

# 全球智库半月谈

2025 年米莱：阿根廷中期选举与国际货币基金组织的博弈

欧洲正在保持低调，但必须为与特朗普的冲突做好准备

特朗普升级欧美税收战

评估美国联邦债务上升的风险和成本

绿色通胀：政策工具的作用与区域和部门异质性

平衡海洋健康和经济增长：可持续性指标在欧盟的作用

气候明斯基时刻：为什么它们可能比预期的更不重要

创造更加绿色的海洋经济

本期编译

桂平舒

廖世伟

王琬婷

熊春婷

薛懿

(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：王琬婷 邮箱：[wangwanting1@ucass.edu.cn](mailto:wangwanting1@ucass.edu.cn)

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

## 经济理论

**2025 年米莱：阿根廷中期选举与国际货币基金组织的博弈 ..... 6**

导读：2024 年对哈维尔·米莱总统和阿根廷来说都是变革性的一年，米莱在上任仅一年后，取得了显著的成就：消除了财政赤字，使通货膨胀降至适度水平、缩小官方汇率和平行汇率（即自由但流动性较低的市场）之间的差距，并实施了阿根廷在本世纪最具雄心的自由化和去监管化计划。考虑到他的局外人身份，且在国会中的代表性有限，这些成就更加引人注目。尽管阿根廷经济以约 3.5% 的预期速度收缩（非农业 GDP 收缩超过 5%），贫困率一度超过 50%，米莱的支持率仍保持在大约 50% 左右。

**美国对丹麦征收高关税会把它带到格陵兰岛吗？如果是这样，代价是什么？ ..... 10**

导读：1940 年，英国迫切需要援助来对抗德国侵略性的 U 型潜艇战役所造成的经济扼杀，因此英国将纽芬兰和加勒比海地区的领土租给美国 99 年，以换取美国 50 艘老化的海军驱逐舰。美国将租来的土地用作非正式军事基地。如今，特朗普总统显然已经认定美国对格陵兰岛的主权对于确保美国国家安全至关重要。

**欧洲正在保持低调，但必须为与特朗普的冲突做好准备 ..... 12**

导读：本文探讨了欧洲在特朗普政府时期的贸易挑战及其应对策略，并展望了未来欧洲在全球经济格局中的机遇与改革方向。文章指出，特朗普时期的贸易紧张局势，尤其是钢铁和铝关税问题，给欧洲带来了巨大压力。然而，欧洲通过暂停关税、达成有限贸易协议等方式缓解了冲突。面对未来可能出现的贸易摩擦，欧盟需继续推进与其他国家的自由贸易协定，优化贸易伙伴布局，并借助跨大西洋关系的不确定性推动内部市场改革，提升创新能力和竞争力。此外，欧洲还需利用当前全球动荡的契机，实施大胆改革，简化法规，推动经济一体化进程。在全球不稳定时期，强大的经济基础是欧洲增强韧性的关键。

**特朗普升级欧美税收战 ..... 15**

导读：长期以来，美国和欧洲在影响贸易和投资的税收规则上存在分歧。20 世纪 60 年代到 90 年代之间的争端主要集中在商品出口征税问题上。2010 年代到 2020 年代之间，在数字服务和企业利润征税方面爆发了争端。在重返白宫的第一周，特朗普总统威胁说，如果欧洲对这些目标实施新税收，他将予以严厉惩罚。而目前，欧洲的反应尚未可知。一种可能是搁置 OECD 税收支柱和数字服务税，等待美国政治舞台出现新局面。另一种可能是单方面实施数字服务税和第二支柱——这将引发跨大西洋的税收战争。

**评估美国联邦债务上升的风险和成本 ..... 18**

导读：美国联邦债务持续攀升，引发了关于经济灾难的广泛担忧。前管理和预算办公室主任 Mitch Daniels 警告称，美国债务已超过 GDP，灾难性的清算可能就在前方。然而，债务增长是否必然导致危机仍存在争议。一方面，债务上升可能通过推高利率、引发通货膨胀、削弱财政可持续性以及破坏国际贸易平衡等渠道对经济产生负面影响；另一方面，美国可以通过政策调整或经济结构调整来缓解债务压力，从而避免危机的发生。本文研究了债务影响经济的各种渠道，以评估债务增加导致危机的风险。

**绿色通胀：政策工具的作用与区域和部门异质性 ..... 39**

导读：尽管采取严格的政策行动来应对气候变化的紧迫性已得到广泛认可，但绿色转型的通胀效应尚不清楚。本专栏分析了气候变化政策对价格水平的影响，区分了不同类型的政策、通胀机制、收入群体和区域/部门特征。绿色法规的通胀效应仅限于碳税，在通胀已经很高的发展中经济体以及以高排放和低创新能力为特征的地区/部门，其影响更大。

**平衡海洋健康和经济增长：可持续性指标在欧盟的作用 ..... 43**

导读：欧盟蓝色增长战略致力于推动海洋经济与海洋健康协调发展，目标是在蓝色能源、水产养殖和蓝色生物技术等领域取得突破。然而，当前在核算海洋生态系统贡献和评估包容性增长方面仍面临挑战。文章通过区分弱可持续性（允许不同维度间的权衡）和强可持续性（强调各维度平衡），分析了欧盟沿海国家在蓝色增长中的表现差异。研究发现，蓝色增长的主要障碍包括蓝色经济部门的经济增长不足和富营养化等环境问题。未来，应聚焦具体问题，支持蓝色经济创新，以实现更平衡、可持续的蓝色增长。

**气候明斯基时刻：为什么它们可能比预期的更不重要 ..... 48**

导读：本文研究发现，与《巴黎协定》一致的加速净零转型在短期内会因资产回报率下降而增加金融危机的可能性，但长期来看，由于减少资本积累和金融部门过度杠杆，危机概率会降低。尽管存在“气候明斯基时刻”，但其福利损失与净零转型的实际成本和收益相比微不足道。因此，金融稳定因素不能成为推迟雄心勃勃气候政策的理由。

**创造更加绿色的海洋经济 ..... 53**

导读：预计到 2030 年，海洋经济——从捕鱼和矿产开采到海上能源、航运和沿海旅游业——规模将翻一番。本专栏认为，持续的开采正在破坏海洋环境和依赖海洋的人们。创造一个更加绿色的海洋经济将需要保护脆弱的沿海人口和深海的全球政策，还需要为海洋保护提供资金。主要的海洋产业最能从保护海洋资本中受益，因此应该相应地为保护和恢复海洋作出贡献。

**本期智库介绍 ..... 56**



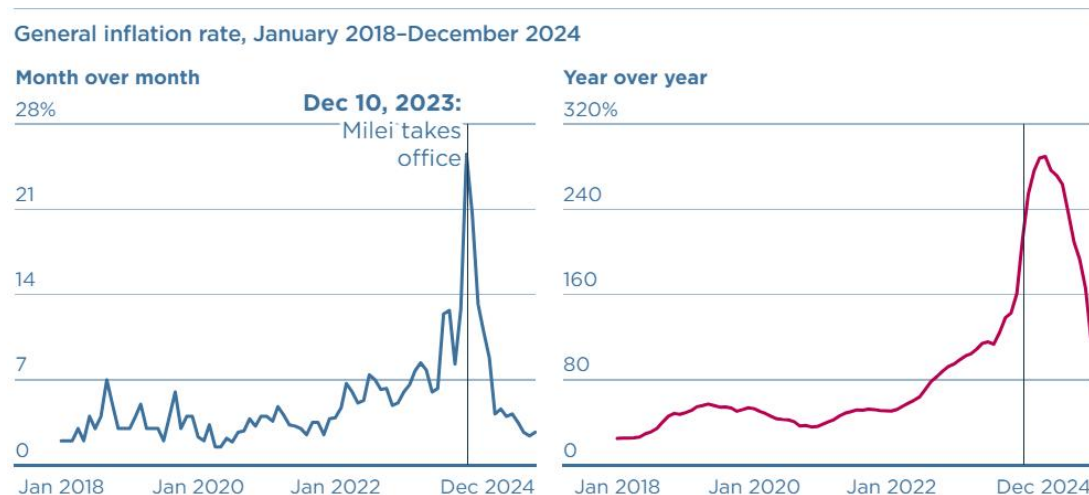
## 2025 年米莱：阿根廷中期选举与国际货币基金组织的博弈

Alejandro Werner/文 廖世伟/编译

导读：2024 年对哈维尔·米莱总统和阿根廷来说都是变革性的一年，米莱在上任仅一年后，取得了显著的成就：消除了财政赤字，使通货膨胀降至适度水平、缩小官方汇率和平行汇率（即自由但流动性较低的市场）之间的差距，并实施了阿根廷在本世纪最具雄心的自由化和去监管化计划。考虑到他的局外人身份，且在国会中的代表性有限，这些成就更加引人注目。尽管阿根廷经济以约 3.5% 的预期速度收缩（非农业 GDP 收缩超过 5%），贫困率一度超过 50%，米莱的支持率仍保持在大约 50% 左右。编译如下：

2024 年对哈维尔·米莱总统和阿根廷来说都是变革性的一年。米莱在上任仅一年后，取得了显著的成就：消除了财政赤字，使通货膨胀降至适度水平（见图 1）、缩小官方汇率和平行汇率（即自由但流动性较低的市场）之间的差距，并实施了阿根廷在本世纪最具雄心的自由化和去监管化计划。考虑到他的局外人身份，且在国会中的代表性有限，这些成就更加引人注目。尽管阿根廷经济以约 3.5% 的预期速度收缩（非农业 GDP 收缩超过 5%），贫困率一度超过 50%，米莱的支持率仍保持在大约 50% 左右。

图一：阿根廷通胀在 2024 年显著放缓



Source: Calculations based on National Institute of Statistics and Census of Argentina (INDEC).

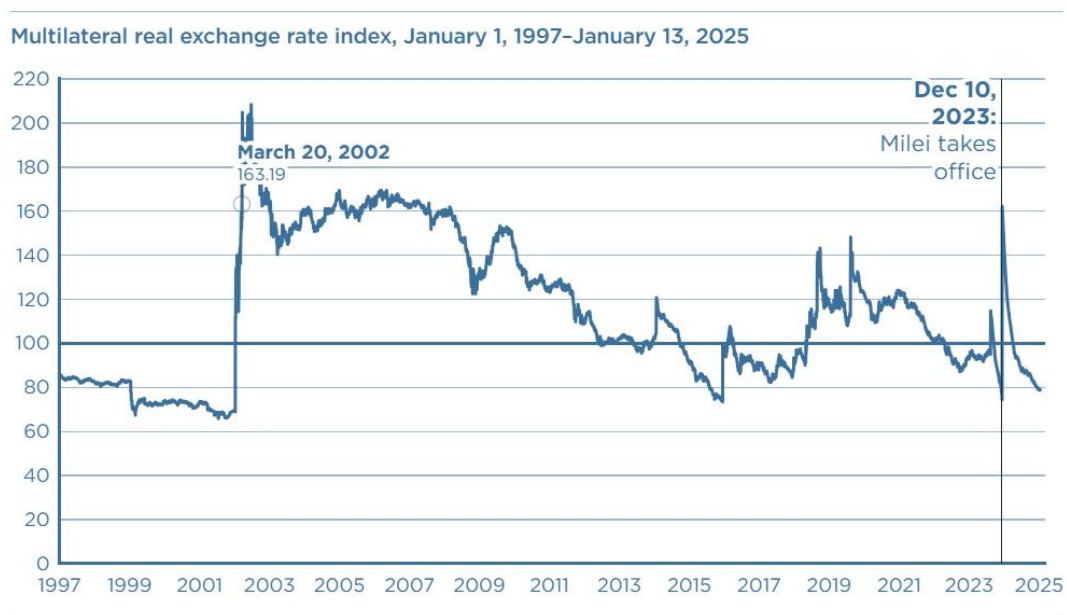
[Download image](#)

随着 2025 年的到来，米莱政府面临着两个决定其稳定计划可持续性的关键挑战。

即将到来的 10 月中期选举将是对他政治实力的一次考验，因此第一个挑战是确保在这些选举中有强劲的表现。阿根廷国会下议院一半的席位和参议院三分之一的席位需要更新，风险很高。目前，米莱的政党“自由前进”（La Libertad Avanza）在国会中的代表性极为薄弱。若能够在选举中取得有利结果，得益于米莱持续的支持率，可能会使他的政党成为 2027 年总统选举前的主要政治力量。这一结果不仅会增强治理能力，还能巩固对经济的积极预期，为米莱在连任后继续推进经济改革铺平道路。

第二个挑战在于解决阿根廷比索估值过高的问题。在过去一年中，通货膨胀率为 117%，但比索贬值不到 30%，达到几十年来的最高水平之一（见图 2）。这种高估为米莱基于汇率的稳定化计划带来了重大风险，尤其是在中央银行的净外汇储备为负且国际储备积累缓慢的情况下。政府对此问题的评估提出质疑，认为在政府的结构性改革和改善的能源收支平衡下，更强的均衡实际汇率是正当的。拉丁美洲在汇率稳定化经历中，充斥着类似的故事：早期的通货膨胀抑制胜利与汇率高估并存，并且伴随着外部失衡和与外汇不匹配相关的金融脆弱性。墨西哥的“龙舌兰危机”、阿根廷的多次汇率基础稳定化尝试，以及智利 1982 年的货币危机，都是显著的例子。在每一种情况中，也有一个重要的论点认为均衡汇率的升值是由重要的结构性改革支撑的。然而，生产力的提升既没有大也没有足够快，以至于能够维持汇率承诺。阿根廷的稳定化努力尚处于初期阶段，许多失衡和脆弱性尚未累积，因此，向更加灵活和可持续的货币制度转变不会面临像其他经历中那样触发严重危机的负反馈循环。

图 2：阿根廷多边实际汇率指数在 2024 年大幅下跌



Source: [Central Bank of Argentina](#).

[Download image](#)

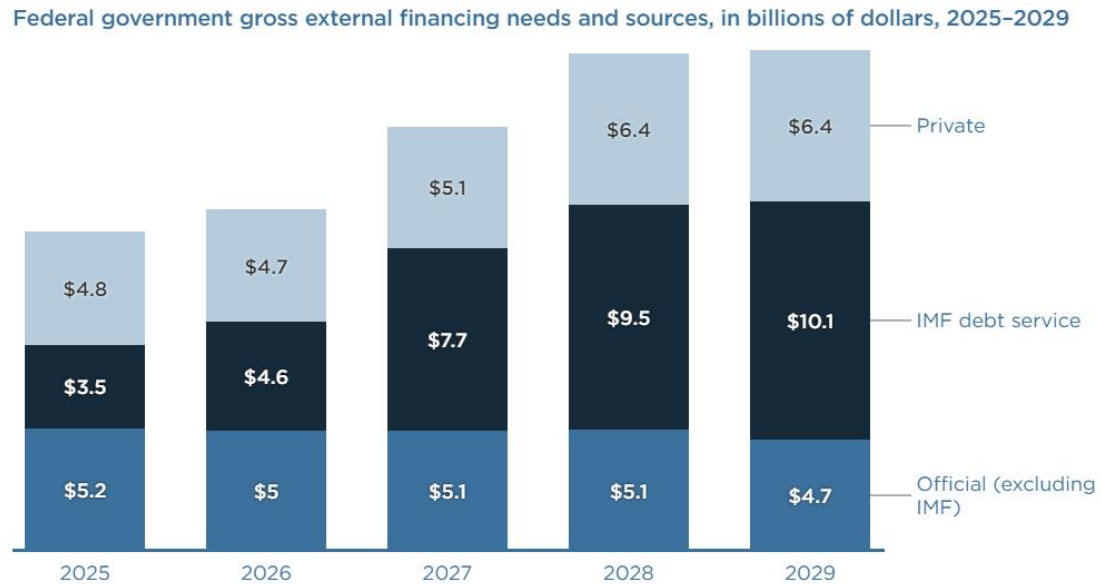
没有足够的储备，比索就不能自由浮动，资本管制也不能取消。然而，调整汇率可能会引发通货膨胀的暂时飙升和购买力的损失——这两者都是对米莱选举前景的潜在威胁。

面对这一困境，米莱的经济团队正在优先考虑反通胀、汇率稳定和选举成功，即使专注于这些优先事项会加剧储备和估值过高的问题。为此，政府宣布将汇率的爬行速度减半，这一策略旨在加速反通胀，并吸引关注通胀的选民。

几周前，阿根廷与国际货币基金组织关系的第二个项目结束了。第一个由总统毛里西奥·马克里（Mauricio Macri）在 2018 年签署，第二个由总统阿尔

贝托·费尔南德斯（Alberto Fernández）在 2022 年签署。为加快步伐，米莱政府保留了 2022 年的协议，知道其政策将超过该计划的目标。然而，阿根廷现在需要第三个 IMF 计划——不仅是为了再融资偿还基金的债务服务（见图 3），还需要获得新资源来增强外汇储备。

图 3 阿根廷在未来几年将需要更多的资金来增加储备和偿还国际货币基金组织的债务。



Notes: IMF = International Monetary Fund

Source: [Argentina, IMF Country Report No. 24/167, June 2024, page 50, table 7](#)

[Download image](#)

谈判中的主要障碍包括阿根廷的汇率和利率政策，这些政策未能产生足够的储备积累，以及米莱预算缺乏国会支持。虽然成功的中期选举可能解决后者，但解决前者将需要进行政策调整，这可能威胁到选举稳定性。

国际货币基金组织计划提供大量的前期财政资源来支持储备，可以缓解汇率调整失控的风险。然而，随着中期选举的快速临近，米莱不太可能冒险偏离他目前的反通胀轨迹。

阿根廷与国际货币基金组织的谈判可能遵循三种途径之一。阿根廷可以避免国际货币基金组织强加的政治上代价高昂的汇率和利率条件，寻求昂贵的国际市场融资，并将净国际储备降至更负的水平，以满足其 2025 年的外部需求，将国际货币基金组织的全面协议推迟到中期选举之后。

或者，国际货币基金组织可能会接受阿根廷质疑其货币估值过高的观点，并同意实施一项新计划，该计划需要大量的前期财政资源，并对当前的汇率和货币政策进行表面上的改变。阿根廷人对他们在这些谈判中的影响力持乐观态度，因此，自唐纳德·特朗普当选以及两位总统似乎拥有良好的关系以来，这种情况实现的可能性有所提高。



然而，最有可能的结果是分阶段进行。国际货币基金组织可以通过为期一年的备用融资安排（SBA）提供短期支持，以支付阿根廷 2025 年对该基金的债务，这也将允许其他国际金融机构（IFIs）对阿根廷的债务进行展期。选举结束后，再随之推出一个更强大的计划（很可能是一个扩展的基金设施）。第二阶段可能涉及更大的金融支持，在 2026 年期间，国际货币基金组织的净支出为正，条件是纠正货币估值过高和加快取消汇率管制。这一战略将缓解当前的金融压力，同时将国际货币基金组织的重大支持推迟到阿根廷解决其政治和经济不确定性之后。

如果不签署新协议将使阿根廷陷入非常微妙的融资局面，因为阿根廷 2025 年偿还国际货币基金组织和其他国际金融机构的债务接近 80 亿美元，市场参与者不太可能借钱给阿根廷来支付给国际组织。此外，阿根廷的稳定努力是十多年来最认真和最全面的努力，尽管汇率制度的决定令人质疑。因此，国际货币基金组织在选举年袖手旁观是不明智的。选择第二种方案将使阿根廷能够扩大其由国际货币基金组织资源资助的外部失衡，并使该国在汇率调整发生后处于较弱的财政状况。第三种选择似乎正确地平衡了国内政治目标与健全的政策，在设计 SBA 时注意到 2025 年金融脆弱性和外部失衡不会加剧。

要成功应对这些相互交织的政治和经济挑战，阿根廷当局和国际货币基金组织都需要灵活的战略和执行力。对米莱来说，选举需要与稳定和改革要求之间的平衡不仅将塑造 2025 年，还将决定他总统任期的长期轨迹和阿根廷的经济未来。

---

本文原题为“Milei in 2025: Between Argentina's mid-term elections and the IMF”。本文作者 Alejandro Werner 是自 2021 年 9 月以来，彼得森国际经济研究所的非驻地高级研究员，也是乔治城美洲研究所的创始主任。本文于 2025 年 1 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 美国对丹麦征收高关税会把它带到格陵兰岛吗？如果是这样， 代价是什么？

Alan Wm. Wolff / 文 熊春婷 / 编译

导读：1940年，英国迫切需要援助来对抗德国侵略性的U型潜艇战役所造成的经济扼杀，因此英国将纽芬兰和加勒比海地区的领土租给美国99年，以换取美国50艘老化的海军驱逐舰。美国将租来的土地用作非正式军事基地。如今，特朗普总统显然已经认定美国对格陵兰岛的主权对于确保美国国家安全至关重要。编译如下：

我们不再习惯于各个国家对外寻求领土扩张，这已是联合国的一项基本原则。但从历史上看，各国已经知道将大片遥远的领土从一个主权国家的统治转移到另一个主权国家。事实上，一个世纪前格陵兰岛的一大片土地上出现了类似情况，1933年常设国际法院（PCIJ）审理了一起著名案件——该案件的主题就是上述情况的主权转移。1919年7月22日，挪威外交部长尼尔斯·克劳斯·伊伦（Nils Claus Ihlen）出席了一次讨论丹麦主权的会议并声明：丹麦王室政府的计划尊重丹麦对整个格陵兰的主权……挪威方面不会遇到任何困难。丹麦方面同意不反对挪威对斯匹茨卑尔根岛（北冰洋的一个岛屿）的任何主张——如果挪威在即将举行的和平会议上不反对丹麦对整个格陵兰岛的主权要求，挪威可能会提出对斯匹茨卑尔根岛的主权要求。当时，挪威占领了东格陵兰的部分地区。这种交换后来被称为“东格陵兰事件”，挪威外交部长所说的话被称为“伊伦宣言”，法院认为，挪威外交部长的言论具有约束力。

2025年格陵兰岛主权问题将如何解决？上周丹麦首相与特朗普总统进行了激烈的交锋，丹麦首相再次强调格陵兰岛是非卖品。尽管丹麦为他们提供了一半的预算，但仍然有相当多的格陵兰人（人口56,865）支持独立。国际法院（常设国际法院PCIJ的继承者）在这个问题上不一定能发挥决定性作用，因为美国不承认其对美国行动的强制管辖权。不出所料，特朗普威胁要对丹麦产品征收关税。

对丹麦征收关税可能涉及哪些产品？对于大多数美国消费者来说，可能是罐装火腿、奶酪和丹麦黄油饼干。美国每年从丹麦进口的120亿美元的贸易数据显示出更大的复杂性——主要进口产品的类别不包括上述三种受欢迎的消费品。相反，消费者不一定能识别出主要进口产品，包括：药品、血液和药品；机械；核反应堆、锅炉；光学、照相、技术、医疗器械；电气电子设备；以及类白蛋白、改性淀粉、胶、酶和有机化学品。这些产品约占美国从丹麦进口总额的90%。额外的关税会对这种贸易产生的影响是无法进行概括评估的。这些产品是否有丹麦以外的供应来源？核反应堆的部件或特定类型医疗设备的部件的可替代性如何？美国提高关税对其本身的伤害可能比对丹麦的伤害更大。

在美国出口丹麦的角度考虑，美国出口是否真的容易遭到报复，并足以让美国经济倒退？对美国商品市场而言丹麦是一个快速增长但规模较小的市场，

2022 年美国出口丹麦总额为 46 亿美元，最大的类别是原油和精炼石油，其次是飞机、直升机和航天器。在超过 2 万亿美元的美国出口总额（商品贸易）中，这只是九牛一毛。然而，有权实施贸易报复措施的不是丹麦，而是欧盟（由于立陶宛允许台湾使用该名称开设代表处导致中国选择对立陶宛施加经济压力时，欧盟采取了行动）。欧盟约占美国商品出口总额的 18%，具有一定的影响力。在第一届特朗普政府期间，当美国以国家安全为由限制从丹麦进口钢铁和铝时，欧盟并没有袖手旁观（也不太关注国际贸易规则）。美国能承受欧盟的报复吗？它当时这样做了，而且有可能再次这样做。

美国总统是否有合法权利使用关税来试图让格陵兰岛同意土地转让？虽然国会可能从未设想任何类似的用途，但《国际经济紧急状态法》（IEEPA，1977）赋予了总统广泛的权力。如果总统在格陵兰问题上宣布国际经济进入紧急状态，并以关税的形式限制丹麦贸易，国会采取什么措施可能阻止他这样做？国会可以通过联合决议废除紧急状态。但在过去 50 年中，在总统根据该法令宣布的 70 个紧急状态中，国会还没有这样做。这届国会会在格陵兰岛问题上反对总统吗？不可能。这个最高法院（或任何最高法院）会试图在国防问题上质疑总统吗？（有一次特例：在朝鲜战争期间，杜鲁门总统无法将该国的钢铁厂国有化，以平息工人罢工。但这是例外。大多数法院判决支持总统宣布国家紧急状态。）

美国最亲密的盟友会说服这两个国家在贸易制裁的威胁下达成一些协议而不是转让土地吗？1917 年，在第一次世界大战期间，在美国占领的威胁下丹麦政府同意将丹麦西印度群岛移交给美国，以使其摆脱德国的控制。该领土现为美属维尔京群岛，以 2500 万美国金币（相当于现在的 6.16 亿美元）的价格购得。自 19 世纪 60 年代从俄罗斯手中购买阿拉斯加以来，美国一直在间歇性地考虑购买格陵兰岛。

国际关系中公认的国际行为准则可能不再排除以武力改变边界。在一种情况下，这一国际准则看起来像是国防所需采取的行动，另一种情况下可能会被其他人视为具有潜在灾难性后果的许可。在 21 世纪开创利用经济胁迫改变国家领土边界的先例是极其危险的，试图在这个半球强制进行土地转让，可能会在世界其他地区造成灾难性的后果。

在过去八年里，国际贸易体系的规则的影响力不断下降，可能已所剩无几。也没有明确的规则来管理地缘政治竞争。即使是目前仅限于讨论也可能损害北约，这一点也必须考虑在内。

---

本文原题为“Would the US imposing high tariffs on Denmark bring it Greenland? If it did, at what cost?” 本文于 2025 年 1 月刊于 PIIE 官网。本文作者 Alan Wm. Wolff 是 PIIE 的高级研究员，主要研究 WTO 改革的发展和美国、欧盟及中国在国际贸易体系中的相关问题。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 欧洲正在保持低调，但必须为与特朗普的冲突做好准备

Cecilia Malmström / 文 王琬婷 / 编译

导读：本文探讨了欧洲在特朗普政府时期的贸易挑战及其应对策略，并展望了未来欧洲在全球经济格局中的机遇与改革方向。文章指出，特朗普时期的贸易紧张局势，尤其是钢铁和铝关税问题，给欧洲带来了巨大压力。然而，欧洲通过暂停关税、达成有限贸易协议等方式缓解了冲突。面对未来可能出现的贸易摩擦，欧盟需继续推进与其他国家的自由贸易协定，优化贸易伙伴布局，并借助跨大西洋关系的不确定性推动内部市场改革，提升创新能力和竞争力。此外，欧洲还需利用当前全球动荡的契机，实施大胆改革，简化法规，推动经济一体化进程。在全球不稳定时期，强大的经济基础是欧洲增强韧性的关键。编译如下：

欧洲曾因特朗普总统在其就职演讲中未提及欧洲大陆而稍感宽慰。然而，欧洲领导人仍对特朗普潜在的关税计划、对乌克兰摇摆不定的支持以及其意图“获取”格陵兰岛的企图感到忧虑。这一举动被普遍解读为对北约盟友丹麦的潜在威胁。

欧盟目前选择保持克制，这在当前形势下或许是审慎之举。然而，特朗普总统首个任期内的贸易紧张局势为欧洲提供了宝贵的经验教训。为应对潜在风险，欧盟必须做好充分准备，一旦必要，应能够通过加征关税及其他政策工具对美国关税措施进行有力反制。与此同时，欧洲也应明确表达出对话意愿，积极探寻可能达成的妥协方案。

即使与美国之间不发生贸易战，欧盟也应继续与其他国家和地区达成贸易协议，进一步优化全球贸易伙伴布局，降低对单一市场的依赖。然而，最重要的是，欧洲必须借助跨大西洋关系紧张的潜在风险，凝聚内部共识，着手推进必要的内部市场改革，并提升欧洲的创新能力和竞争力。在当前全球不稳定时期，强大的经济基础是增强韧性的最佳途径。

### 首次美欧贸易争端的教训

在特朗普的首个任期内，美欧贸易关系以对欧洲钢铁和铝进口加征关税为标志，理由是这些产品对美国的国家安全构成威胁。美国政府对欧盟和其他盟国（如挪威、土耳其、巴西和韩国等）征收 25% 的钢铁关税和 10% 的铝关税。随后，这些国家针对该问题诉诸世界贸易组织（WTO），最终欧盟也决定对价值 28 亿美元的美国进口产品征收报复性关税，涉及商品包括橙汁、花生酱、哈雷戴维森摩托车以及田纳西州的威士忌。

美国后来威胁称，要对德国汽车和法国葡萄酒征收新关税，大西洋两岸的紧张局势促使双方在 2019 年 7 月尝试缓解贸易争端。当时特朗普在白宫会见了欧盟委员会主席 Jean-Claude Juncker，并达成了一项有限的贸易协议。欧盟同意增加从美国进口液化天然气（LNG）和大豆，并在世贸组织框架下，就结束与中国的一些非市场行为展开合作。此后，双方还达成了另一项微小协议，取消了对美国龙虾和海鲜的关税。自此，美国未再对欧洲加征新的关税。



特朗普卸任后，钢铁和铝的关税仍然有效。拜登（Joseph R. Biden Jr.）在总统竞选中曾批评过这些条款，但入主白宫后，他并未废除这些条款。相反，美国和欧盟谈判代表将这些关税转化为商定的配额，以限制从欧洲进口钢铁和铝。作为回报，欧盟暂停对美国商品征收关税。双方寻求在《全球可持续钢铁和铝协议》（GASSA）框架下达成一项全球性协议，以推动钢铁行业的可持续发展。然而，最终未能达成协议。

除非欧盟委员会做出新的决定，否则暂停的欧盟关税将于 2025 年 3 月底自动重新生效。如果欧洲需要对特朗普的行为进行反制，这些关税可以作为有力工具，或者，它们也可以作为未来协议的一部分再次被暂停。

### 计划与特朗普进行另一场贸易战

欧盟必须为应对新特朗普政府可能采取的行动做好准备，必要时进行反制。从 2018 年起暂停的关税可能会恢复，此外，欧洲还可以使用其他贸易工具，如反胁迫工具，该工具允许欧洲对企图胁迫其成员国的行为进行反制，以及国际采购工具，该工具使欧洲能够在公共采购项目中优先选择本土产品。上周，欧盟委员会主席宣布了一项可能的新“购买欧洲货”提案，旨在关键领域的公共采购中给予欧洲产品优先权。

类似地，欧盟委员会委员和各国部长已表现出与特朗普政府进行对话的意愿，试图利用特朗普以达成交易著称的特点。即便如此，在未来的谈判中，可能会涉及众多议题，包括关税问题、美国要求欧盟增加购买美产石油和天然气、北约框架下可能增加的军事贡献，以及美国科技公司反对的欧盟数字法规和平台监管政策。

在特朗普之外，欧盟应该继续与其他伙伴接触，就像他们在特朗普第一个总统任期内所做的那样。欧盟在此期间与日本、加拿大、新加坡、越南以及中美洲和南部非洲的一些国家达成自由贸易协定。五年前，欧盟与南方共同市场的四个国家——阿根廷、巴西、巴拉圭和乌拉圭——达成了一项临时贸易协定，但由于法国和一些欧洲国家对森林保护（尤其是亚马逊雨林）的担忧而未获批准。然而，在 2024 年圣诞节前，谈判代表敲定了最后的修正案，该协定的批准工作似乎已经准备就绪，仅待翻译和法律审核。

此外，2025 年 1 月初，欧盟和墨西哥达成了一项新的自由贸易协定，旨在扩大双方的贸易往来。欧盟委员会还重新启动了与马来西亚的停滞谈判。与印尼的谈判预计将于今年晚些时候结束，随后将恢复与澳大利亚的谈判，启动与中国台湾的投资协定谈判。理想情况下，欧洲将加入《全面和进步的跨太平洋伙伴关系》（CPTPP）。构建一个广泛的盟友网络，正是当前所需要的。

### 欧洲改革的机会之窗

欧洲国家的经济一体化进程，传统上是在内部和外部压力下发展起来的。欧元危机、移民危机、新冠疫情以及俄乌冲突都迫使欧洲迅速采取行动，有时



甚至是以非正统的方式扩大合作。当前的全球动荡在一定程度上是由关税威胁和全球秩序的侵蚀造成的，这可能成为欧洲实施大胆改革的催化剂，去年，两位意大利前总理德拉吉（Draghi）和莱塔（Letta）发布的两份重要报告提出了多项措施，旨在加强内部市场、简化规则并促进企业发展。欧洲委员会正在基于这些报告准备相关立法提案。欧盟委员会主席乌尔苏拉·冯德莱恩（Ursula von der Leyen）宣布了即将推出“竞争力指南针”（Competitiveness Compass）和“新工业清洁协议”（New Industrial Clean Deal），前者旨在为欧洲的竞争力提供全面指导，后者则致力于在气候议程、竞争力和社会因素之间寻求平衡。此外，冯德莱恩提议的“综合简化方案”（Omnibus Simplification Package）旨在简化多个领域的报告要求，这是对人们普遍抱怨气候法过于官僚和繁琐的回应。与此同时，欧洲议会中来自中右翼的欧洲人民党党团（EPP）的政治家，以及法国和德国的主要政治人物，也敦促委员会暂停新的监管措施，优先推进法规的简化和实施。

跨大西洋关系固然重要，但世界上还有其他重要参与者。对于欧盟而言，最佳的防御策略是打造一个更具活力的经济体系，使其能够在更大程度上自主实现增长。如果欧洲能够切实完成其“必修课”，这或许正是属于欧洲的机遇时刻。

---

本文原题为“Europe is laying low but must prepare for conflict with Trump”。作者为 Cecilia Malmström 是欧盟委员会和欧洲议会的前成员，于 2021 年 6 月加入彼得森国际经济研究所，担任非常驻高级研究员，还是哥德堡大学商业、经济和法律学院的客座教授。本文于 2025 年 2 月 3 日刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 特朗普升级欧美税收战

Gary Clyde Hufbauer/文 薛懿/编译

导读：长期以来，美国和欧洲在影响贸易和投资的税收规则上存在分歧。20世纪60年代到90年代之间的争端主要集中在商品出口征税问题上。2010年代到2020年代之间，在数字服务和企业利润征税方面爆发了争端。在重返白宫的第一周，特朗普总统威胁说，如果欧洲对这些目标实施新税收，他将予以严厉惩罚。而目前，欧洲的回应尚未可知。一种可能是搁置OECD税收支柱和数字服务税，等待美国政治舞台出现新局面。另一种可能是单方面实施数字服务税和第二支柱——这将引发跨大西洋的税收战争。编译如下：

长期以来，美国和欧洲在影响贸易和投资的税收规则上存在分歧。20世纪60年代到90年代之间的争端主要集中在商品出口的税收上。从2010年代到2020年代，围绕数字服务和企业利润征税的斗争爆发了。在重返白宫的第一周，特朗普总统威胁说，如果欧洲对这些目标实施新税收，他将予以严厉惩罚。

**增值税之争。**欧洲国家在20世纪60年代采用增值税制度（value-added tax systems, VAT）后，美国企业认为，出口增值税退税和进口增值税征收这种边境税调整，对欧洲出口商有利，而对美国出口商不利。令美国企业失望的是，美国财政部拒绝对从欧洲进口的商品征收反补贴税，来抵消增值税退税的影响。但在1971年，负责货币事务的财政部副部长 Paul Volcker 带头创立了一个新的税收工具——国内国际销售公司（the domestic international sales corporation, DISC），该工具将符合条件的美国企业出口所得的企业利润税减半。

经过关税及贸易总协定（General Agreement on Tariffs and Trade, GATT）的马拉松式法律斗争后，美国同意在东京回合多边贸易谈判（1974-79）结束时逐步淘汰 DISC。作为回报，美国获得了前欧洲共同体和其他 GATT 成员国的同意，对美国企业出口销售所得利润采用属地制度。换句话说，与比利时、法国和荷兰的属地税收制度类似，美国不会对美国出口商的外国子公司的收益征税。为实现这一设计，创建了一个新的税收工具——外国销售公司（foreign sales corporation, FSC）。然而，在世界贸易组织（WTO）争端解决机构做出了一个错误的决定（在本文作者看来），裁定 FSC 非法，推翻了东京回合谈判的互惠协议。这是最终导致美国放弃 WTO 上诉机构的许多 WTO 争端裁决中的第一个。

**数字服务税收之争。**在奥巴马执政期间（2009-2017年），法国和其他欧洲国家认定，谷歌和 Facebook 等美国科技巨头在向欧洲消费者提供数字服务（视频、音乐、社交媒体）相关的广告收入上不正当地享受了免税待遇。欧洲提议的补救措施被其他国家效仿，即征收数字服务税，按归属于当地数字服务用户的全球广告收入的百分比计算。这一提议将违反美国双边税收协定和 WTO 贸易规则。在科技巨头的推动下，奥巴马政府援引《1974年贸易法》（Trade Act of 1974）第301条，提出了美国征收惩罚性关税的可能性，该条款要求美国对外国的歧视性做法做出回应，或者对总部设在违规国家的公司进行税收惩罚，

这里援引的是《国内税收法》（Internal Revenue Code）第 891 条。然而，在奥巴马执政期间没有实施任何数字服务税，因此也没有实施任何关税或税收惩罚。这场战争就这样在奥巴马政府结束时暂时平息。

**OECD 税收支柱。**在第一届特朗普政府（2017-2021 年）期间，在欧洲的敦促下，经济合作与发展组织（OECD）将其打击企业逃税的努力与解决数字服务税之战的计划融合在一起。结果形成了 OECD 税收第一支柱（Tax Pillar One）的概念。其核心思想是，OECD 成员国同意，对于“面向消费者”的大型跨国公司（multinational corporations, MNCs），其部分税基将从生产国的税收管辖权中扣除，并增加到消费国的税收管辖权中。这种概念上的变化反过来又需要对数以千计的双边税务条约进行大规模修订。美国科技巨头的税基是一个目标，但其他目标，如法国奢侈品公司路易威登集团（LVMH），将取决于“面向消费者”的定义。大多数 OECD 成员国同意暂停其数字服务税，直到 2026 年 1 月，如果第一支柱被普遍采用，尤其是被美国采用，则完全废除数字服务税。

与此同时，OECD 继续通过税收第二支柱（Tax Pillar Two）来完善其对企业逃税行为的打击。第二支柱要求在跨国公司开展业务的每个国家对利润征收最低 15% 的公司税。如果跨国公司的母国不征收最低税，东道国将被授权（但不要求）征收。OECD 的法律文本用了许多段落来界定应税企业利润，并列举了多种减免（如投资税收抵免）。

不出所料，第一届特朗普政府并不喜欢 OECD 的税收支柱。国会也是如此，原因很简单，第一支柱承诺会导致美国财政收入损失，而第二支柱的任何收入增长都取决于一场艰难的立法斗争，即提高美国跨国公司的外国子公司的税率。

拜登政府（2021-2025 年）持不同观点。财政部部长 Janet Yellen 接受了 OECD 的税收支柱，将其视为政府将一般企业税率从 21%（2017 年特朗普减税和就业法案）提高到 28% 的努力的补充。但在拜登执政期间，国会没有发现对 OECD 税收支柱的影响，也没有发现公司税率的普遍上升。

**特朗普的税收之争。**重返白宫后，特朗普总统迅速谴责了 OECD 的税收支柱，并暗示对美国科技巨头征收数字服务税。特朗普没有采用第 301 条惩罚性关税（奥巴马政府曾考虑过），而是提出了《国内税收法》（Internal Revenue Code）第 891 条税收惩罚的威胁——对违规国家在美国赚取收入的外国公司或个人征收双倍税收。在撰写本文时，欧洲的反应尚未可知。一种可能性是搁置 OECD 税收支柱和数字服务税，等待美国政治舞台出现新局面。另一种可能性是单方面实施数字服务税和第二支柱——这将引发跨大西洋税收战争。戏剧性的日子正在等待我们。

---

本文原题为“Trump Escalates EU-US Tax Wars?”。本文于 2025 年 1 月刊于 PIIE 官网。本文作者 Gary Clyde Hufbauer 是 PIIE 的非常驻高级研究员，主要研究国际贸易、投资和税收的相关问题。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 评估美国联邦债务上升的风险和成本

Wendy Edelberg, Benjamin Harris, and Louise Sheiner/文 廖世伟/编译

导读：美国联邦债务持续攀升，引发了关于经济灾难的广泛担忧。前管理和预算办公室主任 Mitch Daniels 警告称，美国债务已超过 GDP，灾难性的清算可能就在前方。然而，债务增长是否必然导致危机仍存在争议。一方面，债务上升可能通过推高利率、引发通货膨胀、削弱财政可持续性以及破坏国际贸易平衡等渠道对经济产生负面影响；另一方面，美国可以通过政策调整或经济结构调整来缓解债务压力，从而避免危机的发生。本文研究了债务影响经济的各种渠道，以评估债务增加导致危机的风险。编译如下：

### 一、引言

关于美国联邦债务上升将导致经济灾难的警告越来越频繁。例如，管理和预算办公室前主任 Mitch Daniels 最近写道：“债务已经超过了国家的全部 GDP……只有越来越多的否认者怀疑灾难性的清算……就在前方”（Daniels 2024）。在本文中，我们研究了债务影响经济的各种渠道，以评估债务增加导致危机的风险。

我们首先总结一下美国面临的财政挑战。然后，我们从标准的宏观经济模型中审查债务成本，并概述了可能导致危机的情景。我们的分析表明，预计债务积累的最可能后果是标准宏观经济模型所描述的后果：更高的债务会减少资本存量和国家财富的规模，以牺牲子孙后代为代价使当代人受益。虽然这些成本是有意义的，但更可怕且仍然现实的债务预测表明，联邦借贷不太可能在未来几十年引发财政危机。相反，联邦债务的增加将表现为我们的资本存量和国家财富的缓慢而稳定的侵蚀，最终将损害生活水平。

政治和经济环境会增加财政危机的风险。我们将财政危机定义为：相对于供给而言，美国国债的需求突然、大幅、持续地下降，从而引发利率急剧、持续地飙升。美国国债利率的这种上升很可能会引发全球金融体系的危机。正如下文所讨论的，如果政策制定者——包括美联储和国会——采取有效的应对措施，我们所探讨的条件可能会导致利率飙升，但这只是暂时的。因此，在这种情况下，可以避免利率持续大幅上升所造成的财政和金融危机。

财政危机可能由多种情况引发。我们认为存在四个主要风险源，并非所有风险源都必然与债务水平及走势相关。

- 美国国债的需求或供应可能会因与通货膨胀或违约风险无关的原因而突然发生变化，导致利率飙升，从而造成美联储无法或不愿意缓解的金融市场混乱。
- 投资者可能会认为，由于政治边缘政策，美国财政部可能会拖欠利息或本金，而政策制定者将无法或不愿重获信誉。
- 人们可能会认为，美联储放弃了维持物价稳定的使命，转而放任恶性通胀。



- 长期财政前景可能会急剧恶化，以至于投资者突然担心某种形式的违约，导致他们在政策制定者采取行动控制赤字之前放弃美国国债。

在大多数情况下，即使考虑到联邦借贷的预计增加，政策制定者也有可能完全避免危机。换句话说，财政危机更有可能是由政治失误造成的。这些失误包括威胁违约或试图破坏美联储的信誉，以及颁布大幅增加赤字的政策，从而引发战略违约的幽灵。

我们认识到，债务占 GDP 的比重上升到远超历史先例的水平，其影响存在很大的不确定性，以宏观经济历史关系为基准的分析可能低估了财政危机的风险。话虽如此，我们的分析表明，只要美国保持其强大的制度和财政轨迹，不会比目前预测的糟糕得多，未来几十年因债务积累而发生严重而持久的财政危机的可能性似乎相当低。

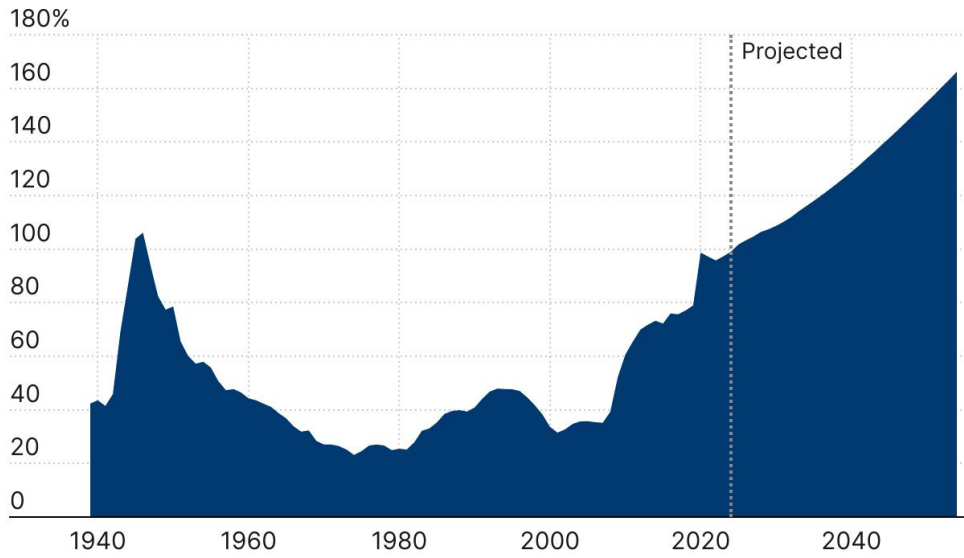
## II. 美国债务的预期轨迹是什么？是什么在推动它

美国正处于不可持续的财政轨道上，这一点早已得到证实，而且长期以来在债务预测中也很明显。图 1 显示了国会预算办公室（CBO）2024 年 3 月对现行法律下公共债务的长期预测。债务在 2024 年达到国内生产总值（GDP）的 98%——接近二战后 1946 年的峰值 106%——并预计将继续稳步攀升。到 2054 年达到 166%。如图 2 所示，债务的预计增长主要是由持续的初级赤字推动的，在未来 30 年内，初级赤字平均约占 GDP 的 2.2%。预测显示，未来三十年债务占 GDP 的比例将大幅增加近 70 个百分点，这并不是什么新鲜事。事实上，国会预算办公室对 2024 年至 2054 年期间债务份额增长的预测与 15 年前非常相似，尽管债务水平更高，这主要是大流行期间特别急剧增长的结果。

是什么造成了这些未来的初级赤字（primary deficits）？评估根本原因的一种方法是将预测的初级赤字与大衰退和婴儿潮一代开始退休之前的 2006 年的初级赤字进行比较。图 3 将 2006 年以来初级赤字的变化分解为收入、社会保障和医疗计划以及其他非利息支出——其中约三分之二是 2023 年的可自由支配支出。

图一：公众持有的联邦债务占 GDP 的比例

Federal debt held by the public as a share of GDP

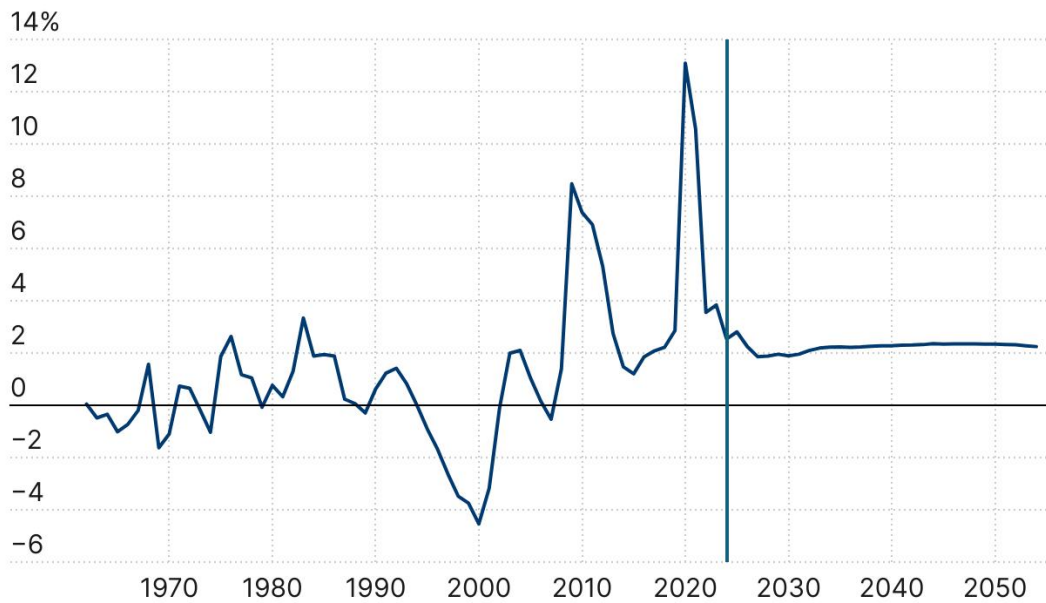


Source: Congressional Budget Office

BROOKINGS

图二：1962-2054 年主要赤字占 GDP 的比例

Primary deficits as a share of GDP, 1962-2054

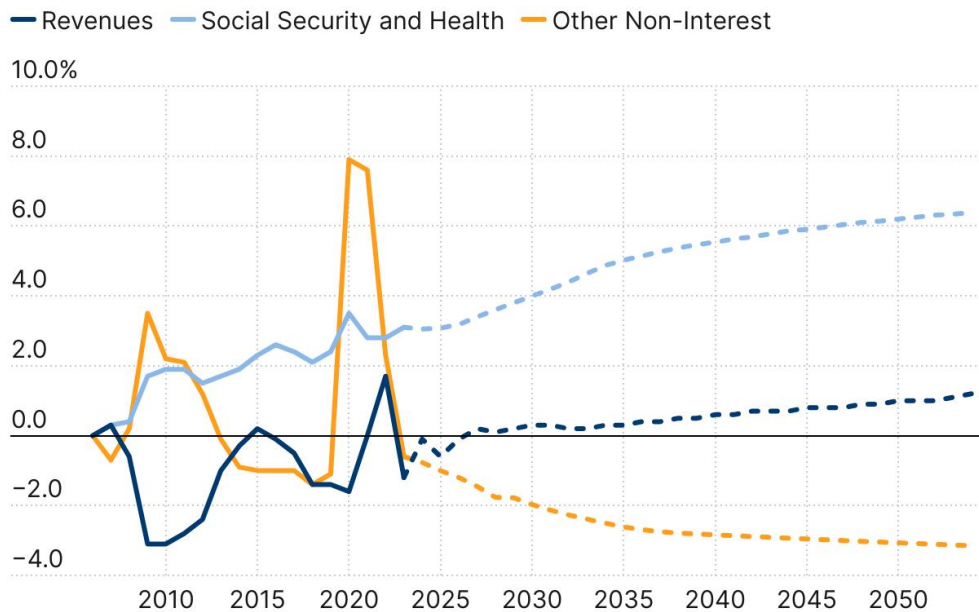


Source: Congressional Budget Office

BROOKINGS

图三：相对于 2006 年的主要赤字占 GDP 的比例

## The primary deficit as a share of GDP, relative to 2006



Source: Congressional Budget Office, authors' calculations

BROOKINGS

Note: Dates are in fiscal years

2024 年，社会保障和医疗项目占 GDP 的比重比 2006 年增加了 3%，而收入和非利息支出则大致相同。因此，从 2006 年到 2024 年，初级赤字占 GDP 的比重增加了，因为社会保障和医疗项目支出增加了，但收入却没有增加。根据现行法律和预算支出惯例，预计的初级赤字相当稳定，如图 2 所示，这是由抵消因素造成的：社会保障和医疗项目支出增长快于 GDP，而自由裁量支出和其他强制性支出增长较慢，收入占 GDP 的比重略有上升。社会保障和医疗项目支出的上升压力主要归因于人口老龄化和医疗保健成本的上升。削减可自由支配支出和其他强制性支出占 GDP 比重的假设是约定俗成的，未来的政策可能会有所不同。可自由支配支出和其他强制性支出占 GDP 比例下降的假设是惯例性的，未来政策可能会有所不同。此外，作为国内生产总值（GDP）一部分的收入增长反映的是现行法律而非现行政策，因此存在相当大的不确定性，尤其是 2025 年《减税与就业法案》（TCJA）中许多条款到期这一情况。在下文讨论国会预算办公室（CBO）预测的不确定性时，我们将再次提及这一点。

我们现在转向分析债务成本，从标准宏观模型得出的成本开始。

### 三、赤字的成本是什么？标准宏观模型中的债务？

赤字对未来几代人来说代价高昂，因为它们减少了国民储蓄。储蓄的减少会减少私人投资，导致资本存量减少（被称为“挤出效应”）、利率上升和未来 GDP 下降。国民储蓄减少也会导致外国资本的流入；这些外资流动抵消了赤字对国内资本存量、GDP 和利率的影响，但增加了外国对美国资产的所有权。

在这两种情况下，赤字都意味着国民财富（以及未来国民收入的净现值）低于正常情况下的水平。

因此，赤字影响未来生活水平的程度取决于赤字降低国民储蓄的程度。赤字通过增加消费来降低国民储蓄——要么通过为政府购买消费品和服务（如联邦雇员提供的服务）提供资金，要么通过提高税后和转移收入来为家庭消费提供资金。

财政赤字不太可能以一比一的比例减少国家储蓄，原因有以下几个方面。首先，当家庭获得政府转移支付或减税时，他们会储蓄其中的一部分额外收入。例如，2023年，可支配个人收入的总体储蓄率约为5%。对于意外的、临时性减税，不同群体的消费比例在实证研究中存在较大差异，但一般最高为每美元73美分，这意味着家庭至少会将每美元减税中的27美分存起来。其次，随着国家储蓄的下降，利率会上升，这可能会促使一些家庭增加储蓄。第三，当财政赤字增加时，一些家庭可能会预期未来税收上升，并因此增加储蓄，以便在不显著降低未来消费的情况下支付这些税款。最后，一些政府支出本身是投资而非消费——这不仅包括基础设施投资，还包括教育投资，甚至是诸如营养援助和医疗保健等社会项目，这些项目已被证明能够带来长期回报（Hendren 和 Sprung-Keyser, 2020）。

当政府出现赤字时，考虑投资组合如何变化是有帮助的。如果家庭增加储蓄以应对赤字，那么就会有更多的金融资源可用于购买额外的国债，私人财富也会增加。如果私人储蓄没有增加，要么国内储蓄者将其投资组合转向美国国债，远离与私人资本相关的资产——如公司债券和股票——要么外国投资者转而购买美国国债。如果私人储蓄的增加不能完全抵消公共储蓄的减少，国民储蓄和财富就会低于正常水平，但私人储蓄和财富（包括家庭持有的美国国债）则不会。

尽管政府持续运行财政赤字，消费可能仍高于原本的水平，即使国家财富减少。换句话说，联邦借款的增加意味着消费在更大程度上从未来世代转移到当前世代。只有在增加税收或削减公共支出以偿还累积债务时，消费才会减少。如果债务在GDP中的占比持续上升，国内持有的资本存量最终会变得极小。这种极端情景正是财政轨迹不可持续的原因。

### 宏观经济债务成本的实证估计

债务对未来生活水平的影响将取决于导致债务增加的具体政策，因为某些政策比其他政策更能提高消费。美国国会预算办公室（CBO）估计，平均而言，当财政赤字增加1美元时，私人储蓄增加43美分（国家储蓄减少57美分），净资本流入增加24美分，而投资减少33美分。然而，一项向受到流动性约束家庭增加转移支付的政策，可能比降低高收入家庭税收的政策更能促进消费。

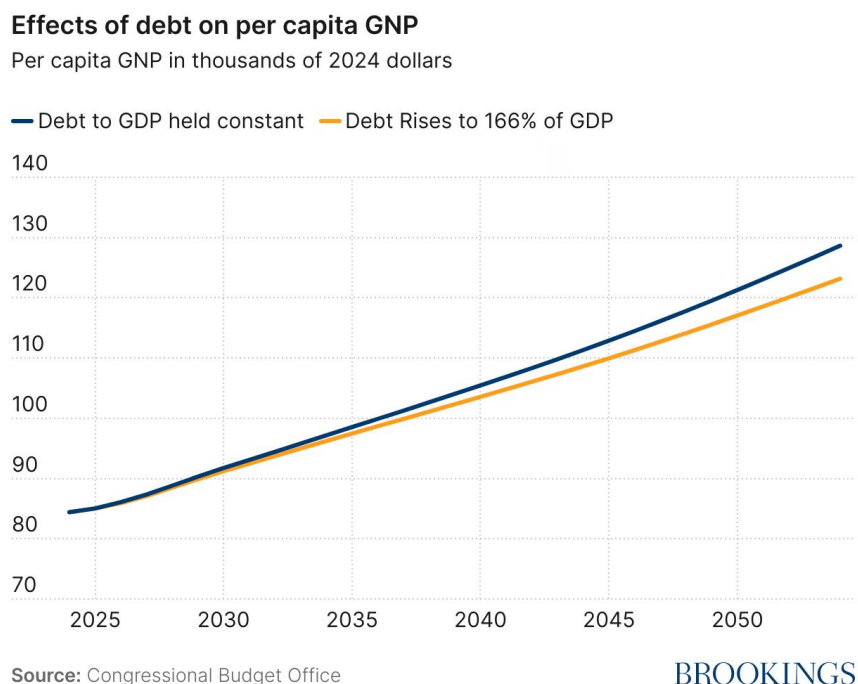
赤字导致的净资本流入推动了 GDP 的增长，但并没有使美国居民直接受益，因此债务对未来生活水平的影响可以更好地通过国民生产总值（GNP）的变化来衡量，这一指标反映了美国居民的收入，而 GDP 的变化则反映了美国国内产生的收入。

图 4 显示了 CBO 在其扩展基线中对 GNP 演变的估计——在该基线下，债务与 GDP 的比率从 2024 年财政年度的 99% 上升到 2054 年的 166%，而在反事实基线下，债务与 GDP 的比率保持在 2024 年的水平不变。根据 CBO 的分析，到 2054 年，在债务与 GDP 比率不变的替代方案下，实际 GNP 将比基线高 4%。在此背景下：在债务与国内生产总值比率不变的情况下，2054 年的人均国民生产总值按 2024 年美元计算将为 129000 美元——比今天高 52%；随着债务占 GDP 的比例从 2024 年的 98% 上升到 2054 年的 166%，以 2024 年美元计算，实际人均 GNP 将达到 123,000 美元——只比现在高 46%。即使债务占 GDP 的比重在未来 30 年上升近 70 个百分点，未来几代人的生活仍将比现在的人好得多，尽管如果债务减少，未来几代人的生活将好得多。但当然，积累更少的债务将意味着更高的税收和/或更低的福利，从而减少商品和服务的消费。不过，政策制定者可能会采取这些措施来控制债务，以改善美国的经济表现。

#### 稳定债务所需的政策反应规模有多大？

如上所述，债务代表着代际转移：今天的高消费是以明天的低消费为代价的。那个转移可以通过稳定债务占 GDP 的比重并保持这一比例不变而受到抑制。

图四：债务对人均国民生产总值的影响





根据 CBO 的预测（CBO 2024c），如果债务按照 CBO 的长期基线增长，到 2054 年达到 GDP 的 166%，然后采取措施稳定债务，则需要增加税收或削减支出，相当于 GDP 的 3%。如果税收和支出各承担一半调整，则税收占 GDP 的比例将达到 20.3%，支出占 GDP 的 25.8%，相比之下，根据当前法律，2024 年的税收和支出比例分别预计为 17.5% 和 23.1%。（CBO 的长期基线情景预计，税收和支出在 GDP 中的占比都会上升。）尽管这意味着税收较当前水平增加了 16%，但美国的总体税收收入占 GDP 的比例仍远低于当前 OECD 的平均水平（OECD 2024）。我们将在下文讨论提高财政收入政策所带来的无谓损失。

我们计算得出，如果现在采取措施稳定债务，而不是等到 2054 年再行动，那么到 2054 年所需的调整幅度将从 3.0% 降至 2.1%。也就是说，推迟 30 年才开始稳定债务，将使税收和支出的必要调整幅度增加约 GDP 的 1%。

由此可以得出两个结论：第一，为了稳定债务，财政政策需要进行较大幅度的调整，但在广泛的假设条件下，美国的税收收入占 GDP 的比例在国际对比下仍属适中。第二，推迟稳定债务会增加所需的调整幅度，但这一增加幅度相对温和。即使所有调整都通过增加税收来实现，并且直到 2054 年才采取行动，税收负担占 GDP 的比例仍将低于当前 OECD 的平均水平。从这一角度来看，美国在未来 30 年内完全有足够的税收能力来按照现行法律为财政赤字提供资金，并在此后稳定债务。正如我们将在下文讨论的那样，限制更多来自政治因素，而非经济因素。

### 围绕国会预算办公室预测的不确定性

当然，国会预算办公室的预测存在很大的不确定性，债务增加对未来生活水平的影响可能会大得多。

关于生产率和经济增长的不确定性。对经济基线轨迹的不确定性意味着债务对生活水平和预算结果可能产生多种合理影响。生产率增长的假设尤为关键，因为它会通过税基及后续收入增长影响基本财政赤字。

CBO 估计，如果全要素生产率（TFP）增长比基线假设快 0.5 个百分点，那么到 2054 年，基本财政赤字将仅占 GDP 的 0.1%，相比之下，基线情景下的赤字为 2.2%。如果这一生产率提升得以实现，那么 2054 年的债务与 GDP 比率将仅为 124%，为稳定这一水平所需的额外税收增长和支出削减仅占 GDP 的 0.5%。CBO 还估计，在更高的生产率增长和债务上升的情况下，到 2054 年，人均 GNP 将比当前水平高 70%，而在长期基线情景下，仅增长 46%。

另一方面，如果生产率增长比基线假设低 0.5 个百分点，那么到 2054 年，基本财政赤字将上升至 GDP 的 4.6%，债务占 GDP 的比例将达到 211%，而为稳定这一水平所需的赤字削减幅度将达到 GDP 的 5.6%。尽管未来世代的生活水平仍将高于当前，但提升幅度会更小：CBO 估计，在低生产率增长且债务上

升的情景下，人均实际 GNP 将比当前水平高 26%，而基线情景下的增长幅度为 46%。

CBO 未对劳动力增长率变化的长期（30 年）影响进行分析，但其研究了 10 年期的影响。具体而言，CBO 发现，劳动力增长率的提高对 10 年后债务与 GDP 比率的影响，大约是相同比例的生产率增长对债务影响的一半。然而，在当前法律框架下，至少在未来 30 年内，劳动力增长率的合理估计范围可能比生产率增长的估计范围更窄。

联邦借贷成本（利率）的不确定性。联邦借贷成本很难预测，因为未来利率高度不确定，债务对借贷成本的影响也很难预测。根据 CBO 当前对 2054 年的预测，借贷成本不会回到 2011 年至 2020 年间的低水平；相反，平均联邦借贷成本将从 2024 年的 3.3% 上升至 2054 年的 4.0%。这一上升反映了债务增加的影响，以及利率从 2010 年至 2020 年极低水平的正常化。当然，当前货币政策周期结束后，利率可能会回到 2011 年至 2020 年的低水平，但也可能会维持在更高水平。

#### 更高的借款利率对未来生活水平的影响取决于利率高于预期的原因。

- 如果借贷成本更高是因为全要素生产率增长更高，那么更高的生产率和更高的利率的净效应就像刚才描述的那样（因为高生产率和低生产率情景假设对借贷成本的影响接近于一对一）。也就是说，高利率和高生产率改善了财政前景。

- 如果利率上升是由于资本的边际产出提高——可能是因为资本被挤出减少，或全球储蓄供应收缩——那么债务对未来生活水平的影响将比基线情景更大。然而，债务上升对美国经济的负面影响仍将表现为产出的缓慢且持续侵蚀，只是速度比基线预测略快。因此，我们不太可能看到利率出现大幅、突然的上升，也不太可能因显著的资本挤出效应在未来几十年内引发危机。政策制定者如果意识到债务对经济的影响比预期更大，将有足够的时间采取审慎且逐步推进的措施，以改善财政前景，使必要的调整不会变得过于庞大。

- 如果借贷成本上升是因为美国国债的风险溢价增加，或者相对于供应而言对国债的需求下降（导致便利收益降低），那么会产生宏观经济影响，因为部分较高的债务支付将流向外国投资者。CBO 估计，如果利率比预期水平逐步上升，到 2054 年达到 5.8%（而非基线情景下的 4.0%），那么 2054 年的人均实际 GNP 将比当前高 41%，低于基线情景下的 46%。当然，当风险溢价上升时，为偿还债务所需的政策调整也会更大。

如果利率上升超过预期，并且选民对高额利息成本感到无法接受，政策制定者可能会采取审慎且逐步推进的措施，以改善财政前景。加拿大的经验提供了有益的借鉴：20 世纪 90 年代初的经济衰退，加上约 10% 的实际利率，推动了加拿大债务的快速增长——债务占 GDP 的比重在 90 年代前五年内从 44% 上

升至 67%。选民开始将债务视为“对经济稳定的最严重威胁”（Oreopoulos 1999）。执政党几乎完全失去了政治权力，新政府推出了对社会项目和自动稳定机制的温和改革。加拿大的债务与 GDP 比率自 90 年代中期开始稳步下降，直到全球金融危机，而实际利率则从 90 年代中期的约 6% 下降到 2004 年的 1% 以下。尽管支出削减引发了对加拿大维持社会保障体系能力的担忧，但这些削减足以扭转债务的急剧上升，并缓解相关的经济影响。

### 财政政策的不确定性

CBO 的预算预测可能过于乐观，因为它假设立法没有变化。例如，CBO 基线假设 TCJA 的任何到期条款都不会延长。此外，基线假设可自由支配的拨款随着通货膨胀而上升，因此在未来十年中占 GDP 的比重下降。

对更“现实”的立法结果进行建模可能会显著改变财政前景。CBO 曾研究过一种替代情景，其中假设税收收入和可自由支配支出在 GDP 中的占比保持在其历史平均水平。这些假设对债务水平的影响非常大——在该情景下，债务占 GDP 的比重到 2049 年将达到 244%，而不是基线预测的 152%。尽管债务大幅上升，CBO 估计，人均 GNP 仅比基线情景低 5%，这仍然意味着未来世代的生活水平将远高于当前世代。

### 自重损失考虑

CBO 对债务累积对 GNP 影响的估算并未包括稳定债务所采取政策对社会福利的影响。这些影响当然取决于政策制定者的具体选择。削减高社会价值的支出项目将比削减低社会价值的项目更不利于未来世代，而增加税收或削减福利如果对劳动参与率或储蓄产生显著影响，将比那些不影响行为的税收或福利调整对社会造成更大成本。然而，推迟应对债务问题将导致未来需要更大幅度的支出削减和税收增加，这意味着未来政策的扭曲效应将比现在采取行动更为严重。

使用无谓损失作为衡量福利损失的指标，对推迟采取行动的福利成本进行简要计算具有一定的参考价值。如果直到 2054 年才采取措施稳定债务，并且政策应对完全依赖提高税率，那么联邦税收将需要上升约 16%。相比之下，如果政策制定者今天就采取行动稳定债务——同样仅通过增加税收来实现——那么到 2054 年，税收收入仅需比基线水平高出约 11%。

Feldstein（2009）认为，无谓损失可以通过税收对行为反应造成的税收损失来衡量。现有文献中可征税收入的弹性中心值约为 0.5（Gorry、Hubbard 和 Mathur，2018）。这意味着，如果推迟采取行动，所需的 16% 税收增长将带来的扭曲效应会使福利减少约 8% 的税收收入，相当于目前预计 GDP 的 1.5%。相比之下，如果现在采取行动，所需的 11% 税收增长会使福利减少约 5.6% 的税收收入，相当于 GDP 的 1.1%。因此，若政策推迟实施，未来世代面临的无谓损失仅比现在采取行动增加约 GDP 的 0.4%。

#### 四、我们的债务轨迹如何引发危机？

要回答这个问题，首先有必要对“财政危机”进行定义。正如引言中所述，我们认为财政危机是指国债需求相对于供应出现突然、大幅且持续的下降，从而导致利率急剧且持续上升。这样的利率飙升很可能伴随着美元价值和股市的剧烈下跌。鉴于美国国债在全球金融市场中的核心地位，财政危机很可能引发一场金融危机，导致银行系统普遍遭受损失、信贷供应崩溃，并极有可能引发全球经济衰退。

更广泛的金融体系在回购协议（repo）等关键市场中高度依赖国债作为抵押品。若市场信心突然丧失，将削弱流动性，可能导致银行系统大范围倒闭，因为银行和金融机构依赖国债来满足资本要求。

此外，美国抵押贷款利率通常与国债收益率挂钩，若国债利率飙升，抵押贷款利率也将随之上升，导致违约率上升并收紧信贷环境。全球股市将经历大幅下跌，而持有美国国债的主权财富基金和外国央行可能面临偿付能力问题，从而引发进一步的不稳定。连锁反应不仅会影响金融机构，还会通过更高的借贷成本和信贷紧缩波及实体经济。此外，为解决财政危机，政府可能需要突然实施财政紧缩政策，即大幅提高税收和削减政府支出，这本身可能引发美国经济衰退，加剧金融市场崩溃所带来的动荡成本。

国债需求的持续下降、利率的上升以及对金融市场的影响，将在很大程度上取决于政策制定者对初始危机的反应。如果能够迅速采取应对措施，可能会减弱对借贷利率和金融市场的冲击。例如，美联储通常在国债流动性急剧下降时充当最后买家。最近的案例是 COVID-19 疫情初期，当市场因大量资金撤离而陷入流动性危机时，美联储迅速购入约 1 万亿美元资产以稳定市场。然而，如果政策制定者的快速应对措施包括短期财政紧缩政策，例如大幅削减支出或提高税收，那么对实体经济的负面影响仍可能十分严重。

什么会引发财政危机？我们认为存在四个主要风险来源。首先，国债需求可能因与违约风险无关的因素下降。其次，另外三种情况则涉及某种形式的违约风险。

**与违约无关的市场干扰：**由于与通胀或违约风险无关的原因，美国国债的需求或供应可能突然发生变化，导致利率飙升，造成美联储无法缓解的金融市场干扰。

**政治边缘政策和错过付款：**投资者可能担心美国财政部将因政治僵局或边缘政策而错过付款，从而导致信誉损失和违约担忧。

**失去对通胀的控制：**美联储可能被视为放弃了保持价格稳定的使命，而是允许恶性通胀。

**财政前景急剧恶化之际的战略性违约：**长期财政前景可能会如此显著、如此急剧地恶化。



投资者突然担心某种形式的战略性违约，导致他们放弃美国国债，直到政策制定者让情况变得更加稳定。

正如我们将在下文讨论的，我们认为这些情景发生的可能性较低，但断言它们不可能发生无疑是鲁莽的。在每种情况下，危机的严重程度将在很大程度上取决于政策制定者的应对措施。例如，如果国债需求像情景 1 中那样突然下降，美联储是否会介入以确保金融市场平稳运行，使利率逐步上升而非剧烈波动？如果政策制定者允许债务上限短暂生效，导致金融市场剧烈反应（如情景 2 所示），财政决策者是否会迅速提高债务上限？在这些情况下，短期内的危机可能会被迅速遏制。更重要的是，在大多数情景中，即使联邦借贷按当前预测增加，政策制定者仍完全有能力避免初始危机的发生。

#### 四 A、国库券需求突变的风险

一个普遍的担忧是，美国公债投资者可能突然决定大幅减持，这可能导致大量公债涌入市场。如果美国财政部需要在短时间内借入比预期多得多的资金，可能会出现类似的供应过剩。虽然这些事态发展将对利率产生上行压力，但投资者的市场恐慌可能会产生进一步的影响。如果由此导致的利率上升幅度足够大且足够突然，可能会引发进一步的市场动荡。

例如，一个长期存在的担忧是，中国可能会战略性地减持美国国债，最近，作为对美国关税的报复，中国可能会减持美国国债。外国投资者目前持有约 30% 的美国国债，中国——包括中国大陆和香港——持有约 3.5%，总计约 1 万亿美元。为了更好地理解这一规模，可以参考美联储目前的量化紧缩（QT）政策——其资产负债表已缩减约 2 万亿美元。当美联储通过出售国债来缩减资产负债表时，市场上必须有其他买家来吸收这些债券，因此 QT 对利率的影响可以作为中国抛售国债可能造成影响的参考。美联储经济学家估计，2.5 万亿美元的 QT 可能会使利率上升约 50 个基点（Crawley et al. 2022）。这一相对温和的影响表明，即使中国大规模抛售国债，可能也不会对联邦政府的借贷成本或金融稳定性造成重大冲击。

尽管如此，美联储的 QT 计划以缓慢、有计划的方式出售美国国债，而中国的抛售或类似规模的美联储供应意外增加将更加突然，也不那么有序。如果有迹象表明对美国国债的需求突然下降，市场恐慌可能会随之而来。美联储很可能会采取行动恢复市场功能，并消除由于供求关系的持续变化而导致的利率上升。

市场恐慌的一个恰当例子是上面提到的，在 2020 年 3 月新冠肺炎大流行的早期，抛售资产（包括美国国债）的热潮淹没了市场。这造成了流动性崩溃、买卖价差扩大，以及随后国债市场缺乏正常运转。美联储迅速介入，承诺购买维持市场平稳运行所需的任何数量的证券。



美国国债市场近期会不会因为需求相对于供应的缺口太大，以至于连美联储都无法有效应对？考虑到一个可信且运转良好的美联储，这是不可能的。美联储拥有无限购买国债的能力。然而，随着国债市场规模的持续扩大，市场功能失调的情况可能会变得更加频繁，可能会削弱全球对美国国债作为“世界最安全资产”的信心。正如 Darrell Duffie 所指出的，2020 年 3 月的市场动荡表明，美国国债市场的结构“早该进行升级”（Duffie 2020）。在未来几十年，可能需要进行制度改革，以尽量减少未来国债市场短期波动的风险。

如果美联储的信誉同时受到质疑，美联储在市场混乱中安抚投资者的能力将变得更具挑战性。以防止市场参与者解读美联储干预是放弃维持低而稳定的通胀的使命，美联储将不得不以这样一种方式来解释其行动，即向投资者保证，如果国债需求相对于供应的减少提高了中性利率，美联储将相应地调整其政策。

美联储独立性的变化或对美联储使命的重新解释可能会削弱投资者对美联储将有效和负责任地应对危机的信心，从而加剧美国国债需求突然变化的威胁。虽然美联储现在肯定有能力和意愿进行干预，但随着时间的推移，制度的变化——包括对美联储购买无限量国债的能力施加更大的限制，对美联储施加更大的政治压力，或者联邦公开市场委员会（FOMC）参与者的构成发生变化——可能会使其不那么有能力或不愿意这样做。这些变化可能会降低市场参与者对美联储的信心，即美联储有能力应对近期的混乱，并在必要时允许利率在这种混乱后上升，以在较长时期内保持低而稳定的通胀。

#### **四 B、政治僵局导致的违约风险威胁国债的借贷能力**

在过去几年里，美国在债务上限问题上经历了几次“险象环生”的局面。2011 年、2021 年和 2023 年，国会均在债务上限正式生效的前几天才决定提高或暂停上限（即所谓的“X 日”，即财政部用尽非常规措施后不得不实际推迟部分支付的日期）。大多数分析人士认为，即使债务上限正式生效，财政部仍会优先全额支付国债利息，而推迟支付其他类型的政府支出。然而，目前尚不清楚财政部是否具有法律权力以这种方式优先支付债务，即便有权这样做，未来政府是否会选择优先偿债也存在不确定性。（关于这一问题的讨论，详见 Edelberg 和 Sheiner, 2023）。

债务支付延期的风险已导致信用评级机构下调美国国债评级。2011 年债务上限僵局后，标准普尔（S&P）将美国信用评级从 AAA 降至 AA+，而惠誉（Fitch）在 2023 年也因债务上限问题的反复政治博弈，将美国评级从 AAA 降至 AA+。评级下调通常是财政前景恶化的一个信号，但并不提供新的信息，因为评级机构只是对市场参与者已掌握的信息进行总结。此外，这些事件似乎并未对美国国债市场或借贷成本产生长期影响。

如果债务上限真的生效，即国会未能及时采取行动，会发生什么？如果财政部继续按时支付国债利息，目前尚不清楚债务上限生效的影响会有多大。影

响的严重程度将取决于僵局持续时间、是否会出现针对优先支付国债利息的法律挑战，以及投资者如何解读这一事件，尤其是他们对未来发生类似情况的可能性预期。

美联储的应对行为也是关键因素。正如前文情景 1 所讨论的，美联储可以采取稳定国债市场，以应对债务上限正式生效的情况。例如，在 2011 年，联邦公开市场委员会（FOMC）曾讨论过购买违约的国债，并将其视为与未违约国债价值相同，以维持市场流动性。尽管一些 FOMC 成员认为此举在政治上“令人厌恶”，因为它可能被解读为美联储绕过国会的行为，但大多数成员仍认为，在极端情况下，这一行动是必要的，以防止市场恐慌并维持对国债的信心（FOMC 2013）。

决定此类事件是否演变为长期金融和财政危机的主要因素在于，政策制定者允许债务上限生效的时间长度，以及投资者是否认为此类风险将成为国债市场的长期特征。可以假设，面对企业、家庭和投资者的强烈负面反应，政策制定者会迅速作出回应。如果情况确实如此，那么尽管债务上限生效会带来一定损害，但政策制定者迅速调整立场将有助于减轻其负面影响。

政策制定者也可能通过其他方式发出可信的违约威胁。例如，2020 年，参议员林赛·格雷厄姆（Lindsey Graham）曾支持取消中国持有的美国国债（Lynch 2020）。如果投资者认为即使只有微小但可信的违约可能性，他们可能会要求较高的违约风险溢价，从而推高国债利率。如果这导致持续的抛售潮，利率的急剧上升可能会达到足以引发金融危机的程度。

这种危机将更多是由于政治失误，而非战略性违约风险所导致。正如我们在第四部分 D 节中所讨论的，即便是在极端不利的财政情景下，违约也无助于改善财政前景。

#### 四 C、通胀上升的可能性

一些分析人士认为，随着债务占 GDP 的比重上升，美联储可能会面临提高通胀的压力，以降低债务的实际价值，从而减少加税或削减支出的必要性（例如，见 Calomiris 2023）。这种情况有时被称为财政主导。然而，正如我们将在下文所示，通胀在解决财政挑战方面的作用有限。此外，过去几年的消费者信心恶化表明，通胀在公众中极不受欢迎。相比于提高通胀——这会影响到所有消费者——政治家可能更倾向于选择削减支出或增加税收，尤其是如果这些措施可以针对特定群体的话。此外，任何试图通过通胀削弱债务价值的做法，可能会导致市场预期通胀将持续上升，这反而可能使利率上升幅度超过通胀本身，从而进一步恶化财政前景。最后，与持续上升的通胀预期一致的货币政策，将需要对美联储进行政治干预，而这将进一步扰乱金融市场的稳定。

为了理解通胀如何影响财政前景，可以考察描述债务占 GDP 比率演变的方程。债务占 GDP 的比率从  $t$  年到  $t+1$  年的变化，可以表示为：

$$d_{t+1} - d_t = d_t(i - g) + pd_t$$

通胀影响债务轨迹的第一个渠道是通过  $(i-g)$  项。预期中的通胀上升将使  $i$  和  $g$  同步上升，因此不会对债务动态产生影响。如果名义 GDP 因通胀额外增长 3%，而利率也同样增长 3%，那么债务占 GDP 比率的演变不会受到影响。然而，意外的通胀上升会使  $g$  立即上升，但政府借贷成本  $i$  只有在债务到期并重新融资时才会上升。因此，通胀降低债务占 GDP 比率的效果取决于债务的期限。如果债务期限较短，意外的通胀上升的影响将类似于一次性的价格水平上升。如果债务期限较长，影响则更显著，因为政府借贷成本需要数年时间才能完全反映更高的通胀率——也就是说，在更高的通胀率下， $g$  将在一段时间内高于  $i$ 。

当然，美联储可以尝试通过多次提高通胀率来不断给投资者带来惊喜。但一旦投资者怀疑美联储试图利用通胀来降低债务价值，通胀预期就会增加，借贷成本的增幅可能会远远超过实际通胀。如果美联储继续试图通过通胀来减少债务，恶性通胀可能接踵而至，导致财政前景恶化，并可能引发全球金融危机。正如 Makinen 和 Woodward（1989）指出的，历史上曾有类似案例发生在 20 世纪 20 年代的法国。当时，法国银行（Banque de France）允许通胀上升，以试图维持法国战时债务的低利率。如果类似情况发生在美国，美联储将不得不放弃其对稳定通胀的承诺，完全受财政政策制定者的控制，并采取注定失败的策略。除非美国的政治体系发生重大变化，否则我们不认为此类危机会在美国发生。

无论如何，即使成功利用通胀来缓解财政挑战，其影响也是有限的。在未来 30 年内，主要问题并不是债务的累积本身，而是大规模的基本财政赤字。例如，CBO 预测，从 2054 年到 2055 年，债务占 GDP 比例将上升 2.9 个百分点，其中 2.2 个百分点来自基本财政赤字，仅有 0.7 个百分点来自债务服务成本的上升（基于前述的  $(i - g)$  公式）。即使通胀能够完全消除到那时为止累积的所有债务（而我们将在下文论证这是不可能的），大部分财政挑战仍将存在。

通胀还可能减少基本财政赤字，因为部分联邦支出是以名义值设定的，而税收制度并未完全对通胀不变。例如，医疗保险中的医生支付标准是以名义值设定的，因此较高的通胀会降低医生报销的实际价值。然而，由通胀引发的政策变化可能并非政治家所希望的。例如，医院支付与投入成本挂钩，因此会随着通胀上升，而医生支付则不会，这可能导致医院和医生之间出现不可持续的支付模式，最终可能被国会推翻。但可以设想的是，如果通胀带来的实际支出变化较小，政策制定者可能不会加以调整，因此该渠道可能会在一定程度上提供有限的帮助。

我们现在转向对通货膨胀如何通过利率渠道影响财政前景的实证估计。

较高通胀对借贷成本的影响。我们进行了模拟，以评估长期较高通胀对财政预算结果的潜在影响。具体而言，我们使用了截至 2024 年 9 月 30 日的《公共债务月度报告》中对已发行美国国债的详细分类（美国财政部 2024）。我们假设所有浮动利率证券和抗通胀国债会立即受到更高利率的影响，而其他证券将在到期并再融资后受到影响。我们对基准债务中不受更高利率影响的部分进行了估算，其结果见下方图 5。从图中可以看出，即使到第 11 年，大部分未偿债务已经完成再融资，因此由于通胀而承受更高的利率。

利用这些估算结果和基准债务轨迹，我们可以计算每年尚未再融资、因而不受利率影响的现有债务规模。其余债务将面临更高的利率。因此，我们可以利用图 5 所示的系列数据来确定由于通胀导致的更高利率对政府平均借贷成本的影响。

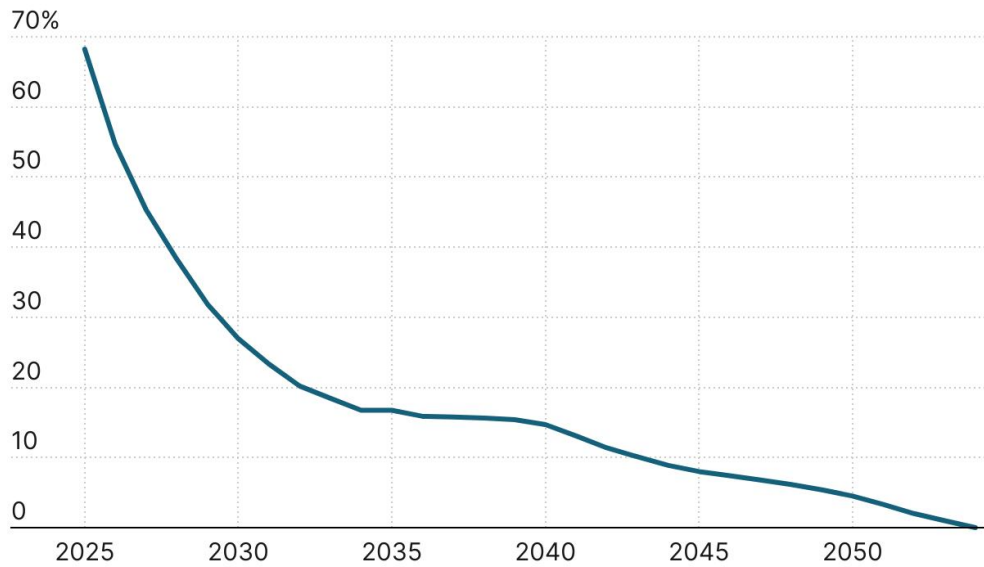
例如，图 6 比较了较高通货膨胀率下的债务-GDP 轨迹，假设通货膨胀的增加通过一比一的方式影响新证券的利率。相比 CBO 基准情境，高通胀情境下通胀率提高 3 个百分点的影响非常小——30 年后的债务占 GDP 比率仅从基准情境下的 166% 下降至 152%，意味着该年份的债务服务成本仅降低 0.08% GDP。即使通胀率比基准情境高出 10 个百分点，30 年后的债务占 GDP 比率也仅降至 134%。

由于大部分债务会在几年内完成再融资，有人可能会认为持续的通胀上升并非必要，也许美联储可以短期内制造一个极高的通胀期——比如 30%——然后再恢复至目标水平。但我们认为这种设想不现实。首先，美联储目前的工具并不具备足够的力量来使物价水平上涨如此之多（可以参考 2010 年代的多年时间里，通胀始终低于目标）。此外，任何此类尝试无疑会削弱美联储的信誉，显著提高通胀预期，并增加通胀溢价。



图五：受较高利率影响的债务比例

## Share of debt unaffected by higher rates



Source: U.S. Department of the Treasury, authors' calculations

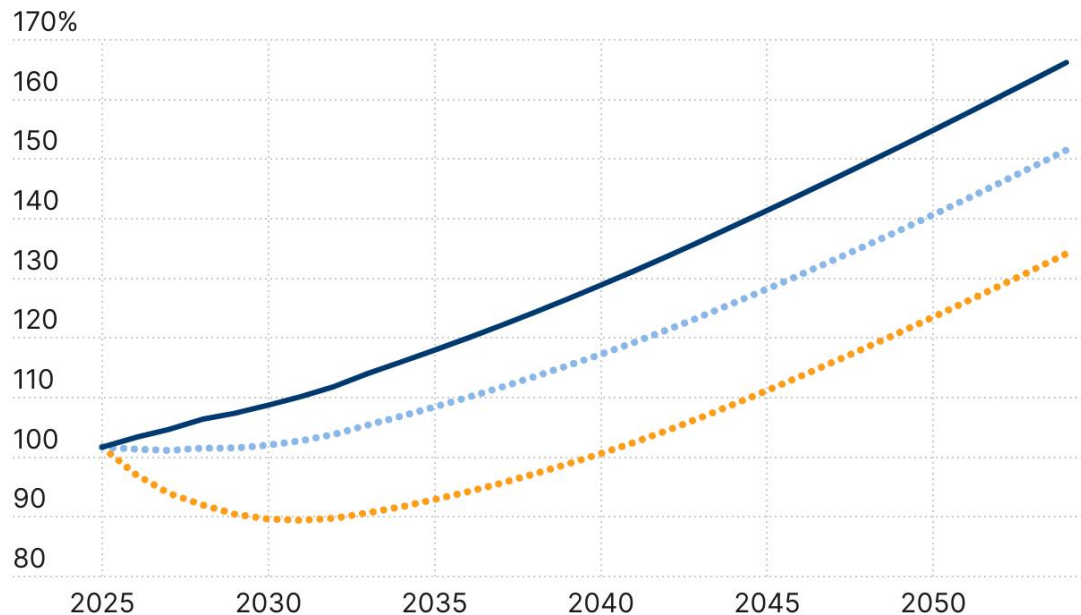
BROOKINGS

Note: Dates are in fiscal years

图六：债务对 GDP 的轨迹与较高的通胀率

## Debt-to-GDP trajectory with higher inflation

● Inflation 10 ppt higher ● Inflation 3 ppt higher — Baseline



Source: Congressional Budget Office, U.S. Department of the Treasury, authors' calculations

BROOKINGS

Note: Dates are in fiscal years

## 四 D、在财政前景恶化的情况下对战略性违约的担忧



虽然我们之前讨论了通胀上升和政治边缘政策的违约风险对美国国债市场的影响，但在这里，我们描述了投资者对战略性违约的担忧如何可能引发抛售和利率飙升。

根据现行法律或任何合理的财政前景来看，战略性违约——即美国有意对其债务违约——极不可能发生，因为这将使美国的情况变得更糟，而不是更好。美国的主要财政挑战不在于债务存量，而在于未来预计的基本财政赤字。因此，违约的潜在收益极为有限，因为美国将不可避免地失去资本市场的融资渠道。例如，正如我们上文所述，如果美国按照现行法律执行至 2054 年，并在那时采取措施稳定债务，则需要 2054 年将税收提高约 16%，或将支出减少 14%，或采取两者结合的方案。相比之下，如果美国在 2054 年选择违约，联邦政府将需要立即实现预算平衡，这将要求实施幅度略小但必须迅速的政策调整，例如将税收提高 12% 或削减支出 10%。

违约的成本将远远超过这些微小的财政收益。首先，由于约 70% 的美国国债由本国居民持有，违约导致的利息支出减少将主要由美国家庭承担损失。其次，违约几乎必然引发严重的全球金融危机，对美国家庭造成巨大经济损害。第三，联邦政府将失去在经济衰退时期实施财政赤字政策的能力，也无法有效应对疫情或战争等危机。最后，债务违约将导致美国失去全球金融领导者的地位，其影响将远远超出经济领域。

但是，如果债务似乎变得如此庞大，以至于我们无法在不对经济造成巨大伤害的情况下偿还债务，那么战略性违约——即暂时失去信用市场的融资能力——是否会成为更优的选择？在这种情况下，利率将大幅上升，这只会进一步提高违约的可能性。我们将这种情况解读为美国已经失去财政空间，实际上被信用市场排除在外。

在接下来的几十年里，可能导致这一结果的一种遥远的情景将是一场预计将持续的大规模负面经济冲击——比如一场全面战争、一场大萧条式的衰退，或者一场非常重大的全国性气候事件。一方面，这种冲击的风险非常遥远，以至于政策制定者可能会选择放弃对它的规划。另一方面，采取代价高昂的措施减少债务存量将是一种保险形式，因为它将降低战略违约成为更好的财务选择的可能性。这将有助于确保在面临大规模负面冲击时获得信贷。

在未来几十年内，一种极端但可能导致这一结果的情境是发生大规模的、长期持续的负面经济冲击，例如全面战争、大萧条式的经济衰退，或严重的全国性气候灾害。从一方面来看，这类冲击发生的概率较低，政策制定者可能会选择不将其作为优先考虑的事项。但从另一方面来看，采取措施减少债务存量虽然成本较高，却可以视为一种保险机制，因为这将降低战略性违约成为更优

财务选择的可能性，并有助于确保在面对重大负面冲击时仍能获得信贷市场的支持。

这种情境是否会引发长期的金融和财政危机，将取决于政策制定者是否会根据投资者的担忧调整政策。当债券市场参与者对债务的可持续性愈发担忧，利率远超当前预期时，国会可能会通过推进更严格的财政政策来作出回应。当然，如果这些政策调整过于激烈，可能会引发经济衰退。美联储无疑会采取更宽松的货币政策来缓解调整压力，但如果财政政策变动幅度过大，美联储刺激经济的能力可能会受到有效下限的限制。然而，如果债务水平远高于 CBO 基准情境的预测，利率可能也会远高于当前水平，从而给美联储提供更大的货币宽松空间。

英国的案例提供了有益的借鉴。2022 年 9 月，当时的英国首相莉兹·特拉斯推出了一项“迷你预算”，其中包含大规模未提供资金来源的减税措施，这一举动震惊了金融市场。债券市场投资者迅速作出反应，导致英国国债收益率飙升，英镑兑美元汇率跌至历史低点。10 年期英国国债（gilt）收益率从预算发布前的 3.5% 在短短几天内上升至 4.0%。借贷成本的急剧上升及其引发的市场动荡迫使英格兰银行介入，购买长期国债以稳定市场，防止更广泛的金融危机。此次动荡的很大一部分原因在于英国养老金基金不得不抛售其所持国债，这种短期市场失调与情境 1 中讨论的情况类似。

面对市场压力，特拉斯迅速撤回了她的财政提案，英国国债收益率随之回落。然而，事后来看，这一事件的影响仍然难以评估。当时市场利率已经因通胀上升而走高，事实上，在特拉斯辞职后，利率再次上升，并在 2023 年 7 月达到 4.7%。尽管如此，至少部分利率上升是由于市场对更高财政赤字的预期，以及特拉斯政府表现出无视财政责任相关机构的信号。最终，政策制定者通过调整政策方向作出了回应。

如果美国面临类似的情况，值得考虑美联储可能发挥的作用。作为最后贷款人，美联储可以在国债遭遇抛售潮时帮助恢复市场信心——当多数卖方主要因担心其他投资者也会抛售而急于出售国债时，美联储的介入尤为关键。如果部分投资者开始担忧财政政策的走向并导致利率飙升，美联储可能会暂时稳定国债市场。通过这种干预，美联储可以为财政政策制定者争取一个关键的窗口期，让他们有机会向市场保证不会发生债务违约——或许可以通过采取有意义的措施来应对国家长期财政挑战，就像英国在特拉斯事件期间所做的那样。

如果政策制定者不对投资者的担忧做出回应，那该怎么办？如果投资者开始相信美国永远不会解决其长期财政挑战，而且债务的战略性违约确实是一个严重的可能性，那么结果很可能是一个灾难性的事件。联邦政府可能会失去进入资本市场的渠道，使其无法对债务进行展期。美联储有效干预的能力可能会受到严重限制。作为联邦政府的一部分，如果投资者认为违约的可能性很高，

美联储将很难维持信誉。毕竟，美联储购买美国国债并为准备金支付利息，与财政部在发行短期债券的同时回购长期债券，在经济上并无区别。如果市场状况恶化到投资者甚至不愿意借款给财政部，即使是短期国债，他们可能同样不会愿意持有美国银行的存款——因为这些存款由美联储的储备支持，也会被视为风险较高的资产。此外，正如奥利维尔·布兰查德所解释的，央行在面对市场恐慌时，如果这种恐慌“毫无理由”，应该采取措施全面缓解，但如果市场因更深层次的基本面问题而出现剧烈波动，那么央行的作用应该仅限于“限制金融危机的蔓延和由此产生的连锁反应”（《国际经济》2024年）。

最终，该国必须通过增加税收或削减支出解决其财政挑战。如果被认为永远不愿采取这些措施，即使有美联储愿意作为最后贷款人，也可能导致财政危机。

但是，正如我们前面提到的，由于允许此类事件发生所带来的成本是如此巨大，因此政策制定者更有可能采取先发制人的措施来恢复财政纪律，以避免金融崩溃。

#### **五、当其他国家已经经历了债务危机时，我们怎么能对债务如此乐观呢？**

我们的分析表明，美国发生财政危机的可能性并不特别高，而债务累积的最可能的后果是标准宏观经济模型所描述的。然而，近期历史中不乏许多国家经历了被广泛视为财政危机的事件——包括阿根廷 2001 年的危机、1997 年的亚洲金融危机以及 2010 年的希腊危机。那么，是什么关键特征使得美国发生此类危机的可能性更小呢？

保罗·克鲁格曼（Paul Krugman, 2014）和其他经济学家认为，以本国货币借款且拥有作为最后贷款人的中央银行的国家，发生金融危机的可能性要小得多。以本国货币借款的国家的中央银行可以通过印钞来为债务融资，从而避免违约。只要中央银行将利率提高到足够高的水平，这种债务货币化就不会引发通货膨胀，正如上文所述，借款人仍然相信债务最终会全额偿还。

以本币借款还可以使一个国家免受货币贬值风险的冲击，这种风险可能会使融资既定债务的难度大幅增加。例如，阿根廷 2001 年的危机因大量以美元计价的债务而进一步恶化。随着该国美元储备耗尽，它无法自行增发美元，而投资者撤资又导致阿根廷比索大幅贬值。由于货币崩溃，阿根廷的债务与 GDP 比率从 55% 飙升至 150%，其债务价值急剧上升。在 1997 年亚洲金融危机期间，也曾出现类似的情况，那些将本国货币与美元挂钩的国家经历了急剧的货币贬值和债务飙升。

如果没有中央银行作为最后贷款人，即使是借入本国货币的国家也会失去市场信心。以希腊为例：希腊危机发生的部分原因是它没有一个能够创造货币的独立中央银行。管理欧元的欧洲中央银行（ECB）在提供救助时施加了严格的紧缩措施，从而加剧了危机。然而，在 2012 年，欧洲中央银行行长马里

奥·德拉吉（Mario Draghi）发表了他著名的“不惜一切代价”演讲，承诺欧洲中央银行将作为最后贷款人以稳定欧元区（德拉吉，2012）。这标志着危机的转折点：西班牙债券的利率在演讲后大幅下降，尽管其债务与 GDP 比率相当温和，但此前利率一直在飙升。随着投资者信心恢复，利率迅速回落。正如克鲁格曼指出的，美联储一直明确其作为最后贷款人的角色，而欧洲中央银行只是在德拉吉的声明之后才明确做出了这一承诺。

一个国家在金融市场中的可信度也严重依赖于其制度的强健程度。以希腊为例，其危机部分是由于政府被揭露在财政状况上存在虚假陈述而引发的。相比之下，美国得益于其强大的制度——包括 CBO，它提供高质量且不受政治影响的分析；统计机构独立于政治议程生产数据；以及独立的美联储。这些机构通过防止因信息缺口或操纵而对市场造成突然冲击，帮助维持投资者信心。事实上，CBO 多年来一直在警告不断上升的债务背后的潜在压力，其对 2024 年起债务增长的预测在时间上也一直比较稳定。

## 六、结论

债务相对于 GDP 的持续累积，以及对未来进一步恶化的持续预测，使得财政问题成为政策辩论中一个持续存在的议题。然而，尽管多年来人们一直对美国的财政状况感到担忧，但各方往往未能精确说明他们究竟担心什么。本文旨在评估持续债务累积可能带来的成本，以及不太可能的成本，并识别这些成本可能通过哪些渠道显现出来。

我们得出结论，债务的实际扩张和预计扩张几乎肯定会侵蚀未来的生活水平。这种渐进效应是由于政府赤字降低了国民储蓄，进而可能会减少私人投资，缩小资本存量的规模，提高利率，并在未来降低 GDP。换句话说，当今政府的大部分借款是在以未来纳税人的利益为代价来使当前纳税人受益。

另一个担忧是财政失衡可能会引发国债市场的危机，而这种危机可能会蔓延到更广泛的金融部门，甚至有可能颠覆整个美国和全球经济。我们识别了一些可能引发此类危机的渠道，这些渠道大多与国会和总统采取的适得其反的行动有关，例如威胁对美国国债证券违约，或者采取严重恶化财政轨迹的措施，从而让投资者担心战略性违约可能是一个可行的选择。

尽管债务占 GDP 比重上升到远超历史先例的水平所带来的后果存在很大的不确定性，但我们的分析表明，只要美国保持其强大的制度，并且其财政轨迹不会比目前预测的糟糕得多，那么在未来几十年内因债务累积而引发财政危机的可能性似乎相当低。

---

---

本文原题名为“ASSESSING THE RISKS AND COSTS OF THE RISING US FEDERAL DEBT”。本文作者 Edelberg 是布鲁金斯学会汉密尔顿项目的主任。Harris 是布鲁金斯经济研究项目的副总裁兼主任。Sheiner 是布鲁金斯学会哈钦斯财政和货币政策中心的政策主任。本文于 2025 年 2 月刊于 Brookings 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

---



## 绿色通胀：政策工具的作用与区域和部门异质性

Luca Bettarelli, Davide Furceri, Loredana Pisano, Pietro Pizzuto /文 熊春婷/编译

导读：尽管采取严格的政策行动来应对气候变化的紧迫性已得到广泛认可，但绿色转型的通胀效应尚不清楚。本专栏分析了气候变化政策对价格水平的影响，区分了不同类型的政策、通胀机制、收入群体和区域/部门特征。绿色法规的通胀效应仅限于碳税，在通胀已经很高的发展中经济体以及以高排放和低创新能力为特征的地区/部门，其影响更大。编译如下：

虽然人们已经普遍认识到应采取严格政策行动来应对气候变化的紧迫性（Fornaro et al.2024），但学者和政策制定者也强调了绿色转型的潜在短期成本，包括通胀效应。

### 1.严格的气候变化政策会导致更高的通胀吗？

理论并没有明确回答这个问题。一方面，气候变化政策可能增加能源投入的成本。随着经济转向绿色能源，对清洁能源的需求增加，如果生产规模尚不够大，就会给价格带来上涨压力。此外，对用于生产绿色能源的关键原材料的需求增加，可能会推动通胀压力。能源转型还可能导致劳动力市场发生结构性变化，由于对高技能/绿色工作（通常以更高的工资为特征）的需求趋于增加，短期内工资可能面临上涨压力。

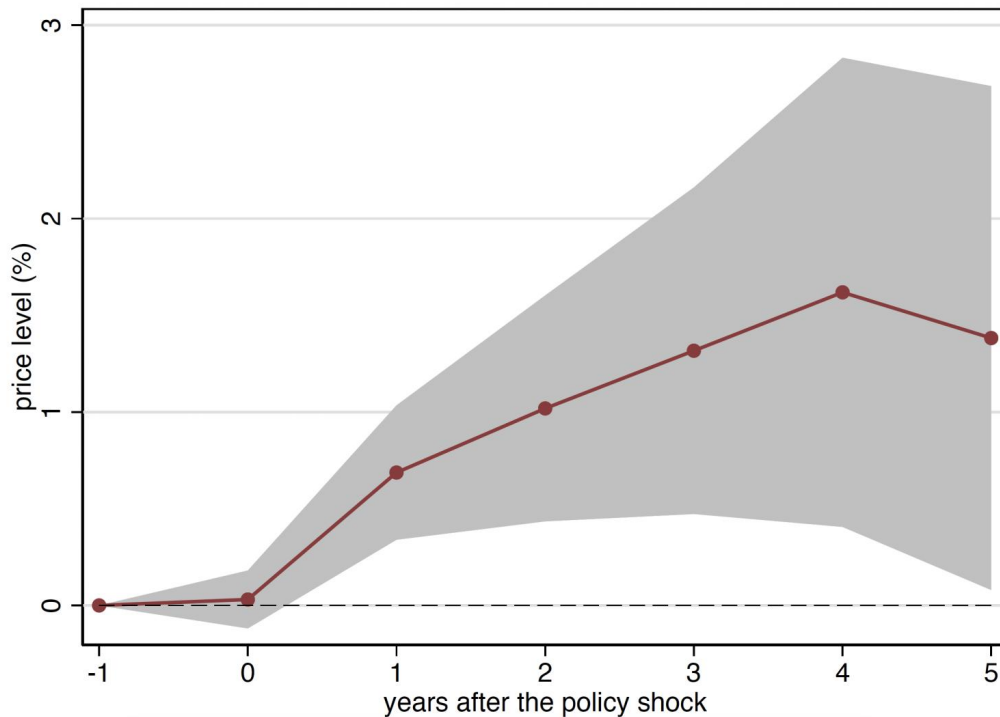
另一方面，气候变化政策可能导致短期就业下降（Bettarelli et al.2025），减少消费和投资，从而对通胀造成下行压力。此外，它们可以通过刺激绿色创新和生产力来降低通胀压力（Albrizio et al.2017）。

在最近的一篇文章（Bettarelli et al.2024）中，我们通过研究 1989-2022 年期间 177 个发达和新兴市场和发达经济体、78 个次国家领土地区和 17 个部门的各种气候变化政策措施对通货膨胀的影响并进行实证分析，对当前主要关注发达经济体的主流文献（例如 Konradt 和 Di Mauro 2021, Känzig 和 Konradt 2023）进行了扩展和贡献。丰富的数据集使我们能够在不同粒度级别估计气候变化政策（从宏观到区域/部门级别）的通胀效应，并探索空间和部门异质性的各种来源。

### 2.碳税与通货膨胀的暂时上升有关；其他绿色政策则不然。

图 1 显示，国家层面的碳税每增加一个标准差——大约相当于 5 美元/吨二氧化碳——在政策冲击一年后价格水平就会增加约 0.7%，四年后价格水平就会增加约 1.6%。在剩下的时间里，这种影响略有下降，表明碳税对通胀的影响是暂时的。以碳定价工具的平均排放覆盖率为参考（即 25%），在我们的样本中，碳价格平均上涨 100 美元/吨二氧化碳，将意味着中期价格上涨约 8%。

图 1 碳税的通胀效应



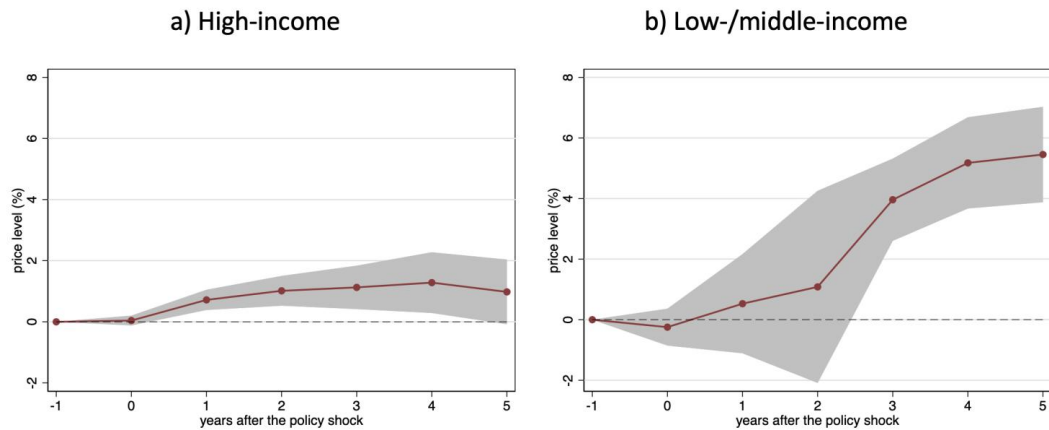
注：该图显示了价格水平（百分比）对碳税增加一个标准差的反应（红线），以及 90% 的置信带（阴影区域）。X 轴表示  $t=-1$  时政策冲击后的年份。

相比之下，其他类型的气候变化政策，包括排放量交易制度、非市场气候变化政策（如排放限制）或技术支持政策（如对绿色创新的补贴），不会对价格水平产生任何统计上的显著影响。

### 3. 在通胀已经很高的情况下，发展中经济体中碳税的影响会放大两倍。

接下来，我们区分（I）发达国家和（II）中低收入国家。结果表明，碳税的通胀效应在两组国家中都是正向的，并且在统计上是显著的，但在中低收入国家组中，其通胀效应要大三倍（图 2）。此外，在高通胀（即通胀率约为 7-8% 或以上）的背景下，碳税每增加一个标准差，峰值价格水平会提高 4%。这一发现也与菜单成本引起的名义刚性模型一致——在该模型中，价格调整的频率与潜在的通货膨胀水平成比例（Karadi 和 Reiff 2019）。

图 2 按收入群体划分的碳税对价格水平的影响

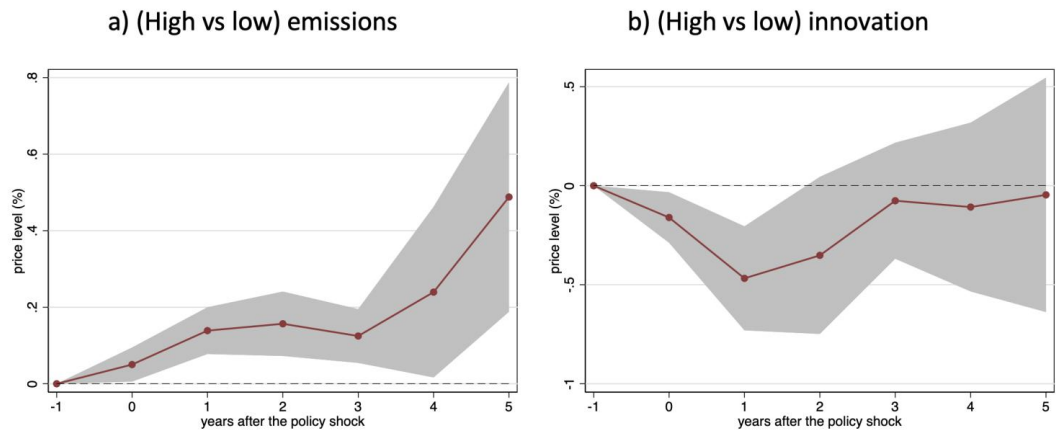


注：图表显示了价格水平对碳税工具增加一个标准差的反应（红线），以及 90%的置信带（阴影区域）。X 轴表示  $t=-1$  时政策冲击后的年数（K）。

#### 4.各区域和部门的影响也各不相同

宏观结果掩盖了区域和部门之间的显著差异。区域/部门一级排放量所占份额较大（如在分布中处于第 75 个百分位数的区域/部门）与价格水平上涨有关，价格水平比排放量所占份额较小（即在分布中处于第 25 个百分位数的区域/部门）的区域/部门高约 0.5-1%。相比之下，在创新能力较高的地区/部门，碳税的通胀效应要小 0.4%（图 3）。

图 3 碳税对区域价格水平的影响：排放和创新的作用



注：图表显示了碳税增加一个标准差对区域价格水平（红线）以及 90%置信带（阴影区域）的差异效应（使用四分位间距-即第 75-25 个百分位值之间的差异）。

#### 5.政策含义

这些结果对政策制定者和货币政策设置具有重要意义。虽然我们迫切需要和制定精心设计的气候变化政策，以解决气候变化的社会和经济成本，但这些改革的潜在通胀效应需要内部化。首先，政策制定者应考虑实施有针对性的补偿机制，以抵消家庭的实际收入损失，特别是高排放地区/部门的家庭。第二，有证据表明，在通货膨胀已经处于高位的情况下，通货膨胀的影响更大，这表明在经济条件更有利的时候，实施气候变化政策效果更好。最后，我们的研究

结果表明，气候变化政策的类型很重要：由于（绿色）创新是降低绿色转型成本的关键，政策制定者可以实施有针对性的政策来促进绿色研发。

---

---

本文原题名为“Greenflation: The role of policy instruments and regional and sectoral heterogeneity”。本文于 2025 年 1 月刊于 VOX 官网。本文作者 Luca Bettarelli, Davide Furceri, Loredana Pisano, Pietro Pizzuto。Luca Bettarelli 是 Palermo 大学经济政策研究助理，主要研究宏观经济和环境经济政策相关问题；Davide Furceri 是 IMF 财政事务部部长，也是宏观经济与金融研究员，主要研究宏观经济学、公共财政、国际经济学和结构性改革相关问题；Loredana Pisano 是 Palermo 大学博士研究生，主要研究环境经济学、政治经济学、国际经济学、增长理论、收入分配等相关问题；Pietro Pizzuto 是 Palermo 大学经济政策助理教授，主要研究方向为环境经济学、政治经济学、国际经济学和区域经济学。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

---

## 平衡海洋健康和经济增长：可持续性指标在欧盟的作用

Ignacio Saldivia Gonzatti, Wilfried Rickels /文 桂平舒/编译

导读：欧盟蓝色增长战略致力于推动海洋经济与海洋健康协调发展，目标是在蓝色能源、水产养殖和蓝色生物技术等领域取得突破。然而，当前在核算海洋生态系统贡献和评估包容性增长方面仍面临挑战。文章通过区分弱可持续性（允许不同维度间的权衡）和强可持续性（强调各维度平衡），分析了欧盟沿海国家在蓝色增长中的表现差异。研究发现，蓝色增长的主要障碍包括蓝色经济部门的经济增长不足和富营养化等环境问题。未来，应聚焦具体问题，支持蓝色经济创新，以实现更平衡、可持续的蓝色增长。编译如下：

欧盟的蓝色增长战略强调在蓝色能源领域的领导地位，以及在水产养殖和蓝色生物技术等领域的进步。然而，在核算海洋生态系统的贡献和评估包容性蓝色增长的程度方面仍然存在挑战。本专栏区分了弱可持续性和强可持续性，前者允许在蓝色增长的维度之间进行权衡，后者强调跨维度的平衡。蓝色增长的障碍包括蓝色经济部门的经济增长不足和富营养化等环境问题。未来的努力应针对这些具体问题，同时支持有前途的蓝色经济创新。

根据欧盟绿色协议，欧盟旨在通过平衡海洋健康和“蓝色经济”来实现可持续的蓝色增长。这一承诺体现在对蓝色经济的支持和资助的增加，蓝色经济在欧盟雇用了约 400 万人，占欧盟 GDP 的 1.3%（欧盟委员会 2024a）。欧盟的蓝色增长战略旨在保持欧盟在蓝色能源（海上风能和海洋能源）方面的世界领先地位，并在蓝色生物技术和水产养殖等有前途的领域迎头赶上，这些领域的进展因严格的质量、健康和环境标准而放缓（欧盟委员会 2024b）。

海岸和海洋对财富的贡献超越了 GDP 数据，因为健康的海洋生态系统极大地支持了后世的社会福祉（Barbier 2023）。这使得制定全面的进展衡量标准和有效的政策评估来解释不同的蓝色贡献变得具有挑战性。

从概念上讲，使用影子价格估计数可以将自然（海洋）资本存量纳入更广泛、因而更具包容性的可持续进展评估中（Arrow et al. 2012）。然而，对于一些海洋生态系统服务，甚至连影子价格都没有。对于那些有影子价格的，最明显的是海洋碳封存，范围仍然很大。Rickels et al.（2024）估计，欧盟每年对海洋碳汇综合投资的贡献在 160 亿美元至 1250 亿美元之间。

此外，这种基于影子价格的估值只允许我们根据弱可持续性来评估发展，而弱可持续性则假定不同类型资本之间存在完美的可替代性。然而，各种自然（海洋）生态系统服务被认为对代际福祉至关重要，这引起了对这些服务的可替代性程度的关切。更实际的是，蓝色经济中有多少额外的就业机会，比如扩大港口面积所产生的就业机会，可以证明失去一片海草草甸是合理的？

在 Christoph Spenger、Lennard Kröger、Christopher Robin Fleet 和 Rudi Voss（Spenger et al. 2024）最近的一篇论文中，我们系统地地区分了弱可持续性和强可持续性，以评估波罗的海、北海和大西洋的欧盟沿海国家在实现蓝色增长方面的平衡程度。我们遵循 Stiglitz-Sen-Fitoussi 关于衡量经济表现、环境保护和社



会进步的报告（Stiglitz et al.2009），并使用指标框架来估算蓝色增长各个维度。选择评估蓝色增长或一般社会环境系统的指标是一项规范性挑战，因为纳入或排除这些指标需要作出隐含的加权决定。因此，我们使用可持续发展目标（SDG）14（“水下生命”）框架作为指导原则来选择指标并得出相应的目标（联合国 2024）。

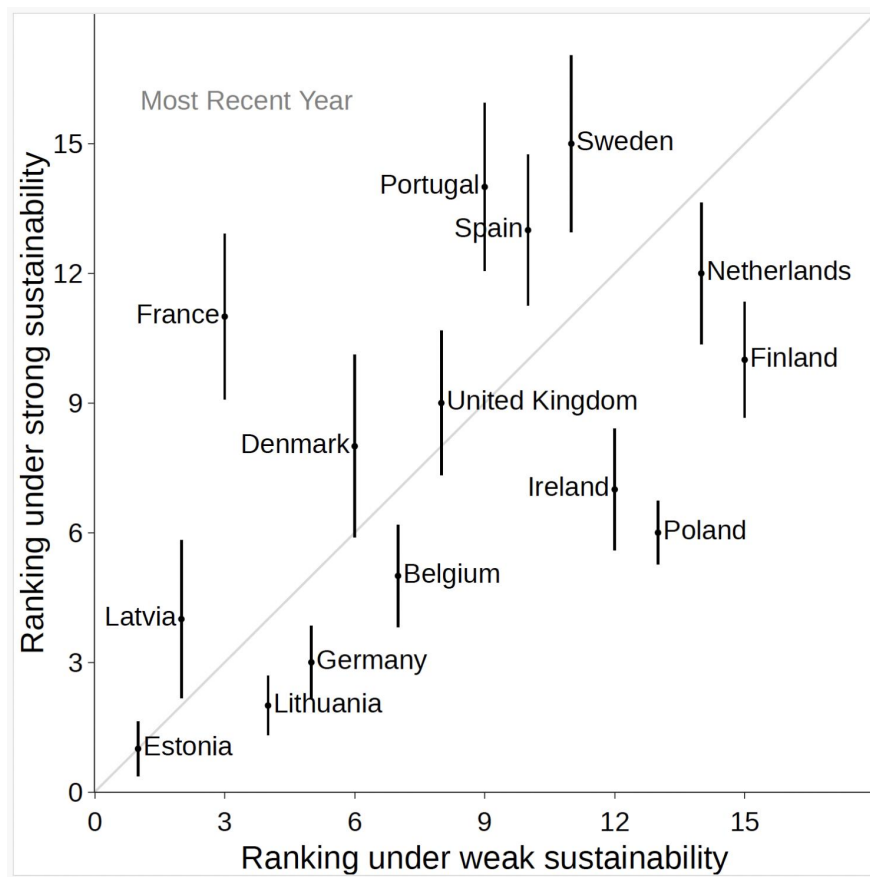
我们选择并收集了涵盖 SDG 14 的 10 个具体目标的 22 项指标数据，这些指标包括污染、酸化、可持续捕捞、保护、经济、科技和海洋协定。对这些指标进行标准化，以获得比率尺度、完全可比的指标（在 0-100 范围内），这些指标可以在目标层面上进行有意义地汇总（Ebert and Welsch, 2004）。

为了汇总这组指标，我们使用具有不同替代弹性的广义均值来区分弱可持续性和强可持续性。随着替代弹性的增加，广义平均值接近算术平均值，反映出完全可替代性和弱可持续性。在另一个极端，零替代弹性将广义均值降低到最小函数，反映了不可替代性和强可持续性。这一方法揭示了发展是与平衡的长期可持续性相一致，还是依赖于补偿性权衡。

### 当前状态

图 1 显示了 15 个欧盟沿海国家在弱可持续性和强可持续性概念下的状态排名。如果这两个概念之间没有差异，则将根据各国在 45°线上的得分进行排名。然而，45°线以上的国家在可持续性较弱的情况下表现较好，因为它们可以用其他方面的良好表现来抵消一些蓝色增长方面的不良表现。相反，45°线以下的国家在强有力的可持续性框架下表现更好，因为它们在蓝色增长的不同维度上更加平衡。

图 1 2022 年可持续发展两个概念下的国家排名



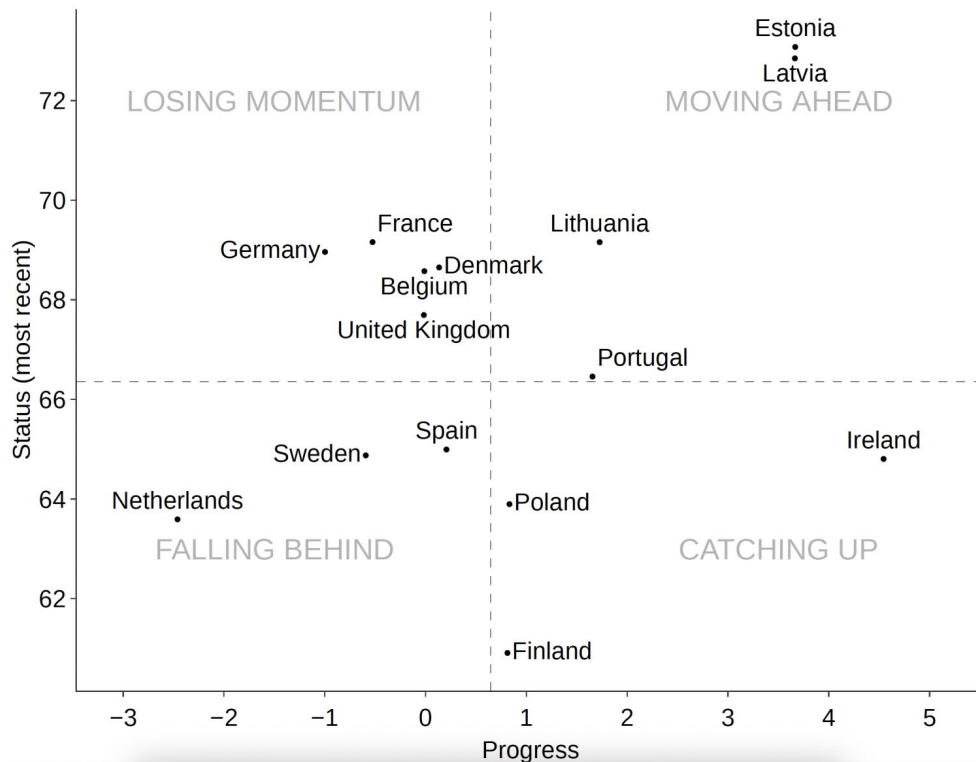
注：误差条表示强可持续性下平均排名蒙特卡罗模拟下的标准差。

例如，法国在弱可持续性方面排名第三，但在强可持续性方面仅排名第 11 位。这反映了其在实现蓝色增长方面的不平衡，在所有被评估的国家中，其最低和最高目标分数之间的差距位居第二。相比之下，德国的目标得分分布更加均匀，在弱可持续性下排名第五，在强可持续性下排名第三。在可持续发展的两个概念下，爱沙尼亚都排在第一位。

### 随着时间的推移

图 2 结合了 2012 年至最近一年实现 SDG 14 的最新情况和进展，提供了进一步的见解。进展（Progress）是通过指标分数对时间的对数线性回归的斜率计算出的平均年增长率。状态（Status）表示弱可持续性下的得分。虚线表示两个维度的专属经济区加权平均值。

图 2 2022 年状态（弱可持续性）与进展对比



注：通过对指标分数的对数线性回归斜率与时间的平均值计算状态和进展。水平虚线和垂直线分别是状态值和进展值的 EEZ 加权平均值。

从右上角可以清楚地看到，爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛正朝着 SDG 14 的目标迈进。特别是，由于海洋污染控制的大幅改善（特别是富营养化水平的降低）和塑料回收率的提高，爱沙尼亚现在的状态最高，随着时间的推移进展最快。如果我们只看发展，这三个国家都在两种可持续概念下实现了可持续的蓝色增长发展。

在迎头赶上的国家中，爱尔兰的平均增长率最高，这得益于 2014 年至 2018 年对渔业的风险补贴的大幅减少。该国还相对增加了从事海洋相关活动的沿海人口。葡萄牙是一个快速进步的有趣例子，平均增长率排名第五。特别是，它改善了海洋治理，减少了副渔获物。然而，葡萄牙在减少海洋污染和富营养化方面没有取得进展，人均塑料生成量仍然很高。

在失去势头的国家中，德国的损失最大，负面趋势排第二，仅次于荷兰。特别是，德国在海运和沿海旅游部门的总增加值（GVA）增长方面落后，而这两个部门占其蓝色经济 GVA 的 60%。因此，从相对均衡的表现来看，德国只有在弱可持续性下才能实现可持续发展，而不是强可持续性。

荷兰是表现最差的国家，在这两个概念下都没有实现海洋可持续发展。它增加了补贴，这可能会鼓励非法、未报告和无管制捕捞。在荷兰，蓝色经济中每小时工作的 GVA 也急剧下降，富营养化程度不断增加。

## 结束语

我们的分析并没有回答这样一个问题，即有多少额外的工作岗位可以证明海草草甸的损失是合理的。评估这一问题需要更多针对具体区域的信息和利益攸关方互动。然而，我们的方法揭示了各国在多大程度上存在不平衡的蓝色增长战略，造成例如忽视海洋健康或蓝色经济的重要方面。请注意，我们的方法不同于简单地增加某些维度（如生物多样性）的权重的方法——即使基本条件实际上处于良好状态，这些维度也会主导综合指数。然而，社会选择理论表明，在蓝色增长的各个方面实现某种程度的平衡发展是更可取的，这意味着在生物多样性状况良好的情况下，大多数公民会接受环境质量的某种替代来换取更多的就业机会。这反映在我们汇总指标的方法中。

我们的分析表明，无论是在国家层面还是在专属经济区加权总量层面，蓝色经济部门的经济增长不足都是可持续蓝色增长的主要障碍。这提醒我们，可持续发展不仅关乎保护自然，而且还具有经济和社会成分。然而，第二大障碍是环境：对富营养化的控制不足。虽然以生态系统为基础的海洋区域管理已经有所改善，但专注于有针对性的行动——例如更好地管理牲畜粪便和优化矿物肥料的使用以减少氨排放——可能会带来更大的环境效益，同时避免了阻碍蓝色生物技术和观测技术等有前途的蓝色行业增长的法规。例如，用于监测和保护管道或海底电缆等关键基础设施的自主水下和水面航行器的创新技术有望促进经济增长，同时通过更有针对性的干预措施带来环境协同效益。

发展此类蓝色经济部门的适当框架需要详细的见解，如《欧盟蓝色经济报告 2024》（欧盟委员会 2024a）或《蓝色投资投资者报告 2024》（欧盟委员会 2024b）所提供的见解。然而，我们的分析通过确定区域举措（促进经济发展或促进环境保护）是否以牺牲社会首选的更平衡发展为代价来补充了这些分析。

---

本文原题为“Balancing Ocean Health And Economic Growth: the Role of Sustainability Metrics in the EU”。本文作者 Ignacio Saldivia Gonzatti 是瓦赫宁根大学与研究部地球系统和全球变化小组的博士候选人。他的研究重点是整合作物水文建模、气候变异分析和食品贸易，为气候适应和粮食安全规划开发信息服务。Wilfried Rickels 是基尔克里斯蒂安-阿尔布雷希特大学负排放技术经济学教授。他的主要研究兴趣是气候变化缓解分析，重点是 CO<sub>2</sub> 负排放技术在实现大气 CO<sub>2</sub> 去除和太阳能地球工程方面的作用，以及可持续（海洋和海洋）发展的测量。本文于 2025 年 2 月 1 日刊于 VoxEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 气候明斯基时刻：为什么它们可能比预期的更不重要

Matthias Kaldorf, Matthias Rottner /文 桂平舒/编译

导读：本文研究发现，与《巴黎协定》一致的加速净零转型在短期内会因资产回报率下降而增加金融危机的可能性，但长期来看，由于减少资本积累和金融部门过度杠杆，危机概率会降低。尽管存在“气候明斯基时刻”，但其福利损失与净零转型的实际成本和收益相比微不足道。因此，金融稳定因素不能成为推迟雄心勃勃的气候政策的理由。编译如下：

如果气候政策导致资产回报发生巨大变化，则可能会影响金融稳定。本专栏使用一种新的定量宏观经济模型，包括碳税和内生性金融危机，研究这种“气候明斯基时刻”对金融稳定和福利的影响。与《巴黎协定》一致的加速净零转型（net zero transition）暂时增加了金融危机的可能性，然后导致长期危机的可能性降低。然而，相对于净零转型的实际成本和收益，福利损失很小。因此，“气候明斯基时刻”并不能支持推迟雄心勃勃的气候政策。

减缓气候变化是未来几十年经济政策面临的巨大挑战之一。要实现符合《巴黎协定》的将全球气温升幅控制在 2°C 以下的碳排放路径，需要大规模转向零排放技术。由于其中许多技术的生产率低于依赖化石燃料的替代品，或者涉及大量的技术采用成本，因此净零转型可能导致总资产回报减少。如果由此造成的金融部门损失足够大，可能会引发系统性金融危机——用马克·卡尼（Mark Carney, 2015）的话说，就是“气候明斯基时刻”。

评估气候政策对金融稳定的影响对于合理分析净零转型的所有好处和成本是必要的。然而，目前关于金融部门在净零转型期间的作用的争论主要集中在银行的信贷供应（Sastry et al. 2024, Hale et al. 2024）和对单个机构的压力测试（Alessi et al. 2023, Reinders et al. 2023）上。因此，这些讨论忽视了气候明斯基时刻所体现得更广泛的系统维度。在此背景下，在最近的一篇论文（Kaldorf and Rottner 2024）中，我们开发了一个包含内生金融危机和气候政策的非线性定量宏观经济模型。利用我们的新框架，我们评估了符合《巴黎协定》的气候政策如何在短期和长期内影响金融稳定、宏观经济总量和福利。

当经济出人意料地转向与《巴黎协定》一致的雄心勃勃的碳税路径时，金融稳定性在短期内会下降。为了应对这种负面冲击，金融中介机构面临着去杠杆化的压力，这促使它们迅速出售资产，甚至可能以低价出售。发生系统性金融危机的可能性增加。然而，从长远来看，气候政策不会损害金融稳定。气候政策减少了长期资本积累和金融部门过度杠杆的积累，从而降低了系统性金融危机的可能性。因此，净金融稳定效应取决于社会贴现率。

重要的是，我们的框架还谈到了气候明斯基时刻与过渡到净零的实际成本和收益相比的定量相关性。具体而言，我们证明了与采用清洁技术的福利成本相比，与气候明斯基时刻相关的福利损失最多是次要的。我们的结果表明，金



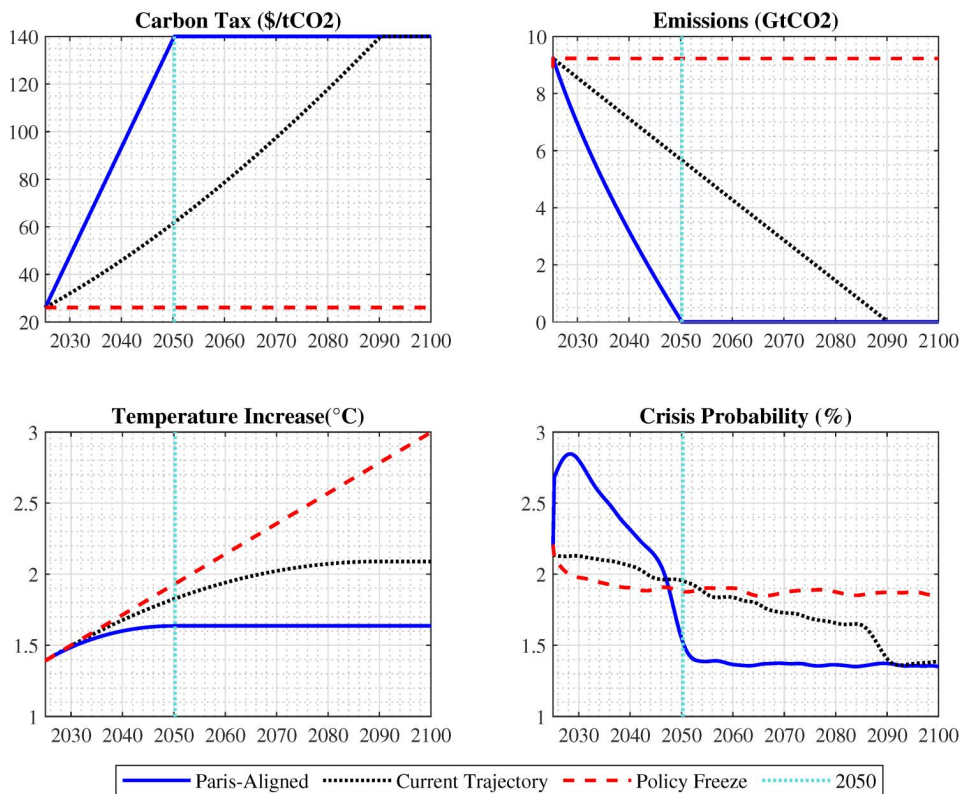
融稳定性考虑不会决定性地改变基本的气候政策权衡：严格的碳税导致的生产力损失与降低全球地表温度带来的收益。

### 向净零过渡期间的金融稳定

我们开发了一个具有两个关键特征的非线性定量宏观经济模型。首先，按照 Diamond and Dybvig (1983) 的看法，金融部门很容易出现挤兑。具体而言，金融体系发生系统性挤兑的可能性完全是内生的，并且取决于宏观金融环境。根据 Nordhaus (2008) 的开创性工作，生产部门产生二氧化碳排放，须缴纳碳税，并可投资于减排。然后，我们评估了符合《巴黎协定》的气候政策在短期和长期内如何影响金融稳定、宏观经济总量和福利。

为了量化转型对金融稳定的影响，我们将当前的气候政策轨迹与符合《巴黎协定》的严格情景进行了比较。目前的轨迹是根据 1990 年至 2023 年间观测到的全球排放强度的历史下降情况进行推断的。按照这一轨迹，到 2090 年将实现净零排放，每吨二氧化碳的碳税约为 140 美元，到本世纪末，全球气温上升将超过 2°C。相反，与《巴黎协定》一致的转型假设气候政策在 2025 年突然转变为陡峭的税收路径，在 2050 年达到 140 美元/吨二氧化碳的全面减排碳税。作为额外的参考点，我们还考虑了税收维持在当前水平的情景。这些不同的碳路径对排放和气温升高有重大影响（图 1）。与《巴黎协定》一致的路径将气温上升限制在 1.6°C，而在当前轨迹和政策不变的情况下，气温将分别上升 2.1°C 和 3.0°C。

图 1 转型动态：碳税和危机概率



重要的是，不同的路径对金融稳定有不同的影响（图 1 右下图）。与《巴黎协定》一致的转型伴随着转型早期阶段危机概率的上升。碳税的逐步但永久性的增加可能会使最初的金融部门杠杆和规模变得不可持续。具体而言，在与《巴黎协定》一致的转型中，年化危机概率最初上升至略高于 2.8%，高于当前轨迹上的 2.1%。因此，我们观察到金融脆弱性在一开始就大幅增加。

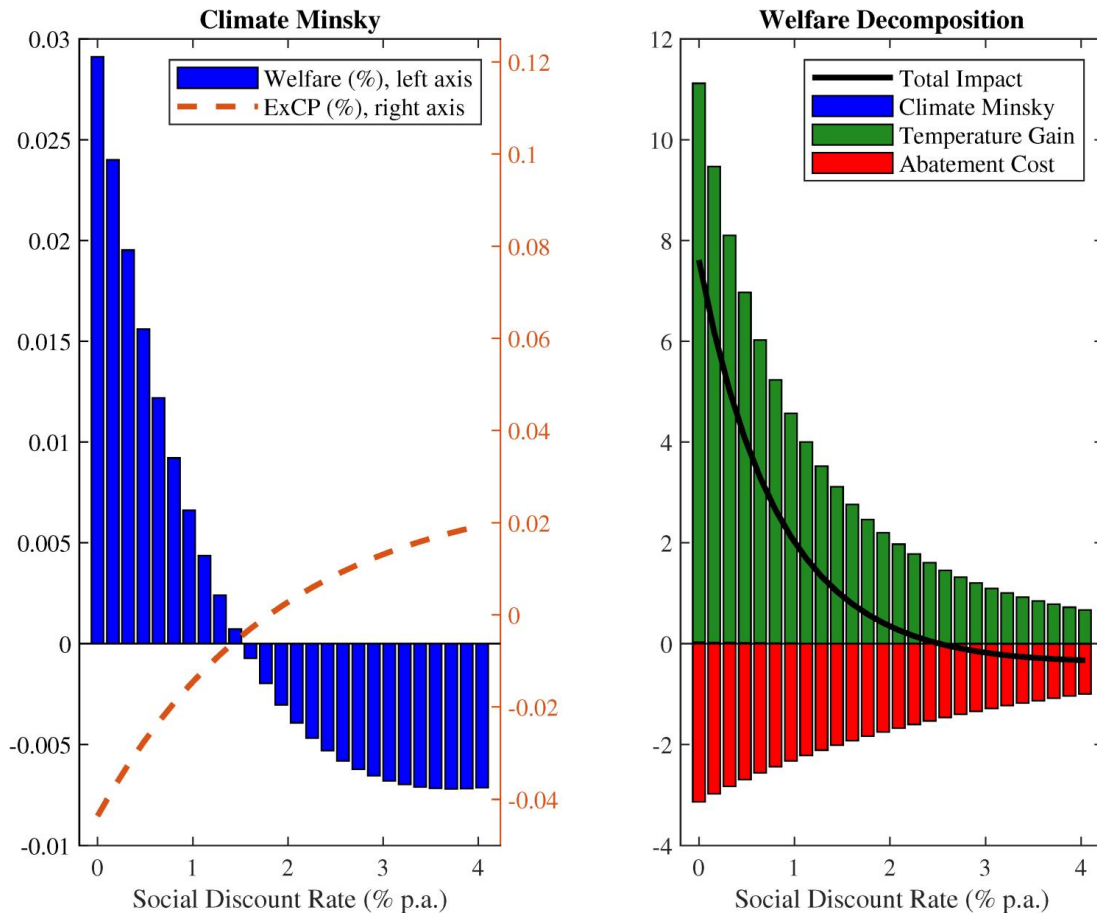
然后，在与《巴黎协定》一致的情景中，危机概率在 2050 年左右逐渐下降到新的长期水平，而当前的轨迹在 2090 年左右收敛。在评估长期影响时，我们发现永久性的高碳税会增强金融稳定性。这一或许令人惊讶的结果背后的原因是，从长期来看，由于碳税，资本积累较少。金融部门总体规模较小，积累的过度杠杆较少，反映了资本积累与金融中介服务需求之间的正向关系。

### 净金融稳定效应

为了确定这些相反机制的净金融稳定效应，我们引入了一个金融稳定指标，该指标总结了不同转型路径上的危机概率。超额危机概率被定义为与《巴黎协定》一致的轨迹和当前轨迹之间的危机概率的贴现差异。按照评估气候政策的惯例，我们允许不同的社会贴现率。通过社会贴现因子对未来金融稳定收益进行贴现的可能性对“危机发生的可能性在一开始就升高”和“长期稳定收益”两种情况赋予了不同的权重。

对于足够高的社会贴现率，超额危机概率是正的，因为短期内由碳税增加引发的危机概率上升占主导地位（见图 2 左图）。超额危机概率变为负值的转折点发生在每年约 1.5% 的社会贴现率。我们认为，气候政策和金融稳定之间的权衡只适用于相对缺乏耐心的政策制定者。换句话说，我们的分析否定了金融稳定和气候政策目标之间明确权衡的概念。

图 2 福利



我们的非线性模型进一步揭示了金融周期是气候明斯基时刻的关键驱动因素。在金融基本面强劲的时期，宏观审慎空间的建立或气候政策的实施使决策者能够大幅降低气候明斯基时刻的风险。原因在于，一个具有韧性的金融部门能够更好地吸收突然转向雄心勃勃的气候政策路径所带来的影响。这一结果为转型风险背景下正在进行的宏观审慎政策（Hiebert 2024）和银行资本监管（Van Tilburg et al.2022）的辩论提供了信息。

#### 气候明斯基时刻的福利相关性

使用我们的结构模型，我们评估了气候明斯基矩的福利相关性，并与减排成本和气温上升相关的福利效应进行了比较。请注意，气候明斯基时刻的福利收益与超额危机概率成反比：较大的危机概率与福利损失相关（图 2 左图）。然而，我们的模型表明，与转向零排放技术的成本和遏制全球变暖的好处相比，气候明斯基时刻的福利效应相形见绌。图 2 的右图突出显示了与严格的碳税相关的短期生产力损失（红条）和全球地表温度降低的长期收益（绿条）之间的基本气候政策权衡占主导地位。由于影响较小，气候明斯基时刻（蓝色条）的福利效应几乎不可见。

与《巴黎协定》一致的气候政策对金融稳定和福利的影响在我们的基准模型的各种修改和扩展中都是稳健的。这些拓展包括技术变革、气候政策设计的改变，以及对全球变暖造成的福利损失的不同假设。

### 结论

在本专栏中，我们认为气候政策并不一定会损害金融稳定。使用定量非线性宏观经济模型，我们与《巴黎协定》一致的气候政策在短期内增加了金融脆弱性，但在长期内对金融稳定有积极影响。此外，相对于加速转型的实际成本和收益，气候明斯基时刻的福利效应最多是二阶的。我们的研究结果挑战了“金融稳定问题证明推迟净零过渡是合理的”的观念。

---

本文原题为“Climate Minsky Moments: Why They May Matter Less Than Expected”。本文作者 Matthias Kaldorf 是德国联邦银行研究中心的经济学家。他于 2022 年获得科隆大学博士学位。他的研究兴趣在于金融经济学和宏观经济学的交叉领域，同时也涉及环境经济学和国际经济学领域。Matthias Rottner 是国际清算银行货币和经济部的经济学家。他从事宏观经济学研究，特别关注货币政策、宏观金融和数值方法。本文于 2025 年 2 月 5 日刊于 VoxEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 创造更加绿色的海洋经济

Edward Barbier/文 廖世伟/编译

导读：预计到 2030 年，海洋经济——从捕鱼和矿产开采到海上能源、航运和沿海旅游业——规模将翻一番。本专栏认为，持续的开采正在破坏海洋环境和依赖海洋的人们。创造一个更加绿色的海洋经济将需要保护脆弱的沿海人口和深海的全球政策，还需要为海洋保护提供资金。主要的海洋产业最能从保护海洋资本中受益，因此应该相应地为保护和恢复海洋作出贡献。编译如下：

海洋经济——从捕鱼和矿产开采到海上能源、航运和沿海旅游业——预计到 2030 年规模将翻一番。本专栏认为，持续的开采正在破坏海洋环境和依赖海洋的人们。创造一个更加绿色的海洋经济将需要保护脆弱的沿海人口和深海的全球政策。它还需要为海洋保护提供资金。主要的海洋产业最能从保护海洋资本中受益，因此应该相应地为保护和恢复海洋作出贡献。

海洋经济包括渔业、海上能源、矿产开采、航运和沿海旅游等多个行业。它创造了 1.5 万亿美元的全球增加值，提供了约 3100 万个就业机会，预计到 2030 年规模将翻一番。这些以海洋为基础的产业得到了各种各样的海洋资本的支持和维持，包括河口和沿海生态系统、海洋资源、物种和从海岸线延伸到深海的栖息地。然而，由于我们不断地将海洋视为一个没有限制的资源，正在以前所未有的速度消耗我们的海洋资本。随着这些资本的贬值，它破坏了海洋经济的可持续性，并威胁到依赖它的人们。然而，我们依然忽视这些损失，继续耗尽和污染我们的海洋。

为了克服这些威胁，许多人呼吁创造一个更加绿色的海洋经济。例如，Lubchenco 等人（2020 年）提出了绿化海洋经济的五个投资重点：可持续地管理海产品，减缓气候变化，阻止生物多样性丧失，抓住经济复苏的机会，以及全面管理海洋。这些目标值得称赞且十分重要。然而，实现这些目标将需要解决两个主要的阻碍因素，以建立一个更可持续的海洋经济：海洋资本的定价过低和资金不足（Barbier 2022 和 2023）。

我们正在失去我们的海洋资本的主要原因是它被严重低估了。海洋环境所提供的许多重要价值——风暴防护、生物多样性、栖息地、碳储存等等——在我们开发、转化和污染海岸和海洋的决策中被忽视或被低估。在某些情况下，如渔业补贴，甚至鼓励了过度开发海洋资本，这对经济、环境和分配造成了有害影响。

此外，保护和养护海洋和海岸所需的投资与目前海洋资本的供资水平之间存在很大差距。这一资金缺口目前为每年 1200 亿至 1540 亿美元（Barbier 2023），随着我们失去更多的海洋资本，这一缺口可能会大幅增加。

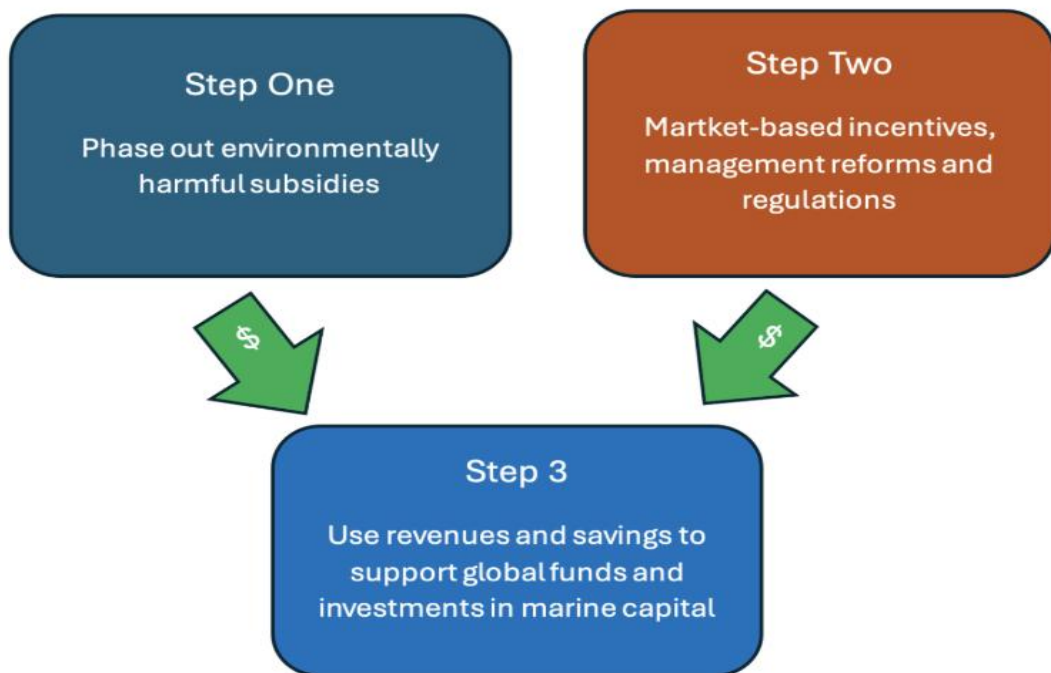
迫切需要的是就海洋和沿海地区达成一项新的全球协议，具有三个主要目标：



- 1、逐步取消对渔业、采掘活动和海洋经济中其他行业的有害环境的补贴。
- 2、实施基于市场的激励措施、管理改革、法规和其他激励措施，以减少海洋经济产业对生态的破坏。
- 3、利用所产生的任何财政结余和收入，以包容性的方式支持养护、恢复和保护海洋资本的全球基金和投资。

我们还可以将这些目标设想为促进全球海洋和沿海集体行动进程中的三个不同步骤（见图 1）。

图 1：绿色海洋经济全球行动的三个步骤



资料来源：改编自 Barbier（2023），图 1。

当前的一个目标是，所有沿海国家同意取消对渔业、开采活动以及在其领土水域、专属经济区（EEZ）和国际水域内运营的其他海洋经济部门的环境有害的补贴。仅渔业补贴每年就花费 350 亿美元，主要使工业捕鱼船队受益，造成过度捕捞和生态破坏，加剧非法捕捞，加剧不平等和贫困（Sumaila 等人，2019 年）。补贴也可能推动对广阔而脆弱的深海进行更多的勘探和工业开发，不仅是渔业，还有能源和矿产。

各国还应同意采取政策改革和监管措施，促进海洋资本的可持续管理，并采取税收、许可费、可交易配额和其他基于市场的激励措施，以阻止各种海洋产业造成的海洋生态破坏。沿海国应对本国领水和专属经济区内的行业进行此类改革，并推动国际海洋环境中跨国企业采纳这些措施。

通过取消海洋资本低估所节省的资金，可以用来弥补 1200 亿至 1540 亿美元的海洋资本资金缺口。全球基金可以帮助低收入和中等收入国家保护和恢复

河口和沿海栖息地，支持可持续捕捞渔业和海水养殖、脱碳国际航运并扩大海洋保护区。发展中国家可能还需要全球援助来控制非法捕鱼和减少塑料污染。

例如，减少海洋塑料污染的关键可能是建立一个全球基金，以协助发展中国家阻止塑料废物外流（Raubenheimer 和 McIlgorm，2018 年）。该基金旨在加强采取预防措施，重点是改善收集服务，关闭收集设施的渗漏点，改进处置技术和回收利用。该基金还可以协助发展中国家制定经济激励计划，以减少塑料的使用和不易回收、再利用或再循环的产品。这方面的例子包括对塑料垃圾进行填埋的税收和禁令，以及政府采购政策和对在产品中加入回收成分的制造商的税收优惠。

可能还需要一个全球基金来监测深海生态系统。这种监测对于扩大我们保护和恢复深海生态系统及其资源的能力至关重要。据估计，实施和部署 20 个战略性监测网络的成本为 20 至 30 亿美元，每年的额外维护成本为 2 至 3 亿美元（Danovaro 等，2017 年）。

然而，拯救海洋和海岸的全球集体行动不应只来自政府。私营部门也必须通过投资和融资作出贡献。据估计，海洋产业的大公司每年可以额外筹集 830 亿至 1860 亿美元用于海洋保护投资，这也将有利于他们的金融利益和市场（Barbier 2023）。这些额外的投资可以满足全球海洋保护、恢复和可持续管理的一些关键资金需求。

特定行业也可以将投资重点放在关键环境改善上。例如，航运业——包括集装箱运输、船舶建造和维修、港口活动以及海洋设备和建筑——应该为每年 770 亿美元的海运脱碳做出贡献（Konar 和 Ding 2020）。近海石油和天然气可以通过投资于红树林保护和恢复以及其他蓝碳行动来抵消其自身的温室气体排放，邮轮旅游业可以将其收入的 10% 用于帮助扩大海洋保护区以及珊瑚礁和其他河口和沿海栖息地的保护和恢复（Barbier 2023）。

总之，国际社会、各国政府和私营部门之间需要进行更全面的合作，以制定保护脆弱的沿海人口和深海的全球政策，特别是填补海洋养护的资金缺口。主要的海洋产业可从这种养护中获益最多。主要的海洋产业最能从这种保护中受益，因此它们应为保护、修复和恢复对其业务至关重要的海洋资本做出更多贡献。

---

本文原题为“Creating a greener ocean economy”。本文作者 Edward Barbier 是科罗拉多州立大学经济学系的杰出大学教授，也是全球环境可持续发展学院的高级学者。本文于 2025 年 2 月刊于 VOX 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/>

### **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/>