

全球智库半月谈

怀旧的代价——美国背离经济全球化是自欺欺人

衡量基于市场的通货膨胀预期

应对风险：大流行后的企业债务

中央银行数字货币进行时

耶伦财务部对汇率操纵的新立场

一个高公共债务的未来：长期低利率但不是永远低

本期编译

桂平舒

李佳欣

刘 铮

母雅瑞

熊春婷

张丝雨

(按姓氏拼音排序)

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究室

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所

全球宏观经济研究组

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

国际战略研究组

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

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

联系人: 傅子晴 邮箱: jenniferfzq@163.com 电话: (86) 10-8519 5775 传真: (86) 10-6512 6105

通讯地址: 北京建国门内大街 5 号 1544 邮政编码: 100732

免责声明:

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

目 录

世界热点

怀旧的代价——美国背离经济全球化是自欺欺人..... 5

导读：美国需要接受经济变革，而不是怀旧。让美国工人失望的不是全球化本身，而是过去 20 年间美国与全球化的渐行渐远。告诉选民“制造业的‘好工作’是恢复其繁荣的关键，必须保护国家使其免受全球竞争的影响”，这不仅具有误导性，也极具破坏性。保护人比保护工作更重要，应该为所有人建立起更广泛的安全网；应该利用国际标准和竞争来提高美国工人和公司的地位，而不是把贸易引发的经济变化视为天生的不公平。美国经济现在需要的是更大程度地承受来自国外的压力，而不是保护主义壁垒或试图在特定的地方拯救特定行业。

一个高公共债务的未来：长期低利率但不是永远低.....17

导读：许多国家正经历着高公共债务和低利率的双重困境。甚至在疫情之前，发达经济体就已经出现了这种情况，但在疫情之后情况变得更加严峻。越来越多的新兴市场经济体和发展中经济体也同样经历着一段实际利率为负的时期，即政府债务的利率减去通货膨胀仍为负。国际货币基金组织（IMF）呼吁各国尽可能多地支出，以保护弱势群体以及限制对经济的长期损害，同时强调支出必须目标明确。这一点在新兴市场和发展中经济体尤为关键，因为它们面临着更严格的约束和相关财政风险，所以在这些国家更应优先地安排支出。

衡量基于市场的通货膨胀预期.....21

导读：衡量金融市场通货膨胀预期的一个指标是盈亏平衡通货膨胀率（BEI），这一概念自上世纪 90 年代末首次在美国提出，便成为了经济学家和政策制定者的福音。本文从市场预期实际增长和通胀率的趋势方面进行分析，观察了近几年美国的货币与财政政策，认为这两者会共同推动 BEI 的上升。

应对风险：大流行后的企业债务.....24

导读：随着欧洲经济摆脱封锁，越来越明显的是，企业债务已达到临界水平。法国的一项新计划（国家为次级债务投资组合提供担保）显示了如何更好地确定金融支持目标。

经济政策

中央银行数字货币进行时.....27

导读：数字货币在未来或许会成为主流，但目前仍不清楚它为公众提供了什么样的支付创新，尤其是在欧元区。而且，它不太可能完全取代消费者把钱放在床垫底下的舒适感。

耶伦财政部对汇率操纵的新立场.....29

导读：尽管财政部长珍妮特·耶伦（Janet Yellen）承诺将对汇率操纵采取强硬立场，但美国财政部（Treasury Department）在4月16日发布的最新报告中提到，拒绝将任何国家列为汇率操纵国。财政部自己的标准却隐隐指向，去年至少存在三个货币操纵国家和地区：瑞士、中国台湾和越南。不过，美国财政部同时也声称，它没有“足够的证据”来判断这些国家的大规模货币购买是否意在支持其过多的贸易顺差，或者是存在其他的什么目的。

本期智库介绍 31

怀旧的代价

——美国背离经济全球化是自欺欺人

Adam S. Posen / 文 桂平舒 / 编译

导读：美国需要接受经济变革，而不是怀旧。让美国工人失望的不是全球化本身，而是过去20年间美国与全球化的渐行渐远。告诉选民“制造业的‘好工作’是恢复其繁荣的关键，必须保护国家使其免受全球竞争的影响”，这不仅具有误导性，也极具破坏性。保护人比保护工作更重要，应该为所有人建立起更广泛的安全网；应该利用国际标准和竞争来提高美国工人和公司的地位，而不是把贸易引发的经济变化视为天生的不公平。美国经济现在需要的是更大程度地承受来自国外的压力，而不是保护主义壁垒或试图在特定的地方拯救特定行业。编译如下：

一、引言

美国政坛出现了一种新的共识：美国不顾一切地以牺牲工人的利益为代价推行国际经济开放，其结果是经济不平等、社会痛苦和政治纷争。民主党和共和党现在都主张“中产阶级的贸易政策”。实际上，这似乎意味着关税和旨在从不公平的外国竞争中挽救就业机会的“购买美国货”计划。

任何关心美国民主与社会正义存亡的总统都必须从克服民粹主义的角度评估其经济政策。保护主义本能依赖于三段论：让唐纳德·特朗普（Donald Trump）当选总统的民粹主义者的愤怒，在很大程度上是经济错位的产物；经济错位在很大程度上是对全球竞争采取放任态度的结果；因此，获得民粹主义选民支持的最佳方式是坚决反对不受约束的全球竞争。许多决心夺回工业工人阶级基础的民主党人，和把这一推论作为政府出卖美国工业中心工人的证据的共和党人，都支持这一推论。对于任何类型的政客而言，在已经实现去工业化的地区做文章，似乎为选举提供了一条可靠的道路。

然而，这种三段论的每一步都是错误的。民粹主义的愤怒不是经济焦虑的结果，而是相对地位下降的结果。过去二十年来，美国政府一直没有追求开放和一体化。相反，它使经济日益不受外国竞争的影响，而世界其他地区则继续开放和一体化。保护制造业就业只使小部分劳动力受益，但同时给其余人带来巨大成本。试图这样做也不会产生任何政治回报：毕竟，即使美国退出了全球商贸领域，愤怒和极端主义也愈演愈烈。

实际上，通往正义和政治稳定的道路也是通往繁荣的道路。美国经济现在需要的是更大程度地承受来自国外的压力，而不是保护主义壁垒或试图在特定的地方拯救特定行业。与其妖魔化国际竞争带来的变化，美国政府需要制定国内政策，让工人相信一个与当地就业前景无关的未来。安全网应该更广泛，应该适用于所

有人，无论他们是否有工作，无论他们住在哪里。在国际上，华盛顿应该签署协议，增加美国国内的竞争，提高税收、劳动力和环境标准。让美国工人失望的不是全球化本身，而是过去 20 年从国际经济中自欺欺人的退出。

二、全球化失败

与普遍的看法相反，美国在过去二十年中一直退出国际经济。尽管有人声称全球化是美国政治困境的根源，但现实情况正好相反：随着国际竞争的下降，紧张局势加剧。事实上，美国遭受的经济不平等和政治极端主义比大多数其他高收入民主国家更大，这些国家普遍增加了它们的全球经济风险敞口。这并不是说来自中国和其他国家的竞争对美国工人没有影响。然而，这种影响是在美国政府逆全球化潮流而动的时候发生的，这表明更多的保护主义不是解决问题的办法。

随着各国经济的开放，全球贸易几十年来一直在增长。进口总额和出口总额占全球 GDP 的比重从 1990 年的 39% 上升到 2008 年的 61%，之后受全球金融危机影响，贸易大幅下滑，但随后攀升至接近 2019 年危机前的水平。然而，美国却反其道而行之，其贸易与 GDP 的比率增长速度比其他国家慢，虽然从 1990 年的 20% 增长到 2008 年的 30%，但远远低于全球平均水平。在金融危机期间，它的下降速度与全球总体水平相同，但至今仍未恢复。当然，作为一个经济规模庞大、发达和多样化的国家，美国与世界上许多地区被海洋隔开，其贸易份额低于一般经济体很自然。然而，美国没有本质原因不能以与世界其他地区大致相同的速度开放——特别是考虑到中国、印度、东欧和拉丁美洲部分地区早已开始进入全球市场。

这些趋势与广为流传的“中国加入世界贸易组织后美国工人遭受严重苦难”的故事背道而驰。经过多次辩论，经济学家们对 1999 年后因中国竞争而导致美国失去的制造业工作岗位数量的上限估计达成一致：在 1.5 亿劳动力中，最多有 200 万人受到影响。换言之，从 2000 年到 2015 年，中国的冲击导致每年大约 13 万名工人失业，这与美国劳动力市场的平均流失情况相比微不足道，因为美国劳动力市场每年通常约有 6000 万人离职。虽然平均每年约有三分之一的离职是自愿的，其他则是由于个人情况，但每年至少有 2000 万是由于企业关闭、重组或雇主搬迁。考虑到内城的工作岗位外逃，或者秘书和办公室工作人员因技术革新而被取代——就本地影响和最终结果而言，这些损失与外国竞争导致的制造业工作损失没有什么不同。换句话说，制造业每流失一个工作岗位，就会有大约 150 个工作岗位被其他行业的类似冲击夺走，但是这些流离失所的工人得到的公众哀悼还不到百分之一。

一个被中国竞争对手抢走工作的美国人，并不比因自动化或工厂搬迁到另一个州而失业的美国人更值得支持。许多工作都不稳定。对中国贸易影响的过分强

烈抗议忽视了更多经历过持续动荡的低工资工人，忘记了前几代工人在面对外国竞争失业时是如何适应的。为什么会有如此巨大的政治关注？这也许与这样一个事实有关，即受中国冲击的工人主要是生活在郊区或小城镇的白人，这符合在工业中心从事大件重活的男性的怀旧形象。

美国从国际经济中的退出让美国工人失望。

对这些工人的关注在阻止新的自由贸易协定方面非常成功。自 2000 年以来，美国政府已经与一些极其小的经济体签订了协议，主要是出于外交政策，而非经济原因，比如中东的巴林和约旦，以及哥伦比亚、巴拿马、秘鲁和拉丁美洲的一些中美洲国家。累积起来，这些基本上没有影响美国经济的开放性。在过去 20 年中，只有 2012 年与韩国达成的美韩自由贸易协定中要求任何可衡量的自由化，但即使是该协议也仍然包括对美国轻型卡车制造商的更大保护。2019 年达成的美日协议非常有限，不需要国会批准。跨太平洋伙伴关系（TPP）本来会大大打开美国大门，但该协议在特朗普执政的第三天便遭到了拒绝，该决策同时受到许多民主党人的支持。与之前的北美自由贸易协定相比，美墨加协议为美国汽车生产提供了更多的保护。

世界其他国家正朝着相反的方向前进。自 2000 年以来，欧盟增加了 13 个新成员国，从而实现了世界上最深入的经济一体化，包括劳动力在很大程度上自由流动。它还分别与美国、日本和韩国缔结了相似的贸易协议，并与加拿大、新加坡和越南达成了更多协议。日本不仅加入了 TPP 的继任者，还通过加入区域全面经济伙伴关系（Regional Comprehensive Economic Partnership，简称 RECP）向中国和韩国开放了经济。澳大利亚、新西兰和新加坡也签署了这两项协议。英国是唯一一个在贸易方面退出幅度超过美国的高收入民主国家，其退出欧盟的情况与大多数经济学家预测的一样糟糕。但就连它也迅速寻求成为 TPP 的继任者。

美国经济还以另一种方式退出了全球经济一体化：阻止外国公司在美国建造新工厂、办公室、研究设施或网点。众所周知，“绿地投资”¹比企业收购、兼并或跨界出售企业更可取，因为企业收购等形式的外国投资可能只需要改变所有权，而不创造任何新的就业机会。事实上，外国绿地投资通常与高薪工作和研发支出的增长有关。但自 2000 年以来，流入美国的绿地投资呈大幅下降趋势，从 2000 年的每年 130 亿美元降至 2019 年的每年 40 亿美元。这要归咎于一系列的民族主义政策，这些政策增加了随意限制技术转让和外国所有权的威胁。

移民也讲述了美国脱离全球经济的同样故事。这一趋势在特朗普上台之前就

¹ 译者注：绿地投资又称新建投资，是指跨国公司等投资主体在东道国境内设置的部分或全部资产所有权归外国投资者所有的企业，这类投资会直接导致东道国生产能力、产出和就业的增长。

开始了。自 1990 年代以来，美国净移民人数一直在下降。在这十年中，美国移民人口（包括非法移民）以每年 4.6% 的速度增长：在接下来的十年里，它以每年 2.5% 的速度增长：之后的十年里，它以每年 1.3% 的速度增长。下降的部分原因是“推动”因素减弱，比如墨西哥工资上涨导致墨西哥人北上的动机减弱；有些则是“拉动”因素减弱的结果，例如美国反移民情绪的增长。不管是什么原因，事实是，美国劳动力市场已经越来越难以吸引外国工人的到来。

这些趋势清楚地说明了美国过去 20 年的情况：尽管贸易壁垒不断累积，移民人数减少了一半以上，不平等和本土主义却在上升。在国际事务上，华盛顿给了这些愤怒的、以白人和男性为主的摇摆不定的选民很多他们想要的东西，但他们现在仍然很愤怒。与此同时，美国低工资的服务业工人——主要是女性和不成比例的非白人——的命运已经恶化。

三、对制造业的痴迷

怀旧不是一个进步议程的良好表现。经济政策和社会政策也是如此：怀旧之情为锁定现任者优势的现状提供了特权，也忽视了许多人已经遭受的困难。政客们对制造业“好工作”的情感痴迷注定会在政治上和经济上都失败，同时也无法解决长期存在的不公正问题。

50 多年来，甚至从德国和日本出口的产品开始与美国商品展开激烈竞争以来，专家和政客就一直哀叹美国制造业的衰退。他们认为，如果政府支持美国生产商，他们就能避开来自德国和日本、墨西哥和韩国，以及现在中国的竞争。“精英们背叛了普通人”的这一观点在民族主义政治中反复出现的“背刺神话”²中得到了呼应。这只是误导。

几十年来，德国和日本确实一直保持着制造业贸易和总体贸易顺差，然而在过去 40 年中，它们的制造业劳动力在总劳动力中所占的份额也在萎缩，而且速度与美国大致相同。事实上，所有高收入经济体的制造业就业人数一直在急剧下降，而不管它们的贸易平衡如何。诚然，在其中一些国家，制造业在总就业人数中所占的份额仍然高于美国，但即使在制造业最发达的国家，目前的份额也低于 19%。（美国该份额上一次达到 19% 是在 1982 年，如今大约是 10%。）在中国，这一比例在 2012 年达到 30% 的峰值，此后一直在下降。

只有大约 16% 的未受过大学教育的美国人从事制造业。剩下的那些没有“好”制造业工作的人怎么办？这不是一个毫无意义的问题。即便在政府优先事项发生

² 译者注：在第一次世界大战中失败后，德国公民产生了强烈的阴谋论：德军并未在战场上被打过，而是被海军的叛乱和柏林革命的爆发等内部力量刺伤了背后，他们的战争努力被内部力量摧毁了。对失败原因的所有不同解释都影响了德国政治文化中两个根深蒂固的传统：反社会主义和反犹太主义。“背刺神话”是纳粹为了破坏魏玛共和国的力量和道德而传播的至关重要的宣传。

重大变化之后，认为一个国家能够将制造业的就业份额提高一小部分，也是完全不现实的：在成为发达经济体之后，没有一个国家这样做过。期望就业的可持续增长不是愿望的问题。追求更多的制造业工作也并非没有成本。与任何行业一样，制造业对激励措施做出反应，而贸易保护主义给制造商带来巨大成本。这些成本将转嫁到那些为关税投入支付更多费用的美国公司身上。因此，这些公司很难与其他生产商竞争，或者发现他们的产品受到外国报复性关税的侵害，因此就业机会遭到破坏。保护主义给美国消费者带来的代价也是巨大的。它们尤其打击了较贫穷的家庭，这些家庭将收入的很大一部分用于受关税影响的商品，如汽车、衣服、食品和家居用品。正如在奥巴马白宫工作的三位经济学家——杰森·富尔曼、凯瑟琳·罗斯和杰伊·尚博——所言，“关税是累退税，对女性和单亲父母的影响最大。”

保护主义也以另一种方式扭曲了激励措施。那些因为“大而不倒”而感到受到政治保护的制造企业，都像金融危机前的银行一样，存在道德风险行为，无论是大众汽车和其他德国汽车制造商在排放测试中作弊、毒害空气，还是波音公司否认 737 MAX 飞机的设计缺陷并导致飞机坠毁。正如美国汽车工业在 20 世纪 70 年代所证明的那样，正如中国重工业今天所证明的那样，企业政治特权至少会破坏生产力，而且通常也会破坏环境。

此外，对制造业就业的迷恋几乎不是一个中立的政策。做危险的事情来生产重物的男人的形象似乎与怀旧的选民产生了共鸣，而提供人类服务的妇女则没有。这是一种性别歧视的观点：在美国，只有 30% 的制造业工人是女性，绝大多数制造业工人一直是男性（即使是在铆工罗西³盛行的战争时期）。当制造业收缩时，首先受到打击和受打击最重的工作是薪酬本来就较低的服装业，其中妇女占的比例更高。

制造业也更青睐白人而非有色人种。黑人和拉丁裔工人占未受过大学教育的劳动力的三分之一以上，因此人们预计他们的份额将高于他们从事的不到 25% 的制造业工作。黑人和拉丁裔工人的平均工资也低于从事相同工作的白人工人。不管这些差异的原因是什么，偏向制造业工作就是偏向白人男性工人——这也是这项政策在这种人群中如此受欢迎的部分原因。

归根结底，无论是在工厂、编码员还是贸易行业，坚持“好工作”的理想最糟

³ 译者注：从 1942 年开始，随着越来越多的美国男性被征召参加战争，人们需要女性来填补工厂的职位。最初，女性工人从工人阶级中招募，但随着战争生产需求的增加，有必要从中产阶级女性中招募工人。由于这些妇女中有许多人以前从未在外地工作过并育有小孩，因此政府不仅不得不说服她们参加工作，而且还必须为妇女提供照料家庭和子女的方法。为了实现这一目标，美国战争办公室制作了各种材料，目的是说服这些妇女从事生产战争的工作，作为其爱国义务的一部分。铆工罗西是这次宣传的一部分，并在第二次世界大战期间成为劳动力中妇女的象征。

糕的事情是它分散了大多数低工资美国工人面临的现实注意力。许多人，而不仅仅是非法移民，实际上都在非正规部门工作，从事不稳定的工作，提供的保护有限，有保障的工作时间也很少，更不用说任何晋升的前景了。将“好工作”作为中心愿望是不现实的，因为根本无法为相当一部分人口提供“好工作”。把注意力集中在那些已经拥有优势的人身上，而不去追求那些同样可以改善服务业和兼职工人命运的经济政策，这一行为是错误的。

四、地理位置

与那些担心贸易混乱的人重叠的是那些对受贸易混乱影响最严重的社区表示关切的人。典型的例子是俄亥俄州或宾夕法尼亚州的一个城镇，这些城镇的主要制造厂将工作转移到海外，破坏了围绕这些雇主建立起来的当地经济。这些社区中受教育程度较低的工人所遭受的痛苦是真实、深刻和日益严重的。鸦片类药物的流行以及这些社区中大量退伍军人和其家属面临的战斗的持久伤害，加剧了其中一些痛苦。

任何富有同情心的人，更不用说任何反应迅速的政治家，都会本能地试图解决这种情况。首先防止失业似乎是实现这一目标的方法，当这一目标无法实现时，下一步就是努力重振遭受重创的社区。因此，近年来许多来自政策专家的著作都呼吁制定计划，认识到当地社区的重要性并重建它们。当选官员则前往这些苦难的地方朝圣，以表达他们的关心和同情，然后跟进有针对性的政府援助。

问题是，政府成功地振兴一个遭受工业衰退的社区的例子很少。地理不是命运，而是经济史在很多方面的体现，积累的历史是难以克服的。我上世纪70年代在波士顿附近长大，我记得我小学时便学习了劳伦斯和洛威尔失去纺织厂的工作的情形以及为振兴城镇所做的努力。时至今日，这些城镇仍未改善——这还是在马萨诸塞州，一个有着慷慨心态的州，也是一个有可以提供联邦资金的国会高级代表的州。中西部的城市也是如此。诚然，匹兹堡已经恢复活力，底特律已经度过了其经济糟糕和社会低谷的最坏时期，但前者必须经历几乎完整的行业更替和一定程度的人口流动，后者离充分就业和繁荣还有很长的路要走。这两个振兴的城市数量远远低于那些根本没有恢复的城镇数量。

当社区失去主导产业时，没有可靠的方法来拯救他们。

国际上的情况则更为谨慎。在德国和意大利，财政向经济萧条地区（前东德和意大利南部）转移，在欧盟资金的支持下，以美国历史上前所未有的规模持续了几十年。然而，德国和意大利经济萧条地区的城镇在就业或人均收入方面仍未赶上较富裕的城镇。日本的政治体系建立在执政党向远郊地区提供政治拨款的基础上，但它也未能重振萧条地区的经济。事实上，越来越多的日本人已经从小城市和农村搬到了东京、大阪和其他大都市。在英国，失去煤矿和造船厂的苦难的

英格兰北部一直是历届政府努力的重点，历届政府希望“提升”该地区，使其赶上富裕的东南部和伦敦。然而，就像在德国、意大利和日本一样，更年轻和技能更熟练的人已经离开，去了机会更多的地方。

任何人都不应仅仅因为居住地而被遗弃，任何社区都不应衰落。但是政府也不应该对本国公民撒谎。当当地社区失去其占主导地位的雇主或工业时，即使投入了大量资源，也根本没有可靠的方法来拯救他们。任何通过政府行动来振兴特定社区的承诺，一旦失败，都可能导致失望、沮丧和彻底的愤怒。

就像专注于制造业的工作一样，希望工人总是能在同一个地方找到与经济变化相同的工作，这也需要故意忽视美国大多数低工资工人的现实。它把不必因为经济原因而换工作或搬家的特权视为正常和可实现的，而这是近几十年来主要由居住在农村或远郊地区的白人工人享受的一种奢侈。20世纪美国黑人中产阶级的建立在很大程度上是南方大规模移民的产物。拉美人也并不陌生，为了追求工作和机会而走遍全国。（具有讽刺意味的是，几乎所有希望保持不受干扰的人，本身就是远行移民的后代。）今天美国农村地区和“铁锈地带”所遭受的苦难不应被忽视，也不应轻视人们离开这些地方后会留下的社会关系。但现在是时候承认这样一个事实了，即人口流动有时是必要的，而且往往有利于低收入工人。

目前这种态度的危险更大。经济学家们发现，在美国的许多地方，只有一种主要的就业选择，或者说只有少数几种。正如垄断生产赋予公司溢价权使得居民部门支出价格提高一样，对当地劳动力的垄断也赋予了企业压低工资的权力——而且他们行使了这种权力。因此，政府扶持当地雇主的政策可能使雇主能够剥削劳动力，研究表明，少数民族和妇女将得到最大的利用。更广泛的社区也可以被利用：那些知道自己的离开会毁掉一个城镇的公司也可以从地方政府那里得到慷慨的保护和补贴，在某些情况下还可以获得事实上的环境和安全法规豁免。

即使基于地方的援助政策曾经奏效，现在也不是增加援助政策的时候，因为有累积的力量使它们更有可能失败。气候变化将从根本上改变美国哪些地区适合哪种类型的行业和职业：农业区将转移，碳密集型工业将裁员。COVID-2019大流行可能会持续和更频繁，也许会改变学校教育、交通和医疗保健模式。技术的影响则不那么确定：COVID-19大流行引发的远程工作激增，可能使经济萧条城市的人更有可能找到工作；与此同时，虚拟会议的广泛接受使得在远处维持社会联系更加容易，因此它也可能使人们更容易为工作而搬家；然而，远程工作的兴起可能与低工资和低学历工人无关，因为无论是在服务业还是制造业，他们的职业大多要求他们现场工作来挣工资。

五、保护人，而不是工作

政府对人民的责任就是把他们作为个人来对待：国家可以帮助人们和他们的

家庭搬到有工作的地方；它可以对更快的交通进行补贴，这样人们就可以在可行的情况下通勤更长的距离；它可以帮助人们准备在发展中行业的工作，并将他们与工作匹配；它可以改变分区法，鼓励在就业增长的地方附近提供更多负担得起的住房；它可以为那些太老、太不舒服或太固定而不能移动的人提供一个安全网；它可以复制大多数欧洲国家的积极劳动力市场政策，实施政府计划，增强就业激励机制，提高就业准备，帮助人们找到工作。

美国经济政策过于新自由主义的地方不是贸易而是国内问题。政府过于担心，一个更强大的安全网可能会阻碍人们找到工作，过分依赖精细的激励措施和逐步推进作为政策的支柱，因此，在直接支付个人医疗保健、教育和培训、交通和儿童保育费用方面做得太少。它没有认真执行法律来打击逃税、环境倾销、低薪和不安全的工作场所。国会今年3月通过的《美国救助计划》包括了一些本着权利精神的措施，特别是扩大儿童税收抵免，目前，儿童税收抵免对于年收入低于15万美元的夫妇和年收入低于7.5万美元的个人来说是普遍的。然而，这些规定中很少有能在大流行后继续使用。

我们需要的是保护个人和家庭的普遍利益，而不是工作和地方。政策应该帮助人们把自己的安全视为独立于当前所在地的安全，而不是加强将国家划分为界定人们身份的地区。美国在经济和政治上会更好。为此目的，应扩大《平价医疗法案》，这样医疗保险才真正可行。养老金计划应该在所有雇主之间进行整合，以减少换工作的成本。零工、临时工人和兼职工人应该得到和全职员工一样的大部分法律保护，他们应该被允许像全职工人一样积累资历、储蓄和福利。这些政策将为各种类型的美国工人创造公平的竞争环境，并使他们更容易在不同的工作之间流动。它们还将迫使雇主根据更好的工资来竞争工人，取消他们在特定地点或通过其非法身份使雇员陷入陷阱的能力。

美国政府过于担心一个强大的安全网会抑制人们的工作积极性。

与提高最低工资一样，这些变化将提高劳动力成本，减少对低工资工人的一些需求。但是，工人和经济的净收益将是充足的。几乎没有证据表明，如果联邦政府仅仅将劳工标准提高到美国某些州和几乎所有竞争性高收入经济体的水平，数百万人将会失去工作。澳大利亚、加拿大和大多数西欧国家都有更严格的劳工法规和更慷慨的医疗保险和养老金计划，黄金年龄劳动力参与率可与美国相当或高于美国，低技能工人的工资要高得多。鉴于在美国，与从事劳动相比，拥有资本的人所累积的收入份额在过去20多年中急剧上升，而且鉴于企业利润率极高，政府在不显著损害就业的情况下重新分配收入的空间很大。

另一个关键因素是现行法规的执行。负责执行健康、安全、劳工和环境法规的机构长期以来资金不足，它们对违法行为的罚款定得太低。因此，污染者和工

资骗子将他们视为做生意的成本。正如学者安娜·斯坦斯伯里所言，劳动法规执行不力不仅大大降低了低工资工人的收入，而且恶化了他们的待遇：这也会干扰最低工资上调的实施，因为雇主有更大的作弊动机。

在加强执行现有法规和加大处罚力度的配合下，美国政府应该停止贸易调整援助和其他旨在帮助那些因贸易而失去工作的人的项目。这些计划在多个方面都失败了：几乎没有证据表明他们帮助工人更快地找到了新的工作，他们显然没有缓和对贸易的愤怒，他们没有成功地振兴衰落的工业城镇，也没有在国会为工人或贸易建立任何持久的政治联盟。正如美国企业研究所今年早些时候的一份报告所指出的那样，与其他发达国家相比，美国“特别关注由于贸易而失去工作的工人，而非因其他原因失去工作的工人”。大多数欧洲国家每年将国内生产总值的0.5%至1.0%用于帮助失业者找到工作；而美国的支出是这一数额的十分之一。这完全是错误的方法：美国政府正在污名化与贸易相关的职业变化，但这并无实质好处，同时美国政府通过剥夺所有美国人接受再培训、工作匹配和支持项目的机会来欺骗他们。

美国能承担得起欧洲的方式吗？是的。美国对高收入者、公司和遗产征收的联邦税率处于或接近历史最低水平——大大低于几乎所有其他高收入国家的税率。其他国家通过高得多的税率实现了人均收入的持续增长，就像美国在上个世纪那样。高税率会抑制投资和就业，但美国目前还远未达到这一水平。对那些在过去20年中收入和财富大幅增长的美国家纳税人增税，不仅在政治上是公正的，而且是稳定的：它还可以为扩大联邦劳动和社会福利项目提供相当于GDP的3%到4%的支付。在经济好转期间，可以通过工资税获得额外的收入，让工人们觉得，就像社会保障税一样，他们向一个项目支付的钱应该反过来从这个项目中得到报酬。

六、改变是好的

人们普遍认为，美国一直以经济效率的名义牺牲正义，因此，现在是通过退出全球化来纠正这种不平衡的时候了。这种说法在很大程度上是错误的。20年来，美国一直在退出世界经济，在这期间的大部分时候，美国经济的活力一直在下降，且美国的不平等程度比开放经济体上升得更多。工人的流动性较低。开办的企业较少。企业权力越来越集中。创新已经放缓。虽然造成这种下降的因素很多，但美国退出全球经济活动可能进一步加剧了这种下降。自今年1月暴民占领美国国会大厦以来，美国不得不认识到，在向其他国家讲授和平民主选举的重要性多年之后，它并非免于政治失败。类似地，在对其他封闭经济体的停滞和腐败进行了数十年的说教之后，美国现在也遭遇了同样的问题，其代价是美国工人。

事实上，许多国家都采取了国际开放措施，在经济停滞和社会分裂中刺激经

济变革：如日本明治维新、土耳其的凯末尔·阿塔图尔克改革、中国的改革开放以及南欧和东欧国家加入欧盟。这些都是经过深思熟虑的改革运动，而不是让市场放任自流的休克疗法。这些国家必须诚实面对自己在国际比较中的不足，承认他们以前的安排是腐败和偏见的。他们不得不承认，经济变革赋予了大多数公民权力和自由，中央政府必须发挥更大的社会支持作用，必须允许工人（如果不是受到鼓励的话）迁移到城市，迁往机会所在的地方。

当然，尽管美国不是专制政府统治下的非市场经济国家，但它确实需要认识到，在经济领域，它与自己的理想和潜力相差甚远，在许多方面，它的全球同行和竞争对手都做得比它好得多。正如在种族主义暴力面前“我们不是这样的”的说法让美国人太容易撇清关系一样，把美国说成是世界上最开放、最有活力、竞争最激烈、机会最丰富的经济体也是一种自欺欺人的表现。一些政界人士可能希望借助美国的领导作用，作为重新参与全球经济的动力，但美国经济现在需要的是一批追随者。美国需要愿意遵守国际标准，从其他国家吸取教训，接受竞争应是变革的根源。

自第二次世界大战以来，美国一直鼓励其他国家参与国际经济一体化。贸易协定的框架是外国通过竞争开放市场和改革经济。长期以来，这种说法在很大程度上是正确的。然而，它在国内产生了不幸的效果，将美国描述为开放，将世界其他国家描述为保护主义；美国公司面临的来自国外的竞争被视为不公平贸易的结果；这些看法现在已经超越了现实。实际上，是美国需要外国的压力和鼓舞。

说美国是世界上最开放或最具竞争力的经济体是一种自我欺骗。

美国应该有一个建设性的国际经济政策，而不是一个将其弊端归咎于全球力量的防御性政策。这种政策首先要认识到，美国没有受到华盛顿精英们不计后果的经济开放的影响，世界其他国家在没有这种政策的情况下继续进一步一体化。全球化无论如何仍在继续，特别是贸易对美国退出的适应能力比许多人愿意相信的要强。如果在生产方面存在真正的比较优势，从而产生巨大的成本或质量差异，购买者就会找到获得他们想要的商品和服务的方法。即使利用了庞大的内部市场，一个单一经济体的关税制度也不能够控制世界贸易的很大一部分；因为世界的其他部分总是更大，而错过的机会总是被其他人发现。随着技术使国际贸易更加透明和高效，美国经济单方面采取防御性退出的努力将变得更加徒劳无益。

相反，美国应该积极寻求鼓励其本国经济的变革，就像它曾经试图通过贸易协议让其他国家进行的那样。华盛顿应该同意由有限但有力且执行良好的规则所定义的国际标准，这些规则侧重于公司和政府的可观察行为，而不是数字目标或机构愿望。美国寻求达成国际协议的四个领域的时机已经特别成熟。

首先是国际公司税。公司经常通过将利润转移到低税收司法管辖区来逃税，

这种做法损害了政府能力和市场经济的政治合法性。数字经济使这些扭曲更加严重，尽管大型科技公司远非唯一利用漏洞的公司。在这方面，进展可能迫在眉睫。经济合作与发展组织（OECD）成员国目前正在就如何打击企业逃税问题进行谈判，一些欧洲国家政府威胁要对大型科技公司生产的数字产品和服务征税。集体国际行动应该给美国一个机会，不仅使其税收政策达到其他发达经济体的标准，而且防止本国公司逃税。

另一个需要关注的领域是碳定价。美国需要碳排放税，世界也需要。美国经济应该加快脱碳的步伐。尽管技术进步和私人投资决策正在产生有意义的进展，但高企且不断上涨的碳价格为减缓气候变化提供了最佳前景，而目前仍有时间。由于没有全国性的碳排放税，美国落后于欧盟成员国和其他一些国家。如果美国不能赶上，这些国家就有理由实施碳边界调整——对进口商品征税，以抵消美国等地碳投入价格过低的影响。

华盛顿也应该寻求在劳工标准问题上达成国际协议。将北美自由贸易协定更新为更新为美墨加协议，以保护工人代表和工会，这在两方面是积极的：第一，它有助于确保墨西哥工人的权利；第二，它表明，如果美国劳工移动对劳工权利的担忧得到解决，美国劳工至少可以默许贸易协定。华盛顿现在应该改变立场，与劳动标准比它更高的国家签订贸易协定。这将加强它本应该作出的立法和执法改革。

最后，美国官员应该实践我所说的“有原则性的多元多边主义”。在这项战略中，各国集团走到一起，就国际贸易的高标准达成协议，集团成员完全由遵守这些标准决定。美国政治家不太可能主张美国在不远的将来加入贸易协议，但与此同时，美国可以做一些事情：鼓励澳大利亚、加拿大、日本、新加坡和英国等主要民主盟友采取这种做法。即使是在没有美国成员的情况下取得的进展，也会使美国的缺陷更加明显，并迫使它提高自己的博弈水平，从而使美国受益。

七、向以往告别

美国需要接受经济变革，而不是怀旧。告诉选民“制造业的‘好工作’是恢复其繁荣的关键，必须保护美国免受全球竞争的影响”，这不仅具有误导性，它也极具破坏性。这条道路将全面失去就业机会，进一步加深对低工资服务工人的偏见，而且无助于吸引选民远离右翼民粹主义。你不能通过强化本土主义者和民粹主义者的怀旧地位感来收买他们。同样，即使通过将人们与当地工作绑在一起来修复农村和郊区社区的善意努力，实际上也会使他们在经济上更加脆弱，这反过来又会激起反动政治的火焰。

相反，政府应该追求保护作为独立个体的人们与他们是否有工作的状况分开。人们的工作对于他们的幸福和自我价值来说应该变得不那么重要，就像大多数其

他高收入民主国家已经出现的情况一样。美国政府应该促进所有人过上更好的生活，而不是为少数特权阶层提供稀缺的“好工作”。大流行和气候变化都提醒我们，未来将更加关注工作安排的适应性和国内的稳定。最重要的是，华盛顿应该利用国际标准和竞争来提高美国工人和公司的地位，而不是把贸易引发的经济变化视为天生的不公平。关注任何一个部门，更不用说一个地方的任何一家公司，只会让美国社会分裂，让被忽视的工人承担不成比例的调整成本。事实上，在过去的 20 年里，它已经做到了。

本文原题为“The Price of Nostalgia - America’s Self-Defeating Economic Retreat”。本文作者 Adam S. Posen 是彼得森国际经济研究所所长。本文于 2021 年 5 月刊于外交事务 (Foreign Affairs) 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

一个高公共债务的未来：长期低利率但不是永远低

Marcos Chamon and Jonathan D. Ostry/文 李佳欣/编译

导读：许多国家正经历着高公共债务和低利率的双重困境。甚至在疫情之前，发达经济体就已经出现了这种情况，但在疫情之后情况变得更加严峻。越来越多的新兴市场经济体和发展中经济体也同样经历着一段实际利率为负的时期，即政府债务的利率减去通货膨胀仍为负。国际货币基金组织（IMF）呼吁各国尽可能多地支出，以保护弱势群体以及限制对经济的长期损害，同时强调支出必须目标明确。这一点在新兴市场和发展中经济体尤为关键，因为它们面临着更严格的约束和相关财政风险，所以在这些国家更应优先地安排支出。编译如下：

在疫情危机之后，最终到底应该如何处理高水平的公共债务呢？在早期的一篇论文中，我们认为如果财政空间仍然充裕，各国不应通过增加预算盈余来降低债务，而应允许经济增长来降低债务与 GDP 的比率。最近，IMF 强调有必要重新考虑财政规则和框架，并将历史上的低利率考虑进来。一些人认为，即使借贷成本上升，也只是逐渐上升过程，应该多留些时间来应对任何影响。

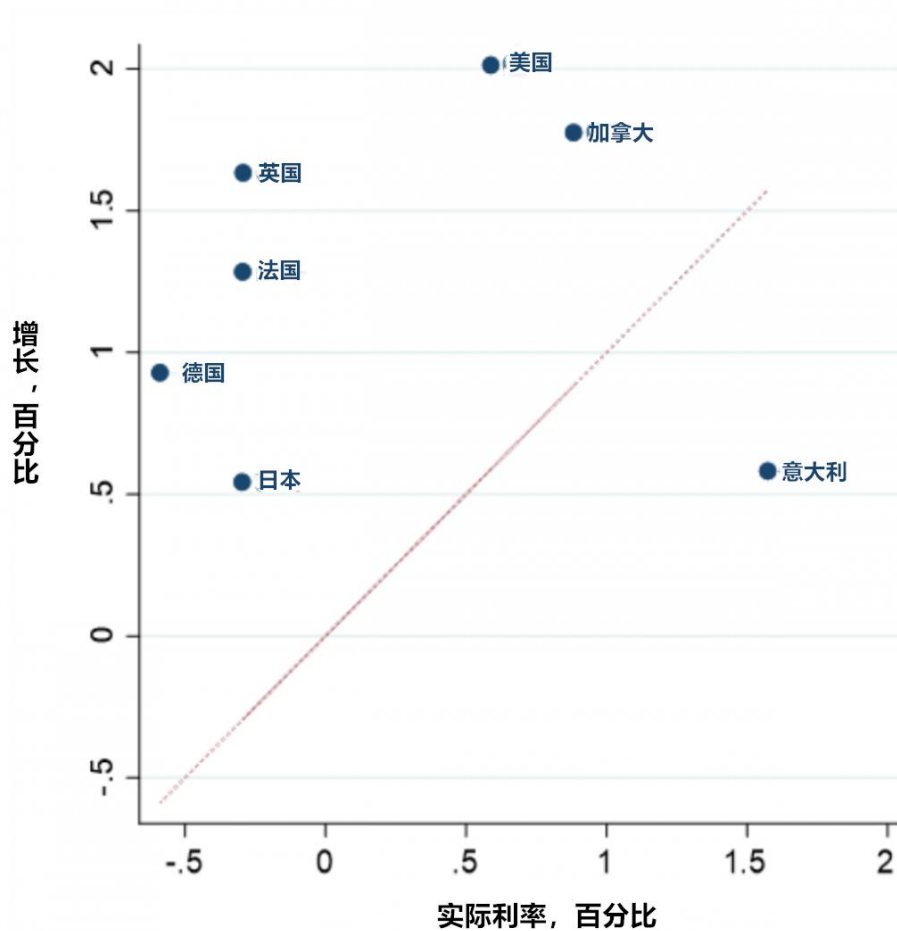
两个问题似乎很突出。首先，在与财政规划相关的整个范围内，借贷是否会保持低成本？由于这一前景似乎是不确定的，我们在这里的答案将是“不”。虽然有些人认为，经增长调整后的永久性负利率可能是一个较为合理的基准利率，但我们必须强调这样一个看似良好的未来仍然可能存在风险。历史上，一旦市场预期发生转变，借贷成本就会出现多次突然上升的情况。这种风险普遍存在于新兴市场 and 负债率已经很高的发展中经济体中。在某些时候，债务很可能需要更高的利率展期。然而贷款额度的限制并没有消失，而在利率和经济是否增长都不确定的情况下，人们更需要远离这些约束。

第二，对较高的利率作出反应就足够了吗？我们的答案再次是“不”。理论和历史表明，当投资者开始担心财政空间可能耗尽时，他们会迅速对国家作出惩罚。市场驱动的调整不一定是渐进的，也不一定只有在健康增长恢复后，市场才会提高借贷成本——事实上，恰恰相反。

市场对大多数发达经济体负的利率和增长之间差异（实际利率低于增长率）的预期根深蒂固。虽然美国的长期利率在过去几个月一直在上升，但即使按照 2008 年后的标准，长期利率仍然很低。下表将七国集团经济体普遍预测的增长与 2030 年的实际利率（10 年期债券收益率减去通货膨胀）进行了比较。这些预测意味着，除意大利外，所有七国集团国家的经济增长率都远高于实际利率。

经济增长高于实际利率

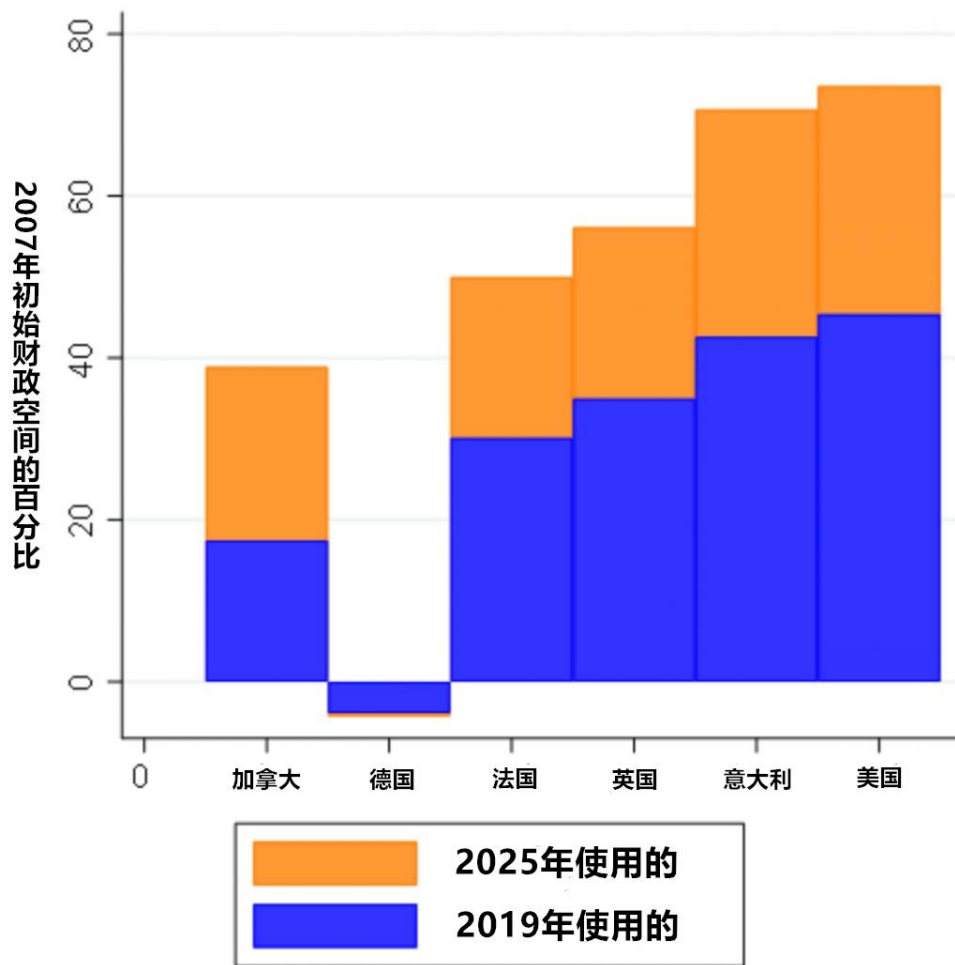
除意大利以外的所有七国的 2030 年预期经济增长速度将超过其实际利率。



但另一方面，债务正接近危险水平。早些时候我们估计如果超过债务限额，财政平衡将无法适应市场推动的风险溢价上升。这些基于模型的估计是建立在评级机构后来在自己的预测中采用的方法之上的，这反映了全球金融危机后但在疫情之前的市场状况。尽管如此，它们还是传达了 10 年前人们所认为的债务限额。表明如果这些以前的情况再次出现未来将会发生什么。下图显示了 2007 年至 2019 年预计使用的财政空间（债务限额减去 2007 年债务）的多少（蓝色条），以及 2019 年至 2025 年预计使用的财政空间的多少（橙色条）。对一些国家来说，剩余的财政空间不允许采取与全球金融危机后部署的规模相当的应对措施，也不允许在发生重大冲击时再次限制人们的活动。

财政空间缩小

金融危机和 COVID-19 让一些国家的财政空间缩小，无法应对另一次重大冲击。



我们可以考虑三种不同的观点：

- 即使债务继续增加，发达经济体的利率仍然很低。在这种情况下，没有必要担心债务或平稳（非加速）赤字。负债率将继续上升，但最终会稳定在更高的水平。
- 在给定的债务水平下，利率很低，但如果债务大幅上升，利率就不会维持在低位。大多数七国集团国家的主要赤字可以接近 GDP 的 2%，同时仍能稳定其债务比率。在这种情况下，只要赤字保持在债务（比率）稳定水平以下，他们就可以享受免费午餐。
- 利率较低，但可能会被突然调整。在这种情况下，应该利用有利条件来减少债务并重建财政缓冲空间。即使目前风险很小，我们也应为目前较高的债务而担忧，并应为未来更大的风险提前做好规划。

本文认为，在疫情尚未过去的情况下，以更高的预算平衡为目标确实是弄巧成拙。但这并不意味着我们不应该担心债务将导致的后果，即使低借贷成本表明这些担忧还很遥远。一个较为谨慎的基准是，借贷成本可能会大幅上升，尤其是

对新兴市场和发展中经济体而言。接下来的任务是确定应实施的财政政策，以锚定对未来更大风险的预期。拥有充足财政空间的发达经济体可能不需要太多担忧，但那些债务已经很高的经济体（对借贷成本较低的原因还不完全了解）可能需要采取一些保险措施。新兴市场和发展中经济体可能面临更具约束力的财政约束，可能需要更快地进行调整（但同样应该在经济复苏稳固之后）。所有国家都需要在财政计划中加入一些可持续性的概念，这可以减轻市场对风险重新定价的担忧。如果财政空间不确定，市场预期可能会突然转向，如何制定计划以稳定预期应该是目前人们应该关心的。

本文原题为“A Future with High Public Debt: Low-for-Long Is Not Low Forever”。本文作者 Marcos Chamon 是 IMF 战略和政策审查部债务政策司副司长，Jonathan D. Ostry 是 IMF 亚太部副主任、CEPR 研究员。本文于 2021 年 4 月刊于 IMF 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

衡量基于市场的通货膨胀预期

Kevin L. Kliesen / 文 张丝雨 / 编译

导读：衡量金融市场通货膨胀预期的一个指标是盈亏平衡通货膨胀率（BEI），这一概念自上世纪 90 年代末首次在美国提出，便成为了经济学家和政策制定者的福音。本文从市场预期实际增长和通胀率的趋势方面进行分析，观察了近几年美国的货币与财政政策，认为这两者会共同推动 BEI 的上升。编译如下：

衡量金融市场通货膨胀预期的一个指标，是债券到期名义收益率和通货膨胀保值债券（TIPS）的收益率之差。债券的名义利率是固定的，也就是说，它们不会因通货膨胀而调整。通货膨胀保值债券的价格则是根据通货膨胀，即消费者价格指数（CPI）而进行调整的。⁴

债券的名义债券利率和经通胀调整后的（实际）债券利率之间的差，被称为盈亏平衡通货膨胀率（BEI），因为如果实际通胀率达到 BEI，那么名义和实际债券持有者将获得相同的回报。由于 BEI 提供了与实际债券相等的回报，那么这两种债券对风险中性的投资者来说是无差异的，BEI 也被认为是未来通胀率的预期。自上世纪 90 年代末首次在美国推出以来，这种易于测量的债券市场对平均通胀率的预期（给定的时间范围内），一直是经济学家和政策制定者的福音。

5

图 1 五年期名义和实际（通胀保值债券）利率和通胀率预期



⁴ TIPS 的本金也根据 CPI 的变化进行调整，以保持不变的实际本金价值。名义国库证券的本金不因价格变动而调整。

⁵ 名义债券收益率包括三个组成部分：实际收益率、实际损益率和补偿投资者的通货膨胀风险溢价，因为在证券有效期内，实际通胀率可能高于预期。通胀保值债券收益率中包含通胀风险溢价，同时也包含流动性溢价；后者是投资者为持有流动性低于名义债券而要求的额外补偿。这种流动性溢价增加了实际收益率，从而降低了 BEI。

图中显示了 5 年期债券的名义利率和实际利率，以及两者之间的差：5 年期盈亏平衡通货膨胀率衡量的是债券市场对未来 5 年平均通胀率的预期。垂直分割线的日期为 3 月 13 日，是联邦公开市场委员会（FOMC）于 2020 年 3 月 15 日（周日）召开会议前的那个周五。会议结束时，联邦公开市场委员会宣布，将联邦基金目标区间下调至有效下限（0-0.25%），并且宣布有意恢复购买国债和抵押贷款支持证券，以应对随着新冠疫情爆发而迅速恶化的经济和金融市场状况。⁶随着经济衰退的程度日益明显，这一扩张性声明导致了 BEI 的短暂飙升，随后又开始回落。

按照债券交易机制，如果 (i) 债券名义利率上升或 (ii) TIPS 利率下降，那么通胀预期的 BEI 指标会上升。在过去的一年里，BEI 预期的上升主要是因为债券实际利率的下降。

- 自 2020 年 3 月 13 日以来，5 年期通胀保值债券利率已下跌 1.87 个百分点。
- 5 年期债券的名义利率上升了 0.15 个百分点。
- 因此，5 年期 BEI 从 2.02% 增长到略高于 2.5%，历史最高值为 2.94%，出现在 2005 年 3 月中旬。

这些利率变化在市场预期实际增长和通胀率的趋势方面，给了我们哪些启示？

尽管 5 年期 TIPS 利率在 2020 年 3 月 15 日 FOMC 采取行动前短暂上升，但实际利率在 FOMC 行动后持续下降，目前接近历史低点，为负值。由于实际利率往往反映了人们对实际经济活动的预期（将就业人口和劳动生产率等作为指标衡量），因此 5 年期 TIPS 利率在经济衰退爆发后的大幅下滑也就不足为奇了。在 2020 年下半年，实际 GDP 增长强劲回升之际，实际利率却持续下降的现象（私营部门预测者和 FOMC 成员预测 2021 年和 2022 年实际 GDP 将强劲增长），令人感到意外。⁷

如果投资者预测未来通胀率会上升，他们将压低 TIPS 利率，也就意味着其价格将会上涨，价格上涨又起到了 TIPS 需求增加的信号作用。⁸最近的两大变化

⁶ 参考 <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20200315a1.pdf>

⁷ 参考联邦公开市场委员会 2021 年 3 月经济预测摘要：
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprotabl20210317.pdf>

⁸ 债券价格和收益率呈相反走向，因为债券收益率是将债券收益贴现为与债券价格相等的利率。对于一年期零息债券来说，其关系为：

$$\text{价格} = \frac{\text{面值}}{1 + \text{市场利率}}$$

可以证明这一点：首先，从 2020 年 2 月到 2021 年 3 月，美联储持有的通货膨胀保值债券从 2037 亿美元增加至约 3350 亿美元；在此期间，美联储的 TIPS 持有量从未付款额的约 8.75% 增加到略高于 21%。研究表明，美联储的资产购买行为对预期短期收益率、期限溢价和/或流动性溢价产生了影响，从而小幅度降低了国债利率（名义或 TIPS）。⁹其次，通胀保值债券提供了对冲风险的保值手段。而投资者由于担心庞大的联邦预算赤字所带来长期的通胀效应，对这些证券的需求会随之增加。或许最重要的是，美联储正在寻求一段时间内可以实现通胀率略高于 2% 的新策略。换句话说，财政和货币政策的发展会共同推动 BEI 的上升。

参考资料：

1. Bhattarai, Saroj and Neely, Christopher J, 《国际非常规货币政策文献分析》经济文献杂志，即将出版。
2. Christensen, Jens H.E. and Gillan, James M, 《定量宽松政策影响市场流动性吗？》旧金山联邦储备银行工作文件，2013-26，2019 年 12 月。

© 2021 年，圣路易斯联邦储备银行。所表达的观点是作者的观点，不反映圣路易斯联邦储备银行或联邦储备系统的官方立场。

本文原题为“Measuring Market-Based Inflation Expectations”。作者 Kevin L. Kliesen 是美国圣路易斯联邦储备银行研究部门的商业经济学家和研究人员，美国经济协会、全美商业经济协会（NABE）和基督教经济学家协会的成员。除了在圣路易斯联邦储备银行工作，他还于 2006 至 2013 年间在华盛顿大学经济学系任教。本文于 2021 年 4 月 14 日发表于圣路易斯联邦储备银行官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

⁹ 参考 Christensen and Gillan (2019) 或 Bhattarai and Neely (即将出版)。

应对风险：大流行后的企业债务

Alexander Lehmann / 文 刘铮 / 编译

导读：随着欧洲经济摆脱封锁，越来越明显的是，企业债务已达到临界水平。法国的一项新计划（国家为次级债务投资组合提供担保）显示了如何更好地确定金融支持目标。编译如下：

公共担保信贷和延期偿付是政府在疫情期间支持企业的主要手段。根据欧洲银行管理局（EBA）数据，到2020年底，3180亿欧元的贷款延期偿还，大部分延期偿还贷款将在今年第一季度到期。公共信用担保也大量使用，尤其是意大利和西班牙。到2020年底，这两个国家分别创造了8%和9%的额外信贷，部分得到了欧洲投资银行250亿欧元欧洲担保基金的支持。

这些措施在危机的紧急时期非常有效，但只能解决短期流动性不足问题。贷款宽限期相对较短，偿债要求将很快增加。此外，即使政府承担违约风险，但在任何破产程序中，延长担保信贷的银行都将与其他高层级贷款人保持同等地位。

结果是，在疫情期间提供的额外债务使欧盟企业部门更容易破产，也不太可能吸引更多的就业和投资。在经济复苏过程中，过度负债的公司可能会推迟投资并致力于去杠杆。在目前的杠杆水平下，许多企业不再有犯错的余地。2008年欧洲金融危机后的缓慢投资复苏可能会重演：根据一项实证研究，这一时期欧元区企业投资下降约60%是部分企业杠杆率过高所致。

1、“混合”债务

因此，陷入债务困境的企业更需要的是低债权层级的长期金融负债，这些债务对贷款人来说偿还层级更低。

为了达到资本重组要求的规模——根据欧盟委员会（EC）估计在7200亿欧元到1.2万亿欧元之间，机构投资者必须参与其中。如此规模的注资不太可能来自私人投资基金，更不用说欧洲股市仍受限的IPO了。无论如何，中小企业进入资本市场的机会非常有限，并且不愿意引入新的投资者。应该凭借银行确定合适的借款人——他们已建立分行网络，对中小企业的信贷风险和增长前景有所了解，并只向具有良好增长前景的公司发放贷款。

次级债务和其他一些贷款人风险与股权类似的工具可以替代普通股。这是典型的长期债务，通常有一个宽限期，使贷款人在借款人违约的情况下处于非常低层级的地位——届时，根据当地破产制度，贷款人将面临较高的减记或转股风险。

欧洲各经济体提供各种形式的此类债券，包括意大利小型债券、实物支付债券或可转换债券。其共同特点是，贷款人承担较大风险，而且在大多数情况下，这种工具一旦转换，就不会稀释所有权。总体而言，欧洲次级债市场相对较小。2016年至2019年间，欧盟（不包括英国）的非金融企业发行了约680亿欧元次

级债，相比之下，发行普通债券 5690 亿欧元。2020 年次级债发行出现了显著的增长，不过一旦中小企业负债上升，它们可能无法发行此类高风险债券。

一些障碍和市场失灵可以证明，政府有理由为此类信贷提供支持。从投资者的角度来看，由于过去一年的贷款延期偿付和财政支持计划，信贷恶化的真实程度可能还未显现。另一个问题是，每个贷款人都会对信贷成本进行定价，以反映每个借款人的违约概率和回收率。因此，较高的风险溢价将抑制对此类贷款的需求，并且不会反映借款人杠杆率降低所带来的经济效益。最后，根据国家税收、会计和监管规则，次级债务工具的处理方式存在很大差异，这影响了投资者和银行的资本成本。

2、政府承担类似于股票投资者的风险

鉴于这些挑战，许多政府正在通过国家开发银行扩大支持。至少有 10 家欧盟的开发银行通过直接或间接投资股票基金参与其中。OECD 的一项调查显示，迄今为止这些产品一直集中在初创公司，而不是有良好增长前景的老牌公司。但是政府应该避免直接的所有者角色，以及这样带来的道德风险。

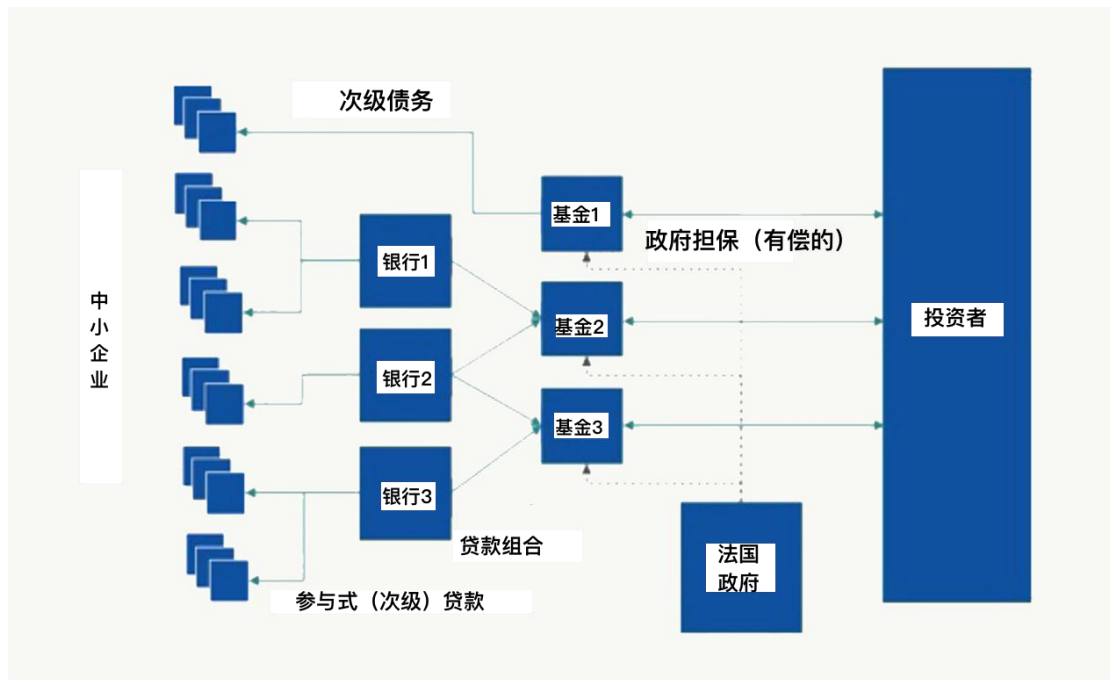
一些国家更谨慎地实施支持目标。欧盟委员会 3 月批准了一项法国计划（西班牙也在审议类似计划）。法国银行将向中小企业提供次级贷款（称为参与性贷款），然后将此类贷款组合出售给投资基金（图 1）。同时，这些基金将向大型公司发行次级和长期债券。这些投资基金将这些投资组合出售给机构投资者（例如保险公司），法国政府为投资组合前 30% 的损失提供保证。

长期宽限期和还款期将大大减轻中小企业在近期面临的偿债负担。由于这些贷款和债券将是次级的，公司可以将它们视为股权。

从银行的角度来看，这种贷款具有吸引力，因为它们使客户的偿付能力更加稳固。由于银行只需保留约 10% 的贷款作为“风险共担”，因此通常对高风险工具计提的高银行监管资本被减至最低（次级贷款为 150%）。最终投资者可能会发现，拥有部分主权担保的长期和高收益工具是一项具有吸引力的投资。对于保险公司来说，国家担保的中小企业贷款组合比对单个公司的风险更具吸引力，偿付能力 II 指令下的资本费用随着贷款期限延长和信贷质量下降而大幅上升。

毫无疑问，这里有一些陷阱。虽然只有信用评级最低的中小企业和中型企业被包括在内，但最终投资者可能担心银行会为自己挑选更好的风险敞口。鉴于利率上限的存在，风险更大的中小企业可能无法获得此类贷款。最终投资者对该计划的需求存在剩余不确定性可能会阻碍此类高风险次级债务组合。国家向投资基金提供的担保按市场条件获得报酬，尽管这些贷款带来的或有负债比以前的担保贷款更大（例如，评级机构标普全球估计次级贷款的回收率只有 27%，而违约借款人最高级别债权回收率为 73%）。

图 1 法国担保机制说明



3、欧盟资本市场联盟的潜力

欧盟委员会根据欧盟国家援助临时框架的例外条款批准了法国计划。随着企业停止延期还款，而复苏前景保持不变，新批贷款将需要延长到 2021 年底框架到期之后。虽然投资基金可以在整个欧盟甚至更大范围内销售，但主要基础还是法国投资者。次级贷款资格很大程度上仅限于法国中小企业，法国投资者对于在法国破产程序中承担风险更加适应。鉴于该工具固有的重大信贷风险，这一方案在财政薄弱的欧盟国家或大型机构投资者稀少的国家不容易复制。

其中一个好处可能是，该计划促进了迄今为止在欧盟市场上相当有限的资本市场工具。为了让次级和高风险贷款长期发展，欧盟国家应尽快在税收和监管规则中纳入对此类工具的处理。对于投资者来说至关重要的破产规则已经趋同，但各国之间仍然存在差距。欧盟正在根据《偿付能力 II 指令》对保险业资本要求进行改革，这对于吸引更多的长期投资者投资此类公司和高风险债务非常重要。

本文原题为“Confronting The Risks: Corporate Debt in The Wake of The Pandemic”。本文作者 Alexander Lehmann 是 Bruegel 客座研究员。本文于 2021 年 4 月刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

中央银行数字货币进行时

Maria Demertzis/文 熊春婷/编译

导读: 数字货币在未来或许会成为主流,但目前仍不清楚它为公众提供了什么样的支付创新,尤其是在欧元区。而且,它不太可能完全取代消费者把钱放在床垫底下的舒适感。编译如下:

中央银行经常更新他们发行的货币,下一轮更新中将引入数字货币。央行数字货币(以下简称 CBDC)以数字格式和电子钱包形式存在,并由一国央行存储,是最接近现金的替代货币。

央行数字货币旨在模拟现金的两种关键属性。首先,持卡人是匿名的:当你用它付款时,你不必像使用信用卡那样透露你的身份。其次,货币发行方是央行,而不是私人实体。

现金支付仍占全球面对面支付总额的五分之一左右,在许多欧洲国家甚至更受欢迎。在欧元区,32%的人更喜欢用现金支付。但国家之间的差异相当惊人。根据 Statista 的数据,2019 年希腊和德国的销售点处现金使用率高达 75%和 63%,但英国、瑞典、法国和荷兰则分别为 15%、13%、24%和 26%。在大多数其他欧洲国家,人们对现金支付和数字支付的偏好大致相同:意大利、波兰和西班牙的现金使用率分别为 57%、49%和 53%。

作为世界上现金使用率最低的国家之一,瑞典已经发现现金不太可能完全消失。但随着货币数字化的推进,现金使用呈下降趋势,这一趋势甚至可能在流行病期间因公共卫生原因而加速。

加密货币或私人电子货币的出现,促进了能保证匿名性、隐私性和安全性的技术发展。这些特性对加密货币至关重要,并且很容易被央行数字货币采用。

因此,就数字时代对现金的需求而言,央行数字货币可以说填补了这一空白。许多央行已经开始考虑如何引入数字货币,至少有 7 个国家处于该发展阶段。

中国已经在试行“数字人民币”,希望为 2022 年冬奥会做好准备,以便外国运动员可以使用。美联储(数字美元)、欧洲央行(e-欧元)和英国央行(英国硬币)也在考虑发行数字货币,并正处于此类项目的调查阶段。

引入央行数字货币能给消费者带来什么好处?在欧元区,已经有许多不同的数字支付方式。从电子银行,到现金卡,手机应用程序和信用卡,电子支付广受欢迎,并得到广泛应用。

然而上述数字支付方式不具备匿名性,而且由于它们都是私人提供的,会产生相关的成本。由此电子现金或许能提供一个有趣的选择。央行数字货币由公共机构提供,可以降低消费者的成本。当然有人可能会问,为什么解决该问题必须由公共机构解决,而不直接鼓励有竞争力的私人解决方案呢?

如果考虑到电子现金不可能是无限的,那么该问题应由公共机构解决。首先,因为从商业银行账户转到中央银行账户中的用于现金目的的资金不能作为中间资金,这降低了银行执行其融资增长角色的能力。其次,限制私人提供电子现金对于反洗钱是必要的。

人们对央行数字货币感兴趣的最后一个原因源于央行自身。基础货币的数字等价物可以让货币更容易获取,从而增加货币在境外的吸引力。

然而,在多数情况下,通过货币数字化提供的这种便利对货币的国际使用所产生的影响很有限。一种货币在全球使用的真正原因更多地与它所代表的价值和稳定性有关,而不仅仅是它的可用性。像数字人民币“元”,目前是最先进的数字货币,但它不可能取代美元成为全球领导者,因为其基础货币人民币不能自由兑换。

同样,如果推出电子欧元的部分原因是希望增加欧元的全球吸引力,那么货币数字化可能会有所帮助,但还不够。其他的结构性因素在提升其国际吸引力方面将更为重要。

如前所述,数字货币可能是未来的趋势,但目前仍不清楚它为公众提供了什么样的支付创新,尤其是在欧元区。而且,它不太可能完全取代消费者把钱放在床垫下的舒适感。

本文原题为“Central Bank Currencies Going Digital”。本文作者是 Maria Demertzis。Maria Demertzis 是智库 BRUEGEL 的副主任,其主要研究领域是宏观经济学、货币金融稳定和政治经济学。本文于 2021 年 4 月 27 日刊于 Bruegel 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

耶伦财政部对汇率操纵的新立场

Joseph E. Gagnon / 文 母雅瑞 / 编译

导读：尽管财政部长珍妮特·耶伦 (Janet Yellen) 承诺将对汇率操纵采取强硬立场，但美国财政部 (Treasury Department) 在 4 月 16 日发布的最新报告中提到，拒绝将任何国家列为汇率操纵国。财政部自己的标准却隐隐指向，去年至少存在三个货币操纵国家和地区：瑞士、中国台湾和越南。不过，美国财政部同时也声称，它没有“足够的证据”来判断这些国家的大规模货币购买是否意在支持其过多的贸易顺差，或者是存在其他的什么目的。编译如下：

尽管财政部长珍妮特·耶伦 (Janet Yellen) 承诺将对汇率操纵采取强硬立场，但美国财政部 (Treasury Department) 在 4 月 16 日发布的最新报告中提到，拒绝将任何国家列为汇率操纵国。正如之前的一篇文章所指出的，到 2020 年，按照美国财政部标准，汇率操纵的数量急剧上升，规模近 4500 亿美元去年至少存在三个国家和地区符合美国财政部之前确定的汇率操纵标准：分别为瑞士、中国台湾和越南。不过，美国财政部同时也声称，它没有“足够的证据”来判断这些国家的大规模货币购买是否意在支持其过多的贸易顺差，或者是存在其他的什么目的？

当一国的外汇储备超过足够多的水平时，获得更多外汇储备的唯一目的就是压低本币的汇率。这样做的目的是为了保持本国出口商品的价格竞争力，防止大量进口商品涌入本国市场。对于已经拥有过多贸易顺差的国家来说，这种行为就构成了货币操纵。到 2020 年，美国的经常账户赤字扩大到了 1660 亿美元；这种赤字的扩大可能在很大程度上归因于去年外汇操纵的增加。

在 2021 年 1 月的听证会上，耶伦表示，“故意以汇率为目标来获得商业优势是不可接受的”，她将“反对外国人为操纵汇率以在贸易中获得不公平优势的任何企图”。

美国财政部制定了三项标准，用来衡量官方大规模购买货币是否应该被视为汇率操纵：官方持续净购买外汇（超过 GDP 的 2%），经常账户顺差（超过 GDP 的 2%），以及与美国的重大双边贸易顺差（每年超过 200 亿美元）。之前的一篇文章讨论了对财政部判断标准的担忧，最明显的是要求一个国家对美国有大量的双边贸易顺差。这一要求没有经济上的理由，并且美国授予了新加坡自由通行证。而根据 Bergsten 和 Gagnon 在 2017 年提出的一些更经济合理的标准来看，新加坡是 2020 年最积极的汇率操纵国。

瑞士和中国台湾在 2020 年达到了 Bergsten 和 Gagnon 提出的标准(见此文)，它们在过去几年里一直是最大和最频繁的操纵国。但越南不符合 Bergsten 和 Gagnon 的两个标准：首先，根据世界银行的数据，它是一个低中等收入国家，

而 Bergsten 和 Gagnon 只关注高收入和高中等收入国家。其次，除去外部公共债务，它的外汇储备相对较低。

Bergsten 和 Gagnon 标准所确定的两个国家——韩国和泰国——符合美国财政部的三项标准中的两个：实质性经常账户盈余和显著的双边贸易顺差。但它们不符合外汇干预标准，这显然是因为财政部对于干预的定义持限制性观点。美国财政部无视主权财富基金购买的外汇，尽管这些购买对外汇市场的影响与购买外汇储备的影响是一样的。为了避免被贴上操纵国的标签，一个国家所要做的是建立一个主权财富基金，并用它来过度购买货币，就像韩国所做的那样。财政部也只关注在市场上购买外汇的行为，而 Bergsten 和 Gagnon 同时也关注利用官方净收购外汇，其中包括现有资产的利息和股息，但不包括估值变化。拥有过多外国资产储备的国家应该将收益支出出去，而不是让它们无限期地堆积起来。对泰国来说，利息和股息似乎推动了外汇储备的净购买量超过了 GDP 的 2%，而它的直接购买量在 2020 年却是低于 GDP 的 2% 的。

Bergsten 和 Gagnon 标准在 2020 年确定的其他国家和地区——危地马拉、中国香港和以色列——不在美国贸易伙伴前 20 名之列，美国财政部将重点限制在了前 20 名，这或许是有道理的。危地马拉达到了这些标准的最低线，且前几年它并没有实施操纵，这表明它不应该被谴责。然而，中国香港和以色列过去却一直存在汇率操纵。

本文原题为“Yellen Treasury Looks The Other Way On Currency Manipulation”。本文作者是 Joseph E. Gagnon，他自 2009 年 9 月起担任美联储高级研究员，2008 年至 2009 年任美联储货币事务部客座副主任。本文是 2021 年 4 月 23 日发表在彼得森国际经济研究所 (PIIE) 网站“实时经济问题关注”模块上的文章。[单击此处可以访问原文链接。](#)

本期智库介绍

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

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

网址: <http://www.piie.com/>

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/>

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/>