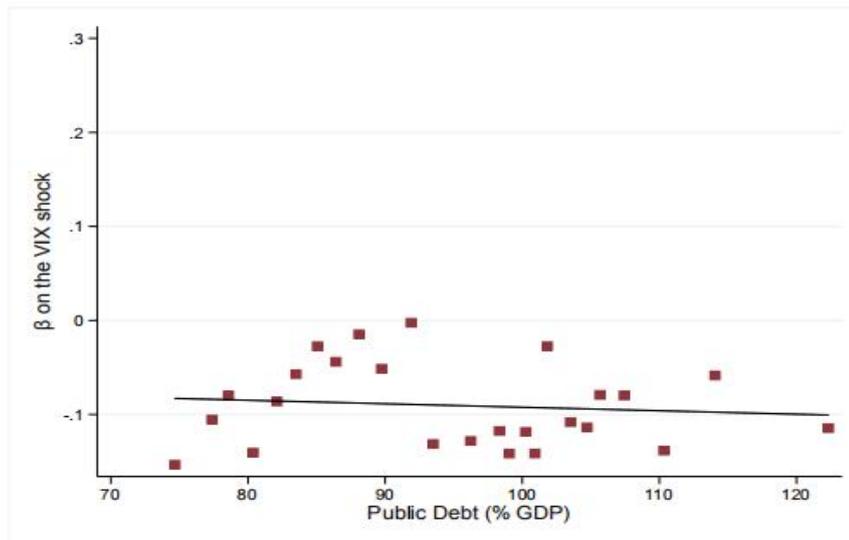
(b) 高 vs 低公共债务和以外币计价债务占比

最后，为了更好地衡量公共债务在利率对全球冲击反应中的重要性，我们利用公式 3 分别对每个国家的每年变化进行了估计（因此，取消了国家固定效应），同时固定标准线来计算 10 天的利率变化 ( $h = 10$ )。通过这种方式，我们可以检索一组特定国家某年的系数，这些系数衡量了未来 10 天利率对美国波动率指数变化的反应。将这些系数与初始公共债务占 GDP 的比率，以及年份固定效应作图，可以清楚地发现显示出一种积极的关系（见图 9，面板 a）：公共债务就是  $r$  对全球冲击的弹性。正斜率在经济上是有意义的，因为当债务占 GDP 比率增加 10 个百分点时， $r$  对 VIX 冲击的弹性（平均等于 0.085）将增加 0.06。然而，这种积极的关系在安全港国家（美国、英国、日本、瑞士和德国）消失了。在这些国家，债券收益率通常会随着美国波动率指数的上升而下降（波动率指数对  $r$  的平均弹性等于 -0.09），这与全球不确定性时期的避险行为一致，它们的债务比率并不能解释利率对全球不确定性的反应（见图 9，面板 b）。

图 9 公共债务和利率对全球冲击的反应



(a) 所有国家 (除了安全港国家)



(b) 安全港国家

## 5. 结论

我们的研究表明，高公共债务会使国家更容易受到  $r-g$  上升的影响，即使在低利率环境下也是如此。因此，在假设利率增长差值 ( $r-g$ ) 将持续为负时，需要保持一定程度的谨慎，特别是当公共债务很高（并且还在增长）时，以及公共债务主要以外币计价的国家。为了支撑这些观点，我们强调了三个经验模式。首先，负利率增长差值 ( $r-g$ ) 期并不是常态，也不会持续太久。此外，当公共债务较高时，利差从负向正的逆转更为常见。其次，更高（且不断增加）的公共

债务与更高的平均利率增长差值 ( $r-g$ ) 相关，也与更大出现极高利率增长差值 ( $r-g$ ) 的可能性相关，因此更高的公共债务增加了下行风险。第三，也是更重要的一点，更高的公共债务会放大利率增长差值 ( $r-g$ ) 面临国内和全球冲击时的脆弱性，尤其是在以外币计价的公共债务比例很大的情况下。

人们普遍认为，反周期财政政策在零利率下限时成本更低，效率更高。我们的研究结果并未质疑这一论点，但它们显示了在低利率环境下实施宽松财政政策的潜在风险。正如当前的大流行病危机所显示的那样，会出现巨大的负面冲击，而健全的财政立场有助于度过危机。特别是，虽然安全港国家可能面临的利率增长差值 ( $r-g$ ) 激增的风险非常有限，而且可以从扩张性财政政策中获得更多收益，但对于公共债务高、以外币计价的公共债务占比高的国家来说，风险的天平就会偏向下行方向。

---

---

本文原题为“Public Debt and  $r-g$  at Risk”。本文作者是 Weicheng Lian、Andrea F. Presbitero 和 Ursula Wiriadinata。本文为国际货币基金组织的工作论文，于 2020 年 7 月发表。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

---

## 本期智库介绍

### 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/>

### 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/>

### 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/>

### International Monetary Fund (IMF) 国际货币基金组织

简介：IMF 于 1945 年 12 月 27 日成立，为世界两大金融机构之一，职责是监察货币汇率和各国贸易情况、提供技术和资金协助，确保全球金融制度运作正常，其总部设在华盛顿。IMF 主要通过监督、贷款以及技术援助和培训三大职能来促成国际金融体系的稳定。IMF 的工作论文及其他出版物在全球宏观经济政策研究方面拥有巨大影响。

网址：<http://www.imf.org/>