

全球智库半月谈

G20 国家应携手促进国际抗疫

保障医疗设备的全球供应链

美元 Libor 与战争融资

应对疫情，急需 IMF 增资和暂缓债务偿还

隔离期间的房地产市场

冠状病毒冲击中国一季度 GDP

不断演进的美元、银行杠杆与实体经济活动

本期编译

安婧宜

桂平舒

刘铮

史明睿

宋海锐

吴克谦

杨茜

张寒堤

张舜栋

张子萱

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

《全球智库半月谈》是由中国社会科学院世界经济与政治研究所的全球宏观经济研究室和国际战略研究组承担的编译项目，每半月定期发布。所有稿件均系网络公开文章，由项目组成员依据当前热点编译组稿。

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

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

国际战略研究组

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

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

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

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码: 100732

免责声明:

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

目 录

世界热点

G20 国家应携手促进国际抗疫 6

导读：新冠疫情来势凶猛。在今年3月召开的G20峰会上，与会国家发布了联合声明，承诺加强国际合作，共同抗击新冠病毒。笔者指出，G20国家有必要出台更多具体措施，以加强国际合作，落实对欠发达国家的资金及公共卫生领域的援助，并在危机过后推动全球公共卫生体系改革。

保障医疗设备的全球供应链 10

导读：疫情发生以来，口罩、面罩、手套和其它应对新冠疫情的医疗物资都面临短缺。为了更好地应对疫情，需要大型生产商、国际交通和物流公司、发达国家和发展中国家的政府以及全球化金融机构通力协作。本文提供了各类机构合作的思路，在此过程中，抓紧时间是非常重要的。

美元 Libor 与战争融资 12

导读：全球美元融资环境已经缓和，美元 Libor-OIS 利差开始收窄。对于进一步收紧 Libor-OIS 利差来说，降低 CPFF 或 MMLF 的价格并不是必要的，因为其它因素也可以做到，包括正的 Libor-Libor 基准、美元互换协议、《克拉波法案》第 402 条、暂时排除 SLR 中的国债和潜在的回购和 FIMA 回购工具。

应对疫情，急需 IMF 增资和暂缓债务偿还 25

导读：当前，新冠肺炎在全球范围内的蔓延引发了债务偿付危机，基尔世界经济研究所认为，应迅速将国际货币基金组织（IMF）的资金从1万亿美元增加到2万亿美元，同时宣布延长发展中国家的债务偿还期限，中国和私人债权人也要遵守债务延期，联合国还应达成一项协议，以保护贫困国家免受起诉。

更多债务的危险——欧洲必须找到“方法和手段” 26

导读：随着欧洲各国在市场上找寻现金，它们的债务水平正在大幅上升。在当前的大流行病中，欧元区的实际利率一直处于非常低且不断下降的水平。各国目前的债务融资方式只会加剧和延长这一趋势。大流行病结束后，多个欧洲国家可能无法通过国际货币基金组织和欧洲稳定机制的财政可持续性测试。欧洲需要更持久的解决方案，他们必须找到“方法和手段”。

隔离期间的房地产市场 28

导读：私人房地产市场可能会受到 COVID-19 流行病的严重影响，因为此次疫情危机恰逢一年房地产市场最活跃的时期。本专栏将探讨这种流行病可能如何影响住房流动性和抵押

贷款利率的定价。经研究发现，在房源处于历史高位的情况下，住房需求下降可能对春季购房季的开始产生不利影响。如果 COVID-19 疫情对经济的影响持续几个月以上，房地产市场可能需要更广泛的保护。

疫情与家庭资产负债表 32

导读：面对新冠肺炎疫情的蔓延，全球实行了严格的隔离和控制措施，这势必会严重影响家庭收入。本专栏使用欧洲家庭资产负债表调查数据，证明了近期控制措施所产生的负面经济影响可能通过多种渠道对欧洲国家很大一部分人口带来冲击，导致他们缺乏足够的金融资源来维持最低的生活水平。

贸易政策如何应对疫情：给贸易部长的建议 36

导读：应对新冠疫情时，贸易政策可以作为一种强大且低成本的工具。政府可以采取降低医疗用品关税、降低医疗相关产品材料运输成本、采用医疗用品国际标准、允许医护人员跨境流动、加强电子医疗和跨境数字分享专业知识、加强新药知识产权保护、减少出口限制、采取集体贸易措施等方式降低疫情带来的损害。

聚焦中国

冠状病毒冲击中国一季度 GDP 39

导读：由于新型冠状病毒在中国的传播远早于其他国家，因此中国能为疫情带来的经济影响提供早期信号。利用一系列统计模型，作者估算出，冠状病毒疫情爆发可能使中国年度实际 GDP 降低 32%，同比增长速度从 2019 年第 4 季度的 6% 下降到 2020 年第 1 季度的 -3.8%。

战略观察

不断演进的美元、银行杠杆与实体经济活动 43

导读：自金融危机（Great Financial Crisis, GFC）以来，人们对金融状况如何影响实体经济活动的兴趣有增无减，因为金融部门的某些机制已悄然发生改变。本文通过研究全球 PMI 指数、世界贸易和全球金融状况指标之间的实证关系来阐明这一问题，并特别关注广义美元指数。自从金融危机以来，美元对实体经济活动和全球贸易的影响力似乎有所增加，而 VIX 指数的影响力则有所下降。

本期智库介绍 52

G20 国家应携手促进国际抗疫

Maurice Obstfeld / 文 张舜栋 / 编译

导读：新冠疫情来势凶猛。在今年 3 月召开的 G20 峰会上，与会国家发布了联合声明，承诺加强国际合作，共同抗击新冠病毒。笔者指出，G20 国家有必要出台更多具体措施，以加强国际合作，落实对欠发达国家的资金及公共卫生领域的援助，并在危机过后推动全球公共卫生体系改革。编译如下：

病毒不需要护照，疫情的传播也不分国界。因此，传染病的有效防控急需政府间的有效合作。在近日发表的联合声明中，G20 国家的领导人们呼吁加强公共卫生领域的国际合作。但由于缺少细节和具体措施，该声明将难以推动有力、有效的政策落地，也未能向各国民众传达清晰、明确的指导建议。在峰会上，各国承诺要求各自的卫生当局在 4 月 19 至 20 日前采取“立即行动”。疫情的迅速发展对缺乏医疗资源和防护物资的广大发展中国家带来了极大威胁，这要求 G20 国家的卫生部长们必须在以下两个维度采取具体、协调、综合的举措：

一是在国际间部署足够资源，确保各国，尤其是低收入国家具备充足资源防控疫情。考虑到未来 12 至 18 个月间疫苗可能都不会被研发出来，G20 国家应立即着手推动全球传染病防控体系的综合改革，以确保各国有能力妥善应对下一次的传染病全球大流行，此类改革也将有助于加速全球经济复苏；二是针对当前的疫情危机，进行科学、详实的调查研究，总结经验，反思教训，唯有这样我们才能在下一场病毒危机来临时，采取更加有效的应对措施，避免悲剧的重演。

目前，G20 国家已达成共识，不仅在公共卫生领域将加强国际合作，而且会合作出台规模史无前例的财政和货币刺激政策。今后，各国应谨记国际合作的两大基本原则：（1）在具备国际协同放大效应的领域加大投资；（2）避免实施以邻为壑的、具备国际负外部性的政策。

自 1948 年来，世界卫生组织（WHO）一直占据着国际公共卫生合作的中心位置。本次 G20 国家联合声明正确地重申了对 WHO 工作的支持：“加强 WHO 在国际抗疫工作中的协调作用。”为了达成这一目的，各国应尽快提高对 WHO 的资金资助水平。目前，WHO 的年度预算约为 48 亿美元，绝大多数来自于各国政府及私人部门的制定捐赠，这意味着预算中的大部分金额已被预先指定用途，因而限制了 WHO 应对措施的灵活性。因此，G20 国家应立即推动广大 WHO 成员国提高捐资水平，尤其是提高那些不指定用途的资金水平。此外，WHO 应尽快扩大全球疫情警报与反应系统（GOARN）的覆盖范围。最后，G20 国家也应当加大对世界卫生组织 COVID-19 团结应对基金的捐赠水平。

要赢得全球疫情防控战役的最终胜利，疫苗、特效药的迅速研发，及快速检测手段的改进是至关重要的。为了加快研发进度，各国政府应加强对 NGO 组织的支持，并重视强化与私营企业的政府-企业合作关系（PPP）。此外，G20 国家还应当确保各组织、企业开展多轨道并行的科研攻关，并使之充分共享信息，形成合力。在疫苗及特效药成功研发后，各国政府还应确保疫苗和药物以快速、高效、广泛地方式分发至世界各地的居民手中。

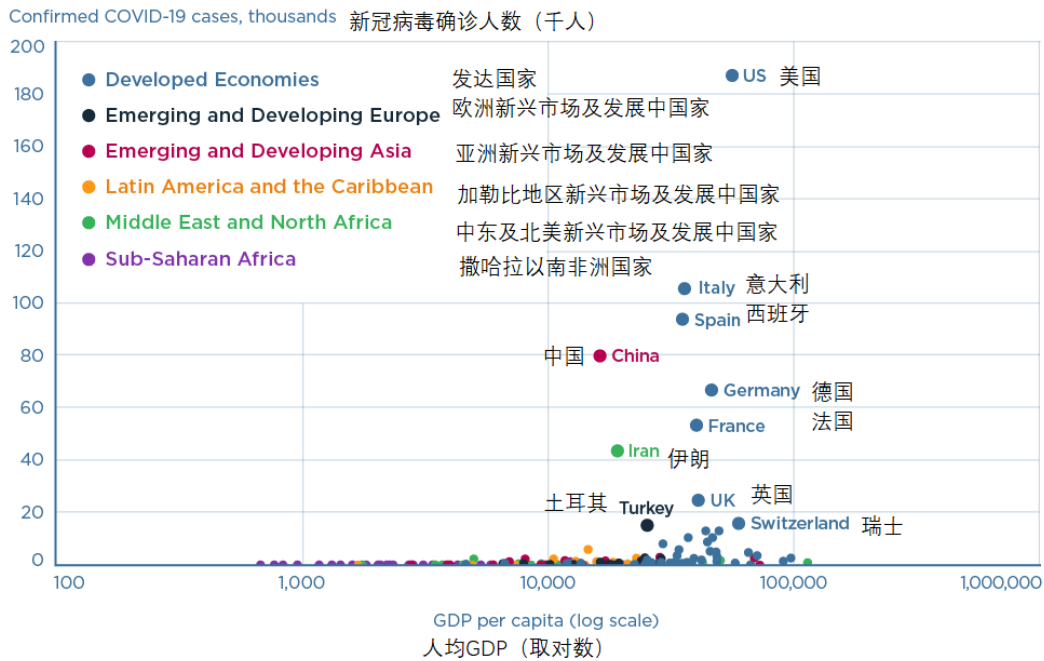
在 2005 年，包括 WHO 全体成员国在内的 196 个国家签署了具备约束力的国际卫生条例（IHRs），为提升各国的公共卫生事件应对能力、疾病预防及报告流程、与疾病相关的旅行贸易限制等提供了指导。签署十五年来，IHRs 并未得到各国有效地执行，因此本次 G20 峰会声明也再次重申，呼吁各国“忠实履行 IHRs 协议的各项相关承诺”。

在本次新冠疫情中，大多数国家都发现自己缺乏必要的医疗及防护物资储备。然而，在这种情形下，部分国家和地区却采取了对医疗物资的出口限制措施。这不仅会对全球抗疫的共同事业带来阻碍，也将使更多患者付出生命的代价，G20 国家应当旗帜鲜明地反对这种做法。此外，包括美国在内的一些国家依然维持着针对医疗产品和药品的关税及非关税性贸易壁垒。降低或取消这些贸易壁垒不仅有助于美国等物资进口国自身的防疫工作，也将使得医疗物资的国际供应链更高效地维持运转。

目前，对几乎所有国家而言，提升相关医疗物资的产能及供给能力无疑是第一要务。但从全球合作的角度来看，由在相关产业具备比较优势的国家负责相应物资的生产，无疑能发挥出更高的协同效率。G20 国家应当承诺加强 WHO 的防疫供应链网络，帮助各国获得其所亟需的医疗物资，例如试剂盒、呼吸机和个人防护设备等。

目前，许多国家都执行了不同形式的社交疏离（social distancing）政策。但从某种意义上讲，社交疏离是一种富国的特权。在一些基本的自来水供给都无法保证的欠发达国家，我们不能指望当地居民有居家隔离的硬件条件。因此，我们或将很快见证新冠病毒席卷全球欠发达国家。在图 1 中我们可以看到，疫情在广大低收入国家尚有很大的扩散空间。而这些国家当中，许多都位于撒哈拉以南非洲。

图 1 新冠病毒确诊人数与各国人均 GDP



只要病毒尚流行于任何一个国家，我们就不能断言各国已完全控制住了新冠疫情。因此，即便是抛开人性层面的考虑，各国从自身利益出发也应该致力于携手抗疫。此外，如果欠发达国家的疫情及经济危机同时爆发，那我们或将见证规模史无前例的难民潮和人道主义危机，而这无疑将进一步加速疫情的传播。

显然，对 G20 国家来说，眼下首先应当做的是支持 IMF 和世界银行，使之暂时豁免贫穷国家的债务。此外，G20 国家还应呼吁各国进一步支持世卫组织的紧急应变基金（CFE）。另外，联合国的中央紧急救助基金（CERF）也将为处境最艰难的贫困国家提供他们所急需的援助。最后，IMF 曾于 2015 年针对埃博拉疫情成立了灾难控制救助信托基金（CCRT），眼下它也应发挥更大的作用。同时，除了紧急援助外，G20 国家也应当确保资源和公共卫生建议及时高效地进入那些最需要它们的不发达国家。

目前来看，在新冠疫情这场“大考”中，全球公共卫生体系的表现是令人失望的。诚然，许多国家的表现都不尽如人意。但我们也应当看到，当前体系的国际协调能力本身就存在诸多先天缺陷。新冠疫情终将过去，而在灾难过去后，我们必须充分分析及总结种种教训，从而确保我们在下次危机中能有更好的表现。

尽管本次新冠疫情突如其来，但类似的场景也绝非是无法想象的——事实上，就在 2019 年 9 月，世界银行全球备灾监测委员会（GPMB）就在其发布的年度报告中指出：“高传染性的呼吸道病毒，例如某种特别致命的流感病毒，对当今世界依然具有相当程度的潜在威胁。通过发达的交通网络，呼吸道传染病可以迅速跨越国境，在多个国家广泛传播。”可惜的是，这份报告发布后短短几个月的

时间，新冠疫情就迅速爆发，使得 GPMB 未能及时地提高国际公共卫生体系的应对能力。G20 组织应当吸取这一教训，并为未来的改革工作打下坚实基础。

本文原题为“The G20 Must Step Up to Confront The Global Health Crisis”。作者 Maurice Obstfeld 为美国彼得森国际经济研究所（PIIE）资深经济学家，此前，他曾执教于加州大学伯克利分校、哈佛大学、宾夕法尼亚大学和哥伦比亚大学。本文于 2020 年 4 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

保障医疗设备的全球供应链

Anabel González 文 安婧宜/编译

导读：疫情发生以来，口罩、面罩、手套和其它应对新冠疫情的医疗物资都面临短缺。为了更好应对疫情，需要大型生产商、国际交通和物流公司、发达国家和发展中国家的政府以及全球化金融机构通力协作。本文提供了各类机构合作的思路，在此过程中，抓紧时间是非常重要的。编译如下：

口罩、面罩、手套和其它应对新冠疫情的医疗物资的短缺揭示了一个显而易见的事实：美国严重依赖着全球供应链。哈尔斯预计将萨尔瓦多、多米尼加共和国和洪都拉斯的生产线从 T 恤和内衣转向棉口罩。按照品牌与美国政府的合同，这一生产线会在未来每周生产 500 万的口罩。

美国与其贸易伙伴可以鼓励此类贸易，避免不明智的政策扼杀它。比如，欧盟免费实施了一些个人防护用品和医疗设施相关的措施，以支持欧盟国家和其它国家。在此安排下，公司不需要购买欧盟的知识产权，工厂可以更快投入生产。

为了完成这一倡议，欧盟委员会推荐加快这些产品的质量评估和市场监管流程。但是，这些明智的举措与欧盟近期限制医疗器械在欧盟单一市场以外销售的出口限制政策完全相反。

同样的，一家全球最大的时尚公司 INDITEX 将其在中国生产的个人防护用品出口到了西班牙。好在接受国不再坚持使用国产产品，也可以快速找到优质且安全的产品。在许多案例中，这些产品线都在发展中国家和地区。比如，在美洲大陆上，这些生产线都在加勒比海延安和墨西哥。

不幸的是，随着疫情的蔓延，拉丁美洲、加勒比海沿岸和非洲的国家也会很快需要医疗用具，来保护他们本国的病人和医疗工作者。发展中国家的医疗基础设施建设较为薄弱，用来对抗疫情的物资也更为有限。

医疗供给的全球化生产和布局也可以参照过去疫苗研发的例子。这需要大型生产商、国际交通和物流公司、发达国家和发展中国家的政府以及全球化金融机构通力协作。

大型生产商应该扩展和改变当前的生产设施以加大产能，撬动全球和区域价值链；国际运输和物流公司应该优先运送疫情相关的产品。

像前文提到的例子一样，跨国公司应该将其发展中国家的生产线转入个人防护用品的生产中，来满足病人的需要。口岸城市更有优势，因为可以加快运输。尽管受到严重的冲击，交通运输和物流公司可以加快运输服务的步伐，除非受到政府限制。相关公司应该将疫情相关物资排在第一顺位优先送达，使得医院和病人可以尽快使用。

发展中国家政府应该促进公司运营和投资，并采取保障供应链的贸易政策。

在支持性的商业环境下，企业投资许可和运营许可能够更快获批，发展中国家的企业即可迅速扩大关键医疗产品的生产能力。积极的贸易政策可以通过降低或取消关税壁垒来促进进出口，并建立专用渠道对相关商品进行清关。取消出口贸易限制也很重要，因为出口贸易限制会影响对全球市场的供给。发展中国家及其周围国家的公共健康系统也将从全球化生产的产品中受益。

发达经济体的政府应当确保其采购不影响向外国生产外包，保证产品标准透明，加速进口商品通关速度，并保障本国供应链对其它受到新冠病毒影响的贫穷国家保持开放。

政府采购会促进供给和需求。然而，这一点也依赖于诸如“购买美国国产品”之类的法案不影响医疗产品外包。政府应当追随欧盟先例，确保医疗产品技术标准公开透明，并加速医疗产品的审批过程。政府应当保障机场和港口对产品供应链开放，不要设置贸易壁垒，移除必需品的供应限制，如新西兰、新加坡等五国政府所做。

世界银行和其它国际组织可以提供经济援助来促进投资、技术流动，协助发展中国家加强公共医疗建设和财务援助。

世界银行和其它国际组织可以促进国家间达成协议，提供物资和私人部门投资。他们也可以向政府提供经济、技术和咨询援助，来提高其对公共医疗危机的响应速度，确保供应链管理更加有效。

国际组织也需要在为贫穷国家提供医疗物资和服务的过程中承担责任。时间是非常重要的。

本文原题为“[Yes, Medical Gear Depends on Global Supply Chains. Here's How to Keep Them Moving](#)”。本文作者 Anabel González 为 PIIE 高级研究员。本文于 2020 年 3 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

美元 Libor 与战争融资

Zoltan Pozsar/文 桂平舒/编译

导读:全球美元融资环境已经缓和,美元 Libor-OIS 利差开始收窄。对于进一步收紧 Libor-OIS 利差来说,降低 CPFF 或 MMLF 的价格并不是必要的,因为其它因素也可以做到,包括正的 Libor-Libor 基准、美元互换协议、《克拉波法案》第 402 条、暂时排除 SLR 中的国债和潜在的回购和 FIMA 回购工具。编译如下:

美联储的流动性注入正在发挥作用。

全球美元融资环境已经缓和,美元、Libor-OIS 利差开始收窄。我们认为,对于进一步收紧 Libor-OIS 利差来说,降低 CPFF 或 MMLF 的价格并不是必要的,因为其它因素也可以做到。

第一,正的 Libor-Libor 基准促使银行将资金从美国无担保融资市场转移到欧元和英镑无担保融资市场。随着银行套利基准为正,美国无担保利率面临的压力有所缓解。

第二,美元互换协议、《克拉波法案》第 402 条以及暂时排除 SLR 中的国债和潜在的回购,将继续改善美元通过外汇互换流向非银行机构的情况。这将降低外汇互换的隐含融资成本,进一步压缩 Libor-OIS 利差。

第三,FIMA 回购工具是目前唯一没有被使用的流动性工具,并且有人会说美联储目前对该工具定价有误:随着外汇互换的隐含资金成本和 Libor-OIS 利差的进一步下降,较低的 FIMA 回购价格可以在资金上为外汇互换腾出更多空间。

第四,正的 Libor-Libor 基准也促使一些中央银行在其美元外汇储备中配置 A1/P1 级无担保银行债券,因为它们提供的收益率明显高于外汇掉期;央行购买更多无担保银行债券的理由令人信服,更多央行购买可以为美元商业票据/存单市场提供支持。

基于这些进展,我们 3 个月期 Libor-OIS 利差的目标是 4 月底到达 75 个基点,5 月底达到 25 个基点。我们 5 月份的目标基于以下三个假设:(1)暂时将国债回购排除在 SLR 之外;(2)美联储将 FIMA 回购工具的价格降至隔夜回购价格;(3)美联储通过控制短期国债收益率,将短期国债收益率限制在隔夜指数掉期(OIS)利率水平。

战争融资机制正在全速运转,过去一个月的流动性注入稳定了融资市场,并从上到下压缩了美元 Libor-OIS 利差。从头到尾弄乱票据供应是错误的,而且会造成混乱。目标区间和流动性工具的价格是美联储的庇护所,作为原则问题,美联储不应该让票据供应破坏该庇护所。

第一部分 马基雅维利，白芝浩和 CPFF¹

如果美联储希望降低商业票据融资工具（CPFF）和货币市场共同基金流动性工具（MMLF）的价格，它现在就应该这么做了。

相比其他项目，CPFF 在 A1/P1 和 A2/P2 项目的定价更高。A1/P1 和 A2/P2 项目的 CPFF 价格分别为 OIS+110 个基点和 OIS+200 个基点，其他项目大多数定价为 25 个基点或 OIS+25 个基点。

造成价格差距的主要原因是，贴现窗口、PDCF、美元掉期额度和 FIMA 回购安排等低价工具都得到了担保；但 CPFF 和 MMLF 却没有担保，并且美联储正在利用它们的价格来降低购买无抵押银行债务的信贷风险。有一个简单的方法可以解决此问题：美联储所要做的就是要求美国财政部提供更大的首次损失缓冲，并降低这些工具的价格，以让 A1/P1 发行价为 OIS+25 个基点。

很明显美联储最近几周没有这样做。考虑到美联储所做的所有其他事情，其中包括推出了三项支持信贷市场的新设施，并暂时将储备金和国债排除在杠杆比率（SLR）之外。为什么 CPFF 的价格仍然远远高于其他工具？至少有两个可能的答案。

首先，也许美联储向我们传达了有关基准利率改革的马基雅维利式的信息（Machiavellian message）：Libor 正在远去，SOFR 即将到来。而且如果像财政部或企业财务主管这样的单面借款人不愿发行与 SOFR 相关的债务——因为它们在过去由于回购利率的周期性飙升而推迟发行，那么他们应该重新考虑。美联储已经显示出了通过低价回购工具来监管 SOFR 利率的强烈意愿和能力，但它在更大的息差上为推动 Libor 的无担保市场提供了支持。借款人现在可以选择：在承受压力的时候，以低 SOFR 利率加息差借款，或以高 Libor 利率加息率借款。SOFR 可能会从这场危机中脱颖而出。

第二，答案可能与马基雅维利关系不大，而与白芝浩原则（Bagehot）关系更大：各国央行应以惩罚性利率向有偿付能力的企业提供有担保的自由贷款。

各国央行的核心活动——公开市场操作和紧急贷款——是基于抵押品的：贴现窗口向银行抵押的利率为 25 个基点；PDCF（主要交易商的折扣窗口）也以 25 个基点的利率提供抵押贷款；回购工具以美国国债为抵押按 IOR 利率向一级交易商提供贷款；FIMA 的回购工具也以 IOR+25 个基点的利率贷款给各国央行，

¹ 译者注：马基雅维利主义，即个体利用他人达成个人目标的一种行为倾向。白芝浩原则是《经济学人》传奇总编 Walter Bagehot（1860-1877 在任）在名著《伦巴第街》中提出了一个原则：在金融危机时，银行应当慷慨放贷，但只放给经营稳健、拥有优质抵押品的公司，而且要以足够高的、能吓走非急用钱者的利率来放贷。

并且以国债作为抵押;美元互换协议以 OIS+25 个基点的利率借给各国央行,而以本币作为抵押品。²

没人能说美联储在支持金融体系的核心方面做得不够:像国债这样的核心资产得到了支持;银行和交易商等核心机构得到了支持;回购和外汇互换等核心融资市场也得到了支持。³

金钱是有等级制度的。在危机期间,规则的核心灵活、外围僵化。在这场危机中,白芝浩规则的惩罚性利率部分被对核心国家的友好利率所取代——由于爆发了冠状病毒(Covid-19),以低利率向系统的核心国家贷款没有道德风险。

但是,对于美联储来说,向外围放贷时忽略对抵押品的需求是令人厌恶的,并且鉴于商业票据市场的无抵押性质,CPFF 和 MMLF 工具的价格比但保工具的价格高出 100 个基点是可以理解的。⁴

再次强调,有一种方法可以解决美联储对无担保贷款的不安,那就是美国财政部增加对 CPFF 和 MMLF 的首个损失缓冲。

我们怀疑美国财政部会拒绝这样的请求,如果美联储没有要求财政部提供更大的第一损失缓冲,那可能暗示美联储有意向上述国家传达马基雅维利式信息,或在有抵押贷款和无抵押贷款、向核心贷款与外围贷款的条款之间形成鲜明对比。

根据美联储内心的打算,似乎优质基金是外围机构,商业票据是外围融资市场,Libor 是过去式,而政府基金是核心机构,回购和外汇掉期是核心融资市场,SOFR 是未来。与其主张降低 CPFF 和 MMLF 的利率,或许市场应该反思并倾听美联储试图在其定价上说些什么。

假设 CPFF 和 MMLF 当前的定价不会发生变化:美元 Libor-OIS 利差是否仍会从峰值水平大幅收窄,如果会,将如何收窄?

答案是肯定的:Libor-OIS 利差已经开始收紧,到 4 月底可能还会进一步大幅收紧,而 CPFF 价格却没有降低(见图 1)。

在前几期的《全球货币》中,我们将货币市场比作蛋糕。蛋糕有最下面一层和最上面一层,中间夹着东西。在美元融资市场,底层是联邦基金/OIS 曲线和一般抵押品(GC)回购曲线,顶层是来自主要融资货币的外汇互换隐含曲线。

² 吸收流动性的工具,如 o/n 逆回购(RRP)工具或外国 RRP 工具也有抵押,但就这些工具而言,提供抵押的是美联储。央行的操作总是有担保的。

³ 这种支持网络的隐含含义是,新兴市场经济体的美元需求也得到支持,其范围是新兴市场中央银行拥有足够数量的美国国债以私人方式回购或通过 FIMA 回购。

⁴ MMLF 是 CPFF 的二级市场表亲。MMLF 为优质货币基金提供流动性,以贴现率外加 100 个基点或 125 个基点的价格注入美联储。这个贴现率是 CP 利率下的一个下限。优质基金不会以较低的收益率购买 CP。如果他们这样做,他们将无法弥补从美联储筹集流动性的成本。

无担保利率（因此也就是美元 Libor）通常在两者之间进行交易（参见图 2）：Libor 穿越顶层并持续停留一段时间是不寻常的，也就是说，如果美联储能够降低美元互换协议的上限，那么不管 CPFF 的价格是否更低，Libor 都将回落到区间内。

这是因为商业票据和 Libor 的交易利率高于外汇互换隐含收益率，意味着 Libor-Libor 交叉货币基准的交易利率为正值。反过来，这表示 Libor 面板银行以日元，欧元，英镑和瑞士法郎筹集资金并将其转换为美元要比在美国境内发行美元商业票据便宜。总部位于这些货币区的银行可以竞标本币资金，并可以在外汇掉期市场中竞标美元，直到 Libor-Libor 基准再次陷入负数。

实际上，上周随着 Libor-OIS 利差在欧元和英镑之间的交易变得相当大，并且相应的 OIS-OIS 交叉货币基础再次开始变得更负，我们开始看到这些资金套利交易势头增强（见图 3-6）。

在套利消失之前，总部设在这些货币区的银行分别要从其本地资金市场和相应的 OIS-OIS 基础中挤出约 40 个基点。这就是美元 Libor-OIS 利差到 4 月底可以下降到 75 个基点的原因，这将使美元 Libor 比 CPFF 的价格低 40 个基点——因此，即使 CPFF 价格不降低，商业票据市场的复苏也是可能的。

第二部分 资金救援（Balance Sheet Relief）和 OIS-OIS 基准

如果外汇掉期隐含收益率下降，且 OIS-OIS 跨货币基准的负值程度从现在开始减少，美元 Libor-OIS 利差可能在 5 月期间进一步收窄。

在这里，美联储一些新的流动性融资与最近的监管变化之间的相互作用变得重要：美元互换协议、《克拉波法案》第 402 条、暂时将美国国债和回购权从杠杆比率中排除，以及美国 FIMA 回购工具定价的变化。所有这些措施都能增加通过外汇互换流入非银行机构的美元，并降低 OIS-OIS 交叉货币基础的负值程度。

目前，美元互换协议额度接近 4,000 亿美元（见图 7），这意味着外国银行为获得所需的美元而消耗的资金和相应的风险资本要少得多。他们现在从中央银行获得美元，然后这些交易商就有更多的美元可以通过外汇互换给非银行机构。

2018 年的《经济增长，监管，救济和消费者保护法》（又称《克拉波法案》）第 402 条于上周（2020 年 4 月 1 日）生效，和互换协议一样，它也增加了通过外汇互换流入非银行的美元数量。

第 402 条规定，对于托管人（即纽约银行梅隆公司，北方信托公司和道富公司），中央银行的存款无需计算 SLR。重要的是，根据第 402 条授予的豁免，中央银行的存款不仅指美联储的存款，而且还指经合组织成员国的任何中央银行的存款。这意味着第 402 条提高了托管银行将美联储通过量化宽松注入的美元流动性转换为日本央行、欧洲央行、瑞士央行、英国央行、中国央行以及其他中央银

行存款的能力。

因此，第 402 条促进了美元在外汇互换市场中的流动：当量化宽松为托管人提供充裕的准备金时，他们将通过外汇互换向非银行机构提供更多贷款；这些资金流的上限将是托管银行的一级杠杆比率，但是银行在危机期间自愿中止股票回购将延迟该限制，因此，托管银行“不受限制的外汇交换账簿”是我们应引起注意的改变游戏规则者。

其次，将储备和美国国债暂时排除在 SLR 之外，是一项极不寻常的规则变化。第一，它是由美联储理事会发行的，不包括来自 FDIC 和 OCC 的美联储监管同行。

其次，鉴于理事会仅对银行控股公司拥有唯一管辖权——它与 FDIC 和 OCC 共同拥有对银行的管辖权——这种豁免适用外国银行的美国银行控股公司和美国中间控股公司，以及这些控股公司的主要经营子公司，它们是主要交易商。

第三，考虑到豁免适用的经营实体是一级交易商，那么从 SLR 中豁免准备金是没有意义的，因为一级交易商没有任何准备金——只有银行在美联储有准备金账户。那么，这些矛盾留给我们什么呢？

在我们阅读中，这个规则的净影响将是一级交易商将能够使用“无限的财政部库存”，如果有需要，可以通过美联储的回购来为其提供资金。从这个意义上说，美联储理事会正在起草让交易商参与进来，为针对 Covid-19 的战争提供资金。引用丘吉尔的话：“我们把钱给你，你就能完成任务。”

豁免的一个细节仍不清楚，即美国国债支持的回购是否也将豁免于 SLR。鉴于豁免适用于一级交易商，而回购是交易商的头等大事，我们的工作设想是，到规则更改的讨论期结束时，回购在 5 月中旬也将获得豁免。

如果我们的假设正确，并且回购交易可豁免于 SLR，则一级交易商可以用类似于他们现在使用无限国库库存的方式使用“无限回购账簿”，但有一个警告：回购具有风险权重，而国债没有，因此一级杠杆比率可能会限制回购账簿的数量。但是，回购中止也会延迟这一限制。

无限的回购又意味着通过外汇互换向非银行提供更多的美元贷款：如果可以免费获得回购资金，则任何对冲基金或资产管理人都可以用美元回购更多的美国国债，以向外汇掉期市场中的非银行提供更多贷款。

将三个资金救援方法放在一起：央行通过互换协议向银行提供更多贷款，第 402 条使得托管银行在外汇互换市场中提供了更多贷款，SLR 的放宽使得交易商为对冲基金和资产管理公司提供了更多国债，因此，外汇掉期市场中的美元流量有所改善——外汇掉期隐含收益率可能进一步下降，OIS-OIS 基准的负值程度开始降低。

FIMA 回购工具有提供更多救援资金的潜能。

该工具允许央行向美联储回购美国国债，如果央行将其回购需求从交易商转移至美联储，交易商将有更多资金提供给对冲基金和资产管理公司，从而通过外汇互换向非银行机构提供更多贷款。

美联储似乎认为，该安排是为没有互换协议的央行提供的互换协议：尽管一些央行可以通过互换协议使用自己的货币借入美元，但一些央行却不能——FIMA 就是为这些央行准备的。

由于美联储将该工具视为准互换协议，因此其定价为 IOR+25 个基点，与互换协议的价格一致。⁵但与私人回购利率相比，IOR+25 个基点（即 35 个基点）的定价相对较高，这解释了为什么外国央行不使用它。

FIMA 回购工具是美联储当前唯一没有使用的工具。

这可能意味着，美联储不应将 FIMA 工具视为准互换协议，因为一种以美元抵押的外币与一种以美元抵押的国债之间存在很大的差异：一种被称为外汇互换；另一个是回购协议。

如果美联储将 FIMA 回购工具的价格从 IOR+25 个基点（即 35 个基点）降低到一级交易商的回购工具的价格，即 IOR 的流动性（10 个基点），则随着外国央行将回购需求从私人交易商转移至美联储，该工具的使用量将增加。这将为外汇互换释放更多的资金，并导致外汇掉期隐含收益率的进一步下降和更低的 OIS-OIS 负基数。

我们认为，早该改变价格的流动性工具是 FIMA 回购工具，而不是 CUFF：较低的 FIMA 回购利率会间接压低美元 Libor。

美联储注入系统的流动性，加上监管变化和流动性工具带来的救援资金，意味着在巴塞尔协议 III 下美元资金压力的驱动因素——流动性短缺和资金约束——在可预见的未来将从我们的监控中消失。反过来，如果这些因素导致外汇掉期隐含收益率居高不下，而 OIS-OIS 交叉货币基础为负，则没有它们将促使外汇掉期隐含收益率走低，而 OIS-OIS 负基数减少。

OIS-OIS 基准最高可升至-25 个基点（与美联储互换协议利率的价格一致），这可能使美元 Libor-OIS 利差在 5 月底前进一步缩紧至 25 个基点左右。

第三部分 外汇储备管理者与美元 Libor-OIS 利差

显然，融资市场中有很多变化的地方，并且当一切都步入正轨时，外汇互换隐含收益率将下降，OIS-OIS 交叉货币基数的负值程度将减少，这些变化将降低

⁵ 美联储的美元互换额度定价为 OIS+25 个基点。由于美元互换合约提供的是定期美元，因此其按 OIS 定价。但 FIMA 回购工具只提供隔夜美元，因此其按 IOR 定价。

商业票据收益率并收紧 Libor-OIS 利差。因此，美联储不降低 CPFF 的价格是正确的。基于现有的贷款和监管措施，我们将看到事情如何发展。迄今为止的迹象令人鼓舞

除了 OIS-OIS 基准负值程度将减少以外，外汇储备管理者还可以通过为商业票据和存款市场提供急需的担保来支持 Libor-OIS 利差。

美国商业票据市场目前的问题是，通常的买家——公司财务人员、优质货币基金、离岸货币基金和证券出借人——现在不购买。公司财务主管通常有多余的现金，但现在没有了；主要货币市场基金和离岸货币市场基金有大量资金流出，且不愿退出；证券贷款机构不会有现金流入，也不会再在风险确定之前退出。

美元 Libor-OIS 利差反映的是买家的问题，而不是银行的问题。

在过去的货币市场动荡时期，中期债券基金介入，为商业票据提供担保，正是这种担保开始推动 Libor-OIS 利差的扩大。但这一次，由于其在 IG 市场追逐更高的收益率，中期债券基金缺席。IG 市场票据的交易价格比 3 个月期 Libor 高出 200 个基点。

由于缺乏对商业票据的通常担保，而且 CPFF 的定价太宽，外国中央银行作为美国商业票据的购买者可以发挥潜在作用：拥有美元互换协议的外国央行并不处于必须清算美元储备的境地，但如果它们不这样做，就是错失赚钱机会。

首先，如果他们在外汇互换市场借出美元，他们就是错失赚钱机会，因为商业票据（美元 Libor 所暗示的）提供的收益率要高于借出美元互换欧元、英镑和日元等货币的收益率（见图 4、6 和 8）。

其次，如果它们在美国国债市场借出美元，它们也会错失赚钱机会，因为商业票据的收益率至少比美国国债高出 100 个基点。

从外汇互换和国债转向商业票据应该没什么大不了的：尽管外汇掉期是有担保的，而商业票据是无担保的，但作为商业票据最大发行人的全球银行（GSIB）却没有信用风险，因为他们在其经营的每个司法管辖区都能获得流动性支持。此外，银行发行的大多数商业票据都是高质量流动资产组合(HQLA)，如储备和国债，所以实际上，商业票据基本上是“包装在礼盒里”的 HQLA。

商业票据和存单的相对价值论据令人信服，如果中央银行以低于 CPFF 价格的价格支持商业票据市场，那么到 4 月底，美元 Libor-OIS 利差可能会降至 50 个基点，这我们在前几页中讨论的外汇互换市场动态无关。

后果显而易见，总体风险上升、股市反弹、资金流入优质基金和证券放贷机构，这些都将有助于商业票据和存单的投标，当然，美联储可能会听取市场共识，降低 CPFF 和 MMLF 的价格。

这些都可以改善 Libor-OIS 利差，但时机尚不确定。

我们进行此分析的目的是为了说明前端动态的明显驱动因素没有任何改善，已经有大量的战争融资在运作中，这将从上到下缓解无担保资金的压力：通过压缩外汇互换隐含收益率和央行可能将作为无担保银行债务的边际买家。

总结

我们的分析展示了战争融资机制如何从上至下缓解无担保资金压力：通过压缩外汇掉期隐含收益率和 OIS-OIS 基准。

但票据供应可能会让这种局面从下至上变得复杂。

上周的票据供应将国库券收益率从 OIS 下方推高至 OIS 之上 20 个基点，而没有控制收益率曲线的进一步的供应可能会推高票据收益率。这些可能会抵消美联储流动性和监管措施帮助促成的改善：

更高的票据收益率可能会将资金从外汇互换市场中撤出，因为外国中央银行将美元投入票据而不是外汇互换，并且随着票据与 OIS 的价差变得更加大，它们将推高外汇互换隐含收益率，加大 OIS-OIS 交叉货币基数负差值，这将限制美元 Libor-OIS 利差进一步收窄的幅度。

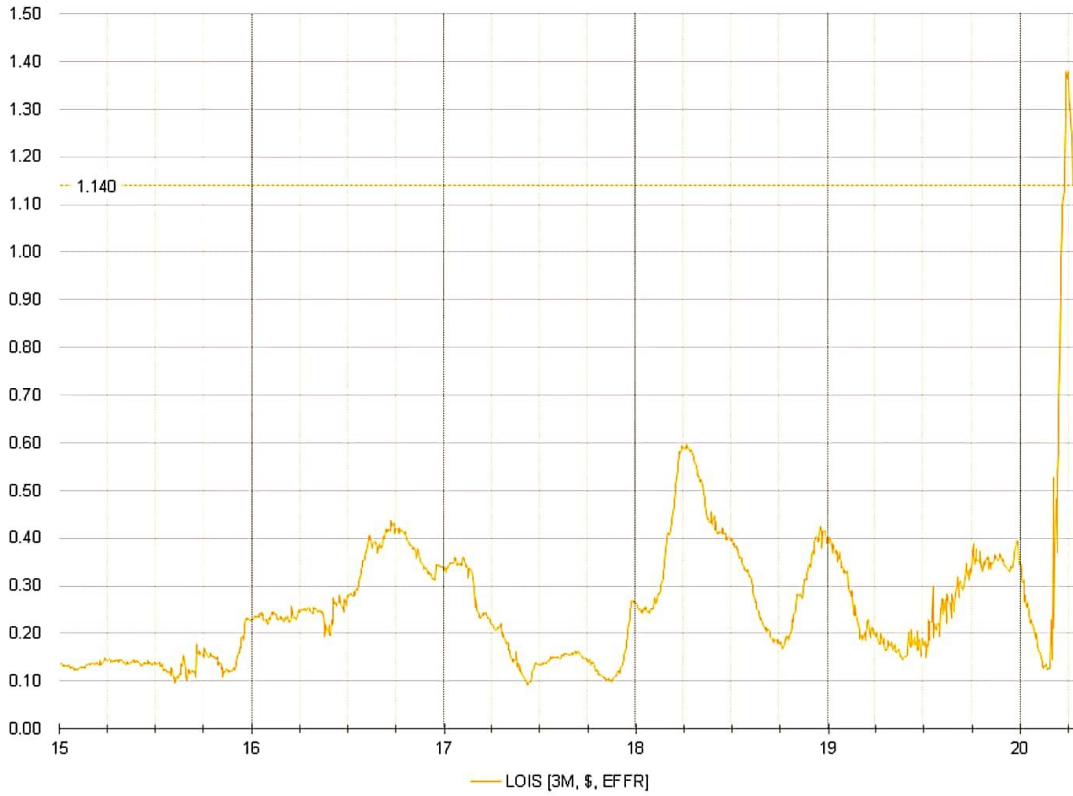
尽管人们一直在谈论一个看不见的敌人的战争和战争融资，我们却没有听到财政部债务管理办公室和美联储关于《国际关怀法案》（CARES Act）的货币融资需求和进一步的刺激措施。国债杠杆率的豁免释放了对供应的需求（无限的库存），但短期国债供应过多，可能会推高国债收益率，使美联储努力实现的改善融资条件面临逆转的风险。

美联储已经做了很多。此外，收益率曲线还控制着三个月期美国国债收益率与 OIS 利率的挂钩位置，这是美联储唯一尚未采取、但很快将不得不采取的措施。隔夜利率目标区间和 OIS 曲线——货币市场蛋糕的底层——是美联储的货币政策“圣殿”。美联储所做的每一件事都是根据这个区间内的变量定价的：区间顶部、IOR、IOR 加上一个利差，以及 OIS 加上一个利差。

财政当局不应破坏美联储在货币市场上的庇护所，货币当局不应容忍这种破坏，特别是在当前环境下。

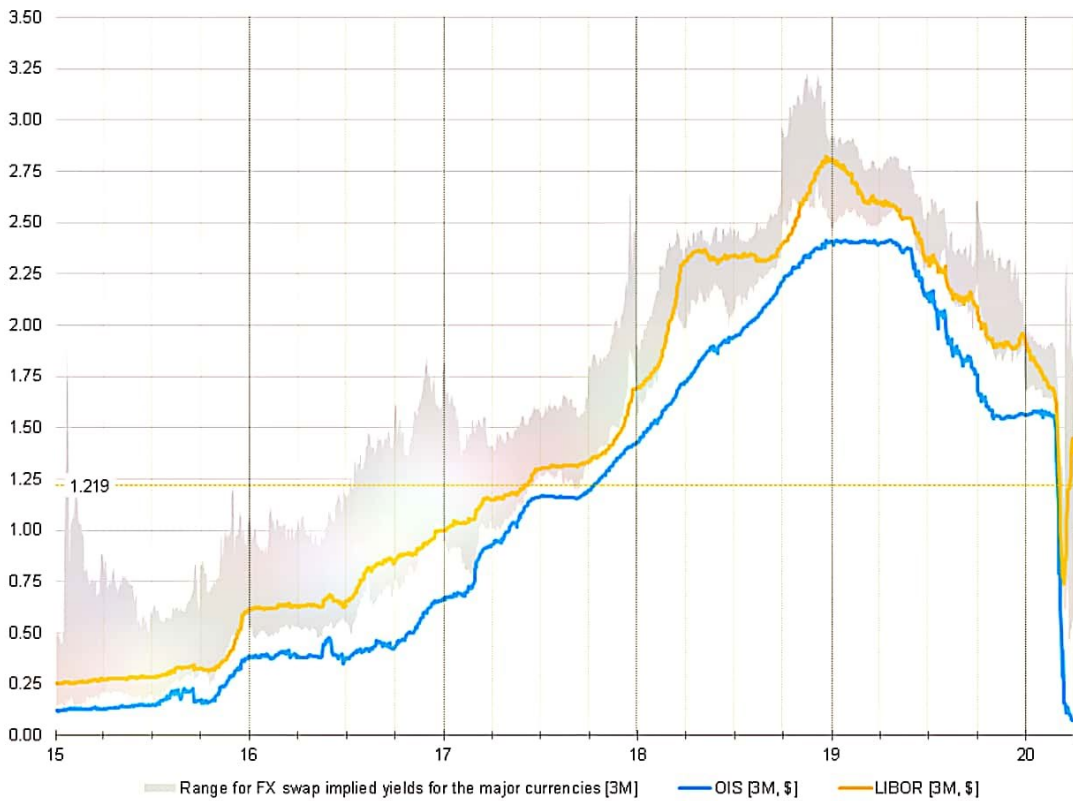
货币当局应以 OIS 利率限制票据曲线，这样货币市场利率就不会受到票据供应的左右，也不会抵消流动性注入的影响。

图 1:美元 Libor-OIS 利差 (百分比)



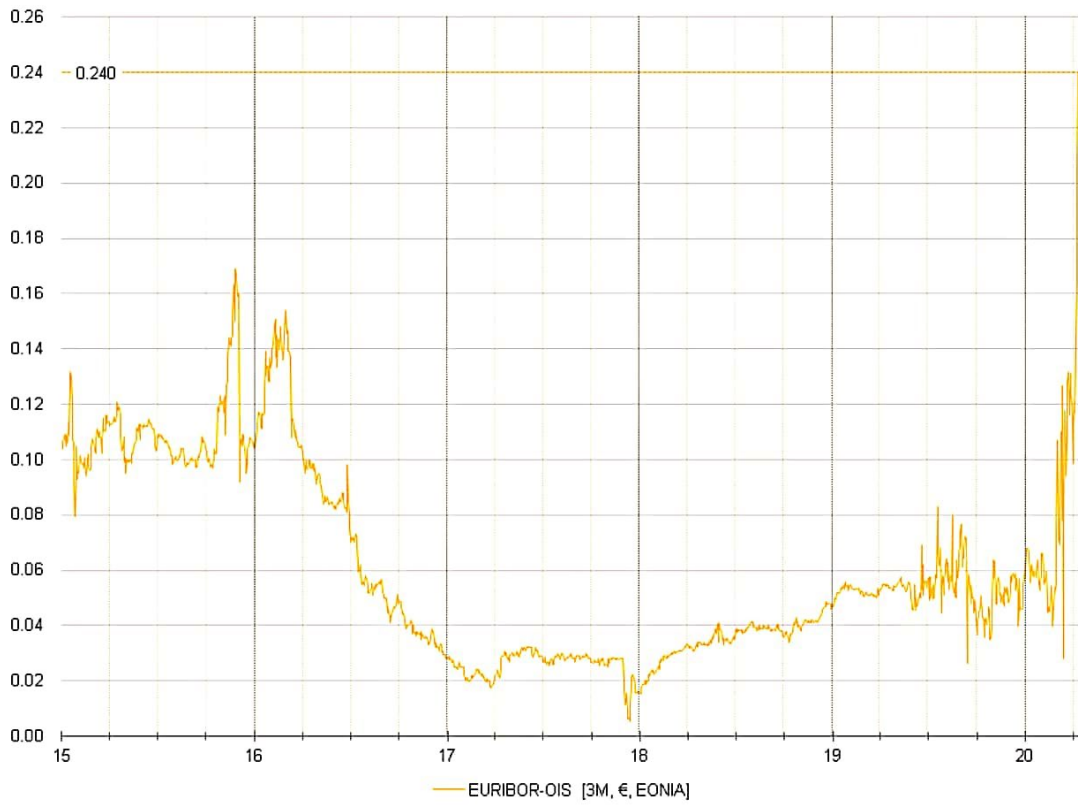
资料来源: 瑞士信贷, 彭博专业™服务

图 2:美元 Libor 通常不会高于外汇互换隐含利率 (百分比)



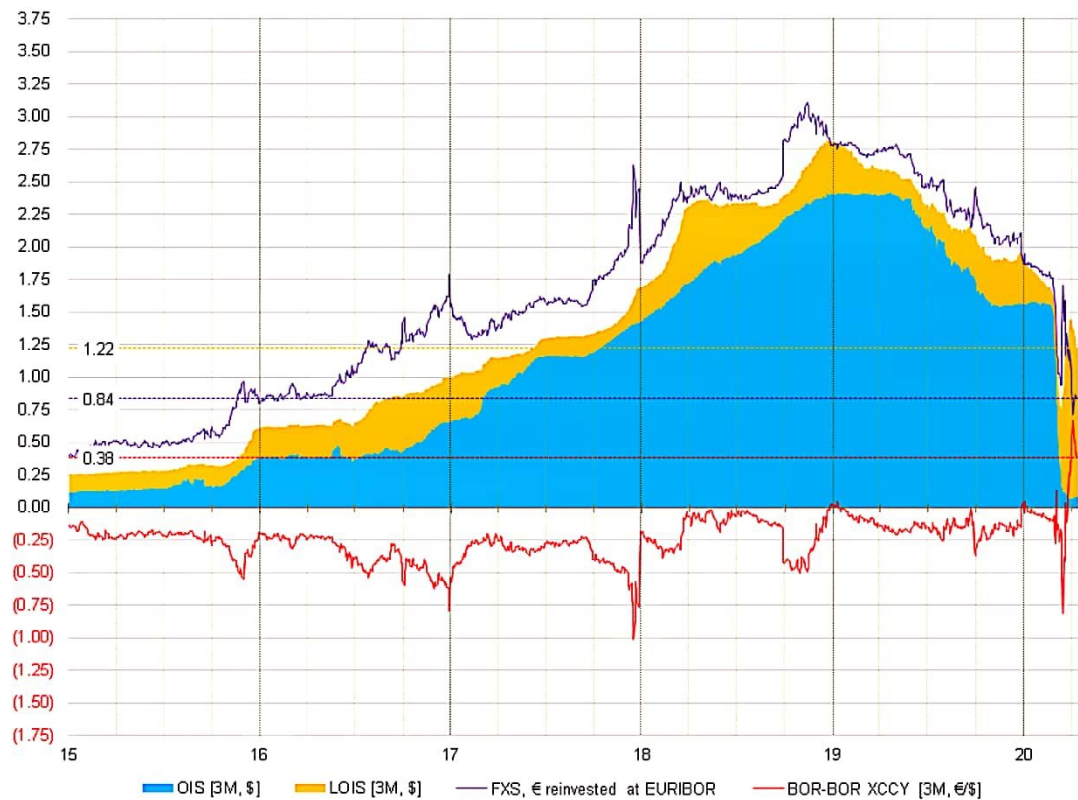
资料来源: 瑞士信贷, 彭博专业™服务

图 3: EURIBOR-OIS 利差 (百分比)



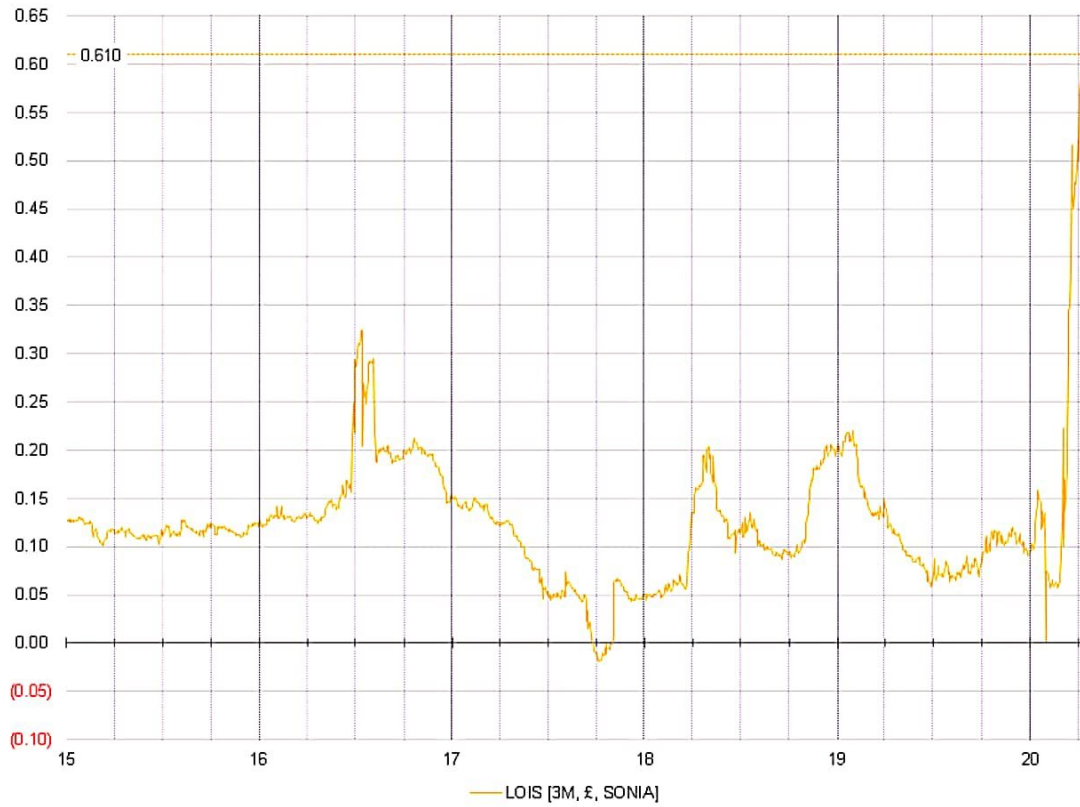
资料来源: 瑞士信贷, 彭博专业™服务

图 4: 欧元给美元融资的外汇互换隐含成本 (百分比)



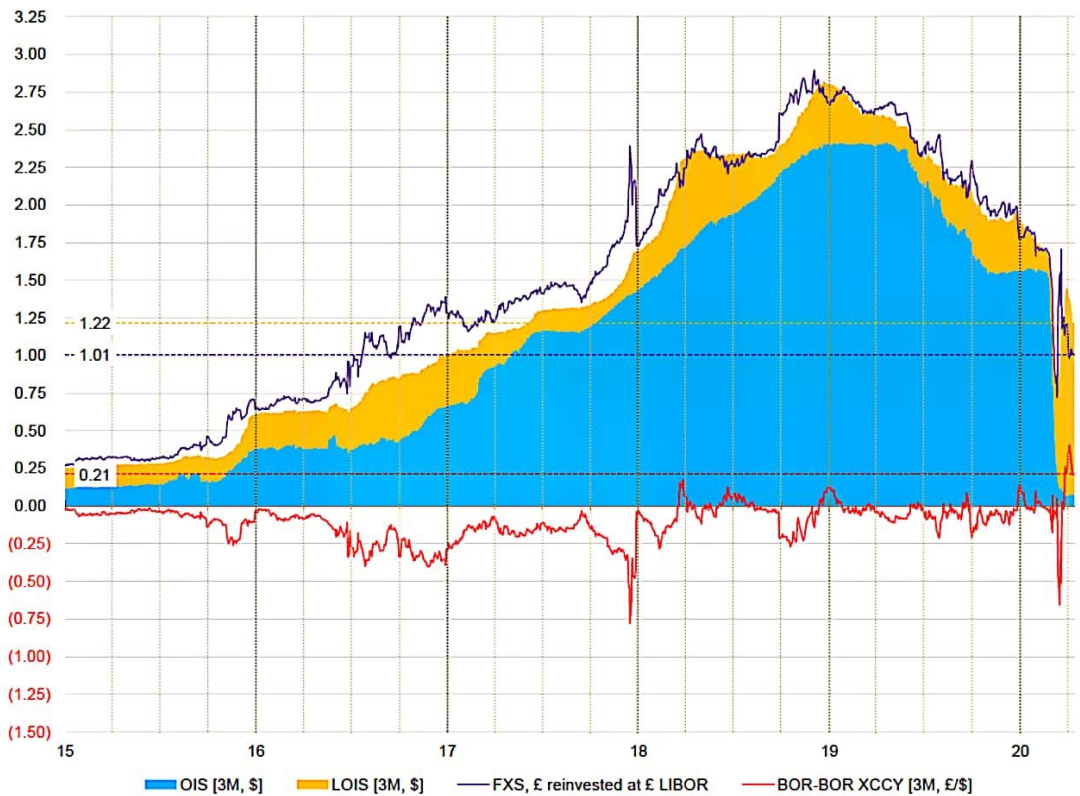
资料来源: 瑞士信贷, 彭博专业™服务

图 5: 英镑 Libor-OIS (百分比)



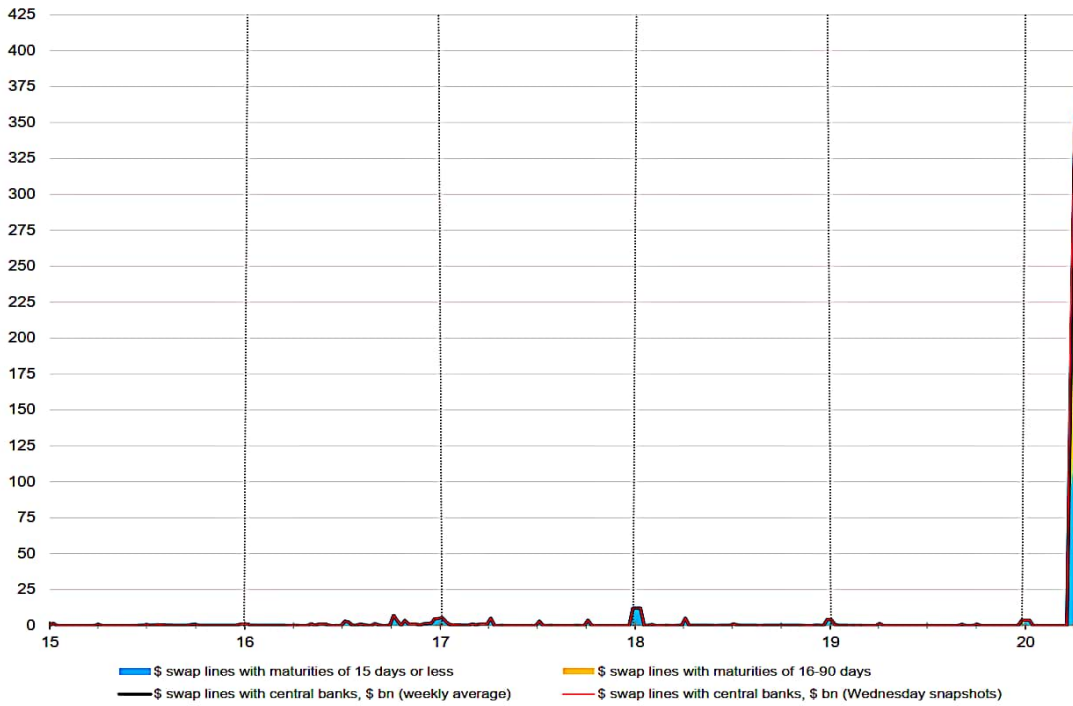
资料来源: 瑞士信贷, 彭博专业™服务

图 6: 英镑给美元融资的外汇互换隐含成本 (百分比)



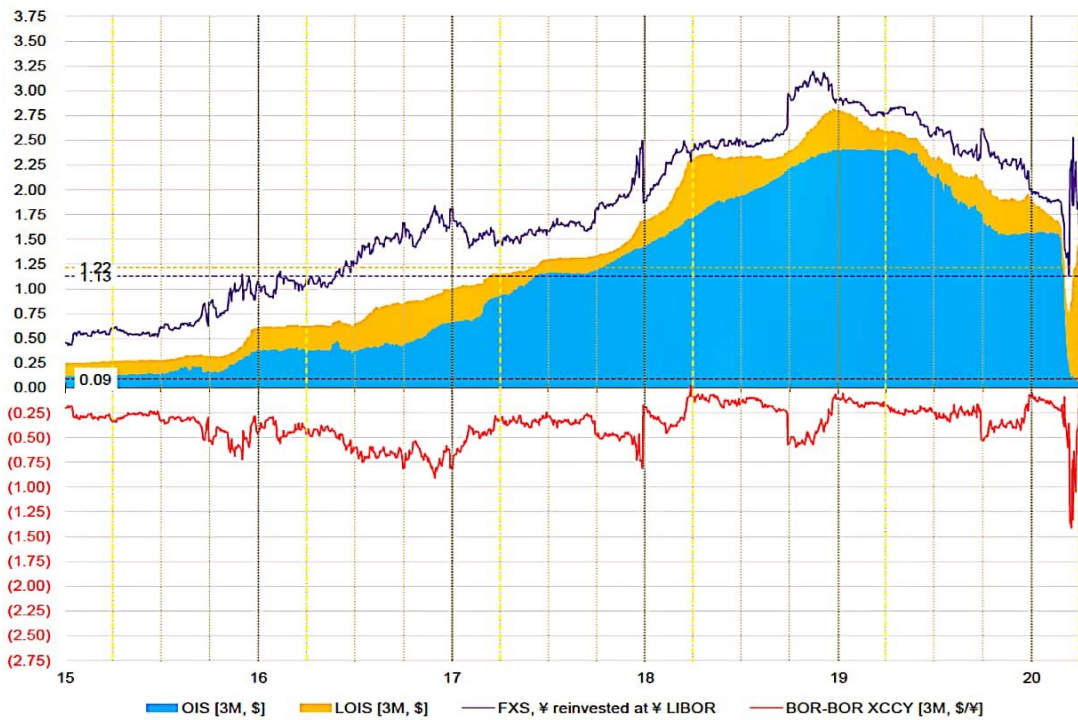
资料来源: 瑞士信贷, 彭博专业™服务

图 7:银行互换协议意味着非银行机构有更多的外汇互换 (十亿美元)



资料来源: 美联储

图 8:人民币给美元融资的外汇互换隐含成本 (百分比)



资料来源: 瑞士信贷, 彭博专业™服务

本文原题为“U.S. Dollar Libor and War Finance”，本文由瑞信投资战略部门人员编写。瑞信是一家经营个人、公司金融服务、银行产品及退休金、保险服务的投资银行和金融服务公司。[单击此处可以访问原文链接。](#)

应对疫情，急需 IMF 增资和暂缓债务偿还

Christoph Trebesch、Rolf J.Langhammer/文 张子莹/编译

导读:当前,新冠肺炎在全球范围内的蔓延引发了债务偿付危机,基尔世界经济研究所认为,应迅速将国际货币基金组织(IMF)的资金从1万亿美元增加到2万亿美元,同时宣布延长发展中国家的债务偿还期限,中国和私人债权人也要遵守债务延期,联合国还应达成一项协议,以保护贫困国家免受起诉。编译如下:

在过去的75年中,IMF对全球经济和金融稳定来说从未像现在这么重要过。国际货币基金组织是发展中国家和新兴国家的最后贷款人,这些国家的货币实力较弱,税收制度尚未完善,它们相比工业化国家更依赖出口与外国资金。在当前新冠疫情对全球的经济活动带来沉重打击的情况下,IMF已经成为了这些国家不可替代的资金来源,最近几周,全球已经有90个国家申请了信贷援助,这是一个很可怕的现象。

国际货币基金组织目前的资金最多有1万亿美元,这相当于全球经济产出的1%左右。据估计,新冠疫情将在今天拖累全球GDP达3%,此前,IMF表示2021年的资金将增加5000亿美元,我们认为这是远远不够的。工业化国家出于自身的利益,希望IMF继续为自己提供财政援助,且IMF的援助对这些国家非常重要。在新冠疫情下,IMF还需要采取更有力的措施,以避免穷国的经济和社会崩溃。如果本次疫情对发展中国家和新兴经济体造成的打击像对工业化国家的打击一样严重,那么新冠疫情对全球经济带来的重创程度将至少是2008年的两倍。我们认为当前有必要将国际货币基金组织的资金增加一倍,达到2万亿美元以上,此外,还要通过扩大工业化国家的信贷额度,以防发展中国家和新兴国家在商品市场上处于劣势。

此外,当前急需暂停那些来寻求IMF援助的发展中国家的债务偿还。我们建议利息支付与本金偿还应暂停2年,而非目前提议的6个月。私人投资者和中国等国家债权人也必须参与其中,否则这一讨论将没有意义。如果联合国能够通过一项决议,那就可以在确保延期偿付的合法性,并防止强制偿还。2003年对伊拉克的模式可以作为参考,当时的决议减免了伊拉克的债务,并有效地保护了该国不受私人债权人的法律诉讼。

本文原题为“COVID19: Increase in IMF Resources and Debt Moratorium Urgently Needed”。本文作者 Christoph Trebesch 是基尔研究所国际金融与全球治理研究领域负责人。本文作者 Rolf J. Langhammer 曾任基尔世界经济研究所副所长,退休后继续在该研究所工作。本文于2020年4月发表于 IFW 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

更多债务的危险——欧洲必须找到“方法和手段”

Maria Demertzis 和 Nicola Viegi /文 杨茜/编译

导读：随着欧洲各国在市场上找寻现金，它们的债务水平正在大幅上升。在当前的大流行病中，欧元区的实际利率一直处于非常低且不断下降的水平。各国目前的债务融资方式只会加剧和延长这一趋势。大流行病结束后，多个欧洲国家可能无法通过国际货币基金组织和欧洲稳定机制的财政可持续性测试。欧洲需要更持久的解决方案，他们必须找到“方法和手段”。编译如下：

英格兰银行昨日宣布，“将直接为英国政府的额外支出需求提供临时资金，允许财政部绕开债券市场。” 这将通过“方法和手段”（Ways and Means，简称sic）工具来完成，且金额未披露，这意味着规模可能会很大。这一工具可满足政府过高的现金需求，而不必增加堆积如山的市场债务。

这是一项紧急工具，有点类似货币融资。它存在风险。这就是为什么英格兰银行明确指出这一工具是暂时的。通常，这种工具的实施需要通过法律确保央行不受政治的独立性，但现在正处于“战时”阶段，央行必须立刻推行此类政策。

相比之下，欧洲人正在决定各国可以从适当调整后的欧洲稳定机制中借款的规模，这完全是在浪费时间。虽然他们不否认需要多种多样的工具来应对冲击，但在这个过程中，我们错失了时机。

欧央行上周的决定使欧元区所有主权国家都能从市场上获取急需的现金。任何国家都不会因为过去的财政过失而缺少必要的现金来应对当前的大流行病。这是果断而及时的。

然而，随着各国在市场上找寻现金，它们的债务水平正在大幅上升。因为只要是欧央行购买，债务就会得到保障，而且价格低廉。

六个月后，我们的社会将有所不同。希望未来情况会变好，因为大流行病将不会再给人类造成伤害，医疗系统将恢复正常，经济也将从诱发型昏迷中恢复。

但经济未必会脱离危险。多个国家（尤其是小国）可能无法通过国际货币基金组织和欧洲稳定机制的财政可持续性测试。那么，这些国家将别无选择，只能求助于欧洲稳定机制和“三驾马车”。同样，如果这些国家“太大而不能倒闭”，欧元区将别无选择，只能大幅增加相应的欧洲稳定机制贷款。那时，欧元区国家将被迫做出今天无法做出的决定，只是这是在市场胁迫下。

如果人们认为债务只是少数国家的问题，这也是短视的。在当前的大流行病中，欧元区的实际利率一直处于非常低且不断下降的水平。我们目前的债务融资方式只会加剧和延长这一趋势。过多的债务将增加私营部门的预防性储蓄。公共债务将长期束缚财政政策。政府几乎没有刺激投资的空间。这将进一步抑制实际

利率,进而抑制欧洲大陆的增长前景,增加经济脆弱性。由于经济仍处于零下限,货币政策也将无能为力。那么,宏观经济政策将如何实施?

尽管为时过早,但欧洲大陆应对大流行病的战略将受到我们今天实施的经济政策的影响。

现在是时候考虑其他涉及货币融资的方式。其中一个选择是说服欧央行将债务无限期地保留在资产负债表中,使其货币化。然而,这要求欧洲央行预先做出承诺,而这一承诺不太可能兑现,因为它将丧失独立性。同样,这也是不可取的,因为我们将面临三位一体的情形:高额的财政债务、失去独立性的中央银行以及没有实施宏观经济政策的空间。没人想面临这样的情形。

这就是为什么我们需要更持久的解决方案,以支持当前英格兰银行的行动。由于条约禁止货币融资,因此在目前欧元区中很难推行与英格兰银行类似的工具。但是,如果认为条约旨在应对所有突发事件,那就是无所作为的借口。我们根本无法承受这种不作为。欧洲必须找到“方法和手段”。

本文原题为“The Perils of More Debt—Europe Must Find the “Ways and Means”。本文作者 Maria Demertzis 是布鲁塞尔研究所 (Bruegel) 的副主任, Nicola Viegi 是南非比勒陀利亚大学的教授。本文于 2020 年 4 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

隔离期间的房地产市场

Carlos Garriga, Matthew Famiglietti /文 宋海锐/编译

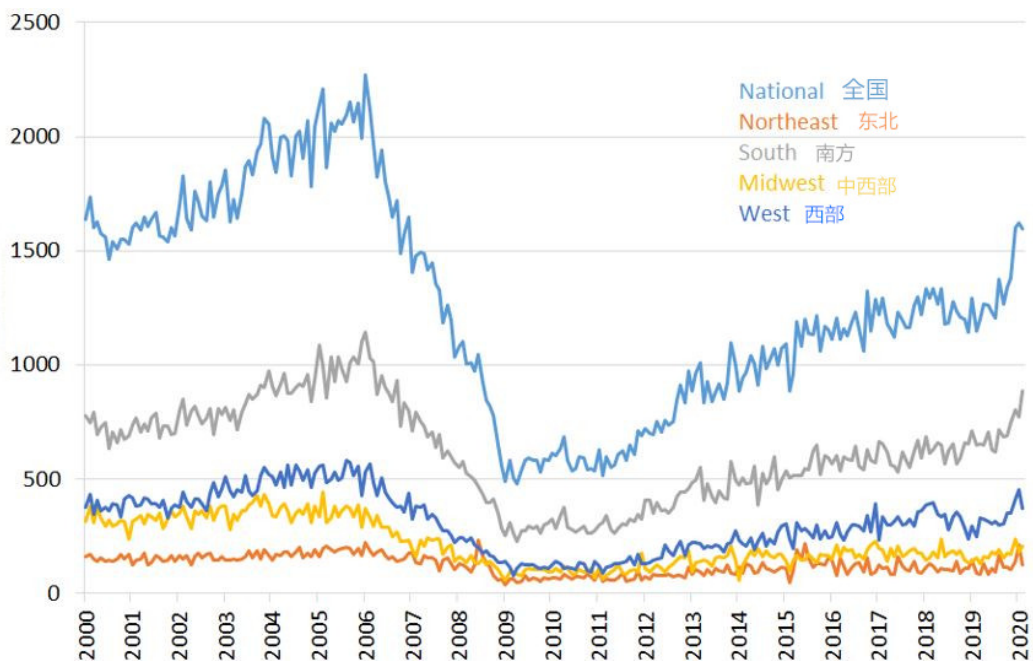
导读：私人房地产市场可能会受到 COVID-19 流行病的严重影响，因为此次疫情危机恰逢一年房地产市场最活跃的时期。本专栏将探讨这种流行病可能如何影响住房流动性和抵押贷款利率的定价。经研究发现，在房源处于历史高位的情况下，住房需求下降可能对春季购房季的开始产生不利影响。如果 COVID-19 疫情对经济的影响持续几个月以上，房地产市场可能需要更广泛的保护。编译如下：

COVID-19 的爆发使人们非常关注疫情对 2020 年第二季度及以后经济的潜在影响。在城市和地区封锁隔离、努力缓解医疗体系潜在崩溃的过程中，关于经济的大多数讨论都集中在评估疫情对非必需行业的影响上。

私人住宅房地产是宏观经济中最重要的季节性行业之一，许多城市将其归类为非必需行业。春季往往是私人房地产市场活跃的买卖活动的开始：人们从一个城市迁往另一个城市、房主换大房子或小房子、家庭迁往公立学校、购房者购买新建房屋等等。

2020 年的春天从 3 月 19 日正式开始，但是由于全球大流行病的蔓延，目前房地产市场对潜在买家和卖家的预期远非乐观。在过去的六个月里，美国经济的活力改变了人们的预期，2 月起，房屋开工数量急剧增加，达到了房地产市场崩盘从而引发大衰退以来的最高水平，如下图所示。

图 1 按地区划分的房屋开工情况



资料来源：美国人口普查局和 FRED

房屋产量的大幅增长意味着，从今年春季开始，大量新房可能进入市场，并持续到今年夏季的购房季。

如果 COVID-19 流行病持续更长一段时间，而且财政援助不够的话，一些房主可能会被要求出售他们的房屋，或因拖欠付款而被驱逐，同时出现的还有历史性的新房供应量。联邦政府已经通过联邦住房管理局暂停了对背有房贷的房主的驱逐，一些州也在建立类似的保护措施。但如果 COVID-19 的经济影响持续几个月以上，房主可能需要更广泛的保护。

如果房主需要出售房屋以获得流动资金，那么出售房屋的速度有多快？我们使用月供应量指标衡量住房流动性，这是一种在考虑当前房屋上市数量和当前房屋销售速度时，记录住房市场库存量的指标：月供应量越低，房屋交易时间越快。从历史角度看，当前月供应量较低，如下图所示。

图 2：月度房屋供应量

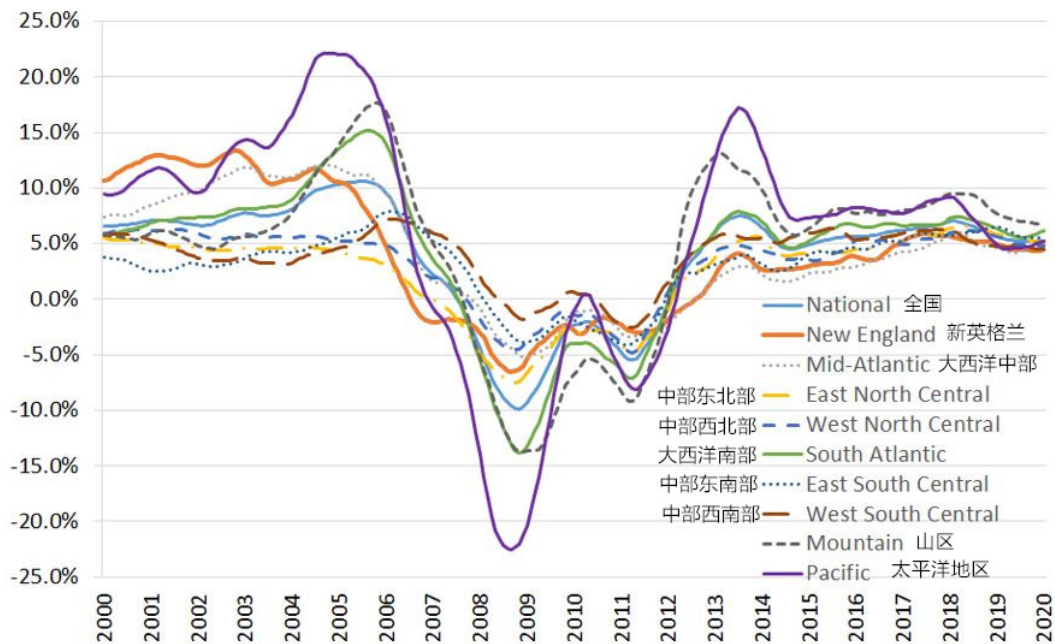


资料来源：美国人口普查局和 FRED

月供应量低意味着潜在的买家和卖家在配对和交易上花费的时间相对较少。然而，在经济困难时期，如经济大衰退时期，住房流动性往往会迅速调整，整个市场会变得非常缺乏流动性。如果 COVID-19 的大流行继续影响经济活动，我们预计目前流动性较好的房地产市场将迅速变得缺乏流动性，甚至可能发生在房价调整之前。

我们到目前为止所记录的住房供应的潜在增长和流动性情况可能会反映在房价上。2020 年春季伊始，房价增速较 2018 年有所放缓，但如图 3 所示，全国房价同比增速仍保持在 5% 左右的强劲水平。

图3 较去年的房价变化

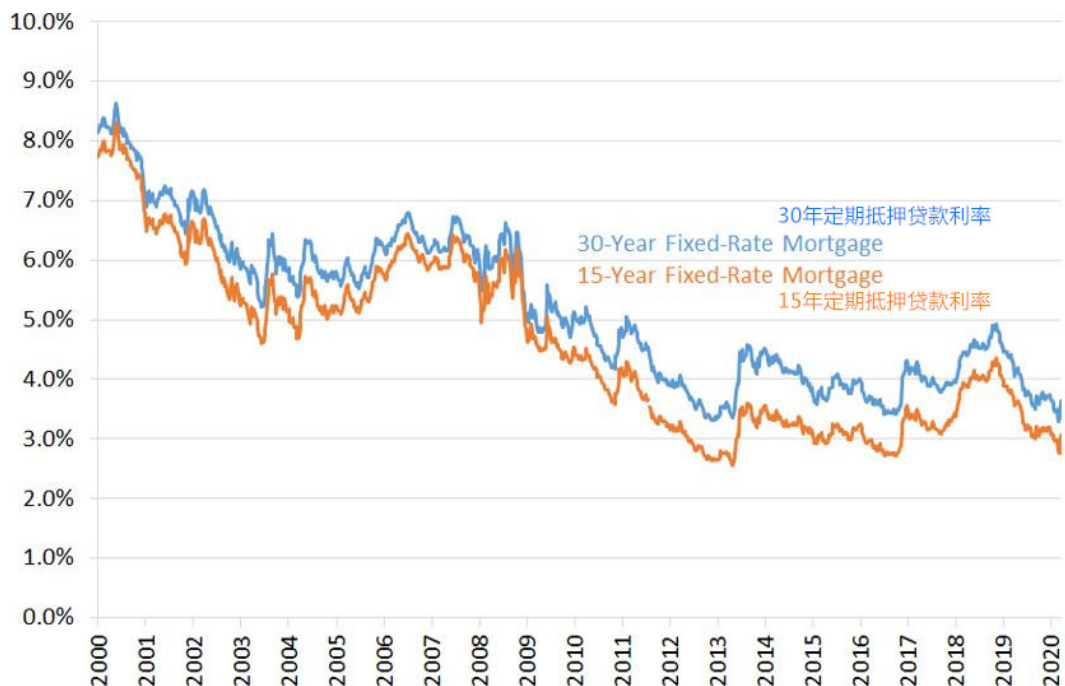


资料来源：联邦住房金融机构和哈弗分析机构

这种价格增长放缓的趋势似乎是全国性的，但太平洋地区、南大西洋地区和山区受到的影响尤其严重。由于 COVID-19 导致需求减弱，房价水平甚至可能下降。需求减弱的迹象已经显现：3 月 25 日当周，抵押贷款银行家协会的一项调查显示，抵押贷款申请比前一周减少了 29.4%。

房价水平和增长率的一个重要决定因素是购房融资成本。从买家的角度来看，由于利率接近历史低点，历史上来看，当前的融资成本较低。

图4 抵押贷款利率



资料来源：房地美（联邦住房贷款抵押公司）和 FRED

美联储在 2019 年先发制人地削减利率，大大降低了抵押贷款利率，同时美联储为购买抵押贷款支持证券提供担保的干预措施也应该提供了资金来源。

美联储最近的这些举措应该对房地产市场有所帮助，但令人担忧的是，截至上周，30 年期固定利率抵押贷款利率增加至 3.65%，较 3 月初上升 0.36 个百分点。最近抵押贷款利率的飙升可能会进一步减缓或降低价格增长，加重住房流动性不足问题。未来几周，随着更多数据的发布，美联储近期的行动是否足以稳定房地产市场的融资成本将更显而易见。

即使美联储采取了稳定融资成本的行动，但美国日常劳动力收入稳定的不确定性不断增加，这也可能降低购房意愿。当有远见的买家和卖家回忆起他们在大萧条时期的房地产市场经历，上述观点可能尤其正确。

总之，检疫令导致的购房需求下降、住房价格增长放缓和抵押贷款发放已经放缓的迹象，以及处于历史高位的新房供应都同时打击了经济，这些都导致市场所预期的春季房地产季节的开始不太可能实现。

本文原题为“House Hunting in A Period of Social Distancing”。本文作者 Carlos Garriga 是圣路易斯联邦储备银行副总裁兼经济学家，曾任佛罗里达州立大学经济系经济学助理教授和巴塞罗那大学经济学助理教授；曾任明尼阿波利斯联邦储备银行、亚特兰大联邦储备银行和明尼苏达大学经济系客座教授。Matthew Famiglietti 是圣路易斯联邦储备银行的研究助理。本文于 2020 年 4 月 17 日刊于 VOX 官网，这篇专栏文章最初出现在 4 月 1 日的圣路易斯联邦储备银行经济博客上。[单击此处可以访问原文链接。](#)

疫情与家户资产负债表

Romina Gambacorta, Alfonso Rosolia 和 Francesca Zanichelli/文 吴克谦/编译

导读：面对新冠肺炎疫情的蔓延，全球实行了严格的隔离和控制措施，这势必会严重影响家庭收入。本专栏使用欧洲家庭资产负债表调查数据，证明了近期控制措施所产生的负面经济影响可能通过多种渠道对欧洲国家很大一部分人口带来冲击，导致他们缺乏足够的金融资源来维持最低的生活水平。编译如下：

多数发达经济体已经采取了广泛的控制措施以遏制新冠肺炎病的传播，且控制措施持续的时间无法预期，家庭收入必然会受到严重影响。有多少家庭能够度过这段艰难时期呢？

在本专栏中，我们使用了最近发布的第三次家庭金融和消费调查（HFCS）数据。这项欧洲家庭资产负债表调查是由欧洲央行协调开展的，以收集关于那些紧迫问题的见解。

物质匮乏通常与低于常规的、社会可接受阈值的收入水平相关（Atkinson 和 Bourguignon 2000, OCSE 2016）。例如，在“欧盟 2020 发展战略”中，欧盟委员会认为，如果家庭的等值可支配收入低于国家中位数的 60%，那么家庭就有陷入贫困的风险。由于收入太低，这些家庭特别容易受到收入冲击的影响。事实上，关于隔离控制措施对家庭预算的影响研究大部分集中在对劳动力市场的影响、收入下降的规模和分布、支出和储蓄行为的变化等领域（Guiso 和 Terlizzese 2020, Crawford 等 2020）。

但是，家庭也可以利用自己的财富来弥补收入损失。事实上，家庭进行财富积累通常也是出于预防动机，以便有能力应对意外情况。因此，为了客观评估控制措施和大部分经济活动冻结所造成的潜在经济困难，必须将家庭财富纳入考虑范围。然而，将收入和财富合成进单一的潜在贫困指数中并不容易，目前已有几种方法（例如 Brandolini 等 2010；Mueller 和 Schmidt, 2015）。

对于当前的事件，我们通过关注“财富贫困（wealth poverty）”（即在政府干预或援助计划的情况下，一个家庭在突然失去收入时无法维持社会可接受生活水平情况）来评估欧洲家庭对控制措施的适应能力。在操作上，当一个家庭的储蓄不足以使其在一段特定的时间内保持在国家贫困风险线上时，我们就将其标记为“财富贫困”。因此，我们要确定一个家庭需要维持生计的时间和资源。

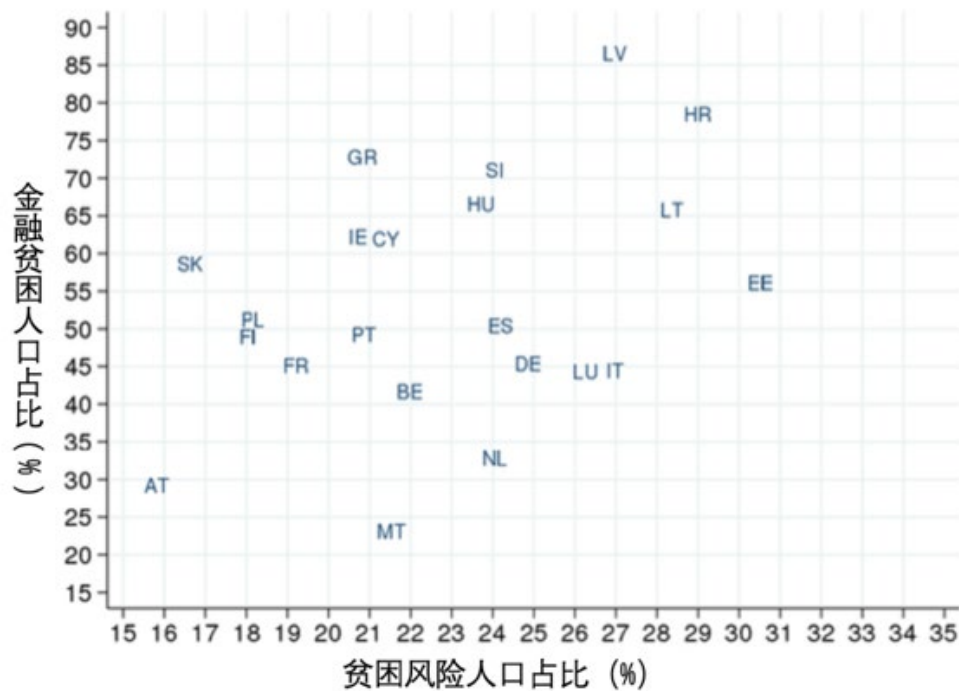
关于控制措施持续的时间，流行病学研究仍在努力分析疫情可能结束的时间，但还没有对经济活动全面恢复的速度予以考虑。不过或许可以借鉴中国经验：1 月 23 日，疫情最初暴发的一些湖北城市采取了早期的控制措施，1 月 27 日控制措施扩展到整个湖北省。目前，疫情蔓延几乎被阻断，但这些控制措施只是在 4

月份逐步和部分地取消，武汉于4月8日重新开放。总体而言，控制措施持续了大约三个月，由此认为欧洲的封锁将持续至少3个月是合理的。例如在疫情暴发较早的意大利，北部城镇在2月下旬率先实施了控制措施，这些措施于3月11日扩展到全国，预计到4月14日仅会部分取消。因此我们保守预计控制措施持续的时间为三个月。

关于家庭可以动用的资源，我们仅考虑容易变现的流动性金融资产。具体包括存款、债券和上市公司股票，不包括非上市公司股票、自愿性养老金和终身人寿保险。因此，我们将那些流动金融资产不足以支持在三个月内保持生活水平在贫困风险阈值以上的家庭定义为“金融贫困（financially poor）”。

图1展示了欧盟国家的贫困风险家庭（即收入不足的家庭）人口占比与金融贫困家庭（金融资产不足的家庭）人口占比的曲线图。这两个群体只是部分重叠：约80%的贫困风险人口同时处于金融贫困状态，30%至40%的金融贫困家庭同时面临贫困风险。对于各个国家，这两个指标是正相关的，但金融贫困的发生率差异更大，在20%至90%之间，而处于贫困风险中的人口比例则在15%至30%之间。对于意大利和西班牙这两个受病毒影响最严重的国家，以及紧随其后的法国和德国，大约一半的人口生活在金融贫困的家庭中。除马耳他、奥地利和荷兰外，其他国家金融贫困的人口比例至少和上述四个国家一样高。

图1 贫困风险人口占比和金融贫困人口占比

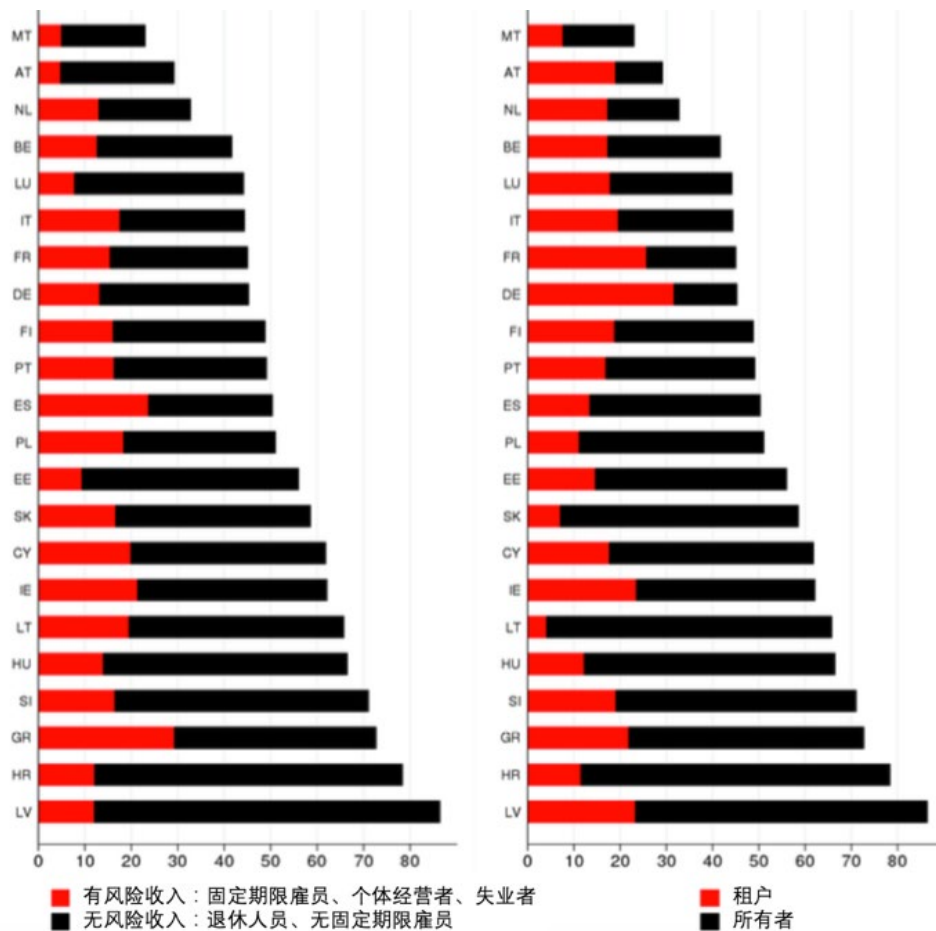


来源：HFCS，UDB 3.0（西班牙，UDB 2.4）

金融贫困家庭的不同收入来源受到控制措施的影响可能有所差异（Adams-Prassi 等 2020, Bell 等 2020）。例如，养老金等基本上不会受到控制措施的影响；个体经营者比无固定期限的雇员面临更大的风险，因为他们不享受就业保护法，通常也没有资格参加失业保险计划；在雇员中，定期合同雇员在保住工作和达到慷慨的失业保险资格方面有更大的困难；在其他条件相同的情况下，租房的家庭比拥有住房的家庭面临更大的财务压力，因为大多数国家都在制定或讨论延迟偿还抵押贷款的政策。

在图 2 中，我们根据这些简单的脆弱性指标去分解金融贫困家庭的人口比例。左图是根据家庭中主要挣钱人（养老金领取者和无固定期限雇员、个体经营者、固定期限雇员和失业者）职业状况的风险程度进行划分的；右图是根据房屋所有权状态（即租户与所有者）进行划分的。

图 2 金融贫穷人口的主要收入来源和房屋所有权状况



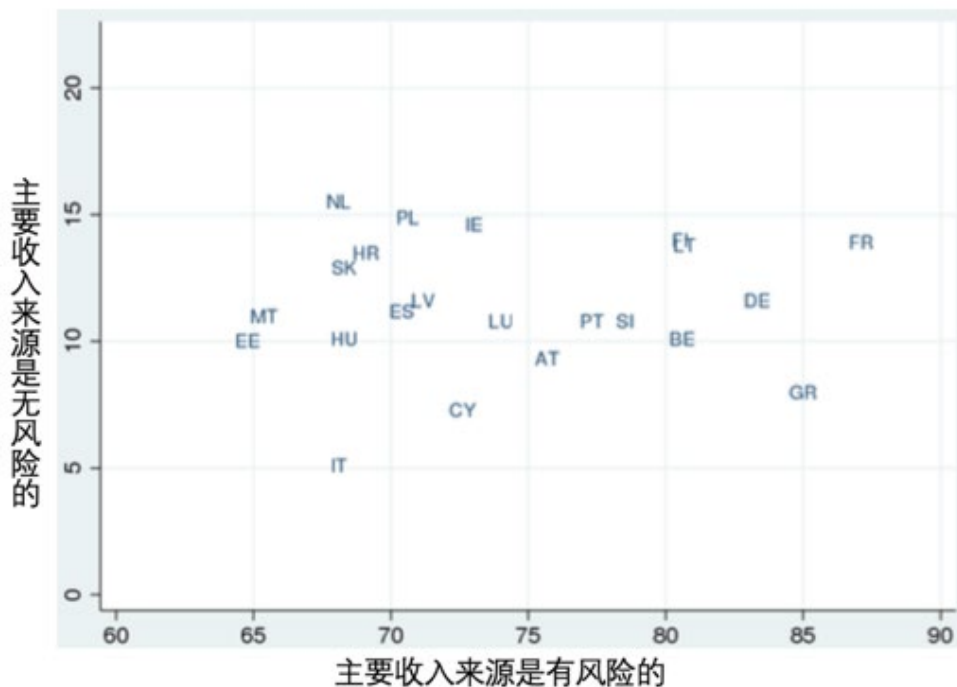
来源：HFCS, UDB 3.0（西班牙, UDB 2.4）

在西班牙，四分之一金融贫困家庭的主要挣钱人目前的工作容易受到控制措施的影响或他们没有工作；在意大利、法国和德国，这一比例要低一些（意大利

17%、德国 13%)。但是,在德国,金融贫困家庭中三分之一的人口租房生活,而西班牙只有 13%的人口是这种情况,意大利只有不到五分之一。

不过,上述分析忽略了家庭收入的综合属性。例如,有些家庭的主要收入来源于个体经营者,但还有部分无固定期限雇员的收入,因此控制措施的影响就会部分减弱。在这方面,欧洲各国也存在很大的异质性。在法国、德国和西班牙,金融贫困家庭总收入的 10%至 15%来自于受到控制措施影响相对较小的渠道;在意大利这一比例仅为 5%。同时,在法国和德国,大约 85%的家庭收入主要依赖于易受到控制措施影响的主要收入者;在意大利和西班牙,这一比例要低得多,分别为 70%和 68% (图 3)。

图 3 有风险收入占家庭收入的份额



尽管上述衡量较为粗略且基于严格的假设,但结果表明,近期疫情防控措施所产生的负面经济影响可能通过多种渠道对欧洲国家很大一部分人口带来冲击,导致他们缺乏足够的金融资源来维持整个季度的最低生活水平。欧洲很有可能需要采取家庭支持措施。

本文原题为“All in It Together, But With Differences: The Finances of European Households Trough the Pandemic”。本文作者 Romina Gambacorta 是意大利央行的高级经济学家, Alfonso Rosolia 是意大利央行统计分析主管, Francesca Zanichelli 是意大利央行的经济学家。本文于 2020 年 4 月刊于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

贸易政策如何应对疫情：给贸易部长的建议

Anabel González / 文 史明睿 / 编译

导读：应对新冠疫情时，贸易政策可以作为一种强大且低成本的工具。政府可以采取降低医疗用品关税、降低医疗相关产品和材料运输成本、采用医疗用品国际标准、允许医护人员跨境流动、加强电子医疗和跨境数字分享专业知识、加强新药知识产权保护、减少出口限制、采取集体贸易措施等方式降低疫情带来的损害。编译如下：

致贸易部长：

当贵国部署应对 COVID-19 大流行病的各种工具时，请记住，贸易可以作为其中一个强大、低成本的工具，用于改善获得医疗用品的机会。一些措施可以帮助保护本国人民的生命和健康。除贸易外的其他工具可能有吸引力，但也会给经济带来损害。与世界各国一起采取集体行动，可以加强贸易政策对流行病的应对效果。以下是一些采取行动的建議，所有这些建議都符合世界贸易组织的规则。

降低药品、医疗器械和其他医疗用品的关税

药品和医疗设备的关税相对较低，但在许多国家，防治流行病所需的消毒剂和其他产品仍面临关税和非关税壁垒。令人惊讶的是，31 个政府对肥皂征收 30% 甚至更多的进口税！

消除这种保护主义措施还可以降低诸如药物有效成分、药物其他构成化学品等投入的成本，鼓励国内投资和生产。一个参考物品清单是世界海关组织公布的基本 COVID-19 医疗用品指示性清单。哥伦比亚和巴拿马等国已经宣布降低关税。但美国对从中国进口的产品征收关税，有可能导致美国呼吸机和其他医疗产品短缺。

提高贸易便利化，以降低与医疗有关的产品和材料的跨境运输成本

救济品的跨境流动对于及时治疗病人以及依靠进口投入生产这些产品的国内生产商至关重要。据报告，例如，由于疫苗从港口或工厂运到目的地时需要小心对待，改善物流可以提高低收入国家的免疫率。中国和欧盟已经建立了“绿色通道”，以便快速审查和放行货物，避免关键物资进口延误；其他国家的政府也应效仿。世界海关组织可以帮助简化程序和改进风险管理。身为贸易部长，您可以考虑将这种方法扩展到某些食品和产品，如卫生纸，以减少短缺。

采用国际标准确保进口的医疗相关产品的质量和安全

药品和医疗器械通常要经过产品注册和批准，以确保消费者安全和公众健康。即使不是专门为限制贸易而设计的，这些产品的管理制度也可能不合理地限制药品和医疗设备的使用。应放宽与国际标准不符的国内条例，并应加快这些用来评

估是否符合标准的复杂和冗长的程序。这些非关税壁垒对公共卫生有害。一种选择是对已经达到发达经济体标准的医疗用品进行自动登记。

允许医疗领域人员跨境流动

2020年2月，中国武汉的两名护士发表公开信，恳求世界各地的医疗工作者来中国。中国后来向意大利派遣了300名重症监护医生。需要更多这样的医生、护士和医疗专业人员流动，特别是在较贫穷的国家。特别签证、工作许可证和更灵活的规章制度都是有效。

通过电子医疗和其他跨境数字互动分享专业知识

在美国，远程医疗正迅速成为抵御冠状病毒的第一道防线。全球医疗界正转向数字技术、数据和跨境电子医疗互动，以共享COVID-19相关的检测、预防、应对和康复的经验。但一个健全的数据框架是支持数据自由流动、保护隐私和安全以及为数据交换提供可信环境的关键。

确保适当的知识产权保护不妨碍新技术和药物的开发

世界各地的公司都在竞相开发COVID-19的诊断方法，以及用于预防和治疗疫苗和抗病毒药物，而政府也在努力加快审批。意大利工程师开发的3D打印呼吸器零件等新技术可以解决医疗用品短缺问题。这些创新的发明者应该得到知识产权保护，他们的需求必须与这一流行病的全球重要性相平衡。但新问题必须解决，就像那些意大利工程师们担心自己运用了三维打印阀，这使他们可能面临专利诉讼威胁。

避免出口限制

据报道，超过24个国家已采取措施限制医疗设备（如口罩）、药品及其组成要素的出口。例如，欧盟对贸易联盟以外的地区实施了医疗器械出口限制，印度对药品和药物成分的出口也采取了同样的措施。不幸的是，我们对这种情景似曾相识。在2006-2008年的粮食危机中，出口限制减少了全球粮食供应，导致粮食价格飙升。

过去已经证明，这些限制对进出口国都造成了伤害，如提高价格、抑制投资和引发报复，但要从多边角度约束这些限制的滥用是很困难的。尽管这些措施具有政治吸引力，但各国应认识到这是自取灭亡。世界卫生组织估计，为了满足全球对个人防护装备（口罩、护目镜等）不断增长的需求，制造业必须增长40%。解决办法是利用补贴或其他措施刺激全球生产和加快分配。

采取集体贸易行动

最后，各国政府应该加强全球贸易合作，而不是限制。他们应该同意取消出口禁令，放松最近的限制。各国政府还可以就削减医疗相关产品关税和非关税壁垒的协议进行谈判，例如建立在世贸组织药品贸易倡议的基础上。增加开放市场

的确定性将刺激投资。各国政府还可以制定详细的框架，支持医疗服务贸易改革或电子医疗服务，以促进医疗知识和专业技能的交流。重要的是，他们可以利用世贸组织进行这些谈判。虽然国际贸易合作受到地缘政治竞争的冲击，但为拯救生命，现在是共同推动公共卫生和贸易政策之间更大程度的全球协调的时候。

本文原题为“A Memo to Trade Ministers on How Trade Policy can Help Fight COVID-19”。本文作者 Anabel González 现为 PIIE 非居民部门高级研究员，曾任世界银行全球贸易与竞争力实践部门高级主管。本文于 2020 年 3 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

冠状病毒冲击中国一季度 GDP

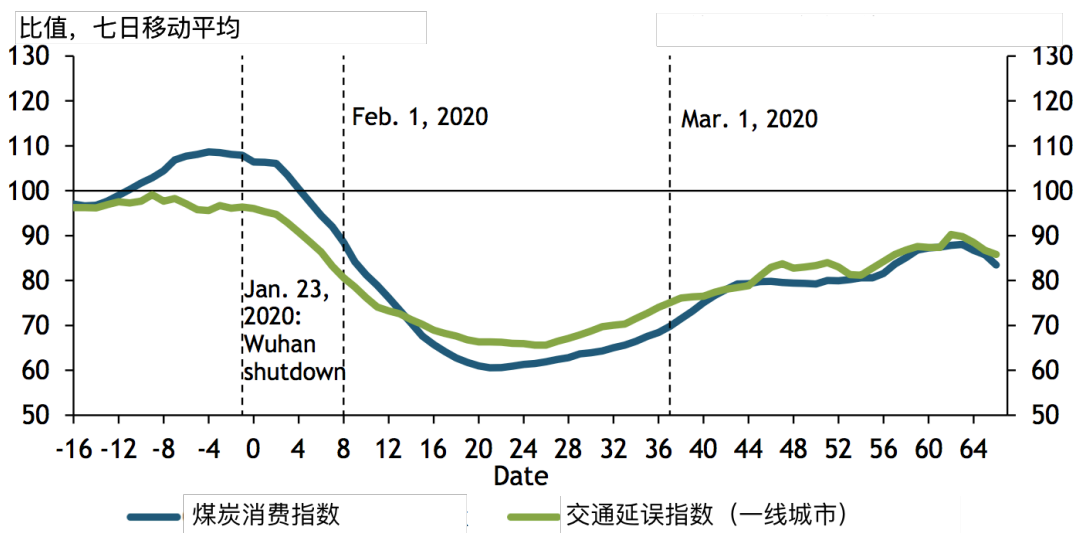
Yifei Lyu, Jun Nie / 文 刘铮/编译

导读：由于新型冠状病毒在中国的传播远早于其他国家，因此中国能为疫情带来的经济影响提供早期信号。利用一系列统计模型，作者估算出，冠状病毒疫情爆发可能使中国年度实际 GDP 降低 32%，同比增长速度从 2019 年第 4 季度的 6% 下降到 2020 年第 1 季度的 -3.8%。编译如下：

由于企业的关停和消费的抑制，冠状病毒大流行严重损害了全球经济增长。然而，由于经济数据的缺乏，对病毒的影响规模进行估计比较困难。率先爆发疫情的中国也许能为疫情的经济影响提供早期信号。尽管官方公布的 GDP 数据有一定的滞后性，高频日度数据依然可以为中国第一季度经济增长提供早期参考。

图 1 绘制了中国每日煤炭消费量和交通延误指数，分别代表冠状病毒爆发对电力生产和商业活动的初步影响。指数显示了今年相对于过去三年同期平均水平的变化。由于中国的农历新年的日期每年不同，所以对日期重新排列，并使用日期“0”来表示 2020 年 1 月 24 日，即农历新年开始的前一天。日期“-1”（春节前两天）表示武汉开始封城。我们将指数标准化，读数 100 意味着 2020 年的煤炭消费水平或交通延误时间与 2017-19 年的平均水平相同。

图 1 中国每日煤炭消费及交通延误指数（相对于 2017-2019 平均水平）



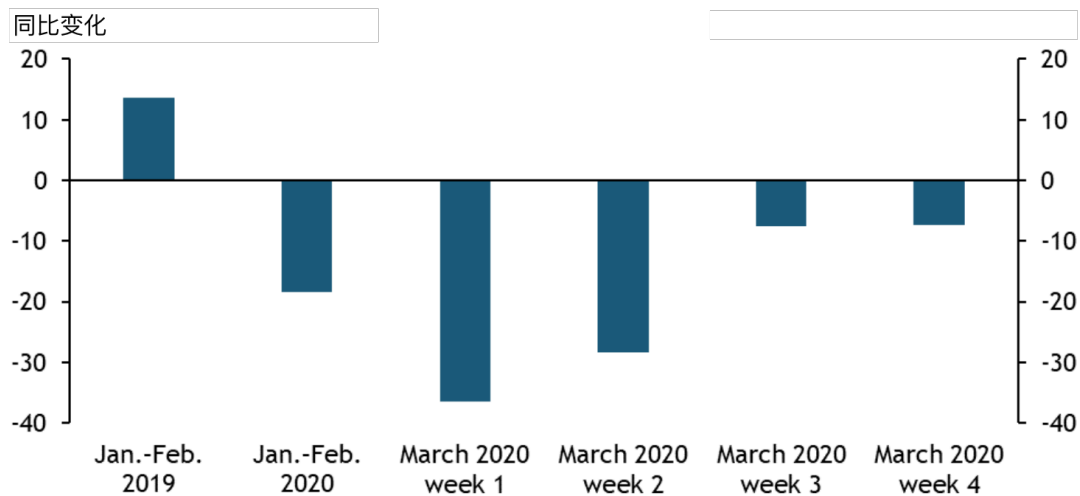
注：一线城市是指以下四个大城市：北京、上海、广州、深圳。

数据来源：Wind，作者计算。

如图所示，武汉封城（标志着中国开始实施一系列严格的检疫政策）后的前三周，煤炭消耗量（蓝线）和交通延误时间（绿线）均下降了近 40%。到 3 月下旬，两个指数仍比前三年的平均水平低 10% 左右。此外，两条线的坡度在 3 月中旬都有所放缓，表明经济的恢复可能比较缓慢。

图 2 利用夜间灯光的卫星数据展示了同一情形。给定区域的亮灯率与该区域的经济活动正相关,因此能够估计 GDP 增长(Henderson、Storeygard 和 Weil 2012)。图 2 的前两条柱体显示,与前一年相比,2020 年 1 月和 2 月,中国夜间亮灯率增速急剧下降。接下来的 4 条柱体显示,3 月第一周增长率继续下降,然后逐渐恢复。不过,3 月第四周夜间亮灯率仍比 2019 年同期低 10%左右,与前一周相比改善不大。综合来看,图 1 和图 2 的高频数据显示,由于 2 月份中国实施了严格的封锁和检疫政策,经济活动非常疲弱。此外,两图还显示 3 月份经济复苏缓慢,说明短期内经济不太可能完全从疫情影响中反弹。

图 2 中国夜间亮灯率变化



资料来源: NASA Worldview, 作者计算。

为了更直接地估计疫情对中国 GDP 增长的影响,我们使用了四个统计模型。每种模型在处理不同类型的数据方面有其相对优势。通过比较这些模型的估计值,我们可以更全面地了解中国的经济增长。第一个模型是动态因子模型,此模型被许多国家用于进行实时的 GDP 增长预测。该模型的主要优点是:它可以适用于混合频率和有缺失值的数据(Bañbura、Modugno 和 Reichlin 2013; Bañbura 和 Modugno 2014)。第二个模型是一个月度回归模型,它利用与中国 GDP 增长十分接近的 14 个月度变量来预测 GDP(Nie 2016)。第三个模型是一个扩散指数模型,它利用许多变量构建了一些指数,然后利用这些指数来预测 GDP 增长,Stock 和 Watson(2002)为这种方法提供了支持。第四个模型是一个完全集回归模型(Complete Set Regression),它基于潜在预测因子的不同子集进行多次预测,然后对这些单独的预测进行平均,形成最终预测(见 Giannone、Lenza 和 Primiceri 2018; Elliott、Gargano 和 Timmermann 2013)。

我们的分析基于一个不平衡的面板数据集,该数据集包含 24 个不同频率的变量,涵盖了 1999 年 1 月至 2020 年 3 月期间生产、投资、消费支出、制造业、

房地产、贸易活动、政府政策和日常经济活动的关键指标。

我们首先使用动态因子模型来构建一个平衡的面板，然后用它来估计其他三个模型。

表 1 报告了上述模型对 2020 年 2 月 10 日至 3 月 30 日每周一次的第一季度 GDP 增长的估计。对于每一个模型，该表报告了同比增速（即 2020 年第一季度相对于 2019 年第一季度的增长）以及环比折年率（即 2020 年第一季度相对于 2019 年第四季度的增长）。总的来说，这些估计揭示了两个关键发现：一是所有的估计都表明，2020 年第一季度中国 GDP 增长可能处于历史低位。特别是，完全集回归模型估计实际 GDP 比前一年下降了 4.1%，比上一季度下降了 28.9%（基于年化数据）。月度回归模型显示降幅较小（同比下降 2.6%），而扩散指数模型则显示了更大的降幅（同比下降 4.8%）。尽管动态因子模型显示出微弱的正增长（同比增长 0.7%），但这一估计仍比 2019 年第三和第四季度的 GDP 增长（6%，未显示）低 5 个百分点以上。动态因子模型预测的增长率更高主要是因为它赋予 2 月份之前的数据较大的权重，当时中国经济增长稳定。这些数据在预测当前的增长动态方面已经不太适用。

表 1 根据四个模型对 2020 年第一季度中国 GDP 增长进行估计

Date	动态因子模型		月度回归模型		扩散指数模型		完全集回归模型	
	同比增长 (%)	环比折年率	同比增长 (%)	环比折年率	同比增长 (%)	环比折年率	同比增长 (%)	环比折年率
Feb. 10	6.4	7.8	6.1	6.6	7.3	11.6	6.7	8.9
Mar. 2	5.8	5.3	3.8	-2.3	5.9	5.8	3.7	-2.6
Mar. 9	5.6	4.4	3.3	-4.3	5.2	3.0	3.4	-3.9
Mar. 16	0.6	-13.9	-2.9	-25.3	-4.3	-29.4	-3.6	-27.3
Mar. 23	0.4	-14.6	-3.3	-26.4	-4.8	-30.8	-4.3	-29.3
Mar. 30	0.7	-13.7	-2.6	-24.3	-4.8	-30.8	-4.1	-28.9

资料来源：作者计算。

第二个发现是，自 2 月份以来，由于纳入了更多的月度和日度数据，所有四个模型的 GDP 增长估计值都大幅下降（尽管下降幅度有所不同）。例如，动态因子模型的估计值从 2 月 10 日的 6.4% 下降到 3 月 30 日的 0.7%。下降主要发生在 3 月 16 日，这一天统计局公布了社会消费品零售总额、工业增加值和固定资产投资的最新月度数据。3 月 30 日的小幅上调反映了中国官方公布的 PMI 数据，显示 3 月份 PMI 小幅反弹。其他模型的估计值也显示出类似的模式。

为了得到中国 GDP 增长的单一估计值，我们接下来对来自月度回归模型、扩散指数模型和完全集回归模型的三个估计值进行平均，这三个模型对近期数据赋予的权重更大。我们排除了动态因子模型的估计值，因为该模型对 2 月份之前的数据赋予了更大的权重。虽然历史数据有助于在正常时期估计 GDP 增长，但

当经济增长严重偏离正常路径时，这些数据就没有那么有用了。其余三项估计的平均值表明，第一季度国内生产总值同比下降 3.8%，或环比下降 28%（年化）。与 2019 年下半年 6% 的同比增长率相一致的 GDP 水平相比，这一估计表明，冠状病毒大流行可能使中国 2020 年第一季度的实际 GDP 年化率下降 32%。

虽然上述估计能够衡量疫情对中国 GDP 最初影响，但在为其他国家提供参考时仍需谨慎。中国政府在疫情爆发之初就实施了非常严格的检疫政策，这些措施在其他国家实施起来可能会比较困难。因此，在中国以外，最初的经济影响可能较小。然而，总的经济效果将取决于病毒需要多长时间才能被控制。如果病毒在其他国家的传播范围比在中国更广、持续时间更长，长期的经济影响可能会更严重。在这种情况下，实施严格的社会隔离政策可能有助于减少病毒的总体经济影响。

本文原题为“Coronavirus Dampens China’s First-Quarter GDP”。本文作者 Yifei Lyu 是新西兰财政部的分析师。Jun Nie 是堪萨斯城联邦储备银行的高级经济学家。本文于 2020 年 4 月刊于堪萨斯城联储官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

不断演进的美元、银行杠杆与实体经济活动

Burcu Erik, Marco J. Lombardi, Dubravko Mihajek 和 Hyun Song Shin /文 张寒堤/编译

导读：自金融危机（Great Financial Crisis, GFC）以来，人们对金融状况如何影响实体经济活动的兴趣有增无减，因为金融部门的某些机制已悄然发生改变。本文通过研究全球 PMI 指数、世界贸易和全球金融状况指标之间的实证关系来阐明这一问题，并特别关注广义美元指数。自从金融危机以来，美元对实体经济活动和全球贸易的影响力似乎有所增加，而 VIX 指数的影响力则有所下降。编译如下：

1. 引言

COVID-19 疫情使人们意识到，紧缩的金融状况如何外溢到实体经济活动。金融状况如何影响实体经济活动，2008-2009 年金融危机以来，传导机制又发生了怎样的变化？

一个重要的背景是，过去十年间金融中介模式的一系列变化，影响到金融状况向经济活动的传导机制，传导重点从银行部门转移到市场导向的金融中介。本文通过检验全球 PMI 指数与全球金融状况指标之间的实证关系，进一步阐明金融状况对实体经济活动的影响。广义美元指数的作用越来越大，除了扮演国际贸易中商品相对价格的传统角色外，还通过对金融状况的作用来影响实体经济活动，此外还作为金融中介机构风险能力的晴雨表。

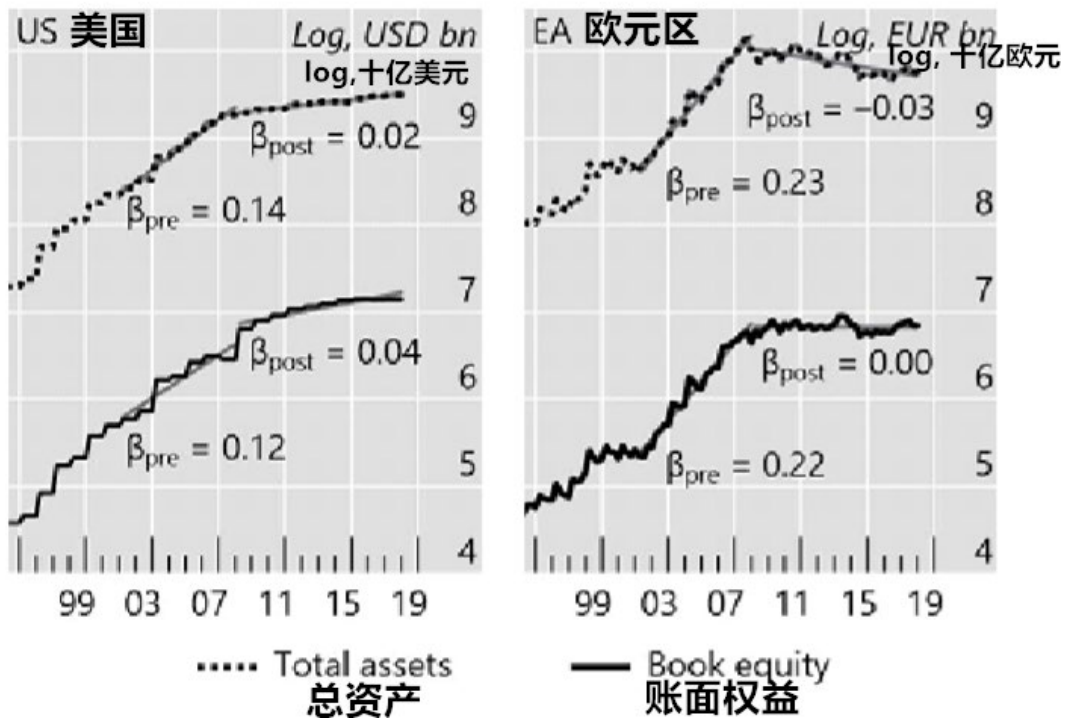
全文安排如下：第 2 节讨论金融中介的三大变化，第 3 节更加密切地关注美元与全球经济活动指标之间的演变关系；第 4 节甄别这些变化的驱动因素；第 5 节在新环境下对风险的本质进行回顾总结。

2. 金融中介的变化

本文侧重研究自金融危机以来，金融状况对实体经济的传导机制发生了怎样的变化，金融中介的三个变化与该问题息息相关。

首先，在后危机时代，特别是在最受金融危机冲击的发达经济体国家中，传统银行业受到明显抑制。图 1 描绘了 43 家美国和欧元区大型银行的总资产和账面权益情况。资产和权益在危机前增长强劲，但随后增长放缓。欧元区银行表现尤其低迷，自 GFC 以来总资产持续萎缩。

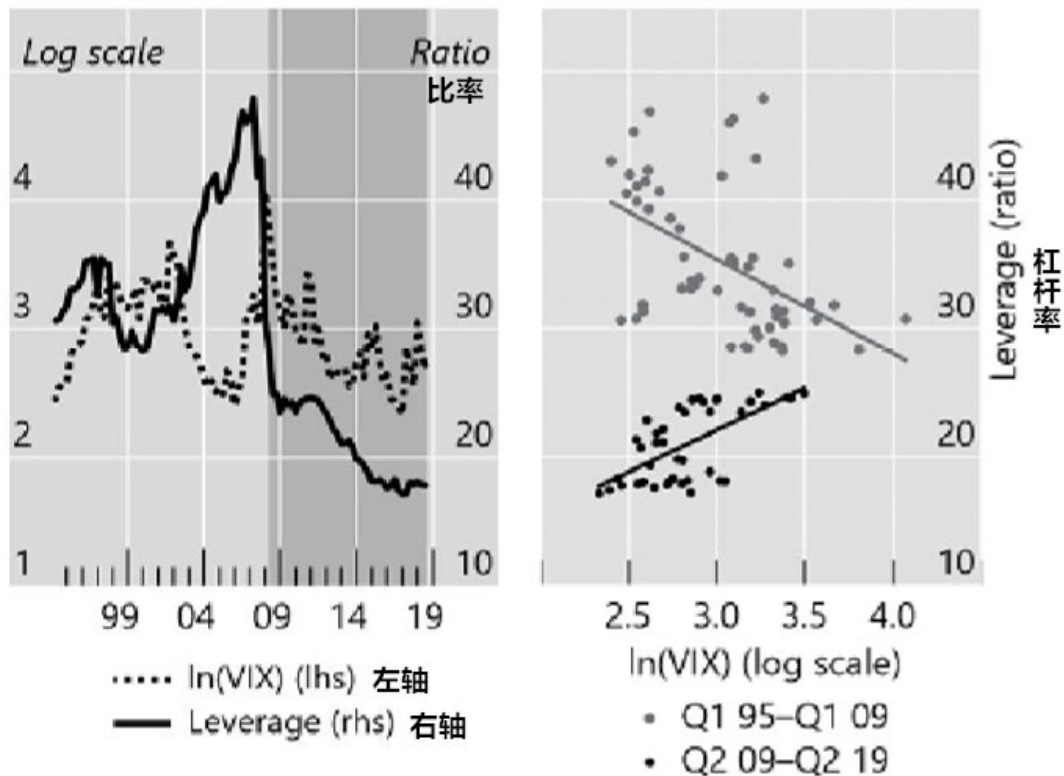
图 1 17 家美国银行与 26 家欧元区银行的总资产与账面权益情况



数据来源: Datastream

其次, 银行杠杆率与风险衡量指标之间的关系发生了变化。危机前, 银行杠杆率(总资产/股本)与股市隐含波动率 VIX 指数密切相关(Adrian & Shin 2010, 2014)。当 VIX 较低时, 银行杠杆率较高, 反之则反。图 2 展示了 VIX 与通过美国经纪交易部门衡量的杠杆率之间的关系, 为市场导向的金融中介提供了一个指导窗口。自 2009 年以来, 杠杆率与 VIX 指数之间的负相关关系已经破裂, 尽管 VIX 指数在 2019 年回落接近危机前的低点, 但银行杠杆率持续下降。Forbes 和 Warnock (2020) 以及 Miranda-Agrippino 和 Rey (2020) 都指出, VIX 作为信贷增长和资本流动的解释变量的作用在减弱。图 2 中灰色圆点表示在金融危机前, 杠杆率和 VIX 之间的负相关关系, 黑色圆点表示, 危机后杠杆率不再对 VIX 的变化做出反应。

图2 杠杆率与 VIX 指数



数据来源：美联储 FOF 数据，Bloomberg

第三，危机后银行资产负债表容量的定价发生变化。一个显著变化是抛补利率平价（CIP）的崩溃。抛补利率平价是指货币市场中某一货币的利率等于外汇掉期市场中该货币的隐含利率。图3取自 Avdjiev 等（2019），显示货币市场利率和外汇掉期市场的美元隐含利率（十种发达经济体货币平均值与美元的相对值）之间的差异。尽管抛补利率平价在危机前表现良好，但在危机后却不再具有效力。Avdjiev 等（2019）发现，美元升值与抛补利率平价偏离扩大相关联。这种实证联系在一阶差分和日频上都成立。因此，他们认为广义美元指数是银行资产负债表成本一个很好的同步指标。

总之，全球金融危机以来的变化表明，传统银行业的金融中介作用减弱，市场导向的中介和美元作为风险偏好关键指标的作用增强。正如 VIX 指数是危机前衡量资产负债表定价的一个良好指标一样，美元成为危机后衡量资产负债表定价的一个良好指标。

图3 抛补利率平价（CIP）的偏离



数据来源：圣路易斯联储，Bloomberg

3. 美元、PMI 指数与贸易增长的演进关系

鉴于第2节中的变化，本文预期自金融危机以来，金融状况的传导机制也发生了变化。月度全球 PMI 指数的发布，采购经理人也密切关注这一指数，以便评估他们面临的金融状况，从而评估当前和预期的经济活动。此外，考虑到金融危机前后，银行业资产负债表成本的结构性破坏，金融状况对实体经济活动的传导机制可能发生了变化。

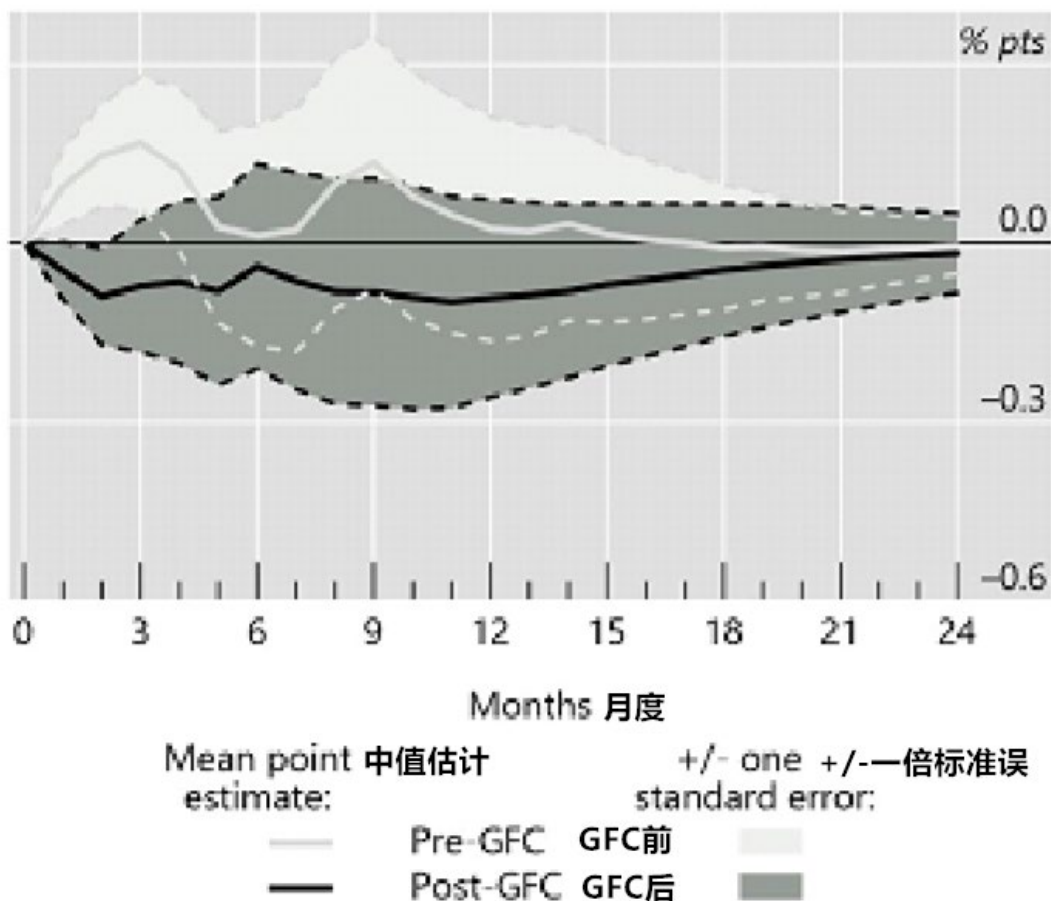
在后危机时期，强势的美元已成为与疲弱的 PMI 指数，和不景气的实体经济活动相关联的同步指标。本文通过一个小型 VAR 来研究实证关系。VAR 依次包含世界股票价格的变动、美元的名义有效汇率（“美元指数”）、全球 PMI 指数（不包括美国）和全球贸易增长，滞后阶数设定为 6。本文计算了全球核心 PMI 指数调查前后 30 天内的月度变化，以便模拟采购经理人对市场的信息获得情况。该序列定义了一个 Choleski 分解，这个分解由金融变量的时序性支撑：股票价格和美元指数的变化是在至少一半的采购经理人接受调查之前的 30 天内计算出来的。该时间序列支持一个假设，即股票价格和美元指数的变化在前，不会同时对全球 PMI 指数和特定的贸易冲击作出反应。

基于这一顺序，与股价变动相关的第一次冲击，可以解释为与宏观经济和金融状况相关的信息流。在全球 PMI 指数和世界贸易数据公布之前，金融市场参与者就会解读这些信息，并被高频交易的股票价格所吸收。与美元指数相关的第

二次冲击，可以被认为是美元汇率变化传递的额外信息。第三个冲击是 PMI 指数的变化，这一变化尚未被金融变量反映在价格中，因此可能与调查期间采购经理人的私人信息有关。

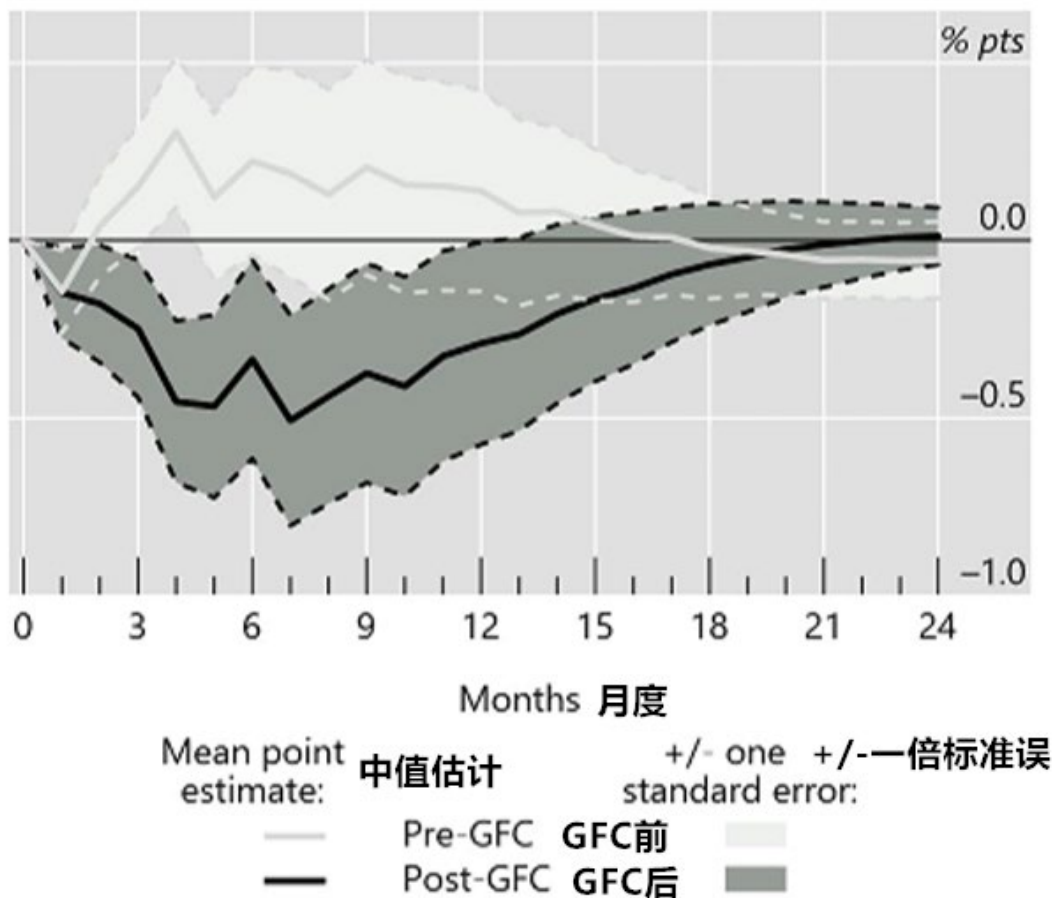
在 GFC 前后的样本上估计这一 VAR 值，突显出美元冲击传导的变化。在金融危机之前，全球 PMI 指数（不包括美国）在美元意外升值后温和上涨（图 4，灰色线）。这一反应符合美元升值后，美国进口需求增加的观点。然而，在 GFC 之后，全球 PMI 指数因美元意外升值（黑线）而收缩。考虑到贸易的反应时，结果更加显著（图 5）。在金融危机之前，美元意外升值推动了世界贸易增长（灰色线）。在金融危机之后，尽管美元计价的出口变得更便宜（黑线），美元的意外升值抑制世界贸易增长。

图 4 全球 PMI 指数（除美国外）对美元升值的脉冲响应



数据来源：圣路易斯联储，荷兰经济政策分析局，Bloomberg，Datastream，IHS Market

图 5 全球贸易增长对美元升值的脉冲响应



数据来源：圣路易斯联储，荷兰经济政策分析局，Bloomberg，Datastream，IHS Market

4. 金融变量与 PMI 指数：什么发生了改变？

本文现在来谈谈 PMI 指数和金融状况之间的关系。Erik 等（2019）发现，股票价格、公司债券息差和广义美元指数是本月全球 PMI 指数的好预测指标。建立在之前工作的基础上，本文进行了月度回归：

$$PMI_t = \alpha + \beta \Delta pc_t + \phi PMI_{t-1} + \epsilon_t \quad (1)$$

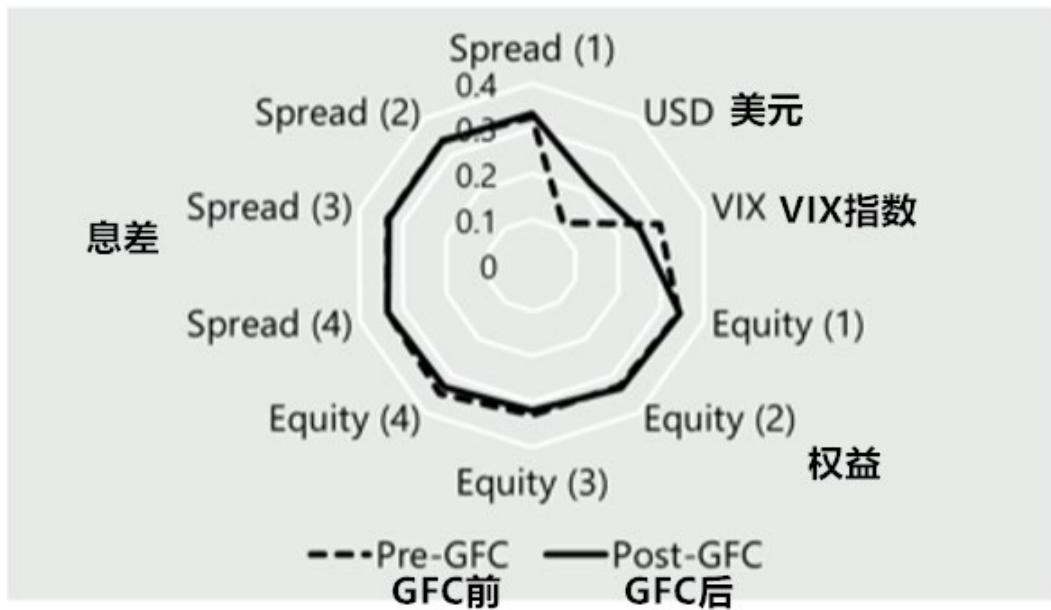
其中， PMI_t 是 t 月发布的全球 PMI 指数， PC_t 是一组金融指标中月度变化的重要组成部分，这组指标包括股票价格、公司债券息差、VIX 和广义美元指数。与之前一样，本文计算了围绕全球核心 PMI 指数调查 30 天内的月度变化，以模拟调查时采购经理人平均可获得的市场信息。

文章比较了主要成分模型，和基于全球综合股价指数的 PMI 指数预测性能。对样本预测能力的测试（Clark & McCracken, 2012）表明，相对于只有全球 PMI 指数滞后项的基准模型，改良模型取得显著的进展。当金融危机周期被剔除出样本时，预测效力会减弱。

为进一步阐明结果，本文研究了主成分载荷因子如何随时间演变的。图 6

比较了全球金融危机前后（1998-2007 年和 2010-2019 年）的载荷。强调了美元和 VIX 的载荷变化：美元载荷增加，VIX 载荷减少。这一发现与 Forbes 和 Warnock（2020），以及 Miranda-Agrippino 和 Ray（2020）的研究结果一致，后者也指出了 VIX 指数在危机后的指标作用减弱。值得注意的是，美元载荷的符号为负，即美元升值反而会拉低全球 PMI 指数，这与 Bruno 和 Shin（2015, 2019）的结论一致。

图 6 金融变量主要组成部分的载荷因子

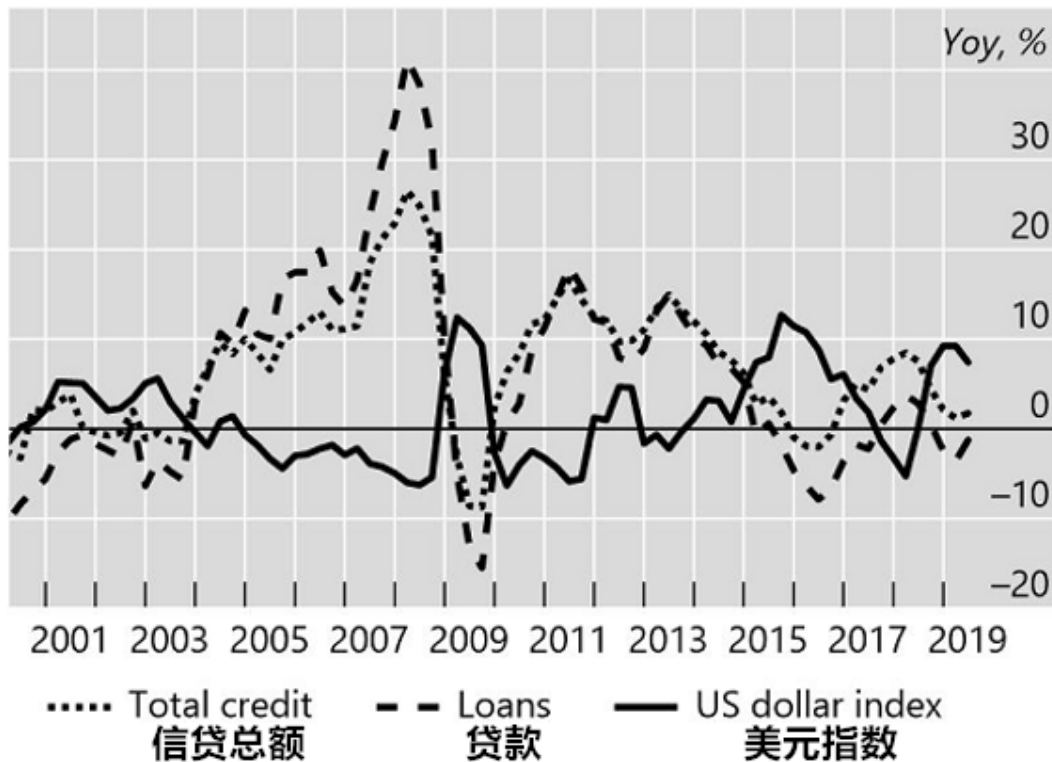


数据来源：圣路易斯联储，荷兰经济政策分析局，Bloomberg，Datastream，IHS Market

5. 后危机时代美元的作用

什么能解释美元在全球经济活动中日益重要的决定性作用呢？一个可能的途径是通过决定风险能力，特别是美元汇率作为风险能力的指标（Bruno & Shin, 2015）。事实上，美元与以美元计价的外国信贷增长密切相关。图 7 显示了新兴市场经济体（EMEs）美元贷款四个季度的增长率以及加权美元变化。这两个序列是负相关的：当美元走强时，流向新兴市场国家的美元贷款就会放缓。

图 7 新兴市场美元计价信贷与美元指数



数据来源：圣路易斯联储，Datastream, Dealogic, Euroclear, Thomson Reuters, Xtrakter Ltd, 国家数据，国际清算银行数据

美元走强与美元信贷增长之间的负相关关系可以通过汇率的金融渠道来解释，通过资产的更大流动性（Diamond, Hu & Rajan, 2020）或通过银行的美元信贷贷款能力的波动（Bruno & Shin, 2015）发挥作用。如果一家全球银行向全球借款人提供的贷款组合多样化，美元的广义贬值将导致银行信贷组合的尾部风险降低，并放松银行的风险价值（VaR）约束。通过增加杠杆率，扩大了美元信贷的供应。这样一来，美元大幅贬值与银行承担更大风险息息相关。

有趣的是，Niepmann 和 Schmidt Eisenlohr（2019）发现，美国的国内信贷也与美元呈负相关关系，甚至对非贸易部门的公司也是如此。这一机制是通过二级市场机构投资者对美国银行贷款的需求实现的。

由此导致美元信贷条件的变化，可能会影响制造业企业的融资需求，特别是那些参与全球供应链的企业。这些公司一般都有大量的营运资本融资要求，因为它们需要资产负债表上记录中间品存货，并且在给供应链上其他公司销售时，通常需要记录应收账款（Bruno, Kim & Shin, 2018）。随着制造业和服务业日益全球化，美元信贷状况将对全球供应链上的经济活动产生一定影响。Shousha（2019）发现，新兴市场经济体的实体经济活动受到美元走强的负面影响。

美元走强对全球贸易影响的另一个解释是，贸易的票据渠道。Gopinath 和

Stein (2018a, 2018b) 指出，当美元被用作贸易的计价货币时，由于美元计价的竞争影响，两个非美国国家之间的贸易量可能会下降。在本文研究的渠道内，美元走强都与贸易活动减弱相关。票据渠道通过对出口目的国的双边美元汇率来发挥作用。Bruno 和 Shin (2019) 使用来自墨西哥银行信贷层面的数据和匹配公司数据，发现票据和融资渠道发挥作用的证据。

本文的研究结果表明，在金融危机之后，银行业已经发生了结构性变化，最显著的变化是，风险能力和杠杆率的晴雨表已经从 VIX 指数变为了美元。通过广义美元指数衡量风险能力似乎比 VIX 更好。正统银行业仍处于低迷状态，让位于市场化融资和非银行中介。本文已经探讨了这种转变对实体经济活动的一些影响，未来的研究将揭示更多的细节。

本文原题为“The Dollar, Bank Leverage and Real Economic Activity: an Evolving Relationship”。本文作者 Burcu Erik, Marco J. Lombardi, Dubravko Mihajek 均为国际清算银行货币与经济部门研究员，Hyun Song Shin 为国际清算银行研究主管。本文于 2020 年 3 月刊于 BIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

The Center for Economic Policy Research (CEPR) 经济政策研究中心

简介：经济政策研究中心成立于1983年。它包括七百多位研究人员，分布于28个国家的237家机构中（主要是欧洲高校）。其特点是提供政策相关的学术研究、并关注欧洲。Voxeu.org是CEPR的门户网站，受众为政府部门的经济学家、国际组织等。它的文章多为与政策相关的工作论文初稿，比财经报纸专栏更为深入，同时比专业学术文章更加易懂。

网址：<http://www.voxeu.org/>

Brussels European and Global Economic Laboratory (bruegel) 布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室

简介：布鲁塞尔欧洲与全球经济实验室成立于2005年，是主要研究国际经济的独立、非理论（non-doctrinal）的智库。致力于通过开放、基于事实并且与政策有关的研究、分析和讨论，对欧洲及全球经济政策制定作出贡献。bruegel的成员包括欧盟各国政府以及一些领先的国际公司。在《2011年全球智库报告》（The Global Go To Think Tanks 2011）中，bruegel在全球（含美国）30大智库中列第16名，全球30大国内经济政策智库中列第9名，全球30大国际经济政策智库中列第3名。

网址：<http://www.bruegel.org/>

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/>

Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel) 基尔世界经济研究所

简介：基尔世界经济研究所是一个研究全球经济事务、经济政策咨询和经济教育的国际中心。该研究所尤其致力于为全球经济事务中的紧迫问题提供解决方案。基尔研究所的研究领域包括经济预测、经济政策咨询、出版物、全球解决方案倡议、科学教育和公共关系。该研究所在其研究的基础上，向政策、商业和社会决策者提供咨询，并向更广泛的公众通报国际经济政策的重要发展。

网址：<https://www.ifw-kiel.de/>