

全球智库半月谈

冠状病毒（COVID-19）危机对发展融资的影响

新兴市场经济体：债务问题的症结在哪儿

COVID-19 疫情下的基金表现与流向

警惕发展中国家债务危机

对欧洲政府担保银行贷款的分析

驱逐外国留学生的经济与非经济后果

欧洲的财政刺激未来仍面临一些困境

本期编译

安婧宜

桂平舒

刘铮

申劭婧

史明睿

宋海锐

吴克谦

熊春婷

杨茜

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

冠状病毒（COVID-19）危机对发展融资的影响 6

导读：本文讨论了 COVID-19 危机对有资格获得官方发展援助（ODA）的中低收入国家可持续发展融资的影响。即便在 COVID-19 危机之前，发展中经济体的国内外融资水平和趋势，已经无法满足这些国家可持续发展目标（SDG）的支出需求。在新冠疫情爆发后的全球环境下，发展中经济体可获得的资金有可能大幅减少。与 2019 年的水平相比，2020 年流入发展中经济体的私人资本可能减少 7000 亿美元，减少额超出 2008 年全球金融危机时期 60%。融资减少加剧了出现重大发展阻碍的可能性，而这些阻碍反过来又会增加我们在未来流行病、气候变化和其他全球公共灾难方面的脆弱性。虽然官方发展融资在短期内是一种重要的反周期力量，并且，作为官方发展融资资金来源的税收仍然是多种公共服务唯一长期可行的融资来源，但是，当面对发展中国家可获得资金减少的挑战时，任何单一的融资来源（官方发展融资）都不能独自应对这种挑战。发展融资与其他领域的参与者需要密切合作，努力建立一个更公平、可持续、更具弹性的世界。

新兴市场经济体：债务问题的症结在哪儿 19

导读：就在两个月前，新兴市场经济体似乎面临着无法偿还外债的危机，但至少到目前为止，这一危机并未发生。真正令人担忧的是它们以本国货币计价的政府债务的激增。

COVID-19 疫情下的基金表现与流向 21

导读：市场普遍认为，越是在市场低迷时期，有能力的基金经理越是能展现自己的实力，本文研究了美国金融市场上活跃的股票共同基金的每日回报率来考察在 COVID-19 的疫情中，这些基金表现和投资者的行为。研究发现，主动式股票共同基金的表现较差，这与人们普遍认为的主动式基金经理在经济低迷时期表现出色的观点相矛盾。此外，在危机期间，投资者更青睐可持续发展基金，这表明可持续性现在已经成为了投资者对产品的基本要求。

警惕发展中国家债务危机 24

导读：在新兴市场经济体，Covid-19 大流行在投资者需求减弱的时候增加了政府的资金需求。3 月，本币债券收益率迅速上升，国际投资者大规模撤离。虽然政府债券市场自那以后开始趋于稳定，但由大流行引发的经济危机使新兴市场经济体政府的融资风险在两个国际层面成为人们关注的焦点：它们易受货币贬值的影响，以及它们对非居民投资组合投资者的依赖。

COVID-19 大流行期间的监管协调：来自全球银行业的观察 27

导读：在大流行期间，加强母国和东道国银行业的监管协调至关重要，各国当局的监管协调在大流行期间取得成效，并发挥了重要作用。可以通过进一步共享信息、增加国际监管交流合作、加强实时协调等措施来加强监管协调的机会。

驱逐外国留学生的经济与非经济后果 33

摘要：特朗普当局撤销了此前对移民及海关执法局（ICE）的法令。如若执行，该法令将导致至少一百万在美外国留学生被驱逐出境。驱逐留学生出境将会对美国研究生和本科生教育造成严重损害，并降低美国大学的研究效率，损害创新和创业。外国留学生在毕业之后也会继续为美国经济做出贡献，而美国通过招收留学生也获得了很多软实力。如果美国限制赴美留学的学生人数，那么这些红利都会走到尽头。

经济政策

对欧洲政府担保银行贷款的分析 35

导读：为了应对 COVID-19 的冲击，欧洲国家为企业推出了前所未有的贷款担保和其他形式的信贷支持计划。2020 年 3 月，欧盟委员会放宽了之前对国家援助的严格规定，允许欧盟成员国通过一些史无前例的国家冠状病毒援助计划来输送所需的资金。人们担心较富裕、负债较少的成员国拥有更强的财政能力来帮助企业，这种不平等的企业支持政策会扭曲欧盟单一市场上的竞争。本文对这些信贷计划的实施情况进行了研究，初步结果表明，与普遍关注的情况相反，较富裕或负债较轻国家的企业似乎并未从这些计划中获得不成比例的利益。

主导货币和汇率灵活性的限制 38

导读：在全球经济不景气的情况下，汇率也随之波动。然而，对于一些以美元等主导货币作为出口及融资计价方式的进出口企业来说，汇率波动并不能产生常见的影响。想要重振经济，政府需要采取其他手段。

欧洲的财政刺激未来仍面临一些困境 42

导读：经过 5 天的艰苦谈判，欧盟领导人终于在 7 月同意新设 7500 亿欧元债务，以应对 COVID-19 危机造成的经济冲击，同时把援助分配给不太富裕和最需要帮助的国家。这是欧洲财政一体化迈出的重要一步。但在决定如何偿还新债务之前，欧盟这一开创性举动的长期影响仍存在不确定性。

本期智库介绍 45

冠状病毒（COVID-19）危机对发展融资的影响

OECD / 文 杨茜 / 编译

导读：本文讨论了 COVID-19 危机对有资格获得官方发展援助（ODA）的中低收入国家可持续发展融资的影响。即便在 COVID-19 危机之前，发展中经济体的国内外融资水平和趋势，已经无法满足这些国家可持续发展目标（SDG）的支出需求。在新冠疫情爆发后的全球环境下，发展中经济体可获得的资金有可能大幅减少。与 2019 年的水平相比，2020 年流入发展中经济体的私人资本可能减少 7000 亿美元，减少额超出 2008 年全球金融危机时期 60%。融资减少加剧了出现重大发展阻碍的可能性，而这些阻碍反过来又会增加我们在未来流行病、气候变化和其他全球公共灾难方面的脆弱性。虽然官方发展融资在短期内是一种重要的反周期力量，并且，作为官方发展融资资金来源的税收仍然是多种公共服务唯一长期可行的融资来源，但是，当面对发展中国家可获得资金减少的挑战时，任何单一的融资来源（官方发展融资）都不能独自应对这种挑战。发展融资与其他领域的参与者需要密切合作，努力建立一个更公平、可持续、更具弹性的世界。编译如下：

主要信息：

- COVID-19 危机在关键时刻冲击着发展中经济体。在危机爆发之前，融资已经无法满足到 2030 年实现可持续发展目标的支出需求，财政空间也受到不断上升的公共债务水平和偿债成本的限制。
- COVID-19 危机可能会给可持续发展融资造成重大挫折。随着经济活动的减少，国内资源的调动将受到影响。与 2019 年相比，私人资本流入预计将减少 7000 亿美元，比 2008 年全球金融危机的影响超出 60%。随着国内支出的增加和本币对美元汇率的上涨，财政空间可能会进一步缩小。
- 在短期内，应当利用官方发展资金来遏制其他融资来源的减少。已经稀缺的资源加上危机的经济影响意味着发展中经济体可能难以为公共卫生和社会经济对策提供资金。单一的融资来源将不足以弥补 COVID-19 的融资缺口。
- 从中期看，发展融资和其他领域的参与者需要密切合作，以便“更好地重建”一个更加公平、可持续、更具弹性的世界。在发展融资方面，虽然调动国内资源仍然是许多公共产品和服务的唯一长期可行的融资来源，但要更好地进行重建，就需要所有融资来源采取行动，其共同目标是协助国家可持续发展战略。例如，除了发展融资之外，还需要振兴贸易，就小岛屿发展中国家而言，还需要促进可持续的海洋经济。

引言

在 COVID-19 危机之前，发展中国家国内（财税）收入及流入国家的外部资金的总体水平和发展趋势已经被认为不足以支持可持续发展目标（SDG）。由于

公共债务水平很高，且这一流行病对所有主要的发展融资来源都造成了冲击，低收入和中等收入国家可能难以以为应对 COVID-19 的公共卫生、社会和经济政策提供资金。早期的观察指出，伴随着境外汇款减少，发展中国家出现了大量债务和股权外流，公共卫生危机和经济危机不断加剧，已经对国内融资产生了连锁反应。发展融资崩溃会使数百万人重新陷入贫困，并阻碍我们实现可持续发展目标和建设一个更强大、更公平和更可持续的世界。在当前具有挑战性的背景下，我们如何避免这一情况发生？

本文借鉴了在经合组织《可持续发展融资全球展望》(OECD, 即将出版) 内容下进行的研究，并概述了 COVID-19 大流行对发展中经济体主要融资来源的当前和预期影响。

1. 冠状病毒 (COVID-19) 大流行正在关键时刻冲击发展中国家

COVID-19 危机爆发时，可持续发展融资已经处于危急境况(OECD, 2018)。2014 年，贸发会议估计发展中国家的可持续发展目标融资缺口为 2.5 万亿美元。最近，Gaspar 等 (2019) 估计，低收入国家平均需要额外支出 15.4% 的国内生产总值，新兴经济体需要额外支出 4% 来填补其可持续发展目标的支出缺口。虽然这一差距部分可以通过低于标准的支出效率来解释，但众所周知，COVID-19 大流行之前的国内和外部融资水平已经不足以满足可持续发展目标(联合国秘书长, 2019)。此外，为弥补这一差距而采取的行动措施也受到高债务水平的限制。

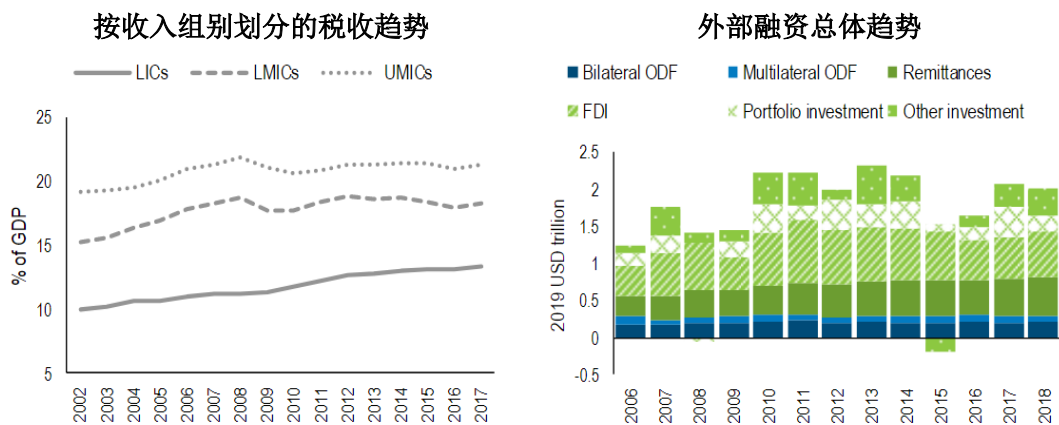
COVID-19 大流行之前的国内融资

COVID-19 危机之前，税收作为国内公共资源的主要形式和发展融资的最大来源，在许多国家都不充足，特别是与可持续发展目标的支出需求相比。税收和 GDP 的比例被认为是国家有效运作和促进经济发展的基准，在 2017 年公布税收收入数据的 124 个有资格获得官方发展援助 (ODA) 的国家中，超过三分之一的国家低于 15% (Gaspar, Jaramillo 和 Wingender, 2016)。本样本中近三分之二的国家税收收入占 GDP 的比例低于 20%。

此外，近年来税收占 GDP 的比例这一指标的平均增长似乎有所减缓。在 26 个非洲国家的样本中，2015-2017 年间，未加权的平均税收与 GDP 的比率一直停滞在 17.2% 左右 (OECD, 2019)。为应对 2008-2009 年的全球金融危机，中低收入和中上收入国家的平均税收减少了 (图 1)。此后，税收平均收入占国民收入的比重还没有完全恢复，税收平均增长仍然不稳定，从中期来看甚至处在停滞状态。相比之下，低收入国家的平均税收在 2002-2017 年间持续增长，但在 2012 年之后增长有所放缓。在拉丁美洲和加勒比海地区，由于 2017 年和 2018 年有利的经济环境，税收收入一直在缓慢增长，但最近的资源价格下跌和社会动荡意味着在 COVID-19 危机爆发之前，收入前景就一直在下降 (OECD 等, 2020)。

同样，其他国内资源也是支持可持续发展的支出和投资的重要融资途径。经合组织在《全球可持续发展融资展望》（OECD，即将出版）中的分析表明，2016-2018 年间，发展中经济体的国内储蓄在国内生产总值中所占的份额一直在增加，但低收入国家的储蓄仍然明显低于中等收入国家。国内私人投资是固定资本形成的主要来源，但只有大约三分之一的发展中经济体的数据是详尽的。国内金融部门在调节储蓄和借贷方面发挥着核心作用，但在中低收入国家和低收入国家，进入金融市场仍然受到限制，借贷成本通常很高。

图 1 COVID-19 前税收和外部融资在符合官方发展援助条件的国家停滞不前



COVID-19 大流行之前的外部融资情况

低收入和中等收入国家的外部融资净流入形势在 COVID-19 之前就已经很严峻。在新兴经济体增长放缓和人民币贬值后股市动荡的冲击下，2015 年资本流动突然骤停。当前，总体的外部融资情况已缓慢恢复，但 2018 年 2 万亿美元的外部融资额仍低于 2013 年的峰值（图 1，右图）。更具体地说，外国直接投资（FDI），证券投资和其他投资（大部分是银行贷款）低于 2013 年。在同一时期，官方发展融资保持稳定，侨汇有所增加。

COVID-19 大流行之前的债务水平

在 COVID-19 大流行之前的几年，一些国家的财政空间已经变得有限。被国际货币基金组织列为低收入发展中经济体的 59 个国家的公共债务中位数已从 2010-2014 年的 38.7% 上升至 2017 年的 46.5%（IMF，2019）。2018 年，同一组国家的平均债务偿还额占政府收入的比例为 12.2%，高于 2010 年的 6.6%（Griffiths，2019）。即使非洲国家通过重债穷国倡议和多边债务减免倡议（MDRI）等计划获得大量债务减免，但其债务占 GDP 的比例仍然最高（Calderon 和 Zeugack，2020）。根据贸发会议（2019）的数据，发展中经济体和转型经济体的外债总额从 2008 年的 3.5 万亿美元增至 2018 年的 8.8 万亿美元，占国内生产总值的比例从 22% 增加到 29%。截至 2019 年底，在分析的 69 个国家中，有 33 个被归类为“陷入债务困境”或“高风险”国家（IMF 和世界银行，2019）。

与此同时，私人债务水平也急剧上升（UNCTAD，2019）。根据联合国贸易和发展会议（UNCTAD）的数据，发展中经济体的私人债务占国内生产总值的比例从2008年的79%上升到2017年的139%。在一些新兴经济体中，这一增长尤为迅猛，其中企业债务占GDP的比例从2008年的83%上升到2018年的145%。虽然私人债务的大部分积累在所谓的高收入发展中经济体（与世界银行的中等偏上收入类别相对应），但中等和低收入发展中经济体的私人债务水平也有所上升，而且增长速度快于公共债务水平。

由于资源和财政空间有限，COVID-19大流行可能会使发展中经济体陷入巨大的财政困境。这场危机不仅需要大量资金来缓解对卫生、社会和经济的负面影响，而且在实现可持续发展的进展被逆转且可用资金减少的情况下，它还会使未来几年可持续发展目标的资金缺口进一步扩大。

2. COVID-19 使可持续发展融资面临重大挑战

经济活动大幅下滑，国内资源调动受到影响

目前的公共卫生和经济危机将通过影响税收和非税收收入，进一步耗尽中低收入国家的国内公共资源。我们计算出，为应对全球金融危机，2007年至2010年间，在113个有时间序列数据的符合官方发展援助条件的国家中，税收收入占国内生产总值比例的中位数下降了1%，仅为5.8%。目前，人们担心由于以下机制的共同作用，COVID-19大流行可能会对国内公共收入造成更大的冲击：

- 全球和国内经济活动的急剧下降影响所有主要的税收来源。对税收增长的估计表明，税收收入的收缩可能比经济产出的收缩更剧烈（OECD，2020）。企业利润下降、消费下降和失业率上升将分别导致企业所得税、商品和服务税以及个人所得税的收入下降（Kapoor 和 Buiter，2020）。国际贸易、旅行和国内消费的下降将使大多数中低收入国家所依赖的消费税收入降低。世界贸易组织（WTO）预测，全球商品贸易将下降13-32%（WTO，2020）。根据世界旅游组织（UNWTO）的数据，2020年国际游客人数可能比2019年下降60-80%（UNWTO，2020）。在经济衰退期间，人们的消费可能会转向经常被降税或免税的商品，这可能会进一步减少消费税收入（Simon 和 Harding，2020年）
- 许多资源丰富的国家从商品和自然资源中获得很高的税收和非税收收入，这些国家将大幅受到全球商品价格大幅下跌的影响（OECD，即将出版）。与国内生产总值相比，低收入国家比其他收入群体更依赖自然资源租金（Steel 和 Phillips，2020），而且这种依赖近年来有所增加（UNCTAD，2020）。
- 各国政府正在采取一系列税收措施，以减轻纳税人的负担，维持企业的现金流。但是，至少在短期内，这以降低公共收入为代价。这些措施包括延长截

止日期，延期付款和加速退税（OECD / FTA，2020）。截至 2020 年 4 月中旬，已有 104 个国家（包括 46 个官方发展援助受援国）实施了税收减免措施（OECD，2020）。

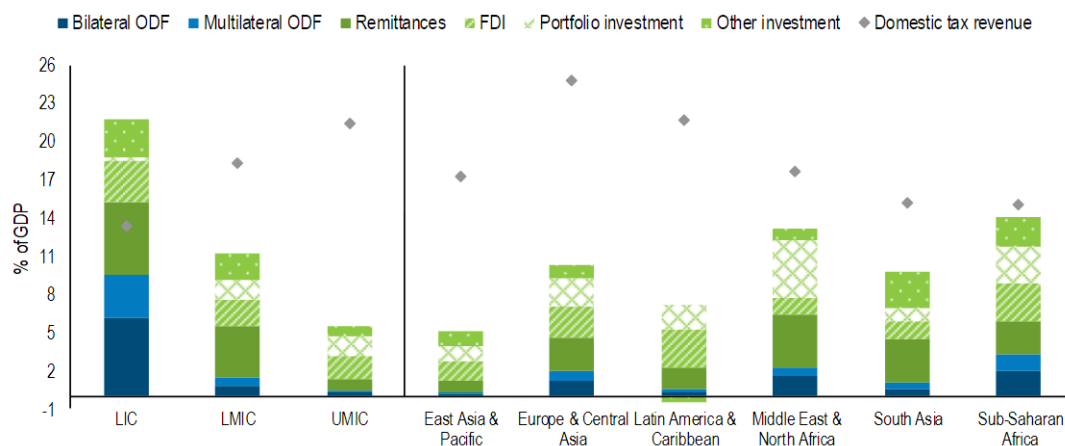
这些机制综合起来可能会大大降低发展中经济体对国内资源的调动。对于撒哈拉以南非洲地区，世界银行（2020）的计算表明，与非 COVID-19 前的情景相比，政府收入可能下降 12%至 16%。因此，财政赤字可能进一步恶化，大约上涨 GDP 的 2.7 至 3.5 个百分点。来自月度数据的初步证据支持了这一看法。秘鲁的税收收入在 2020 年 4 月同比下降了 40%，而约旦政府的总收入在 2020 年 4 月同比下降了 49%。

公共收入以外的其他国内资源也将受到影响。由于经济的高度不确定性、经济产出的收缩以及流动性限制，国内私人投资可能会下降。2020 年的危机对国内储蓄的影响取决于消费与国民收入的相对变化。作为参考，2008 年金融危机后，国内总储蓄占国内生产总值的比重有所下降（OECD，即将出版）。

全球经济动荡，外部私人融资规模下降

2008 年全球金融危机表明，低收入和中等收入国家的外部融资容易受到冲击。在危机期间，证券投资和其他投资流入迅速下降（甚至扭转为负数），而境外汇款和外国直接投资则在一年后下降（图 1）。当前的证据表明，COVID-19 危机的影响更大、更迅速。尽管各国根据各自的融资组合和融资水平会有不同的遭遇（图 2），但预计所有国家的融资规模都会减少。

图 2 符合官方发展援助条件的国家的资金结构和水平因收入类别和地区而异



2008 年全球金融危机后，私人投资流入大幅下降。因此，我们已经看到，COVID-19 的全球经济影响已经导致了资产向更安全的地方转移，这不足为奇。然而，这种短期反应的规模是前所未有的：

- 2020 年 3 月，国际金融协会的资本流动跟踪工具（IIF，2020）就观察到新兴市场的非居民投资流出了 833 亿美元。这一数字是 2008 年全球金融危机

后非居民投资组合流出的两倍，并高于 2019 年流入新兴市场的非居民投资组合累计流入。目前，这种前所未有的流出趋势似乎已经停止。流入新兴市场的债务在 2020 年 4 月和 5 月有所回升，尽管股权资金流出仍在继续，但速度较慢。但与 3 月份的资金外流相比，这种复苏的程度很小，因此投资组合的累计资金流出仍然很大（IIF，2020）

- 经合组织的分析表明，所有外国直接投资组成部分的流入都显著放缓（OECD，2020）。一方面，外国直接投资中再投资收益（越来越重要的外国直接投资组成部分）部分很可能会受到影响，但各行业的影响差异很大。根据 Refinitiv（2020）的研究，跨国公司在能源，非必需消费品，工业和材料等行业的收入同比将大幅下降。但是，医疗、科技和通讯领域的跨国公司将获得更多收入。由于第一产业和制造业部门在流入发展中经济体的外国直接投资中占据较大比例，因此这些国家可能遭受更大的打击。另一方面，外国直接投资的流动将因股权资本流动的调整而受到影响，这与进入方式无关。首先，2020 年第一季度全球完成的跨境并购有所下降。其次，对发展中经济体来说，比跨国并购更重要的 FDI 绿地投资在 2020 年前两个月大幅下降。自 3 月全球进入封锁状态以来，这一影响可能会扩大（OECD，2020）

对资本流动中私人投资的预测支持了这一预兆。鉴于 COVID-19 大流行仍在大多数发展中经济体蔓延，因此有价证券和其他投资流动不太可能迅速恢复，并可能面临第二波资本外流。即使国际资本流动在下半年有所恢复，但国际金融协会（2020）预测有价证券和其他投资流将分别比 2019 年下降 80%和 123%。经合组织的预测表明，即使在最乐观的情况下，全球的外国直接投资也将至少下降 30%，而流向发展中经济体的资金流下降幅度可能更大（OECD，2020）。世界银行（2020）预测，流向发展中国家的外国直接投资将下降 35%，这一预测支持了上述结论。2008 年金融危机后，全球外国直接投资以一年的滞后时间下降，且对发达经济体的不利影响要大于对发展中经济体的影响。这次 COVID-19 对外国直接投资的影响立竿见影。它还将对经济最脆弱的国家造成最严重的打击，因为流向发展中经济体的外国直接投资中最重要的部分将遭受最大的冲击。

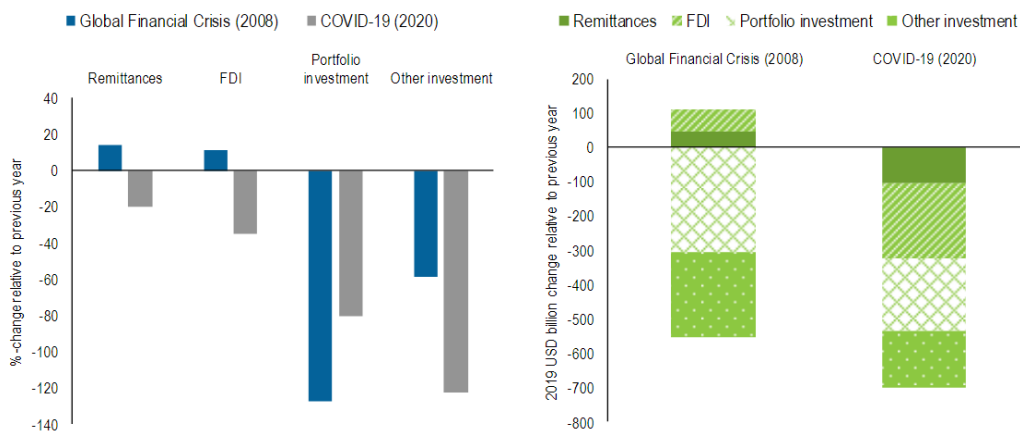
就境外汇款而言，预计 COVID-19 的影响立竿见影，并比 2009 年 7%的同比降幅更大。在大流行爆发以来的前几个月，经济数据都显示了冲击的严重性。尽管到目前为止，境外向墨西哥的汇款已被证明具有相对的弹性，但从境外汇款占外部资金的比例来看，排名前三的国家是危地马拉，萨尔瓦多和吉尔吉斯斯坦。在这三个国家，2007 至 2009 年间，月度境外汇款同比最大降幅在 16%至 34%之间，而 2020 年 4 月和 5 月这一数据已经达到创纪录的 20%至 62%。

造成这种影响的主要原因是，汇款输出国经历了前所未有的经济冲击，这导致汇款个人的收入降低。在汇款输出国最多的美国，自 2020 年 3 月中旬以来，仅四周内的失业人数就相当于 2008 年全球金融危机以来创造的就业人数(CNBC, 2020)。同样，由于石油价格下跌再次超过 2008 年后的水平(UNCTAD, 2020)，依赖石油的输出国将陷入困境，移民的就业也将面临风险。目前，油价复苏缓慢，2020 年 5 月上涨后的油价远低于 COVID-19 前的水平(IEA, 2020)。尽管 COVID-19 引发的美元升值部分抵消了这些影响，但世界银行(2020)预计，2020 年流向发展中国家的境外汇款将比 2019 年减少 20%。

总体而言，预测显示，与 2019 年的水平相比，2020 年有官方发展援助资格的国家私人资金流入可能减少 7000 亿美元(图 3)。由于所有私人融资来源快速下降，这给发展中经济体带来了前所未有的压力，造成的融资缺口比 2008 年全球金融危机后高出 60%，相当于 2018 年外部融资水平的 35%。

图3 据估计，COVID-19 导致 2020 年流入发展中经济体的私人资本可能减少 7000 亿美元，减少额超出 2008 年全球金融危机时期 60%

相对于危机前年份的净流入变化



官方发展融资可以在危机期间起到催化作用，但也可能会面临预算压力

事实证明，官方发展融资是过去危机中一种重要的应对措施和具有逆周期性的资本流动(OECD, 2020)。特别是，官方发展援助(ODA)在建设发展中经济体的卫生和社会保护体系方面发挥了关键作用，而卫生和社会保护体系是各国应对 COVID-19 的核心支柱之一。虽然全球经济衰退、公共收入下降和发展援助委员会成员实施的财政刺激措施可能会给官方发展援助水平带来压力，但发展援助委员会成员已宣布，他们将在 COVID-19 危机期间“努力维持 ODA 预算”(发援会和经合组织, 2020)。

归根结底，2020 年官方发展融资将如何演变是一个政治意愿和全球团结的问题(OECD, 2020)。由于许多官方发展援助预算在 COVID-19 爆发之前已经敲定，因此全球经济衰退对官方发展援助水平的影响可能不是立即的，存在一定

的滞后。经合组织（2020）概述了 2020 年官方发展援助水平演变的三种可能情景：

- 许多国家已做出支持全球可持续复苏的政治承诺。COVID-19 危机暴露了各国的相互依存关系和全球公共品的重要性。各国加强团结可能会使官方发展援助总额增加，进而增加官方发展援助在国民总收入中的比例。
- 发援会在其声明中强调，发援会成员已表达了维持官方发展援助水平的意愿。事实上，经合组织发援会发现，维持援助预算水平不受短期冲击是各国的既定做法。如果官方发展援助水平维持在 2019 年的水平，发援会成员国官方发展援助与国民总收入的比例将从 2019 年的 0.29% 增至 2020 年的约 0.32%。
- 鉴于发援会成员国在 2020 年自身的预算压力，官方发展援助的总体水平可能在 2020 年下降。经合组织计算，如果发援会成员国保持与 2019 年相同的官方发展援助与国民总收入的比率，官方发展援助总额可能会下降 110 亿美元至 140 亿美元，这取决于成员国国内生产总值（GDP）的衰退情况。

随着国内公共支出的增加以及本币对美元汇率的变动，财政空间可能进一步缩小

当前的危机和可持续发展融资趋势进一步压缩了许多中低收入国家已经面临的有限财政空间。无论是公共卫生危机还是社会经济冲击，各国都需要在卫生、社会保护、经济救济和流动性方面投入大量公共支出，更不用说在危机后复苏所需投入的金额。例如，如果非洲国家执行与欧盟相同（比例）的财政措施，经合组织估计非洲的债务水平（在其他所有条件保持不变的情况下）将从 2019 年占 GDP 的 57.6% 增加到约 85%（OECD，2020）。随着支出需求的增加和收入的下降，许多国家的公共债务可能大幅增加。在经济脆弱且石油资源丰富的国家，债务危机的风险尤其明显。这些国家的大量公共债务是短期且昂贵的，通常由私人债权人以非优惠条件延期，还款有时与战略自然资源挂钩（OECD，即将发行）。

偿债成本的增加将进一步压缩可用的财政空间。债务偿还成本在危机之前已经上升（Griffiths，2019），但许多国家的货币兑美元的贬值增加了偿债成本，因为在低收入和中低收入国家，几乎三分之二的公共外债是以美元计价的（IIF，2020）。COVID-19 大流行后，各国的主权信用下调，这可能会进一步增加公共借贷成本，并限制各国在国际资本市场上调动财政资源的能力。

总体而言，所描述的可用融资（供应）和支出需求（需求）之间的差异放大了经合组织（2018）确定的可持续发展融资的“剪刀效应”，即可用融资的减少和可持续发展目标支出需要的增加。

3. 短期缓解：调动所有融资来源以满足迫切需要

本已稀缺的资源以及 COVID-19 危机的潜在影响,意味着发展中经济体可能难以以为公共卫生,社会和经济的应对措施提供资金。在短期内,官方发展融资将发挥重要的反周期作用,正如它在以前全球危机中所做的一样(Horn, Reinhart 和 Trebesch, 2020)。实际上,多边和双边援助者已经实施了初步政策以支持发展中经济体:

- 国际货币基金组织(IMF)已宣布向其成员国提供超过 1000 亿美元的紧急贷款,并可为其成员国筹集 1 万亿美元。世界银行集团将在未来 15 个月内放贷约 1500 亿美元。
- 尽管由于国内支出增加而使国家预算收紧,但发援会成员已宣布“努力维护官方发展援助预算”(发援会和 OECD, 2020)。因此,双边援助者最近做出的与 COVID 有关的承诺可能反映出要将已经计划的援助金额转向卫生领域,而不是增加官方发展援助预算。在最近的卫生危机中,如 H1N1 流感大流行和埃博拉疫情(经合组织,即将于 2020 年发布),危机相关资金似乎没有转移至其他领域,但伙伴国卫生部门的有限能力意味着危机也对其他卫生领域造成了严重后果:例如,在 18 个月的时间里,几内亚,利比里亚和塞拉利昂的埃博拉疫情导致这三个国家的孕产妇死亡率上升 75%,原因是资源被从生殖和孕产妇保健领域转移(Davis 和 Bennett, 2016)。因此,发援会成员不仅要支持 COVID-19 应对措施,而且要帮助合作伙伴维持所有必要的卫生服务。
- 20 国集团宣布冻结 76 个符合国际开发协会资格的国家的债务偿还(G20-FMCSBG, 2020)。经合组织估计,20 国集团的债务延期偿付将推迟向公共双边债权人支付价值 165 亿美元的款项(经合组织, 2020)。

但是,官方发展融资的对策仍有待改进。迄今为止,国际货币基金组织成员尚未同意分配与 2009 年类似或更高规模的特别提款权。双边援助者尚未表现出增加其官方发展援助的意愿,这对于避免资金从其他重要领域转移以支持 COVID 对策时产生负面影响至关重要。迄今为止,二十国集团(G20)的债务暂停令未能让多边和私人机构暂停偿还债务,也忽视了同样面临严重债务困境的新兴经济体。二十国集团可以考虑调动包括私营部门在内的所有融资来源,并以南南合作和三角合作等方式强调发展合作的原则(有效性,所有权)。

即使没有这些冲击,也不能仅仅依靠官方发展资金提供救济。IMF (2020) 估计,新兴经济体至少需要 2.5 万亿美元的资金,而其储备和国内资源不足以满足这些需求。单一的资金来源无法弥补 COVID-19 的资金缺口。这需要所有融资来源进行协调一致的政策响应,以避免发展融资的崩溃,并使世界更能抵御未来的全球冲击。因此,官方发展融资需要从以下几个方面加以补充:

- 一系列税收政策和行政措施可以支持政府采取的应对措施，以维持家庭和企业的流动性，并保护就业。然而，在发展中经济体中，较小的税收基数，较弱的税收管理能力和有限的社会保障体系可能会限制一些税收措施的效力，这要求发展中经济体采取更有针对性的政策应对措施。
- 经合组织（2020）、Steel 和 Phillips（2020）和国际货币基金组织（2020）提出了一系列有针对性的税收措施：税收减免可以扩大到中小企业（SME）和受影响最大的地区或行业（如旅游、旅游和酒店业）。这类减免措施可包括所得税抵免、降息和免税、延长限期和推迟、扩大亏损结转规则的使用或限制预缴税款。暂时免除工资税有助于保障现有的正式就业。免除流动资金和现金转移的税收可以最大程度地为个人和家庭提供财政支持。减少数字通信税可以帮助加强社会隔离并降低远程工作成本。
- 社会援助措施对社会保护至关重要，它在发展中国家比社会保险或短期工作计划更普遍（经合组织，2020）。此外，还必须解决对非正式工人的冲击。例如，经合组织（2020）指出，65%的非正式工人得不到任何形式的社会保护。社会援助措施可包括直接现金转移、最低经常性收入或对最贫穷者的补贴。为了确定最弱势的群体并将其作为援助目标，地方当局可能是关键。将登记计划与正式税务登记联系起来，有助于扩大危机后的税收基础（Steel 和 Phillips，2020）。
- 投资政策将是缓解危机对私人投资流动影响的重要工具（OECD，2020）。为应对资本外流，财政空间充足的发展中经济体应放松宏观审慎政策。资本账户政策可以包括放宽流入管制，在极端情况下，可实行外流管制。为了应对流向发展中国家的外国直接投资减少的情况，援助国和投资政策界应协调一致，积极解决全球价值链中断的情况，并创造额外的激励措施以维持对这些国家的投资。如果政府鼓励企业将生产和进口转向基本医疗产品和服务，投资政策也应帮助缓解医疗供应的短缺。
- 境外汇款流量的恢复将主要取决于发达经济体的财政和货币应对措施。除了这些宏观政策外，发达和发展中经济体的政策制定者还可以在封锁期间将境外汇款代理人视为必不可少的服务，并支持境外汇款代理人管理日益增加的运营风险（世界银行，2020）。尽管2019年最后一个季度向G20国家汇款的平均成本保持在6.37%，但可以进一步降低以达到G20设定的低于5%的目标。
- 慈善捐赠者也需要加入进来。慈善事业在发展中经济体的卫生部门中占有很大的比例：基金会作为一个提供者群体是卫生部门的第三大资助者（Kim、Kessler 和 Poensgen，即将出版；经合组织，2020）。鉴于慈善捐赠者拥有更

大的灵活性和创新性，它们可以成为官方发展资金的重要补充。不过，与其他融资来源相比，它们的捐款总额似乎仍然有限。经合组织即将发表的一篇文章将进一步阐明慈善的 COVID 对策。

发展合作的参与者可以通过以下方法来支持这些措施：协助制定有针对性的税收和社会援助措施；支持重要的正规和非正规部门（包括卫生，金融，运输，旅游和零售）；通过使用创新手段（例如混合型融资、贸易融资，担保和权益）维持贸易和投资流动，并促进境外汇款。

4. 中期复苏：为人类和地球更好的重建

COVID-19 大流行使我们想起了各国在全球范围内的相互联系和对全球公共弊端的共同脆弱性。这也提醒我们，面对全球挑战时，我们的实力由最薄弱的地方决定。除非所有人都安全，否则没有人会独善其身。因此，全球必须开展国际合作以应对流行病的冲击，要避免任何人落后，而不是退缩到民族主义之中。

一旦大流行结束，我们要将从 COVID-19 获得的经验应用于未来的全球挑战。COVID-19 有可能抹去全球在消除贫穷和可持续发展方面取得的重大进展，从而进一步扩大发达经济体和发展中国家在危机恢复能力方面的差距。如果我们不解决这些不平等并加快实现可持续发展目标的进程，那么这一流行病可能只是对即将到来的更严重全球危机的预示。由于需要动用数万亿美元用于 COVID-19 之后的恢复，我们应该利用这一机会来增强危机抵御能力，并把人和地球共同放置在议程的核心。我们不能回到“一切照旧”，但我们必须重建得更好。

进行更好的重建意味着将长期风险管理纳入政策和融资战略中，同时不让任何人掉队。这些风险包括环境、社会和经济方面及其交叉环节（例如生物多样性丧失、气候变化、迁徙），并可能引发整个经济的崩溃。进行长期风险管理除了建立一个更公平和更具弹性的世界这一政治理由外，经济理由也很充分。首先，环境、社会和治理方面的冲击有可能降低资产的长期价值。第二，考虑长期风险并不意味着在危机时期放弃短期收益以换取长期可持续性。据国际劳工组织估计，向低排放、气候适应性强的经济体转型将创造 1800 万个就业机会，同时潜在提供了 12 亿个直接依赖生态系统服务的就业机会（主要在发展中国家）（国际劳工组织，2018）。此外，每投资 1 美元于具有气候适应力的基础设施，平均可获得 4 美元的回报，这不仅保障了基础设施方面的生产力增长，还创造了就业机会（Hallegate、Rentschler 和 Rozenberg，2019 年）。

更好地进行重建需要适用于发达和发展中经济体以及全球范围内发展融资领域的所有参与者，其共同目标是援助国家可持续发展战略。综合国家融资框架（INFF）有助于系统地将不同的筹资融资与国家发展计划联系起来。重要的是，

更好的重建还需要超越发展融资，例如，通过振兴贸易、小岛屿发展中国家可促进可持续的海洋经济。

一种全面的融资方法来更好地重建

在国内资源调动方面进行更好的重建，需要集中精力在发展中经济体建立有效的税收制度。由于财政空间受限，国内资源调动，特别是税收，将仍然是许多公共服务，尤其是医疗服务可持续融资的唯一长期可行来源。因此，许多国家将需要通过税收政策和税收管理措施来确定增加税收的方法。经合组织和开发计划署发起的联合无国界税务稽查员倡议为提高发展中经济体的税务审计能力提供了一个有希望的途径。与此同时，对避税和逃税的容忍度将处于历史最低水平。这要求各国在包容性框架和全球论坛的领导下，在国际税收协调方面取得进一步进展，为发展中经济体带来更好的成果。

对于资本流动中私人投资而言，“更好的重建”需要建立一种长期投资方法，以便更好地与可持续需求保持一致，并在危机时期增强抵御能力。正如在 2008 年全球金融危机之后对银行体系进行改革以更好地应对内生性金融冲击一样，各国可以对投资格局进行改革以更好地应对社会和环境冲击。投资和发展合作政策可以通过促进可持续的价值链投资、执行高社会和环境标准以及建设适应气候变化的基础设施来提高贸易质量。

官方发展融资仍然是支持落后国家和行业的重要来源。它可以帮助扩大其他融资资源，包括支持加强国内资源调动，建设公共财政管理能力，并通过混合融资调动更多的私人投资支持。官方发展融资也有助于进一步降低境外汇款的转移成本。

更好地重建也意味着要防止发展融资资金的流失。来自发展中经济体的非法资金流动（包括国际逃税、腐败和洗钱）是为可持续发展目标争取足够资金的重要障碍。虽然数字有争议，但非洲非法资金流动问题高级别小组估计，来自非洲大陆的非法资金流动每年可能高达 500 亿美元（UNECA）。人们一致认为，这些非法流动剥夺了发展中经济体的大量资本，甚至超过了官方发展援助（经合组织）。透明度和国际合作是解决非法资金流动的关键工具，虽然自 2008 年全球金融危机以来取得了进展，但许多发展中经济体仍然没有加入或受益于提高透明度和合作的新工具和新协议。因此，应注意继续提高透明度。

在发展融资之外进行更好的重建

作为商品和服务，技术和知识的关键传递者，国际贸易是更好地重建和实施可持续发展目标的重要手段。多轮的多边贸易自由化、越来越多的优惠市场准入计划和区域自由贸易协定创造了更多的贸易机会。然而，随着冠状病毒的爆发，全球贸易停滞了，目前有关区域化和外包的讨论可能会在中长期内影响全球价值

链。此外，陈旧的基础设施，有限的贸易融资渠道，繁重的监管要求，繁琐的边境手续以及需要遵守日益广泛的一系列标准，都增加了经营成本。这导致了一个关键风险，即发展中经济体的公司，特别是微型和中小型企业，将被定价排除在国际市场之外。这些障碍限制了贸易对可持续和包容性经济增长的贡献，贸易援助可以帮助克服（经合组织/世贸组织，2019）。COVID-19 大流行及其相关的经济成本使这一工作变得更加紧迫和艰巨。

旅游业、海上运输和其他海洋部门正受到严重破坏，给许多发展中经济体，包括一些经济最脆弱的国家，例如小岛屿发展中国家，带来巨大的经济影响。COVID-19 大流行可能对这些行业产生长期冲击。然而，对于各国来说，重要的是不要忽视可持续海洋经济所能提供的长期机会，并在国际社会的支持下将可持续性直接纳入一揽子刺激计划和重建努力中。无论是在金融市场（如股票和债券），还是在信贷市场（如贷款或债券）中，政府和国际援助界在将可持续性要求纳入传统金融服务和投资方面可发挥关键作用（OECD，即将出版）。

发展融资及其他领域的所有参与者都需要密切合作，以制定更好的议程。这一议程需要以可持续性为中心。只有这样，我们才能成功地将可持续发展目标作为建设更公平、可持续、更具弹性的世界的蓝图。

本文原题为“The Impact of the Coronavirus (COVID-19) Crisis on Development Finance”。本文为经济合作与发展组织（OECD）追踪冠状病毒系列报告之一。本文于 2020 年 6 月刊于 OECD 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

新兴市场经济体：债务问题的症结在哪儿

David Lubin/文 吴克谦/编译

导读:就在两个月前,新兴市场经济体似乎面临着无法偿还外债的危机,但至少到目前为止,这一危机并未发生。真正令人担忧的是它们以本国货币计价的政府债务的激增。编译如下:

今年4月,颇有威望的经济学家 Carmen Reinhart 和 Kenneth Rogoff 建议,应允许信用评级低于 AAA 的新兴市场经济体延期偿还其所有外债,这引发了外界对新兴市场经济体外债的强烈担忧。

如果新兴市场经济体确实面临外汇的严重短缺,那么这种提议可能是合理的,但在实际中也很难操作。我们真正应该担心的不是新兴市场经济体的外债,而是其以本国货币计价的政府债务的激增。

今年前六个月,新兴市场经济体的借款人向国际投资者发行了超过4000亿美元的欧洲债券,同比增长五分之一。尽管这些债券大多是由信用评级相对较高的借款人发行的,但当前许多最贫穷的国家也有渠道进入国际资本市场,这主要是因为美联储大幅增加了全球美元供给。

对新兴市场经济体外债的恐慌很大程度上来自于“价签休克”——发展中国家外债在截至2018年的十年时间里增加了4.1万亿美元。

尽管发展中国家外债总额的增加似乎比外债净额的增加可怕得多,后者是一国外汇资产(主要是外汇储备)与负债的差额,但是外债净额才是最重要的。截至2018年底,中低收入发展中国家外汇储备占外债的比重为70%,远低于十年前的水平(债务覆盖率超过100%)。在20世纪80年代和90年代,过多的外债引发了金融不稳定,但当时的债务覆盖率仅为15%。如果按照这种衡量方法,我们距离危机还很远。

因此,对发展中国家的外债负担高枕无忧或者过于担忧,都是错误的。

事实上,债务增长中最令人担忧的应该是各国政府的本国债务。由于GDP增速的下降,叠加因疫情而采取的财政刺激,一些具有系统重要性的大型新兴市场经济体今年的公共债务将大幅增加。

巴西的公共债务占GDP的比重从去年的75%上升到今年的100%,南非的公共债务占比从去年的略高于60%上升到接近80%。债务规模确实都达到了前所未有的水平。

既然这些债务是以发行国本币计价的,如果增加税收等传统办法不起作用,央行可以直接印钞来偿还。那么为什么还要担心呢?

不同于美联储大规模增加美元供给，新兴市场经济体大幅增加本币供给完全是另一回事，因为它们的货币没有美元那么有吸引力。全球超级大国的资本市场提供了法律确定性和流动性深度，因此其货币有一定“特权”。

尽管如此，印钞（实际上是要求中央银行为预算赤字融资）对许多新兴市场经济体而言，似乎确实是一种更具吸引力的选择，因为国际基金经理对购买新兴市场经济体政府以本币发行的债券已经失去了兴趣。就在几年前，外国投资者还持有南非 40% 以上的公共债务，这一比例已经急剧下降到 30%，而且不太可能再回升。

预算赤字货币化曾是一件令人厌恶的事情，因为它通常与不受控制的通货膨胀联系在一起，不仅对需要进行投资决策的公司而言是不利的，对穷人来说也是一个坏消息，他们在通胀加速时往往会遭受更大的痛苦。

目前，一些新兴市场经济体(如印尼)的央行直接借钱给政府，但币值稳定；也有一些国家(如阿根廷和土耳其)的央行为财政赤字融资，导致了高企的通胀。这需要仔细观察。最大的风险是公共债务的积累威胁了长期增长。如果企业担心国内公共债务急剧增加导致货币存在贬值风险而停止投资，那么新兴市场经济体将很难摆脱这些债务。

因此，在新冠肺炎之后的经济环境中，发展中国家面临的重大风险是本国债务，而不是外债。

本文原题为“Emerging Economies: Where is the Debt Problem?”。本文作者 David Lubin 是花旗银行的董事总经理和新兴市场经济主管。本文于 2020 年 7 月刊于 Chatham House 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

COVID-19 疫情下的基金表现与流向

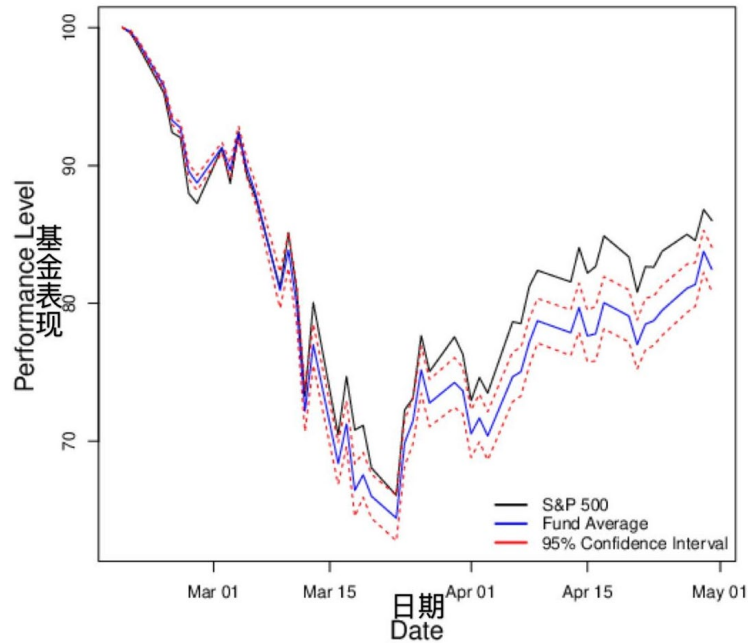
Lubos Pastor, Blair Vorsatz /文 张子莹/编译

导读：市场普遍认为，越是在市场低迷时期，有能力的基金经理越是能展现自己的实力，本文研究了美国金融市场上活跃的股票共同基金的每日回报率来考察在 COVID-19 的疫情中，这些基金表现和投资者的行为。研究发现，主动式股票共同基金的表现较差，这与人们普遍认为的主动式基金经理在经济低迷时期表现出色的观点相矛盾。此外，在危机期间，投资者更青睐可持续发展基金，这表明可持续性现在已经成为了投资者对产品的基本要求。编译如下：

众所周知，在扣除了管理费用后，主动股票共同基金的回报逊于被动管理型基金。即便如此，主动管理行业仍十分活跃，并管理着数万亿美元。一个业绩不佳的大型主动管理行业和一个容易进入的被动管理行业得以并存，这是很令人困惑的。本文主要就这个问题进行了研究：为什么投资者愿意容忍这种表现不佳的情况？

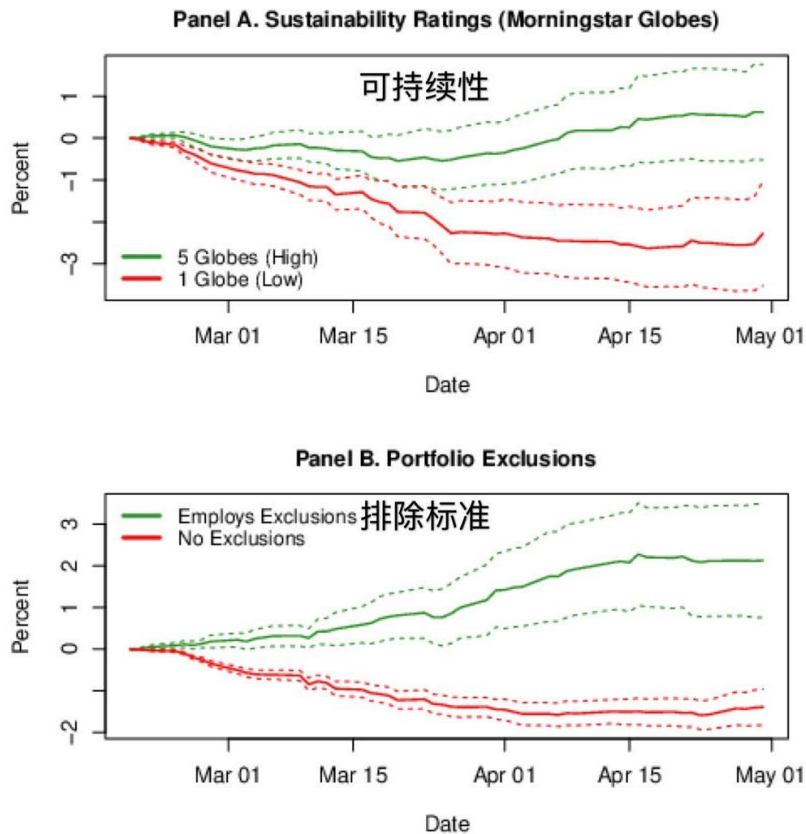
Moskowitz（2000 年）和 Glode（2011 年）提出的一个重要假设是，活跃的基金在市场低迷时期表现出色，而投资者最看重这种表现。COVID-19 危机特别适合检验这一假设，原因有二。首先，投资者肯定很想对冲这种前所未有的产出萎缩和失业率飙升。仅在 3 月的最后两周，在美国就有 1000 万工人申请失业救济金，超过了在大萧条期间失业的近 900 万工人。其次，本次危机期间资产价格大幅下跌也为活跃的经理人提供了良好表现的机会。例如，标普 500 指数经历了人们记忆中最大的下跌，在 2020 年 2 月 19 日至 3 月 23 日的五周内，标普 500 指数下跌了 34%，随后的五周内又反弹了 30% 以上。

我们分析了美国所有主动股票共同基金的日收益率发现，主动型基金在 2 月 19 日至 4 月 30 日期间的表现低于其被动基准。与标准普尔 500 指数相比，有些基金表现尤为不佳，如图 1 所示：74% 的活跃基金表现逊于标准普尔 500 指数，10 周内平均差距等于 -5.6%，折合年率为 -29.1%。即使将活跃基金按照特定基金风格进行比较，他们的表现依旧欠佳：58% 的基金表现不如富时/罗素风格的基准，平均差距约等于 -2.1%，按年率计算为 -11%。简言之，活跃基金在 COVID-19 危机期间表现不佳。



虽然主动型基金的平均表现不佳，但有些基金表现还是优于其他基金的。我们发现，在富时罗素基准调整后的回报率方面，可持续性高于平均水平的基金的表现比其他同类基金每年高出 14.2%。这一结果在很大程度上是由于这些基金主要投资于环境，社会和政府上。此外，经基准调整后，五星级基金（可持续性更高）的年收益率比同风格的一星级基金（可持续性低）高出 23.1%。这些基金的回报表明，在这场危机中，市场参与者的口味继续转向绿色资产和绿色产品。

除了基金业绩，我们还分析了这些基金的资本流入和流出。COVID-19 危机使我们能够检验可持续发展基金否是一种“奢侈品”的假设。根据这一假设，在这场重大的经济和健康危机中，人们对可持续性的兴趣应该会减弱。但相比之下，我们发现投资者在 COVID-19 下仍保持对可持续性的喜爱，因为这一类基金获得的净流量相对高于同一风格组中可持续性较差的基金。图 2 说明了这些关系，我们按可持续性评级(A 组)和在投资过程中使用和不使用排除标准的基金(B 组)绘制了平均累积净流量图。在近年来活跃基金净流出稳定的背景下，更具可持续性的基金出现净流入的事实尤其引人注目。



我们的研究为 COVID-19 如何影响经济和金融市场的最新文献做出了贡献。多项研究试图量化 COVID-19 扩散的经济影响以及适当的政策响应，以及健康危机如何影响股票和债券市场和投资者预期。

我们的结果与这两个流行的假设相矛盾，其一是“活跃的基金通过在衰退中表现出色来弥补其令人失望的平均业绩”。其次，“可持续发展是一种奢侈品”。相反，投资者在重大危机期间仍保持对可持续性的要求，这表明他们已经开始将可持续性视为一种必要性。

本文原题为“Mutual fund performance and flows under COVID-19”。本文作者 Lubos Pastor,是芝加哥大学金融与商学教授, Blair Vorsatz 是芝加哥大学 PHD。本文于 2020 年 7 月发表于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

警惕发展中国家债务危机

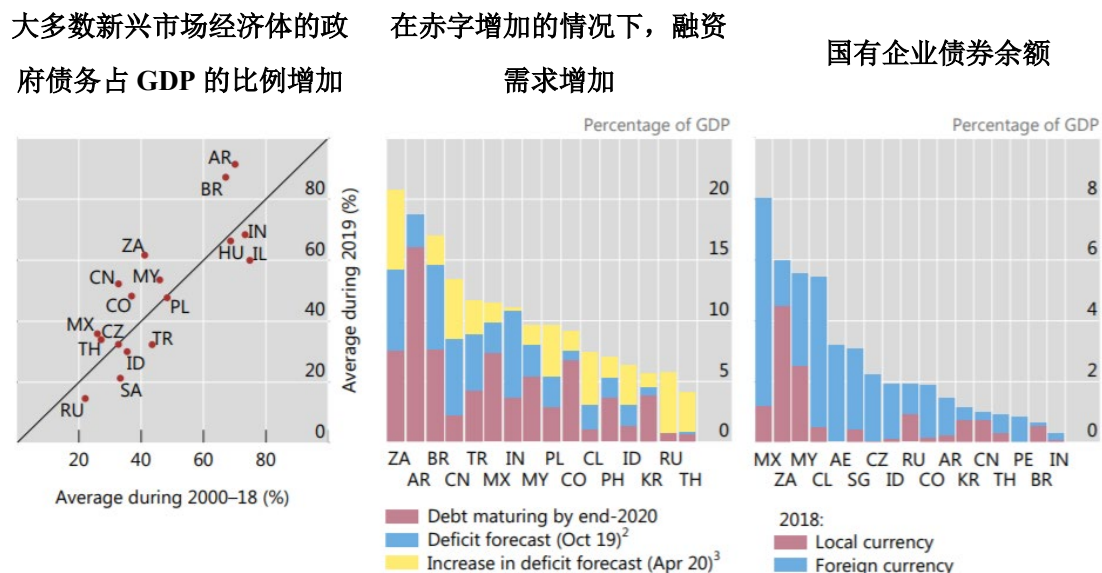
Carlos Cantú, Tirupam Goel 和 Jochen Schanz /文 史明睿/编译

导读:在新兴市场经济体,Covid-19 大流行在投资者需求减弱的时候增加了政府的资金需求。3 月,本币债券收益率迅速上升,国际投资者大规模撤离。虽然政府债券市场自那以后开始趋于稳定,但由大流行引发的经济危机使新兴市场经济体政府的融资风险在两个国际层面成为人们关注的焦点:它们易受货币贬值的影响,以及它们对非居民投资组合投资者的依赖。编译如下:

在 Covid-19 爆发之前,许多新兴市场经济体的政府债务占 GDP 的比例在过去的 20 年里已经上升(图 1,左图)。一些新兴市场经济体目前的政府债务占 GDP 的比重高达 70%。然而,由于同期利率下降,这些经济体的偿债负担有所降低。

由于 Covid-19,大多数新兴市场经济体的融资需求增加。一些国家政府在 2020 年提出了庞大的年度再融资需求(图 1,中图)。政府为减轻病毒遏制措施带来的经济影响,实行了一揽子救助计划,因此所有新兴市场经济体的财政支出都将增加。与此同时,随着经济活动减少,新兴市场经济体的收入预计将下降。生产大宗商品的新兴市场经济体还受到 2020 年石油和其他大宗商品价格下跌的冲击。预计整个新兴市场经济体 2020 年的总体再融资需求平均约为国内生产总值的 10%,而一些受冲击特别严重的国家则高达 20%(图 1,中图)。

图 1 在一些新兴市场经济体负债率居高不下之际,再融资需求激增

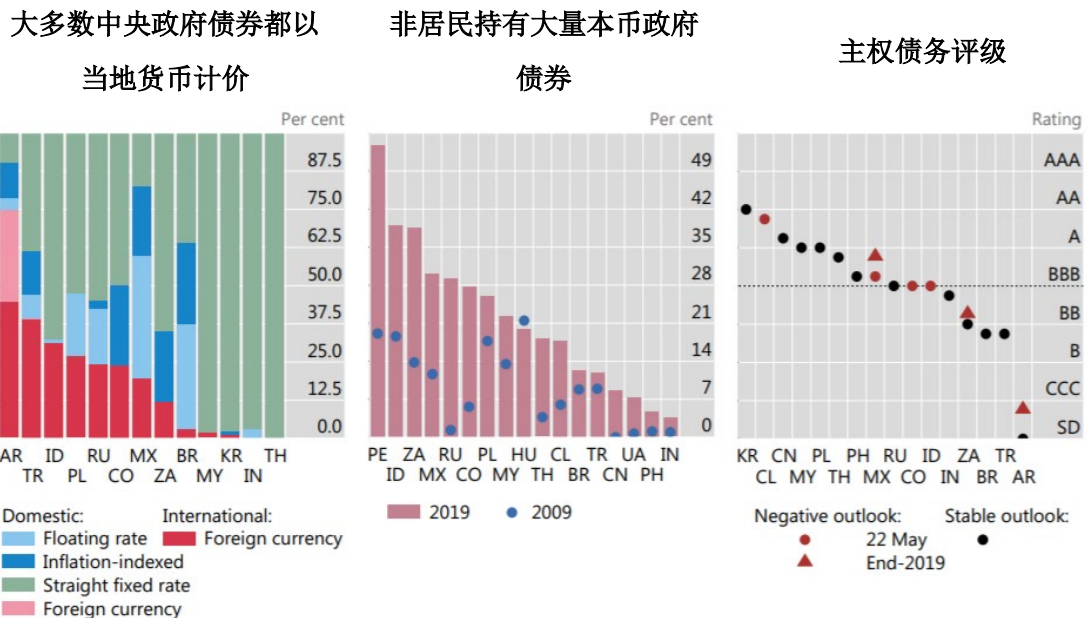


这场危机也可能使政府的一些或有负债具体化,尤其是与国有企业相关的负债。在一些新兴市场经济体,一般政府部门以外的国有企业债务水平很高(图 1,右图),包括其海外分支机构产生的负债。其中一些国有企业的盈利能力较弱,这使得它们的负债更有可能转移至政府资产负债表上。事实上,在 Covid-19 爆

发之前，一些国家（如墨西哥和南非）向国有企业直接转移的资金已经对政府预算造成了压力。

在此背景下，政府债务的外部融资结构有两个方面值得关注。第一个问题是新兴市场国家债务的货币构成。大多数新兴市场经济体政府通过发展本国货币政府债券（LCGB）市场，来降低货币贬值风险。截至 2019 年底，约 80% 的中央政府债券以本币计价，大部分为固定利率（图 2，左图）。然而，少数新兴市场经济体仍有相当大比例的外币债券，因此仍然容易受到与汇率贬值相关的估值变化的影响。此外，当国有企业拥有大量以外币计价的债务并面临外币收入下降时，它们的负债可能对货币贬值敏感。例如，巴西、哥伦比亚和墨西哥的产油国有企业约 90% 的债务以美元计价。大宗商品价格暴跌给国有企业的财务状况造成压力，这些国有企业依靠商品销售收入作为“天然对冲”来偿还外币债务。

图 2 外汇债务所占比例很小，但某些新兴市场经济体的外资所有权很高



第二个潜在担忧是外国投资者参与本国货币政府债券市场带来的挑战。截至 2019 年年中，非居民投资者持有约 20% 的本国货币政府债券（图 2，中图），高于 10 年前的 10%。在国内机构投资者不充足的情况下，增加外国投资者参与有许多优势。它提供资金，并增加国内政府债券市场的流动性。它还帮助新兴市场经济体减少了短期外币借款，这是过去危机的关键驱动力。然而，外国证券投资并不能完全解决新兴市场经济体资金紧张的问题。本币债券收益率的大幅增长往往与货币贬值同时发生。两者结合起来可以提高新兴市场经济体政府的融资成本。此外，大型市场波动可能触发未进行对冲操作的外国投资者的风险限额，从而导致他们出售更多资产或对冲操作。这些不利因素在最近几个月已经显现出来。

潜在评级下调是几个新兴市场经济体的另一个结构性漏洞（图 2，右图）。截至 2020 年 5 月下旬，数个大型新兴市场经济体的评级处于临界投资级别。如果这些国家的评级下调至投资级以下，潜在投资者的数量会减少，迫使一些投资者出售其持有的证券，例如，如果潜在投资者有投资等级要求。这种悬崖效应有可能严重破坏市场。

本文原题为“EME Government Debt: Cause for Concern?”。本文作者 Carlos Cantú 为国际清算银行美洲代表处经济学家，Tirupam Goel 为国际清算银行货币经济部经济学家，Jochen Schanz 曾是国际清算银行经济学家。本文于 2020 年 6 月刊于 BIS 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

COVID-19 大流行期间的监管协调:来自全球银行业的观察

Katie Rismanchi, Takahiro Iwamoto/文 桂平舒/编译

导读:在大流行期间,加强母国和东道国银行业的监管协调至关重要,各国当局的监管协调在大流行期间取得成效,并发挥了重要作用。可以通过进一步共享信息、增加国际监管交流合作、加强实时协调等措施来加强监管协调的机会。编译如下:

一、 背景和概述

COVID-19 大流行给全球的决策者带来了巨大的挑战。决策者们采取了规模庞大、富有创造性且广泛的措施来应对这场前所未有的卫生危机。这些措施包含针对性的监管措施,旨在通过满足零售和企业客户的流动性、信贷、投资和风险管理需求,为银行和其他金融公司提供继续服务客户的必要条件。¹

国际金融协会(IIF)鼓励通过全球标准制定机构采取协调的政策行动。自从疫情爆发以来,国际金融协会呼吁金融稳定委员会(FSB)、巴塞尔银行监管委员会(BCBS)和国际证监会组织(IOSCO)及其各自的成员机构尽可能地协调应对政策。通过全球标准制定机构进行国际对话和进行政策协调的努力已有成效。²

专栏 1-文章概要

- 在 COVID-19 大流行期间,监管协调是确保全球审慎政策协调工作在各个公司及其在不同市场中服务的客户的水平上产生预期效果的必要条件。
- 在整个大流行期间,监管机制一直在起作用。然而,在这种紧张状态下,可能会出现分散压力。这种情况是具有不确定中长期影响的全球冲击。
- 现代全球监管框架旨在缓解母国与东道国之间内在复杂关系的紧张形势。
- 可能有机会继续加强监管合作,以提高国际活跃银行及其监管机构的效率、协调性和确定性,并最终支持全球经济度过大流行和复苏阶段。

¹ 有关全球标准制定机构、G20 成员和其他主要金融管辖区所采取的措施的摘要信息,请访问网址 <https://www.iif.com/COVID-19> 并导航至 COVID-19 监管措施文件,该文件每天更新一次。

² 例如,FSB 发布的“COVID-19 大流行:对金融稳定的影响和采取的政策措施”(2020 年 4 月 15 日),BCBS 发布的“巴塞尔委员会协调针对 Covid-19 的政策和监管对策”(2020 年 3 月 20 日)和 IOSCO 发布的“证券监管机构通过 IOSCO 协调对 COVID-19 的响应”(2020 年 3 月 25 日),以及 FSB 与私营部门的合作,即 FSB 发布的“金融政策制定者与私营部门讨论对 COVID-19 的应对措施”(2020 年 5 月 26 日)。

监管协调是确保全球审慎政策协调工作在各个公司及其在不同市场中服务的客户的水平上产生预期效果的必要条件。对于跨境经营的银行，至关重要的是，来自母国和东道国的监管者³“共享信息并进行合作，以对集团和集团实体进行有效监管，并有效处理危机事件”。⁴

然而，在 COVID-19 大流行等危机局势期间，有可能出现分散压力，这种情况具有全球性且其中期和长期影响不确定。监管当局自然而然地专注于稳定国内市场和其他地方管辖权的审慎优先权，并且可能有动机采取单方面行动，以最大程度地发挥在其监管下的集团实体的力量，即使这可能会降低整个集团的韧性或抑制该集团利用其资本和流动性缓冲来为实体经济服务的能力。这可能会导致所谓的“囚徒困境”：所有的监管当局都因单方面行动而不是合作行动而陷入集体困境。⁵因此，需要在资源的可替代性和过度预先配置之间达成谨慎的平衡。在 G20 授权下，FSB 和 IOSCO 在 2019 年开展的市场分化工作中指出了这一点。⁶这项工作承认了全球合作与协调作为缓解分散压力的关键机制的重要性。

现代全球监管框架旨在缓解母国与东道国之间内在的复杂关系的紧张形势。诸如监管学院（Supervisory colleges，详见专栏 2）等机制的存在是为了帮助全球银行监管者在正常时期和紧张时期进行沟通和协调。为应对 COVID-19 造成的前所未有的全球冲击，现在应该充分调动监管机制，以提高国际活跃银行及其监管机构的效率、协调性和确定性，最终支持实体经济度过这一紧张时期。此部分简要讨论了在大流行和恢复阶段加强监管协调的重要性。

二、在 COVID-19 大流行期间加强监管协调的机会

总体而言，近年来，特别是随着现代监管学院的出现（在专栏 2 中有更详细的描述），国际监管交流与合作有所增加。学院的建立和运营已使得银行集团的母国和东道国监管当局之间建立了牢固的关系、协议和法律安排。此外，学院也促进了各主要监察当局之间的多边及双边沟通和协调。共享信息和增进对不同当局审慎和监管方法的了解，可能有助于增进当局之间的信任。

³ 母国监管机构是在综合基础上负责监督集团的权威机构。东道国监管机构主要负责监管位于其管辖范围内的外国银行集团（如子公司或分行）的一个或多个实体。

⁴ 这是 BCBS2012 年 9 月发布的《有效银行监管核心原则》中的第 13 个核心原则的总结。

⁵ 不能在集团内灵活移动资源会导致“错误分配风险”，对集团的恢复能力产生重大负面影响。参见 IIF“跨境银行的价值和分散化成本”（2019 年 11 月 13 日）和 Ervin“了解‘环网’及其如何使银行风险更高”（2018 年 2 月 7 日）。

⁶ 见 FSB 发布的“FSB 市场分化报告”（2019 年 6 月）。进一步讨论见后文专栏 2。

虽然这些关系和机制在 COVID-19 大流行期间发挥作用，但监管部门之间仍有机会进一步加强协调。从提高政策措施——旨在应对危机相关挑战、减轻受监管企业的经营压力——的有效性的角度来看，加强协调是有益的，否则这些措施可能会将资源从应对危机中转移出来。

以下是观察总结和给母国和东道国监管者、巴塞尔银行监管委员会的一些建议，以继续加强实时协调。它们旨在帮助实现以下目标：

- 改善信息流
- 减少集团资源可替代性的障碍
- 为银行提供更大的监管确定性
- 促进个别银行集团“回归正常”
- 继续加强监管的最佳做法

1. 一些全球银行注意到，目前母国和东道国当局之间可以更多地共享信息，母国当局可以提高信息请求效率。

在大流行期间，各公司来自监管者的监督通信和特别信息要求显著增加。虽然监管者在危机期间需要更高频率的信息是合乎逻辑且可以理解的，但公司有时会收到来自不同监管机构的相同或非常相似的要求。这些监管机构，包括参加银行核心监管学院的母国和东道国监管者和核心学院以外的东道国监管者，都是如此。此外，公司注意到有的要求非常详细，而有的甚至没有明确的报告指导。这给企业在试图迅速满足要求时（包括当前在非常偏远和非传统的工作条件下）提出挑战。

尽管东道国监管者有权直接向公司索取信息⁷，但如果母国监管机构采取进一步措施，在当前信息共享的情况下尽可能集中和精简信息和数据要求，则将减轻当前情况下单个银行的操作压力。例如，本国监管机构可以就与东道国监管机构共享相关集团信息向公司发布无异议声明。进一步看，监管当局可以寻求更统一的数据保密标准，利用国际报告标准和协议方面的经验，使各当局之间的信息流动更加自由。⁸

2. 随着各国形势的不断发展，母国当局可以确保银行集团的主要监管当局继续讨论关键问题。对话和协调对于集团内部转让以及资本和流动性缓冲的可用性问题至关重要。

⁷ 例如 BCBS 的“有效监管学院的原则”（2014 年 6 月）中所述。原则 6：与机构互动。

⁸ 虽然信息共享是有效监管学院的 BCBS 原则，但围绕“真实或感知”的法律约束存在着一些已知的问题，这些问题可能会阻碍监管学院的信息共享。见 BCBS “有效监管学院的实施原则进展报告”（2017 年 12 月）。引用自第 7 页。

自 2020 年 3 月以来，BCBS 一直从政策角度进行协调，包括发布新闻稿证实巴塞尔协议 III 的资本和流动性缓冲旨在用于紧张时期，⁹并宣布其他措施来缓解 COVID-19 对全球银行体系的影响。¹⁰母国/东道国监管协调是确保单个银行能够在整个集团内有效使用缓冲而不会在资本或流动性再分配决策上遇到监管障碍，从而导致缓冲实际上无法使用的先决条件。因此，对于当局来说，就这些问题进行合作非常重要，因为在大多数情况下，无论是母国还是东道国都没有单独的责任对这些问题进行监管和评估。¹¹母国当局可以带头召集各监管部门就关键议题进行讨论，如对银行集团资源分配的监管评估。

3. 应该在大流行的不同阶段保持监管协调，以确保全球银行始终具有监管确定性。

监督讨论，包括（虚拟的）学院会议议程，¹²应持续随时间动态调整，以便在大流行的不同阶段和相关经济周期中讨论相关风险。在可能的范围内，就监管者之间的讨论向银行集团提供具体和及时的反馈，将有助于企业了解和理解监管当局的任何担忧，并有助于企业迅速评估新出现的挑战（例如来自全行业的风险）。

4. 在整个危机期间，包括在恢复阶段，协调一致的监管响应将非常重要。

与在严重压力时期开始时采取明确和协调一致的政策和监管响应同样重要的是，应对压力并最终实现“回归正常”的协调办法。例如，了解公司需要多少时间来补充资本和流动性缓冲将影响公司现在对反周期或非正规政策措施做出全面反应的能力。监督协调是必不可少的，因此母国和东道国当局必须与公司保持同步，尤其是在整个集团范围内的决策和行动上。关于此事，巴塞尔委员会成员最近发表了有益的声明，“监管机构将为银行提供充分的时间，以考虑到经济和市场状况以及银行自身情况来恢复缓冲资金”，这与巴塞尔协议 III 框架中资本和流动性缓冲资金的目标一致。¹³

5. 除了上述向各个监管机构提出的建议外，巴塞尔委员会还可以通过收集信息和推广该领域的最佳实践，进一步支持其成员机构并实现其政策目标。

⁹ BCBS “巴塞尔委员会协调应对 Covid-19 的政策和监管”（2020 年 3 月 20 日）。

¹⁰ 所有 BCBS 措施均列在 IIF 的 COVID-19 管理措施表中，请参见脚注 1。

¹¹ BCBS 发布的“银行海外机构的监管原则”（1983 年 5 月）（也称为《巴塞尔协议》），今天仍然有效，其讨论了母国和东道国当局之间对偿付能力、流动性和外汇业务和头寸监管的职责分配。职责的精确分配取决于实体的类型（例如分支机构或子公司）和相关方面（例如对偿付能力和流动性的考量不同）。

¹² 在可能的情况下，学院可以而且确实在必要时利用技术召开虚拟会议和电话会议，包括与世行高级管理层和相关专家的会议。

¹³ 巴塞尔委员会。“巴塞尔委员会会议；讨论 Covid-19 的影响；重申对缓冲区的指导”（2020 年 6 月 17 日）。

虽然监管合作本质上是针对企业的，但 BCBS 可以继续发挥积极作用，在危机期间促进跨境监管协调的最佳实践。通过与成员机构的合作，BCBS 可以推广好的跨境监管方式，并阻止有可能观察到的分散行为。类似于最近的巴塞尔委员会关于恢复缓冲的声明，BCBS 还可以考虑其他方法，以促进与银行就与巴塞尔框架有关的事项进行一致、明确的监管沟通，例如，全球银行集团各实体之间监管缓冲的可用性。¹⁴

将来，BCBS 可以评估在这段紧张时期内所观察到的母国/东道国协调程度和任何主要障碍，以期改善在紧张和正常经营状况下的全面监督协调。在回顾审查中要考虑的议题可包括监管当局之间共享机密信息的安排、监管报告要求的一致性以及对银行集团资源分配的母国/东道国监管评估。

专栏 2-跨国银行监管学院背景

监管学院是为加强全球合作而成立的监管督导工作组。大型跨国银行设有所谓的‘监管学院’，以支持对其全球活动的监管，并鼓励集团在不同司法管辖区的监管机构之间进行合作与协调。该学院是协调、合作和信息交流的常设机构。还存在其他为加强全球公司监管机构合作的正式组织，包括在集团主要运营辖区中的狭义的监管学院。^a 本文中的概念通常适用于所有多边监管结构和讨论。

BCBS 认为，管理学院的总体目标是帮助其成员更好地了解跨境银行的风险和漏洞，并提供一个解决与银行集团监管相关的关键问题的框架。^b 学院交流的一个重要方面是正式的、实体的学院会议，这种会议通常每家大型跨国银行至少每年举行一次。学院结构旨在鼓励监管者之间进行更广泛、持续的沟通和信息交流。例如，BCBS 有效监管学院的原则规定，学院的目标“应该长期持续实现，而不仅仅是在学院会议期间。监管学院被认为是监管者之间的一种持续关系，涵盖他们之间的任何联系（例如电话会议，电视会议，信件，电子邮件和通过安全网站）。”在当前的流行中，这种区分尤

¹⁴ 虽然《巴塞尔框架》旨在适用于“在综合基础上的国际活跃银行”，但巴塞尔框架文本承认，“为了补充综合监管，确保在资本充足性措施中认可的资本在银行集团的法人实体之间充分分配是至关重要的。因此，监管机构应该测试单个银行在独立的基础上是否有足够的资本。摘自合并巴塞尔框架的范围和定义部分第 10.4 节。作为 BCBS 的澄清性公共交流的示例，请参阅 BCBS “缓冲区可用性通讯”（2019 年 10 月 31 日）。

其重要，因为持续的交流至关重要，而召开实体会议非常困难。

在过去两年中，20 集团（G20），金融稳定委员会（FSB）和国际证监会组织（IOSCO）将重点放在市场分散问题上，减少和抵制市场之间的监管分散是公共部门和金融业当前的全球优先事项。^d 全球合作与协调已被认为是减轻分散化的重要机制。FSB 认识到“加强各当局之间的跨境沟通和信息共享，包括通过监管学院和危机管理小组(CMGs)等现有论坛，以及统一数据收集规范”，有可能解决市场分散问题。^e

专栏 2 尾注：

^a 参见 BCBS “有效监管学院原则实施进展报告”（2017 年 12 月）。附件 3 解释了核心学院、扩展学院、区域学院等概念。

^b BCBS 发布的“有效监督学院的原则”（2014 年 6 月）。参见学院目标的原则 1。

^c 同上。

^d FSB 发布的“FSB 关于市场分散的报告”（2019 年 6 月）和“关于市场分散的最新工作”（2019 年 11 月）。IOSCO 发布的“市场分散和跨境监管”（2019 年 6 月）。IIF 发布的“IIF 关于市场分散化和监管合作需求的报告”（2019 年 1 月）和“跨境银行的价值和分散化成本”（2019 年 11 月）。

^e FSB 发布的“FSB 市场分化报告”（2019 年 6 月）。

本文原题为“Supervisory Coordination During the COVID-19 Pandemic: Observations from the Global Banking Industry”。本文作者 Katie Rismanchi 和 Takahiro Iwamoto 是 IIF 监管事务部的政策顾问。本文于 2020 年 6 月 19 日刊于 IIF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

驱逐外国留学生的经济与非经济后果

Sherman Robinson, Marcus Noland, Egor Gornostay and Soyoung Han/文 安婧宜/编译

摘要：特朗普当局撤销了此前对移民及海关执法局（ICE）的法令。如若执行，该法令将导致至少一百万在美外国留学生被驱逐出境。驱逐留学生出境将会对美国研究生和本科生教育造成严重损害，并降低美国大学的研究效率，损害创新和创业。外国留学生在毕业之后也会继续为美国经济做出贡献，而美国通过招收留学生也获得了很多软实力。如果美国限制赴美留学的学生人数，那么这些红利都会走到尽头。编译如下：

七月十四日，特朗普当局在美国国会和多所学校威胁起诉的压力下，撤销了此前移民及海关执法局（ICE）发布的法令。这一法令于七月六日发布，拟于2020年秋季学期取消仅参与在线课程的留学生的临时在美许可。如若执行，该法令将导致至少一百万在美外国留学生被驱逐出境。

美国商务部经济分析局的数据显示，在2017-18学年，在美留学生总计消费453亿美元，并且直接支持了超过45.5万个就业岗位。另一项来自国际教育工作者协会的研究表明，在2018-19学年，在美国各大学就读的留学生总计为美国经济贡献了410亿美元，支持了45.8万个就业岗位。

在PIIE工作论文中，本文作者通过一般均衡经济模型估算了ICE禁令的直接和间接影响。我们估计ICE禁令将使美国损失75.2万个就业岗位，GDP减少680亿美元，税收收入下降180亿美元，家庭短期收入合计降低460亿美元。这一禁令将直接影响大学所在的城市和城镇，而其间接影响则会波及整个美国。

就目前而言，美国避免了这一自残式禁令的实施，但是就像“穆斯林禁令”的先例一样，谁也没有办法保证现任政府不会通过文字游戏以其他方式重新引入这一禁令。

驱逐留学生出境将会对美国研究生教育造成严重损害。在美国的科技、工程和数学（STEM）专业的研究生里，留学生占大约半数。整体来看，美国学生可以或多或少地从留学生入学中获益，无论是学校使研究生项目扩招，还是由于留学生对美国学生的学术压力，或是通过留学生高额学费对美国学生的补贴。

与研究生教育相比，留学生对于本科教育的影响略有区别。美国大学的本科入学名额较为固定，因此，本科留学生可能会挤占美国学生的位置。但是，通过招收本科留学生，学校也能够提高入学门槛，并为美国学生提供更多资助。这样一来，学校便可以将入学名额从也许不是那么聪明的富家子弟慢慢偏向努力的贫寒子弟。

另外，该禁令还会降低美国大学的研究效率，损害创新和创业。有研究表明，无论以学术论文发表数量或专利数为标准，留学生都对提高科研生产率至关重要。

外国留学生在毕业之后也会继续为美国经济做出贡献，例如授权专利许可、发表学术论文等。有研究也表明留学生也在创业上不落下风——一项对 MIT 毕业生的调查发现，在 MIT 校友创办公司中，由美国以外出生的学生创办的比例远高于其人数比例。很多研究也发现，移民是美国社会获取稀缺人力资源的重要途径，因此，阻止移民进入美国是短视且有害的。

除了以上列举的经济利益以外，美国通过招收留学生也获得了很多软实力。很久以来，美国大学教育了数以百万计的留学生，而他们之中的一些人在回到自己的国家之后，也还对他们所受到的教育和接受教育的国家保有感情。很多其他国家的政策制定者也曾在美国留学，而他们也使美国与其他国家的交流更为顺畅。如果美国限制赴美留学的学生人数，那么这些红利都会走到尽头。

本文原题为“Deporting Foreign Students: The United States Avoids Self-Inflicted Injury”。本文作者 Sherman Robinson 是 PIIE 客座高级研究员；Marcus Noland 是 PIIE 执行副主席、研究主任；Egor Gornostay 是 PIIE 研究员、数据质量协调员；Soyoung Han 是 PIIE 研究分析师。本文于 2020 年 8 月刊于 PIIE 官网。

对欧洲政府担保银行贷款的分析

Julia Anderson, Francesco Papadia and Nicolas Véron/文 宋海锐/编译

导读：为了应对 COVID-19 的冲击，欧洲国家为企业推出了前所未有的贷款担保和其他形式的信贷支持计划。2020 年 3 月，欧盟委员会放宽了之前对国家援助的严格规定，允许欧盟成员国通过一些史无前例的国家冠状病毒援助计划来输送所需的资金。人们担心较富裕、负债较少的成员国拥有更强的财政能力来帮助企业，这种不平等的企业支持政策会扭曲欧盟单一市场上的竞争。本文对这些信贷计划的实施情况进行了研究，初步结果表明，与普遍关注的情况相反，较富裕或负债较轻国家的企业似乎并未从这些计划中获得不成比例的利益。编译如下：

为了应对 COVID-19 的冲击，欧洲国家为企业推出了前所未有的贷款担保和其他形式的信贷支持计划。2020 年 3 月，欧盟委员会放宽了之前对国家援助的严格规定，允许欧盟成员国通过一些史无前例的国家冠状病毒援助计划来输送所需的资金。自那以后，人们开始担心，较富裕、负债较少的成员国拥有更强的财政能力来帮助企业，而这种不平等的企业支持政策会扭曲欧盟单一市场上的竞争，比如以廉价资金的形式，为资金状况较好国家的企业提供不平等优势。甚至在极端情况下，这场危机将摧毁除了补贴最多的公司以外的所有其他公司。

一项旨在了解这些信贷计划实施情况的研究工作的初步结果表明，与普遍关注的情况相反，较富裕或负债较轻国家的企业似乎并未从这些计划中获得不成比例的利益。这一结果表明，至少到目前为止，担保计划可能不会对欧洲单一市场产生令人担忧的扭曲影响。在企业实际获得的政府信贷服务方面，欧盟国家财政能力不同所导致的跨境市场扭曲似乎在很大程度上也可以避免。在当前充满挑战的环境中，这一现象受到欢迎。

一些国家通过政府购买公司债券作为贷款担保的补充，这已成为欧洲国家在受到 COVID-19 限制期间向被影响企业提供流动性的主要工具之一。在许多国家，这类方案占已宣布的救助资金的一半以上。不同国家的救助措施形成了一种复杂情景，因为不同国家通过许多不同的方案提供资金，同时一些国家的信贷计划是在高度分散的基础上进行管理的。我们正在进行的研究就是试图从细微的层面来理解法国、德国、意大利、西班牙和英国的情况。

除了少数例外，这些信贷支持计划都以头条标题的形式进行公布。例如，在 3 月 23 日的 COVID-19 系列事件中，德国联邦政府宣布了两项担保计划，用 7560 亿欧元来支持其针对冠状病毒的一揽子计划。就在一天后，西班牙政府也以头条标题形式宣布了 1000 亿欧元的担保贷款总额。

我们早期的研究结果表明，这些以头条标题形式公布的计划数据与对单个公司实际承诺的信贷支持不一定相关。这些单独承诺的信贷总额，也与欧盟委员会

在其国家援助能力上估计的数额不一致。

例如，5月中旬，欧盟委员会宣布，德国提供的总体国家援助将占欧盟总额的51%（其中贷款担保占很大比例），这使委员会执行副主席玛格丽特·维斯塔格对潜在的跨境竞争扭曲表示担忧。如前所述，自3月份以来，各种观察员也表示，一些重债成员国将在财政上受到限制从而无法提供商业援助，从而使在其领域内的公司处于竞争劣势。

图 1 欧洲政府的 COVID-19 信贷支持计划与政府债务负担或财政空间无关

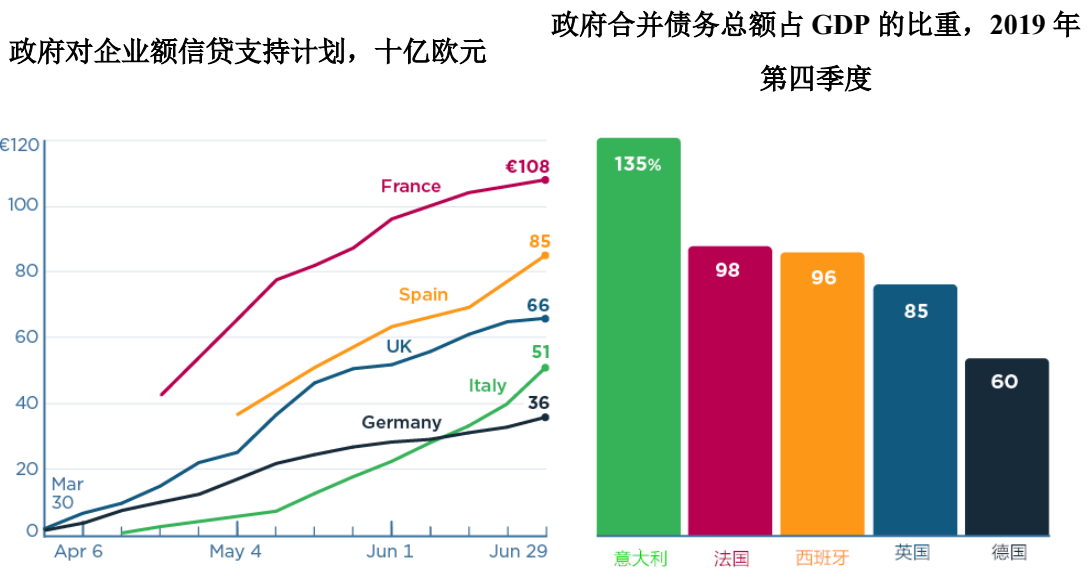
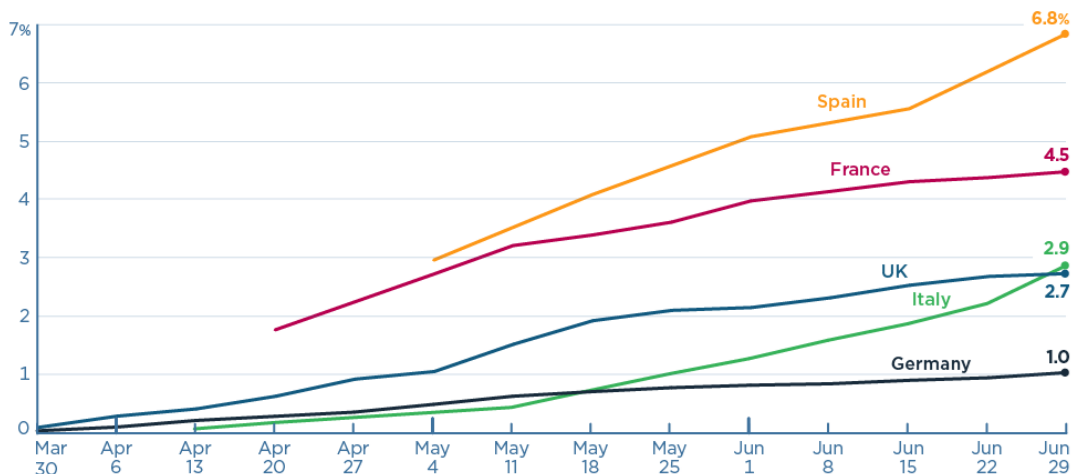


图 2 目前为止德国实际的信贷支持金额相对较小
政府对企业的信贷支持计划占 2019 年 GDP 的比重



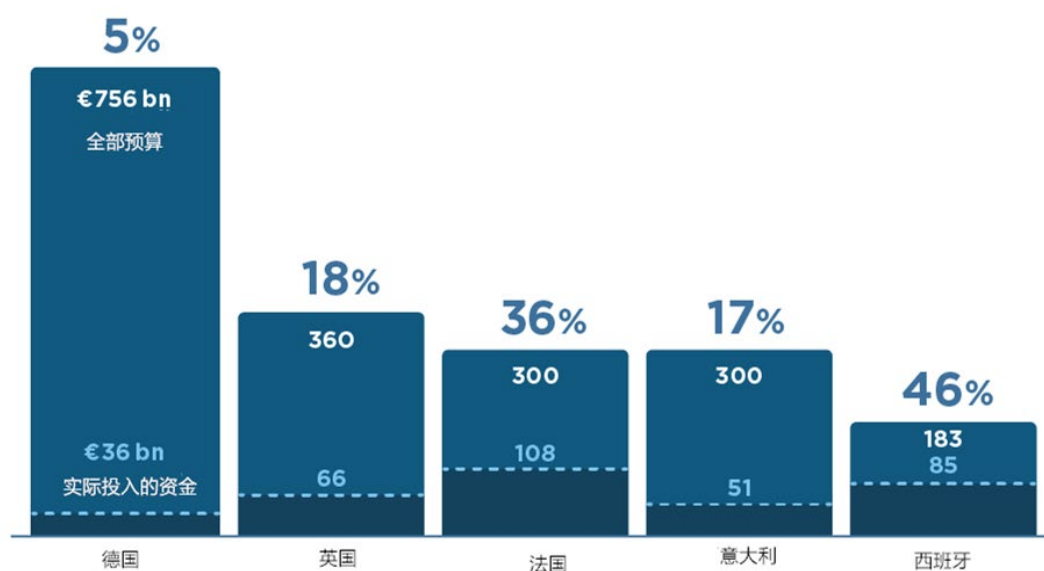
但是事实上，如图 1 所示，截至 2020 年 6 月 29 日，从单一市场角度看，资金分布似乎与政府债务负担或主权国家的财政空间无关。特别是，迄今为止德国实际的信贷支持金额相对较小，仅占其截至 2019 年 6 月 29 日国内生产总值的

1%，如图 2。在所研究的国家中，德国的这一比例最低。由于缺乏区域数据，图 2 可能不完整，但添加缺失的数据可能不会显著改变图表情况。

对于信用担保计划，图 1 和图 2 显示了公共担保所涵盖的全部名义信贷金额，即 100% 的名义信贷（如贷款）金额中，实际担保只覆盖了 70%。图 1 和图 2 中显示的名义信贷金额超过了实际支付的担保贷款金额，因为企业虽然获得了银行担保贷款承诺，但随后选择不使用。例如，在德国，已经批准的德国复兴信贷银行（KfW）担保贷款中，约三分之一尚未使用。

最初以头条标题形式公布的信贷计划数据与后来的实际数据之间并没有正面关系（图 3）。这并不是说公布计划数字的大小无关紧要，这种以头条标题形式公布信贷计划的设置可能是为了安抚市场。

图 3 COVID-19 恐慌期间欧洲实际信贷支持比公布的数据小很多



本文原题为“Government-Guaranteed Bank Lending in Europe: Beyond the Headline Numbers”。本文作者 Julia Anderson、Francesco Papadia 和 Nicolas Véron 是布鲁塞尔经济政策智库（Bruegel）研究员，同时 Nicolas Véron 也是彼得森国际经济（PIIE）研究所高级研究员，于 2009 年 10 月加入彼得森国际经济研究所，曾在华盛顿大学任职。本文于 2020 年 7 月 21 日刊于 PIIE 官网。

主导货币和汇率灵活性的限制

Gustavo Adler, Gita Gopinath and Carolina Osorio Buitron/文 申劭婧/编译

导读：在全球经济不景气的情况下，汇率也随之波动。然而，对于一些以美元等主导货币作为出口及融资计价方式的进出口企业来说，汇率波动并不能产生常见的影响。想要重振经济，政府需要采取其他手段。编译如下：

面对全球需求和大宗商品价格暴跌、资本外流、主要供应链中断和全球贸易普遍下降的空前冲击，许多新兴市场和发展中经济体的货币急剧贬值。这些汇率变动会助力这些经济体的复苏吗？

在新数据集基础上，国际货币基金组织（IMF）进行的研究表明，疲软的货币短期内收益可能有限。对于新兴市场和发展中经济体来说尤其如此，这些地方的企业面向国际出售商品，并获得主要是美元的外币，即所谓的主导货币定价和主导货币融资。

主导货币定价

传统汇率观点的基本假设是，企业以本国货币设定价格。因此，当国内货币贬值时，国内生产的商品和服务对贸易伙伴来说变得更便宜，导致它们的需求增加，从而增加出口。同样，如果一个国家的货币贬值，以本币计算的进口变得更加昂贵，从而促使消费者减少购买进口商品，转而选择国产商品。因此，如果以本国货币设定价格，疲软的货币可以帮助国内经济从负面冲击中复苏。

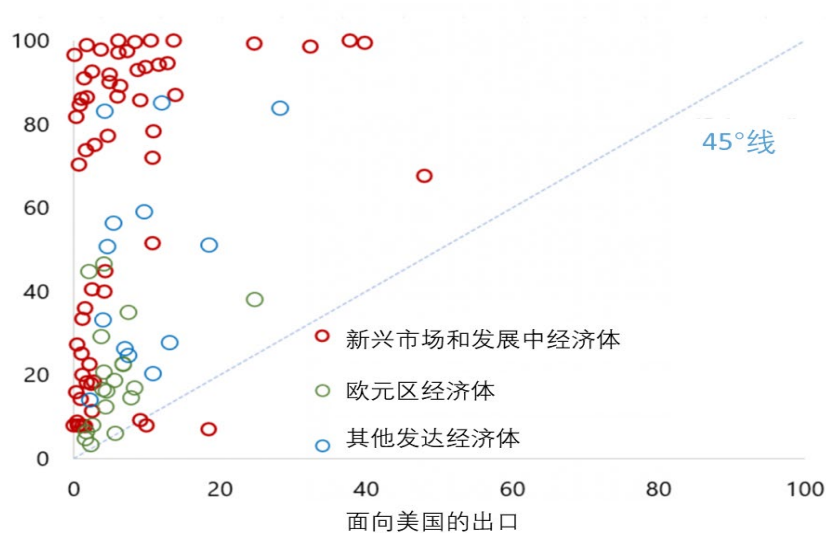
然而，越来越多的证据表明，大多数全球贸易都是以个别几种货币开具发票，其中大多数都是美元——这一功能被称为“主导货币定价”或“主导货币范式”。事实上，各国的美元贸易发票份额远远超过了它们在美国贸易中所占的份额。这一点在新兴市场和发展中经济体中尤为明显，而且鉴于它们在全球经济中的作用日益增强，它们与国际货币体系也日益相关。

欧元的创立最初在一定程度上削弱了美元的主导地位，但自那时起，美元基本上地位保持不变。其他储备货币的作用有限。主导货币定价在货物和服务贸易中都很常见，尽管在后者中并不普遍，特别是在某些部门，如旅游业。

主导货币定价

出口经常以美元开发票，即使目的地不是美国

(出口美国货物的比例及开美元发票的比例)



来源：Boz, Casas, Georgiadis, Le Mezo, Mehl, & Nguyen, 2020, "Invoicing Currency Patterns in Global Trade", IMF 工作论文

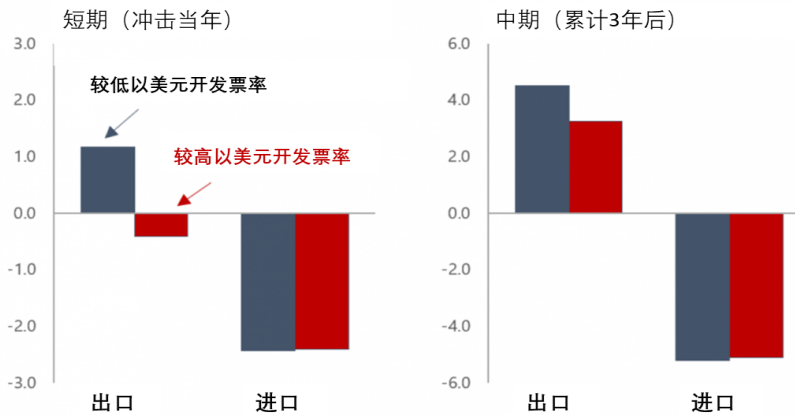
在公司定价决策中，美元等主导货币的盛行改变了贸易流对汇率的响应，尤其是短期内。当出口价格以美元或欧元设定时，一个国家货币贬值不会使本国商品对于外国买家来说变得便宜，至少在短期内几乎不会刺激需求。因此，在主导货币定价较为普遍的新兴市场和发展中经济体，出口数量对汇率的反应较为温和，国内经济贬值的短期推动作用也较小。

在贸易定价中使用美元的另一个重要含义是，美元在全球走强时给贸易带来短期的收缩效应。这是因为其他国家货币对美元疲软会导致其进口商品时，以本国货币结算的价格上升，包括从美国以外的其他国家进口。因此，对它们的需求也会下降。

较小缓冲作用

主导货币定价减弱了短期内疲软货币的贸易获益

(贸易中对其他所有货币贬值的影响)



来源：IMF讨论笔记“Dominant Currencies and External Adjustment”，2020

注：以美元开发票一般在新兴市场和发展中经济体中比较盛行；以出口商所在国货币开发票在发达地区比较盛行

主导货币融资

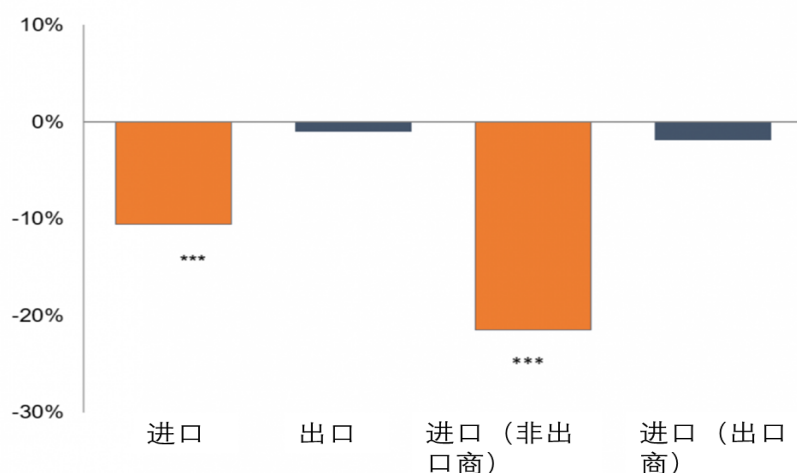
美元的流行也是新兴市场和发展中经济体企业融资的一个特点。这一特征——主导货币融资——意味着汇率波动也会通过影响公司资产负债表而产生影响，这种现象在文献中被广泛研究。随着公司偿还能力下降，公司负债收入比的降低会削弱其资产负债表，并阻碍其获得新融资的机会。但是，这种影响取决于收入的货币，即收入是外币还是当地货币。

使用美元或欧元进行定价和融资的出口公司，在汇率波动时因为负债和收入同步波动而被“自然对冲”。这意味着外汇融资集中在出口公司不那么令人担心。然而，进口公司的收入和负债通常不相配，汇率波动会带来资产负债表效应，限制融资和进口量。主导货币融资往往会放大一国货币贬值对进口的影响。

在企业融资中普遍使用美元也意味着美元普遍走强时可以通过进口公司的资产负债表对全球产生收缩效应。

主导货币融资

借入外币，当本国货币贬值时，进口减少
(更高的外币杠杆对公司贸易流的微分效应)



来源：Casas, Meleshchuk, & Timmer, 2020, "The Dominant Currency Financing Channel of External Adjustment"; 哥伦比亚共和国银行财政草案; No. 1111
注：外币杠杆高于一个标准误 (3.2%) 的微分效应，基于2014年哥伦比亚比索贬值的研究
***代表统计上99%的显著水平

主导货币与大封闭

我们对主导货币的分析表明，新兴市场和发展中经济体货币的疲软在短期内不太可能对本国经济产生实质性的提振作用，因为大多数出口的反应较弱。此外，供需中断对贸易会造成实际影响。与此同时，通常对汇率（如旅游业）做出更多反应的关键部门可能会因与新冠肺炎相关的遏制措施和消费者行为的变化而受到损害。

此外，美元在全球走强（主要反映在避险资产的受青睐程度上升）可能会放大全球贸易和经济活动的短期不振，因为贸易货物和服务的国内价格上升及资产负债表对进口公司的负面影响都会导致美国以外国家的进口需求下降。

汇率在遏制资本外流压力和支持中期复苏方面仍有作用，但在短期内维持国内经济需要果断地利用其他政策杠杆，如财政和货币刺激，包括一些非常规工具。

本文原题为“Dominant Currencies and the Limits of Exchange Rate Flexibility”。本文作者 Gustavo Adler 是 IMF 研究处副处长，Gita Gopinath 是 IMF 研究处主管和经济顾问，Carolina Osorio Buitron 是 IMF 研究处的经济学家。本文于 2020 年 7 月刊于 IMF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

欧洲的财政刺激未来仍面临一些困境

Jacob Funk Kirkegaard / 文 刘铮/编译

导读：经过 5 天的艰苦谈判，欧盟领导人终于在 7 月同意新设 7500 亿欧元债务，以应对 COVID-19 危机造成的经济冲击，同时把援助分配给不太富裕和最需要帮助的国家。这是欧洲财政一体化迈出的重要一步。但在决定如何偿还新债务之前，欧盟这一开创性举动的长期影响仍存在不确定性。编译如下：

经过 5 天的艰苦谈判，欧盟领导人终于在 7 月同意新设 7500 亿欧元债务，以应对 COVID-19 危机造成的经济冲击，同时把援助分配给不太富裕和最需要帮助的国家。这是欧洲财政一体化迈出的重要一步。但在决定如何偿还新债务之前，欧盟这一开创性举动的长期影响仍存在不确定性。

新的 7500 亿欧元计划是欧盟最新的七年长期常规预算的三年补充预算的一部分。为了得到欧盟成员的一致通过，该计划进行了一些混乱但重要的妥协，并进行了一些模糊处理。

1. 交易是如何达成的

像荷兰这样的主张节俭的小国——他们更倾向于节流而不愿将欧盟资金用于研发和气候变化等目标，将从欧盟预算出资中获得更大的返还。事实上，该协议规定，欧盟委员会至少可以在合格多数成员国同意的情况下暂时扣留资金。¹⁵

此外还有一个繁琐而官僚的程序，允许个别成员推迟（但不是阻止）他们不喜欢的付款。例如，受援成员国需向委员会提交国家复苏和恢复能力计划，列出 2021-2023 年的改革和投资日程表，以证明其对欧盟资金的使用符合共同商定的长期宏观经济目标。这一规定再次要求受援成员国必须获得合格多数票支持。如果个别成员国对受援成员国的改革记录不满，它不能阻止向该成员国支付资金。但像荷兰这样的个别成员国可能会要求对受援国的记录进行进一步讨论，从而推迟付款。

另一个折衷方案是，7500 亿欧元中的赠款部分从 5000 亿欧元缩减到 3900 亿欧元。但这一数额仍比欧洲领导人先前讨论的 170 亿欧元的欧元区预算工具专款增加了 20 倍。

一些人认为，鉴于 COVID-19 大流行期间经济活动的下降，3900 亿欧元（即 2021-2023 年欧盟年均 GDP 的 1%）在宏观经济上几乎无关紧要。这种说法是错误的。与美国联邦体系不同，欧盟财政由成员国主导，只能在这一层面上提高税

¹⁵ 合格多数投票意味着 27 个成员国中的 13 个（合格多数为 15 个），或代表欧盟总人口 35% 以上的成员国（合格多数为 65%）才能否决欧盟委员会的提案。这意味着即使匈牙利和波兰反对，也可以采取行动。

收收入。因此，该协议对宏观经济的刺激主要是，它为欧洲央行（ECB）在 2021 年及以后继续购买资产（超过目前宣布的 1.35 万亿欧元）提供了政治空间。相应的，即使是像意大利这样债务负担沉重的成员国也不会面临金融市场的压力，即使它们不得不发行债券来维持刺激计划。成员国还可以利用补充预算和欧洲央行资产购买所提供的喘息空间，进行促进增长的国内改革。

2. 如何偿还债务

然而，欧盟领导人仍需克服两大障碍。首先，七年经常预算需要得到欧洲议会的批准。议会成员不太可能欢迎 7500 亿欧元的补充预算（议会对此没有发言权），因为这意味着必须削减七年期经常预算（议会对此拥有否决权）。议会不太可能阻止新预算，但可能会迫使成员国增加经常预算。总的来说，欧盟 27 个成员国接受了补充预算协议，这对欧洲议会来说是一个优势，因为它避免了议会对欧元区的特殊监督——仅限于财政一体化。

一个更重要的问题是，对于如何偿还甚至何时偿还新借款尚未达成共识。协议只提到，债务应在 2058 年前全部偿还，同时个别年份的本金偿还不能超过 3900 亿欧元拨款总额的 7.5%。此外，协议还要求，还款应该是稳定和可预测的，并符合健全的财务管理，2021 年至 2027 年分配给利息支付的 129.14 亿欧元中未使用的现金可用于提前还本。当然，委员会每年可以“稳定和可预测的方式”偿还总额 3900 亿欧元的 7.5%，从而能在 14 年内偿还全部本金，原则上意味着它在 2044 年之前都不需要开始偿还本金。希望早日偿还本金的成员国可能只需使用未动用的利息支付，无需自己寻找额外的财政资源。鉴于欧盟可以负利率借款，预计大部分用于利息支付的资金将用于偿还本金。

另一方面，目前的低利率基于欧盟能够保持目前信用评级为 AAA 级的假定。尽管委员会有能力进行现金管理并要求成员国提供额外资源，但信用评级机构可能对 7500 亿欧元借款的质量表示怀疑，因为在此之前已有 1000 亿欧元用于成员国劳动力市场调整，并且事实上，3900 亿欧元的拨款必须由欧盟直接偿还，而不是由成员国偿还。欧洲央行可能购买欧盟新发行债券的一半，从而为欧盟的信用评级提供一定程度的市场支持。

只有五个欧盟成员国——丹麦、德国、卢森堡、荷兰和瑞典维持 AAA 评级。这意味着当一国或多国违约时，要求其他成员国介入以保持最高评级可能并不简单。

但欧盟领导人将他们的决定排序，通过改革和扩大欧盟委员会将收入直接纳入欧盟预算的方式，以帮助获得高信用评级，创造新的专门用于偿还债务的收入。

从 2021 年起，委员会将从新的“绿色税”中分得一部分收入，“绿色税”针对不可回收塑料包装废弃物，征收率为每公斤 0.80 欧元。到 2021 年，委员会将

提议通过碳排放边界调整机制、数字征税、欧盟排放交易体系修正案（可能将其扩大到航空和海运业，甚至金融交易税）来筹集额外收入，专门用于偿还债务。

成员国一直拒绝赋予委员会直接增加收入的权利，担心这样做会限制自身对这些资源的控制。但这些措施赋予欧盟更大的潜力，可以征收现代原罪税（针对环境和金融部门）和 21 世纪的贸易关税（碳边界调整和数字征税）——正如美国在 19 世纪的联邦政府税源一样。

由欧盟直接偿还的 3900 亿欧元债务需要成员国同意向欧盟委员会提供此类新的直接收入，或在开始偿还后增加本国对欧盟预算的经常性支付，或者同意削减预算中的其他开支。

总之，欧盟仍面临一些艰难的政治选择，这增加了欧盟领导人最终同意向欧盟委员会提供新的直接收入来源以偿还新债务的可能性。

只有这一还款计划得以实施，欧盟才真正朝着财政一体化迈出一大步。

本文原题为“Europe's Big Fiscal Deal Leaves Some Tough Decisions Ahead”。本文作者 Jacob Funk Kirkegaard 是 PIIE 高级研究员。本文于 2020 年 7 月刊于 PIIE 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/>

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/

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

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

网址：<http://www.imf.org/>