

# 全球智库半月谈

分解新冠疫情期间的需求和供给冲击

疫情后的经济复苏应有多样化的刺激方案

疫情下的自动化变局

美国在贸易领域退出东亚的成本很高

2021 年经合组织面临一个决策点

美联储货币政策过紧

日本大规模经济刺激未显示债务危机迹象

本期编译

安婧宜

桂平舒

刘铮

申劭婧

史明睿

宋海锐

杨茜

伊林甸甸

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

<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: 薛懿 邮箱: [xueyi1800@163.com](mailto: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

## 分解新冠疫情期间的需求和供给冲击 ..... 6

导读：近期，学术界试图理解 COVID-19 危机和相关封锁政策的经济影响是否应归因于需求或供给冲击。这场辩论具有一定的重要性，因为潜在的冲击可能对经济稳定政策产生重大影响。本文试图通过工作时间和工资数据来回答这些问题，通过计量经济模型来估计总体经济和不同部门的劳动力需求和供给冲击。本文发现，虽然劳动力供给冲击在小时内下降的比例较大，但这两种冲击都很重要。

## 疫情后的经济复苏应有多样化的刺激方案 ..... 9

导读：今年 3 月以来，世界各主要经济体纷纷出台了规模较大的经济刺激政策。这些政策取得了很好的短期效果，但也引发了市场的一些担忧。作者认为，当前实施全面刺激是有必要的，而未来导致风险的可能性还不算大。

## 发达经济体和新兴经济体对新冠疫情冲击的财政应对 ..... 11

导读：在货币政策配合下，针对 Covid-19 危机的财政应对政策迅速而有力。与新兴市场经济体相比，发达经济体部署的财政应对措施规模大得多。新兴市场经济体中大流行的低发病率不能完全解释这一差异。新兴市场经济体狭窄的财政政策空间，再加上大流行冲击导致的融资条件收紧，是限制财政应对措施的重要原因。财政应对措施的规模和构成还取决于其他因素，例如收入水平、社会保障网和自动稳定器。

## 疫情下的自动化变局 ..... 17

导读：肆虐全球的新冠疫情大大扰乱了企业的正常生产，也使得越来越多的厂商开始加速向自动化技术转型。本文构建了一套理论模型，发现在疫情冲击下，厂商会增加对自动化技术的投入，且自动化技术能创造更多的就业岗位。

## 美国在贸易领域退出东亚的成本很高 ..... 20

导读：持续的美中贸易战和接连退出各国际组织的举动让美国在东亚贸易领域的参与度越来越低。与此同时，中国与该区域其他国家间的合作日益密切。对于美国来说，这意味着一定的经济损失，以及在政治影响力方面的不利影响。总的来说，美国在贸易领域退出东亚需要负担较重的成本。

## 2021 年经合组织面临一个决策点 ..... 22

导读：1961 年，OECD（经合组织）取代了提出马歇尔计划的欧洲经济合作组织，正式登上了历史舞台。它最由 20 个欧洲和北美成员国组成，秉承“成员国经济体系之间相互关联，

整体的繁荣取决于各国的繁荣”这一原则。如今它已成为一个重要的政策论坛，为税收、教育、环境、治理和信誉等问题提供解决方案。

## 新型冠状病毒肺炎与新兴经济体：中短期预期 ..... 28

导读：随着巴西、俄罗斯、印度和墨西哥创下新型冠状病毒肺炎传染病的快速传播记录，第三波传染病正在新兴世界蔓延。此外，随着新兴经济体逐渐采取更严格的流动限制措施，流动性不足将对经济前景造成压力。事实上，国际货币基金组织（IMF）预计，2020年新兴世界将进入-1%的衰退，这可能比2008年全球金融危机的后果还要糟糕。

## 战略观察

## 美联储货币政策过紧 ..... 30

导读：美联储在2020年6月的会议中未更新其货币政策，却发布了更悲观的经济预期。这或许是因为其经济预期过于悲观，或者是货币政策就过紧了，也可能二者皆是。美联储应将联邦基金利率保持在-0.5%左右，并扩大量化宽松政策，使十年期国债利率降至零以下，并在之后由货币政策承担使通胀和失业率回归正轨的任务。

## 新冠疫情对于欧元崛起是机遇吗？ ..... 32

导读：欧元自从未对美元构成挑战，且其国际地位由于欧元危机而下降。面对美国政府利用美元霸权将其国内政策扩展到境外，欧洲正在反思如何在全球舞台上推广其货币，以确保地区自治权。但推动欧元发挥更大的作用是困难的，这需要对货币联盟结构进行深远变革。

## 日本大规模经济刺激未显示债务危机迹象 ..... 41

导读：今年5月，日本政府批准了第二轮规模为117万亿日元的经济救助计划，与4月份推出的第一轮刺激计划的规模相当。不过，出于以下几种原因，这些大规模经济刺激不太可能给日本债券市场造成严重压力：日本央行自2013年以来一直在大量购买政府债券；2016年9月采取了收益率曲线控制；日本央行可能会维持宽松的货币政策。因此，日本不断上升的债务目前是可持续的。

## 本期智库介绍 ..... 43

## 分解新冠疫情期间的需求和供给冲击

Pedro Brinca, Joao B. Duarte, Miguel Faria e Castro / 文 史明睿/编译

导读：近期，学术界试图理解 COVID-19 危机和相关封锁政策的经济影响是否应归因于需求或供给冲击。这场辩论具有一定的重要性，因为潜在的冲击可能对经济稳定政策产生重大影响。本文试图通过工作时间和工资数据来回答这些问题，通过计量经济模型来估计总体经济和不同部门的劳动力需求和供给冲击。本文发现，虽然劳动力供给冲击在小时内下降的比例较大，但这两种冲击都很重要。编译如下：

为应对 COVID-19 疫情，世界各地的政府和公共卫生部门实施了隔离和缓解措施，如“社交距离”。这些措施有效地导致整个经济部门出现有控制地“急停”，特别是在那些提供与他人（如餐馆、理发店、航空公司等）进行高度身体接触的经济活动和服务的部门。一方面，当局强迫许多此类经济部门的主体关闭，并把该部类中的工人遣送回家（所谓的“封锁”）。另一方面，不管公共卫生政策的建议如何，消费者本身也减少了对这些服务的消费。再加上新冠肺炎演变的不确定性，导致对商品和服务的需求全面减少，这种减少不仅仅影响到那些被“封锁”的部门（Gourinchas, 2020 年）。

因此，大多数经济学家认为，疫情和缓解措施的经济影响结合了所谓的“供应”和“需求”冲击（Baldwin and Weder di Mauro, 2020 年）。供给冲击降低了经济单位以特定价格生产商品和服务的能力。公共卫生当局和雇主阻止服务人员开展工作，可以认为是供给冲击。另一方面，需求冲击降低了消费者以特定价格购买商品和服务的能力或意愿。人们呆在家里，因为害怕传染而不去餐馆或电影院，就是需求冲击的一个例子。此外，随着服务人员失业，他们可能会停止购买汽车、电器等其他商品，这也可以视为是对这些特定行业的需求冲击。

传统的货币和财政政策可以用来抵消需求冲击，但另有一些政策可能更适合在供应冲击后稳定经济。因此，了解冲击是由供给还是需求引起的，对制定和执行经济稳定政策至关重要。由于本次疫情的特殊性质，政府无法确定对某些特定服务部门应该采取刺激或稳定的政策。若鲁莽制定政策，就可能使政策效果与公共卫生政策的目标背道而驰。然而，政府可以针对那些不适用“封锁”政策，但受到总体冲击的行业制定经济政策（如财政政策或信贷政策）。这意味着，不仅了解疫情总冲击与需求和供给的关系非常重要，还必须在行业一级明确这个问题（Guerrieri 等人，2020 年）。

在最近的一篇论文（Brinca 等人，2020 年）中，我们试图用工时和工资数据来回答这些问题，使用计量经济学模型估计总经济及不同部门的劳动力需求与供给冲击。我们用于识别供给还是需求冲击的假设非常简单：如果我们观察到工



时与工资同向运动，我们就假设经济活动变动由需求冲击引发的可能性更大。另一方面，如果我们观察到工时和工资向相反的方向移动，我们就假设供给冲击的可能性更大。

图 1 2020 年 3 月冲击分解

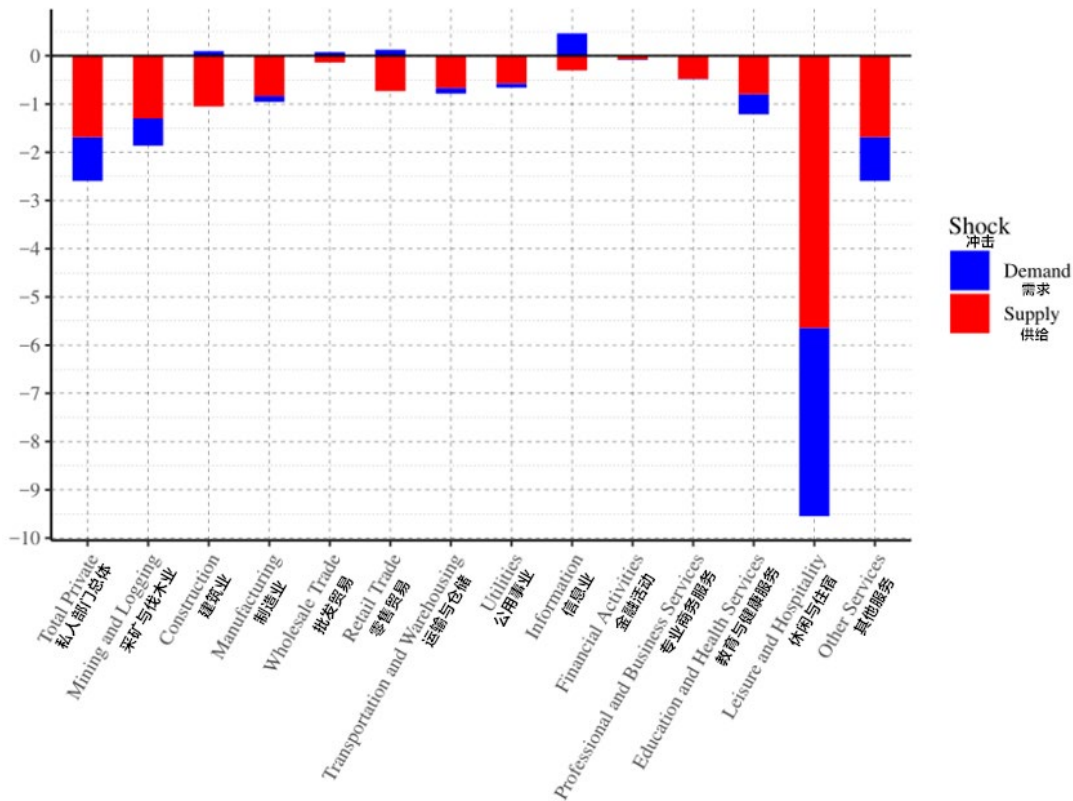


图 1 绘制了估计的 2020 年 3 月冲击分解，用到的工具是疫情开始后工作时间的增长率。红色和蓝色条的总和是工作时间增速相对于其历史平均增长率的变化百分数。红色柱线相对于蓝色柱线的大小代表了本行业中供给冲击相对于需求冲击的程度。第一个“部门”是私人部门就业总量，我们的结果显示，工作时间下降的三分之二是由供给冲击造成的。到目前为止，工时受影响最大的部门是休闲和住宿业，工作时间增长率同比下降了近 10 个百分点。同样，供给冲击的作用比需求冲击稍大。尽管大多数部门经历了供给负冲击，但也一些部门经历了正需求冲击。例如，随着人们不再去餐馆，他们开始购买更多的杂货并在家做饭，零售贸易可能会受益。信息部门也受益匪浅，这是因为公司对远程工作软件和远程工作安排的兴趣增加。

图 2 2020 年 4 月冲击分解

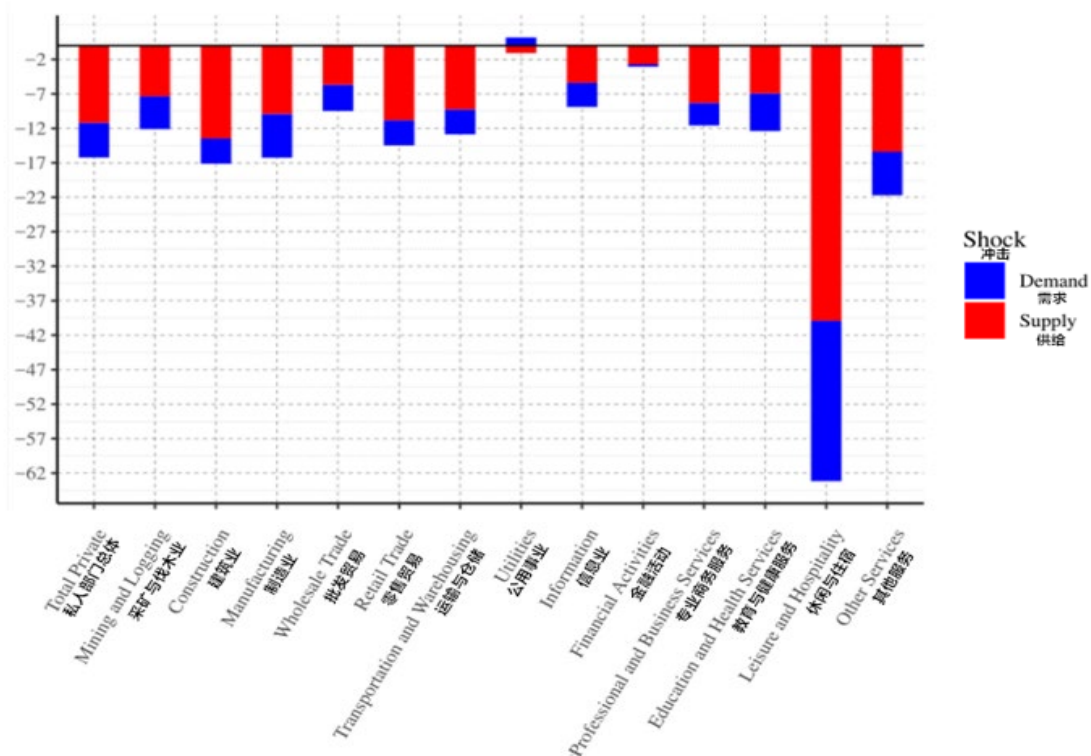


图 2 为 2020 年 4 月，即疫情后第一个完整月的整体表现。本月各行业工作时间的总体影响要大得多，私人部门就业总额下降了近 17 个百分点。同样，对大多数部门而言，减少的三分之二似乎与供给冲击有关。此外，本月零售和信息等行业的积极需求冲击消失，甚至逆转。

我们的方法存在一些潜在的注意事项。如此大的疫情冲击（我们的模型是线性）可能引起潜在的非线性，并且工时和工资之间可能存在联动效应。为了解决这些问题，我们选取 2020 年 4 月的冲击估计数据，将其与在家工作数量的行业数据（Dingel and Neiman, 2020 年）进行比较。对比劳动需求，在家工作数据应该对供给冲击数据影响更大。通过这些处理我们发现，2020 年 4 月的供给冲击数据与在家可以完成的工作岗位比例之间有着较强的（正）相关性。

综上所述，我们的结果似乎表明，3 月和 4 月新冠大流行冲击中对劳动力工时数下降造成较大影响的是供给冲击，但这两种冲击都很重要。特别是那些不应直接受到“封锁”影响的行业（如制造业）存在重大需求冲击。这表明，有针对性的经济稳定政策可能有助于缓解当前危机的一些负面影响。

---

本文原题为“Decomposing Demand and Supply Shocks During COVID-19”。本文作者 Pedro Brinca 与 Joao B. Duarte 是诺瓦商学院助理教授，Miguel Faria e Castro 联邦储备银行路易斯分行经济学家。本文于 2020 年 6 月刊于 CEPR 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



## 疫情后的经济复苏应有多样化的刺激方案

Neil Shearing / 文 张舜栋 / 编译

导读：今年3月以来，世界各主要经济体纷纷出台了规模较大的经济刺激政策。这些政策取得了很好的短期效果，但也引发了市场的一些担忧。作者认为，当前实施全面刺激是有必要的，而未来导致风险的可能性还不算大。编译如下：

最近一段时间，越来越多的市场人士开始对各国政府及中央银行经济救助方案的长期影响表示担忧。其中，有两点因素尤为引人注目：一是市场担心超大规模的刺激政策可能诱发大幅通胀，“直升机撒钱”和“赤字货币化”之类的主张可能使一战后魏玛德国的通胀悲剧重演；二是财政支持政策可能导致债务的不可持续性增长，并最终使公共部门的债务规模失控。

事实上，这两点担忧在本质上是相互关联的，因为较高的通胀水平可以在无形中减轻债务压力。如果当前的政策长期持续，在总需求反弹、经济恢复充分就业、通胀预期升高后，高通胀可能导致严重的经济后果。但这种情形离我们还有多远呢？日本的经验已经证明，在一个菲利普斯曲线非常平坦、通胀预期长期低迷的世界里，实际通胀率是很难升高的。即便通胀率真的过高，财政当局也可以撤回先前的财政支持政策，并出台相应的紧缩政策。同时，中央银行也可以变量化宽松（QE）为量化紧缩（QT），提高基准利率或最低准备金率，从而回收市场流动性。

当然，如果政府及央行决策失误，或过度使用当前的刺激政策，那还是有可能导致通胀程度过高。在现实世界里，中央银行往往承受着维持刺激的政治压力，这使得准确选择退出宽松周期的时机变得较为困难——如果在未来赤字货币化的主张成为主流意见，那中央银行进行量化紧缩就更加困难了。

关于刺激政策与通胀问题，笔者有三点观察：一是我们不太可能看到恶性通胀在任何一个主要经济体发生，那种魏玛德国时代的恶性通胀通常只会发生在政治体制发生危机的国家；二是高通胀目前来说还不是大多数国家面临的主要问题；三是不同国家的国情差异较大——举例来说，英国和美国更可能在未来十年面临较大的通胀压力，而欧盟国家面临的压力则相对更小。

就公共部门债务规模的潜在风险而言，有两大要点值得关注：一是那些缺乏生存能力的企业往往获得了更多的救助性贷款，或被中央银行认购了更多的企业债。对这些企业来说，必要的救助当然可以帮助他们渡过难关，但在后危机时代，这些问题还会重新暴露出来，并出现不同程度的债务违约问题；二是刺激政策固然可能导致公共部门债务规模过高，但过去十年的历史证明，尽管各主要经济体发行了大量本币债务，较小的新兴经济体发行了大量美元债务，但并未诱

发重大的金融危机。

当然，以上观察绝不意味着未来不会发生严重的金融危机。但重要的是，无论危机发生与否，各国的国情都是非常不同的，因此不应存在一套“包打天下”的宏观政策。在应对危机时，若实施了错误的刺激政策，那只会导致更严重的社会经济后果。

---

本文原题为“In Navigating the Economic Recovery, One Size Does Not Fit All”。作者 Neil Shearing 是英国皇家国际事务研究所（the Chatham house）国际经济与金融项目副研究员，英国凯投宏观（Capital Economics）首席经济学家。本文于 2020 年 6 月刊于英国皇家国际事务研究所官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 发达经济体和新兴经济体对新冠疫情冲击的财政应对

Enrique Alberola, Yavuz Arslan, Gong Cheng 和 Richhild Moessner / 文 杨茜 / 编译

导读：在货币政策配合下，针对 Covid-19 危机的财政应对政策迅速而有力。与新兴市场经济体相比，发达经济体部署的财政应对措施规模大得多。新兴市场经济体中大流行的低发病率不能完全解释这一差异。新兴市场经济体狭窄的财政政策空间，再加上大流行冲击导致的融资条件收紧，是限制财政应对措施的重要原因。财政应对措施的规模和构成还取决于其他因素，例如收入水平、社会保障网和自动稳定器。编译如下：

### 1. 引言

各国政府、央行和监管当局都对 Covid-19 做出了一系列政策应对。鉴于此次突发公共卫生事件的性质，财政政策在其中发挥了核心作用。随着疫情在全球蔓延，各国政府加强了财政政策力度，并采取了严格的控制措施（图 1，左图）。在发达经济体中，财政政策强度在 3 月下旬达到顶峰，而新兴市场经济体则在之后开始政策应对。随着放松封锁和经济活动逐步恢复，预计新一轮财政刺激计划将更加侧重于支持经济复苏。

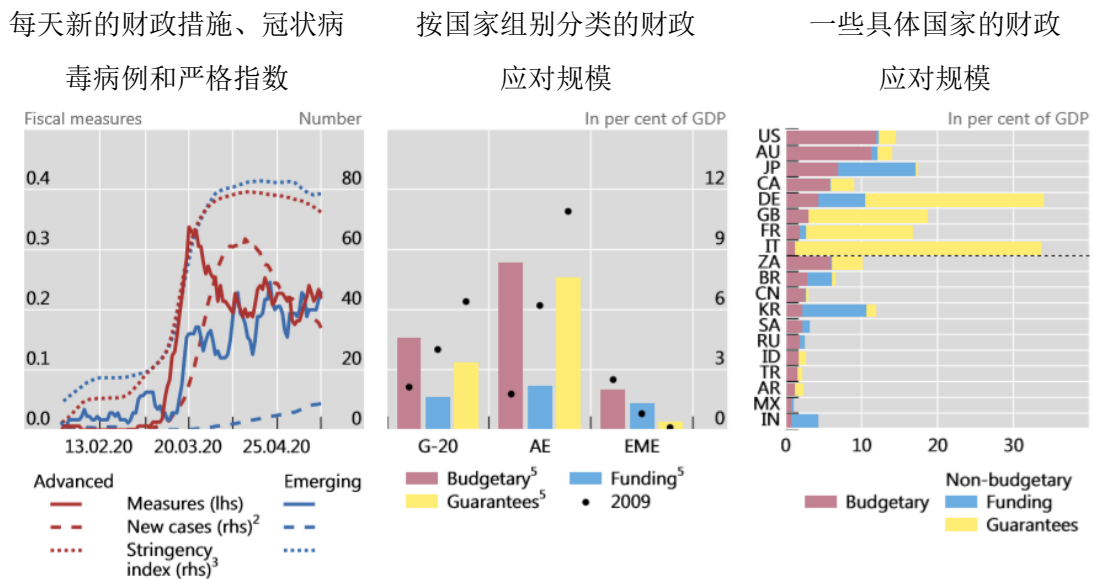
尽管各国的应对措施类型大体相似，但在规模和构成方面有所不同。发达经济体和新兴市场经济体之间存在着重大差异，但两个市场内部也存在不同。本文探讨了财政应对措施差异的决定因素。

### 2. 财政一揽子计划的组成和规模

财政政策措施旨在缓冲冲击的短期影响。各国政府采取了一系列措施来支持个人和企业。中央银行和金融监管机构也采取了一些政策作为补充，这些政策已经缓解了金融状况，并使信贷能够持续流向实体经济。上述政策互相结合，不仅为了平息金融动荡，还旨在防止暂时性的混乱对经济造成永久性损害。

财政一揽子计划包括预算和非预算措施。预算措施包括医疗保健支出、企业和家庭转移支付、工资和失业补贴以及减税或延期缴税等，这些政策对财政收支有直接负面影响。非预算措施包括提供资金和信贷担保，对财政平衡没有直接影响。提供资金包括政府或其金融机构和国有银行向企业提供贷款，重点是中小企业，以及向航空公司等战略公司注资等其他金融支持。政府信贷担保，包括对中央银行计划的财政支持，旨在保持信贷流向实体经济（见 Baudino（2020））。

图 1 应对大流行的时间线和规模



截止到5月中旬，20国集团（G20）国家的预算措施（即“财政刺激措施”）规模达到GDP的4.6%（图1，中间图）。资金支持和信贷担保的规模也很大，分别占GDP的1.7%和3.4%。与全球金融危机相比，这次财政刺激措施的规模更大，但非预算措施的规模较小，主要是由于两次危机的性质不同。

发达经济体的财政支持规模远大于新兴市场经济体。发达经济体的预算措施已达到GDP的8.3%，比全球金融危机后高6.6个百分点，而新兴市场经济体的这一比例仅为2.0%，甚至低于全球金融危机时期。发达经济体与新兴市场经济体在融资支持方面的差距比财政支持窄：发达经济体占GDP的4%，而新兴经济体仅为1.3%。与之形成鲜明对比的是信用担保：发达经济体占GDP的6.6%，新兴经济体仅占0.4%。

各国在财政一揽子计划的规模和构成方面也存在很大差异（图1，右图）。尽管澳大利亚和美国正在实施迄今为止规模最大的财政刺激，占其国内生产总值的10%以上，但在意大利、法国和除南非以外的所有新兴市场经济体，预算措施的规模不到国内生产总值的3%。预算措施和非预算措施之间，不同种非预算措施之间，似乎存在某种可替代性。一些国家提供了大量的信贷担保（法国和英国，信贷担保措施规模占国内生产总值的10%以上，意大利和德国超过20%），而其他国家，如日本、韩国、巴西和印度则选择了融资支持。总的来说，所有发达经济体都使用了信用担保，但新兴市场经济体中，使用信用担保的比例很小。

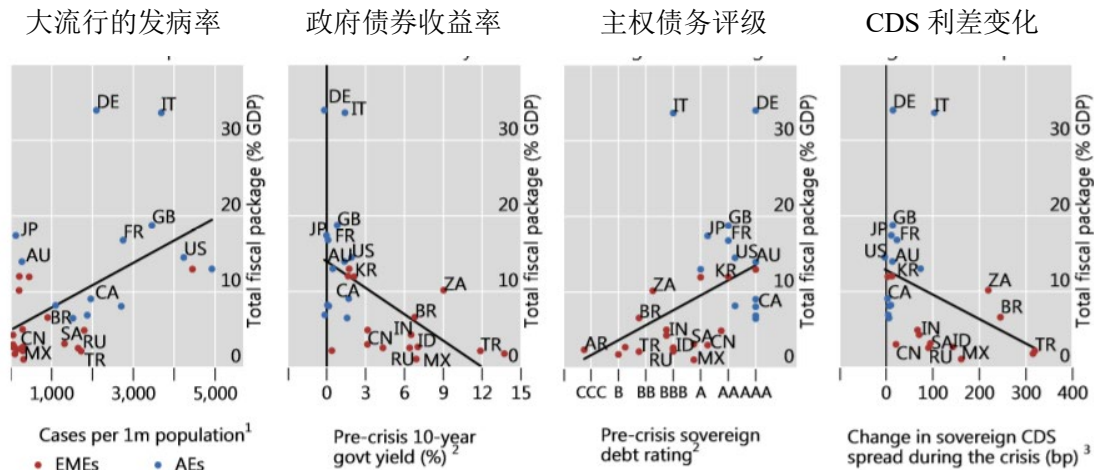
### 3. 财政政策的决定因素

#### (1) 大流行的发病率和控制措施

为什么新兴市场经济体的财政一揽子计划要比发达经济体规模小？第一个可能的原因是发达经济体的大流行率较高。除少数亚洲的新兴经济体外，冠状病

毒对发达经济体的影响要早于新兴经济体。尽管最近一些新兴经济体国家的发病率急剧上升，但到 5 月中旬，发达经济体确诊病例数在人口中的比例比新兴经济体高出三倍（分别为每百万居民 2361 和 735 例）。

图 2 财政应对与大流行发病率和融资条件的关系



这一流行病的高流行率预计将对经济产生更大的不利影响，从而引发更强有力的政策反应。事实上，在这种流行病发生率较高的国家，一揽子财政计划的规模明显更大（图 2，左图）。但是，图 1 中左图显示，在发达经济体和新兴市场经济体中，控制措施的严格程度非常相似。因此，该病毒在新兴市场经济体中产生的经济影响可能比所报道的更大，要求的财政应对更强。严格指数与新兴市场经济体的财政方案或预算措施的规模没有显著正相关。这些观察结果表明，大流行的发病率较低，不能完全解释新兴市场经济体较温和的财政应对。

## (2) 财政政策空间

财政政策空间是另一个重要因素。国际投资者对新兴市场经济体的财政基本面更为敏感，对其债务水平的容忍度较低（Reinhart 等人（2003））。较高的融资成本和金融危机期间难以获得外部融资限制了它们的财政应对。当前的动荡也不例外。

以 2020 年初 10 年期本币政府债券收益率衡量，新兴市场国家的融资成本（平均 5.7%，不包括阿根廷）远高于发达经济体（0.7%）。图 2 的中间图表明，在进入危机的国家中，债券收益率较高且主权债务评级较低的国家，财政一揽子计划规模明显较小。

此外，新兴市场经济体的财政政策往往是顺周期的，即经济下滑与财政紧缩同时发生。至关重要的是，顺周期性取决于融资条件的演变（参见 Alberola 等人（2016））。冠状病毒的冲击已导致新兴市场经济体的资本急剧缩减，融资条件收紧（Hördahl and Shim（2020））。更为严峻的融资条件反映在 CDS 利差的增加上，它与财政一揽子计划的规模呈负相关（图 2，右图）。此外，一些新兴市



场经济体的公共财政在很大程度上依赖于商品出口收入。石油需求和价格的大幅下跌进一步限制了产油国的财政空间：沙特阿拉伯，墨西哥或俄罗斯为应对危机部署了相对较小的财政刺激计划（图 1，右图）。

### （3） 货币政策

货币政策可以在对抗大流行中作为财政政策的补充。新兴市场经济体比发达经济体有更大的降息空间，它们能够利用这一优势。在 2020 年初，新兴市场经济体的政策利率（平均 4.9%，不包括阿根廷）高于发达经济体（0.4%）。尽管更高的政策利率可能表明投资者需要更高的收益率来补偿更高的风险感知，但新兴市场经济体还是放宽了货币政策。他们将政策利率下调了约 114 个基点（不包括阿根廷），而发达经济体则下调了 40 个基点。

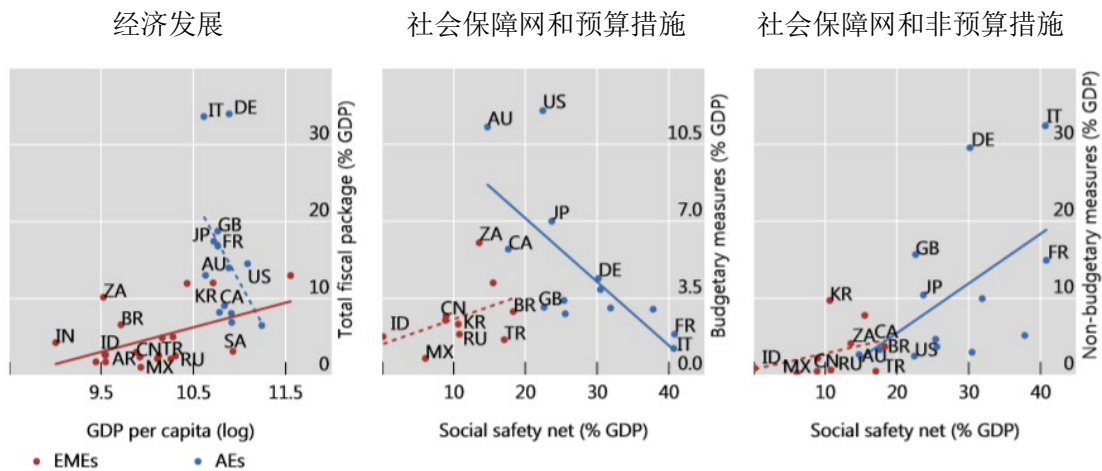
货币政策也通过降低主权国家的融资成本来支持财政政策。实施非常规货币政策，尤其是大规模购买政府债券并降低债券利率使得政策利率接近于零，也可以支持财政政策。由于中央银行信誉很高，这种形式的量化宽松（QE）可以通过降低收益率曲线上的利率来增加财政空间。发达经济体积极使用资产购买来应对大流行。结果，大多数国家的长期利率都低于危机前的水平。一些新兴市场经济体也正在冒险实施量化宽松，但仍持谨慎态度。他们的资产购买计划旨在支持市场运作，而不是降低政府融资成本（参见 Arslan 等人（2020 年））。

### （4） 结构因素

除了政策空间外，一个经济体的结构因素还可以决定财政一揽子计划的规模和构成。

原则上，发展水平较高的经济体可以对冲击做出更强有力的反应，因为其经济和公共机构可以使它们迅速调动所需的资源。但是，较富裕的经济体也可通过更强大的经济和体制有效地缓冲意外冲击。更深层次的金融市场和更广泛的社会保障网面临规模更小的财政应对措施。图 3（左图）显示了财政一揽子计划与人均 GDP 之间的关系。对于新兴市场经济体而言，生活水平越高，财政支出就越大，而对于发达经济体而言，这种关系会翻转。

图3 财政措施、经济发展和社会保障网



制度保障在某种程度上解释了这一结果。发达经济体中的社会保障网更宽（图3，中间和右图），它们通常与更大的自动稳定器相关联，这些稳定器在吸收经济冲击中起关键作用。对于具有更强社会保障网的发达经济体，预算措施的规模要低得多，但在新兴市场经济体中情况并非如此（图3，中间图）。此外，由于有较大的社会缓冲为家庭，养老金领取者和失业者提供保护，因此这些国家能够将财政应对措施更多地集中在非预算措施上，以确保企业的生存和恢复。图3的右图显示了发达经济体社会保障网和非预算措施之间的显著相关性。用12个OECD国家（经合组织，2019年）的样本替代时，这种相关性仍然存在，并且是显著的。

### 结论

在全球范围内，针对冠状病毒紧急事件的财政政策反应迅速而有力。然而，新兴市场经济体的反应却非常有限。按经济总量计算，新兴市场经济体的预算措施规模仅仅是发达国家经济体预算规模的五分之一，而且在使用非预算措施方面差异更大。

在某些新兴市场经济体中，大流行的低发病率和迟来的应对措施只能证明这一差距的部分是合理的；更重要的因素正在发挥作用。最可能的原因是，新兴市场经济体的财政空间有限，而大流行性冲击导致的融资条件收紧，使得其进一步压缩。

最后应该指出，本文的分析是对当前形势的简要说明。预计财政措施将扩大并适应新冠疫情危机的演变，在控制措施取消后支持经济复苏。预计在复苏阶段，新兴国家经济体也可以用较少的财政政策做出反应。

---

本文原题为“The Fiscal Response to the Covid-19 Crisis in Advanced and Emerging Market Economies”。本文作者 Enrique Alberola 是国际清算银行货币经济部顾问，Yavuz Arslan 是国际清算银行新兴市场货币经济部高级经济学家，Gong Cheng 是国际清算银行亚太处货币经济部高级经济学家，Richhild Moessner 是国际清算银行货币经济部高级经济学家。本文于 2020 年 6 月刊于 BIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 疫情下的自动化变局

Sylvain Leduc 和 Zheng Liu / 文 伊林甸甸 / 编译

导读：肆虐全球的新冠疫情大大扰乱了企业的正常生产，也使得越来越多的厂商开始加速向自动化技术转型。本文构建了一套理论模型，发现在疫情冲击下，厂商会增加对自动化技术的投入，且自动化技术能创造更多的就业岗位。编译如下：

随着越来越多的国家采用社交疏离政策（social distancing）延缓疫情扩散，新冠疫情已对全球经济带来了愈发沉重的打击。对金融市场来说，随着疫情的蔓延，市场不确定性也出现了大幅增加。在图 1 中，我们使用金融学中常用的“VIX”指数来度量历年市场不确定性水平，可见疫情爆发后市场不确定性出现了暴涨，甚至超过了 2008 年全球金融危机时期。尽管三月以来这一指数略有回落，但仍处于历史高位，这意味着家户和企业依然面临高度的市场不确定性。

图 1 芝加哥期权交易所波动性指数（VIX）



显然，当前市场不确定性的重要源头在于疫情发展的不确定性，及各国社交疏离政策效果的不确定性。如果没有有效疫苗或特效药问世，疫情仍有二次爆发的可能。因此，各国政府可能在较长一段时间内反复采取社交疏离或封城措施来应对疫情，这意味着社交疏离可能成为一种新常态。对于那些必须要求员工到岗工作的企业而言，这样的环境无疑意味着一场灾难。因此，考虑到社交疏离政策可能长期持续或被反复使用，企业应考虑应对策略，从而最小化疫情对未来生产带来的影响。

对一些企业来说，自动化是一项可行的选择(见 Kilic and Marin 2020)。通过减少驻厂工人的数量，并增加对机器人的投资，厂商可以部分避免疫情对生产活动带来的干扰。但另一方面来看，在面对高度不确定性时，厂商往往倾向于减少

投资，以避免更大的风险(见 Bloom 2009, Leduc and Liu 2016)。这样一来，企业很可能不愿或不敢在疫情期间冒险投资自动化设备。过去几十年来，人类社会经历过的严重的全球性疾病大流行屈指可数，因此学界还少有实证文献研究企业在疫情期间的投资行为。Ma et al. (2020)研究了过去 20 年来流行病对亚洲国家企业冲击的经验事实，但他们的研究成果未必适用于其他国家。最近一段时间，经济学界涌现了大量关于疫情与不确定性的严重，其中有代表性的实证研究包括 Baker et al. (2020), Leduc and Liu (2020a)和 Dietrich et al. (2020)。此外，在 Baldwin and di Mauro (2020)的新书中也有大量与新冠疫情相关的经济学研究题目可供参考。

除了实证研究外，关于疫情经济影响的理论研究也有重要的现实意义。在近期的一篇论文中(Leduc and Liu 2020b)，笔者团队引入了劳动力市场的新凯恩斯模型。在该模型中，企业面临着未来劳动生产率的不确定性，并可选择将工作岗位交由自动化完成。我们模型的亮点，在于以劳动生产率的不确定性代表疫情对厂商生产的冲击。为了简化模型，我们假设劳动生产率的波动来自于疫情对各工作岗位的冲击，而这些冲击是由不确定性的二阶矩决定的。

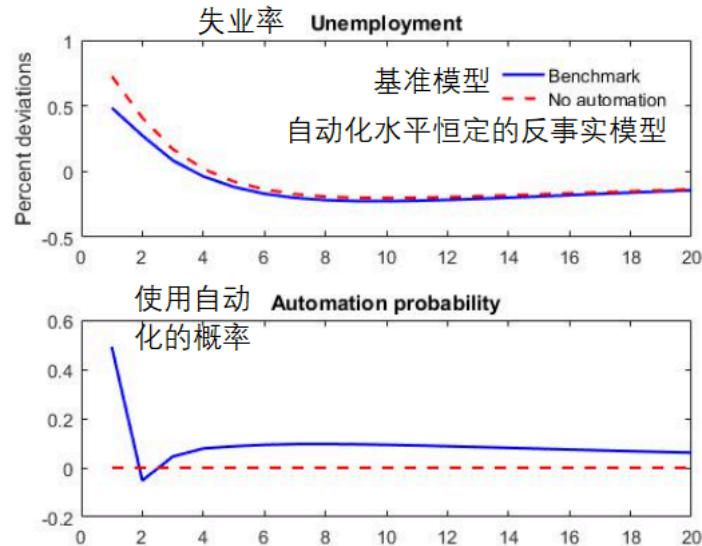
本篇论文的基础是我们先前完成的另一篇论文(Leduc and Liu 2019)，那篇文章研究了在存在就业摩擦的劳动力市场中自动化的影响。企业每期招募工人来进行生产，如果招不到足够的工人，则使用机器人进行替代生产。由于机器人可以完全替代工人，因而这一假定中的机器人与传统宏观模型中的实物资本是不同的。在我们的假定中，机器人相当于一种能减少劳动力投入的技术。使用机器人既需要投入固定成本，也需要投入运营成本。若使用机器人带来的净收益大于岗位空缺的损失，则企业选择投入机器人进行替代生产。自然地，机器人的劳动生产率不受疫情影响。因此，在疫情环境下，企业引入机器人的决策既取决于目前的劳动生产率，也取决于未来劳动生产率的不确定性水平。

为了估算工作不确定性的量化影响，我们首先用 1985 至 2018 年美国劳动力市场的季度数据检验了上述模型。除失业率外，我们在模型中还引入了实际工资、劳动生产率、通胀率和名义利率。在这套估算中，疫情可通过两个渠道影响厂商的自动化程度——需求渠道和技术转换渠道。其中，需求渠道是指市场需求受疫情影响发生下降，在价格粘性的假设下，企业不得不减少供给加以应对，而这将进一步导致企业减少投资自动化的意愿。技术转换渠道是指疫情增加了工人到现场工作的风险，这使得企业有更大的激励投资更多自动化技术。如图 2 中蓝线所示，我们的基准模型发现，在疫情的外生冲击下，失业率和自动化水平会双双上升，而自动化水平的拐点则意味着技术转换渠道压倒了需求渠道，成为了厂商自动化投资决策的主导因素。



对失业率来说，自动化能带来正反两种效应。表面上看，自动化代替了人工并将减少工作岗位。但在疫情背景下，自动化的引入降低了厂商面临不确定性的负面影响，因而使得厂商可以倾向于雇佣更多工人。根据我们的测算，后一种效应将逐渐占据主导，并使得自动化技术产生增加就业的效应。

图 2 疫情冲击下的模型测算结果



为了说明自动化与失业率间的关系，我们建立了一套反事实模型，其中厂商的自动化水平恒定维持在稳态水平。图 2 显示（见红色虚线），在自动化水平恒定的假设下，疫情会使得失业率更高，并加深经济衰退的程度。

总的来说，我们的研究显示，尽管疫情带来的不确定性使得市场总需求降低，但这依然使厂商增加了对自动化技术的投资。此外，尽管自动化技术替代了部分工作岗位，但考虑到自动化降低了厂商在疫情中雇佣工人的风险，它还是为总工作岗位带来了净增长的效应。

---

本文原题为“Robotic Labour: The Automation Channel of Pandemic-Induced Uncertainty”。作者 Sylvain Leduc 是美联储旧金山分行执行副总裁，研究部主任。Zheng Liu 是美联储旧金山分行研究部负责国际经济研究的副总裁。本文于 2020 年 6 月刊于 VOXEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 美国在贸易领域退出东亚的成本很高

Peter A. Petri & Michael G. Plummer /文 申劭婧/编译

导读:持续的美中贸易战和接连退出各国际组织的举动让美国在东亚贸易领域的参与度越来越低。与此同时,中国与该区域其他国家间的合作日益密切。对于美国来说,这意味着一定的经济损失,以及在政治影响力方面的不利影响。总的来说,美国在贸易领域退出东亚需要负担较重的成本。编译如下:

美国总统特朗普曾在就职演说中说,贸易保护“将带来巨大的繁荣及国家的强大”,并在随后退出了跨太平洋伙伴关系(TPP)协议。当年,这对许多东亚国家来说并不算令人惊慌。特朗普是个商人,他可能会为追求更好的贸易协议讨价还价,但不会放弃美国与世界上最具活力地区有利可图的伙伴关系。然而三年过去了,随着美中贸易战的全面展开和世界贸易组织被“围攻”,这些希望已经破灭。

与此同时,东亚国家间的贸易合作正积极推进。没有美国。TPP国家缔结了“全面和渐进的跨太平洋伙伴关系”(CPTPP),主要就是TPP成员国减去美国,15个东亚国家已同意在2020年底前签署包括中国在内的一项庞大的区域全面经济伙伴关系(RCEP)。这些协定将降低东亚区域贸易相对于其与美国贸易的成本。由于各种原因,COVID-19危机也在加速整个太平洋地区的裂痕。

根据我们的计算,与特朗普政府之前的贸易政策相比,到2030年美中贸易战每年造成的全球损失将达到3010亿美元。如果有了CPTPP和RCEP协议,这些全球损失将被抵消,这几乎相当于中美贸易破裂的全部损失。通过加强东亚区域彼此间的经济联系,RCEP协定将在贸易战中使该地区获得特别优势。

此分析包含在我们的PIIE工作文件中,该论文使用可计量一般均衡模型的长期模拟来探究东亚和美国之间的经济差距。贸易战和新的贸易协定在模型中体现在国家间贸易壁垒的影响。虽然这一模式没有考虑到COVID-19的所有潜在影响,但它确实解决了这一流行病对贸易的一个重要影响:即加深了美中冲突,使得目前的美中贸易壁垒很可能持续到2030年。

研究结果表明,中国、日本和韩国将成为新区域协议的主要受益者,这在一定程度上抵消了美中贸易战带来的损害。这三个国家近年来建立了密切的贸易关系,但直到RCEP才缔结了一项联合贸易协定。RCEP对于成员国之间的贸易增加将达到4280亿美元,同时减少480亿美元非成员间的贸易。中国、日本和韩国间的贸易将侧重于先进制成品的复杂生产链,以及差异化产品的欧洲式贸易联系。

可以理解的是,中国坚决支持RCEP15,并表示有兴趣加入CPTPP(例如李

克强总理在 2020 年 5 月全国人大记者招待会上的表态)。预计中国还将在其数万亿美元的“一带一路”计划上加倍努力,建设基础设施,连接亚洲和欧洲大部分地区。这些项目随着 COVID-19 大流行而放缓,但振兴这些项目的政治理由已经得到加强。这些努力使美国在该地区的参与相形见绌,并推动中国与邻国间的一体化进程,有可能加强其在东亚和其他地区的作用。

我们的研究结果也揭示了更广泛的影响:持续的美中贸易战将使得到 2030 年,世界贸易减少约 1 万亿美元;将使美国从中国进口的约三分之一转移到从第三国进口,同时美国向第三国出口的一半也将转向中国向这些国家出口。因此,尽管中国直接向美国出售的产品将会更少,但其部分损失的生产将被新的贸易所取代。贸易战将达成特朗普的另一个目标:它将通过削减双边贸易来减少美中双边失衡,但也将增加美国与其他国家的贸易逆差。

从经济和政治角度来看,美国从东亚撤退的成本似乎越来越大。美国的孤立将限制其在该地区和全球的政治影响力。对美国的伙伴来说,TPP 不仅涉及经济(几乎没有任何贸易协定),而且涉及美国在中国野心高涨的时代继续保持霸主地位。事实上,TPP 的政策创新——其中许多已经在其他地方被采用——代表了在知识产权保护、电子商务、国有企业、劳工权利和环境等领域对美国的让步。各国接受这些不利于自身的条款,是因为它们希望美国可以平衡中国的经济影响力。除非以某种方式获得经济支持,否则美国关于自由和开放的“印度洋-太平洋”地区新愿景无法成为原有协议的可靠替代。

出于良好的经济和政治原因,东亚一直是美国的重要合作伙伴。美国在该地区继续保持参与度的秘诀也很简单:投资美国工人,使他们更具竞争力;通过公平及基于规则的市场保护美国商业利益;防止中国施加不成比例的影响力。从新加坡总理李显龙最近提出的呼吁来看,大多数东亚国家都赞同这一愿景。CPTPP、RCEP 和振兴后的世界贸易组织是使贸易成为全球复苏引擎的合理支柱。美国应该大力支持它们。

---

本文原题为“The US Retreat From East Asia is Costly”。本文作者 Peter A. Petri 为 PIIE 的访问学者,Michael G. Plummer 是约翰霍普金斯大学的教授。本文于 2020 年 6 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

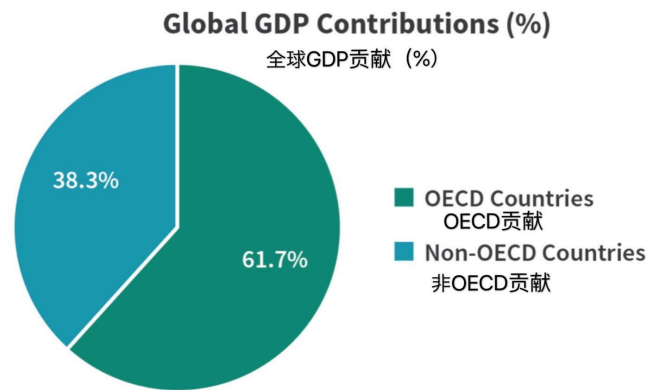
---

## 2021 年经合组织面临一个决策点

Daniel F. Runde, Shannon McKeown, and Thelma Askey /文 张子莹/编译

导读：1961 年，OECD（经合组织）取代了提出马歇尔计划的欧洲经济合作组织，正式登上了历史舞台。它最初由 20 个欧洲和北美成员国组成，秉承“成员国经济体系之间相互关联，整体的繁荣取决于各国的繁荣”这一原则。如今它已成为一个重要的政策论坛，为税收、教育、环境、治理和信誉等问题提供解决方案。编译如下：

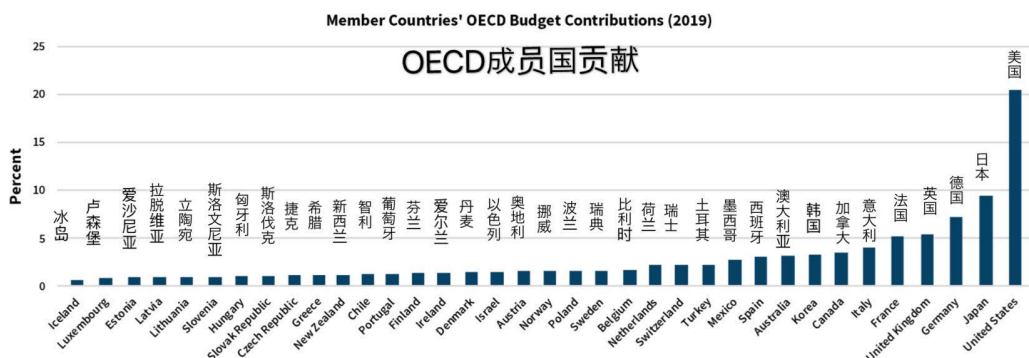
1961 年，经合组织（OECD）正式登上了历史舞台，它的前身正是当年提出马歇尔计划的欧洲经济合作组织。最早，经合组织由 20 个欧洲和北美成员国组成，秉承“成员国经济体系之间相互关联，整体的繁荣取决于各国的繁荣”这一原则。如今，经合组织成员国已经扩大到 37 个高收入或中高收入的民主国家，其 GDP 占全球总量的 62.2%。



Source: "Gross domestic product (GDP)," OECD.Stat, <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=60702>.

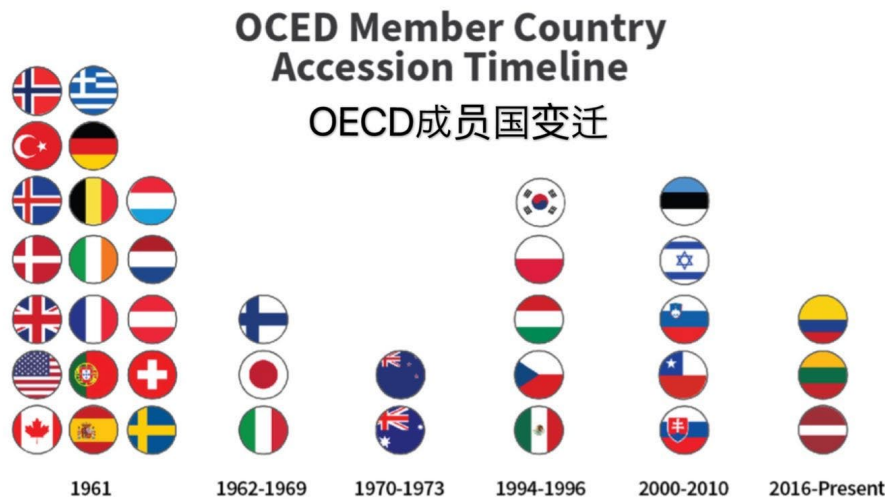
CSIS | PROJECT ON PROSPERITY AND DEVELOPMENT

经合组织在全球经济议程上发挥着关键作用，它是一个重要的政策论坛，为税收、教育、环境、治理和国际信誉等问题提供解决方案。不同于联合国或世界银行等大型组织，经合组织成员国较少，更具专业性和创新性。其结构分为董事会、委员会和工作组，这些委员会和工作组的活跃使经合组织在全球范围内产生了重大影响。



Source: "Budget," OECD, <https://www.oecd.org/about/budget/>.

CSIS | PROJECT ON PROSPERITY AND DEVELOPMENT



*"List of OECD Member Countries – Ratification of the Convention on the OECD," OECD, <https://www.oecd.org/about/document/list-oecd-member-countries.htm>.*

CSIS | PROJECT ON PROSPERITY AND DEVELOPMENT

经合组织的成功可以部分归功于它在税收、国际援助和反腐败的方面所提供的信息库。展望未来，该组织还可能在数字税收、数字贸易、人工智能和数据隐私方面发挥巨大作用。

2021年，经合组织领导人任期届满，秘书长是经合组织的最高管理者和主要联络人。在现任经合组织秘书长安吉尔古里亚14年任期内，该组织已成为全球经济治理的支柱，拥有3300名员工、4.21亿美元的融资储备，被公认为二十国集团中最活跃的国际组织之一。古里亚任期的结束之际，经合组织正面临着一个重要的时间节点，以重新确立其未来10年的核心使命，思考自己将如何影响世界。

### 一、经合组织不断演变的性质

在过去的50年里，经合组织通过促进新成员和与新兴市场的合作，在全球范围内不断扩大自己的影响。希望成为经合组织成员国的国家要经过严格的审查程序，理事会建立了一个标准化框架，其中有五个条件是成员国的重要审核标准，包括市场、税收和金融指标；对经合组织价值观和成员义务的承诺；体制框架，包括政府类型和法律制度的考虑；关键经济指标；以及与经合组织的关系。

近年来，经合组织还在不断提升和更新这些标准、努力建设更强大和更公平的选拔机制。此外，还把工作重心战略性地放在了一些新兴的政策领域，包括税收、出口信贷、教育、劳动和和平。它还协助其他多边组织，促进各国交流，例如协助20国集团、七国集团、世界银行、货币基金组织、伊斯兰开发银行等。通过这些，经合组织得以更有效的支持自己的成员国以及其它国家。



## 二、经合组织的选定方向

### 1. 数字经济

经合组织活跃的关键领域之一是数字税务系统。这一问题最开始出现在欧洲，政府开始对互联网公司征收单边税时，发现有一些公司在欧洲国家有许多用户，但它们的总部并不设立在欧洲，因此纳税很少。美国对这类税收很抗议，声称这项政策无疑会影响到 Facebook、亚马逊和谷歌等美国科技公司。美国对欧洲数字税收的报复主要反应在关税上，比如 2019 年对法国商品提出的 24 亿美元关税。

尽管因为新冠疫情这一议题出现了中断，经合组织仍在进行着关于数字税务讨论。目前正在就第一阶段协议进行谈判，该协议将制定有关纳税地点和利润分配的规则，目标是在年底前完成谈判。

### 2. 全球商业和贸易标准

第二个重要领域是它对各国改革的贡献和支持，例如西班牙和意大利的劳工改革和日本的税收改革。经合组织还能够协助国际组织促进谈判：例如 2013 年，经合组织为贸易便利化议程提供分析支持，为《巴厘协定》作出了贡献。

多年来，经合组织在国际上产生了越来越大的影响，特别是在反腐败、投资、商业行为、公司治理以及跨境资本和货物流动等领域。2009 年 4 月，经合组织实现了自动信息交换（AEOI），截至 2011 年，该组织已在约 25 个成员国和 20 国集团（G20）国家实现了 370 亿欧元的额外收入。

### 3. 对外援助

第三个关键领域是向发展援助委员会提供外国援助。发展援助委员会类似于体育赛事的外援委员会，由 30 个成员国组成，它的工作主要有四个方面：监测官方援助活动、制定发展合作标准、分享成员国意见、审查成员国的工作情况。在 2018-2022 年期间，发援会的重点是 2030 年可持续发展议程，例如制定 2000 年启动的制定千年发展目标等等。

## 三、经合组织对美国的意义

作为一个全球性组织，经合组织对美国来说有着其独特的价值。由于成员国经济实力强大，经合组织有能力对全球经济和贸易政策产生重大影响。各国和利益集团的关联也较少，可以进行更有效的讨论。一个重要例子就是经合组织的出口信贷协定，出口信贷用于向国际市场销售货物或提供资金。根据协议，出口商品和服务的质量和数量决定了出口销售的竞争。美国长期以来一直寻求达成一项协议，确保商品和服务的价格不被扭曲。

美国受益于经合组织在各个领域的工作，包括技术、出口和税收政策。通过经合组织，美国可以与其盟国合作，促进贸易和反腐败措施的全球治理规范标准。例如，《反贿赂公约》通过减少国际市场上的贿赂和腐败，使美国出口商和投资

者受益。

经合组织还是美国在战略竞争时代保持全球领导地位的重要论坛，近年来，随着中国通在多边组织的影响力越来越高，美国也不得不开展更多的多边领导运动，并试图让有能力的美国人成为这些运动的发起人。在秘书长的职位于 2021 年开放之际，美国还可能有机会扶持一名自己人上台。

#### 四、展望：经合组织的未来五年

随着古里亚秘书长第三届任期结束，现在急需决定的是接班人的人选、新的秘书长要进一步巩固经合组织在数据分析和技术专长方面的地位和声誉，并提升其在全球舞台上的作用。

##### 1. 选拔过程与继任

经合组织继任者遴选将于 2020 年 8 月开始，从成员国提名候选人开始。所有成员的代表在听证会上对候选人进行进一步审查。候选人应具有丰富的国际经验、和领导能力、并能流利地使用组织的两种官方语言之一。审查包括三轮，在第一轮确定候选人人选，第二轮进行淘汰，第三轮在经合组织成员国中达成共识，选出秘书长，任期五年。

2006 年 5 月，唐纳德·约翰斯顿卸任后，来自 6 个国家的候选人得到了提名。经合组织的秘书长首先对墨西哥、波兰和日本提名的候选人进行审核，然后进一步将范围缩小到墨西哥和波兰。在正式成员投票时，墨西哥候选人安杰尔·古里亚赢得了多数支持，获得了秘书长的职位。

在这个全球化时代，安杰尔·古里亚代领 OECD 进一步走向了世界，但在他任期结束后，经合组织又该何去何从？经合组织缺乏一个具体的领导人继任制度，固定的十年任期使得想竞争最高管理层的国家可以提前很久准备。此外，下一个经合组织秘书长应该是一个能够召集成员国的共识建设者，对数字经济的理解及相关的私营和政府部门的工作经验也应是成为秘书长的先决条件。

对美国 and 成员国来说，维护自身利益和立场都是很重要的。为了反映多样性和地区平衡，应有更多的候选人来自非欧盟成员国或“新欧洲国家”。例如，澳大利亚或新西兰在关键问题上可能与美国有非常相似的看法，如果美国扶持这样的候选人，确实能反映经济上的成功，但就忽略了地区平衡。从美国角度出发，候选人来自经济较为成功，市场开放的中欧小国也是一个选择。

##### 2. 调整核心议程

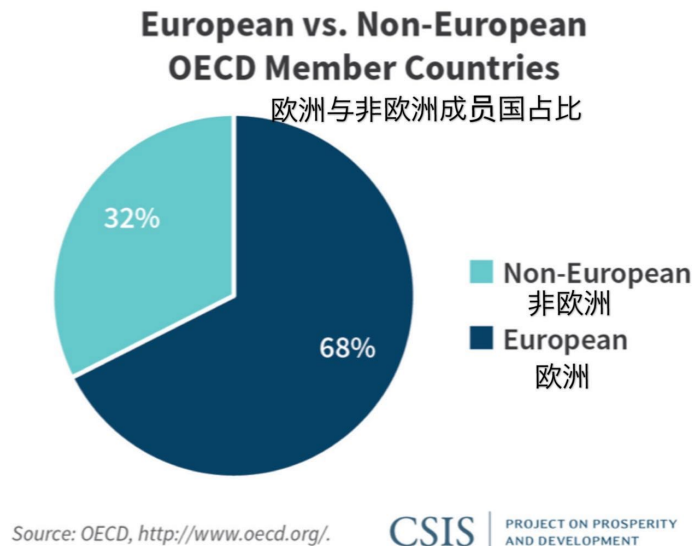
经合组织必须记住其在比较分析和经济调查方面的优势，并利用这些优势帮助各国达成最佳经济发展，并评估当前各国的进展情况。经合组织应远离大众化或政治化的运动。经合组织的研究报告和其他成果也不应被用于干涉成员国之间的分歧或谈判。此外，经合组织的工作成果还反映了成员国的共识，其出版的材

料不应和其它狭隘的信息来源产生混淆。

经合组织还需要应对一个不断变化和充满挑战的世界。虽然它的核心使命不是一成不变的，但它必须有与其相配的地位。随着新技术不断对发达经济体和新兴经济体带来干扰，所有国家都必须为数字时代的到来做好准备。在这种时候，经合组织应成为各国帮助应对这些变化的主要机构。利用这些专门知识领域，经合组织可以继续多边体系中脱颖而出，成为一支重要的多边力量。

### 3. 平衡还是多样

经合组织必须决定是将自己视为一个更类似于欧盟的组织，还是一个多边组织。经合组织近四分之三的成员是欧洲国家，并且有大量的欧洲工作人员代表，这很可能让经合组织因偏袒欧洲利益而受到批评。



因此经合组织的扩张需要有所节制。自 2016 年以来，被邀请加入经合组织的国家包括哥伦比亚、立陶宛和拉脱维亚。2020 年 5 月，哥斯达黎加被正式邀请成为经合组织成员国，现在该国必须将批准书交存于负责此类事项的法国。此外，马克里总统还曾宣布阿根廷打算在 2016 年加入经合组织。然而，尽管得到了成员国的支持，经合组织尚未向阿根廷发出正式邀请。

### 五、中国与经合组织

在经合组织内部有关中国的问题还需要持久的讨论。一些成员提出了为什么中国不是正式成员地位的问题。作为世界上最大的经济体(按购买力平价计算)，中国在 2017 年 3.6% 的总增长率中占 1%，并与经合组织国家之间形成了相互依存的关系。此外，中国承诺开放经济，在实现可持续发展目标方面取得进展，并在绿色增长倡议方面开展了国际合作。

对经合组织来说，如果邀请中国成为成员国，中国将不得不遵守经合组织国家的做法，进一步努力建立开放的市场结构。另一些人则质疑中国的动机和意图，

指出中国在其他多边组织中的行为都是为了中国自身的利益。还有人认为支持中国的论调将受到一些人的抵制，经合组织应该防止自己走上世界卫生组织或世贸组织的道路，因为中国的影响力正变得越来越大。

## 六、经合组织与未来

展望未来，经合组织应完善其议程，并重点关注其擅长的领域（税收政策、反腐败、发展援助、数字经济和人工智能）。随着数据隐私和人工智能领域出现新的技术，经合组织可与成员国一道在这一关键领域展开活动。

美国应继续支持经合组织的工作，并在新一任秘书长的遴选过程中发挥积极作用，加强对委员会和董事会的领导。在今后的工作中发挥更大的作用，特别是在其数字税务谈判中。此外，经合组织必须重新审视自己在多边组织中的独特地位。作为所有渴望进步和经济繁荣国家的向往，它应优先考虑其成员国的需要，并试图激发各国领导人对其工作的兴趣，为世界各地对处于不同发展阶段的国家做出贡献。

---

本文原题为“The OECD Faces a Decision Point in 2021”。本文作者 Daniel F.Runde 是华盛顿战略与国际研究中心的高级副总裁兼繁荣与发展项目主任，Thelma Askey 是经合组织前副秘书长。Shannon McKeown 是 CSIS 繁荣与发展项目的项目协调员。本文于 2020 年 6 月发表于 CSIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 新型冠状病毒肺炎与新兴经济体：中短期预期

ALICIA GARCÍA-HERRERO/文 宋海锐/编译

导读：随着巴西、俄罗斯、印度和墨西哥创下新型冠状病毒肺炎传染病的快速传播记录，第三波传染病正在新兴世界蔓延。此外，随着新兴经济体逐渐采取更严格的流动限制措施，流动性不足将对经济前景造成压力。事实上，国际货币基金组织（IMF）预计，2020年新兴世界将进入-1%的衰退，这可能比2008年全球金融危机的后果还要糟糕。编译如下：

随着巴西、俄罗斯、印度和墨西哥创下新型冠状病毒肺炎传染病的快速传播记录，第三波传染病正在新兴世界蔓延。因此，该地区3月和4月的商业情绪有所下降。此外，随着新兴经济体逐渐采取更严格的流动限制措施，流动性不足将对经济前景造成压力。事实上，国际货币基金组织（IMF）预计，2020年新兴世界将进入-1%的衰退，这可能比2008年全球金融危机的后果还要糟糕。

除了（新型冠状病毒肺炎的）大流行之外，新兴市场地区还在遭受两个冲击，这使得新兴市场尤其脆弱。首先是全球油价的暴跌大幅压低了新兴石油出口国的外部和财政收入。不仅如此，考虑到新兴市场对外部融资的依赖性以及新兴市场无法发行硬通货，新型冠状病毒肺炎疫情的迅速扩散导致全球避险情绪骤然增强，也就抬高了新兴市场融资成本。在新兴经济体中，拉丁美洲地区更为脆弱，因为其债务水平迅速上升，对大宗商品和外部融资的依赖程度很高。

随着新兴市场风险的加剧，新兴经济体的资本外流前所未有。此外，由于旅游禁令，新兴经济体的出口尤其是大宗商品出口锐减，国际旅游收入锐减。在这样的背景下，IMF估计，新兴市场的总融资需求可能高达2.5万亿美元。

新兴经济体保护自己免受外部融资冲击的最直接方法是采用货币和财政两方面的国内政策。不幸的是，财政空间往往有限。至于货币政策，一些国家的货币盯住美元，另一些国家的资本大量外流导致货币走弱，这也限制了政策空间。显而易见的捷径是实行资本管制，然而，这种措施有可能立即将投资者赶走，给美元流动性以及随后的增长带来严重后果。

因此，有必要寻找其他工具来解决新型冠状病毒肺炎疫情对美元融资的影响，但这些工具也很难充分发挥作用。第一道防线是国内外汇储备，但这种自我保险往往只集中在亚洲和中东，很少有经济体能够安全地宣称其有足够的储备。另一个工具是区域保险计划，该计划也倾向于集中在亚洲，自1997年亚洲金融危机以来，该计划设立了一套双边互换额度，并日益多边化为所谓的多边化清迈倡议。另一方面，其他地区的保险机制在危机过后基本上已经停止，因为它们是为衰退而建立的，目的是保护拉美等陷入困境的地区。

除了本国的和区域保险机制，美联储还扩大了与一些国家央行的现有双边互



换额度。然而，这些央行中只包括了两个新兴经济体国家，即巴西和墨西哥，若拓宽新兴市场国家的定义，还可以加上韩国和墨西哥。为此，美联储显然不会成为新兴世界的最后贷款人。然而，作为扮演这一角色的最佳人选，国际货币基金组织（IMF）缺乏资源，这导致了巨大的风险，较小但较贫穷的新兴经济体在其债务不断增加的时候无法获得国际货币基金组织的资金。

除了对财政可持续性和美元准入的短期影响外，新冠肺炎疫情还将对新兴经济体产生若干重要的结构性后果。首先，供应中断对全球供应链模式及其对中国的过度依赖提出了质疑。过去十年，世界对中国中间产品出口的依赖程度越来越高，但中国的纵向一体化降低了对外国投入的依赖，这意味着世界对中国的依赖程度更高。鉴于这种严重的集中风险，日本和美国等国政府开始建议它们的公司将其生产从中国重新回到本国周边。可以想象，生产的距离将缩短，从战略上讲，生产的最重要的部分将转移到它们的原产地。

对新兴市场而言，这种全球价值链的重组可能是充满机会的。到目前为止，除了作为东盟近邻的越南是主要赢家之外，人们还可以想到美国和加拿大的近邻是墨西哥，北欧和中欧的近邻是东欧。在亚洲，印度也有可能占领中国的部分劳动密集型地区。对于中等技术和资本密集型制造业，泰国由于一流的一般商业环境和基础设施而处于最佳位置，马来西亚也在竞争中处于强势地位。

另一个重要的变化是，由于更严格的边境管制和流动限制，人与人之间的流动性将减少，对某些部门，如航空公司和旅游业产生巨大影响。这将影响到严重依赖旅游业作为收入和增长来源的新兴经济体，如泰国和菲律宾。

最后，中美战略竞争只会因为新冠肺炎疫情而加剧。从贸易和技术争端开始，我们正在走向新的对抗领域——从涉及世界卫生组织在这一流行病蔓延中扮演角色的外交争端，以及到中国投资和金融的日益脱钩。在此基础上，全球政策协调的机会呈下降趋势，这使得对新冠肺炎疫情的斗争变得效果更低。此外，越来越多的国家将被迫在一个正在脱钩并走向新形式冷战的世界“站队”。

---

本文原题为“ Covid-19 and Emerging Economies: What to Expect in the Short- and Medium-Term”。本文作者 Alicia García-Herrero 是欧洲智库布鲁格尔的高级研究员,是 Natixis 亚太区首席经济学家、马德里政治智库皇家埃尔卡诺研究所的非常驻研究员,现任香港科技大学兼职教授、驻柏林中国智库梅里克斯咨询委员会委员。本文最初发表在观察家研究基金会,于 2020 年 6 月 3 日刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 美联储货币政策过紧

Joseph E. Gagnon/文 安婧宜/编译

导读：美联储在 2020 年 6 月的会议中未更新其货币政策，却发布了更悲观的经济预期。这或许是因为其经济预期过于悲观，或者是货币政策就过紧了，也可能二者皆是。美联储应将联邦基金利率保持在-0.5%左右，并扩大量化宽松政策，使十年期国债利率降至零以下，并在之后由货币政策承担使通胀和失业率回归正轨的任务。编译如下：

联邦公开市场委员会（FOMC 或美联储）在 2020 年 6 月的会议上未对其货币政策进行任何改变。然而，美联储在自去年 12 月的首次预测修正中指出，至少在接下来两年半的时间里，通胀和就业情况将低于预期目标。对于如此差的预期，美联储的货币政策显然过紧了。

美联储此前宣布，联邦基金利率将保持零利率至今年年末，甚至有可能保持到 2022 年末；另外，量化宽松将至少在近期保持现在的节奏。

美联储在其《经济预测总结》中表明，至 2022 年末，失业率预期将比 2020 年 2 月水平高 2 个百分点，且通胀率将保持低于 2% 的目标。制定货币政策的目的是使经济在三年内回到预设目标。以此来看，若非是美联储的经济目标过于悲观，那就是其货币政策过紧了，或者二者皆是。

说美联储的经济预测过于悲观也很有争议。也许美联储在制定预测时没有考虑到例如正在国会进行讨论的新财政刺激政策。如果财政政策和美联储的出借救市方案能够避免大规模的公司破产和倒闭的发生，或者哪怕只是保障难以替代的大中型企业不破产，再加上可能在 2021 年我们就能有针对新冠肺炎的有效疫苗供大众接种，这样在 2022 年前失业率也许会比美联储预测更乐观一些。

然而，上文中的预期也可能太乐观了。最坏的结果当然也可能发生。在 2020 年 5 月期的《专业预测调查报告》中，有 30% 的专家认为 2022 年的失业率将低于 5%，另有略大于 30% 的专家认为失业率将大于 7%。在专家意见之间很少有如此大的分歧。另外，在专家对未来四个季度的失业率预期中，分歧也远远大于往期。一些专家认为经济会迅速回暖，另外一些专家认为我们将会面临二十世纪三十年代以来最大的经济衰退。

在 2020 年 6 月美联储会议后的新闻发布会上，主席 Jerome Powell 反复说，“我们想让失业率回到原来水平（疫情前的 3.5% 失业率水平）”。考虑到美联储对 2022 年失业率预期与疫情前的 3.5% 之间的差距，加上出现最坏结果的可能性，美联储必须马上采取行动。如果未来经济恢复速度令人欣喜，美联储也有足够的时间在问题出现之前重新修正预期。

在实际操作中，这意味着美联储应当将联邦基金利率保持在-0.5%左右，并

扩大量化宽松政策，以使十年期国债利率降至零以下。如果这一操作能使国债利率从现在的 0.7% 降至 -0.3%，那在正常情况下就相当于将政策利率降低了 2%-3%。这虽然不是非常大的政策宽松，但是也算是实质性的改变了。从此之后，使通胀和失业率回归正轨的任务就应当由货币政策来承担了。

---

本文原题为“The Fed's Monetary Stance is too Tight Given its Economic Forecast”。本文作者 Joseph E. Gagnon 是 PIIE 高级研究员，曾任联邦储备委员会货币事务部（2008-09）客座副主任。本文于 2020 年 6 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 新冠疫情对于欧元崛起是机遇吗？

Gr é gory Claeys, Guntram B. Wolff /文 刘铮/编译

导读：欧元自从未对美元构成挑战，且其国际地位由于欧元危机而下降。面对美国政府利用美元霸权将其国内政策扩展到境外，欧洲正在反思如何在全球舞台上推广其货币，以确保地区自治权。但推动欧元发挥更大的作用是困难的，这需要对货币联盟结构进行深远变革。编译如下：

欧元在二十年前创立时就成为一种国际货币。然而，早在 2005 年，欧元的国际化已经达到顶峰，且从未能与美元相提并论。伴随着欧元危机，欧元的国际化进程出现逆转。面对美国政府利用美元霸权将其国内政策扩展到境外，欧洲正在反思如何促进欧元的国际化，以确保地区自治权。但推动欧元发挥更大的作用是困难的，这将涉及货币联盟结构的深远变革。

从历史上看，发行主导货币的国家具有如下特点：庞大且不断增长的经济规模，资本自由流动，愿意扮演国际角色，各领域保持稳定，能够提供大量且具有弹性的安全资产，发达的金融市场，以及强大的地缘政治和军事力量。欧洲货币联盟不完全符合这些条件。

欧元发挥重要国际作用的唯一途径是完善货币联盟的制度结构。首先，货币联盟要增加以欧元计价的安全资产供应。为了避免新冠疫情引起大萧条，在过去的两个月里，欧元区国家大大增加了债务性证券的供应。欧央行（ECB）通过其新的购买计划，确保了欧元区主权债券保持安全状态。欧洲集团（Eurogroup）的决定也增加了欧洲安全资产供应。欧盟委员会（European Commission）提议发行高达 7500 亿欧元的欧盟债券来为复苏计划提供资金，这是朝正确方向迈出的重要一步。

在一个联邦中，联合发行通常与中央对支出和收入的控制紧密相关。为了在政治上可持续，欧盟也需要类似的中央控制。以条约为基础的欧盟框架（包括欧洲议会的政治问责，欧盟委员会的政治控制，审计法院和反欺诈办公室等机制）离这一标准很近，但最终，条约基础无法实现真正的重大飞跃。

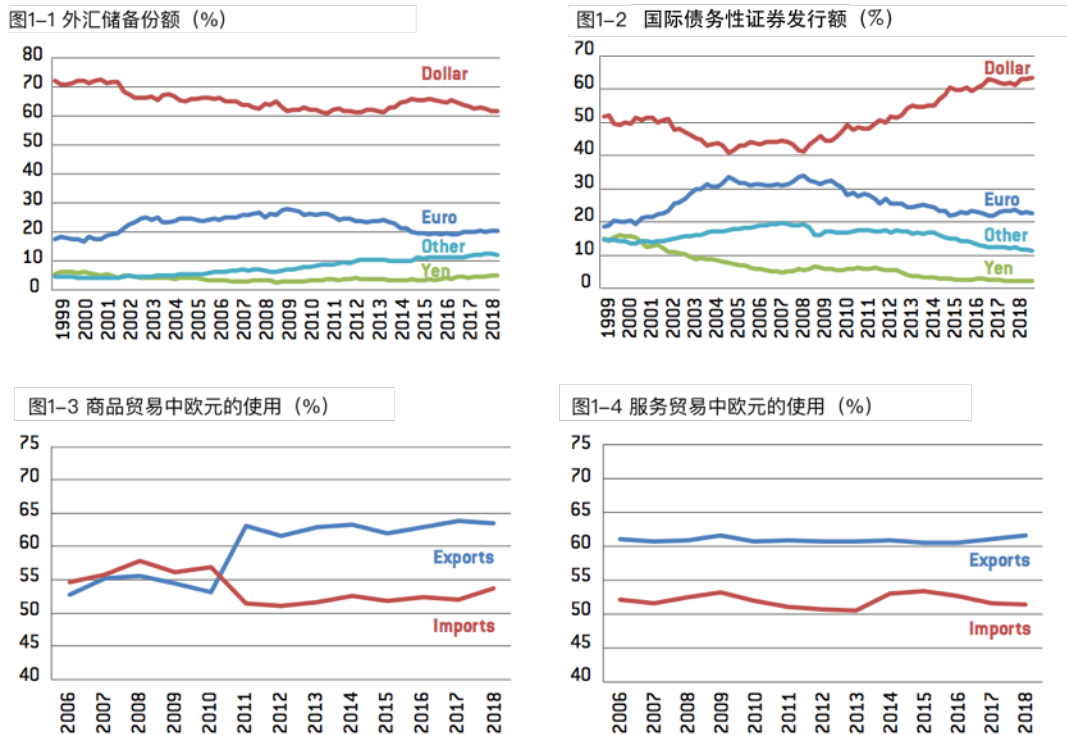
其次，必须确保覆盖所有国家的强劲复苏，从而使欧元区成为具有吸引力的投资目的地。由于经济增长是债务可持续性的根本，因此强劲的复苏对于维持和改善欧元区安全政府资产的供应至关重要。

### 1. 引言

欧元诞生于 20 年前，自创立之初就成为一种国际货币，同时也是全球第二重要的货币。欧元的地位主要继承于德国马克，1999 年，另外十种欧洲货币的加入巩固了它的地位。

国际货币是指在国际层面上具备货币的三种典型职能的货币：（1）在开具国际货物发票、标明国际市场价格、发行国际债券，以及其他货币与固定或半浮动汇率制度挂钩中发挥记账单位的作用；（2）是一种交换媒介，即可用于跨境贸易中的支付；（3）是全球层面的价值储存，即被其他国家和地区的中央银行和当局用作投融资工具和储备货币。欧元具有这三种功能，在全球通常被用作储备货币、融资货币和计价货币，即使略低于美元（图 1）。

图 1 欧元的国际地位



资料来源: IMF (图 1-1), ECB (图 1-2 到 1-4)。

注: 在图 1-2 中, 国际债务性证券是指以借款人所在国货币以外的货币发行的证券。

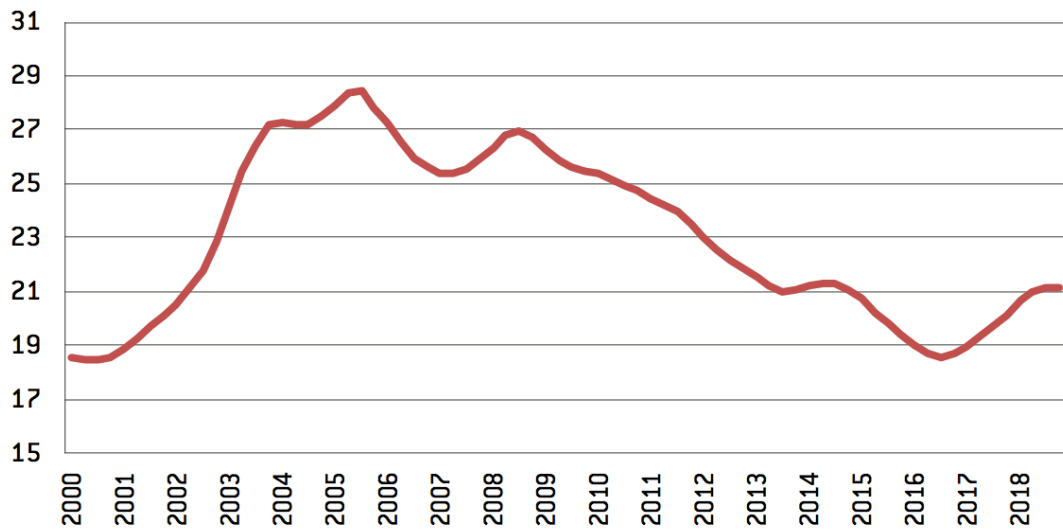
然而, 欧元从未真正挑战美元的主导地位, 尽管早期人们认为欧元将在不久的将来取代美元 (见 Mundell, 2000)。相反, 欧央行自己的国际角色综合指数 (图 2) 表明, 欧元作为国际货币的地位早在 2005 年就达到了顶峰。此后, 由于欧元危机和对欧元区解体的担忧, 其国际化进程出现逆转, 欧洲货币再也没有回到原来的地位。

因此, 国际货币体系仍然是美元霸权主导。与人们的预期相反, 由于货币使用的强大网络效应, 国际货币的自然垄断十分罕见, 从历史角度来看, 美元所享有的霸权并非常态 (Eichengreen 等, 2018)。第一次世界大战前, 国际货币体系是多极的, 三种欧洲货币竞争激烈: 英国英镑、德国马克和法国法郎。战争期间, 美元和英镑形成双寡头垄断。第二次世界大战后, 美元才开始占据并保持壟



断地位，在此期间也存在欧元（之前为德国马克）和日元等国际货币。

图 2 欧元国际角色综合指数



资料来源：ECB.

因此，尽管欧元是一种国际货币，但与美元并不相同（Cohen, 2019）。Strange（1971）提出的国际货币的分类规则区分了“顶级货币”（或主导货币）与“中性货币”。显然，美元属于前者，欧元属于后者。

拥有主导货币的好处（通常被称为“过度的特权”）已得到充分论证——尤其是对于美国来说。主要包括：（1）中央银行因大量持有海外现金而产生的铸币税收入；（2）由于安全性和流动性溢价，政府能够享受较低的利率（Krishnamurthy 和 Vissing Jorgensen, 2012）；（3）外国资产总回报率高于外国负债成本（Gourinchas 等, 2010）；（4）发行国的个人和企业享有较低的交易成本，（5）发行国际货币的国内银行具有竞争优势，以及（6）主导货币成为发行国额外的地缘政治工具和确保经济自治的方式。

然而，顶级货币也会带来成本。正如全球金融危机和当前 COVID-19 危机所表明的那样，在全球压力下，主导货币需要向世界其他国家提供某种形式的保险。不利因素主要有两种形式：首先，如果债券发行国的债务以主导货币计价，而资产以本国货币投资于国外，那么在压力时期，主导货币可能因其较高的流动性和安全性而升值，从而导致债券发行国出现负的财富效应（Gourinchas 等, 2010）。第二，为避免全球金融体系失灵，发行主导货币的央行需要在压力时期扮演国际最后贷款人的角色（主要通过与其他全球央行的货币互换），这可能会干扰其国内经济目标。

这些主导货币的潜在不利因素解释了为什么在过去，一些国家（例如德国）不愿意推动，甚至尽量避免其本国货币的国际化。他们担心货币的国际化会弱化

自身对货币政策的控制，并带来汇率的大幅波动(Eichengreen 等, 2018)。欧元区在很大程度上继承了德国的立场，在推动欧元国际化方面并未作出积极努力。欧央行对此采取了不干预政策——既不推动也不阻碍，而是让市场的力量（和各国中央银行）来决定欧元的国际化进程。不过最近，欧央行采取了更加积极的措施。

由于美国政府并不倾向于一个多极的国际货币体系，而是希望美元发挥更大的海外影响力，并将其国内政策延伸至境外（例如，强迫欧盟企业与克里米亚、古巴和伊朗断绝联系——这些地区受到美国制裁但并未受欧盟制裁，或者受到美国和欧盟制裁的程度不同；Thompson Coburn, 2020），欧洲正在重新考虑其中立立场。它已经开始考虑如何积极推动欧元国际化，以确保其自治性（欧盟委员会, 2018）。然而，推动欧元在国际上发挥更大作用，进而挑战美元的主导地位，并非易事，可能涉及对货币联盟结构的根本性变革。

## 2. 欧元全球地位和发展前景的决定因素

历史上，主导货币发行国的特点有：

1. 经济规模庞大（就国内生产总值和国际贸易而言）；
2. 资本自由流动；
3. 当局愿意扮演国际角色；
4. 货币、金融、财政、制度、政治和司法等各领域保持稳定（包括法治建设和产权保护）；
5. 具有提供大量有弹性的安全资产的能力；
6. 发达的金融市场（流动性和市场深度）；
7. 强大地缘政治和军事力量。

就这些要求来说，欧元区表现如何？

受益于其庞大的经济基础，欧元区很容易满足第一条标准。尽管并非最大的全球经济力量，货币联盟也是世界上最大的贸易集团之一。由于《欧元区自由贸易条约》（TFEU）第 63 条明确规定了资本的自由流动，欧元区也符合第二条标准。过去欧盟对促进其货币的国际化并不积极，也就没有发挥国际作用的意愿（标准三），但现在已经改变。2018 年，欧盟委员会发起了一项旨在加强欧元国际作用的倡议。2019 年，新一届欧盟委员会表明，其希望欧盟发挥更具战略性的地缘政治作用。欧央行准备支持这一目标，虽然它认为促进欧元发挥更大国际作用的主要途径是“克服（货币联盟）设计中的缺陷”（Coeuré, 2019）。

稳定标准（标准四）仅得到部分满足。尽管自全球金融危机以来，欧央行多次错过了“低于但接近 2%”的通胀目标，但依然在过去 20 年里维持了欧元区价格的相对稳定。随着银行业联盟的建立（尽管仍然不完整），金融稳定风险在一定程度上有所降低。大多数欧元区国家在司法和政治稳定方面表现相当不错（尽

管近年来出现了一些倒退)。然而,货币联盟结构上的瑕疵有时会让投资者怀疑其长期可持续性和各国的参与意愿。这些疑虑在 2010-2012 年欧元危机期间凸显出来,货币单位重定风险在一段时期内有所抬头,特别是 2015 年希腊和 2018 年意大利民粹主义政党选举之后。最后,由于货币联盟中主权债务的脆弱性,欧元区的财政稳定状况比美、英、日等国更为复杂。这使得欧洲各国当局在危机期间被迫进行创新,并使用新的工具组合(欧洲稳定机制和欧央行直接货币交易)向符合货币联盟法律和政治限制的政府提供货币支持,以避免欧元区主权债务市场出现流动性危机,激励各国政府建立健全的公共财政体系。

然而,尽管欧元区各国政府大大增加了债券发行量,欧元区仍无法在欧元危机期间(以及危机后)提供大量有弹性的安全资产(标准五)。安全资产是一种能在任何时候,尤其是在不利的系统性危机期间,提供可靠储存价值的流动性资产(Caballero 等, 2017)。市场对这类资产的需求很高:储户需要为未来储存财富;国内金融机构需要满足资本和流动性比率要求以及在金融业务中提供抵押品;国外方面,新兴市场经济体需要寻求一种投资外汇储备的方式。由于高流动性和简单性,主权债券(尤其是发达国家的)承担着这一功能——只要市场认为其公共财政是稳健的。

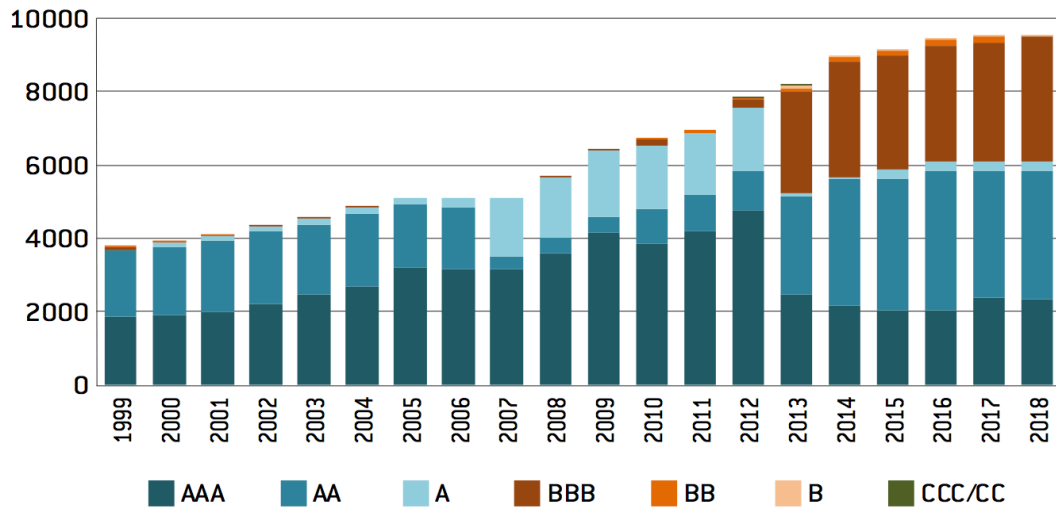
从欧元诞生到欧元危机,欧元区国家的主权债券都享有这一地位,但一些国家在欧元危机期间有所倒退。一方面由于评级下调,另一方面债券发行减少,各国政府及国际实体(即欧盟、欧洲稳定机制、欧洲金融稳定基金和欧洲投资银行)在欧元区发行的安全资产存量显著下降。欧元区 AAA 级债券的存量从 2008 年占 GDP 的 40%左右降至 2018 年的 20%左右(图 3)。与此同时,AAA 级美国联邦债券的供应量从约占 GDP 的 65%增加到 100%以上。

就金融市场发展而言(标准六),欧元区的资本市场在发达程度、流动性和市场深度等方面都远不如美国。尽管欧盟委员会提出了资本市场联盟的倡议(Sapir 等, 2018),但这一地区的资本市场在国家层面上仍严重分散。最后,尽管乌苏拉·冯·德莱恩(Ursula von der Leyen)领导的欧盟委员会认为自己是一个“地缘政治委员会”,但欧盟仍远远不是一个地理上的国家,更不是一个军事大国(标准七)。

提高国际地位没有捷径可走。未来欧元发挥重要国际作用的唯一途径,是完善货币联盟的机构设置以增强其稳定性和信誉,建立银行业联盟,在资本市场联盟方面取得实质性进展,以及增加安全资产的供应。同样重要的是,推动经济增长,使欧元成为一种有吸引力的投资货币,改善个别国家的前景,从而使它们的债务更加安全。最后,欧央行采取不那么中立的态度(例如,向依赖欧元流动性的国家提供宽松的货币互换)以及欧盟采取一定的防务政策和发挥更大的地缘政

治作用，也将对欧元国际化有所帮助。

图3 欧元区安全资产供应（十亿欧元）



资料来源: Bloomberg, S&P.

注: 包括 19 个欧元区国家、欧洲金融稳定基金、欧盟、欧洲稳定机制和欧洲投资银行发行的债券。

目前欧盟委员会提出的一些小的举措具有一定的效果，但其影响不应被高估。这些举措包括：推动以欧元标示能源合同，推动以欧元进行衍生品结算，鼓励欧洲投资银行（EIB）和欧洲复兴开发银行（EBRD）等机构或第三国通过外交途径系统性地使用欧元。

### 3. 在 COVID-19 危机中推动欧元发展：增加安全资产供应

为了巩固欧元作为国际货币的地位，同时减轻 COVID-19 对欧洲公民福利造成的负面影响，目前需要采取两项举措。首先，应增加欧元区安全资产的供应。第二，必须确保覆盖所有国家的强劲复苏，从而使欧元区成为具有吸引力的投资目的地。由于增长是债务可持续性的根本，因此强劲的复苏，尤其是在欧元区较弱的国家，对于维持和改善欧元区安全政府资产的供应至关重要。

为支持经济复苏，欧央行、欧洲理事会（European Council）和欧元集团已采取措施，确保主权债券市场的流动性并降低利率。欧央行的抗疫紧急购买计划（PEPP）让各国政府发行债券变得更加容易，从而增加了安全资产的供应。欧洲理事会和欧元集团也采取了相应措施。值得关注的是，欧元集团于 2020 年 4 月 9 日同意增加联合借款。总额高达 3000 亿欧元的欧洲债务是一种联合发行的安全资产，其中 2000 亿欧元通过欧洲投资银行发行，另外 1000 亿欧元通过新的“SURE”信贷发行——这是一种紧急情况下应对失业风险的临时支持工具，由欧盟委员会管理，并由成员国担保，目的是为各国暂时失去盈利能力机构的提供融

资。此外，欧元集团还同意通过欧洲稳定机制进行进一步的联合借款，最高可达 2400 亿欧元。然而，这一数字只占 COVID-19 造成总损失的一小部分，相对于欧元区债务总额来说更是微不足道。因此，这些举措并不能扭转现状，只是增加安全资产供应的第一步。

为了真正增强欧元的国际地位，需要进行更大规模的联合发债。为了实现这一目标，为应对危机和促进经济复苏提供资金的借款可以直接通过欧盟层面筹措。欧盟委员会 2020 年 5 月提出一项建议：临时发行价值 7500 亿欧元的欧盟债务以为其复苏计划提供资金（European Commission, 2020b）。由于此次危机带来的政府借款总额可能在短短两年内就超过 1.5 万亿欧元，若欧盟理事会通过这一提案，将是大幅增加欧洲安全资产供应的重要一步。

然而，在不附加任何条件或不控制开支的情况下为联合借款提供资金，可能会引起道德风险。事实上，在任何一个联盟中，联合借款都离不开对支出和收入的有效控制。欧盟也是如此。

因此，我们认为，欧盟委员会提出的方案（利用欧盟预算框架为共同借款和良好支出的机制提供保证）是解决此类问题的正确途径。欧盟联合借款由欧盟委员会管理，并以欧盟预算空间为后盾（即如果债务人违约，欧盟委员会可以从成员国筹集额外资金来偿还其债务、本金和利息），对于增加欧洲安全资产的供应起到重要作用。与欧盟预算资金一样，借款筹集的资金将交给成员国，并有明确的目标，由欧盟委员会监督和控制。这一方案的优势非常明显：

- 首先，欧盟预算有着强大的法律基础和历史沿革，从而具有较高的可信度；
- 第二，其决策涉及到欧洲议会，从而增加了欧洲层面的民主合法性水平；
- 第三，这些机构具有监督和控制支出的制度，如欧洲审计院和欧洲反欺诈组织（OLAF）。尽管并非所有支出都以正确的方式进行，但精心设计的审计流程至少确保了最低限度的控制。

欧盟共同借款还有两个额外优势。首先，由于借贷规模巨大，其融资成本将低于在成员国层面进行借贷的平均融资成本。其次，也更为重要的是，欧央行购买此类债务工具在政治上比购买各国国债更容易——因为如果欧盟持有各国国债，可能会承担相关国家的财政风险。增加可供购买的欧洲债券数量，将使欧央行能够显著扩大其资产购买计划，而不会出现购买国家主权债券的政治争议。不过，该条约对欧盟可发行债务的数额进行了限制。最终，要想建立一个财政联盟，就欧洲货币联盟的条约基础进行辩论是不可避免的。

最后，欧盟预算本身也可以作为欧盟国家的保险机制。那些 GDP 受到强烈负面冲击的国家应该少缴纳欧盟预算，同时得到更多的补贴。例如，如果意大利



的 GDP 降幅超过其他国家，它可能在下一个欧盟预算周期从净支付国转向净接受国。在 2014-2020 年周期中，意大利每年对欧盟预算的净贡献率为 0.23%（Darvas, 2020）。如果在下一个周期中，它能获得与西班牙一样多的收入（相当于其 GDP 的 0.18%），将足以支付其额外债务成本。

#### 4. 危机后促进欧元发展：通过欧洲 COVID-19 复苏计划促进增长

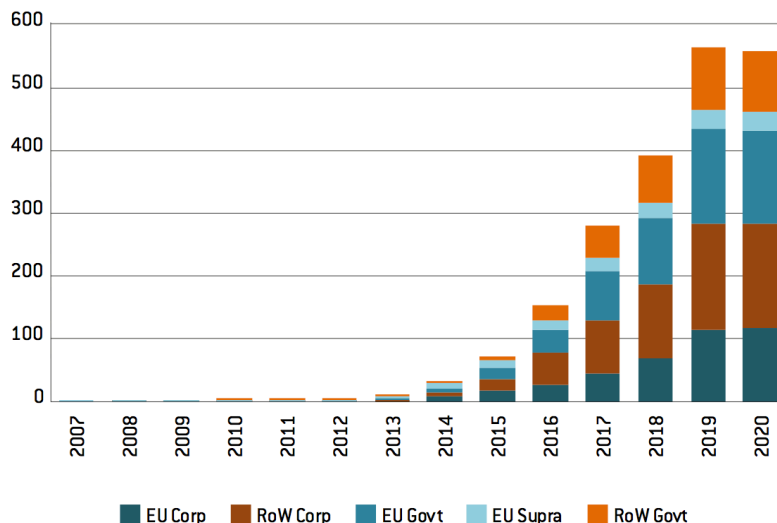
为了增强欧元的国际地位，需要为未来十年制定一项宏伟的战略性成长计划。只有在当前严重衰退之后，欧盟能够实现充满活力的经济增长，其货币才可能具有国际吸引力。

政策制定者必须从长远考虑，一旦新冠病毒被击败，就要开始计划一项广泛的投资计划，以重启欧洲经济。为什么需要一项恢复计划？随着新冠病毒在欧洲和世界范围内迅速传播，V 型经济复苏显然不太可能。除了最初的供给冲击之外，第二轮危机的到来将不可避免。由于消费者推迟甚至取消消费，需求迅速下降。出于对未来的担忧，人们普遍增加了预防性储蓄。

针对危机的紧急措施旨在尽可能保持生产结构，以便一旦封锁措施有所缓解，经济能够重新启动。但通过一个欧洲 COVID-19 复苏计划来推动经济复苏、防止 GDP 出现 L 形下降是十分必要的。欧盟委员会关于设立复苏基金的提议是一个好的方法，这需要各国政府采取强有力的经济刺激措施来补充。

在此过程中，可以而且应该就欧盟未来的经济形态做出政治选择。一个明确的目标是气候中立。需要进行大量绿色投资，以期在 2030 年之前显著减少碳排放，并在 2050 年之前达到碳中和（尽在未来十年内就需投入 3 万亿欧元，Claeys 等，2019）。绿色投资可通过发行“绿色”债券（私营部门和公共部门都应发行）来筹集资金，这些证券将对寻求此类投资的国际投资者具有吸引力，如果设计得当，可被视为安全资产。欧洲已经是这一领域的全球领导者（图 4）。

图 4 全球绿色债券未偿金额（十亿欧元）



所有这些因素都有助于在未来几年提升欧元的国际地位。绿色债券作为一种新兴且快速增长的资产类型，可能成为吸引国际投资者的额外投资选择，从而有利于巩固欧元的地位。此外，如果欧盟成功，新的绿色技术可能成为未来的增长引擎。

总的来说，危机过后，欧洲必须找到一种新的增长模式，以提高生产效率和创新能力。这将为欧元提高国际地位带来双重红利——一方面增加欧元区作为投资地的吸引力，另一方面提高弱国的评级，从而增加安全资产供应。如果不这样做，则意味着欧洲可能不仅在相对价值上下降，而且其货币也将失去信用。

---

本文原题为“Is the COVID-19 Crisis an Opportunity to Boost the Euro as a Global Currency?”。本文作者 Grégory Claeys 是 Bruegel 高级研究员，Guntram Wolff 是 Bruegel 主管，布鲁塞尔自由大学国际顾问委员会成员。本文于 2020 年 6 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 日本大规模经济刺激未显示债务危机迹象

Sayuri Shirai /文 桂平舒/编译

导读：今年5月，日本政府批准了第二轮规模为117万亿日元的经济救助计划，与4月份推出的第一轮刺激计划的规模相当。不过，出于以下几种原因，这些大规模经济刺激不太可能给日本债券市场造成严重压力：日本央行自2013年以来一直在大量购买政府债券；2016年9月采取了收益率曲线控制；日本央行可能会维持宽松的货币政策。因此，日本不断上升的债务目前是可持续的。编译如下：

今年5月，日本政府批准了第二轮规模为117万亿日元(1.1万亿美元，相当于日本GDP的21%)的经济救助计划，与4月份推出的第一轮刺激计划的规模相当。日本首相安倍晋三夸口说，这两轮刺激共同代表了世界最大的大流行应对方案。这些措施，包括现金转移、工资和租金补贴，都很受欢迎。但需要谨慎，因为它们也包括非预算项目。

第二轮救助计划中约40%将包括商业银行的预期协调贷款，另有30%将为企业提供政策性银行补贴贷款。该金额以政府贷款的形式出现。于是乎，尽管日本国债会为补贴贷款提供资金，它还是被排除在政府一般账户之外，因此也被排除在预算赤字之外。一般帐户将只记录剩下的30%作为赤字融资操作。日本国会将在2020年6月中旬之前通过第二次追加预算来为这30%融资。

4月份的救助计划也存在类似的会计问题，其总额包括2019年12月经济刺激计划剩余资金以及商业银行潜在贷款活动(约占GDP的10%)。日本财政管理体制复杂且信息披露不足，这使得我们很难全面掌握应对危机的预算措施。宣布的救助计划与债务累积水平不一致往往会引起混乱。

总体而言，政府计划在2020财年(截至2021年3月)发行近253万亿日元(合2.3万亿美元)的政府债券和短期国债。这一数额综合了三个预算计划的总发行量。剔除再融资债券，政府债券净发行量已降至近145万亿日元(约占GDP的27%)。这包括近4%的提前发行的未来财政年度的债券，净发行量为二战后最大。

不过，出于多种原因，这不太可能给日本债券市场造成严重压力。第一，日本央行自2013年以来一直在大量购买政府债券。因此，它持有近一半的政府未偿债券。日本的保险公司、商业银行和养老基金拥有其余大部分政府债券。保险公司经常需要政府债券来缓解资产负债期限错配的问题。银行持有这些债券是为了填补零售存款不断增长与有限的私人部门信贷需求(以及与日本央行的存款余额)之间的缺口。鉴于公司债券市场仅占GDP的10%，政府债券主导了债务证券市场。外国投资者只持有这些债券的10%。日本央行的巨额持仓造成了债券市场的过度需求，给政府债券收益率带来了巨大的下行压力。这就解释了为什么日

本央行在过去几个月没有购买大量国债。

第二,2016年9月采取了收益率曲线控制,10年期国债目标收益率接近0%,部分超额准备金利率为-0.1%。日本央行根据国内金融机构的供求差约为0%来确定购买规模。面对短缺,维持低收益率并不困难。

第三,日本央行可能会维持宽松的货币政策,除非它放弃其雄心勃勃的2%的通胀目标。中央银行的核心通胀率(基于剔除生鲜食品的消费者价格指数)在过去7年里仅为0.5%(不包括2014年消费税增加的直接影响)。持续的低通胀表明,通过日本央行大量持有政府债券实施的大规模财政刺激,不太可能产生挤出效应或收益率大幅上升。因此,日本不断上升的债务目前是可持续的。

---

本文原题为“Financing Japan’s Record Stimulus”。本文作者 Shirai Sayuri 是庆应大学经济学教授,日本央行政策委员会前成员。本文于2020年6月4日刊于OMFIF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/>

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

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

网址：<http://www.piie.com/>

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

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

网址：<http://www.csis.org/>

### **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 Royal Institute of International Affairs Chatham House (Chatham House) 英国皇家国际事务研究所**

简介: 英国皇家国际事务研究所成立于 1920 年, 位于伦敦圣詹姆斯广场著名的查塔姆大厦内。是目前英国规模最大、世界最著名的国际问题研究中心之一。其宗旨是“推动个人和组织对日益复杂多变的世界进行全面研究, 并提供政策参考。”英国皇家国际事务研究所与英国政府、企业、媒体和学术界均有着广泛的联系, 对政府的外交政策有一定的影响。在《2011 年全球智库报告》(The Global Go To Think Tanks 2011) 中, Chatham House 在全球 (含美国) 30 大智库中列第 2 名, 全球 30 大国内经济政策智库中列第 6 名, 全球 30 大国际经济政策智库中列第 4 名。

网址: [www.chathamhouse.org/](http://www.chathamhouse.org/)