

全球智库半月谈

气候相关的风险因子及传导渠道

中国的气候政策：艰难的谈判

脱钩与多样化：中国、一带一路和供应链弹性倡议

经济展望与货币政策

当前疫苗提案不足以结束疫情

美国是否依赖外国投资者为其更大的预算赤字融资

后疫情时代的通胀与货币政策

本期编译

刘 铮

李佳欣

母雅瑞

吴克谦

熊春婷

徐懿凡

薛 懿

杨 茜

张丝雨

(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: 傅子晴 邮箱: 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

气候相关的风险因子及传导渠道..... 3

导读：本报告探讨了与气候相关的金融风险是如何产生并影响银行和银行体系的。通过综合现有文献，本报告阐述了物理气候风险因子和转型气候风险因子是如何通过宏观和微观传导渠道而影响银行金融风险的。本报告还探讨了可能会决定气候相关风险因子所造成影响大小或可能性的多种因素。

中国的气候政策：艰难的谈判.....5

导读：各国从新冠疫情中恢复过来，如今将注意力转向即将举办的联合国气候大会。中国、欧盟以及美国三大温室气体排放国，分别对温室气体排放的控制制定了计划，为了解决气候变化问题，但计划与计划之间存在差距，中国应对气候变化的政策力度尤其不够。为了更好的解决气候变化问题，三国需要进一步谈判。

脱钩与多样化：中国、一带一路和供应链弹性倡议.....7

导读：随着地缘政治紧张、气候变化和突发公共卫生事件共同带来一场“完美”风暴，供应链管理问题正在受到密切关注和讨论。尤其值得关注的是，中国作为制造强国，正主导全球价值链。Manohar Parrikar 国防研究所的 Jagannath Panda 研究了如何创建一条更加持久而富有弹性，同时减少对中国依赖的替代性全球供应链。

经济展望与货币政策..... 11

导读：2021年5月26日，美联储理事会监管副主席 Randal K Quarles 先生在华盛顿 DC 布鲁金斯学会哈钦斯财政和货币政策中心的演讲（通过网络广播），解释为什么预计美国经济在今年剩余时间里将继续强劲增长，以及这一前景对货币政策的影响。

当前疫苗提案不足以结束疫情.....17

导读：国际货币基金组织（IMF）最近呼吁全球加快疫苗接种速度，以控制 COVID-19 疫情。这一呼吁是最受欢迎的，因为世界各国领导人过去的官方声明都没有提供具体的政策来帮助绝望的民众，特别是低收入和中等收入国家的民众。IMF 也认识到，控制 COVID-19 的成本远远低于疫苗全覆盖给全球经济带来的总体效益。但 IMF 本可以进一步认识到，必须由 G20 国家建立新的合作体制结构和更具体的步骤来取代目前效率低下的疫苗分配规则。

美国是否依赖外国投资者为其更大的预算赤字融资？.....20

导读：2020-2021年通过的财政方案导致联邦政府借款急剧增加。外国投资者一般被认为是这种新债券的重要买家，但事实并非如此。相反，它们是国债的净卖家。不过，去年流

入美国的资金量还是增加了，这有助于为政府的借贷提供资金，即使只是间接的。但外国资金流入的增加是相当温和的，因为国内个人储蓄的激增在很大程度上满足了政府增加的借贷需求。2021 年政府赤字将再次大幅上升，届时对外国资金的依赖程度将如何变化，这将取决于国内个人储蓄是否依然保持高位。

聚焦中国

中国在世界贸易组织中的影响力有多大？ 23

导读：中国于 2001 年 12 月加入世界贸易组织（WTO），这被国际社会誉为自由贸易和经济自由化的胜利。在长达 15 年的艰苦入世进程中，中国作出了广泛的承诺，在国内进行改革，减少贸易壁垒。自加入世贸组织以来，中国一直是该组织最活跃的的成员之一，其经济已成为全球供应链中不可或缺的一环。然而，中国政府尚未进行深入、系统性的改革，其并非一直遵守世贸组织对争端的裁决，这有时挑战了世贸组织的基本准则。

提高中国对解决发展中国家债务问题的参与度 28

导读：新冠肺炎疫情加剧了多个新兴市场和发展中经济体偿还外债的困难。作为主要新兴债权人之一的中国还不是巴黎俱乐部的成员，目前迫切需要出台更有效、更长期的债务解决方案，以帮助降低新兴市场国家长期债务困难的风险。这些问题可以通过设立债权人委员会来协调与中国有关的债务减免得到部分解决。二十国集团（G20）已采取了一些措施，如在暂停偿债倡议（DSSI）和债务处理共同框架（CF）中纳入债权人委员会机制等。

经济政策

后疫情时代的通胀与货币政策 39

导读：本文为法国央行行长 François Villeroy de Galhau 于 2021 年 5 月 25 日在北欧峰会上的发言。

本期智库介绍 44

气候相关的风险因子及传导渠道

国际清算银行 (BIS) / 文 吴克谦/编译

导读: 本报告探讨了与气候相关的金融风险是如何产生并影响银行和银行体系的。通过综合现有文献, 本报告阐述了物理气候风险因子和转型气候风险因子是如何通过宏观和微观传导渠道而影响银行金融风险的。本报告还探讨了可能会决定气候相关风险因子所造成影响大小或可能性的多种因素。编译如下:

气候变化通过宏观和微观传导渠道影响银行和银行体系, 这些传导渠道源自两种不同类型的气候风险因子。第一, 如果物理气候风险因子的严重性和频率不断增加, 银行可能会遭受经济损失。第二, 随着各经济体减少占温室气体排放绝大部分的二氧化碳的排放, 政府的政策、技术发展或投资者和消费者情绪会发生变化, 由此产生转型风险因子, 这也可能会给银行和银行体系带来巨大的成本和损失。

有证据表明, 这些风险因子对银行的影响可以通过传统的风险类型来观察。下表总结了每种风险类型的潜在影响:

风险	气候风险因子的潜在影响 (物理风险和转型风险)
信贷风险	如果气候风险因子降低了借款人偿还债务的能力(收入效应), 或者降低了银行得到违约贷款全部价值补偿的能力(财富效应), 信用风险就会增加
市场风险	金融资产价值下降, 包括因未在定价中体现气候风险而引发的突然地大规模负面价格调整的可能性。气候风险还可能导致资产之间的关联性中断, 或特定资产的市场流动性发生变化, 从而削弱风险管理假设
流动性风险	随着市场条件的变化, 银行获得稳定资金来源的机会可能会减少。气候风险因子可能会导致银行的交易对手提取存款和使用信贷额度
操作风险	与气候敏感投资和商业活动相关的法律和监管合规风险增加
声誉风险	随着市场或消费者情绪的变化, 声誉风险增加

现有文献主要关注气候风险因子对与银行信贷风险相关的经济层面的影响, 较少关注市场风险。目前, 实证分析主要研究了由观察到的物理风险而带来的广泛经济影响。由于转型风险具有前瞻性, 因此对转型风险的分析侧重于情景分析。为了更好地理解今后的传导渠道, 分析转型风险对不同辖区银行的实际影响将是

有价值的。

本报告重点探讨了气候相关的物理风险和转型风险对经济和金融市场的影响是如何因地理、部门、经济和金融体系发展阶段而产生差异的:

- 银行的商业模式和风险敞口可能会增加气候相关风险影响的严重程度。这是因为某些经济部门对气候相关的严重物理风险或向低碳经济转型风险具有更高的敏感性。

- 与气候相关的风险敞口因银行的地理位置和暴露程度而异。这是因为天气模式、自然环境、政治制度和消费者情绪具有异质性。
- 文献表明，欠发达经济体更容易受到气候风险因素的影响。它们也可能拥有更少的初始资源来应对由此产生的损失。

与气候相关的事件和风险具有不确定性，可能会受到非线性影响。物理风险可分为急性事件和慢性事件，尽管这些风险事件的某些方面是可以预测的，但它们的位置、频率和严重程度正在变得越来越不确定。对于转型风险，政策变化、技术创新和消费者情绪转变的未来路径存在不确定性。

为了评估与气候相关的金融风险，银行和监管机构需要根据合理范围的情景，来评估物理风险因子和转型风险因子对其风险敞口的潜在影响。这些情景需要与足够详细的、且能衡量其风险敞口气候敏感性的数据相结合，并遵循配套报告《气候相关金融风险——衡量方法》中讨论的适当方法进行处理。

关于气候风险因子如何进入传导渠道和银行面临的金融风险的研究和数据有限。现有的分析通常无法将气候相关变量的变化转化为银行信贷风险敞口、市场风险敞口、流动性风险敞口或操作风险敞口的变化或银行资产负债表的损失。相反，现有研究的重点是具体的气候风险因子如何影响特定经济体的狭义部门、个别市场或对整个宏观经济进行自上而下的评估。

本报告认为，金融机构正在使用并反映在巴塞尔框架中的传统风险类别可以用来分析与气候相关的金融风险。为进一步探索这一问题，可以对如何将气候相关的金融风险纳入现有的巴塞尔框架进行全面分析。鉴于目前的巴塞尔框架中并未充分纳入气候相关的金融风险，因此巴塞尔委员会近期工作的一部分将是明确目前框架的差距。这项评估工作将是全面的，同时可以作为委员会未来工作的概念基础，以探讨解决这些相关差距的可能措施。

通过更广泛而深入的研究，可以更好地理解气候风险因子及它们的传导渠道。在这方面，进一步研究气候风险因子对银行风险敞口的影响将是有价值的，有助于进一步理解间接影响的实证工作也将提供有用信息。关于测量方法的配套报告中列出了数据改进方法，未来还需采取更多的措施提高数据可用性。

本文原题为“Climate-related Risk Drivers and Their Transmission Channels”。本文为国际清算银行(BIS)工作论文。本文于2021年4月刊于Bank for International Settlements官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国的气候政策：艰难的谈判

Gary Clyde Hufbauer / 文 张丝雨 / 编译

导读：各国从新冠疫情中恢复过来，如今将注意力转向即将举办的联合国气候大会。中国、欧盟以及美国三大温室气体排放国，分别对温室气体排放的控制制定了计划，为了解决气候变化问题，但计划与计划之间存在差距，中国应对气候变化的政策力度尤其不够。为了更好的解决气候变化问题，三国需要进一步谈判。编译如下：

随着各国从新冠肺炎流行病中复苏过来，世界主要国家正将注意力转向将于2021年11月召开的下届联合国气候大会。中国、欧盟和美国是世界三大温室气体排放国，因此他们之间的合作至关重要。欧盟和美国已经制定了雄心勃勃的计划，但他们的目标更想使人青睐，而不是令人信服。然而，在撰写本文时，中国政府还没有对碳排放设定上限，也没有规定减少温室气体排放的具体机制。为了实现这些目标，我们需要进行艰难的谈判以填补漏洞，并制定明确的行动议程。

欧盟和美国都做出了最新的减排承诺。2019年12月，欧盟将雄心勃勃的计划写进了《欧洲绿色协议》里，于2030年将温室气体净排放量减少到比1990年的水平至少低55%，并于2050年实现欧洲气候中和。特朗普政府忽视气候变化四年之后，新总统拜登将美国带回了《巴黎协定》规划的轨道上。2021年4月的领导人气候峰会上，美国承诺会在2030年将温室气体排放量减少到比2005年水平至少低50%，并于2050年实现净零排放。

直到最近，气候变化问题在中国（目前世界上最大的排放国）才被优先考虑。¹2020年9月，习近平主席在第75届联合国大会上发表演讲时出人意料地宣布，中国的目标是在2030年前实现碳排放峰值，并在2060年实现碳中和。目前，人们对中国披露的雄心勃勃的实施策略抱有很高期望，策略的具体内容将是美国、欧盟与中国谈判的一个主要议题。

到目前为止，事态的发展没有达到预期。²2021年3月，中国中央政府发布了“十四五”规划，描绘了2021年至2025年中国经济社会发展的蓝图。《规划》包括到2025年单位GDP二氧化碳排放和能源消耗分别降低18%、13.5%的约束性目标，以及非化石能源占总消费量的比例提升至20%的非约束性目标。除了这

¹ 2017年中共十九大会议上，中国国家主席习近平指出，中国经济正在向“高质量发展”阶段过渡，并提出了“三大难题”，其中之一就是要解决空气污染问题。2018年，国务院发布了《清洁空气三年行动计划》。2021年2月，生态环境部宣布中国打赢了治理空气污染的战争。

² 2021年2月，中国生态环境部发布了一项关于《国家碳排放权交易管理办法》的试行条例。该条例涵盖了电力行业的2225家公司。交易将于2021年6月底前开始。上海联合产权交易所负责交易，武汉的湖北碳排放权交易中心负责登记申请和收集数据。

些（未要求绝对减排），该计划没有限制碳排放总量，也没有明确减排机制。相反，它呼吁有关政府机构制定计划，在 2030 年前达到碳排放峰值。

下半年，中国国家能源局和生态环境部发布的行业五年规划，会提供中国向非化石能源过渡的具体内容以及排放峰值计划。³这些具体内容将引起美国和欧盟专家的浓厚兴趣，并可能成为幕后会谈的主题。三方会谈一旦开始，中方势必会质疑美欧专家达成既定目标的方法是否可行。例如，没有人能保证美国国会能够通过拜登总统雄心勃勃的绿色能源计划。此外，中国可能会质疑欧盟碳边界调整机制与世界贸易组织的规则不一致。

尽管在新冠肺炎疫情暴发以及香港、新疆防控疫情期间，北京与西方国家的关系有所恶化，气候变化仍是一个需要共同解决的问题领域。2021 年 4 月，在与德国总理安格拉·默克尔以及法国总统埃马纽埃尔·马克龙的视频会议中，习主席表示中国愿意与德国、法国携手解决气候问题。美国总统气候问题特使约翰·克里访问上海后发表的中美联合声明，重申了共同应对气候挑战的承诺。

但是，由于中国坚持在气候变化方面发挥领导作用，承担习主席和《十二五规划》均重申的“共同但有区别的责任”，因此我们应该对此报以谨慎乐观的态度。尽管中国目前是全球最大的温室气体排放国，但历史上发达经济体排放的温室气体远多于中国或其他新兴市场经济体。因此，如果环境谈判在多边论坛上取得进展，北京可能寻求在 WTO 中保留“特殊和差别待遇”。⁴可以预见的是，美国和欧盟将批评中国声称享受“特殊和差别待遇”是为了避免承担更大的责任这一行为。此外，欧盟计划于 2021 年 7 月之前对选定行业提交 CBAM，这可能引发三大强国在贸易相关环境政策方面的冲突，美国贸易代表办公室也在考虑这一问题。尽管障碍重重，但世贸组织的建设性讨论产生的积极结果可能会令所有人都感到意外。

本文原题为“China's Climate Policies: Tough Negotiations Ahead”。作者 Gary Clyde Hufbauer，非常驻高级研究员，1992 年至 2018 年 1 月担任雷金纳德·琼斯研究所高级研究员。他曾任美国外交关系委员会研究主任，乔治城大学国际金融外交教授与国际法研究所副所长，美国财政部负责国际贸易和投资政策的副助理部长，以及财政部国际税务人员主管。他撰写了大量关于国际贸易、投资和税收问题的文章，是《跨越太平洋：朝向中美自由贸易与投资》、《与古巴经济关系正常化：美国决策者路线图》等书的合著者。本文于 2021 年 5 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

³ 2020 年底，中国生态环境部完成了生态环境保护“十四五”规划的草案。

⁴ 2020 年 11 月，53 个世贸组织成员国提出了新倡议，以加强世贸组织在贸易和环境方面的工作。第一次会议于 2021 年 3 月举行。

脱钩与多样化：中国、一带一路和供应链弹性倡议

Jagannath Panda/文 刘铮/编译

导读：随着地缘政治紧张、气候变化和突发公共卫生事件共同带来一场“完美”风暴，供应链管理问题正在受到密切关注和讨论。尤其值得关注的是，中国作为制造强国，正主导全球价值链。Manohar Parrikar 国防研究所的 Jagannath Panda 研究了如何创建一条更加持久而富有弹性，同时减少对中国依赖的替代性全球供应链。编译如下：

2021年4月，澳大利亚、印度和日本在印度-太平洋地区发起了“供应链弹性倡议”（SCRI）。该倡议最初构想于去年，起因是新冠肺炎疫情导致的供应链中断给各国敲响了警钟——他们在食品和药品等关键产品上过度依赖中国。此外，中国与美国及其印太合作伙伴之间日益紧张的关系，会让价值链转移出中国，从而进行风险分散成为更紧迫的目标。

在此背景下，以印度-太平洋为中心的 SCRI 被认为是一种机制，该机制旨在挑战中国在贸易中的主导地位，以及由更加稳健的外交政策（尤其是“一带一路”倡议，BRI）带来的日益增长的影响力，从而增强经济和政治安全。在疫情后的经济大环境中，特别是相对于 BRI 来说，SCRI 居于何种地位？SCRI 是否只专注于与中国脱钩？通过培育替代性的全球供应链，与世界第二大经济体完全脱钩是可行的目标吗？

1. SCRI 和 BRI

虽然 SCRI 不是 BRI 本身的对手，但在帮助重塑和重建印度-太平洋供应链网络方面具有巨大潜力。因此，它成为中国的主要关切。在对 SCRI 创立进行回应时，中国表示，它“希望”各国尊重“市场规则”，同时认为这一举措“不现实”。

印度-太平洋地区三个主要民主国家——他们都与美国保持密切伙伴关系（即使不是联盟）——推出了 SCRI。与中国的 BRI 相比，SCRI 具有更大的接受度和灵活性。值得注意的是，这三个发起国与美国一起，是四方安全对话（Quad）的成员。Quad 是一个非正式的战略组织，最初为协调人道主义应急行动而创设。随着美国及其合作伙伴的加入，可能出现“基于共识的扩张”。它还可以与其他框架相融合，例如拟议的 Quad Plus——可能包括新西兰、韩国和越南等国家；以及蓝点网络（Blue Dot Network, BDN）——一个由澳大利亚、日本和美国牵头的公私倡议，旨在为全球范围内的优质基础设施开发项目提供评估和认证。

SCRI 和印度-太平洋合作机会之间还有其他几个融合点。这一概念非常符合 Quad 的理想，特别是“开放、透明、以规则为基础的自由的交易”的承诺。此外，还可以将 SCRI 与一系列国家和地区举措相结合，包括日本的“优质基础

设施扩大合作伙伴关系” (EPQI)；印度的 Sagarmala (增强物流能力)、Bharatmala (公路和高速公路) 和印度-太平洋海事安全与稳定倡议 (IPOI)；澳大利亚的“太平洋加强”战略 (Pacific Step-up)，旨在加大对太平洋岛国的支持力度；美国的“自由和开放印太战略” (FOIP)；韩国的新南方政策 (NSP)，旨在与东盟成员国和印度建立密切联系；中国台湾的“新南向政策” (NSP)。(中国台湾正与美国就确保半导体供应链安全进行谈判，这可能为目前中国主导的全球芯片供应网络增加价值。)

中国的“一带一路”倡议已经受到印度、日本和澳大利亚等亚洲经济强国的关注。疫情给项目带来了诸多的挫折和延期。SCRI 合作伙伴地理位置接近，这有助于作出更有效的安排，通过分担风险和分享最佳实践、汇集竞争优势、部署数字技术以及为避免中断采取稳健政策和应急计划，增强市场多样性和供应链弹性提供。

尽管“一带一路”倡议设定了远大的目标，即“通过稳定‘一带一路’倡议沿线国家供应链，为全球经济复苏作出贡献”，但现实却不尽如人意。由于没有持续的方法来维持服务、融资和信息的互通，这项倡议似乎过于分散。信息的顺畅流动影响产品同步、供应链管理和资本建设的效率。尽管通过连接偏远地区缩短了供应链的订单交付期，但可持续性问题 and 中断风险仍然是“一带一路”倡议保持高效的障碍。相比之下，在这些领域，SCRI 可能会表现出色。

2. 脱钩的实践

供应链的有效优化将带来更好的协作、更优的质量控制、更高的效率、更好的供需交付、运输的优化、间接成本降低、现金流改善以及风险缓释。面对与中国日益紧张的关系，印度-澳大利亚-日本三方民主国家有能力领导以亚洲为主导的供应链重组。印度拥有与早年中国相同的人口红利，受新冠肺炎疫情二轮冲击影响，印度经济正遭受严重打击，制造业复苏需要一些时间。通过与日本和澳大利亚等经验丰富的伙伴合作——他们自己也正从疫情中恢复——三者可以联合起来，利用自身以及美国在印太地区激进的外交政策（尤其是针对中国），将 SCRI 打造得更具竞争力。

如何实现这样一个乐观的愿景？SCRI 能导致与中国脱钩吗？

目前中国的经济优势很难被低估或忽视，尤其是在全球经济将严重依赖它来推动疫情后的复苏（就像 2008 年金融危机后那样）。值得注意的是，中国“四大”银行——中国工商银行 (ICBC)、中国建设银行 (CCB)、中国银行 (BOC) 和中国农业银行 (ABC)——都在塑造全球融资方面发挥着关键作用。它们继续保持世界四大银行的地位，2020 年资产总值为 14821 万亿美元，比上年增长 7.52%。

中国是一个强劲且不断增长的市场，在北京以及其他沿海和内陆高度发达和工业化的大城市拥有庞大的中产阶级消费群体。在以中国为中心的全球供应链中，国有部门仍然是一个关键环节，它们对私营部门的活力至关重要。中国的银行正深入参与全球项目。中国进出口银行（China Exim Bank）支持了 1000 个项目，总价值 800 亿美元；而仅工商银行一家就有 212 个项目，总价值 1590 亿美元。与全球第二大经济体完全脱钩是极不可能的，因此不可能成为 SCRI 的目标。

然而，由于各国和各行业都在寻求多样化（为了风险管理和安全）和新的市场基础，某些领域可能出现部分脱钩。这将意味着 SCRI 需要谨慎实施。随着与中国的紧张关系加剧，关键技术自然会形成一个领域——出于对网络安全的担忧，这一领域将出现一些脱钩。SCRI 声明以及美国将中国的华为技术排除在 5G 推广计划之外，正说明了这一点。尽管如此，中国的通信和电信行业仍在快速增长，这使得其他国家很难获得可观的市场份额，也很难完全脱钩。其他行业，如资本货物、医疗设备和服务、银行、制药、半导体等，在市场中所占比重相对较小，因此可能成为部分脱钩的潜在领域。

在中美大国竞争中，关键和新兴技术必定会成为供应链之争的焦点。在疫情期间，疫苗分发成为另一个有争议的问题。随着人们对气候安全的日益关注，供应链的效率和可持续性也成为主要优先事项。Quad 领导人在 3 月份的视频峰会上强调了这三个议题，并为每个议题设立了工作组。SCRI 可以成为相关供应链的重要机制。例如，它可以被用于通过冷链有效分发疫苗。

同样的，由于 SCRI 专注于恢复能力，它可能有助于构建绿色和可持续的供应链。反对者将“一带一路”视为东南亚的“环境灾难”，对可持续供应链构成严重威胁，并造成污染和有害废物的产生。SCRI 可能成为后疫情时代的新机制——它优先考虑生态可持续性，借鉴发起伙伴和其他可能加入的国家的绿色政策（例如韩国的绿色新政），以建立可持续的供应链。同样，它与 Quad 也有相同的目标，即发起一场关于关键技术供应链的讨论。印度（拥有低水平的技术制造能力）和中国台湾（拥有强大的先进技术产业）的参与可能有助于减少对中国的依赖。

中国在 2016 年启动的供给侧结构性改革突出了对供应链的关注，这一改革旨在通过发展新兴产业等措施刺激增长。SCRI 很可能被解释为中国经济模式（而不仅仅是 BRI）的替代方案。尽管它可能只会在某些领域构成挑战，而不是与中国完全脱钩的途径，但如果有效执行，在中国经济占比正在下降的某些领域，SCRI 可能会构成重大挑战。

在这种情况下，SCRI 可以通过对抗或至少限制中国通过其标志性的外交经济政策工具所获得的一些政治影响力，大幅降低“一带一路”倡议的政治和战略

影响力。要使 SCRI 成功实现这一目标，就必须以建设性的方式加强它，并与第三国密切合作。美国、东盟成员国，甚至一些中东国家等，对于有关供应链重组的讨论都至关重要。如果 SCRI 着眼长远，它可能会发展成为印度-太平洋地区一个强大而重要的体制框架。

本文原题为“Decoupling and Diversification: China, The Belt And Road, and the Supply Chain Resilience Initiative”。本文作者 Jagannath Panda 是 Manohar Parrikar 国防研究所的研究员和东亚中心协调员。本文于 2021 年 6 月刊于 Asian Global 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

经济展望与货币政策

Randal K Quarles/文 徐懿凡/编译

导读：2021年5月26日，美联储理事会监管副主席 Randal K Quarles 先生在华盛顿 DC 布鲁金斯学会哈钦斯财政和货币政策中心的演讲（通过网络广播），解释为什么预计美国经济在今年剩余时间里将继续强劲增长，以及这一前景对货币政策的影响。编译如下：

大卫，谢谢你，也感谢布鲁金斯学会和哈钦斯中心给我这个机会，让我参与到这个权威的研讨会。今天我将解释为什么我预计美国经济在今年剩余时间里将继续强劲增长，以及这一前景对货币政策的影响。

去年春天，新冠肺炎疫情暴发后，美国政府采取了停工等措施，造成了美国历史上最迅速也最严重的经济衰退，此后美国经济完成了强劲的复苏。这是因为市场经济本身具有灵活性和内在力量，银行系统富有弹性，同时财政和货币政策提供了大量的支持，家庭和企业逐渐适应并部分走出了疫情冲击。美联储(Federal Reserve)高度宽松的货币政策促进了住房和耐用消费品等对利率敏感行业经济指标的强劲增长，抵消了去年服务业的历史弱势。而随着服务业重新营业，家庭和企业支出仍然强劲，我预计快速增长将持续一段时间，然后在明年略微放缓但仍然保持强劲的增速。

目前，通胀率远高于美联储 2% 的长期目标，主要原因有三：由于更多服务业复工，商品支出仍保持强劲，需求激增；一些供应链出现瓶颈；在计算 12 个月的通胀率时，去年春天记录的极低通胀率已经不在计算范围。我预计近期通胀上升的很大一部分都源于一些暂时因素，它不会干扰推动美联储实现最大就业目标的快速增长，原因将在下文详述。

自去年春天以来，我们已经有了长足的进步，但过去一年的重新开放并不均衡，所以我们仍然需要一段时间才能修复所有的经济损失。未来几个月，供应瓶颈可能会阻碍某些行业的快速扩张，提高成本，且在某些情况下成本面临大幅提高。美国的一部分最大贸易伙伴国重新开放进程一直较慢，对美国的出口减少，这对美国经济增长造成了压力。但即便存在这些不利因素，我相信强劲的复苏仍将继续。我将提出支持这种乐观看法的证据。

首先，我发现私营和公共部门越来越多地认识到，全面重新开放可以安全进行。针对接种疫苗人群，疾病控制和预防中心已经取消了大多数的社交距离建议。尽管各地的新冠肺炎规定对学校教育和某些区域的经济活动仍有限制，但大多数学校至少在部分时间能当面授课，超过一半的州已经取消了对餐馆、酒吧和零售机构的封锁限制。还有十几个州正计划在未来几周内这样做。

重新开放后，占美国国内生产总值（GDP）三分之二的消费者支出仍将保持强劲，并得到个人收入的支撑。且得益于大量财政支持，个人收入现在已经超过了新冠肺炎之前的水平。4月份零售额持平，但得益于最新一轮的经济刺激措施，三月份的零售额大幅增长。餐馆和酒吧是受新冠肺炎事件影响最严重的行业之一，3月份和4月份的销售分别增长了13%和3%。如果将汽车租赁公司的销售额剔除，4月和3月是美国历史上第三和第四好的汽车销售月份，而汽车租赁行业刚刚开始复苏。

你可能会预计，在消费恢复到新冠肺炎前的强劲趋势后，这种反弹将会消退。但我认为这种情况会持续下去的一个原因是，人们一直在以较高的速度增加储蓄。尽管2021年第一季度个人消费支出以每年10%的速度大幅增长，但这三个月的平均储蓄率为21%。当然，这在很大程度上也反映了最近一轮的经济刺激措施。不过，随着就业增长以及人们恢复正常生活和工作，累积起来的储蓄将支撑未来几个月的支出。

2020年上半年，商业投资遭受重创，但近来强势反弹，目前已超过疫情暴发前的水平。当前的企业支出指标表明，未来几个月投资水平将继续提高。供应瓶颈已经耗尽了許多商品的库存，重新恢复库存将是企业支出和工厂产出的重要组成部分。

我认为经济可能面临两大不利因素：全球复苏不均衡以及上述供应瓶颈。美国强劲的需求正在提振进口，但美国以外复苏较慢的地区需求减弱正在抑制出口，这个问题可能在一段时间内不会得到解决。供应瓶颈如今更为普遍，尤其是在汽车和住房行业，投入短缺导致生产放缓，从而降低了就业增长。

虽然我预计就业将在未来几个月显著增加，但就业市场的情况比支出更复杂。失业率仍保持在6.1%，而新冠肺炎之前为3.5%，就业机会减少了800万个。尽管最近在重新开放中有所增长，但旅游、休闲和食品服务部门的就业仍远低于疫情前的水平。

我的乐观看法反映了整体劳动力需求的明显复苏：从许多指标来看，就业机会都高于2019年的水平，包括未获得大学学位的工人，去年这一群体受到的影响尤为严重。在3月份的“职位空缺和劳动力流失率调查”数据中，私营部门的职位空缺占总就业的百分比上升到了5.6%，高于该系列在2018年11月的记录。

4月有26.6万个工作岗位的增长，与近几个月相比是一个令人失望的放缓，但这背后也有好消息：对那些正在工作的人来说，平均工作时间增加了；因为找不到全职工作而兼职的人数显著减少；工资增长非常强劲。

工时和工资数据的强劲，印证了一个普遍观点，即劳动力短缺正在阻碍招聘。劳动力参与率仍比新冠肺炎之前低约3百万人。美联储在《2020年美国家庭经

济福祉》报告中指出，造成这种状况的因素很多，其中一个就是父母因为子女上学距离远，需要照顾孩子。过去一年，我们也观察到年纪较大的工人纷纷退休。此外，尽管证据喜忧参半，我们收到了大量关于丰厚的失业救济金和大量现金支付对工人重返工作岗位意愿影响的坊间报道。但这些优惠政策将在今年夏天到期。我希望，秋季学校更全面地重新开学能减轻家长的压力。在经济更为强劲的情况下，退休人数激增的现象很可能会有所缓和，就像疫情暴发前一两年我们看到的那样。因此，尽管劳动力短缺可能会在未来几个月对创造就业造成压力，但我认为这种情况不会在未来几个月内显著放缓美国经济。

现在我们来看看美联储的另一半经济目标：通胀。正如我上周在国会作证时提到的，我同意我在联邦公开市场委员会（FOMC）的同事和大多数私人预测者中的普遍观点，即最近通货膨胀率上升到远高于 2% 是由暂时因素驱动的。我预计，未来几个月，通胀率将在某个时候开始回落，并在 2022 年的某个时候再次接近 2%。市场隐含的通胀预期仅上升到 2010 年代初的水平，此后通胀从未持续超过 2%，大多数调查指标也发出了类似的信号。因此，我认为近期通胀预期上升是一项值得欢迎的发展，扭转了去年春季出现的大幅下跌情况，而且可能会因应 FOMC 新政策架构发出的信息而略有提升。尽管如此，我对经济增长和就业前景的乐观看法，使我和其他人一样，认为中期通胀风险相对于我的基准预测而言有所上升。总体来说，原因有三。

首先是工资压力。刚才，我庆祝了 4 月工资的上升，但这可能是一个信号，表明经济的快速增长和劳动力供应短缺已经开始推高工资，其速度超过了过去十年大部分时间经济温和增长的速度。工资是企业成本的一大组成部分，与其他投入成本的增长相比，工资更容易转嫁到价格上。6% 的失业率可能会带来劳动力供给问题和工资压力，这似乎是一个悖论，但这也是一个事实。这一出人意料的结果，在一定程度上反映了去年春天巨大的经济冲击造成劳动力参与率暂时下降，但美联储的一些商业联系人表示，尤其是在制造业、运输业和建筑业，熟练劳动力的短缺早在新冠肺炎之前就出现了，而且可能会持续下去。

我前面提到的另一个因素：财政政策。它既有潜在的代价，也有明显的好处。尽管人们口袋里的巨额刺激资金一直在以令人瞠目的方式增加收入和支出，但这些刺激资金中有很大部分被省了下来。在经济已经快速增长的情况下，超额或更快地释放这些积累的储蓄，可能导致产出超过潜在产出，超过几十年来的水平。随着家庭和企业进一步摆脱新冠疫情事件的影响，我们有理由怀疑，这一前所未有的财政刺激措施所产生的强劲支出是否会给通胀带来显著的上行压力。但至少到目前为止，最新一轮刺激措施似乎在支持支出和经济增长，同时并未导致利率或通胀预期过度上升。

这一结果符合经济学专业人士的建议，他们近年来的研究发现，至少在低利率国家，高赤字和高债务让他们感到更合适。2006年，当我担任财政部副部长时，我们由于接近2500亿美元的赤字受到严厉批评，当时公众持有的总债务为国内生产总值的35%。相比之下，2021年的赤字目前预计为3.4万亿美元，2020财政年度末公众持有的总债务为国内生产总值的100%。

当然，进一步的财政政策行动属于国会和政府的职权范围。历史告诉我们，政府支出的“无底洞”一旦加快，扭转会很艰难且漫长。显然，为了抵消与COVID相关的冲击而出现的赤字，使得解决未来几年政府债务的可持续性问题的关键。

最后，最近公布的月度进口价格、生产者价格和消费者价格指数都高于市场预期。这些意外上涨不能归于基数效应。毫无疑问，推动4月份消费者价格指数报告和其他意外通胀的诸多因素仍然是供应瓶颈，因此可以合理地得出结论，这些问题将随着时间的推移而得到缓解。但消除部分供应中断将需要额外的投资和扩大产能的时间。如果这种短缺持续到2022年，人们可能会调整对未来通胀的更高预期，这可能会让高于目标值的通胀比我们目前预期的更持久。

我不想夸大自己的担忧，我并不担心美国经济会回到20世纪70年代。我们为我们现在所处的这个截然不同的世界设计了新的货币政策框架，其中包括劳动力增长缓慢、潜在增长率较低、潜在通胀率较低以及利率较低的经济均衡。其中一个差异在于，20世纪70年代通胀动态所特有的“工资螺旋上升”已经很长时间没有出现了。现在出现这种局面很有可能是因为通胀率一直都不够高，不足以长时间实质性地影响决策。

那么，对货币政策有什么影响呢？我完全同意FOMC的新货币政策框架，以及我们为资产购买和联邦基金利率制定的两项以执行该框架的相关指导。改变资产购买速度所需的条件和提高联邦基金利率所需的条件是顺序的：后者需要经济改善来为更高的门槛扫清障碍。让我依次回答其中的每个问题。

去年12月推出的资产购买导向要求我们承诺至少以目前的速度增持证券，直到在FOMC提出的最大就业和价格稳定目标方面取得更大进展。我个人认为，就算剔除了暂时的影响因素，通胀率以及12月以来的通胀预期将在今年晚些时候足以满足资产购买导向中的通胀标准，但劳动力市场的改善速度一直低于我的预期。例如，失业率仅下降了0.6个百分点至6.1%，劳动力参与率仍与去年12月会议召开时几乎相同。因此，面对价格和工资似乎短暂的冲击，我们需要保持耐心，只要通胀预期继续围绕与我们的长期通胀目标一致的水平波动。

对我来说，这是一个风险管理的问题。我们目前得到的最好的分析是，通货膨胀上升到远高于我们的目标将是暂时的。但FOMC的同事们是经济学家和律

师，而不是先知、预言家和启示者。我们可能错了；那会发生什么呢？在权衡我们过高或过低估计 2% 目标的风险时，我们需要考虑的一个因素是，美联储有工具来应对过高的通胀，而将低于目标的通胀率推高则更为困难。如果我们错了，我们知道如何降低通货膨胀。但如果我们的评估是正确的，即通货膨胀是暂时的，那么我们采取行动，试图保持领先于通货膨胀，从而可能过早地减缓复苏，将是不明智的，因为我们最好的估计是，我们不会远远落后。

如果我对未来几个月经济增长、就业和通胀的预期得到了证实，特别是如果它们的表现强于我的预期，那么，正如上次 FOMC 会议记录中所指出的那样，FOMC 在即将召开的会议上开始讨论我们调整资产购买速度的计划将变得非常重要。具体而言，我们可能需要更多公开信息，关于自去年 12 月以来在实现最大就业的广泛包容性定义方面取得实质性进展的条件。这一标准带来了内在的沟通挑战，因为它不能用一个单一的劳动力市场指标来概括，例如 FOMC 在 2012 年末和 2013 年末的利率远期导向中使用的失业率阈值。

相比之下，讨论联邦基金利率变化的时间仍在未来。联邦基金利率导向承诺维持当前利率不变，直到劳动力市场状况与我们的最大就业目标相符，并且通胀率不仅达到 2%，而且有望在一段时间内适度超过 2%。在 FOMC 最新的《经济预测概要》中，没有一个参与者，即使是那些像我今天概述的那样对经济增长做出乐观预测的人，认为 2022 年之前达成是合适的。或许比预计达成时间更重要的是，之后利率上升的预期轨迹。大家可以看到，即使在预期达成时间较早的参与者中，这些路径也相当平缓。因此，我预计货币政策将在一段时间内保持高度宽松。

最后，让我就金融稳定做几点总结。美联储最新的《财政稳定报告》指出，光明的前景、充足的信贷供应以及宽松的财政和货币政策已将一些资产的估值推至极高的水平，如果达不到预期，可能会出现大幅反转。同样，企业债务相对于过去的经验来说也在较高的水平，这有理由让我们仔细评估风险。但强劲的经济形势让我再次感到放心：公司业绩正在增长，许多企业都有充足的现金储备，预期的债券违约率低于长期平均值，而且信用评级下调的速度已经明显放慢。

说到金融稳定，我最直接想到的是抵御冲击的能力。很难想象有什么能比 2020 年春天更能检验这种抵御能力了。去年春天，银行满足了非金融企业和家庭非同寻常的信贷需求，同时为数百万笔现有贷款提供了展期，并建立了巨额损失准备金，所有这些措施都没有给它们的整体状况带来重大压力。处于金融体系核心的大型银行的资本状况已经好于几十年前，这些机构坐拥大量高流动性资产，同时对相对较低水平的短期融资的依赖程度较低。

此外,我还看到了一个富有弹性的家庭部门。家庭信贷主要由信用评级为“优”的借款人提供。不断上涨的房价让大多数房主拥有了充足的资本,而且,正如我之前提到的,家庭拥有大量储蓄。

确实,非银行金融部门存在结构性弱点,特别是货币基金和对冲基金,美国和国际机构都在仔细审查这些弱点,包括我担任主席的金融稳定委员会。

但我相信这些风险是可以控制的,而且我赞同这项研究的结论,即解决这些和其他问题的最佳途径是有针对性的金融监管和监督,而不是生硬的货币政策工具。在我们从新冠肺炎事件中复苏的关键时刻,利用货币政策来解决金融稳定问题的效用将远远超过就业和增长的成本。

在结束之前,我想再次强调,我对经济的发展道路相当乐观。虽然通胀将行高于我们今年 2% 的目标,但是我相信大部分是由暂时性因素推动的。在经历了极其困难的一年之后,我们将进入一个强劲且持久的扩张期。

再次感谢你邀请我出席今天的会议,我期待着我们的讨论。

本文原题为“Randal K Quarles: The Economic Outlook and Monetary Policy”,是 2021 年 5 月 26 日美联储理事会监管副主席 Randal K Quarles 先生在华盛顿 DC 布鲁金斯学会哈钦斯财政和货币政策中心发表的的演讲全文。[单击此处可以访问原文链接。](#)

当前疫苗提案不足以结束疫情

Monica de Bolle /文 薛懿/编译

导读：国际货币基金组织（IMF）最近呼吁全球加快疫苗接种速度，以控制 COVID-19 疫情。这一呼吁是最受欢迎的，因为世界各国领导人过去的官方声明都没有提供具体的政策来帮助绝望的民众，特别是低收入和中等收入国家的民众。IMF 也认识到，控制 COVID-19 的成本远远低于疫苗全覆盖给全球经济带来的总体效益。但 IMF 本可以进一步认识到，必须由 G20 国家建立新的合作体制结构和更具体的步骤来取代目前效率低下的疫苗分配规则。编译如下：

IMF 对疫苗分配问题的处理十分有限。它强烈支持仅通过 COVAX 设施进行疫苗捐赠和分发。COVAX 是“获取 COVID-19 工具（ACT）加速器”计划的三大支柱之一，该计划于 2020 年 4 月在世界卫生组织（WHO）、欧盟委员会、法国总统、盖茨基金会联合主办的一场应对疫情的活动启动。虽然 ACT 加速器的前两个支柱重点是公平获得 COVID-19 诊断和治疗，但 COVAX 的创建是为了促进公平获得疫苗。尽管 COVAX 一直很有帮助，并且它处理问题的模型提供了一个良好的基线，但已经过时了。自去年创建以来，疫苗的供应量越来越大，分配和其他问题也变得越来越明显。

COVAX 为预计公共卫生需求和确定优先事项提供了一个良好的基准模型，例如尽快为每个国家约 20% 的人口接种疫苗，确保卫生保健工作者和风险最大的人在全世界的疫苗接种运动中尽早接种疫苗。然而，该设施存在两大缺陷。一方面，它主要根据人口规模按比例分配疫苗，但这不是最佳的公共卫生指标。另一方面，它没有考虑到各国开展大规模疫苗接种运动的能力。

根据人口规模设定疫苗分配目标忽视了问题的复杂性，即各国处于疫情的不同阶段，由于新的病毒变种、缺乏足够的公共卫生措施，一些国家遭受了可怕的损失和卫生系统崩溃，并且有些社会对这些措施的遵守不足，而其他人面临的情况则远没有那么可怕。关于许多非洲国家缺乏疫苗的情况，其中一些国家甚至无法为他们的卫生保健工作者接种疫苗。尽管这个问题对这些国家来说很危险，但他们目前还没有经历印度、尼泊尔、巴西和许多其他拉美国家出现的极其严重的疫情。这些案例暴露了基于人口规模分配疫苗的缺点：该指标不能反映不同国家面临的潜在公共卫生问题的严重程度。

疫苗的分配应基于公共卫生指标和分配能力

疫苗分配，无论是通过 COVAX 还是像欧盟和美国最近承诺的那样直接提供，都应该基于诸如此类的公共卫生指标：

- 发病率（Incidence Rate），用于衡量特定期限内，在有患病风险的人群中发生的 COVID-19 新病例数。通常表示为每一定数量的人（1000、

10000、100000) 的发病率, 该比率是对事件的一种度量, 即从非患病状态到患病状态的转变, 因此是对风险的度量。根据发病率计算的高风险水平国家应优先分配疫苗。

- 罹患率 (Attack Rate), 用于衡量在特定时期内, 患病的易感人群占易感人群总数的比例。罹患率的增加可能表明, 一种传染性更强的病毒变种正在某个国家占据主导地位。事实上, 较高的罹患率与英国的 B.1.1.7 突变株、巴西的 P.1 突变株以及印度的 B.1.617 突变株的出现有关。因此, 在缺乏广泛的基因组监测的情况下, 罹患率可能有助于绘制有关危险变异或 VOCs 的传播途径。
- 公共卫生系统能力, 例如, 以某一国家每 1000 人拥有的重症监护病房病床数量来衡量。

采用这些和其他疫苗分配指标将确保疫苗流向最迫切需要的国家, 这在 COVID-19 期间或其它任何公共卫生紧急情况下都是可取的。

此外, 疫苗分配还需要考虑到各国内部分配疫苗的能力。最近, 马拉维在接到牛津/阿斯利康疫苗 18 天后就烧毁了 2 万剂疫苗, 因为疫苗有过期风险。南苏丹刚刚宣布, 政府将把 72000 剂牛津/阿斯利康疫苗寄回 COVAX, 同样是因为疫苗有过期的风险。虽然这些事件与牛津/阿斯利康疫苗出现罕见凝血事件后疫苗接种意愿降低有关, 但非洲以及其他地区的许多国家也缺乏开展有效疫苗接种运动的资源。如马拉维和南苏丹的例子所示, 如果不为这些运动提供必要的资金, 不仅存在疫苗剂量不够的问题, 还浪费了挽救生命的疫苗。

疫苗分配工作需要以公平和效率原则为指导。由于主要侧重于公平, COVAX 和其他举措目前未能提供足够疫苗剂量, 以应对全球公共卫生紧急情况。此外, 过分注重公平分配, 将使各国缺乏开展大规模疫苗接种运动的能力和资源。改善现有结构需要在全局合作中采取具体步骤, 包括就公共卫生准则和疫苗分配的衡量指标达成协议, 根据这些准则实际捐赠剂量, 以代替无限制的承诺或捐赠多余剂量的承诺, 以及确保疫苗供应链能够顺利运作的机制。设计这一结构应该是 G20 未来几个月的目标, 既要抗击当前的疫情, 又要为未来的大流行做好准备。

本文原题为“Current Vaccine Proposals are not Enough to End the Pandemic”。本文作者 Monica de Bolle 自 2017 年 1 月起担任彼得森国际经济研究所 (PIIE) 的高级研究员。她现任约翰·霍普金斯大学高级国际研究学院兼职讲师，并曾任拉丁美洲研究和新兴市场主任。本文于 2021 年 5 月 26 日刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美国是否依赖外国投资者为其更大的预算赤字融资？

Thomas Klitgaard / 文 李佳欣 / 编译

导读：2020-2021 年通过的财政方案导致联邦政府借款急剧增加。外国投资者一般被认为是这种新债券的重要买家，但事实并非如此。相反，它们是国债的净卖家。不过，去年流入美国的资金量还是增加了，这有助于为政府的借贷提供资金，即使只是间接的。但外国资金流入的增加是相当温和的，因为国内个人储蓄的激增在很大程度上满足了政府增加的借贷需求。2021 年政府赤字将再次大幅上升，届时对外国资金的依赖程度将如何变化，这将取决于国内个人储蓄是否依然保持高位。编译如下：

外国购买美国政府证券

在疫情期间，联邦政府的行为使得联邦未偿债务数额激增。具体来说，从财政部的公共债务声明中，公众持有的美国国债从 2019 年的 16.7 万亿美元攀升到 2020 年的 21.0 万亿美元，增加了 4.3 万亿美元。相比之下，在 2019 年这一债务只增加了 1.1 万亿美元。

国际收支数据显示，外国投资者并没有购买这些额外的债务。相反，他们是联邦政府债券的净卖家，卖出总计 750 亿美元。这与 2019 年净买入 2260 亿美元的情况有所不同。外国投资者对其他资产更感兴趣，跨境资金流入主要被用于购买了股票和投资基金（7260 亿美元）以及公司债券（1940 亿美元）。

不过，在考察外国投资者的作用时如果只考虑美国国债，就忽略了一个更重要的问题：为帮助美国经济恢复而流入的资金增加了多少。从这个角度看，外国对美国资产投资的增加创造了一个资金池，这间接支持了美国国债的销售。

疫情期间的政府储蓄与个人储蓄

将预算赤字变化与从国外借款的变化联系起来的一种方法是依赖于国民收入恒等式。从一个人的支出就是另一个人的收入这一概念开始，为了简化讨论，假设美国经济对世界其他地区封闭，这样国内支出就总是等于国内收入。消费可以分为消费和实物投资支出，收入可以分为消费和储蓄。两个恒等式的消费是相同的，因此投资支出必须等于国内储蓄。

现在我们取消封闭经济的假设，允许一个国家从世界其他地方借款，或根据其储蓄和投资支出之间的差额放贷。以美国为例，由于国内储蓄不足以为投资支出提供资金，因此美国经济向世界其他国家借款。对于金融市场来说，情况如下：跨境资金流入（例如，购买美国国债）的数额超过了美国投资者购买外国资产的资金流出，其数额由国内储蓄与投资支出的缺口决定。

为了解 2020 年美国的借贷情况，我们将美国的储蓄分为公共（联邦政府、州和地方政府）和私人（个人、企业）两部分（请注意，政府储蓄不同于预算赤

字，因为储蓄计算考虑的是政府收入和消费之间的差异，而不包括政府的投资支出)。

下表显示了所有这些部门的储蓄-投资支出框架。相对于 2019 年，2020 年的储蓄下降了 2170 亿美元，联邦政府储蓄的大幅下降被个人储蓄的大幅增加以及州和地方政府储蓄的小幅增长所抵消。再加上投资支出的下降 (1050 亿美元)，储蓄缺口仅比 2019 年扩大了 1130 亿美元 (美国在 2019 年借了 5030 亿美元)。换句话说，在 2020 年减少的 2.1 万亿美元联邦政府储蓄中，90% 被其他来源的国内储蓄增加和投资支出减少所抵消。

联邦政府储蓄的下降被较高的个人储蓄所抵消	
美国2019年至2020年储蓄缺口的变化 (十亿美元)	
联邦政府支出	-2,090
州和地方政府支出	260
个人储蓄	1,646
商业储蓄	-34
总储蓄	-217
减去	
投资支出	-105
等于	
储蓄缺口	-113

来源：经济分析局

从这个角度来看，外国人帮助抵消了联邦政府储蓄的减少，但他们的贡献规模不大。

展望未来

2020 年 12 月和 2021 年 3 月通过的财政支持方案显示，美国国债的规模今年将再次大幅增加。那么，外商净投资的步伐会继续保持相对稳定吗？不幸的是，尽管储蓄-投资支出框架有助于理解发生了什么，但它在预测未来方面用处不大。毕竟，它只是一个恒等式，并没有提供关于各种形式的储蓄和经济之间相互作用的见解。

因此，我们只能去猜测。从去年各州和地方储蓄相对于疫情前的水平来看，储蓄的减少和投资支出的增加似乎是有可能的。这两种发展都会增加外国借款。

然而，上面的表格表明，最重要的未知数是个人储蓄是否会再次抵消联邦政府大幅减少的储蓄。考虑两种极端的结果。在一种情况下，消费者将 2020 年积

累的“额外”储蓄作为财富增加，不让它影响他们的消费行为。其结果是，今年的个人储蓄仍然很高，这也是由于政府转移支付的推动，而未来积累的储蓄会一直存在。另一个极端是，当疫情在一年中有所缓和时，消费者会减少额外的储蓄，而支出会随着收入的增加而增加。个人储蓄的流动随之消失，经济对外国资金流入的依赖也随之上升。

在预测这种情况下经济如何发展的过程中，一个更复杂的因素是，美国的借款总额必须等于世界其他国家的净贷款总额。从本质上讲，美国储蓄缺口的任何增加都必须与其他地方更大的储蓄盈余相匹配，而使这个恒等式得以维持的机制对汇率和全球资产价格的影响都非常不明确。

本文原题为“Is the United States Relying on Foreign Investors to Finance Its Bigger Budget Deficit?”。本文作者 Thomas Klitgaard 是纽约联邦储备银行研究和统计组的副总裁。本文于 2021 年 5 月刊于纽约联邦储备银行官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中国在世界贸易组织中的影响力有多大？

美国战略与国际问题研究中心中国国力项目组 /文 熊春婷/编译

导读：中国于2001年12月加入世界贸易组织（WTO），这被国际社会誉为自由贸易和经济自由化的胜利。在长达15年的艰苦入世进程中，中国作出了广泛的承诺，在国内进行改革，减少贸易壁垒。自加入世贸组织以来，中国一直是该组织最活跃的成员之一，其经济已成为全球供应链中不可或缺的一环。然而，中国政府尚未进行深入、系统性的改革，其并非一直遵守世贸组织对争端的裁决，这有时挑战了世贸组织的基本准则。编译如下：

世贸组织有三个主要职能：促进贸易谈判、监督合规性和仲裁贸易争端。争端解决机制（DSS）是世贸组织解决成员国间贸易冲突的法律机制。成员国可通过以下三种方式参与争端解决机制。一是以原告身份对其他成员国提起诉讼，二是作为被告成为被投诉对象，三是在争端中拥有“重大贸易利益”的国家以第三方身份参与。争端解决机制的所有最终裁决均具有约束力和强制性。

中国加入世界贸易组织

在加入世贸组织之前，中国一直是其他主要国际组织的成员，包括1971年以来的联合国，1980年以来的世界银行和国际货币基金组织。尽管如此，对中国来说，加入世贸组织是一个漫长而富有挑战性的过程。与其他许多经济体不同的是，中国的成员资格并不是“祖传”的，他和“原始成员国”通过在1995年加入世贸组织的前身——关税及贸易总协定（GATT）——而加入世贸组织的方式不一样。2001年12月，中国加入世贸组织，成为第143个成员国。

加入世贸组织后，中国的贸易出现了爆炸式增长。在降低关税的部分推动下，中国货物贸易额从2001年的5164亿美元跃升至2017年的4.1万亿美元。1992年，中国平均加权关税为32.2%，远远超过全球7.2%的平均水平。到2002年，这一比率下降到7.7%。然而，自那以后，中国的关税基本保持不变，2003年至2017年平均为4.8%。世界贸易局势持续紧张，中国于2018年开始提高对美国的关税。

在与中国的入世谈判中，成员国要求中国政府做出重大改革承诺，减少政府对国内经济的干预。这些承诺记录于冗长的入世议定书里，包括降低商品关税、开放服务贸易、允许市场定价、取消出口补贴和税收、结束国家对国有企业商业运营的影响，以及实施改革以加强问责制。

中国的入世议定书中包括了保障措施，以保护其他成员国。最值得注意的是，中国在加入世贸组织后的15年里一直被贴上非市场经济体的标签，这使得其他国家更容易对中国提起反倾销诉讼。2016年，中国对美国和欧盟提出争端，寻求其市场经济地位得到承认，这成为紧张局势的一个主要原因。2019年6月，

中国政府要求在未宣布决定的情况下结束法律程序，这表明中国预期世贸组织可能会驳回其申诉。

中国的入世议定书还包括一个过渡性审查机制（TRM），该机制要求对中国在加入世贸组织后的头 10 年的履约情况进行定期审查。TRM 是只针对中国设定，其他成员国的入世议定书中没有这项内容。美国贸易代表设立了自己的年度审查，评估中国对 WTO 的遵守情况，目前仍要向美国国会报告。

表 1 “第十二条成员国”的入世期限

国家	谈判时长（年）
哈萨克斯坦	19.8
俄罗斯	19.2
中国	15.4
沙特阿拉伯	12.4
越南	12.0
“第十二条成员国”平均时长	10.3

数据来源：WTO。

中国作出的承诺和让步几乎比所有其他成员国都要深刻。1995 年后加入世贸组织的国家，包括中国在内，都是按照《马拉喀什协定》第十二条规定的程序加入的。与通过关贸总协定加入 WTO 的“原始成员国”相比，这些“第十二条成员国”通常被要求作出更广泛的承诺。除俄罗斯外（其于 2012 年 8 月加入世贸组织），中国的改革承诺比其他所有“第十二条成员国”都要深刻。哈萨克斯坦和越南由于其政府对各自经济的大力干预，也面临着同样严厉但不那么广泛的让步。

中国在争端解决机制（DSS）方面的经验

（本节数据来源截至 2019 年底）

争端解决机制在世贸组织的运作中发挥着核心作用，通过考察中国在该机制中的活动，可以深入了解中国与世贸组织的复杂关系。2002 年至 2019 年，中国共涉争端 65 起，其中 21 起为原告，44 起为被告。这使得中国在该时期成为争端解决机制中第三大活跃成员国，仅次于美国（280 起）和欧盟（190 起）。加拿大（63 起）和印度（57 起）位居前五。

在加入世贸组织的前五年（2002-2006 年），中国只卷入了 5 起争端，明显少于大多数金砖国家。例如，在加入世贸组织的前五年，印度卷入了 21 起争端，俄罗斯卷入了 11 起争端。中国的首次争端发生在 2002 年，当时中国是对美国钢铁关税发起一系列投诉的几个国家之一。世贸组织最终裁定这些关税是非法的，这使美国面临来自其他国家的贸易反制措施。

中国加入 WTO 的初期，有很长一段时间是以第三方身份参与争端活动的，中国政府将此视为在争端解决机制方面积累经验的机会。在 2002 年至 2006 年期间，中国作为第三方参与争端案件占已提交争端案件的比例为 51.8%。中国一直以第三方身份积极参与争端，2002 至 2019 年间其参与比例达 50%。相比之下，截至 2019 年，欧盟作为第三方参与争端的比例为 34.7%，而美国仅为 26.3%。

中国 65 起争端中，有 81.5% 是与美国（39 起）和欧盟（14 起）发生的。在所有针对中国的案件中，仅美国就占了 52.2%，而针对美国的 21 起案件中，中国提出的诉讼案件占比为 76%。在这两个超级经济大国之间的争端中，美国通常表现得更好。截至 2018 年，美国对中国提起的 23 起申诉中，有 10 起未能在磋商中得到解决，因此进入了小组调查阶段。根据彼得森国际经济研究所（PIIE）的一项研究，美国赢得了所有 10 起诉讼。相比之下，中国对美国提出的 15 起申诉中，有 8 起进入小组调查阶段，其中中国获得 4 起胜诉，3 起平局，1 起败诉。

不过，中国在起诉美国的案件中也取得了一些重大胜利。2019 年 11 月，世贸组织授权中国对 36 亿美元的美国商品征收关税。这一裁决结束了始于 2013 年的一场争端，当时中国抱怨美国对 40 余种中国产品征收反倾销税，有失公平。

针对美国和欧盟的争端往往与针对中国的争端有所不同。对于前者通常是针对它们的反倾销和保障措施，这些措施旨在保护本国产业不受价格较低的外国商品的影响。这些往往是老化的行业，如农业、纺织和钢铁。

与此同时，针对中国的争端经常以政府支持和补贴的制造业和高科技行业为目标。2004 年，美国首次对中国提起诉讼，指控中国对外国集成电路非法征收比国内集成电路更高的增值税。美国胜诉，到 2005 年 10 月，中国完全遵守裁决。

2018 年，欧盟对中国提起诉讼，称中国强迫欧洲企业向中国企业转让技术以换取市场准入。在中国和其他主要经济体间更广泛的紧张关系中，强制技术转让占据核心地位，鉴于此，中国对悬而未决的裁决所作出的回应可能会对全球经济产生重大影响。

中国对世界贸易组织的影响

在其他国际组织中，国家的规模和影响力直接给予它们特权。例如，中国作为安理会常任理事国，在联合国拥有否决权。在国际货币基金组织中，中国拥有第三大投票权（6.09%），仅次于美国（16.52%）和日本（6.15%）。但在世贸组织中并非如此，因为规模和实力是间接体现出来的。赢得贸易争端代价高昂，而且需要大量的技术和法律专业知识，这往往迫使欠发达成员国放弃提起申诉。

不出所料，争端解决机制中最活跃的 5 个成员国——美国、欧盟、中国、加拿大和印度——是全球最大的 5 个经济体。2018 年这五个国家 GDP 总量合计约占全球总量的 2/3。相比之下，2018 年世界贸易组织中 30 个最不发达成员国的

GDP 总和不到全球总量的 1%，而且只在一起纠纷中作为原告或被告参与过——2004 年孟加拉国投诉印度。

作为世界第二大经济体，中国的经济政策一直是世贸组织成员国之间关系紧张的一个来源。长期以来，美国和欧盟一直指责中国政府提供补贴，导致产能过剩，并在全球市场倾销包括太阳能电池板、铝和钢铁在内的产品。在规模较小的经济体中，这些政策的影响较小，但中国政府提供的补贴可以重塑全球市场。例如，中国对铝的补贴导致世界铝价格在 2007 年至 2015 年间暴跌 46%。

中国政府如何回应争端解决机制的裁决会给世贸组织带来更多挑战。在很多情况下，中国都表现出愿意遵守其认为不利的裁决。但是，它也找到了创造性的方法，在回避某些决定精神的同时，证明其充分遵守了法律规定。

在一起著名的贸易争端中，中国被认定对万事达卡 (Mastercard) 和 Visa 卡等外国电子支付服务的市场开放度不够。世贸组织裁定，中国将中国银联作为人民币支付卡交易结算的垄断供应商，违反了世贸组织规则。根据这一裁决，中国国务院在 2014 年宣布将向外国支付服务开放市场，然而直到 2020 年初，万事达卡、美国运通等公司才获得中国人民银行批准在中国设立银行卡业务。

TU XINQUAN 博士说：在某些方面，中国还有改进的空间，比如服务承诺和一些国内政策。我认为问题在于，这些承诺不像削减关税那样明确。

中国作为“发展中”国家的地位同样加剧了世贸组织内部的紧张局势。包括中国在内，大约三分之二的成员国将自己定位为发展中经济体，以获得“特殊和差别待遇”。这为他们提供了若干好处，例如延长履行世贸组织承诺的窗口期，以及获得处理争端和技术问题方面的援助。

一些发达经济体开始反对中国自称为发展中国家。2019 年 2 月，美国提议对世贸组织进行改革，针对这一认定设置更严格的资格要求。作为回应，中国和印度等 7 个发展中成员国联手驳斥了美国的提议，并表示支持世贸组织允许成员国自行认定其地位的做法。

2019 年 5 月，中国提交了自己的世贸改革方案，批评“某个成员国”（美国）阻挠世贸组织上诉机构的任命。多年来，由于担心上诉机构有时会越权，美国一直对其提出质疑。美国还抱怨，宣称该机构无视规则——在规定时间内须结案。

在美国总统特朗普的领导下，美国通过阻止任命新法官，加强对上诉机构的限制。当两名法官的任期于 2019 年 12 月 11 日结束时没有重新任命，上诉机构仅剩一名现任法官。世贸组织的规则要求上诉机构至少有三名法官，因此上诉机构目前无法作出裁决，这实际上使世贸组织的争端解决机制陷入僵局。

上诉机构的问题是世贸组织成员国就如何解决该组织内部的根本问题而产生的更广泛分歧的一部分。这些分歧，加上持续紧张的中美贸易关系，都为中国提供了机会——成为全球贸易捍卫者，并提升其在世贸组织中的作用。鉴于中国在遵守世贸组织争端裁决方面好坏参半的记录，中国政府在解决这些问题上所扮演的角色将极大的影响该组织的未来。

本文原题为“[How Influential is China in the World Trade Organization?](#)”。作者为美国战略与国际问题研究中心（CSIS）中国国力项目组。CSIS 成立于 1962 年，是现在美国国内规模最大的国际问题研究机构。该研究中心是一个非党派、非政府的民间国际问题研究机构和免税组织，政治立场为保守派。本文于 2021 年 6 月 12 日刊于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

提高中国对解决发展中国家债务问题的参与度

Martin Chorzempa, Adnan Mazarei/文 母雅瑞/编译

导读：新冠肺炎疫情加剧了多个新兴市场和发展中经济体偿还外债的困难。作为主要新兴债权人之一的中国还不是巴黎俱乐部的成员，目前迫切需要出台更有效、更长期的债务解决方案，以帮助降低新兴市场国家长期债务困难的风险。这些问题可以通过设立债权人委员会来协调与中国有关的债务减免得到部分解决。二十国集团（G20）已采取了一些措施，如在暂停偿债倡议（DSSI）和债务处理共同框架（CF）中纳入债权人委员会机制等。编译如下：

1. 引言

新冠肺炎引发的经济冲击加剧了许多新兴市场和发展中经济体偿还外债的困难。随着全球利率的上升和融资条件的收紧，在不影响债务负担较重国家经济增长的情况下，债务国和债权国都面临着重组债务和其他义务的巨大挑战。

最紧迫的挑战之一是关于中国作为债权人的债务。中国作为债权人的债务超过 1000 亿美元，或者说债务总量占那些最迫切需要帮助的国家对官方债权人负债的 57%。中国不是官方双边债权人组织巴黎俱乐部的成员。该组织的目的是在多边框架内协调解决新兴市场国家普遍存在的主权流动性不足或不可持续的外债问题。这种协调包括分享关于对债务国提出索赔的数额和条件的资料。中国在这一体系中的缺席，使得其作为官方债权人的巴黎俱乐部很难与之协调。

协调中国私人 and 准官方债权人的债权也很困难。事实上存在许多关于中国放款的政策性银行，如国家开发银行（简称国开行）、中国进出口银行和国有商业银行（如中国工商银行），应该被视为私人债权人还是官方债权人，以及它们在多大程度上共同行动的疑问。

二十国集团（G20）已经采取了措施来解决这些协调问题，它主要是通过暂停偿债倡议（DSSI）和 DSSI 以外债务处理共同框架（CF）两种方式，同时中国加入了这两项倡议。但这两种方式都有缺点，其中，DSSI 计划将于 2021 年底到期。CF 倡议则是各国向前迈出的重要一步，但它也存在一些缺点，将阻碍其解决债务问题的能力。因此，目前迫切需要出台更有效、更长期的解决方案，从而帮助降低新兴市场国家长期债务困难的风险。同样重要的是，中国应该通过参与这些解决方案来展示其全球领导力。

这些问题可以通过设立债权人委员会的方式来解决。具体来说，一个陷入债务困境的国家能够呼吁该委员会，而该委员会将召集其官方和私人债权人，交换有关该国债务的信息，讨论该国偿还债务的能力，并寻求在债权人之间建立股权关系。中国将有动力去参与这一过程，因为：(a) 这些委员会将成为解决国际债务问题的新方法的基石，而不再是由巴黎俱乐部等发达国家进行主导，(b) 在恰

当的情况下与其他债权人合作，可以确保所有人获得更好的结果。巴黎俱乐部和国际货币基金组织（IMF）可以设法确保各国债权人集团的做法具有一致性和可比性。

二十国集团已经采取了一些措施，将债权人委员会纳入 CF 框架，但这仅限于有资格获得 DSSI 的低收入国家和官方债权人。为了更好地解决债务危机，可能需要将这一方法推广到中等收入债务国当中。

2. 中国对发展中经济体的放贷居于世界领先地位

了解全球债务需要了解中国贷款的规模、条款、透明度和重组方式。

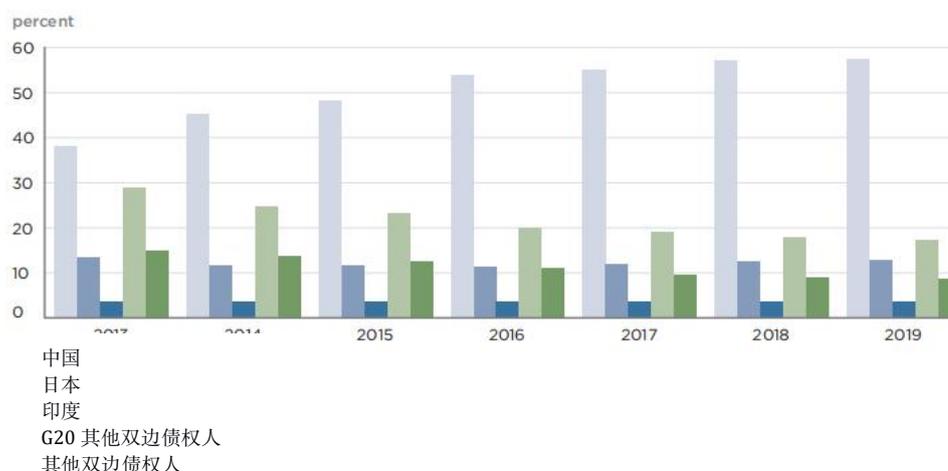
2.1 涉及放贷金额

迄今为止，中国是新兴市场国家最重要的贷款人。对于许多国家来说，中国不仅是最重要双边债权国，而且是迄今为止最大的单一外部债权国。

确定中国确切的贷款规模是很复杂的，因为中国没有公布有关商业银行或政府从官方渠道向其他国家放贷的可靠数据，而我们也不可能根据中国贷款机构的报告做出估计。中国甚至可能没有可靠的统计数据来说明其总体或对特定国家的风险敞口。多年来，有关中国政府贷款的最佳公开数据来自 AidData 等独立项目，该项目主要基于媒体信息和新闻稿等公开信息来审查中国对非洲的贷款。

在 DSSI 倡议的帮助下，世界银行和国际货币基金组织根据债务国向世界银行提交的报告，首次披露了个别国家欠中国的债务和还本付息数据，数据包括 2020 年和 2021 年的双边和非官方信贷。这些数据显示，中国持有中低收入国家全部外债的四分之一以上（世界银行，2021b）。在符合 DSSI 资格的发展中经济体当中，到 2014 年，中国的债权国规模超过了 G20 其他成员国的总和，当时中国的“一带一路”倡议和相关贷款浪潮才刚刚开始。根据世界银行（2021b）的数据，中国在 2016 年就成为了世界上最大的双边债权人。中国对 DSSI 国家的官方贷款从 2013 年占双边债务总额的 38%，2019 年底上升到了 57%，总额达到了约 1120 亿美元（见图 1）。

图 1 符合 dssi 条件的国家双边债务债权人构成，2013-2019 年



安哥拉 2020 年欠中国的债务占其外债偿还额的一半以上，同时中国债务占安哥拉外债存量的 43%。对巴基斯坦来说，相应的数字分别是，36%的外债偿还额和 27%的外债存量。对于肯尼亚来说，这两个数字分别是 34%和 24%。

从 2000 年到 2014 年，中国仅从其两大政策性银行——中国国家开发银行和中国进出口银行——发放的贷款总额就达到了 4620 亿美元，几乎与世界银行的贷款总额（4670 亿美元）相当，根据波士顿大学全球发展政策中心（Ray and Simmons 2020）编制的数据集，这些数字还不包括中国国有商业银行额外发放的数十亿美元贷款。

Horn、Reinhart 和 Trebesch（2019）估计，截至 2017 年底，约 3500 亿美元的中国公共债务中有 50%是隐性债务，这些国家没有向世界银行和国际货币基金组织报告，因此这些债务并没有出现在世界银行的 DSSI 数据中。他们声称，由此可见欠中国的债务规模可能比官方统计数据显示的要大得多。他们的发现是有争议的。因为缺乏透明度使得重组问题变得复杂化，并使评估哪些国家面临债务危机的风险变得更加困难。

2.2 贷款条款和透明度

尽管有明确的公共政策说明，一个国家的公众承担债务和债权人需要评估国家的金融健康状况，但主权债务有时仍然是不透明的（Gelpern 2018）。中国的贷款往往会特别不透明，与其他债权人相比，中国的贷款机构更有可能被要求对贷款条款和金额保密（Gelpern et al. 2021）。世界银行 2019 年的一项研究发现，关于“一带一路”项目的融资条件的信息非常少（世界银行 2019）。中国信贷条件完整信息的缺乏不仅阻碍了对发展中经济体的债务和债务可持续性风险的评估，同时，当借款人陷入财务困境时，它也会破坏这些债务的重组。

Gelpern 等人 (2021) 发现, 与多边或其他双边来源的债务相比, 中国的贷款更有可能要求抵押品。中国进出口银行 22% 的贷款和中国国家开发银行 75% 的贷款都是有抵押的, 而商业银行或经济合作与发展组织 (OECD) 的双边债权人存在抵押的贷款仅占约 8%, 多边债权人则是约占 1%。这些贷款往往是对收入来源的索取权, 而不是对实物资产的索取权。在斯里兰卡面临债务问题时, 中国的银行获得了斯里兰卡一个港口的长期租约, 这导致了对中国陷入债务陷阱外交的许多夸张的批评。然而, 这是一个罕见的例外, 它并不是常态, 港口也没有被中国的债权人进行扣押。

中国与政府有关联的债权人向其他国家提供的贷款往往包括商业条款和优惠条款, 优惠贷款包括延期偿还本金或低于市场利率等赠款部分。中国向低收入国家提供的贷款往往具有很高的优惠性, 利率约为 2%, 宽限期为 6 年, 对信用风险较高的国家贷款期限为 20 年 (世界银行 2019)。给新兴市场经济体的贷款也是优惠的, 尽管不是那么优惠; 它们往往有一个与伦敦银行间拆放利率 (Libor) 挂钩的浮动利率。其他的双边债权人在开出条件方面甚至更为慷慨。日本向低收入国家提供贷款的标准条款包括: 0.6% 的利率、30 年期限和 10 年宽限期。

2.3 中国如何进行贷款

中国的贷款没有明确的类别。中国政府拥有中国国家开发银行 100% 的股份, 但它通常提供商业性的、非减让性的贷款。相反, 中国在证券交易所上市的商业银行则提供部分出于政治需要的贷款。中国所有的主要银行都是国有的, 没有一家银行是纯粹的利润最大化实体。根据这些银行的商业化程度, 它们可以分为不同的类别。

中国工商银行等商业银行在中国的海外放贷中扮演着越来越重要的角色。尽管国有企业占据了主导地位, 但它们名义上仍然拥有现代的公司治理结构, 即便在一定程度上, 它们在海外的活动是出于与中国国家主席习近平“一带一路”倡议保持一致的愿望, 但它们的放贷依然完全是商业性的。

政策性银行在历史上一直是中国政府海外融资的主要参与者, 类似于其他国家的开发银行。进出口银行提供商业贷款和优惠贷款; 国家开发银行以商业条款提供贷款 (Dreher et al. 2017)。这两家公司都受益于隐性的政府担保, 这使得它们的融资成本 (主要通过债券市场获得) 非常低。

商业贷款和优惠贷款之间的界限, 是中国贷款无视明确类别的又一个例子。即使中国的银行以商业条款 (比如更高的利率) 放贷, 这些贷款往往是提供给难以获得私营部门融资的国家和项目的。进出口银行和国家开发银行都被指定为政策性银行, 而非商业性银行。它们的职责是帮助实现政府目标, 而不是实现利润

最大化，但他们可以通过对政府说“不”或要求政府提供更多担保，以找到创造性的方式使项目在财务上可行并控制风险（Chen 2020）。

在中国的对外贷款中，中国政府的直接贷款只占了很小的比例；它远不如政策和商业银行的投资组合重要。中国商务部对外援助司（MOFCOM）向各国提供赠款和无息贷款，但 2019 年这两个部门的总预算只有 26.3 亿美元，与中国国家开发银行和中国进出口银行提供的数千亿美元贷款相比，只占很小的一部分。

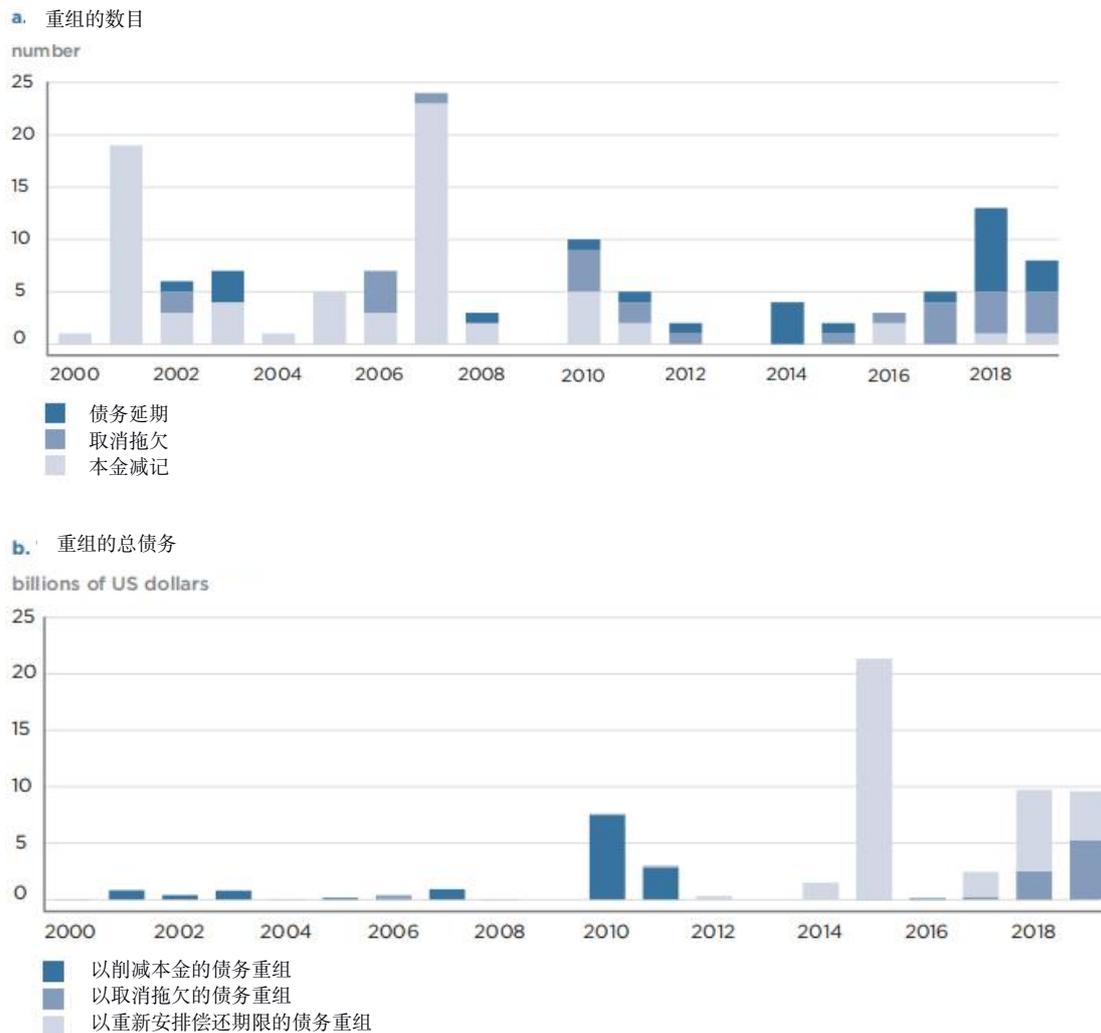
2.4 中国如何重组债务

中国不是巴黎俱乐部的成员。它倾向于寻求特别的重组，中国政府与国际社会以及中国自己的贷款机构之间有着不同程度的协调。Bon 和 Cheng (2020) 发现，尽管他们发现巴黎俱乐部重组的时间和中國重组的时间之间存在一定的相关性，但中国三分之二的重组仍独立于巴黎俱乐部的重组。此外，他们还发现，中国一半的债务重组发生在国际货币基金组织（IMF）为该国提供贷款的同一年，这可能是由于国际货币基金组织以重组现有债权人为条件提供新的融资。这实质上迫使中国的债权人在某种程度上参与了债务协调。因此，有证据表明，尽管中国提供的条款往往与其他债权人提出或获得的条款不同，中国至少在某些情况下与国际货币基金组织和其他债权人进行了协调。

自 2011 年以来，中国已经改变了其重组模式，从减少本金转向了重组债务。Bon 和 Cheng (2020) 发现，2000 年至 2019 年期间，在中国作为官方债权人的 140 个债务重组案例中，大多数重组涉及取消本金或欠款；大多数活动都集中在 21 世纪初，当时巴黎俱乐部也在进行多次重组。2011 年之后，巴黎俱乐部仅提供较少的救济，中国转向了对债务进行更多的重新安排，如延长期限（见图 2）。

Kratz、Mingey 和 D'Alelio (2020) 研究了从 2000 年到 2020 年 9 月发生的 130 个重组案例。他们发现，几乎所有的减记都是为无息贷款预留的，这些贷款被他们认为是发展援助，仅占中国海外贷款的 2% 左右。涉及中国国家开发银行和中国进出口银行等机构更大、更重要贷款的重组，往往是通过延期或重新安排贷款期限来维持面值，而不是通过减少本金的方式。这种差异可以解释为，商务部的资金是已被指定为援助的财政收入，而国家开发银行和进出口银行的贷款减记将导致它们的资本减少，从而影响它们在国内外发放新贷款的能力。自 2017 年以来，中国金融监管机构将资本充足率和风险控制作为政策性银行监管的重点。这加大了它们在海外投资组合上承受损失的压力。

图 2 2000-2019 年中国涉及减记本金、取消拖欠和债务重新安排的重组案件的演变



对中国政府来说，债权人之间的内部协调仍很困难。Acker、Brautigam 和 Huang (2020) 研究了 中国向非洲提供的 1000 笔贷款。他们发现，在债务减免方面没有中国公司；中国债权人之间的协调是有限的，他们的行动并不一致。尽管债权人拥有共同的国家所有权，但他们倾向于与有问题的借款人单独谈判，而不是组成一个集团。在其他国家，开发银行直接向财政部报告，财政部长可以协调国家和银行的重组。中国的国家开发银行和进出口银行则不是这样，它们直接向国务院报告。这些银行也有多个强大的国家机构股东，这些机构往往有财政激励 (Chen 2020)，并且可能因此抵制会削减国家开发银行或进出口银行资本的重组，即使从外交政策上来看是合乎逻辑的。

3. 解决中国的协调问题

DSSI 和 CF 倡议是在中国的参与下成立的；中国在这两种机制中都有发言权。中国的参与表明，它在采取更协调的方式进行重组方面存在一定的政治空间。

3.1 暂停偿债倡议 (DSSI)

2020年4月，G20将DSSI作为解决低收入国家流动性问题的框架（见世界银行2021a）。该倡议涵盖了73个国家，最初允许延期偿还在2020年5月1日至12月31日之间到期的债务；该期限后来被延长至2021年12月31日。迄今为止，已有46个国家参与，并在2020年获得了57亿美元（包括来自国家开发银行）延期还本付息的允许，到2021年6月底还有可能将获得73亿美元（IMF 2021）的延期承诺。

DSSI的一个关键成就是在多边框架内中国的参与。但是DSSI也有几个缺点

- 1) 它只涵盖了低收入国家，不包括中等收入国家。
- 2) 这是暂时的。低收入国家用于抗击新冠疫情的所需资金贷款肯定不仅仅需要延长到2021年，2021年后它们可能才有能力偿还。
- 3) 它要求各国债务的净现值（NPV）不发生变化，因此只向各国提供流动性支持，而不是减轻一些国家可能需要的现有债务存量。
- 4) 它没有机制来确保自愿参与该倡议的私人债权人能够坚持到底。
- 5) 它没有澄清中国参与的某些特殊方面，特别是关于私人债权人和混合债权人。

DSSI帮助解决了中国作为官方债权人的协调问题，但仍未解决在私人和半官方债权人的协调问题。

3.2 债务处理共同框架（CF）

2020年11月，20国集团（G20）设立了债务处理共同框架，以解决DSSI的一些不足之处。该框架（a）认识到符合DSSI条件的国家可能需要重组公共债务和公共担保债务（尽管在实践中，CF是否只需要重新安排资金流动，而不需要大幅减少一国债务的净现值尚不确定）；（b）涉及到包括中国在内的所有G20官方双边债权国；（c）要求任何参与的债务国向所有其他非G20官方双边和私人债权人寻求至少与参与G20重组协议的债权人商定的同等优惠待遇。同时，巴黎俱乐部将担任这项倡议的秘书处。

尽管CF存在一些缺点，比如将不符合DSSI条件的国家排除在外，以及在减少借款者债务净现值方面缺乏明确的规定，但它可能会成为游戏规则的改变者。然而，实施这一计划并不容易。这在很大程度上取决于国际货币基金组织是否会一如既往地为主权债务重组中发挥核心作用，因为寻求从CF框架获益的国家必须先得到国际货币基金组织的项目支持。为确保非G20官方双边债权人和私人债权人（包括中国私人债权人和混合债权人）的参与，CF在可比性方面依赖于巴黎俱乐部的做法。与DSSI不同的是，私人债权人的参与将是强制性的，条件与官方双边债权人提供的类似，但尚未有明确规定确保这种参与的机制。

CF 框架的有效性将取决于国际货币基金组织对私人 and 官方拖欠债务政策的严格执行，以确保非巴黎俱乐部和私人、混合债权人参与债务重组。这些政策的实施在一定程度上是为了确保债权人无法阻止国际货币基金组织向一个正在寻求债务重组的国家提供贷款 (Hagan 2020)。国际货币基金组织针对私人贷款的拖欠政策表明，允许在一个主权国家有拖欠外部私人债权人的债务时，国际货币基金组织向该成员国提供贷款，前提是该成员国必须做出足够的努力，并与私人债权人达成合作协议。国际货币基金组织对官方欠款的贷款政策允许其对未解决的官方欠款进行贷款，这些欠款将在满足以下任何一个条件时在国际货币基金组织支持的项目的背景下进行重组：(a) 债权人同意；(b) 有一名巴黎俱乐部的组织代表同意的记录，或 (c) 如果没有巴黎俱乐部组织代表的同意，债务人正在与债权人进行真诚地谈判以解决欠款，同时，国际货币基金组织在拖欠债务的情况下提供融资的决定不会对其未来提供融资的能力产生不当的负面影响 (Buchheit et al. 2019)。

迄今为止，乍得、埃塞俄比亚、赞比亚欠的大部分债务都是欠私人或中国债权人的，它们已经要求在 CF 框架下重组债务。他们将为中国和私营部门债权人如何参与债务重组提供重要的参考案例，条件应与 20 国集团 (G20) 和巴黎俱乐部债权人提供的条件相当。

CF 的成功还将取决于债务人是否愿意申报全部债务金额和条款。基金组织和世界银行需要这些信息才能对一国债务的可持续性进行分析，并确定该国在经济和社会方面能够支付的还本付息数额。

国际货币基金组织旨在阻止向其借款的国家谎报信息的政策可能有助于确保借款国提供所有此类信息。然而，国际货币基金组织对其错误报告程序的执行情况好坏参半。一些国家在违反提供准确未偿债务信息承诺的情况下也获得了国际货币基金组织执行委员会的豁免。因此，目前缺乏一个确保债务透明度的充分有效机制，这一缺陷削弱了国际货币基金组织分析各国经济和金融发展的能力。

3.3 债权人委员会的作用

发展中经济体索赔金额和条款缺乏透明度，以及 DSSI 和 CF 框架的缺陷是国际金融架构的重要缺陷。鉴于其主张条款的规模和明显的不确定性，中国需要成为解决这些挑战的领头人。

中国对 DSSI 倡议和 CF 框架的认同表明，中国愿意在适当情况下与其他国家就债务问题进行协调。如果 CF 框架 (被认为是暂时的) 能够达成永久性的安排，那将是很帮助的。一种可能性是中国成为巴黎俱乐部 (Paris Club) 的正式成员。在某些情况下，中国是该俱乐部审议工作的观察员。中国可能不愿加入一个将减少其在债务谈判中的自主权，并将其约束于一个由七国集团 (G7) 主

导、地缘政治利益与中国不同的先进民主国家制定的条款的机构。巴黎俱乐部的原则和程序还将迫使中国在其贷款方面变得更加透明。

一个可能获得中国支持的方法是，建立一个灵活的债权人委员会框架，并将其作为 CF 框架的一部分，或者最好是作为包括中等收入国家在内的更广泛倡议的一部分。可以在特别的基础上为个别债务国组织债权人委员会，中国和其他债权国能够一起参与。这类组织将包括借款人和官方、私人和混合债权人的代表，国际货币基金组织将发挥秘书处的作用，并发挥其惯常的作用，提供债务可持续性分析，以帮助确定债务国偿还债务的能力。巴黎俱乐部和货币基金组织也可以设法确保各国债权人集团的做法的一致性和可比性。国际金融协会可以协调私人债权人的参与。

虽然债权人协调小组的想法已经存在了很长一段时间，并且已经在公司环境中得到恰当地使用，但这种小组在主权债务重组中没有被广泛使用。原因包括：债务人倾向于与债权人单独谈判，以获得更好的条款；涉及在单一框架下协调持有不同债务工具的各种债权人的复杂性。如果债权人协调委员会得到 20 国集团、国际金融机构和私人债权人的更多支持，它们可能会得到更广泛的使用。如果国际货币基金组织表示，设立债权人委员会将有助于根据其贷款拖欠政策向债务国提供贷款，那么国际货币基金组织就可以发挥特别有益的作用。但要有效解决债务不可持续国家的债务问题，债权人委员会的授权应考虑名义债务削减。

协调小组除了能够对特定的债务危机事件（这是无法预见的，特别是在发生大流行病的情况下）做出灵活的个案反应外，还将通过帮助实现以下目标，以克服中国面临的一些协调问题：

1) 将债务国（包括低收入和中等收入国家）、中国、其他非巴黎俱乐部（Paris Club）债权国和其他官方、私人债权国一起纳入一个不受七国集团（G7）主导的框架中。

2) 诱导中国加入一个框架，允许其参与一个可能随着时间的推移发展成重复博弈的设置，这种设置（在博弈论和实践中）会倾向于通过减少短期内偏离合作的长期收益而使更多的合作结果成为可能。

3) 在债务人和债权人之间实现更多的信息披露和信息共享。

4) 克服中国官方和私人债权人之间有些武断的区别，这在与中国国家开发银行等半官方银行打交道时尤其有用。

5) 在官方和私人债权人（包括中国债权人）之间实现更大的债权人间股权。

6) 加强中国债权人之间的协调。

7) 促进债务人和所有债权人之间的谈判。

目前较好的消息是，20国集团（G20）正在努力按照上述建议，将债权人委员会纳入CF框架中。2021年4月15日，它成立了一个由乍得官方债权人组成的委员会。该委员会包括中国，也得到了巴黎俱乐部的支持。

3.4 中国参与的动机是什么？

为什么中国想要加入债权人委员会？尤其是面临以下情况：如果中国与其他债权人在同一基础上加入一个多边债务解决框架，可能会降低其优先级。

首先，鉴于中国在国际经济中的作用越来越大，中国有动力更多地参与制定关于全球结构治理的规则。鉴于巴黎俱乐部（Paris Club）的官方债权人相对于中国的重要性有所降低，中国在主权债务领域有机会开创新的局面。中国可以在一个关键的全球问题上展示自己作为解决问题领导者的领导能力，而不是单干。这可以帮助阻止和扭转全球对其贷款和重组做法的批评，减少对其声誉和软实力的损害。此类规则还将有助于中国在内部协调问题上取得进展，将重组置于一个更正式的结构之下。这将有助于中国的债权人机构与借款人进行谈判，而不是使用迄今为止它们一直遵循的特别程序。

其次，在中国是主要债权国的国家中，中国可能有动机与其他债权国分担债务减免的负担。如果它与其他债权人联合起来，而不是单打独斗，它可能有更多的议价能力来对付债务人。在某些情况下，中国将不再能够延长、假装和避免减记。例如，在确保私营部门债权人承担合理份额的成本方面，它将拥有合法的利益。虽然还不能够确定中国是否愿意参与到一个更合作的游戏，但最近中国在DSSI倡议和CF框架中的参与表明，中国有这样做的意愿。

第三，可以设计债权人委员会来提高透明度，同时尊重中国政府和其他债权人有时合理的要求。比如有限地披露每个债权人对重组的贡献，以避免搭便车效应。无论其他债务国是否真的需要重组，都会向中国提出相同的条款（Gardner et al. 2020）。我们的想法可以遵循巴黎俱乐部的做法，即一般提供一份商定的债务减免的摘要，而不提供每个债权人贡献的详细细节。这种做法将有助于中国的银行更全面地参与其中，减少它们受到国内复杂政治的限制。

3.5 谁召集会议？

最初，债务国可以召集债权人协调委员会。讨论将分为两个阶段进行。第一阶段将只包括官方债权人，由巴黎俱乐部和货币基金组织举行会议。第二阶段将涉及在国际金融研究所的帮助下组织的私人债权人。

随着时间的推移，可以考虑按照Gitlin和House（2014）的建议，建立一个常设主权债务讨论会。这样的一个讨论会将是一个非法定的、非营利性的常设机构，为各种利益相关者（包括私人 and 官方债权人）提供一个平台，以发起关于个

别国家债务脆弱性和困境的讨论。它还可能成为呼吁为个别国家成立主权债务协调小组的团体。

3.6 如何做决定？

目前，巴黎俱乐部的决定是通过协商达成一致做出的。私人债权人关于债务重组的决定没有制度化，有时是通过银行咨询委员会提出的，有时可以通过集体行动条款（CACs）来协调。理想情况下，委员会的所有成员都同意使用集体行动条款。但实际上，官方债权人很可能不愿意同意与私人债权人行使相同的权利，因为官方债权人将直接或通过国际金融机构向债务国提供新的资金。因此，至少在初期阶段，可以考虑根据债权人的身份，为官方债权人和私人债权人设立单独的、连续的投票程序，并以官方债权人优先。混合债权人将决定他们希望属于哪个集团。一旦他们选择了一个小组，他们就必须在整个重组过程中坚持这个决定。

4. 结论

中国处于发展中国家债务问题的中心。它已经采取了一些措施来帮助解决这个问题，例如，参与 DSSI 倡议和 CF 框架。但重要的问题仍然存在，包括关于其索赔规模和条款的信息的可获得性。在低收入国家之外大力实施合作框架，不仅有助于扩大中国在解决债务问题方面的作用，而且有助于解决全球金融架构的重大缺陷。

债权人委员会可能有助于促进债务重组。二十国集团（G20）决定将其用于共同发展援助基金，尽管这可能仅用于有资格获得 DSSI 的低收入国家，但其仍推动了这些国家的发展。我们可能需要对所有需要减免债务的国家使用这种债权人委员会的机制。

本文原题为 “Improving China’s Participation in Resolving Developing-Country Debt Problems”。本文作者是 Martin Chorzempa 和 Adnan Mazarei。本文于 2021 年 5 月发表在 PIIE 的政策简报模块。[单击此处可以访问原文链接。](#)

后疫情时代的通胀与货币政策

François Villeroy de Galhau / 文 杨茜 / 编译

导读：本文为法国央行行长 François Villeroy de Galhau 于 2021 年 5 月 25 日在北欧峰会上的发言。编译如下：

我很高兴今天能与你们见面。丹麦和北欧是欧洲乃至全世界最成功的地区之一：集经济创新、社会团结和环境贡献于一身。今天，在丹麦，你们邀请我谈论“Covid-19 后世界的通货膨胀和货币政策”。

在 2006 年，奥利维尔·布兰查德表示：“如果可以使用简单而稳健的规则来实施货币政策，那么它就可以假装接近科学，如果货币政策经常面临新的、无法预测和理解的突发事件，它必须更接近艺术。”当前关于货币政策的争论就是一个很好的例证。几年前甚至在一年前，每个人都担心通货膨胀会消失，但现在全世界都在担心通胀卷土重来。几个月前，对 Covid 危机的紧急支持是首要问题，但我们现在正在谈论退出支持和后 Covid 世界。这正是今天邀请我做演讲的主题。

面对如此变化的情形，我今天想强调两个观点：(A) 欧洲央行一直是创新、高效，以通胀为目标的机构，包括在 Covid 危机中；(B) 在 Covid 危机后，欧洲央行拥有强大的“四重奏工具”，可以在必要时保持货币政策的宽松。

A. 欧洲央行是创新、高效，以通胀为目标的机构

在发言的第一部分，我将尝试回答三个问题：欧洲央行的目标是否明确？它的工具是否一致？它的结果是否有效？

1. 欧洲央行的目标是否明确？

与所有其他主要央行一样，通胀目标是我们的指引。这意味着我们对价格稳定的定义应该是简单、对称和中期导向的。然而，并不是每个人都这样看待。因此，在克里斯蒂娜·拉加德发起的战略审查中，我们正在思考是否可以更清楚地传达政策意图。我们应该重新审视 2% 数字（“接近但低于”）前过于复杂的限定词。这些模棱两可的表现对实现通胀目标没有任何好处。

“对称”是指通胀目标是一个目标，而不是上限。回顾过去，平均而言，一个成功实现目标的央行，其低于目标通胀率的期间大致与高于目标的期间持平。然而，我们生活在一个不对称的世界里。名义利率的有效下限是对抗通货紧缩的严重障碍，并对通胀预期构成压力。在这种情况下，更重要的是要强调我们准备在一段时间内接受适度高于 2% 的通胀，以完全锚定中期通胀预期。稍后我会谈到前瞻性指导。

最后，“中期”意味着我们在足够长的时间内评估通胀表现，展望未来，但也不会忽略过去。

欧洲央行显然是一个灵活的、以通胀为目标的机构。我们专注于实现通胀目标，但我们同样在经济周期的背景下制定政策，包括关注产出缺口和就业。总的来说，我们认为全面承诺通胀目标和稳定就业并不矛盾。

2. 欧洲央行的工具是否一致？

货币政策不是一场竞赛，做得多并没有奖励。然而，有时人们会说我们的反应不如美联储。这是不正确的。欧洲央行至少和他们一样宽容、有耐心。就 GDP 比率而言，欧元区资产负债表规模是美联储的两倍。我们还能够显著扩展。

在全球主要经济体中，欧元区的利率最低，无论是名义利率还是实际利率，无论是短期利率还是长期利率。欧洲央行已经开发了广泛的工具。尽管量化宽松政策不源于欧洲，但购买公司债券、范围广泛的合格抵押品、定向长期再融资操作（TLTRO）或负利率都是欧洲推出的。

在调整决定时，我们当然会考虑立场（基于我们对未来通胀的预期影响）和货币政策的有效传导（该立场是否对经济主体（包括中小企业和家庭）产生预期影响？）。这两个考虑在我们最近关于紧急抗疫购债计划（PEPP）的决定中很重要。紧急抗疫购债计划目的是在大流行的危机阶段为所有借款人保持有利的融资条件，从而防止通胀进一步低于我们的目标。从 2020 年 3 月起，以及自 12 月以来实行的更多政策，我们为跨时间、跨司法管辖区和跨资产类别灵活购买提供了可能性，以确保所有借款人都能受益于有利的融资条件。

近期长期主权利率的演变说明了我们的一致性。今年 1 月和 2 月，欧元区长期主权债券收益率开始上升，这在很大程度上反映了美国货币和财政政策的跨大西洋溢出效应。

因此，我们于 3 月 11 日在管委会上决定“以明显更快的速度”进行购买，该购买迅速、高效地实施，并限制了利率的上涨。然而，从 4 月中旬开始，一些人无根据的认为我们将逐渐减少购买。让我明确一点：任何关于第三季度或接下来几个季度部分减少购买的假设纯属推测。正如克里斯蒂娜·拉加德所说，我们在 4 月的管委会上没有讨论逐步减少的问题。至少在 2022 年 3 月之前，净购买量将由我们承诺为所有经济主体保持有利的融资条件而自由确定。我们的货币政策极具耐心，因为欧元区的通胀率远低于其他司法管辖区。

3. 欧洲央行的行动是否有效？

在 1999-2007 年期间，通货膨胀率平均为 2.1%。但通胀率在 2013-2019 年间下降至仅 1.0%。这是巨大的下滑。美国的总体通胀（CPI）也经历了类似

1.1% 的下降，在上述两个时期之间从 2.7% 下降到 1.6%。在欧元区，根据法国央行的分析，两个因素可解释察到的通胀水平与我们的目标之间的大部分差距。

第一个是由大衰退和主权债务危机引起的。这一系列危机通过菲利普斯曲线持续抑制了需求和价格，虽然近几十年来菲利普斯曲线的斜率似乎有所下降，但它仍然是正的。菲利普斯曲线依然活跃：在“通胀缺失”的坏消息中，这是货币政策的好消息。第二个因素是 2014 年之后油价的大幅下跌，通过消费价格的能源成分直接和间接降低了通货膨胀率。据估计，这两个因素导致年通胀率下降 1 个百分点。非常规货币政策成功地减轻了这些通货紧缩的影响。如果没有这些政策，欧洲央行的计算表明，2014-2019 年（平均每年）的年通胀率将下降约 0.3 个百分点。

疫情发生后，我们的货币政策措施也趋于稳定，扭转了通胀预期的下降趋势。根据欧洲央行的估计，自大流行开始以来采取的所有措施，累计对 2020-2022 年的年通胀率贡献约 1 个百分点。通胀预期有所回升，市场的长期通胀预期目前高于 Covid 前的水平（今天市场对未来 5 年之 5 年期预期通胀率接近 1.6%）。

B. 在 Covid 时期外，欧洲央行拥有强大的“四重奏工具”，可以在必要时保持货币政策的宽松。

欧元区 HICP 通胀率从 2020 年 12 月的 -0.3% 上升至 2021 年 4 月的 1.6%，而核心通胀率在去年年底和今年 4 月分别保持在 0.2% 和 0.7% 的低位。然而，这种反弹主要是由于短暂性因素和基数效应，预计这些因素将在明年初从年度通胀率中消失。由于短期供应紧张和国内需求复苏，预计今年的潜在价格压力将有所增加，尽管总体上仍处于低迷状态，部分原因是工资压力较低。这一评估广泛反映在去年 3 月欧洲央行对欧元区预测的基线情景中。预计 2023 年的年通胀率为 1.4%。欧元区目前没有通胀持续回升的风险。

我们将继续紧急抗疫购债计划的净资产购买，“至少到 2022 年 3 月底，直到我们判断冠状病毒危机结束”。正如克里斯蒂娜·拉加德上周五所说的，我们仍有充足的时间进行判断和决定。

今天让我强调一个显而易见但有时被忽视的事实：无论未来关于紧急抗疫购债计划的决定如何，我们仍然拥有非常规工具的完整“四重奏”：**资产购买、负利率、流动性供给和前瞻性指导**。除了 Covid 时期的危机工具之外，这些非常规工具将继续存在，这意味着我们的货币政策可以在必要时尽可能保持宽松。我想就四重奏的每一种工具分享一些想法。

资产购买是强大的工具，如果有必要，我们还有很多空间。紧急抗疫购债计划下的再投资仍将相当大，而资产购买计划下的净购买将继续进行，可能会进行

调整。根据我们在紧急抗疫购债计划方面的经验，我们可以在分配和/或数量方面实现额外的灵活性。

实施负利率仍然有效。如果需要，当前下调存款便利利率的水平不是底线。特别是，分级制度限制了长期低利率对银行中介的负面影响。分级乘数可以灵活调整以支持“长期低利率”政策。我赞成采用更基于规则的方法来调整乘数的水平。例如，这个乘数可能取决于流动性过剩（定向长期再融资操作净值）的变化。

作为四重奏的第三种工具，我们的**前瞻性指导**使人们能够看到未来的利率路径，并且可以通过更强有力的承诺和沟通来加强。一个难题是预期的通胀上升日期和那时的预期通胀，而目前通胀仍低于我们的目标。为了加强前瞻性指导对利率的影响，我们应该明确国家的反应路径。根据目标的对称性，我们容忍通胀上行风险的意愿必须被更广泛的理解。我不会像美联储在其新战略框架中那样采用灵活的平均通胀目标：它导致几个复杂的问题，并可能造成过度的约束。但前瞻性指导是一个更具战术性和充分性的工具，明确指出我们准备在加息前暂时超过2%。此外，我们的前瞻性指导可以通过将政策利率路径与已实现的通货膨胀联系起来，而不是与对预期未来通货膨胀路径的判断和预测联系起来，从而更加基于结果。

关于我们的第四个工具——**流动性供给**，让我强调定向长期再融资操作的效率。该工具是欧元区货币政策的特定特征，我认为我们应该以某种形式将其保留下去。内嵌的定价激励机制使银行向企业和家庭提供信贷具有吸引力。通过第三轮定向长期再融资操作，欧洲央行以负利率向银行提供了约2.1万亿欧元的贷款。根据欧元体系的估计，到2022年，第三轮定向长期再融资操作的流动性预计将使实体经济的贷款量累计增加3个百分点。4月份的欧元区银行贷款调查表明，大约45%的银行预计由于定向长期再融资操作，银行对企业的贷款会增加。

正如我之前建议的那样，实施基于规则的分级乘数可以使我们更容易摆脱定向长期再融资操作目前设计中的一些可能过高的补贴，并限制套利交易的空间。但是，这种“重新调整定向长期再融资操作”对于向实体经济提供充足的信贷仍然至关重要，银行也将是资金减免的重要补充来源。

让我总结一下：我们央行行长和政策制定者必须始终应对不确定性，但自2020年3月和大流行以来，不确定性更多。伏尔泰早在1770年就认为：“怀疑是一种不舒服的状态，但确定性是一种荒谬的状态。”在Covid外的这些充满希望的时期，我的目标是尽可能多的给予明确性；明确性，而不是既不可能又不可取的确定性。感谢您的聆听。

本文原题名为“François Villeroy de Galhau: Inflation and Monetary Policy in a Post-Covid-19 World”。本文作者 François Villeroy de Galhau 为法国央行行长。本文于 2021 年 5 月载于 BIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

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

网址：<http://www.piie.com/>

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

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

网址：<http://www.csis.org/>

Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) 纽约联邦储备银行

简介：纽约联邦储备银行 (简称纽约联储，FRBNY)，建立于 1924 年，位于曼哈顿的金融区。它是美国联邦储备系统中最重要的、最有影响力的储备银行，负责第二个储备区，在美国的金融领域占据着举足轻重的地位。它有别于全美其他 11 个地区性银行，因其位处美国金融中心，直接执行中央政府的货币政策，进行大量的外汇交易，管理美国财政部很大一部分的债务。其工作报告对研究美国经济具有重大意义。

网址：<https://www.newyorkfed.org>

Brookings Institution (BI) 布鲁金斯学会

简介：布鲁金斯学会创建于 1916 年，总部在美国首都华盛顿特区，是一家研究公共政策的非赢利组织，被誉为最有影响力、最值得借鉴和最受信任的智库。其宗旨是开展高质量的独立研究，并据此提出具有创新精神和实用性的政策建议，以达到三个目标：捍卫美国民主；确保所有美国人获得经济繁荣、加强社会保障、维护公共安全带来的机遇；推进一个更加开放、安全、繁荣和合作的国际社会。

网址：<https://www.brookings.or.us>

Bank for International Settlements (BIS) 国际清算银行

简介：国际清算银行是英、法、德、意、比、日等国的中央银行与代表美国银行界利益的摩根银行、纽约和芝加哥的花旗银行组成的银团，根据海牙国际协定成立于 1930 年，最初为处理第一次世界大战后德国战争赔款问题而设立，后演变为一家各国中央银行合作的国际金融机构，是世界上历史最悠久的国际金融组织，总部设在瑞士巴塞尔。刚建立时只有 7 个成员国，现成

员国已发展至60家中央银行或货币当局。

网址: <https://www.bis.org>