

# 全球智库半月谈

全球税收改革勿忘小国利益

美国经济概况

即将到来的生产率提升

G7 应尽力推进其疫苗议程

疫情如何拯救我们

欧央行负利率政策的效果评估

重新思考日本的财政政策

本期编译

安婧宜

桂平舒

刘 铮

母雅瑞

申劭婧

熊春婷

薛 懿

杨 茜

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

<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: 傅子晴 邮箱: [jenniferfzq@163.com](mailto: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

#### 从交易量中习得：外汇市场的信息不对称.....3

导读：交易量在多大程度上可以揭示外汇市场参与者之间的信息不对称，以及信息分散如何影响货币回报都是经济学家争论的焦点。本文为上述问题提供了新的证据。作者发现，外汇市场参与者之间存在高度的信息不对称，并且这种不对称与货币的平均流动性、波动性和交易量水平无关。

#### 全球税收改革勿忘小国利益.....7

导读：长期以来，富裕国家希望防止大型跨国公司向低税率国家转移资金，以避免本国税基流失。它们制定了一项重新设计全球税收体系的“历史性”协议。不过几十个依靠低税率实现增长战略的小国为维持现状进行了大量努力，也就是说，协议在通过前必须克服一些障碍。

#### 美国经济概况..... 11

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至2021年6月18日的数据。

#### 为非正规和零工劳动者制定社会保险计划——以适应新冠肺炎疫情后的现实.....33

导读：（1）新冠肺炎疫情加剧了20多亿人在经济和社会方面的不安全感。受影响的大部分人都是在发展中国家的非正规部门就业。有社会保险保障和没有社会保险保障人群之间的差距正在扩大，并且这一点可能会导致全球不平等和社会流动性缺乏的加剧。（2）研究者有必要对工作和社会保险的本质进行反思，这在一定程度上要通过各国政府和国际金融机构（IFIs）的联合来推动。扩大非正规部门工人获得社会保险的机会有让人信服的经济、政治和道德理由。（3）非正规和个体户的社会保险计划需要由国家补贴。但许多发展中国家的财政紧缩因新冠疫情而加剧，它们的政府可能需要帮助，从而将个性化的社会保险方案扩大到这些非正规部门。（4）国际金融机构需要发展向政府提供建议的能力，并与受益的国家进行合作，系统地监测和评估实行的保险计划。发达国家的政府和国际金融机构也可能需要提供债务减免和双边、多边赠款，这些应该与社会保险政策的设计和执行的挂钩。（5）20国集团在支持国际金融机构关于转变的重点方面可以发挥关键作用。

#### 即将到来的生产率提升.....42

摘要：人工智能和其它电子技术已经在很大程度上降低了经济增长的提升，但这一状况即将发生改变。技术进步的收益、疫情带来的加速创新、经济高速运行这三个因素都为生产率提高打好了基础。这不仅会带来生活水平的提高，还能够节省出宝贵的资源来实现更加重要的政策议程。

## G7 应全力推进其疫苗议程 ..... 44

导读：当前，全世界面临的最紧急挑战就是尽快平息疫情。但是目前疫苗的接种量仍远远不够。作者认为，G7 应该身先士卒，促进疫苗的生产和接种。这不仅可以帮助挽救数百万人的生命，而且会带来额外的经济收益，完全可以弥补甚至远超接种成本。

## 疫情如何拯救我们 ..... 46

导读：尽管新冠疫情造成了死亡，令人悲痛万分，但它可以作为拯救人类的事件载入史册。本专栏认为，疫情已到关键的变革时刻，此时各国政府和公民也证明了他们有能力进行改革。但是在疫情爆发之前，这是不可能的。如果我们要应对人类所面临的关键挑战，制止未来的疫情，并建设一个更加普惠、共同繁荣的世界，那么保持和加强这一改革势头至关重要。

## 经济政策

## 欧央行负利率政策的效果评估 ..... 50

导读：2014 年以来，一些央行（包括欧洲央行）在用尽了常规货币宽松措施之后，已经将负利率政策加入了自己的工具箱。有必要了解长期负利率对经济的影响。本文从理论上探讨了负利率的潜在影响和副作用，并在实践中检验相关证据以确定对欧元区产生的影响。

## 重新思考日本的财政政策 ..... 70

导读：2019 年 10 月 1 日，日本首相安倍晋三将消费税从 8% 提高到 10%。我们不希望他采取这项措施。我们认为，鉴于目前的日本经济形势，有充分理由继续保持潜在的巨额预算赤字，即使这意味着目前债务与 GDP 的比率几乎或者说根本就没有下降。

## 本期智库介绍 ..... 73

## 从交易量中习得：外汇市场的信息不对称

Giovanni Cespa, Antonio Gargano, Steven Riddiough 和 Lucio Sarno /文 杨茜/编译

导读：交易量在多大程度上可以揭示外汇市场参与者之间的信息不对称，以及信息分散如何影响货币回报都是经济学家争论的焦点。本文为上述问题提供了新的证据。作者发现，外汇市场参与者之间存在高度的信息不对称，并且这种不对称与货币的平均流动性、波动性和交易量水平无关。编译如下：

外汇市场是巨大的。各类市场参与者平均每天交易超过 6.6 万亿美元，是全球股票市场每日总交易量的十倍多。然而，尽管外汇市场是世界上最大的金融市场，但由于大部分交易发生在场外交易（OTC）市场，这些交易并未对外公开，因此公众对外汇交易量知之甚少。许多有关外汇市场的重要问题未得到解答。例如，外汇交易量与货币收益驱动因素的信息不对称是否相关？外汇交易量是否包含有关未来汇率回报的预测信息？投资者在设计资产配置策略时能否利用外汇交易量信息？

股票市场只知道这些问题的部分答案 (Campbell 等, 1993, Llorente 等, 2002)。但股票市场的结论并不普遍适用于其他金融市场。这是因为外汇市场具有非常不同、更加细分的市场结构，并且由更加多样化的市场参与者组成——包括以盈利为导向的金融机构，以及中央银行、散户投资者和商业公司。本文重点介绍最近一篇文章 (Cespa 等, 2021) 的核心结论，该文章为上述问题提供了一些答案。我们首先简要说明论文中开发的外汇交易量简单模型。该模型将外汇交易量与信息不对称和货币回报联系起来。然后，我们转向模型的实证检验结果，文章使用了新的数据集，该数据集覆盖了所有场外交易市场交易量的 50% 左右，并且与 BIS 三年一度调查的快照数据 (Rime 和 King, 2010; Rime 和 Schrimpf, 2013) 非常一致。

### 外汇交易量、货币回报和信息不对称的简单模型

一个简单的汇率理论证明了将外汇交易量与未来货币回报联系起来的具体路径。具体而言，该理论表明，预期货币回报是过去货币回报的函数，并通过直接渠道和货币回报与未预期到的（例如：异常）交易量的交互作用产生影响。重要的是，交互作用的系数（“ $\phi$ ”）可以在市场信息不对称的水平上增加。该理论的一个关键含义是，有了外汇交易量数据，就可以研究外汇市场中信息不对称的相对水平，因为可以很容易地比较货币对和外汇市场工具之间的交互水平（通过比较“ $\phi$ ”项）。

### 外汇市场的信息不对称

本文通过一系列面板回归估计了交互系数 (“ $\phi$ ”)。具体来说，每日货币回报在前一天的货币回报、意外交易量和两个序列的交互上进行回归，其中意外交易量被衡量为交易量与短期 (21 天) 移动平均线的偏离程度。

结果表明，在整个市场 (即期、远期和掉期市场的组合) 中，交互系数为正且统计上高度显著，表明外汇市场参与者之间存在高度的信息不对称。进一步的测试表明，单个货币对的系数相似，表明信息不对称与货币的平均流动性、波动性或交易量水平无关。

这一发现对于想将分散的、由交易商驱动的外汇市场转为更加集中化系统的行业监管机构很重要。事实上，上述结果与先来自集中化市场的证据形成鲜明对比。例如，美国股票市场研究发现，对于大多数个股而言，交互系数的模拟值为负。这与在那些市场中面临较低水平不对称信息的市场参与者是一致的。只有在规模较小、流动性较差的股票上才会观察到类似的结果 (Campbell 等, 1993, Llorente 等, 2002)。

研究结果为市场结构如何影响信息的传播及其对价格的影响提供了指导。在外汇市场上，某些参与者群体 (例如买方投资者) 以做外汇交易有名，即很好的预测货币回报 (Menkhoff 等, 2016; Rinaldo 和 Somogyi, 2020)。本文的证据通过强调不对称信息在货币对中普遍存在支持这些发现。

我们分析的第二个关键是，当使用即期和远期交易量估算时，交互系数 (“ $\phi$ ”) 为正且具有高度显著，但在使用掉期交易量估算时并不显著。这一发现表明，更多的私人信息是通过即期和远期汇率披露的。因此，在这些市场中更有可能与知情交易对手进行交易。它还强调，在大多数公开上市的美国股票中，逆向选择风险可能高于交易员所面临的其他风险。

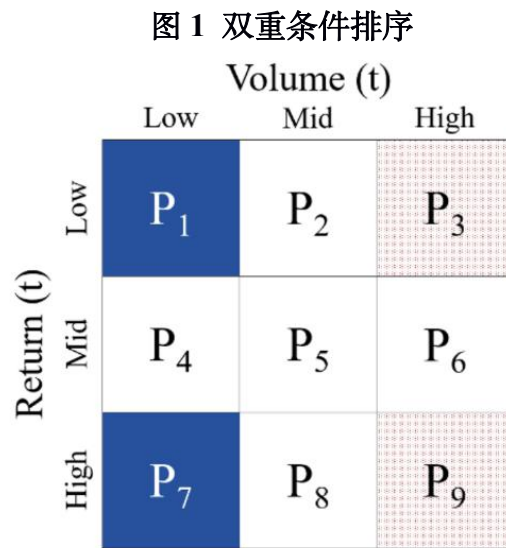
### 对资产管理人的意义

上述研究结果对货币投资者有直接影响，因为它们表明外汇交易量有助于预测货币回报。具体来说，当成交量异常低时，我们预计第二天会出现强劲的回报道反转，当成交量特别高时，这会减弱甚至逆转持续的回报道。我们以此为基础，研究外汇交易量纳入货币投资策略是否具有经济价值。

可以通过条件双重排序实现包含外汇交易量和过去收益信息的横截面策略。具体来说，货币对根据它们在前 24 小时内的回报道被分为三组。此后，在每组中，再根据前一天的异常交易量对货币对进行再次分组。图 1 为此双重排序过程的图形描述。

我们通过在低 (P1 - P7) 和高 (P3 - P9) 交易量组中持有低回报道货币的多头头寸和高回报道货币的空头头寸来形成反转策略，表示为低-交易量反转和高-交

易量反转（或“LVR”和“HVR”）。鉴于我们对交互系数的实证估计，低交易量反转策略比高交易量反转策略会产生更强的投资表现。



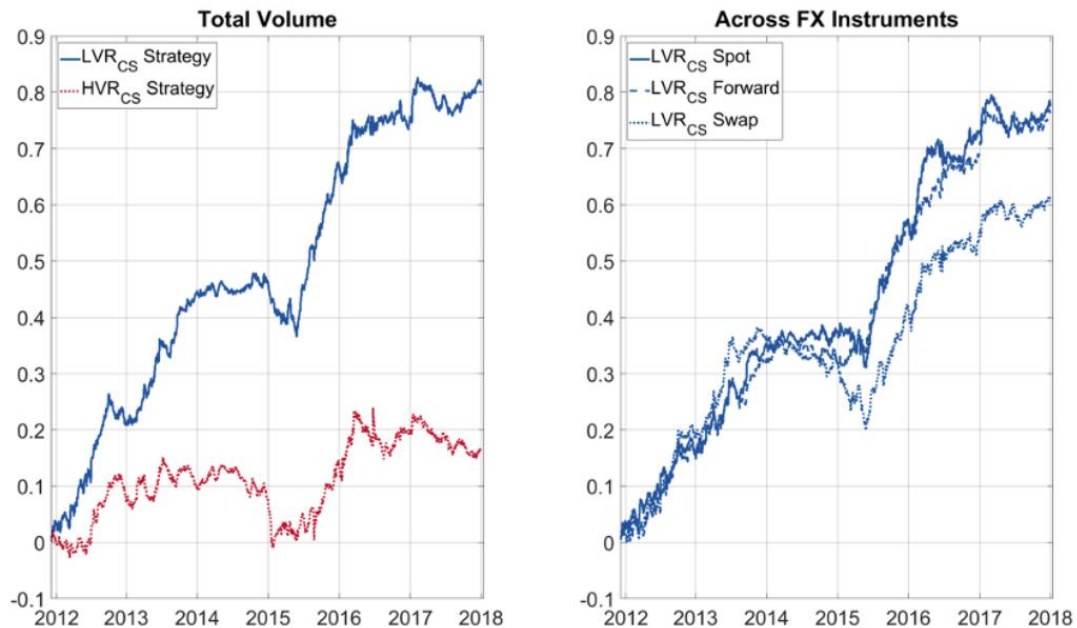
### 投资表现

我们发现，低交易量反转策略在经济和统计上产生了每年 17.6% 的高回报，这意味着“夏普比率”为 1.70，并且在考虑交易成本后仍能保持盈利。低交易量反转策略的平均回报和夏普比率在统计上高于高交易量的反转策略，表明调节外汇交易量的重要性。图 2 显示了两种策略的累积回报。低交易量策略的回报稳步增加，似乎不受孤立事件的驱动，因此可以保证回报会随着时间的推移而持续。

全球货币投资者可以通过将低交易量反转策略纳入更广泛的投资组合来提高投资业绩，低交易量反转策略的高回报增加了这一前景。事实上，通过添加该策略，并结合货币套利、价值和动量策略的货币投资组合的表现得到了显著提高，从而导致更高的夏普比率并支持可以实现大幅多元化收益的结论。



图 2 外汇交易量策略的累积回报



注：该图绘制了低交易量反转（LVR）策略和高交易量反转策略（HVR）的累积回报。左图为使用基于总外汇交易量的回报。右图为基于即期、远期和掉期交易量构建的三种 LVR 策略的回报。策略回报为 2011 年 12 月到 2017 年 12 月的每日数据。

### 结论

外汇交易量提供相对数量的有关外汇市场信息不对称的信息。与掉期市场和美国股票市场相比，外汇即期和远期市场的信息不对称水平更高。这些发现对那些关注场外交易市场设计或在外汇市场交易时面临逆向选择风险的人具有重要意义。

---

本文原题为“Learning from Volume: Asymmetric Information in the Foreign Exchange Market”。本文作者 Giovanni Cespa 为英国卡斯商学院金融学教授和经济政策研究中心的研究员；Antonio Gargano 为休斯顿大学金融学助理教授；Steven Riddiough 为多伦多大学金融学副教授；Lucio Sarno 为剑桥大学的金融学教授。本文于 2021 年 6 月载于 VOX 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 全球税收改革勿忘小国利益

Simeon Djankov , Gary Clyde Hufbauer /文 刘铮/编译

导读：长期以来，富裕国家希望防止大型跨国公司向低税率国家转移资金，以避免本国税基流失。它们制定了一项重新设计全球税收体系的“历史性”协议。不过几十个依靠低税率实现增长战略的小国为维持现状进行了大量努力，也就是说，协议在通过前必须克服一些障碍。编译如下：

长期以来，世界上最富裕的民主国家开展了关于如何防止大型跨国公司向低税率国家（如爱尔兰和百慕大）转移资金的讨论。毕竟，富裕国家最希望防止本国税基流失。这场辩论即将扩大，且更具挑战性。数十个依靠税收政策实现增长战略的小国正在排队等待对富国新出台的税收规则发表意见。

全球企业税规则改革在今年六月取得了最新进展。财政部长耶伦和总统约瑟夫·拜登与其他七国集团（G7）领导人一道，制定了一项重新设计全球税收体系的“历史性”协议。他们将于7月向20国集团（G20）提交该协议。此后，协议将提交给135个远距离参加经济合作与发展组织（OECD）税务谈判的国家。在那里，协议可能会遇到一些困难，因为有几个小国为维持现状进行了大量努力。

OECD的“包容性框架”项目基于两个目标。第一个目标（称为“第一支柱”）要求大公司，特别是数字巨头，向他们销售商品和服务的国家缴纳某种形式的税款。“第二支柱”要求在任何国家设立的公司在全球最低缴纳15%的企业税。第二支柱不要求提高七国集团的税率，因为它们的税率已达到15%或更高。它也不会要求G20成员国提高其基本企业税率。但除爱尔兰（以12.5%的税率闻名）和二十国集团之外，还有34个低税率和零税率的经济体（多为小国）税率低于15%（见下表）。另外九个经济体，包括东欧的阿尔巴尼亚、格鲁吉亚、立陶宛和塞尔维亚，中东的伊拉克、科威特和阿曼，以及岛屿国家中的毛里求斯和马尔代夫，实行15%的企业税率。

但是15%的最低税率标准能否成功？一些低税率国家担心提高企业税率会失去对企业的吸引力，因为他们无法提供与大国等同的资源、市场或补贴。如果低税率国家最终被迫接受15%的最低总体税率，它们可能采取变通办法，例如立法规定新的扣除额或税收抵免，以抵消税率影响。如果所有七国集团国家都对其跨国公司补充征税，以抵消它们将无形收入（主要是特许权使用费）转移到低税率经济体的优势，而这些经济体使用其他方法来吸引企业在其境内开展业务或提供低税出口平台，可能不会带来太大改变。

第一支柱将要求对最大的跨国公司（可能是 100 家公司，特别是谷歌、苹果、Facebook 和亚马逊），在商品和服务销售国的收入征税。该项税收将取代在商品和服务生产国缴税（现行国际税收规则下的做法）。七国集团财长敲定了主要参数，同意将高于 10%基本回报率的利润的 20%分配给销售国。这称为“份额 A”。棘手的细节仍有待商定，不仅是在七国集团，而且在二十国集团和其他国家之间。哪些大公司将被纳入新规？10%的临界值采用什么会计准则？高于临界值的利润如何在国家间分配？

在表 1 所列低税率国家实施 15%的全球最低税率的潜在后果，再加上国家间“份额 A”的重新分配，是一个值得推敲的问题。对于少数几个被称为“避税天堂”的低税率国家来说，15%的全球最低税率可能会导致巨额的账面资产损失。此类合法存放的资产会在这些国家产生少量附带税收（印花税等），并为金融家、律师和会计师等专业人员创造就业机会。受此类损失影响的地区包括巴哈马、巴巴多斯、百慕大、英属维尔京群岛、开曼群岛、塞浦路斯、根西岛、马恩岛和泽西岛。然而，如果这些地区选择对最大的跨国公司在当地“份额 A”征税，应该会获得一些收益。但这样的收益可能很小，因为它们常住人口只占世界人口的一小部分。

第二组低税率经济体成功地吸引了大量跨国公司为制造业和服务业工人提供就业，部分原因是较低的企业税率。这些国家包括巴林、保加利亚、匈牙利、爱尔兰、列支敦士登、中国澳门特别行政区、黑山、北马其顿、塞尔维亚和阿拉伯联合酋长国。如果这些经济体接受最低 15%的税率，他们可能会探索其他财政激励措施来保留当地就业。“份额 A”的重新分配可能会带来一些地方财政收入的增长，但这些增长可能会晚于对地方就业的威胁，原因很简单——确定“份额 A”的细节需要时间。

总而言之，如果七国集团没有立法对在低税率国家登记利润的跨国公司补充征税，就很难说服下表所列各国采用新的全球最低税率。因此，七国集团的提案在通过前必须克服一些严重障碍，改变国际税收规则格局。

表 1 低税率国家的基本企业所得税税率 (2020 年)

经济体	企业所得税
安道尔	10.0
安圭拉	0.0
巴哈马	0.0
巴林	0.0
巴巴多斯	5.5
百慕大群岛	0.0
波斯尼亚和黑塞哥维那	10.0
英属维尔京群岛	0.0
保加利亚	10.0
开曼群岛	0.0
塞浦路斯	12.5
直布罗陀	10.0
根西岛	0.0
匈牙利	9.0
爱尔兰	12.5
马恩岛	0.0
泽西岛	0.0
科索沃	10.0
吉尔吉斯共和国	10.0
列支敦士登	12.5
中国澳门特别行政区	12.0
摩尔多瓦	12.0
黑山	9.0
马其顿北部	10.0
巴拉圭	10.0
卡塔尔	10.0
加勒比海圣巴特岛	0.0
东帝汶	10.0
托克劳	0.0
土库曼斯坦	8.0
特克斯和凯科斯群岛	0.0
阿拉伯联合酋长国	0.0
乌兹别克斯坦	7.5
瓦努阿图	0.0
瓦利斯和富图纳群岛	0.0

---

本文原题为“In Reforming Global Taxes, Don't Forget Small Countries' Interests”。本文作者 Simeon Djankov 是 PIIE 高级研究员，Gary Clyde Hufbauer 是 PIIE 客座高级研究员。本文于 2021 年 6 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 美国经济概况

newyorkfed/文 薛懿/编译

导读：纽约联邦储备银行研究部门编制的《美国经济概况》旨在提供当前经济和金融发展相关的全面概述，包括劳动力和金融市场，消费者和企业的行为以及全球经济。此外，概况还涵盖了一些特殊主题，例如商品价格走势、劳动力市场情况。本文的分析基于截至 2021 年 6 月 18 日的数据。编译如下：

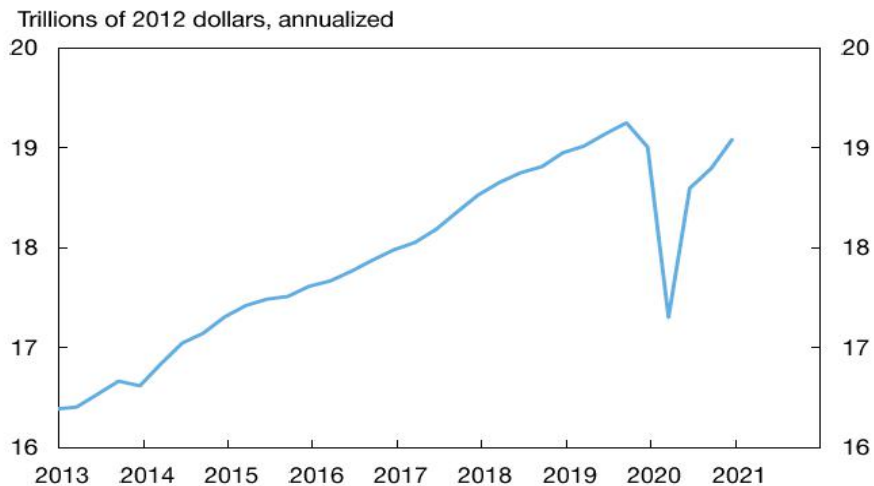
### 一. 总览

1. 经济活动数据显示，经济正在复苏，通胀也在加速。
2. 第一季度产出增长至接近去年同期水平，其中消费对经济增长的贡献最大，而出口和建筑投资支出表现不佳。
3. 由于政府转移支付大幅下降，4 月份个人收入下降。储蓄占个人收入的比例从第一季度的 21% 下降到 4 月份的 15%。
4. 5 月份的住房开工率相对于 3 月份的峰值有所下降，但与疫情前的水平持平。
5. 5 月份就业人数增加，失业率下降。
6. 4 月份核心个人消费支出通胀率升至 3.1%，自 2020 年 2 月以来的年化增幅为 2.2%。
7. 美股指数基本没有变化，在历史高位附近波动。10 年期美国国债收益率从 5 月 7 日至 6 月 11 日有所就下降，但自年初以来仍累计上升约 65 个基点。两年以上期限的市场隐含的联邦基金利率路径下移。此外，美元对欧元和日元都有所升值。

#### (一) 2021 年第一季度产出接近疫情前水平。

1. 即使在过去三个季度强劲增长，第一季度 GDP 仍比 2019 年第四季度的峰值低 0.9%。
  - (1) 在 3 月份经济预测摘要 (SEP) 中，长期 GDP 增长率的中位数为 1.8%。
  - (2) 3 月份蓝筹股调查原本预计，2023-2027 年期间的年平均增长率为 2.1%。
  - (3) 如果自 2019 年第四季度以来，GDP 增速接近长期预测值，那么当前一季度的 GDP 水平将比预期水平低了大约 3%。
2. 就业市场表明，美国经济存在相当大的疲软。5 月份 5.8% 的失业率远高于蓝筹股调查中近 4.0% 的长期预测和 SEP 对长期失业率 4.0% 的预测中值。

图 1 实际 GDP

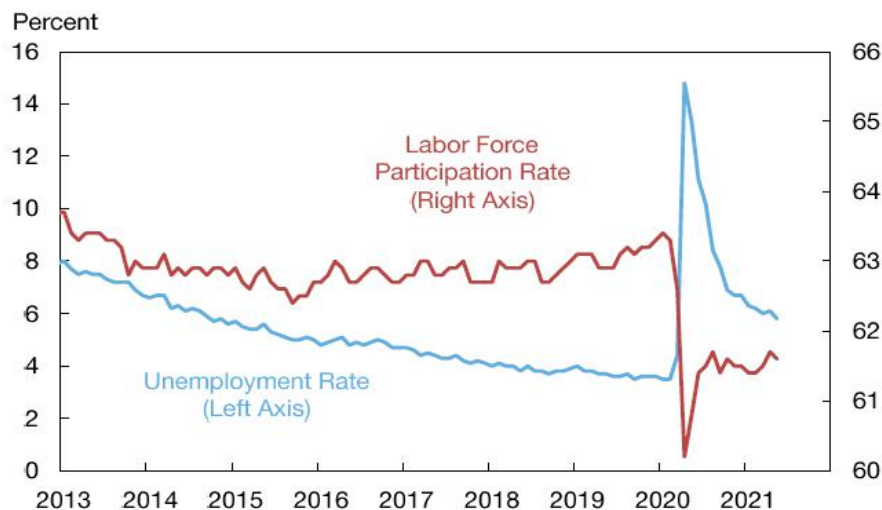


数据来源：经济分析局（BEA）。

## （二）5 月份劳动力市场持续复苏。

1. 非农就业人数增加了 59.9 万人。
  - (1) 私营服务业的就业人数增加了 49.2 万人，其中休闲和酒店业（+29.2 万人）、教育和健康服务业（+8.7 万人）、专业和商业服务业（+3.5 万人）、信息业（+2.9 万人）、运输和仓储业（+2.29 万人）以及批发贸易业（+1.99 万人）均有显著增长。
  - (2) 商品生产业的私人雇佣人数变化不大。
2. 失业率从 6.1% 降至 5.8%。
3. 受男性参与率下降的推动，劳动力参与率小幅下降至 61.6%，而就业人口比从 57.9% 上升至 58.0%。

图 2 劳动力市场指标

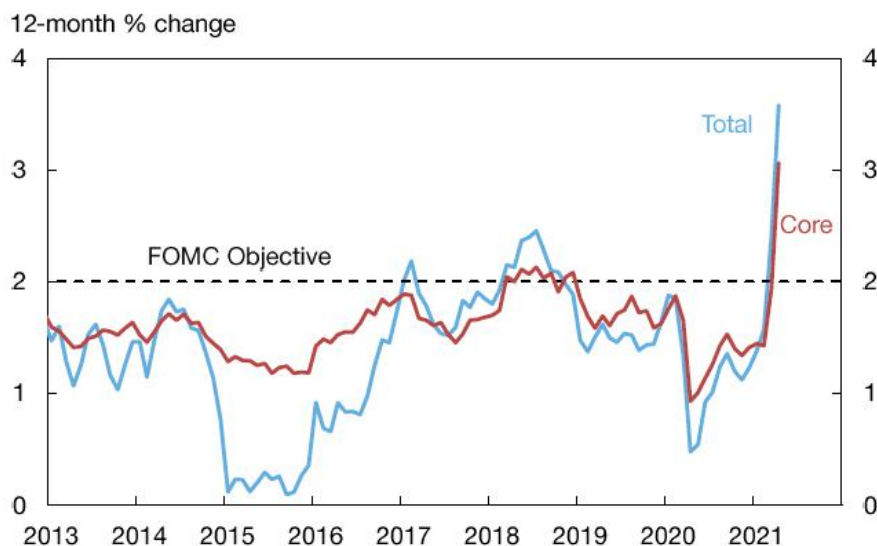


数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

### (三) 4 月份通货膨胀率上升。

1. 4 月份 PCE 价格指数同比上涨 3.6%，较 3 月份 2.4% 的涨幅有所上升。
  - (1) 耐用品通胀从 2.4% 升至 5.2%。
  - (2) 能源通胀从 13.0% 加速到 24.8%。
  - (3) 食品通胀从 2.9% 下降到 0.9%。
2. 核心 PCE 通胀从 1.9% 升至 3.1%。二手车、汽车租赁和机票价格指数大幅上升。
3. 同比计算结果因疫情而发生扭曲。与 2020 年 2 月相比，总体通胀年率从 2.0% 上升至 2.4%，核心通胀率从 1.7% 上升到 2.2%。

图 3 个人消费支出平减指数



数据来源：经济分析局 (BEA)。

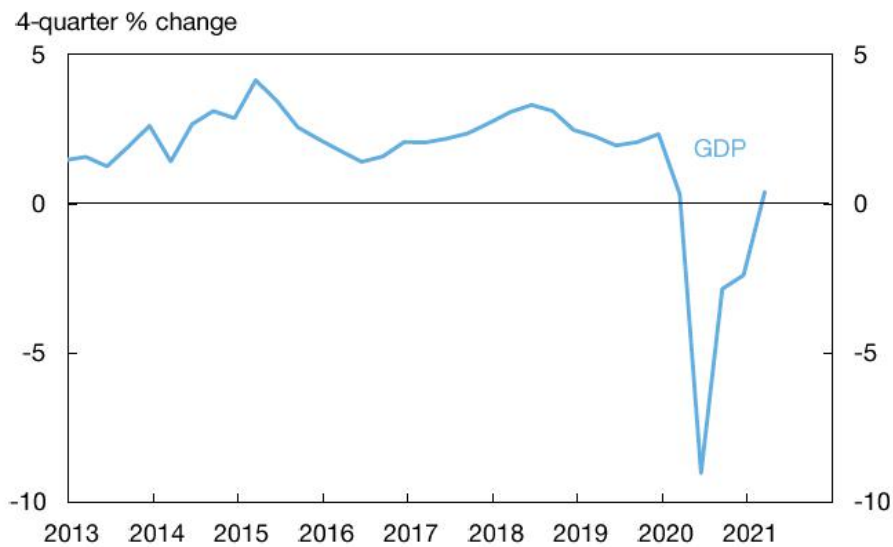
## 二. 经济活动

### (一) 2021 年第一季度 GDP 继续强劲增长。

1. 据估计，GDP 在第四季度以 4.3% 的年率增长以后，第一季度的年化增长率为 6.4%。4 季度的变化为 0.4%，为 2020 年第一季度以来的最高值。
  - (1) 实际居民消费增长了 11.3%。
2. 消费、设备投资、住宅投资和联邦政府支出对 GDP 增长贡献都很大。而企业在建筑、库存投资和净出口方面的支出拖累了增长。
3. 实际国内收入增长了 6.8%，超过了疫情爆发前的峰值，4 季度的变化是 1.6%。



图4 GDP 增长

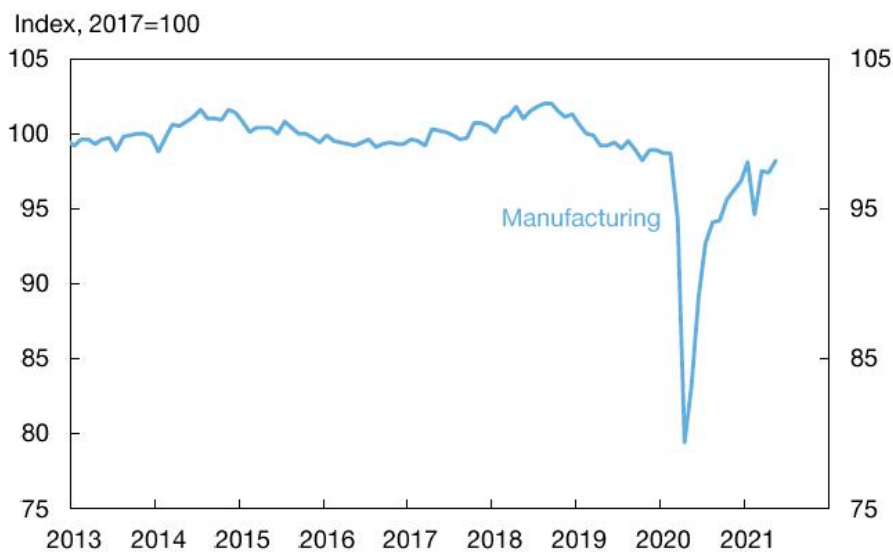


数据来源：经济分析局（BEA）。

### （二）5月份制造业持续恢复。

1. 制造业指数上涨 0.9%。该指数较第一季度上涨 1.6%，较 2020 年第四季度上涨 2.1%。
2. 各行业的主要异常值是汽车行业，该行业上涨 6.7%，表明半导体短缺的问题有所缓解。
  - (1) 该行业的制造业指数与 2020 年第四季度相比仍下跌 5.7%。
  - (2) 不包括汽车的制造业较第四季度上涨 2.8%。
3. 5月份 ISM 制造业指数小幅上升。该指数处于异常高的水平，表明该行业未来将持续走强。

图5 制造业指数



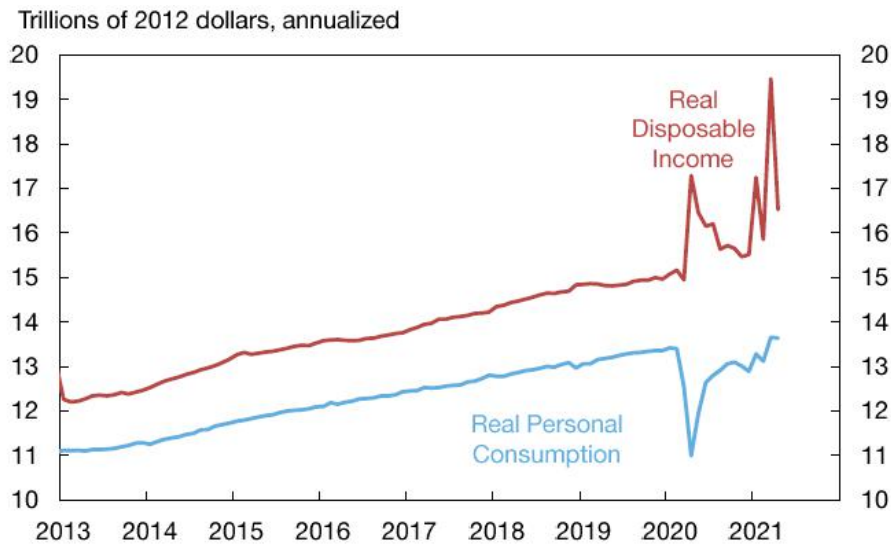
数据来源：美国联邦储备委员会。

### 三. 家庭

#### (一) 转移支付继续影响收入和消费。

1. 由于个人转移收入大幅下降，4月份名义个人收入下降13.1%。
  - (1) 4月份个人转移收入减少了3.4万亿美元（年化），低于3月份近4万亿美元
  - 美元的增幅。
  - (2) 员工薪酬增长0.9%。
2. 实际个人消费支出（PCE）在4月份下降了0.1%，而3月份经过修正后增长了4.1%。相较于2020年2月的水平，高出约1.8%。
3. 个人储蓄率在3月份跃升至27.7%，又降至14.9%。2019年，平均储蓄率为7.5%。

图6 个人可支配收入和消费

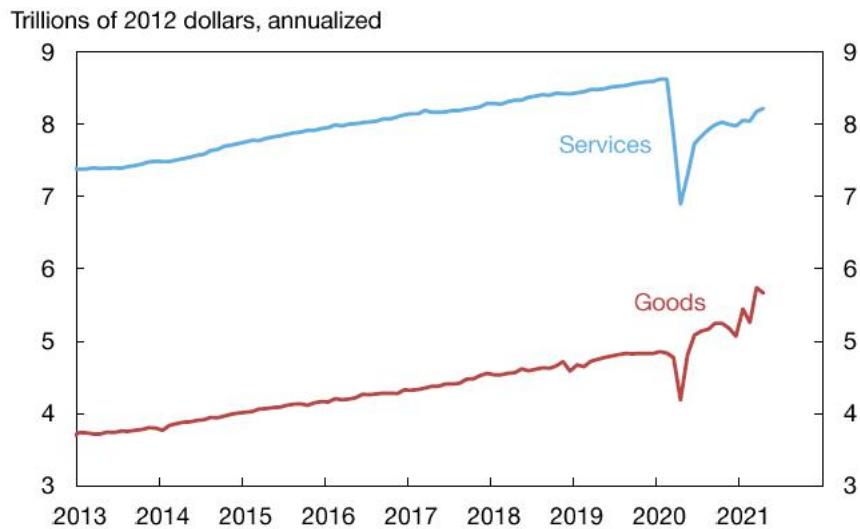


数据来源：经济分析局（BEA），美国联邦储备委员会。

#### (二) 消费略有从商品转向服务。

1. 商品消费在3月份增长8.9%后下降了1.3%。
  - (1) 耐用品支出下降了0.9%，而非耐用品支出下降了1.6%。
  - (2) 商品消费比2020年2月的水平高出16.5%，而耐用品消费则增长了30.8%。
  - (3) 零售数据显示，5月份商品支出仍处于高位。
2. 服务支出继3月份上涨1.6%后，4月份小幅上涨0.6%。
  - (1) 涨幅最大的是娱乐业（6.1%）、食品服务业（2.2%）和住宿业（1.8%），反映了企业正在重新开业。

图 7 消费者支出



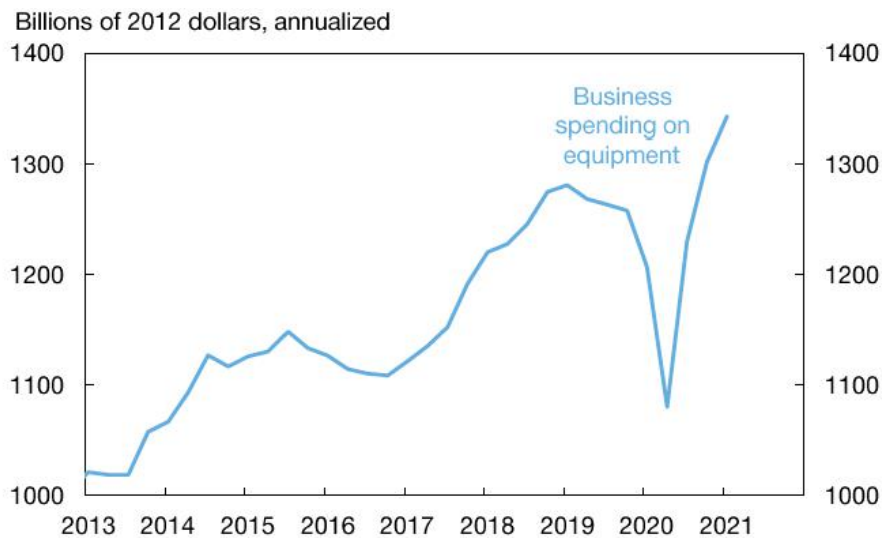
数据来源：经济分析局（BEA）。

#### 四. 商业部门

##### （一）2021年第一季度设备支出继续增长。

1. 第一季度，实际商业设备支出以 13.4% 的年率增长，这是它连续第三年实现两位数的增长。
  - (1) 设备支出为 GDP 年增长率贡献了 0.8 个百分点。
  - (2) 信息处理领域的设备支出增长最为明显。
  - (3) 第一季度的设备支出比 2019 年第一季度的峰值高出 5%。
2. 截至 4 月份的资本货物出货量数据表明，设备支出将进一步上升。
3. 即使设备支出增加，4 月份制造业产能利用率为 75%，仍低于 2018 年 78% 的近期峰值。

图 8 设备投资支出

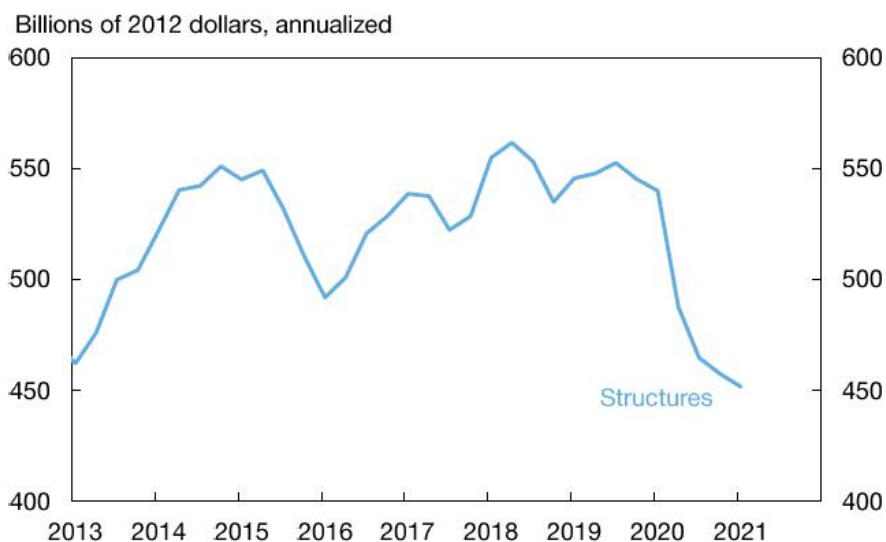


数据来源：经济分析局（BEA）。

### （二）第一季度非住宅建筑支出下降。

1. 在第一季度实际非住宅建筑投资下降 5.7%（折合成成年率）。
  - (1) 商业/医疗保健和电力/通信和“其它”类别都出现了下降。
  - (2) 支出的下降使 GDP 年增长率下降 0.2 个百分点。
2. 能源领域的支出水平是一个异常值，因为它相比上一季度有所上升。
  - (1) 采矿勘探、竖井和油井三个类别的支出同比下降 35%。
3. 截至 4 月份的非住宅建筑月度数据显示，该行业还未出现好转。

图 9 非住宅建筑投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

## 五. 房地产行业

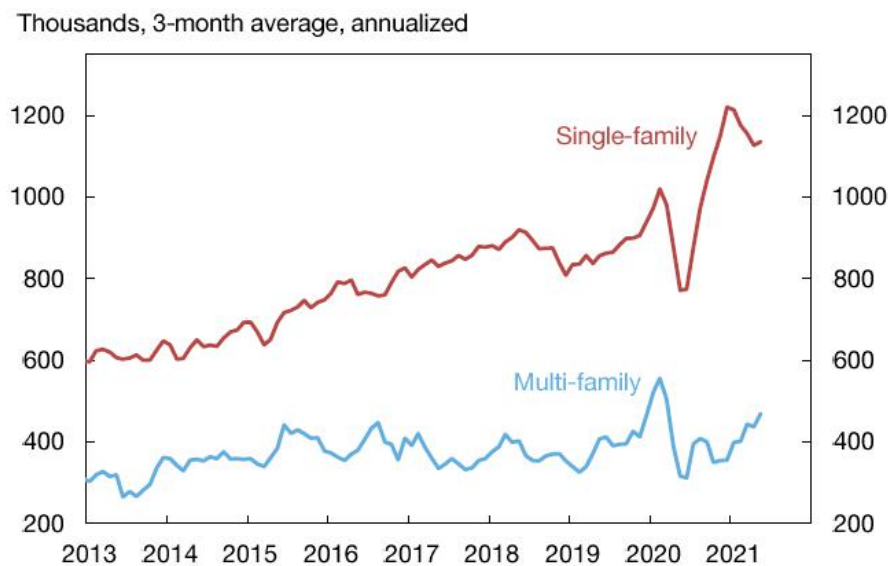
### (一) 5 月份房屋开工量上升。

1. 5 月份房屋开工总量增长 3.6% (年率)，达到 157.2 万套。开工率低于最近 3 月份的峰值，但与疫情前的水平持平。

#### (1) 建筑许可证略有下降。

2. 独户住宅开工量上升 4.2%，至 110 万套。三个月平均开工量仍明显高于疫情前的水平。
3. 多户住宅开工量上升 2.4%，至 47.4 万套。三个月平均开工量高于 2015-2019 年的水平。

图 10 房屋开工量

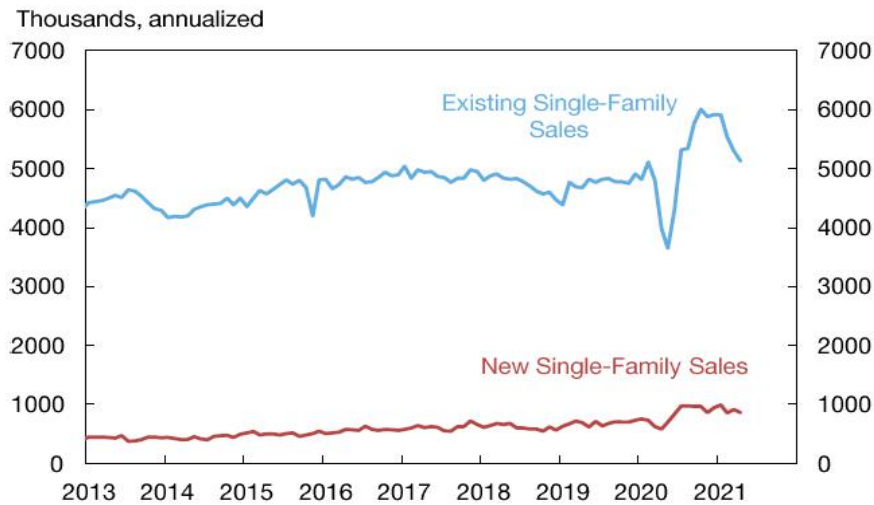


数据来源：人口普查局。

### (二) 4 月份房屋销量下降，但仍保持较高水平。

1. 现房销售连续第三个月下降，在 4 月下降 2.7%，至 585 万套。销售额仍比 2019 年 4 月的水平高出 33.9%。
2. 4 月独户住宅销售下降 5.9%，至 86.3 万套，销量仍比 2019 年 4 月高出 48.3%。
3. 供应限制和房价上涨是阻碍销售额进一步上涨的主要因素。

图 11 新房屋和现有房屋的销售量



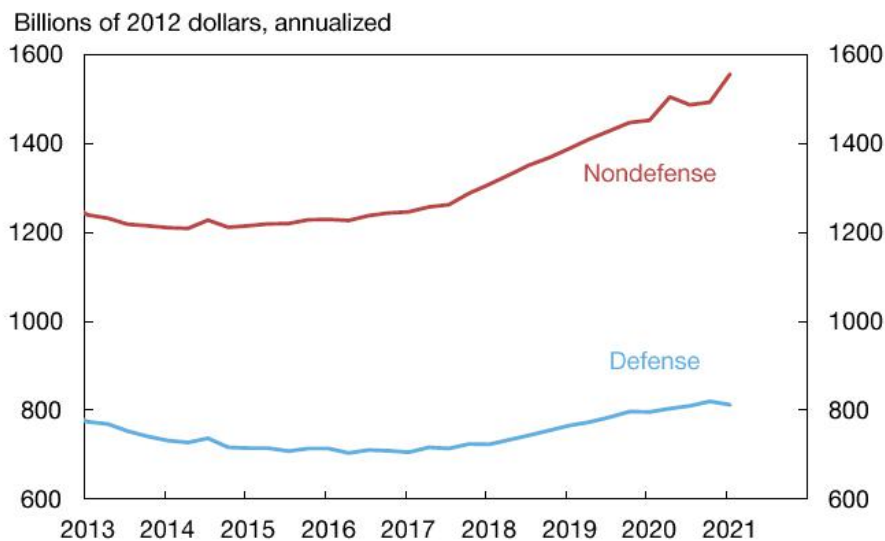
数据来源：人口普查局，全国房地产经纪人协会。

## 六. 政府部门

### (一) 第一季度联邦实际支出大幅增长

1. 第一季度联邦政府实际支出增长强劲，同比增长 5.4%。联邦政府支出为第一季度 GDP 年增长率贡献率了 0.9 个百分点。
2. 增长完全来自非国防支出。
  - (1) 实际非国防支出为 GDP 年增长率贡献了 1.1 个百分点，而国防支出使 GDP 年增长率下降了 0.1 个百分点。
  - (2) 支付给银行用于处理薪酬保护计划贷款申请的款项激增，是非国防支出增加的主要原因。

图 12 美国联邦政府支出

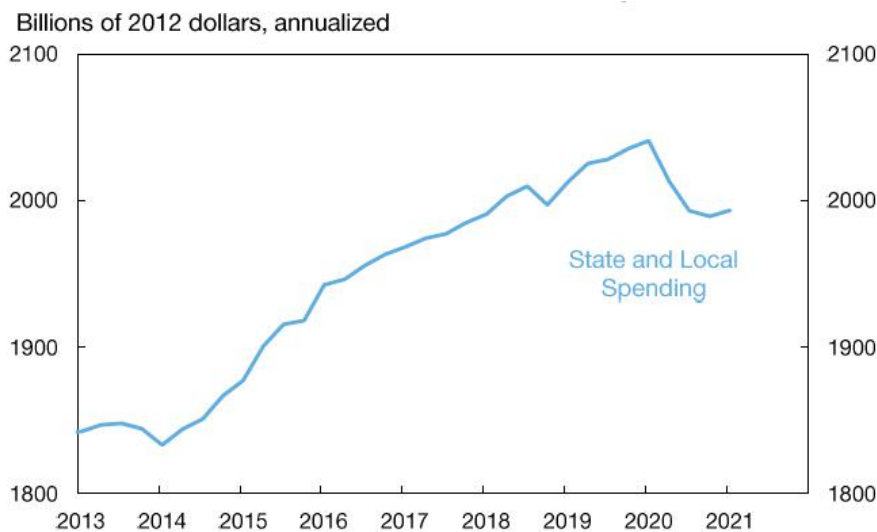


数据来源：经济分析局 (BEA)。

## (二) 第一季度州和地方政府支出小幅上升。

1. 实际州和地方政府支出对 GDP 增长的贡献不大，使其年增长率上升了 0.1 个百分点。此外，支出同比下降 2.3%。
2. 自 2019 年第四季度以来，消费支出首次出现增长。
  - (1) 该支出跟随就业在第一季度增长。
  - (2) 4 月和 5 月，就业持续增长，投资支出的拖累。
3. 因建筑支出小幅下降，投资支出在第一季度略有下降。
4. 州和地方政府支出在疫情期间保持稳定。

图 13 州和当地政府支出



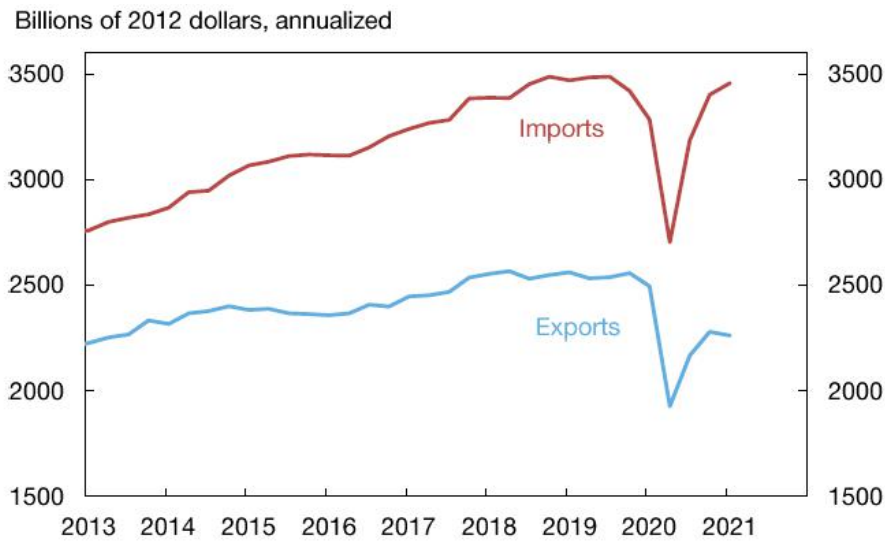
数据来源：经济分析局 (BEA)。

## 七. 国际进展

### (一) 进口保持强劲增长，而出口落后。

1. 第一季度，商品和服务的进出口呈现相反的趋势。
  - (1) 出口使 GDP 年增长率下降 0.1 个百分点，而较高的进口使得 GDP 年增长率下降了 0.8 个百分点。
2. 出口仍低于疫情前的水平。
  - (1) 对美国生产的资本品的需求仍然疲弱。
  - (2) 服务贸易，尤其是旅游业，发展低迷。
3. 进口已从 Covid-19 的冲击中恢复过来。
  - (1) 耐用消费品和资本品的购买尤其强劲。
  - (2) 商品的高进口量抵消了服务的低进口量。

图 14 商品和服务的进出口

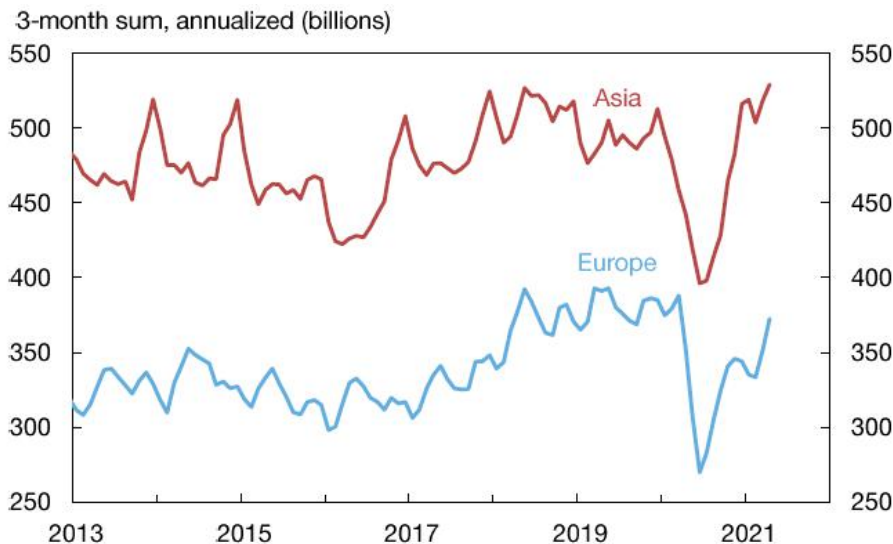


数据来源：经济分析局（BEA）。

### （二）对亚洲和欧洲的商品出口走高。

1. 对亚洲和欧洲的商品出口在 2020 年第二季度暴跌后开始全面反弹，在 3 月和 4 月开始逐渐回升。
2. 对欧洲的出口在 4 月恢复到疫情前的水平。德国的销售额尤其强劲，而法国和英国的销售额则表现平平。
3. 对亚洲的出口超过了疫情爆发前的水平。对中国的出口从高位回落，但被对日本、韩国和东盟国家出口的增加所抵消。

图 15 美国按地区划分的商品出口情况



数据来源：人口普查局。

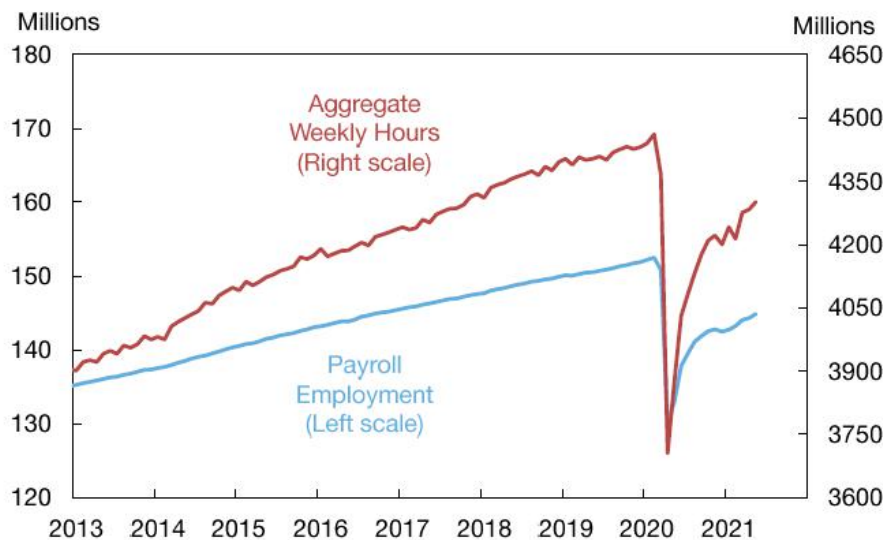


## 八. 劳动力市场

### (一) 5 月份就业人数增长有所回升。

1. 非农就业人数增加了 55.9 万人。
  - (1) 增长集中在休闲和酒店业 (+29.2 万人)，其中近三分之二的增长来自餐饮业 (+18.6 万人)。
  - (2) 从 5 月份的数据来看，非农就业人数比 2020 年 2 月低了 760 万 (5.0%)。
2. 政府就业人数增加了 6.7 万人，其中州和地方政府就业人数分别增加 4.5 万人和 3.3 万人，抵消了联邦政府就业降低的 1.1 万人。
3. 所有私营雇员的每周总工作时间较上月增加了 0.4%。

图 16 就业情况和总工作时间

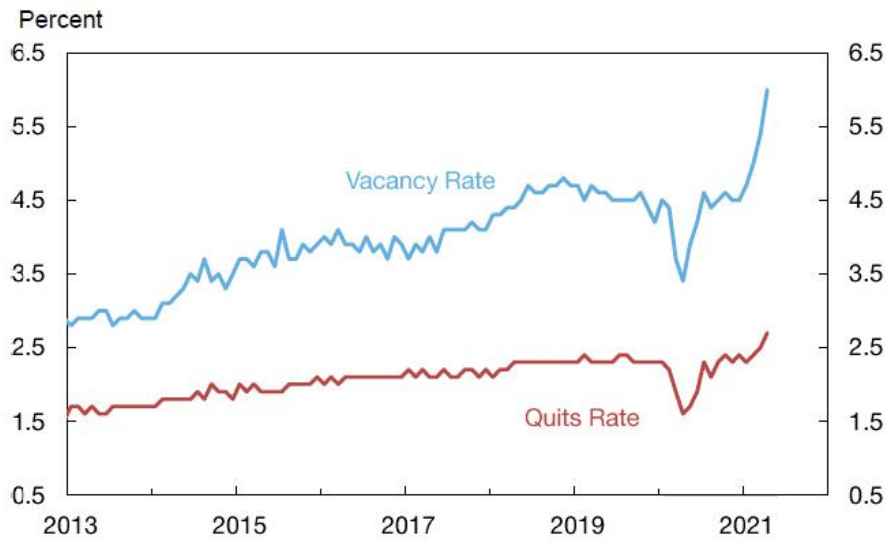


数据来源：劳工统计局 (BLS)。

### (二) 4 月份离职率达到了一系列高点。

1. 截至 4 月底，职位空缺人数及比率 (职位空缺/ (总就业人数+职位空缺)) 分别创下 930 万及 6.0% 的一系列新高。
  - (1) 食宿服务业 (34.9 万)、其他服务业 (11.5 万) 及耐用品制造业 (7.8 万) 的职位空缺显著增加。
2. 4 月离职总人数增加到 580 万。
  - (1) 离职人数和离职率 (定义为自愿离职人数 (不包括退休和调动) 除以总就业人数) 分别达到 400 万和 2.7% 的高点。
  - (2) 零售业 (10.6 万)、专业和商业服务业 (9.4 万) 以及运输、仓储和公用事业 (4.9 万) 的离职人数激增。

图 17 职位空缺率和离职率

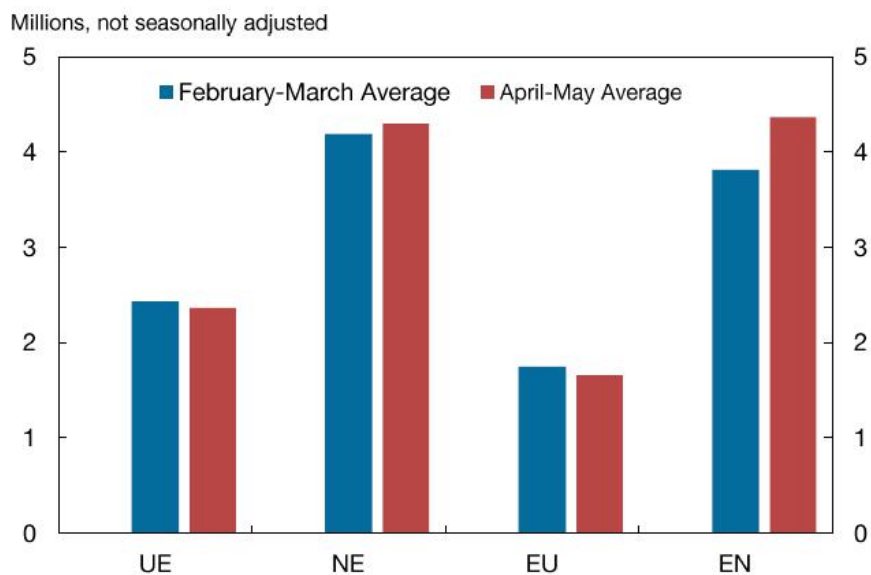


数据来源：劳工统计局 (BLS)

### (三) 劳动力流出增加。

- 4-5 月期间的就业增长明显低于 2-3 月的平均水平。
  - 在这两个期间，就业流动加快了 4 万人，从非劳动力流入就业 (NE) 增加了 11 万人，而从失业流入就业 (UE) 则减缓了 7 万。
  - 从 2 月到 5 月，就业形势依然强劲，而 UE 流动的放缓掩盖了这一事实。
- 拖累就业增长的主要因素是离职人数的增加，尤其是那些退出劳动力市场的人。

图 18 劳动力流出

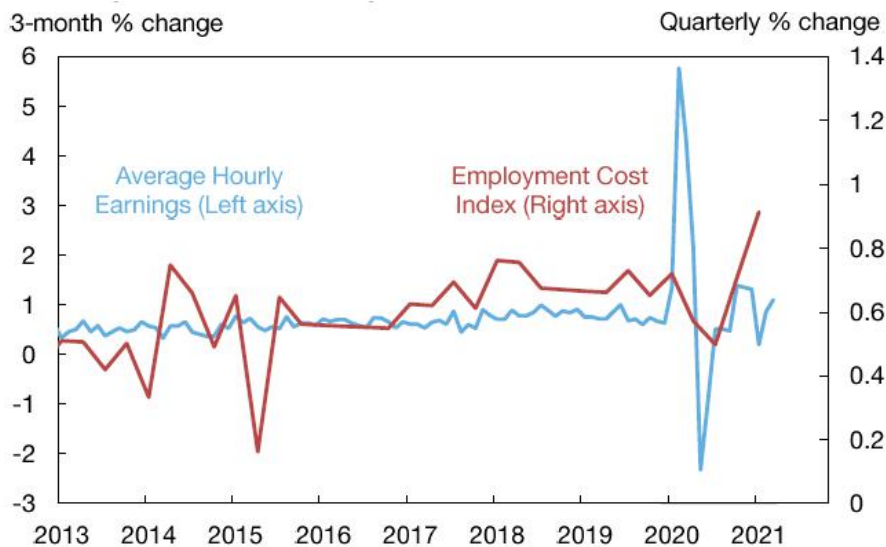


数据来源：劳工统计局 (BLS)。

#### (四) 4 月份平均时薪和周薪均有所上升。

- 过去一个月平均时薪上涨 0.5%，反映了几个行业的工资正在强劲增长。
  - 继 4 月份增长 1.5% 之后，休闲和酒店行业的工资在 5 月份增长了 1.3%。
  - 过去一年平均时薪上涨 2.0%。
  - 自 2020 年 2 月以来的巨大就业波动使得时薪分析变得复杂。
- 就业成本指数 (ECI) 在第一季度同比增长 2.7%，高于 2020 年第四季度的 2.5%。该指数根据构成变化进行了调整。

图 19 平均时薪和就业成本指数



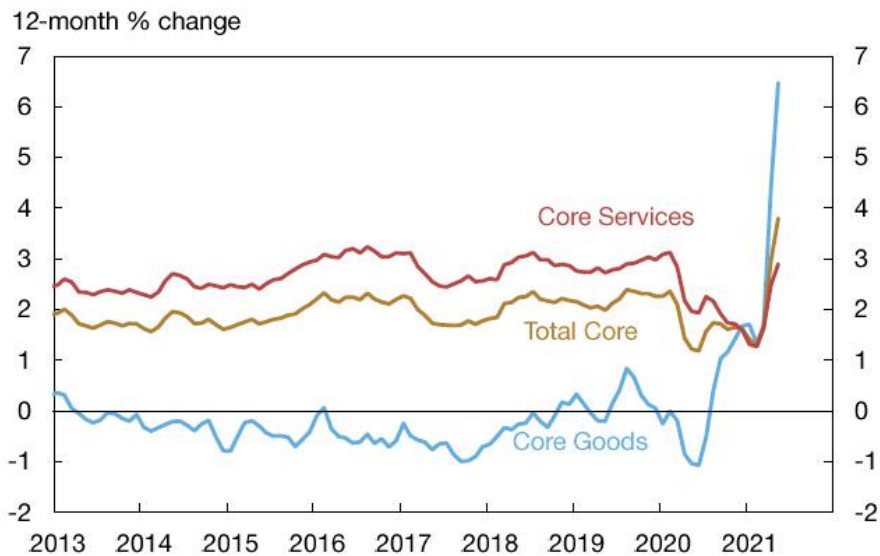
数据来源：劳工统计局 (BLS)。

## 九. 通货膨胀

### (一) 5 月份核心 CPI 通胀加速上涨。

- 核心 CPI 在 4 月份上升 0.9% 后，5 月份上升 0.7%。
- 核心 CPI 同比上涨 3.8%，高于上月的 3.0% 和两个月前的 1.6%。
  - 价格加速上涨的部分原因是去年 5 月份价格疲软。
  - 二手车、汽车租赁和航空运输的价格都有大幅上涨。
  - 房价也普遍上涨，比如住房价格。
  - 核心服务价格上涨 2.9%，高于 4 月份的 2.5%。
  - 核心商品价格上涨 6.5%，高于 4 月份的 4.4%。

图 20 核心 CPI 通胀率

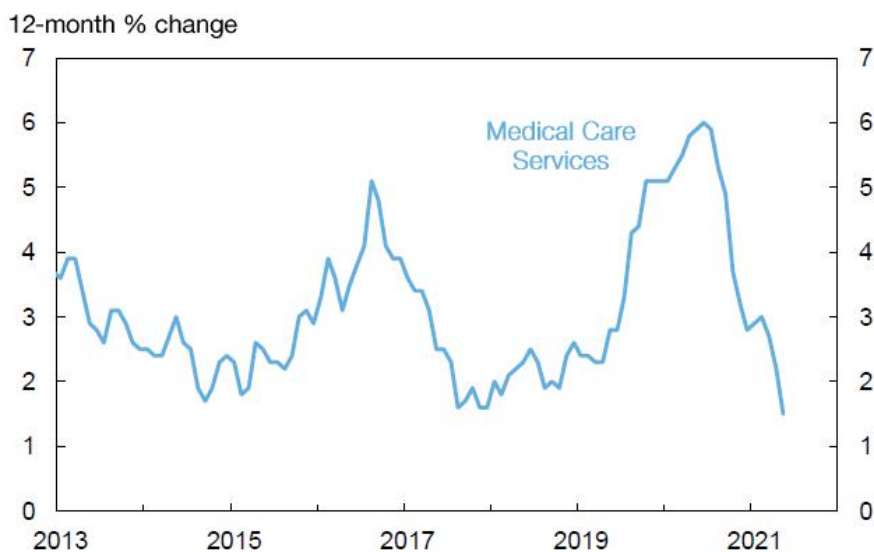


数据来源：劳工统计局（BLS）。

### （二）医疗通胀有所缓解。

1. 5 月份医疗消费价格指数同比上涨 0.9%。2020 年 2 月，医疗通胀为 4.6%。
2. 处方药和医疗保险拉低了通货膨胀。
  - (1) 处方药通胀从 2020 年 2 月的 2.4%降至-2.1%。
  - (2) 医疗保险的通胀从 20.6%降到-5.0%。
  - (3) 从 2018 年底到 2020 年年中，保险价格上涨速度非常快。
3. 在疫情期间，医生服务的通货膨胀加速，而医院服务的通货膨胀稳定。

图 21 CPI 通胀：医疗



数据来源：劳工统计局（BLS）。

## 十. 金融市场

### (一) 长期国债收益率下降。

1. 以 5 天移动均线计算，从 5 月 7 日至 6 月 11 日期间，10 年期美国国债收益率从 1.69% 跌至 1.59%。

(1) 今年年初以来，美国国债收益率已上涨约 65 个基点。

2. Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，将收益率的下降归因于较低期限的溢价。

(1) 以 5 天移动均线计算，10 年期溢价在 5 月 7 日至 6 月 11 日下降了约 11 个基点。

图 22 10 年期美国国债和期限溢价



数据来源：纽约联邦储备银行计算；Fed。

注：5 天移动平均线，零息债券收益率。

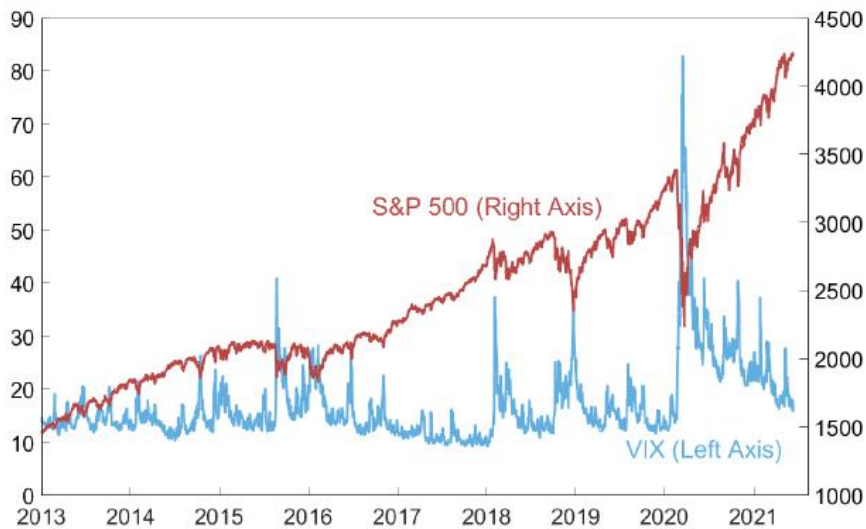
### (二) 美国股市基本没有变化。

1. 美国股市在近期高点附近徘徊。标准普尔 500 指数在 5 月 7 日至 6 月 11 日期间上涨了 0.4%。该指数今年累计上涨 13%。

2. 以芝加哥期权交易所波动率指数 (CBOE Volatility Index) 衡量的期权隐含股票市场波动率几乎没有变化。

(1) VIX 指数在 6 月 11 日收于 15.7，略低于 5 月 7 日的 16.7，也低于 17.8 的历史中值 (从 2000 年)。

图 23 美国股市指数和波动率

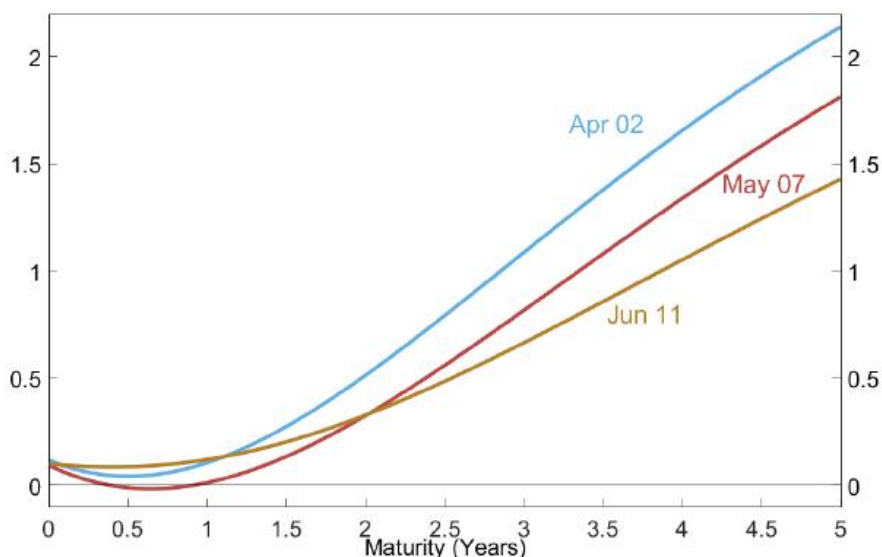


数据来源：彭博财经有限公司。

### (三) 联邦基金利率的隐含路径下降。

1. 在 5 月 7 日至 6 月 11 日期间，期限超过两年的隔夜指数掉期 (OIS) 利率所隐含的联邦基金利率预期路径略有下降。
2. 在 2023 年底，市场隐含的联邦基金利率仍略高于联邦公开市场委员会 (FOMC) 对 2021 年 3 月以来的经济预测的中值和纽约联储从 2021 年 4 月开始对一级交易商调查结果的中值。

图 24 预期联邦基金利率



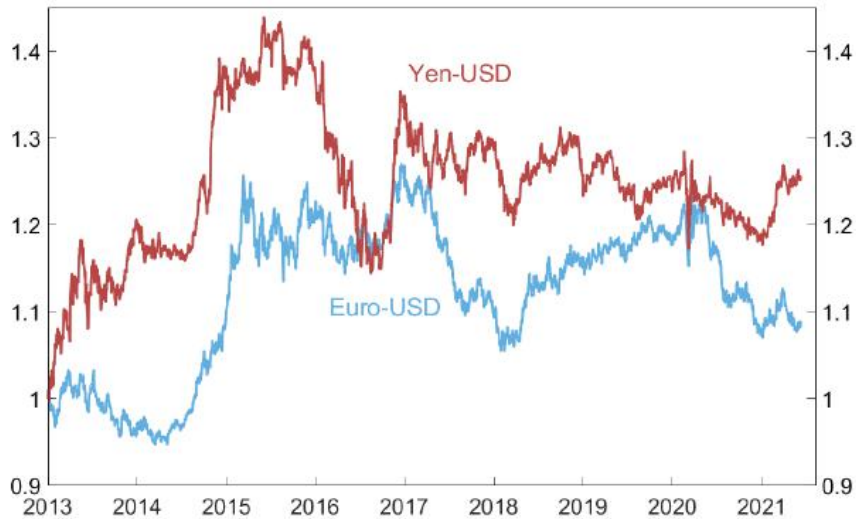
数据来源：纽约联邦储备银行计算；彭博财经有限公司。

注：估计使用 OIS 报价。

#### (四) 美元对欧元和日元升值。

1. 5月7日至6月11日期间，美元兑欧元的汇率上涨了0.5%。同一时期，美元兑日元升值1.0%。
2. 自2021年初以来，美元兑欧元升值0.9%，兑日元升值6.2%。

图 25 美元汇率



数据来源：彭博财经有限公司。

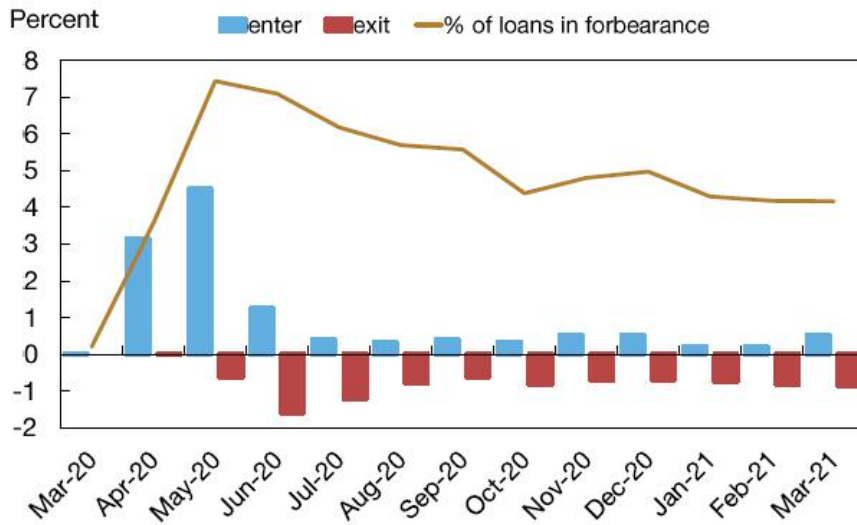
注：开始日期 2007.03.01 取值为 1。

### 十一. 特殊主题：贷款延期

#### (一) 抵押贷款延期在 2020 年 5 月达到顶点。

1. 在《关爱法案》（CARES Act）下，许多抵押贷款人可以享受长达 18 个月的还款延期。
2. 到 2020 年 5 月，7.4%的贷款处于延期状态。
3. 2021 年 3 月，220 万抵押贷款仍处于延期。
4. 120 万抵押贷款是自 2020 年 6 月或更早开始延期的。

图 26 抵押贷款延期

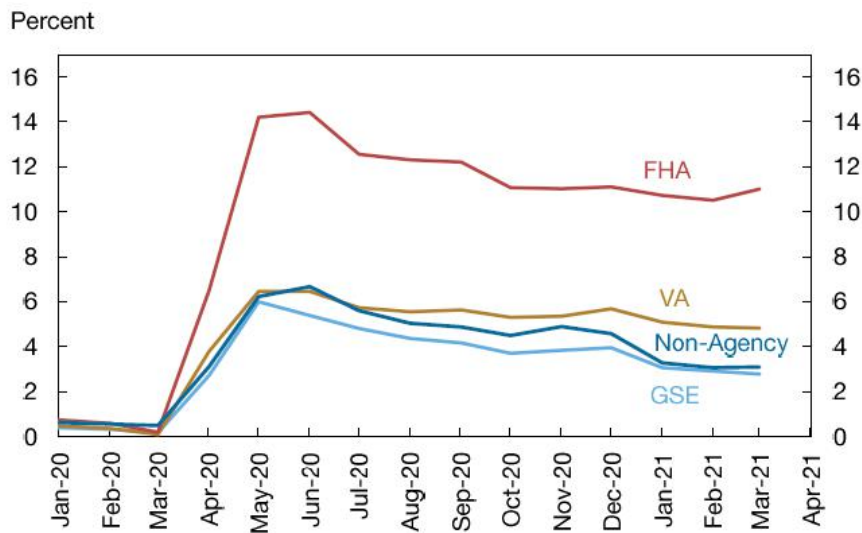


数据来源：纽约联邦储备银行消费者信贷小组，Equifax；信用评分为 Equifax 风险评分 3.0。

### （二）FHA 担保的借款人有最高的贷款延期率。

1. FHA 的借款人最有可能延期，截至 2020 年 6 月，有 14.4% 的借款人延期。
2. 相比之下，占市场份额最大的 GSE 担保的抵押贷款延期率最大也只有 6%，截至 2021 年 3 月，只有 3% 的借款人仍在延期。

图 27 不同类别的抵押贷款延期率



数据来源：纽约联邦储备银行消费者信贷小组，Equifax。

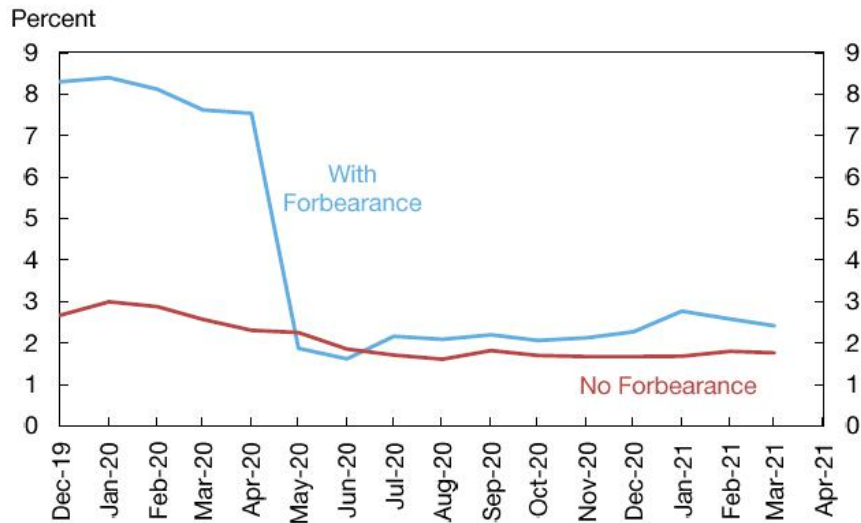
### （三）贷款拖欠率下降。

1. 2020 年 3 月至 5 月期间，当可以选择延期偿还时，信贷报告中的抵押贷款拖欠率大幅下降。
  - (1) 对于那些已经在还款方面苦苦挣扎的借款人，这一比例更高。
  - (2) 一些以前拖欠的贷款现在被列为当前未支付的款项。



- (3) 对于刚陷入困境的借款人，他们往往选择延期而不是拖欠还款。
2. 大约 60-70%的延期借款人不还款，其余的则继续还款。

图 28 抵押贷款延期和拖欠

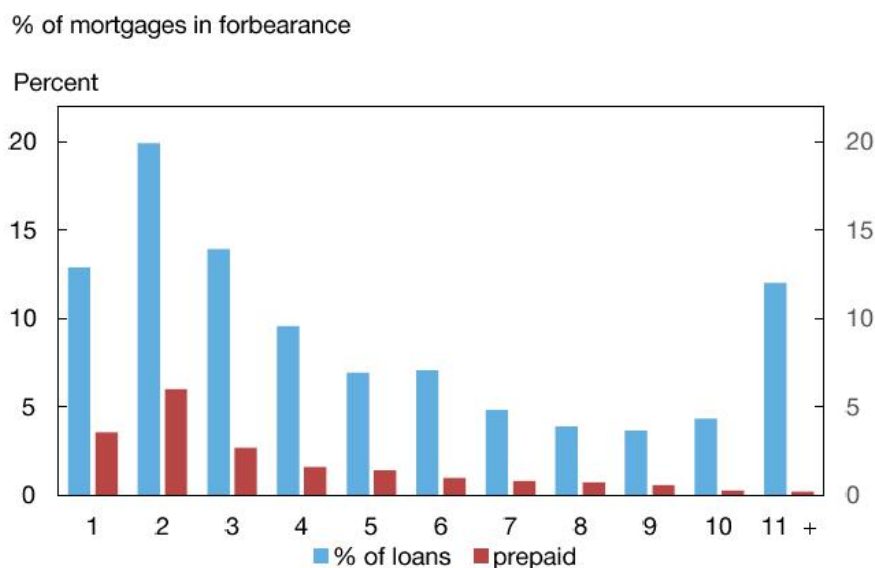


数据来源：纽约联邦储备银行消费者信贷小组，Equifax。

#### (四) 近三分之二的参与者已经退出。

- 13% 的借款人在疫情期间至少延期了一个月，但截至 2021 年 3 月，只有 35% 的参与者仍然处于延期状态。
- 三分之一的参与者只延期了 1-2 个月。
- 12% 的人利用了最大期限的延期。
- 许多借款人通过可能通过搬家或再融资的方式提前偿还贷款并退出延期。

图 29 截至 3 月的延期期限分布



数据来源：纽约联邦储备银行消费者信贷小组，Equifax。

## 十二. 特殊主题：纽约联邦储备银行商业调查

### (一) 商业环境持续改善。

1. 6 月份服务业企业的商业领袖调查指数上升至 43.2，创历史新高，而帝国州制造业调查指数下降 7 个点至 17.4。
2. 投入和销售价格依旧在迅速上涨。商业领袖调查的物价支付价格指数攀升 9 个点至 71.2，物价指数上涨 7 个点至 25.8。帝国调查中的价格指数仅比上个月的创纪录高点略有下降。
3. 企业对六个月的前景普遍表示乐观。

图 30 纽约联邦储备银行商业调查

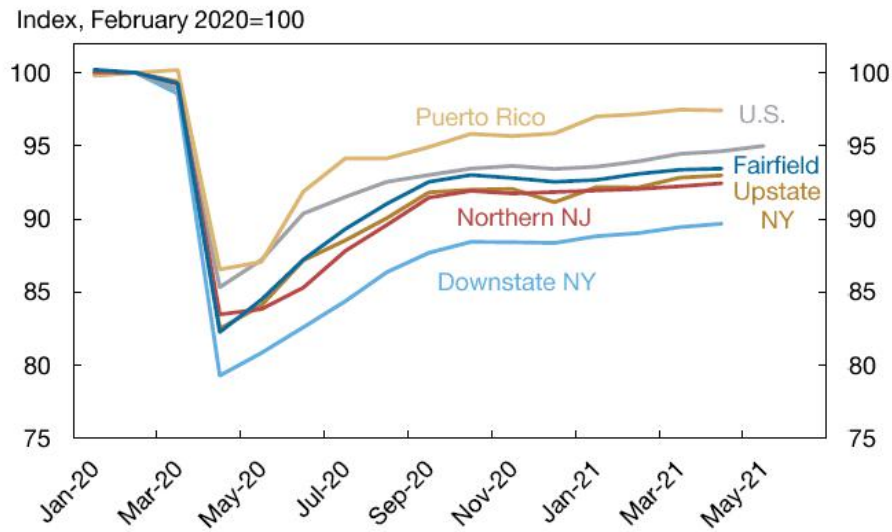


数据来源：纽约联邦储备银行。

### (二) 就业增长缓慢但稳定。

1. 自 1 月份以来，大多数地区 4 月份的就业水平都增加了约一个百分点，但新泽西州北部和波多黎各的就业增速仅有该速度的一半。
2. 除波多黎各外，整个地区的就业率仍低于疫情前的水平。
3. 与 2020 年 2 月相比，纽约州南部的就业缺口为 10%，新泽西州北部为 8%，纽约州北部和康涅狄格州的费尔菲尔德为 7%，波多黎各为 3%，相比之下，全国的这一比例约为 5%。

图 31 地区就业趋势



注：数据由纽约联邦储备银行的工作人员进行基准计算。

数据来源：美国劳工统计局（BLS）和穆迪经济网站。

---

本文原题为“U.S. Economy in a Snapshot”。纽约联储银行是组成美联储的 12 家地区联储银行之一，其设立目的亦是為了维护经济、金融体系的安全、公正和活力。《美国经济概况》汇编了纽约联邦储备银行的研究和统计小组工作人员的观察结果。本文于 2020 年 6 月刊于 newyorkfed 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

# 为非正规和零工劳动者制定社会保险计划——以适应新冠肺炎疫情影响后的现实

Christopher Sabatini / 文 母雅瑞/编译

导读：(1) 新冠肺炎加剧了 20 多亿人在经济和社会方面的不安全感。受影响的大部分人都是在发展中国家的非正规部门就业。有社会保险保障和没有社会保险保障人群之间的差距正在扩大，并且这一点可能会导致全球不平等和社会流动性缺乏的加剧。(2) 研究者有必要对工作和社会保险的本质进行反思，这在一定程度上要通过各国政府和国际金融机构 (IFIs) 的联合来推动。扩大非正规部门工人获得社会保险的机会会有让人信服的经济、政治和道德理由。(3) 非正规和个体户的社会保险计划需要由国家补贴。但许多发展中国家的财政紧缩因新冠肺炎疫情而加剧，它们的政府可能需要帮助，从而将个性化的社会保险方案扩大到这些非正规部门。(4) 国际金融机构需要发展向政府提供建议的能力，并与受益的国家进行合作，系统地监测和评估实行的保险计划。发达国家的政府和国际金融机构也可能需要提供债务减免和双边、多边赠款，这些应该与社会保险政策的设计和执行的挂钩。(5) 20 国集团在支持国际金融机构关于转变的重点方面可以发挥关键作用。编译如下：

## 1. 引言

在新冠肺炎爆发的最初几个月里，发展中国家政府迅速地应对了病毒感染的威胁，并对隔离措施导致的经济收缩做出了反应。从印度到尼日利亚再到秘鲁，许多国家的政府都积极推行刺激计划，以提振经济，同时为失业或失业的家庭提供重要的收入保障。国际金融机构 (IFIs) 和一些发达国家政府也采取了行动，国际货币基金组织 (IMF) 向成员国提供了其 1 万亿美元贷款能力中的 2500 亿美元，20 国集团 (G20) 建议暂时暂停世界上最贫穷国家需要偿还的债务。世界银行承诺从 2020 年 4 月至 2021 年 6 月提供至多 1600 亿美元的融资。

## 2. 随着经济紧缩的持续，贫困和不平等加剧，迫切需要重新考虑保险计划和国家与社会之间的社会契约

随着经济紧缩的持续、贫困和不平等加剧，重新思考保险计划和国家与社会之间的社会契约的必要性变得紧迫起来。这种情况要求我们基于过去 30 年劳动力市场的历史和背景，从结构上重新设想工作和社会保险的性质。新冠疫情正在加剧非正规部门就业人员的经济和社会不安全感，这反映出国内和国际有关社会保险方面政策的失败。

国际金融机构和各国政府之间需要采取协调一致的应对措施，从而制定灵活的个人和公共补贴的保险计划，来为发达国家和发展中国家的非正规工人和个体经营者提供社会安全网络。国际货币基金组织 (IMF) 和世界银行 (World Bank) 的主要股东需要在七国集团 (G7) 和二十国集团 (G20) 等发达经济体的支持下，推动社会保险相关政策的变革，从而具体地支持针对非正规部门和零工工人的社

会保险议程和项目。国际金融机构也需要发展其能力，就这些方案的发展性提供咨询意见，并与受益国家的政府合作，系统地监测和评价这些方案的有效性。

注：对于寻求解决不平等和经济社会不安全问题的决策者来说，设置基本最低收入（BMI）是最受欢迎的方案之一。然而，虽然这些计划看似简单，但其忽略了受疫情影响最大的经济领域：非正规部门和自营职业者或零工经济工作者。此外，它们也无法解决劳动力市场的结构性缺陷，这些缺陷已经持续了数十年，是全球不平等的主要原因之一。大型的基本最低收入计划只会为极度贫困的人提供收入下限；具有有效社会保险的正常、包容的正式劳动力市场的存在仍然是为社会经济发展和经济增长提供可持续长期道路的关键。

### 3. 扩大社会保险覆盖范围的理由

正式劳动力市场的失灵，加上拥有社会保险和没有社会保险（如失业保险、养老金和医疗保险）人群之间日益扩大的差距，是全球不平等急剧加剧、社会流动性缺乏和经济不安全的一个核心因素。这些问题反过来又导致了美国、欧洲、亚洲和拉丁美洲民族主义、民粹主义运动以及社会抗议活动的兴起，而这些活动又破坏了既有民主国家和正在巩固的民主国家的稳定。

提高非正规部门工人获得社会保险的机会具有恰当的理由。最重要的是它可以提高生产率的长期需求，而生产率水平低是新兴市场发展的主要障碍。非正规劳动生产率低的原因是多方面的：工资低、缺乏培训、劳动力与资本的比例高、效率低。由于非正规工人在不同国家的劳动力占比不同，低至 15%，高达 80%。因此，提高这些工人的生产率可能会对经济增长产生重大的影响。

提高非正规工人的生产率的政策是多种多样的，可以包括培训方案、扩大信贷渠道和提升基础设施投资。本文提出的社会保险是这些工具的其中一个，但它并不是唯一的一种方案。尽管非正规工人的社会保险不太可能完全消除所有渠道的生产率差距（在两项研究中，预估非正式部门的生产率比正式部门低 30%至 35%），但获得部分医疗和失业保险也有助于缓解破坏生产力的经济冲击。正如国际劳工组织（ILO）所指出的那样，“加速工资/收入最底层的低生产率工人的生产率增长，是加速整个经济体平均生产率增长的最佳途径之一，同时还能抵消日益加剧的不平等。”

与新冠肺炎相关的经济和社会危机规模非常大，其为社会安全和劳动力市场更广泛的重组提供了一个独特的时刻。但它们所需要的社会保险方案的类型和形式将因情况而异。在许多情况下，发展中经济体的失业保险和养老金体系无法给非正式部门的工人提供相应的福利，而公共支持的体系则为工人提供了获得医疗保健的渠道（尽管往往不完善）。在发达经济体中，个体户和零工工人往往得不到失业保险，或者像美国那样，得不到全面、负担得起的医疗保健。

#### 4. 鉴于全球民众对政府的信任度较低，任何将政府纳入税收收入和再分配过程的政策，都可能遭到怀疑和抵制

重新定位政府角色来解决现代劳动力市场不平等和效率低下的问题并非易事。许多国家的政府，尤其是发展中国家的政府，缺乏财政部门独自进行这种重新设计的能力。此外，这些政府还将面临政治上的限制，包括对改变税收结构和法规的激烈经济动荡和党派反对，这些改革将重新分配收入，并迫使私人雇主做出必要的财政贡献。鉴于全球民众对政府的信任度很低，任何将国家纳入税收收入和再分配过程的政策都可能会遭到怀疑和抵制。另一方面，如果成功和全面地执行这些项目，可能有助于重建民众对政府的信任。此外，在大多数情况下，如果没有重大的国际政治、财政和技术支持，即使是雄心勃勃的社会方案也将倾向于进行小规模、渐进的主动行动，而不是更广泛的改革措施。

尽管面临这些挑战，但目前的经济危机以及对劳动力市场破裂的新关注为国际金融机构、多边组织和国家决策者提供了一个机会，以解决社会和经济不平等的功能障碍和结构性根源问题。如果不能在国家和国际层面进行积极应对，不仅会减缓新冠疫情后的全球经济复苏，还会留下长期的社会伤疤和社会不平等问题。

#### 5. 一个庞大的，缺乏保护的劳动力群体

根据国际劳工组织的数据，到 2020 年，超过 20 亿人——全球劳动力的 62%——受雇于非正式部门，其中大部分在发展中国家。国际劳工组织将非正式部门定义为由不缴纳社会保障计划的雇员组成的部门；更广泛地说，该术语可以指未登记的企业和工人，这些部门通常没有正式合同或承认，没有劳动保护或福利，如失业保险和养老金。该行业是多种多样的，其中包括街头小贩、家庭佣工、无证件的农场工人和个体企业家（他们自己在许多情况下也雇用黑市的工人）在新兴经济体中，非正式部门是巨大的。在非洲，这一部门占到平均约 85% 的劳动力，在拉丁美洲，这一比例为 53%，在亚洲和太平洋为 59%。在发展中国家，平均上而言，超过 95% 的年轻人从事非正规就业。在拉丁美洲、撒哈拉以南非洲和南亚的大部分地区，妇女占据了非正式劳动力的大多数。在许多情况下，严格的劳工法迫使新的劳动力市场进入者从事非正规工作或非全职工作。

但这种现象并不仅限于发展中经济体。欧洲和北美不断增长的个体经营者和零工经济劳动者也代表着一个新的、保护不足的、往往就业不足的行业。在过去的 20 年里，大多数经合组织国家的个体经营者（定义为那些独立经营而没有依赖工人的人）的比例相对于其他类型的个体经营者有所增加。据估计，零工工人在意大利占活跃工人总数的 5%，在英国占 7%，在美国占 14%。根据 Boeri 等人

的说法，三分之一的经合组织国家没有针对个体经营者的失业福利制度。此外，自营职业者和非正式工人的生育、疾病、伤残和受伤福利往往不太可靠，养恤金往往较低。

## 6. 新冠疫情对自营职业者和非正规部门的经济影响

对于为减缓新冠病毒传播而采取的隔离措施造成的影响，非正规部门首当其冲，它在由此造成的经济低迷中受到的影响更大。早在2020年4月，国际劳工组织就预估将有16亿非正式部门的工人受到影响。报告预计，仅在危机爆发的头几个月，全球此类工人的收入就将下降62%，低收入国家工人的收入预计将下降88%，中高收入国家工人的收入预计下降55%。从那时起，相关数据就很少，部分原因是非正规部门的工人进行调查比较困难。然而，世界银行2020年中期对孟加拉国、印度和巴基斯坦非正规部门工人进行的一项小组研究表明，非正规工种的工人比正规雇员更容易受到新冠病毒早期就业冲击的影响。

缺乏医疗保险在这时尤其关键，因为服务行业的许多非正规部门的工人更有可能感染新冠病毒。政府需要将健康福利扩大到有更多风险的工人，或采取措施帮助支付他们的医疗费用。

截至2020年9月，212个国家和地区共出台了1179项经济刺激和社会保护的措施，在119个有数据的国家中，这些措施的总价值达1798亿美元。这些措施中有许多（刚刚超过50%）包括某种形式的社会援助，最常见的工具是现金转移（包括对小企业主和工资劳动者）以及工资补贴。其他一些国家，如阿根廷、佛得角、厄瓜多尔、埃及、毛里求斯、摩洛哥、菲律宾和卢旺达，也正在提供一般的现金援助计划，但许多一般性项目未能惠及非正规部门的工人。在印度，一项估计是，62%至85%的城市工人将无法从本国的救助计划中获得资金，因为他们没有参加社会保障和保险计划。

更普遍的是，这场病毒大流行暴露出政府在帮助非正规部门工人方面是多么的缺乏准备。许多政府缺乏关于非正式部门活动的可靠信息，甚至缺乏它包含多少人的数据。因此，财政援助方案往往无法惠及大多数人口。同样，政府为激励留住员工而向企业提供现金转移或税收减免的努力，也忽略了社会保障计划之外的员工。例如，在美国，人们一直严重担心援助是否到达了在灰色经济或非正式经济中工作的非法移民。在尼日利亚，政府的有条件现金转移计划“可能只会惠及一小部分需要经济援助的尼日利亚人”。

即使在最好的情况下，这些计划也只是治标之策；在最糟糕的情况下，它们忽视了结构上受影响最大、面临新冠病毒本身和相关经济危机风险的行业。此外，当经济复苏时，许多非正式部门的工人将是最后受益的。企业雇佣不受监管

的工人恢复得可能会比较缓慢，雇佣他们的行业复苏也会比较缓慢。出于这个原因，经济学家担心劳动力市场会出现长期影响，尤其是对新进入劳动力市场的人。

要解决非正规部门的长期脆弱性，需要解决许多经济体根深蒂固的结构性缺陷，包括社会保障网络覆盖方面的差距。甚至在病毒大流行之前，世界银行就在2019年呼吁制定一项全球性的“新政”，以解决政府社会保险方案的不足。

### 7. 重新评价对非正规部门的传统做法

传统上，世界银行（World Bank）和国际货币基金组织（IMF）等国际金融机构建议政府通过简化监管，使企业更容易进入正规经济的方式，从而减少劳动力中的非正式占比。联合国可持续发展目标也提到，需要优先考虑通过提供金融服务，使得中小企业正规化。这些建议背后的中心思想是，一旦企业出现在政府的账簿上，就可以对它们征税，它们的工人大概也会被认可。但这一议程还有其他需要考虑的因素，包括其提高生产率和劳动力市场稳定性的潜力。

这些观点在很大程度上源自1980年代末和1990年代秘鲁经济学家德索托的开创性工作。他认为非正式部门是有抱负的企业家和拥有企业阶层，但它们因繁重的国家法规和税收而转入地下。这种解释与当时占主导地位的新自由主义经济模式非常契合，并导致了国家监管和官僚主义标准做法的减少。世界银行的《营商环境报告》是旨在激励这些改革的工具中最著名的一个例子。或许并非巧合的是，这种分析和对非正式性根源的识别，也恰好符合一个强大的选民群体的利益，即投资者和大型正式私营企业。

但根据劳工组织的数据，非正式部门中45%的人不是企业家，而是自营账户工人，即自营职业者，没有雇员。16%的人对家族企业作出了贡献。许多非正式工人还参与了更结构化的企业，约36%的人以雇员身份经营，而不是自己企业的所有者或者说是抱负的所有者。换句话说，问题不在于企业家如何努力摆脱国家的束缚，而在于非正规部门的大部分仅仅是工人在不公平的条件下进行辛勤劳动，但没有得到认可或保护。尽管从广义上讲，非正规部门的增长可能与对企业的监管过多相关，但大多数非正规工人自己仍遭受着对劳动力监管太少的问题：要求企业雇佣登记在案的规则太少；对企业或政府提供社会保障的要求太少；登记、分类和了解这些劳动者的规模和需求的项目太少。

因此，正如世界银行（World Bank）经济学家诺曼·洛伊萨（Norman Loayza）所指出的那样，应对非正式性的政策也应因国家而不同。解决非正式问题，不仅应着眼于撤销法律法规以减轻有抱负的企业家的负担，还应着眼于国家效率和劳动保护。事实上，最近在意大利、英国和美国的研究发现，三分之一的受访者非但不会自愿进入自我雇佣，反而会选择正规化的全职工作，而不是继续自我雇佣。

### 8. 新一代的保险计划



在世界银行 2019 年年度发展报告中，它呼吁探索强制性和自愿性社会保险计划，以建立更具包容性的劳动力支持体制。2018 年阿根廷门多萨 G20 会议的最终宣言提到了确保体面工作的必要性，重点是促进劳动正规化，使社会保障体系根据本国法律和情况变得更加强大和方便。二十国集团决定讨论这一议题，反映出人们日益认识到了发达国家和中等收入国家社会保险的弱点。

在此背景下，即将召开的二十国集团和七国集团会议可能为世界发达经济体提供一个独特的时刻，将非正式部门和零工经济工作者问题列入政府、国际金融机构和联合国开发计划署 (UN Development Programme) 等多边组织更广泛的议程中去。第一步将是进一步认识到发达和发展中经济体劳动力市场的结构缺陷，并审查如何重新设计国家方案和国际金融方案以解决这些缺陷。

### **9. 即将召开的 20 国集团 (G20) 和 7 国集团 (G7) 会议可能为世界发达经济体提供一个独特的时刻，将非正式部门和零工经济工作者问题列入政府、国际金融机构和多边组织更广泛的议程中去**

目前已经有了几个选择，但迄今为止，这些选择都主要是小规模或实验性的。例如，荷兰有一个可移动的、灵活的社会保险账户系统，工人将钱存入账户，如果他们的收入因失业、退休或健康问题而下降，他们可以提取。与此同时，中国有一个支持农村和非正式工人的养老金计划；目前有 3.6 亿人向该方案捐款，1.5 亿人已经受益。在其他地方，哥斯达黎加和泰国对非正式部门的雇员也有类似的选择。其他例子包括肯尼亚的小额养老金账户、卢旺达的长期储蓄计划和赞比亚的扩大非正规部门覆盖项目。

与此同时，尽管有上述荷兰的例子，关于零工工人地位和福利的斗争仍然正在一些发达国家中上演。最近的一个例子发生在加州，涉及 Uber 和 Lyft 等基于应用程序的叫车服务的司机。2019 年 9 月，州立法机关通过了第 5 号国会法案 (AB5)，该法案要求在大多数情况下，零工工人应被归类为雇员，而不是独立承包商。Uber 和 Lyft 回应称，实施该法将导致它们的成本增加 20% 至 30%，而这些成本将转嫁到消费者身上。同时他们和其他人推动了一项投票提案，将他们的司机定义为独立承包商，并花费了超过 2 亿美元的广告来推翻第 5 号国会法案。他们的游说得到了回报：这项法律被废除了。这场斗争表明，任何旨在解决非正规部门和零工工人问题的更广泛的政策都会遭到反对。然而，在大西洋的另一边，在英国最高法院做出一项裁决后，Uber 于 2021 年 3 月同意承认其司机是员工，并使他们有资格获得休假工资和养老金。

在为大量没有保障的工人设计和实施社会保险的政策和方案时，决策者将需要考虑几个因素。下面的意见和指导是从现有的政策规定、公共政策和社会方面的一般教训中得出的：

1) 由于雇用非正规部门工人的许多企业规模小、盈利能力低，雇主缴纳的社会保险作为供资方案的手段往往不足，或在某些情况下不可行。对小企业征收费用或税收只会鼓励更多的非正式和灰色招聘。如前所述，非正规部门的大部分工人都是个体经营者或受雇于家族企业，这一事实也部分排除了一般社会保险的选择。

2) 在发展中国家，国家需要补贴个性化的社会保险计划。这些方案必须发挥重新分配的作用。非正规和零工部门就业的工人往往缺乏收入，无法为自己的私人账户提供足够的资金，以支付医疗和（或）失业保险和养老金。如果没有企业提供共同支付的能力，政府需要介入，并且理解和捍卫这项投资，将其作为一项更广泛的经济支持计划。

3) 国家的支助不能慷慨到福利和收入超过低收入正式工人的水平。过度的支持不仅会引起政治上的反对；它还会鼓励正规部门的工人投奔非正规就业或自营职业。

4) 非正规部门和零工工人将需要对自己的账户做出最低限度的贡献。但是，由于个人经常对未来贴现，要让工人们这样做，需要激励他们至少向社会保险账户缴纳最低工资。这些鼓励可以包括对他们贡献的具体表彰，就像在肯尼亚所做的那样。在肯尼亚，参与者被奖励一枚显示工作周数的金色硬币。同时，政府也应该使用多种策略，可以包括公共教育活动、税收优惠、为无银行账户提供金融服务，以及使用追踪和监控账户的技术。

5) 参与灵活、个性化的社会保险计划应该是自愿的，而不是强制性的。尽管这可能会在整个体系中造成漏洞，一些个人选择不参与或不捐款，但强制性项目将给低工资的非正式和零工工人带来财政负担。如果参与对参与者来说要求太高的财务成本，这可能会鼓励工人继续不注册并非法逃避强制性支付，从而造成另一种非正式程度。

6) 独立性、透明度和政府担保至关重要。甚至在 1935 年创建美国社会保障体系时，富兰克林·D·罗斯福 (Franklin D. Roosevelt) 政府也不得不克服公众的不信任，它花了数年才成功扩大了注册人数。如今，由于全球对政府的信心低迷，各国将需要建立专业、独立的机构来监管账户和为存款提供担保，并有可能从私营部门寻求援助。

7) 必须把最低和最高捐款定在适当的水平。如果缴费比例过低，将无法实现社会保险的消费平滑作用。如果最低工资定得太高，就会阻碍贡献，尤其是来自较贫穷工人的贡献。

8) 为了开设和监督帐户以及动员工人参与的情况，各国政府和国际金融机构应设法在私营企业、非正式部门协会和工会之间建立联盟。在金融方面，需要

克服对政府的不信任，这意味着银行、保险公司和其他金融机构可能必须保证对这些账户的监督和专门管理。社会保险账户的外包管理亦会受益于零售服务、客户服务能力和私营企业的经验。在动员各团体并同它们合作参加登记方面，有必要建立合作关系，涉及正规部门企业、非正规部门企业、金融机构、非正规部门协会和工会。这种联盟可以有效地组织预定的受益者、解释方案和利益，维护信任和提供保护。当然前提是对其活动和帐户有适当的独立管理。

9) 在发展中国家，主权债务减免不仅仅是对参与国政府的服务支付和双边与多边赠款的减免，还应与支持非正式和零工部门工人的社会保险政策和计划的设计和实施的挂钩。发达国家和发展中国家都将在摆脱当前危机时背负沉重的债务负担，执行新的社会方案的财政空间也将大大减少。这种财政环境将为国际金融机构、捐助国政府和发展中经济体提供机会，从而合理应对长期存在的结构性和生产力挑战，并应对病毒大流行造成的任何长期经济创伤。为此，国际金融机构、20国集团(G20)国家和私人贷款机构应与借款国政府合作，创新地设计社会保险方面的干预措施。最初可以债务减免和提供额外贷款或赠款援助为支持，从而启动此类举措。

随着发达经济体和发展中经济体的经济刺激方案出现差异，尤其是这些方案需要解决劳动力市场混乱规模的问题，后一点尤为重要。2020年9月，根据国际劳工组织(ILO)的数据，估计低收入和中低收入国家的财政刺激缺口约为9820亿美元(分别为450亿美元和9370亿美元)。这一差距代表了这些国家需要多少资源，才能达到相对于高收入国家工作时间损失的平均刺激水平。他说，缩小差距不仅需要发达经济体、发展中经济体和国际金融机构之间的协调，还需要在社会政策方面采取创新的方法。这可以包括上文所述的个性化、灵活和便携的社会保险方案，以及为增加正式就业所作的有针对性的努力。

最近，乔·拜登(Joe Biden)当选美国总统，为美国和二十国集团在这一问题上的领导力提供了机会，并与其他G20成员合作。在美国，拜登的1.9万亿美元经济救助计划包括资助个人的私人医疗保险和救助失败的养老金计划。拜登总统的新财政部长、劳工经济学家耶伦(Janet Yellen)将监督国际金融机构的资本重组和任何可能的改革。将组织和财政注意力导向解决非正式部门问题的结构性改革的努力，也将有利于民主党的劳动力基础，同时在总体上，更具体地说，在布雷顿森林体系和发展领域内重建美国的多边领导地位。作为2021年年中下一次七国集团峰会的主办国，英国也处于有利地位，它主张对这些问题进行广泛地重新审视，并推动适当的改革。

为全球20多亿非正规部门的工人和不断增长的零工和兼职工人大军提供社会保险，有这充足的、令人信服的经济理由。这些论点包括提高生产力、扩大消

费市场、帮助政府和市场产生长期收入的潜力。对于最终解决被全球化甩在后面的工人阶级的需求，还有一些道德上的争论。然而，最紧迫和最重要的理由是政治上的。1944年，在反思大萧条和第二次世界大战造成的经济破坏时，罗斯福总统承认，饥饿和失业的人是独裁统治的组成部分。在不平等攀升至历史水平之际，全球对民主的共识正在瓦解，公众对政府的信任在下降，民族主义和民粹主义在抬头，解决新工党阶级的复杂、不安全问题的新社会契约将大大有助于重新塑造和恢复全球市场经济和自由国家和国际秩序的社会经济基础。

---

本文原题为“Developing Social Insurance Schemes for Informal and ‘gig’ Workers—Adapting to Post-COVID-19 Realities”。本文作者是 Christopher Sabatini，现任英国皇家国际事务研究所拉丁美洲高级研究员，曾任哥伦比亚大学国际与公共事务学院讲师。本文于2021年3月发表在简报的全球经济和金融计划系列中。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 即将到来的生产率提升

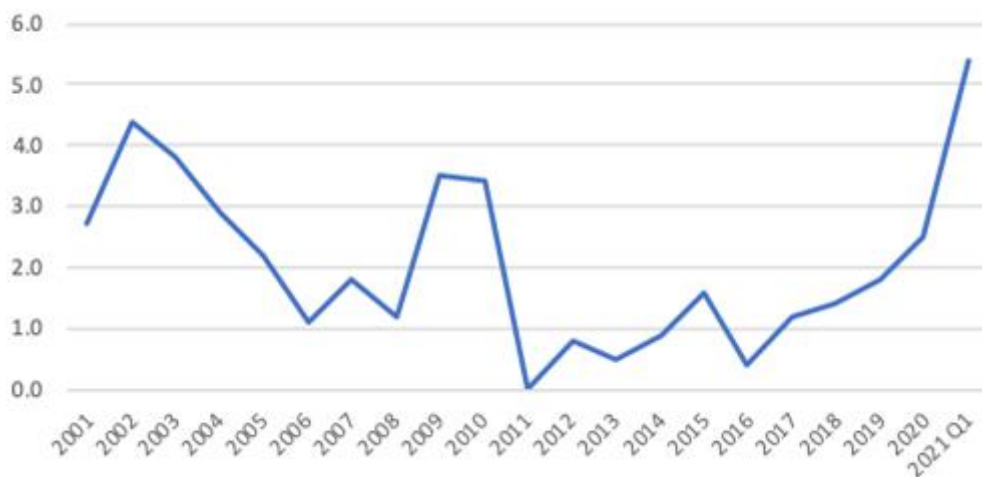
Erik Brynjolfsson and Georgios Petropoulos /文 安婧宜/编译

摘要：人工智能和其它电子技术已经在很大程度上降低了经济增长的提升，但这一状况即将发生改变。技术进步的收益、疫情带来的加速创新、经济高速运行这三个因素都为生产率提高打好了基础。这不仅会带来生活水平的提高，还能够节省出宝贵的资源来实现更加重要的政策议程。编译如下：

过去的 15 年对许多美国人来说都很艰难，但是现在事情有了转好的迹象。

生产力增长是生活标准提高的主要驱动力。从 2006 年以来，生产力增长率平均只有 1.3%，比前一个十年的一半还少。但是，在 6 月 3 日，美国劳动统计局报告，美国劳动生产率在 2021 年第一季度提升了 5.4%。更好的消息是，我们有理由相信这不仅仅是昙花一现，而是预示着一个更好的时代：生产率将会达到甚至超过二十世纪九十年代的高点。

图 1 年均劳动生产力增长率，2000-2021Q1



注：在过去十年中的大多数时候，生产力水平提高并不明显，但有迹象表明，增长率正在提高。

我们对此保持乐观是因为我们的研究表明，大多数 OECD 国家刚刚经过生产力 J 型曲线的最低点。随着如人工智能这样的电子技术的发展，生产率增速正在提高。

### 技术本身无法创造巨大收益

生产力 J 型曲线描绘了历史上在引入新技术突破之后生产率先缓慢增长，再进入一个为期多年的急剧增长。我们和其他人的研究表明，技术本身无法创造巨大的收益。相反，在技术上的投资需要在取得突破前就结合在新业务、技能和其它无形资产上更大的投资，就像当初蒸汽机和电脑提高了生产力一样。比如，在美国工厂使用电力之后，生产力水平在接下来 20 年保持停滞，直到工厂经理重

新设计了生产线，采用了能够发挥电力优势的分布式机器，生产力水平才得以提高。

此次 J 型生产力曲线提升会比以往更快、更迅速，其原因有三。

其一是技术原因。过去十年发生了一系列的技术突破。其中最重要的是人工智能：机器学习算法的进步、数据存储价格的大幅下降和计算机算力的提高相结合，使得公司可以解决视觉、语言、预测、诊断等方面的问题。快速增长的云计算市场使得这些创新技术对小企业来说不再遥不可及。

第二，生物医药科学和能源领域也发生着巨大的变革。在药物发现和发展方面，新技术使得研究者可以优化药物设计，预测蛋白质的 3D 结构。同时，信使 RNA 在疫苗技术上的应用也许能够以一种变革性的方式应对不同的疾病。同时，技术创新还导致太阳能成本的下降和能源转化效率的提升，这对未来的能源结构和生态环境都有重大的影响。

新冠疫情的成本巨大，但疫情使得远程办公等领域在一年内完成了十年的创新。另外，证据表明，就算是在疫情之后，一大部分的工作都会通过远程办公完成，一个新兴的高技能服务业劳动阶层——即所谓的“电子游民”——正在兴起。

结果是，疫情对生产力最大的影响会是长期的。连罗伯特戈登这样对技术进步持怀疑态度的专家此次都比较乐观。工作的电子化和重组让我们来到了 J 型曲线的拐点。

第三个对生产力保持乐观的原因是美国采取了激进的财政和货币政策。近期针对疫情的纾困计划可能会把失业率从 5.8%（2021 年五月）降低到疫情前 4% 以下的水平。让经济以低失业率运行也会加快生产率爆发的时间。低失业率和与之伴随的高工资意味着企业更有动力挖掘技术进步的潜在收益并进一步提高生产率。

当这三个因素组合起来——技术进步的收益、疫情带来的加速创新、经济高速运行——这些都为生产率提高打好了基础。这不仅会带来生活水平的提高，还能够节省出宝贵的资源来实现更加重要的政策议程。

---

本文原题为“The Coming Productivity Boom”。本文于 2021 年 6 月刊于 Bruegel。本文作者 Erik Brynjolfsson and Georgios Petropoulos 为 Bruegel 研究员。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## G7 应全力推进其疫苗议程

Joseph E. Gagnon & Steven Kamin/文 申劭婧/编译

导读：当前，全世界面临的最紧急挑战就是尽快平息疫情。但是目前疫苗的接种量仍远远不够。作者认为，G7 应该身先士卒，促进疫苗的生产和接种。这不仅可以挽救数百万人的生命，而且会带来额外的经济收益，完全可以弥补甚至远超接种成本。编译如下：

当今世界面临的最紧迫的挑战就是平息新冠疫情。为全球 60 亿人口接种将需要大约 120 亿剂疫苗。但到目前为止，全球仅注射了大约 20 亿剂，而且几乎全部在发达经济体。大幅加快全球疫苗接种计划至关重要。正如我们在过去几个月进行的研究表明，它不仅可以帮助挽救数千甚至数百万人的生命，而且还可以通过减少对社交距离的限制和封锁来收回成本，从而促进发展中国家和 G7 内部的经济增长。

在美国总统拜登的领导下，七国集团已经意识到了遏制全球疫情这一挑战的重要性。在 6 月 13 日的声明中，它承诺将采用“端到端的方法”来促进疫苗、原材料、测试、治疗和个人防护设备的生产和分发，并表示将提供资金购买 10 亿剂疫苗，直接捐助近 10 亿剂，同时特别承诺将帮助支持世界上最贫穷的国家应对遏制疫情的挑战。然而，这些承诺只是后续漫长过程的第一步，G7 积极贯彻其雄心勃勃、涉及范围广泛的提议至关重要。我们的研究表明，这是一项将在许多方面获得回报的投资。

在最近的一篇论文中，我们发现如果美国在 2020 年采取更积极的政策，通过为疫苗生产商提供无条件合同来支持疫苗生产，前期成本甚至不足 200 亿美元，但会拯救 35,000 条生命，并在 2021 年使 GDP 增加 640 亿美元。事实上，仅财政影响（更高的税收和更少的福利支出）就会比更快接种疫苗的成本至少多 120 亿美元。这意味着，以这种方式加速疫苗接种实际上不会给美国政府带来任何净成本。

另一篇论文考虑了一种情景，即全球疫情病例和死亡人数从 5 月份的水平急剧下降，这与一项加快疫苗生产和传播，足以在 9 月前将新感染率降至极低水平的计划一致。与健康指标和评估研究所（IHME）提出的疫情状况基线相比，加速疫苗接种会挽救 100 万人的生命，其中大部分在发展中国家，全球 GDP 则会增加约 5000 亿美元，其中大约三分之二的额外 GDP 将来自发展中经济体，三分之一来自发达经济体（由 G7 主导）。

发达经济体进一步加快疫苗接种计划的实施空间目前越来越小，因为其人口中很大一部分现在已经接种。但积极实施 G7 议程可以显著加快发展中国家的疫苗接种速度，挽救生命，并支持经济增长，这也将使 G7 国家的出口商受益。

每个人都将从病毒变异机会减少中受益，因为这种变异可能会重新感染世界各地的人群。

可以肯定的是，甚至在 G7 宣布之前，个别国家和跨国 COVAX 组织已经确认购买了近 120 亿剂疫苗，足以为世界上所有成年人口（15 岁及以上）接种。即使在制造商宣布的生产计划有所下调之后，学者也估计所有这些剂量都可能在 2021 年底前上市。

然而，并非所有正在开发的疫苗都能获得批准，有些可能永远不会获批。制造商可能对他们获得所需物资和设备的能力过于乐观，因为不同制造商其实在争夺相同的资源，而这些资源是有限的。最后，这会导致世界上最贫穷的国家丧失购买疫苗、并迅速将其用于接种的资源。

因此，G7 积极推动加强和加速全球疫苗接种议程的努力具有巨大意义。以下是优先级最高的事项：各国应共同努力，根据 Chad Bown 和 Chris Rogers 的建议缓解供应瓶颈。正如 Monica de Bolle 建议的那样，他们应该优先选择最有希望的疫苗，尤其是被证明在预防 SARS-CoV-2 传播方面更有效的 mRNA 疫苗。同时，G7 应该与其他发达经济体一起，通过赠款和低成本贷款的组合，支持在世界贫穷国家购买和传播疫苗。它的这一承诺与国际货币基金组织和其他多边机构最近提出的另一项涉及范围广泛的提案相吻合，该提案旨在相继为世界人口的 40%（到今年年底）和 60%（2022 年上半年）接种疫苗。估计将耗资 500 亿美元。然而，即使不考虑这可以挽救许多生命的额外价值，这一数额与遏制疫情将带来的经济利益相比也根本不算什么。

总而言之，推动加快全球疫苗接种的步伐是 G7 不容错过的一项投资。

---

本文原题为“The G7 Should Go Full-throttle on its Vaccine Agenda: It Will Save Lives and Pay for Itself”。本文作者 Joseph E. Gagnon 是 PIIE 的资深研究员，Steven Kamin 是美国企业研究员。本文于 2021 年 6 月 21 日刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---



## 疫情如何拯救我们

Ian Goldin / 文 张丝雨 / 编译

导读：尽管新冠疫情造成了死亡，令人悲痛万分，但它可以作为拯救人类的事件载入史册。本专栏认为，疫情已到关键的变革时刻，此时各国政府和公民也证明了他们有能力进行改革。但是在疫情爆发之前，这是不可能的。如果我们要应对人类所面临的关键挑战，制止未来的疫情，并建设一个更加普惠、共同繁荣的世界，那么保持和加强这一改革势头至关重要。编译如下：

尽管新冠疫情造成了严重的死亡，令人悲痛万分，不过它可以作为拯救人类的事件载入史册。它为我们创造了千载难逢的机会，使我们的生活和社会重新走上可持续发展的道路（Schwab and Malleret 2020, Zakaria 2020）。全球调查和抗议活动表明，人们渴望新的思维，而且不愿再回到疫情前的世界。

疫情所带来的正外部性并不能保证我们会生活的更好，但确实使之成为可能。就像是灾难中获救的难民一样，救援使他们能够设想一个更美好的未来。受到正外部性影响的我们，如今更有潜力去创造它。不过，我们首先要穿过一片无人区；我们正在离开疫情前的旧世界，但尚未进入新世界。这时我们会焦虑，并且渴望回到熟悉的世界。这是最危险的，并让人想起了斯科特·菲茨杰拉德的《了不起的盖茨比》中杰伊·盖茨比的话：“往事无法重来？为什么？当然可以！”小说里的故事发生在咆哮的 20 年代中的爵士时代，描绘了 1918 年毁灭性的流感和第一次世界大战之后的繁荣景象。这很可能会重演：压抑已久的社交和消费欲望导致了咆哮的 21 世纪 20 年代。一个世纪前，随着经济大萧条、法西斯主义的兴起和第二次世界大战的爆发，这一切以泪水告终。

### 恶性反弹

在最近出版的一本书（Goldin 2021）中，我认为回归“一切如常”的状态或“反弹”意味着我们将朝着导致如今灾难的方向前进。其他广泛使用的表达方式也同样令人担忧。“向前发展”意味着我们沿着通向悬崖的同一条轨道向前发展。世界经济论坛呼吁的“大重置”，或者另一个流行短语“重启”，意味着我们需要回到设置好的程序，但我们实际需要的是一个与此前不同的操作系统。“重建得更好”（拜登·哈里斯政府使用的口号）更加鼓舞人心，但也令人担忧；如果说新冠疫情教会了我们一件事，那就是我们的体系建立在摇摇欲坠的基础上。在不稳定的地基上重建体系，必然导致未来的倒塌。为了预防未来可能比新冠疫情致命得多的流行病，并阻止灾难性气候变化和其他危机，我们需要改变方向。这是可能的吗？以何种方式？

### 改变欲望

新冠肺炎打破了那些阻止我们从旧世界里脱离、拥抱新世界的精神镜像。疫情爆发表明，公民需要做好在必要时刻改变自己行为的准备，政府也需要做好摆脱经济束缚的准备。不作为的旧借口不再可信，当前我们任务是将应对卫生和经济紧急状态的反应，转变为一套积极的政策和行动，以创建一个具有普惠性与可持续发展性的共同繁荣世界。在疫情之前，这似乎是无法实现的，甚至过于理想。

那些需要十年或更长时间才能发生的变化，几乎在一夜之间就发生了。这些积极的变化，使人们对于以下内容有了更深层次的认识：自然的重要性、一线工作人员的作用、科学和专家的贡献、来自家人朋友同事的支持。但是，这一流行病也加剧了各国内部和各国之间的卫生服务与经济不平等，摧毁了许多人的生命和生计，加剧了人们的孤独感和精神疾病。一个高度网络化的世界变得越来越原子化，这可能导致社会和政治两极分化。人们必须紧急处理这一流行病的消极后果，不然它们将给我们留下长期的阴影。

### 摇摆不定

那种认为“社会不存在，只存在自私个体”的观点，现在可以被扔进意识形态历史垃圾箱了。我们目睹了人们的援助，尤其是年轻人对老年人以及一线工作人员对其他人的。年轻人牺牲了他们的社会生活、教育和工作，并承担了巨额债务，来帮助老年人度过新冠肺炎疫情。一线工作人员每天冒着生命危险为养老院和医院提供服务，确保食物的运送、垃圾的收集以及照明。许多人为了他人牺牲了自己的健康。

经济紧缩所带来的难以忍受的代价，以及那种崇尚个人主义、有害于国家的文化已经暴露无遗。在英国，用于政府健康和安全检查的资金在疫情前的十年里减少了三分之二，超过三分之一的一线工作人员担心没有足够的措施保护他们免受新冠肺炎病毒感染。在世界各地，数以千计的卫生工作者由于缺乏有效的个人防护设备而死亡。

社会对每个为美好未来做出牺牲的人都有所亏欠。援助需要转化为以具有普惠性的长期目标为重点的政治议程。1918年，第一次世界大战停战后，英国首相劳合·乔治的口号是：创建一个“适合英雄生活的国家”。<sup>1</sup>但这一易于实现的雄心却失败了，所以我们要从中吸取教训。

### 从历史中学习

世界大战永远地改变了全球的政治和经济状况；梅纳德·凯恩斯认为，人们有必要“从战时紧急情况中攫取积极的社会影响”。<sup>2</sup>在英国和美国，这意味着

---

<sup>1</sup> 大卫·劳埃德·乔治，1918年11月23日，马克·卡尼于2020年4月16日在《经济学人》上引用。

<sup>2</sup> 约翰·梅纳德·凯恩斯，1978，“如何为战争买单”，约翰逊和莫格里奇出版社。

为从二战中归来的士兵提供免费的教育、医疗保健、工作保障、养老金和经济适用房，而这些在战前是绝大多数士兵无法享受的。在全球范围内，第二次世界大战催生了联合国、布雷顿森林机构和马歇尔计划。

此次疫情也将改变一切，从我们个人优先考虑的事情到全球实力，它已经给我们的工作和家庭生活带来了深刻的变化。它标志着个人主义和市场价格至上的新自由主义时代的结束，并预示着政治钟摆重新向国家干预摆动。正如诺贝尔经济学奖得主安格斯·迪顿所指出的，“我们现在面临一系列无法回避的挑战”，这些挑战威胁着社会结构，提供了“一代人只有一次的机会，解决许多人的不利条件，而这些不利条件通过极具破坏性的流行病暴露出来了”（Johnson 等人，2021 年）。

### 全球化

全球化导致卫生和经济危机在全球范围内发生了。然而，为了解决这个问题，我们需要更多全球化，而非更少。如果没有深化的全球政治，我们既无法阻止世界流行病，也无法通过政治去全球化，阻止气候变化或其他任何的重大威胁。经济去全球化将导致世界上数十亿尚未从全球化带来的工作、思想观念和机会中受益的人们继续贫困。这意味着贫穷国的公民无法获得国际疫苗、太阳能电池板、投资、出口、汇款和以及重建国家和创造共同繁荣的未来所迫切需要的思想观念。

如果孤立我们自己和阻止全球化可以使我们免受风险，那么这或许是值得付出的代价。但实际上，这不仅不会降低，反而会增加风险。历史上，对我们生命的最大威胁来自于内部或外部冲突。现在，威胁则来自于任何一个国家都无法控制的力量，这时我们需要国际合作，而不是霸权主义。合作遏制全球威胁，符合每个国家的利益。同样，促进建立一个更有凝聚力且更稳定的社会，符合我们每个人的利益。

### 阻止全球危机

如果我们想共同努力以遏止流行病，我们就需要合作。我们将认识到，自己的生活与世界各地人民（包括那些最贫穷国家的人民）的生活息息相关。新冠疫情已经对我们做出了考验。通过考验后，我们将证明自己也能战胜气候和其他威胁。没有什么是理所当然的。病毒不仅改变了我们未来的可能性和行动，也改变了我们的思维方式、梦想和想象力。

这场流行病表明，与应对肆虐的危机相比，阻止一场危机的代价要低得多。2020 年，各国政府仅用一天时间，就投入了比以往 10 年预防流感所花费的更多的资金。事实上，流行病是不可避免的，而我们未能预防或做好准备，这无疑是一记响亮的警钟。如果人们听说新冠肺炎病毒可以拯救人类，并会向我们提供一

个通向美好未来的入口，我们是否会致力于建设新世界，还是继续以我们危险的方式行事，这是我们面临的历史选择。

---

本文原题为“[How the Pandemic Could Save Us](#)”。作者 Ian Goldin，牛津大学全球化与发展教授，牛津大学巴利奥尔学院教授研究员，2006 年到 2016 年任牛津大学跨学科马丁学院创始主任，前世界银行副行长。他发表过 60 余篇期刊文章和 23 本书，著作包括：《未知领域：未来 100 年生存的 100 幅地图》，《发现的时代：在第二次文艺复兴的风暴中航行》以及《蝴蝶缺陷：全球化如何创造系统性风险，我们该做什么》等书。本文于 2021 年 6 月刊于 VOXEU 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 欧央行负利率政策的效果评估

Grégory CLAEYS/文 桂平舒/编译

导读：2014 年以来，一些央行（包括欧洲央行）在用尽了常规货币宽松措施之后，已经将负利率政策加入了自己的工具箱。有必要了解长期负利率对经济的影响。本文从理论上探讨了负利率的潜在影响和副作用，并在实践中检验相关证据以确定对欧元区产生的影响。编译如下：

### 概要

自全球金融危机以来，世界各地的几家央行在用尽了常规货币宽松措施后，将负利率政策加入了自己的工具箱。

欧洲央行在 2014 年 6 月推出了负利率政策（NIRP），当时它决定首次将存款利率降低到 0% 以下至 -0.1%。自那以后，欧洲央行又四次下调存款利率，每次下调 10 个基点，到 2019 年 9 月达到 -0.5%。

负利率政策在欧元区已经实施了 7 年，市场目前预计利率将至少在 5 年内保持负值。因此，充分理解长期负利率对经济的影响至关重要。

采用负利率政策的央行普遍对利用该政策帮助其实现目标持积极态度。然而，负利率政策仍存在争议，并被指控对金融部门造成了严重的副作用。事实上，各种摩擦的存在（例如实物现金和可能的认知偏差）意味着利率低于 0% 可能会导致货币政策的额外渠道和非线性效应。

在本文中，在转向证据之前，我们看看负利率的潜在（积极和消极）影响，并描述使用这种方法时的潜在工作机制。欧元区 2014 年以来的经验表明，存款工具负利率完全传递到隔夜基准利率，然后沿整个收益率曲线传播。有一些证据（特别是来自丹麦和瑞士的证据）表明，负利率政策也会通过跨境资金流动的变化影响汇率。就银行利率而言，负利率的减息效果似乎与标准的减息没有什么不同。它们都降低了银行的息差，因为银行资产利率比银行负债利率对政策利率更敏感，但这种效应在利率低于 0% 时似乎没有被放大（至少在目前负利率的最低水平上是如此）。负的存款利率意味着在欧洲央行持有超额准备金的银行要付出一定代价。特别是自 2020 年实施大流行紧急采购方案以来，这一费用大幅增加。此外，这一成本集中在欧洲主要金融中心所在的国家（因为向欧洲央行出售资产的投资者在这些国家存放欧元存款）。

关于负利率，一个更困难、更根本的问题是，当利率非常低或为负时，产出、就业和通胀是否仍对这些金融变量敏感。欧洲央行自己的研究相信负利率在中短期内对这些变量的影响是积极的。目前，潜在的负面影响似乎并没有以显著的方式出现。

然而，长期的负利率也可能带来一些中长期风险，特别是在金融稳定方面。随着负利率的出现，金融机构似乎增加了他们的冒险行为。这种冒险行为是否过度还有待观察并需要仔细监控。

现阶段最明显的副作用似乎是持有超额准备金的银行所产生的直接成本。缓解这一问题的最简单解决方案是调整 2019 年实施的双层体系，并增加超额准备金负利率豁免的数量。

如果欧洲央行认为它正在接近逆转利率，但需要提供更多的货币宽松政策，它应该避免再次下调存款利率，而是进一步下调定向的长期再融资操作利率。

负利率持续时间过长可能导致金融不稳定。应对潜在金融失衡的最佳方式是使用宏观审慎工具。然而，欧元区现行的宏观审慎框架可能无法发挥其应有的作用。因此，为宏观审慎工具的使用建立一个更好的机制至关重要，这样它们才能在需要时及时有力地发挥作用。

最后，考虑到当前的经济形势，欧洲央行应该极其谨慎，不要急于退出负利率。即使负利率被证明是无效的，过早退出负利率也将是极其危险的，因为它可能会损害 COVID-19 后的复苏，并破坏欧洲主权债务市场的稳定。

## 1. 引言

自全球金融危机以来，在用尽了传统的宽松措施之后，除了资产购买和前瞻性指引等其他非常规措施，世界各地的几家央行还将负利率政策加入了自己的工具箱。2009 年 7 月，瑞典央行率先将一项政策利率调整为负。紧随其后的是丹麦 (2012 年 7 月)、瑞士 (2015 年 1 月)、日本 (2016 年 2 月) 和欧洲央行 (ECB)。

在欧元区，欧洲央行于 2014 年 6 月推出了负利率政策 (NIRP)，当时欧洲央行管理委员会决定首次下调欧洲央行的存款利率 (DFR) 低于 0% 至 -0.1%，存款利率是自金融危机以来主要的用于影响市场利率的政策利率。此后，欧洲央行又四次下调存款利率，每次下调 10 个基点 (bps)，到 2019 年 9 月降至 -0.5%。

欧洲央行是如何最终诉诸负利率的？从 1999 年欧洲央行成立到 2008 年 9 月雷曼兄弟倒闭，欧洲央行的主要再融资操作利率平均在 3% 左右，而从那以后的 13 年里平均不到 0.5%。一个明显的原因是，在此期间，欧洲央行面临了近一个世纪以来最重要的两次经济危机，所以不得不提供高度宽松的货币政策以稳定价格。另一个更根本的原因是，在过去 40 年里，发达经济体的利率有所下降，它们的央行不得不做出调整。

事实上，根据目前宏观经济共识，央行政策利率的稳定水平应该以中性利率为指导，即与通胀目标和潜在产出相匹配的实际利率，这是由生产率、人口增长和家庭储蓄行为等基本面因素驱动的。该利率无法直接观察到，其测量具有高度不确定性，但大多数估计都指向中性利率显著下降，尤其是自全球金融危机以来

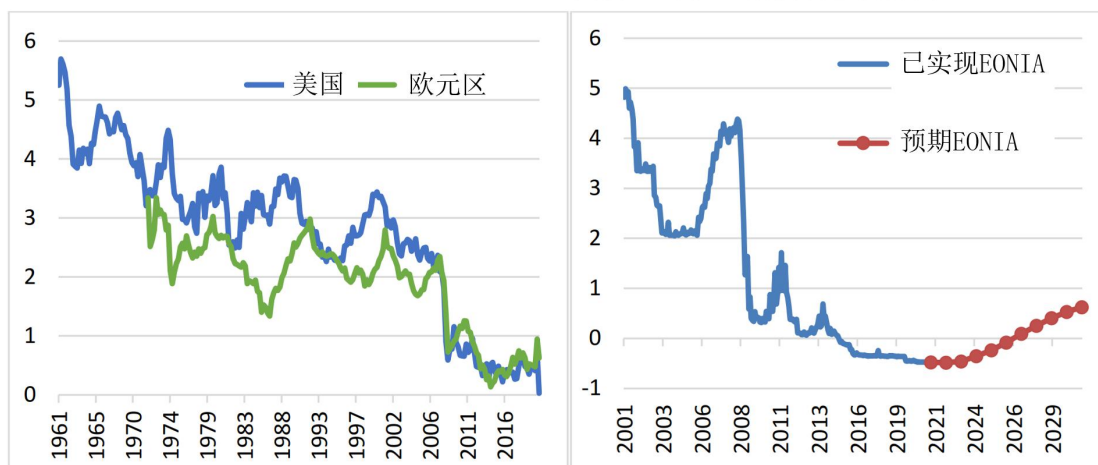
(例如 Holston et al., 2016 的估计, 参见图 1 面板 A)。如果中央银行的反应函数可以通过简单的泰勒规则<sup>3</sup>来表征, 中性利率接近 0%, 通胀目标为 2%, 这意味着欧洲央行的名义稳态政策利率将在 2% 左右。如此一来, 欧洲央行没有足够的常规工具来应对冲击, 因为历史上央行在经济衰退期间已降息约 300 个基点。<sup>4</sup>

因此, 如果中性利率保持在较低水平, 就必须经常使用非常规工具 (可能是负利率), 以便在经济低迷、通胀低于目标水平时, 使货币政策足够宽松。实际上, 市场目前认为, 欧元区隔夜利率至少在 2026 年之前将保持负值 (图 1, 面板 B)。

图1: 利率

面板A: 中性实际利率估计 (%)

面板B: 欧元区隔夜利率预期 (%)



注: 自 2021 年 5 月起的利率预期, 源自不同期限的、提供了合同期限内复利隔夜 EONIA 市场预期信息的 (1 年、2 年、最多 10 年) EONIA 零息掉期。例如, 对 2022 年利率的预期是通过 1 年期掉期给出的下一年 (2021 年) 的预期复利远期利率预期, 以及 2 年期掉期给出的下两年 (2021 年和 2022 年) 的预期复利远期利率预期得出的。

数据来源: 面板 A: Holston et al. (2016), 2021 年更新; 面板 B: Bruegel 基于彭博。

如果负利率政策成为一种常用的货币政策工具, 那么充分了解长期负利率对经济的影响至关重要。参与该实验的中央银行通常对使用负利率帮助他们实现目标 (无论是像欧元区或瑞典那样让通胀接近目标, 还是像丹麦或瑞士那样稳定汇率) 持积极态度 (参见 Schnabel, 2020)。然而, 负利率政策仍存在争议, 并被指责尤其是对银行业造成了重大副作用。因此, 尽管面临与使用该工具的国家相同的危机, 美国联邦储备银行和英格兰银行这两个主要中央银行并未使用该工具。

<sup>3</sup> 根据其原始形式和系数 (Taylor, 1993), 基本的泰勒规则的形式为:  $r = \text{通货膨胀} + r^* + 0.5 \times (\text{通货膨胀} - \text{目标}) + 0.5 \times \text{产出缺口}$ 。

<sup>4</sup> 美联储在 1920 年至 2018 年经济衰退期间平均降息 330 个基点, 英格兰银行从 1955 年到 2018 年平均降息 290 个基点, 德国央行 (先是德国央行, 随后是用欧洲央行) 从 1960 年至 2018 年降息 260 个基点 (Bruegel 基于经合组织、美联储、英国央行和德国央行计算)。

这是因为负利率政策的效果可能不同于传统的正区间降息，而且由于经济中存在各种摩擦（名义利率为 0% 的现金的存在，投资者和家庭的认知偏差，以及财务和法律约束），净效果可能更加模糊。在本文中，我们首先研究负利率的潜在影响，并描述使用该措施时的潜在机制（第 2 部分），然后转向证据（第 3 部分）。我们最后讨论了欧洲央行可以采取哪些措施来减少或避免潜在的副作用（第 4 部分）。

## 2. 央行负利率在理论上的影响

### 2.1 对贷款、产出以及最终的通胀可能产生积极影响

首先，负利率政策是金融危机前 20 年里所使用的主要货币政策工具——降息——的合理延伸。与传导渠道相对复杂的量化宽松（QE）或依赖预期作用的前瞻指导（可能存在时间一致性问题）相比，负利率政策是金融危机以来引入的非常规工具中最常规的，也是一个更机械的工具。

事实上，负利率政策对经济的主要传导渠道应该与传统降息非常相似。必要时，央行降息通过放宽融资条件来提供货币宽松，这往往会促进投资和消费的信贷需求，为政府提供一些财政空间，从而增加总需求和通胀。负的政策利率，只要被传递给银行和市场利率，就应该以同样的方式发挥作用。

然而，各种摩擦的存在（例如，实物现金产生 0% 的名义利率和可能的认知偏差）意味着存款利率低于 0% 可能会导致货币政策在“零利率下限”（ZLB）的额外渠道和非线性效应，或者更准确地说是在“有效利率下限”（ELB）。由于现金存储的成本，有效利率下限可能略低于 0%。因此，在负区域内央行政策降息可能还有其他几个渠道。

首先，下跌可能会对整个收益率曲线产生更大的影响。原因是，首次突破零利率下限或者宣布负利率将是央行未来工具箱的一部分，可能会引导那些原本不认为会出现负利率的投资者修正他们对未来最低利率的预期（通过消除任何非负性限制），从而降低整个收益率曲线上的利率。

其次，标准降息时已经存在的传统投资组合再平衡效应（将投资者推向风险更高的资产以寻求收益）可能会因一些投资者对负利率的厌恶而得到提振。这可能是出于合同原因，例如某些储蓄产品保证按面值赎回。也可能是出于行为原因，例如经济代理人（家庭或公司）受到某种形式的损失厌恶，这可能会导致现金充裕的公司增加固定投资以避免负利率。在银行层面，负利率也可能会促进投资组合的再平衡，因为“烫手山芋”效应促使银行购买各种资产以将负收益准备金转移到其他银行（即使准备金的总水平不能由银行控制，现在主要由欧洲央行资产购买的速度决定）。



第三，在丹麦、瑞典和瑞士等小型开放经济体中至关重要的汇率渠道，也可能在利率为负时走强。传统的降息通过利率平价影响汇率：与合作伙伴的预期利差为负值会导致货币贬值，这反过来往往会促进出口和提高进口价格，从而对产出和通胀产生积极影响。如果跨境资本流动对负利率更加敏感，这种效应可能会增强（同样是因为投资者对负利率的厌恶以及更大的投资组合再平衡效应）。事实上，这就是丹麦在资本流入（因为丹麦在欧元危机期间被视为避风港）导致升值的时候引入负利率政策作为捍卫其与欧元挂钩的工具的理由，货币升值可能会阻碍其出口并将通货膨胀降低到理想水平以下。

最后，如果所有这些积极影响都成为现实（之后还考虑到下面讨论的潜在负面影响），并导致宏观经济前景改善，一般均衡效应也可能对银行盈利能力产生连锁效应。更高的经济活动可能导致信贷需求和银行非利息收入的增加，但它也会提高借款人的信誉，从而改善其资产的信贷质量，减少不良贷款和贷款损失拨备。此外，由银行持有的证券价值增加而产生的资本利得会增加它们的净值，并减少违约（如 Chodorow-Reich, 2014 所讨论的）。银行部门健康状况的改善反过来可以增强银行为经济融资的能力。

## 2.2 对金融业可能产生的负面影响

多数对负利率的批评都集中在对金融业的潜在负面影响上，即可能在某个时候阻碍金融业在为经济融资方面发挥的关键作用。

首先，对于那些存款准备金率高于央行要求的最低准备金率的银行来说，负的存款利率确实意味着直接成本。银行面临的问题是，随着各种资产购买计划的实施，总体而言，银行业流动性过剩，无法避免这种成本。

然而，尽管近年来欧洲央行的银行储备大幅增加，但它们在欧元区银行持有的总资产中所占的份额仍然相对有限。因此，真正重要的不仅是在欧洲央行持有这些储备的直接成本，还包括负利率对银行资产负债表中其他可能降低整体盈利能力的部分的影响。

事实上，如果零利率下限（或有效利率下限）存在非线性阈值效应，负利率也可能导致银行净利息收入的下降。这将在资产回报率降低时发生（因为如上面讨论的那样，负利率导致曲线趋平，就更是如此了）。然而，由于存款利率低于 0%，政策降息并没有完全转化为债务利率的下降。

如果银行不愿将负利率转嫁给存款，因为它们担心家庭或企业将开始囤积现金，或将账户转移到另一家银行以避免负利率，就可能出现这种情况。银行净息差的减少可能会导致贷款量减少或放贷成本上升，因为银行会试图将负利率成本转嫁给客户，以恢复其中间业务利润率。这两种可能性都将减少宽松货币政策向实体经济的传导。然而，正如前面所讨论的，低利率带来的积极宏观影响可以部

分补偿这一影响，这可能导致不良贷款减少，银行持有的资产价值增加，从而改善银行的财务健康状况。哪种效应占主导地位在理论上尚不清楚，这最终是一个实证问题。

负利率还可能影响货币市场基金等非银行金融机构。它们的商业模式（即发行短期、流动性非常强、几乎像现金一样的负债，来投资于流动性安全的资产）可能会受到负利率和收益率曲线变平的双重影响，因为它们的息差本来就很薄。

最后，另一个重要的潜在副作用是投资组合再平衡效应增加的必然结果：如果银行和保险公司等其它金融机构的冒险行为过度，可能会导致泡沫和金融不稳定时期的出现。这是需要考虑的一个关键因素，因为这可能使负利率的使用在长期内产生反作用，即使短期内是积极影响占主导地位。

### 2.3 经济活动对利率的反应可能减少

传统的货币政策，正如过去几十年被所有主要的中央银行所采用的那样，依赖于降低名义利率会刺激经济活动的猜想（见 Woodford, 2003）。如果政策利率的下降传递给市场或银行利率，然后转化为对消费和投资的信贷需求增加，从而增加产出和通胀（如 2.1 节所述），那么这一概念也支持负利率的使用。这就是上面讨论的中性利率背后的想法：只要中央银行能够充分降低利率（通过标准降息，或通过负利率、量化宽松，或在达到零利率下限时的前瞻性指导），它应该能使通胀回到目标并确保经济处于充分就业状态。在这种情况下，问题更多的是如何降低到足够低的水平，而不是能否做到。

然而，在多年过低的通胀之后，能够达到这样一个中性利率的想法现在正受到质疑。如果没有其他政策（财政和结构性政策）的支持，仅通过降低利率是无法实现充分就业和目标通胀的。这可能是因为负面影响开始占主导地位的“反转利率”<sup>5</sup>将高于假定的中性利率，或者更简单的原因是产出对利率的敏感性不像通常认为的那么大。

这背后可能有多种原因（Stansbury 和 Summers, 2020）。产出和通胀对降息的敏感度可能比过去低，因为经济中的部门发生了变化（转向对利率不太敏感的部门），或者因为固定资本投资不如以前敏感（例如，因为实物资本贬值更快，且无论利率如何都需要经常更换）<sup>6</sup>。当利率低或为负时，它也可能减少（例如，一些家庭的最低储蓄水平受到低利率的负面影响<sup>7</sup>）。在经济衰退期间，产

<sup>5</sup> Brunnermeier 和 Koby (2018) 创造的表达（和形式化的概念）。

<sup>6</sup> 或者，正如 Geerolf (2019) 所讨论的，可能是固定资本投资从来都对利率不太敏感，而企业只在需要生产更多以满足不断增长的预期需求时进行投资，正如投资加速器模型中所假定的那样。

<sup>7</sup> Guerrón-Quintana 和 Kuester (2019)，探索了养老金制度对货币政策设计的影响，表明如果公共养老金制度不够慷慨，长期低利率会降低总体活动。

出对利率的反应也可能会降低（如果企业对未来需求过于悲观）。或者，在长期低利率之后，它也可能会下降（例如，因为对耐用品或住房的需求已经得到满足，或者因为代理商已经负债累累）。最后，实体经济对利率的反应可能是不对称的：经济主体对加息的反应可能与对降息的反应不同（例如，因为当央行收紧政策时，信贷约束就会变得具有约束力）。由于所有这些可能的原因，负利率（以及一般的货币政策）可能不足以实现充分就业和价格稳定。

### 3. 央行负利率在实践中的影响

在实践中，这些积极和消极的影响是并存的。哪一个占主导地位取决于多个参数，尤其是负利率的幅度。反转利率代表的是消极影响开始占据主导地位以及进一步降息将产生反作用和收缩的利率。<sup>8</sup>

然而，这也将取决于经济的结构特征：银行在金融部门（相对于市场）的突出地位、银行的金融结构、家庭的厌恶情绪以及非金融企业在负利率方面的行为，持有现金的成本（存储、运输、保险，以及银行存款提供的电子支付的便利）等。这意味着负利率的净影响可能因时间和国家而异。在本节中，我们将查看证据，了解自 2014 年引入负利率以来在欧元区实践中的影响。

#### 3.1 向市场（利率和汇率）的传导

负政策利率如何传导至主要基准市场利率？鉴于欧洲央行通过各种再融资操作（LTRO 和 TLTRO）和资产购买计划（特别是自 2015 年以来）引入了大量准备金，使得欧元区银行业的流动性充裕，存款利率事实上已成为欧洲央行影响市场利率的主要政策利率。就短期利率而言，我们观察到从欧洲央行的存款便利利率到欧洲央行的操作目标利率 EONIA（最近被 STR 取代）的完全传递。正如图 2 面板 A 所示，突破零利率下限并没有影响从政策利率到隔夜利率的传导（相反，甚至 EONIA 的波动性似乎有所降低）。

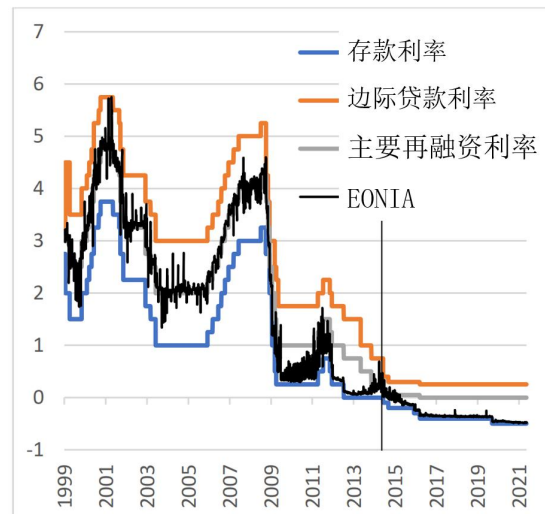
关于收益率曲线的其余部分，在引入负利率后，在图 2 面板 B 中欧元区国家长期收益率的下降肉眼可见，表明这已导致投资者修正了他们对未来政策利率可能走向的预期。这一观察结果被文献正式证实。Christensen (2019) 研究了所有采用负利率的国家的市场利率反应，发现政府债券收益率的整个横截面都对引入负利率表现出立即、显着和持久的反应，其中对 5 年期国债收益率的影响最大。Rostagno et al. (2021) 证实，欧洲央行的负利率蔓延至整个主权收益率曲线。根据他们的说法，长期利率对负利率政策的反应甚至大大超过了对传统降息的反应。

---

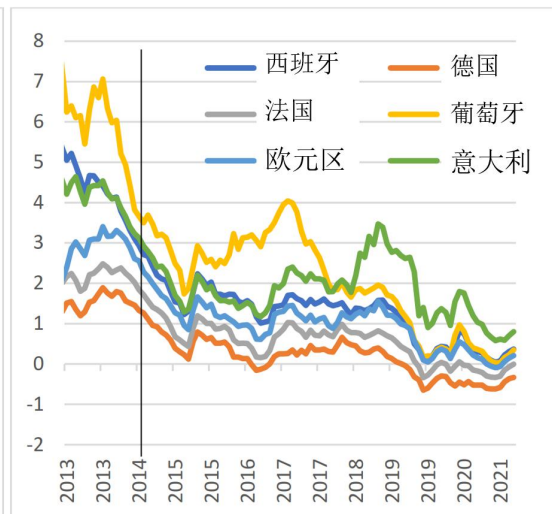
<sup>8</sup> “反转利率”的概念与有效利率下限的概念相关但又不同，因为后者代表代理人对持有存款和现金无差异的利率，并且应该略微为负以考虑持有现金的成本/风险。因此，反转率的水平可能高于或低于有效利率下限。

图2：欧元区的政策和市场利率

面板A：欧洲央行利率和EONIA (%)



面板B：政府债券收益率:10年期(%)

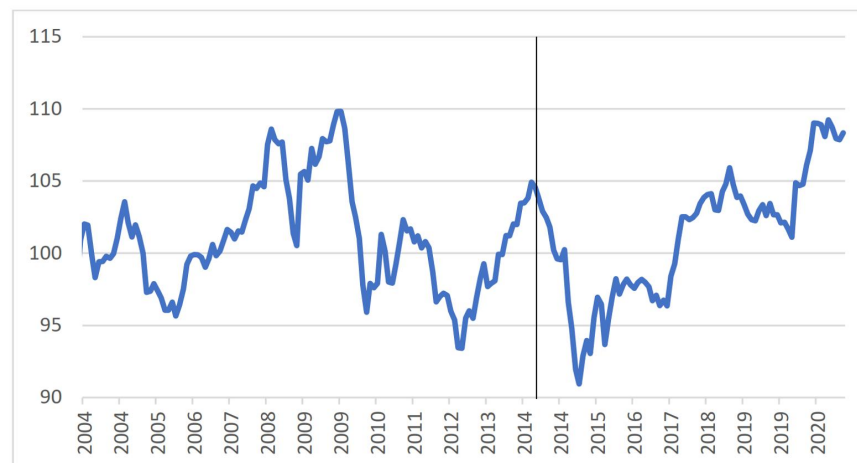


注：黑色竖线表示 2014 年 6 月欧元区引入负利率政策。

数据来源：Bruegel 基于欧洲央行和 FRED (<https://fred.stlouisfed.org>)。

关于负利率对汇率的影响，尽管在实施负利率之后欧元大幅贬值（如图 3 所示），但文献中的证据喜忧参半。虽然 Hameed 和 Rose (2017) 没有发现负利率政策对汇率的演变有重大影响，但在丹麦和瑞士，它们各自货币的升值似乎因引入负利率而停止，这导致了跨境银行流动的调整（参见 Khayat, 2018 关于丹麦；Basten 和 Mariathan, 2018, 关于瑞士）。更一般地说，Ferrari et al. (2017) 还表明，当利率较低时，汇率对政策利率变化的敏感性更强。

图3：欧元名义有效汇率



注：指数 2010=100。名义有效汇率以双边汇率的几何加权平均计算。黑色竖线表示 2014 年 6 月欧元区引入负利率政策。

数据来源：Bruegel 基于 BIS 和 FRED (<https://fred.stlouisfed.org>)。

## 3.2 负利率对银行的影响

### 3.2.1 欧元区银行负存款利率的直接成本

首先，顾名思义，负存款利率意味着对商业银行存放在欧洲央行的过剩流动性收取的直接成本。在欧元诞生的第一个十年，银行在欧洲央行并没有持有过剩的流动性，只持有足够的准备金来满足央行正式要求的准备金（图 4，面板 A）。

然而，随着金融危机和 COVID-19 危机的爆发，欧洲央行向银行业注入了大量准备金。欧洲央行的银行总准备金从 1999 年初的约 100 亿欧元（占 14 万亿欧元的欧元区银行总资产的 0.7%）增加到 2021 年 4 月的 4 万亿欧元以上（占 36 万亿欧元总资产的 11.3%）。

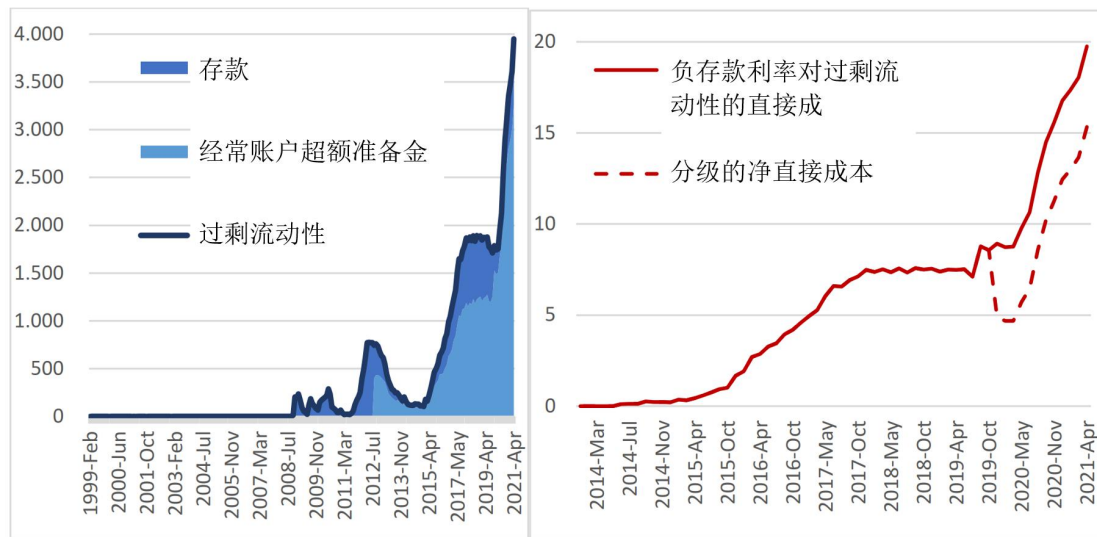
起初，欧洲央行主要通过再融资操作（MRO 和 LTRO）注入准备金。这意味着银行可以控制他们想要持有的准备金数量，因为他们可以选择参与这些操作。因此，在金融危机之前，没有一家银行试图将准备金保持在高于要求的水平（见图 4 中的面板 A）。在金融危机期间（2008-2012 年），一些银行决定持有额外的准备金以应对可能出现的流动性短缺，但在欧元危机结束后逐渐减少了这些准备金。然而，随着 2015 年公共部门购买计划（PSPP）的启动，银行失去了对准备金总量水平的控制。从那时起，这个水平完全由欧洲央行决定，因为央行为购买创造的准备金不可避免地最终成为银行的存款。随着 2020 年大流行紧急购买计划（PEPP）的加入，过剩流动性现在迅速接近 4 万亿欧元（图 4，面板 A）。

受此影响，银行持有过剩流动性的直接成本也大幅上升。在 2017 年至 2019 年期间每年稳定在约 75 亿欧元后，欧洲央行决定于 2019 年 9 月实施两级体系，即免除部分超额准备金的负存款利率（相当于法定准备金的六倍）。这导致银行产生的直接成本大幅下降，从约 85 亿欧元降至 46 亿欧元。然而，随着 PEPP 于 2020 年 3 月推出，银行的成本（即使有分层）现在已经增加到每年 150 亿欧元左右（图 4 面板 B）。

图4：欧洲央行持有的过剩流动性和欧元区银行的直接成本

面板A：流动性过剩(亿欧元)

面板B：银行业的负存款利率直接成本(亿欧元)



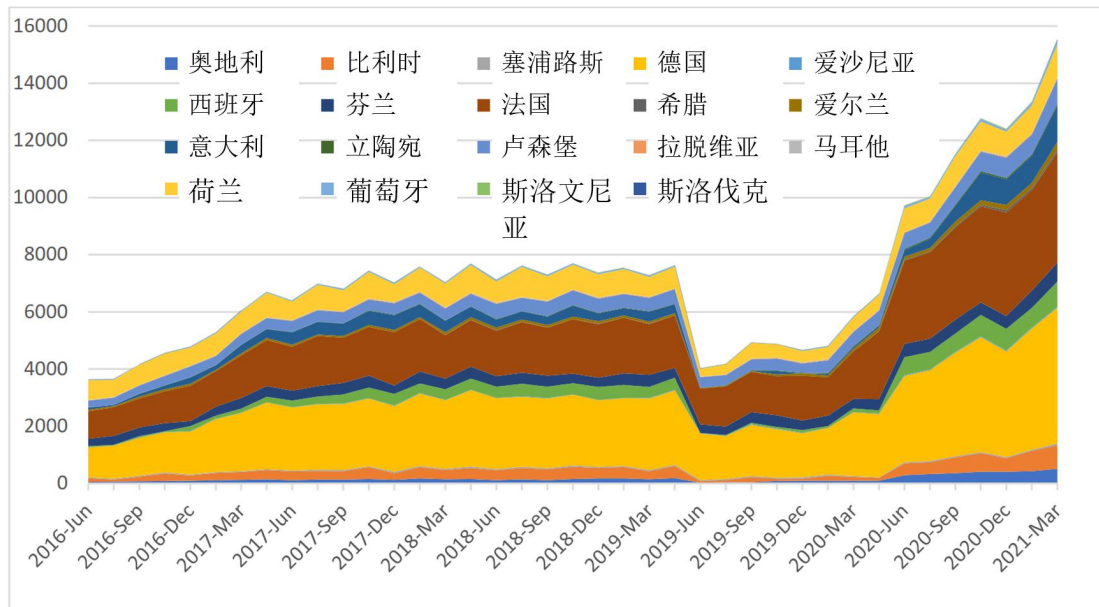
注：流动性过剩被定义为存款工具中的存款减去对边际贷款工具的追索权加上超过最低准备金要求的经常账户持有量。直接成本以超额流动性（如面板 A 中定义的） $\times$ （-存款利率）来衡量。扣除分级的直接成本计算公式为：直接成本-分级准备金 $\times$ （-存款利率），其中分级准备金=豁免负利率的超额流动性，即从 2019 年 6 月以来为整个银行业所需准备金的 6 倍，在引入分级前为 0。

数据来源：Bruegel 基于欧洲央行。

此外，这一成本在整个欧元区分布不均（图 5 面板 A），主要集中在德国、法国、荷兰、卢森堡和芬兰（2019 年 7 月高达 95% 的成本在这些国家发生，但已降至 72%）。正如 Darvas 和 Pichler（2018）所讨论的，流动性过剩集中在在这五个国家的主要原因是，购买了大部分资产的欧洲央行交易对手的总部都在欧元区以外，它们的欧元流动性存放在欧元区几个金融中心的银行账户中。

图5: 各国负存款利率的直接成本

面板A: 每个国家的年化直接成本(百万欧元)



面板B: 每国的直接成本和利润及其比例 (百万欧元和百分比)

	隐含的年度直接成本			银行利润			直接成本占银行利润之比		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
奥地利	132.2	1487	99.6	5735.5	6246.7	6133.6	2.30%	2.40%	1.60%
比利时	298.4	375.5	194.7	7811.7	7333.8	7330.2	3.80%	5.10%	2.70%
塞浦路斯	36.7	42.6	39.6	-730.4	346.9	132.7	-5.00%	12.30%	29.80%
德国	2211.2	2470.7	1954.6	10425.1	9086.8	6924.8	21.20%	27.20%	28.20%
爱沙尼亚	12.6	15.1	15.9	311	396.5	277.9	4.00%	3.80%	5.70%
西班牙	255.8	395.8	189.5	18606	21611.9	18569.3	1.40%	1.80%	1.00%
芬兰	359.3	376.1	359.8	1921.2	4050.9	2419.7	18.70%	9.30%	14.90%
法国	1597.1	1726.8	1567.2	29348.7	31627.5	32362.6	5.40%	5.50%	4.80%
希腊	0.2	7.9	2.9	-450.5	-97.9	210.5	0.00%	-8.10%	1.40%
爱尔兰	65.6	83.3	55.5	4689.1	4583.3	2255.2	1.40%	1.80%	2.50%
意大利	385.3	346.5	128.4	15293.5	11800	10630.2	2.50%	2.90%	12%
立陶宛	10.7	15.6	19.5	3670	494.4	318.3	2.90%	3.20%	6.10%
卢森堡	376.6	468.6	411.9	3502.1	3459.1	2668.5	10.80%	13.50%	15.40%
拉脱维亚	16.6	18.7	17.6	210	155.9	157.1	7.90%	12.00%	11.20%
马耳他	13.1	16	14.8	305.6	221.4	255.8	4.30%	7.20%	5.80%
荷兰	774.2	867.9	538.9	13463	12632.3	11623.5	5.80%	6.90%	4.60%
葡萄牙	28.2	41.2	18.6	1035.1	-308.6	719.3	-2.70%	-13.30%	2.60%
斯洛文尼亚	10	11.3	8.9	494.3	550.1	553.2	2.00%	2.00%	1.60%
斯洛伐克	3	3.3	1.6	346.6	442.3	355.4	0.90%	0.70%	0.50%

注:直接成本的计算方法与图4相同。利润是通过银行的净资产收益率间接获得的。

数据来源: Bruegel 基于欧洲央行。

在一些国家，这些成本在欧洲银行产生的利润中占有不可忽视的份额（图 5，面板 B）。然而，这些成本所代表的利润份额在整个欧元区也有很大差异。在这方面，法国和德国之间的比较是有启发性的。尽管这两个国家的银行都在超额准备金中占有很高的份额，因此承担了高昂的成本，但将这些成本与银行业产生的利润相比，情况就大不相同了。虽然与欧洲央行负存款利率相关的成本占德国银行利润的 28.2%，但这仅占法国银行 2019 年利润的 4.8%。这表明负存款利率并不是一些国家银行盈利能力低下的主要原因，而是存在一些影响这些国家银行盈利能力的结构性（效率）问题。

银行规避与负存款利率相关成本的唯一方法是将欧洲央行准备金转换为现金。实际上，自欧洲央行开始对超额准备金实行负利率以来，欧元区货币和金融机构持有的现金有所增加。尽管如此，与超额准备金相比，金额仍然微不足道，而且这一变动仍主要限于德国银行（欧洲央行，2018）。这可能意味着政策利率仍高于或接近有效利率下限<sup>9</sup>。目前这仍然是一个相当有限的现象，但如果这种向现金的转变变得更加普遍，它可能会减少从政策利率到隔夜市场利率的传导。

### 3.2.2 对商业银行资产负债表其他组成部分的影响

然而，即使超额准备金在银行资产负债表中的份额在过去 10 年中大幅增加，但仍相对有限（约为 11%）。因此，如果银行的期限转换业务模式不受负利率的影响，则与超额准备金相关的成本是可控的。事实上，与仅对过剩流动性强加负存款利率相比，信贷和存款利率之间的利差压缩和曲线普遍趋平会降低期限转换的回报，这对银行的整体盈利能力的损害更大。

负政策利率是如何传导至欧元区银行利率的？为了回答这个问题并确定银行的净息差是否被压缩，我们分别考察家庭和企业的贷款利率和存款利率。图 6 显示了这四种不同的银行利率。用肉眼很难准确地看到政策利率如何影响这些银行利率，以及影响是否在零利率下限/有效利率下限之下发生变化，但我们简单的计量经济分析（详见专栏 1）证实，对于所有利率总体上传递是不完全的。换句话说，政策利率（由 EONIA 作为代理变量）下降 1 个点并不能完全转化为银行利率下降 1 个点。但我们发现，银行资产（贷款）利率的传导明显高于其负债（存款）利率。企业的传递效率也高于家庭（见表 2 中的详细结果）。

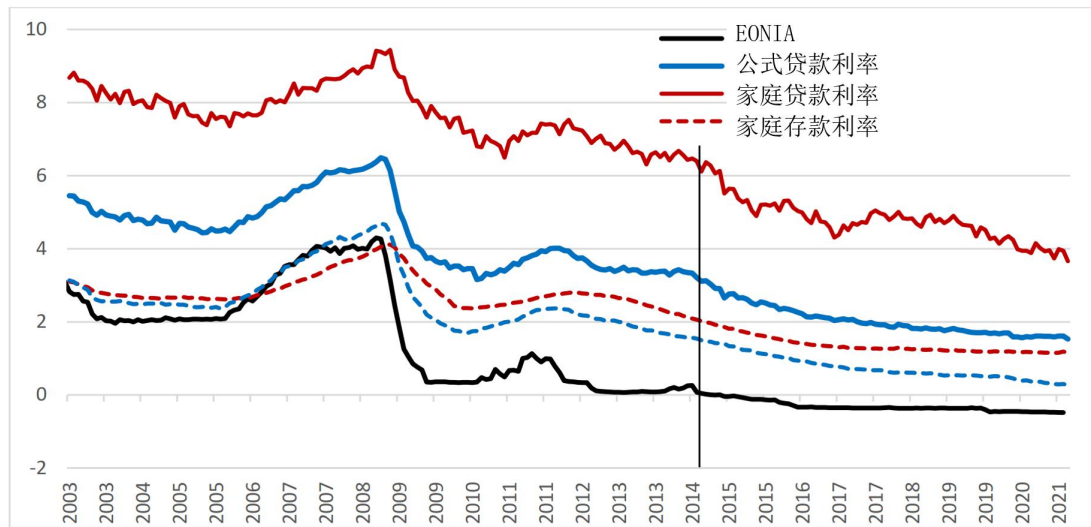
总体而言，我们的结果表明降息确实压缩了银行的息差。然而，我们还会检查当 EONIA 变为负值时（以及当 EONIA 低于其他更负值的阈值，降至-0.5%时）关系是否发生变化，并且我们没有发现任何证据表明这种效应在存款利率低于 0% 时存在非线性。换句话说，货币政策宽松似乎对银行的净息差有负面影响（至

<sup>9</sup> 这与 Rostagno et al. (2016) 的估计结果是一致的。他们基于持有现金的成本为 0.4% 再加上现金交易的一些额外不便，对有效利率下限的估计为-0.7%。



少是直接的，因为货币政策放松间接带来的经济改善可能在中长期抵消这种影响<sup>10)</sup>，但负利率水平的降息似乎并没有显著放大这种对银行利润率的负面影响。

图6：家庭和公司的综合银行利率(%)



注：利率是按期限/贷款类型应用的利率的加权平均值。例如，“家庭存款利率”是期限在2年以下和2年以上的年化协议利率的平均值，按期末剩余未偿还金额加权。详情见专栏1。黑色竖线表示2014年6月欧元区引入NIRP。

数据来源：Bruegel 基于欧洲央行。

家庭存款利率仍高于0%的事实通常被解释为非线性：银行不会将负利率传递给家庭存款，因为它们害怕储户提取现金（因为现金不能接受负利率）。但此利率仍大于0%也有可能因为它通常的粘性。尽管非金融企业的现金囤积风险与家庭相似，但降息通常会更快地传递给企业存款，降息实际上已导致一些银行对其存款实行负利率：非金融企业隔夜存款的欧元区平均利率仍为正，但在德国，特别是在荷兰的平均利率为负（Schnabel, 2020）。

关于现金囤积，如前所述，银行将储备转换为现金的可能性仍然很小。家庭和企业的存款也是如此。现金囤积还没有发生，可能是因为存款的负利率仍然低于存储现金的成本，也因为银行存款和电子支付的便利性（特别是随着最近网上购物的增加）。

然而，我们的结果也意味着，降息（无论低于或高于零利率下限）对银行的影响将取决于它们的金融结构，特别是它们的资产和负债构成（这在不同的银行和国家是不同的）：如果一家银行严重依赖家庭存款，而对家庭和企业的贷款利率下降幅度大于存款利率，那么它的净利息收入尤其会下降。

<sup>10)</sup> 导致宏观层面改善的一个重要渠道是，银行息差的损失意味着家庭和企业的收益，因为它们可以以更低的成本借款，而存款利率的降幅没有那么大。

文献一般表明，在欧元区，银行的总体盈利能力并没有受到引入负利率的特别影响（Jobs and Hin, 2016； Stráský and Hwang, 2019），部分原因是资产价值的增加和更强劲的经济活动抵消了负面影响。但文献也表明，家庭存款比例较高的银行要么盈利能力受到利率下降的影响更大（Heider 等人，2019），要么通过不降低贷款利率来弥补（Amzallag 等人，2019）。

#### 专栏 1：估计货币政策对银行利率的传递

为了评估央行政策利率的变化对银行利率的影响，我们首先构建了家庭和企业的贷款和存款的综合利率。利用欧洲央行的数据，我们根据其金额相对于其类别（向家庭发放的其他贷款）的重要性对具有不同期限和使用目的的各种利率（例如，期限超过 10 年的购房贷款）进行加权。

这为我们提供了欧元区四个复合时间序列的利率。接下来，我们探讨货币政策利率（以 EONIA 为代理变量）与这些不同的银行利率之间的关系。首先，我们用以下回归估计两个变量之间的长期关系：

$$i_t^b = \beta + \lambda i_t^p + \epsilon_t$$

其中， $i_t^b$  是给定的银行利率（如家庭贷款利率）， $i_t^p$  是货币政策利率（以 EONIA 为代理变量）。下面的表格总结了四种利率的结果。

表 1：政策利率和银行利率的关系

	家庭存款利率	公式存款利率	家庭贷款利率	公司贷款利率
$\lambda$	0.46***	0.73***	0.92***	0.92***

\*\*\*表示在 1% 阈值有统计学意义。

资料来源：Bruegel。

结果表明，所有利率的传递都是不完全的。换句话说，政策利率下降 1 个百分点并不意味着银行利率下降 1 个百分点。此外，这些结果表明，对银行资产（贷款）的利率传递明显高于银行负债（存款）。类似地，企业的传递高于家庭。

接下来，我们看看政策利率变化对银行利率的短期影响，以便评估由于利率为负，这种关系是否已经改变。我们估计了以下回归：

$$\Delta i_t^b = \beta_0 + \beta_1 (i_{t-1}^b - \lambda i_{t-1}^p) + \beta_3 \Delta i_{t-1}^b + \beta_4 \Delta i_{t-1}^p + \beta_5 \mathbb{1}_{i_t^p < 0} + \beta_6 (\mathbb{1}_{i_t^p < 0} \times \Delta i_{t-1}^p) + \epsilon_t$$

其中  $\Delta i_t^j = i_t^j - i_{t-1}^j$  中  $j = \{b, p\}$ ,  $(i_{t-1}^b - \lambda i_{t-1}^p)$  是一个带有方程 1 误差项（即 t-1 期银行利率的实际值与预测值的差）的向量。 $\mathbb{1}_{i_t^p < 0}$  是虚拟变量，当政策利率低于 0 时为 1。 $\mathbb{1}_{i_t^p < 0} \times \Delta i_{t-1}^p$  是政策利率为负时，政策利率变化的交乘项。换言之， $\beta_4$  是 t-1 期货币政策利率变化对银行利率变化的影响， $\beta_6$  是利率为负时的额外影响，这意味着当利率为负时，传递会发生变化。

表 2：在负利率情况下，与银行利率的关系

	家庭存款利率	公式存款利率	家庭贷款利率	公司贷款利率
	0.46***	0.73***	0.92***	0.92***
短期影响 ( $\beta_4$ )	0.07***	0.18***	0.34***	0.52***
当利率为负时的额外影响 ( $\beta_6$ )	-0.01	-0.27	-0.6	-0.65

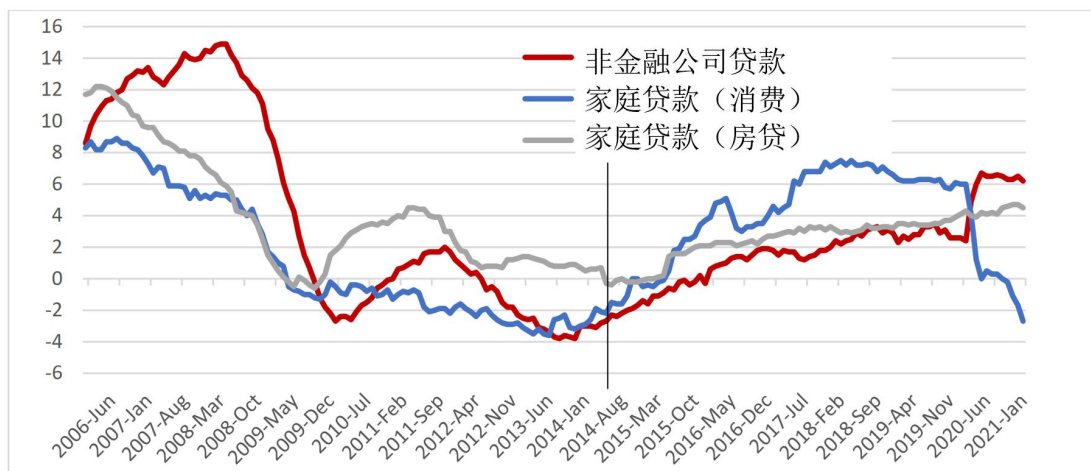
\*\*\*, \*\*, \* 分别在 1%、5%、10% 阈值下具有统计学意义。

资料来源：Bruegel。

虽然政策利率短期变化的系数证实了对银行资产（贷款）的传递强于负债（存款），公司强于家庭，但相互作用变量的影响在统计上并不显著。这表明，当政策利率为负时，政策利率和银行利率之间的关系没有变化。换句话说，没有什么表明在阈值为零以下存在非线性效应。我们通过每次低于 0%10 个 bps (-0.1%，-0.2% 等) 来测试其他阈值，并发现类似的结果。

这对银行放贷量有何影响？无论是家庭贷款还是非金融机构贷款，从负利率引入到 COVID-19 危机期间，贷款稳步增长（图 7）<sup>11</sup>。然而，将负利率政策的影响与其他潜在的驱动因素分开是极其困难的。这种强劲增长的部分原因肯定可以用 2014 年至 2020 年欧元区的复苏来解释（这使得贷款需求增加），但至少在总体水平上，我们观察到既没有减少放贷，也没有提高利率来弥补利润损失（图 6）。这表明，初看之下，就银行放贷量而言，经济对负利率的反应与对正值降息的反应相似。关于这个问题的文献研究结果不一，但一些研究证实，在引入负利率后，银行确实增加了放贷量，特别是那些较少依赖存款的银行（如 Heider et al., 2019）。

图7：欧元区对私营部门的银行贷款(同比，%)



注：黑色竖线表示 2014 年 6 月欧元区引入负政策利率。

数据来源：Bruegel 基于欧洲央行。

总结负利率对银行的影响，仍然有两个重要的警告。首先，所讨论的证据和文献（在欧元区以及其他采用负利率政策的司法管辖区）是在负利率相对接近于 0% 的情况下收集的。这意味着在更低的利率下仍可能出现强的非线性。其次，对银行的影响也可能随着时间的推移而变化。长期负利率的影响可能有所不同：一开始，这种效应是积极的，因为一次性按市值计价重估占主导地位，但是，如果负利率是长期的，到期资产会逐渐被低收益贷款所取代，这可能会导致息差持续下降。此外，一开始由交易量增加和费用增加补偿的净利息收入减少可能不会持续（或者银行将不得不调整其业务模式，以便更多地依赖费用而不是利差）。

### 3.3 对宏观和金融稳定的影响

<sup>11</sup> 2020 年 3 月之后的数据显然受到了经济政策（如政府为银行贷款提供担保）和为应对新冠肺炎疫情危机而实施的封锁的影响，这两种政策分别导致了企业的高借贷和家庭消费的低借贷。

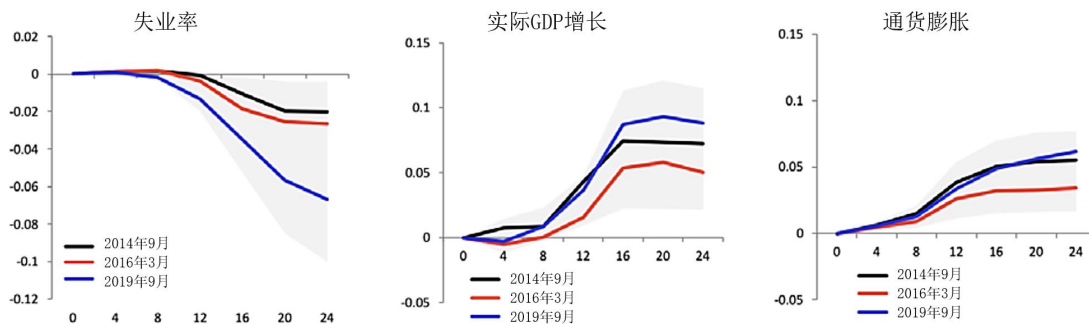
这无疑是最难回答和最关键的问题。目前，有关负利率影响的文献正在迅速扩大，但在负利率的宏观影响或负利率对金融稳定的长期影响方面，尚未形成明确的共识。

由于各种原因，要准确衡量负利率政策的宏观效应仍然非常困难。首先，同时期存在其他各种非常规措施，很难将其与负利率分开。其次，负利率政策只在少数国家采用。最后，也可能存在选择偏差，因为那些得出不太有利的成本收益分析结论的央行可能决定不使用负利率政策（美联储和英国央行可能就是这种情况）。

在宏观效应方面，欧洲央行的债券普遍对负利率政策的影响持积极态度（这并不令人意外）。他们通常找到一个积极的（尽管不是很高）负率对输出的影响，就业和通胀相比，没有消极的反事实的利率（见图 8 借用 Rostagno et al., 2021），而逆转率还没有一个有效的欧元区的担忧。

在宏观影响方面，欧洲央行的论文通常（并不奇怪）对负利率政策的影响持积极态度。与没有负利率的反事实情况相比，他们通常发现负利率对产出、就业和通胀的积极（尽管不是很高）影响（参见图 8，来自 Rostagno et al., 2021），并且在现阶段，逆转利率在欧元区还不用担忧。

图8：欧洲央行三次降息(10个基点)对宏观变量影响的估计



注：他们的分析基于贝叶斯向量自回归（BVAR）模型，该模型有 17 个变量和一个密集的、受控的事件研究识别方法。阴影区域反映了在模拟样本上获得的中值响应的分散情况。详细方法细节参见 Rostagno et al. (2021)。

数据来源：Rostagno et al. (2021) 图 12.1。

然而，尤其是从长远来看，其他论文对负利率的积极宏观影响更为怀疑。特别地，Stansbury 和 Summers (2020) 广泛地记录了近几十年来产出、就业和通胀对利率的敏感性可能下降的所有可能原因，以及为什么这可能与负政策利率的论点背道而驰。作者收集的证据绝对发人深省，但在现阶段，它并没有提供清晰的图景和整体宏观效应的量化。此外，收集的证据主要是关于美国的，鉴于两个

经济体的运作存在巨大差异（例如，在金融部门、住房市场、社会安全网和养老金体系以及家庭行为中），欧洲可能会有很大不同。

然而，负利率可能适得其反的一个特殊原因是，低利率和负利率会对金融稳定产生长期影响，并导致泡沫的形成并最终导致金融压力事件。有强有力的证据表明，由于负利率，欧元区的金融机构增加了风险承担并开始寻求收益（Bubeck et al., 2020; Heider et al., 2019）。然而，如前所述，增加风险承担和推动金融机构重新平衡其投资组合本质上不是宽松货币政策的缺陷，但很难说这种额外的风险承担是否和何时变得过度。

#### 4. 结论：我们知道什么，欧洲央行应该做什么？

尽管文献方兴未艾，但关于负利率政策效果的争论尚未完全解决。

尽管如此，我们已经了解了一些关于负利率如何运作的知识。首先，欧元区2014年以来的经验表明，负存款利率完全传导至基准隔夜利率，然后沿整个收益率曲线传播。其次，也有一些证据（特别是来自丹麦和瑞士）表明负利率政策还通过跨境流动的变化影响汇率。第三，就银行利率而言，尽管有些人担心负利率政策对净息差和银行盈利能力有更大的负面影响，但负值区域降息的影响似乎与标准降息没有什么不同。与之一样，它们降低了银行的利差，因为银行资产利率比银行负债利率对政策利率更敏感，但这种影响似乎不会在利率低于0%时被放大（至少在目前相对较低的负利率水平是这样）。最后，负存款利率意味着在欧洲央行持有超额准备金的银行需要付出一些代价。这一成本一直在显著增长，特别是自2020年引入PEPP以来。此外，这一成本集中在拥有欧洲主要金融中心的国家（向欧洲央行出售资产的投资者将其欧元存款存放在这些国家）。在其中一些国家，尤其是德国，银行业的盈利能力不如其他司法管辖区，这种直接成本可能占银行利润的很大一部分（2019年，德国为28%）。然而，法国等其他例子表明，如果银行业盈利能力充足，成本占利润的比例仍然很小（2019年为4.8%）。

关于负利率以及现阶段总体货币政策的一个更困难和更基本的问题是，在利率非常低甚至为负时，产出、就业和通胀对这些金融变量是否仍然像过去一样敏感。欧洲央行自己的研究相信，在现阶段，负利率政策对这些变量的中短期影响是积极的。目前潜在的负面影响似乎并未显著显现，这可能意味着欧洲央行利率仍高于逆转利率。然而，长期负利率也可能带来一些中长期风险，尤其是在金融稳定方面。随着负利率的出现，金融机构似乎增加了风险承担。这种冒险行为是否过度还有待观察，需要仔细监测。

欧洲央行现阶段应该做什么？欧洲央行与其他采用负利率政策的央行一样，需要继续仔细监测潜在的副作用，看看其政策利率是否接近逆转利率，或者这种

逆转利率是否正在演变（并可能增加）因为负利率将持续很长一段时间，以更新其成本效益分析。

持有超额准备金的银行产生的直接成本似乎是现阶段最明显的副作用之一。因此，欧洲央行可以做的第一件事就是减轻这种明显的副作用（尽管它具有潜在的好处，但这在一些国家是有问题的，这使得这项政策非常不受欢迎）。最简单的解决办法是调整 2019 年实施的两级制度，增加免于负存款利率的超额准备金数量（目前相当于法定准备金的六倍）。如果免除过多的准备金，欧洲央行可能会在减轻银行的直接成本和减少存款利率对短期市场利率的影响之间进行权衡。然而，就目前而言，尽管目前有两级制度，隔夜利率仍在存款利率附近交易。因此，欧洲央行可以尝试逐步提高豁免准备金的水平（例如通过将分层乘数从 6 提高到 8），以观察这种权衡是否会实现，以及存款利率对隔夜利率的影响会否减弱。

但除此之外，欧洲央行还能做些什么来避免或克服利率逆转问题（如果它真的出现的话）？实际上，欧洲央行近年来引入了一种创新工具：TLTROs。与量化宽松或负存款利率等其他非常规工具相比，这种新型再融资操作吸引的关注较少，但我们相信，它实际上有助于克服利率反转问题。随着欧洲央行在 2019 年 3 月推出 TLTROIII<sup>12</sup>，欧洲央行首次决定，利率可以为负值，并低至存款利率（如果贷款量满足某些条件）。在实践中，这意味着银行通过 TLTROs 向欧洲央行借款能获得支付，这在一定程度上弥补了超额准备金的负存款利率。

2020 年 3 月 12 日，COVID-19 危机伊始，欧洲央行进一步降息，首次将 TLTRO 利率降至比存款利率低 25 个基点的水平，以满足银行对实体经济的贷款基准。2020 年 4 月 30 日，欧洲央行决定进一步放宽 TLTROs 的条件，将适用利率进一步下调 25 个基点至 -1%（即比存款利率低 50 个基点）。

正如 Claeys (2020) 所讨论的，使 TLTRO 利率水平独立于存款利率为欧洲央行提供了一种缓解融资条件的新方法。这使得中央银行可以采取更加宽松的立场，而不必进一步削减其存款利率，从而避免其潜在的副作用。鉴于利率低于银行为其过剩流动性支付的利率，这为银行提供了从欧洲央行长期借款并提供更多贷款的强大动力。反过来，这应该会机械地提高他们的准备金要求，因为这些准备金是根据银行负债（主要是客户存款）的比率计算的。考虑到新的储备金分级制度，他们的豁免储备也会增加，甚至比对应的更多。尽管政策利率为负，这最终应该为银行的盈利能力创造一个良性循环，并激励银行向经济放贷（更准确地说这是由于存款利率和 TLTRO 利率之间的利差为负）。主要的警告是，欧洲央行

---

<sup>12</sup> TLTRO I 是首批以银行新增贷款为条件的再融资操作，于 2014 年 6 月宣布。TLTROs II 于 2016 年 3 月宣布。

实际上会在这些操作上亏损。然而，正如 Chiacchio et al. (2018) 所讨论的那样，这并不是最需要担忧的。虽然欧洲央行更可取的是盈利而不是亏损，但它不是一个利润最大化的机构，其首要任务是价格稳定。因此，在寻求履行其宏观经济职能时，如果政策有效，在中短期内损失<sup>13</sup>不应阻止欧洲央行使用这种政策。

如果欧洲央行认为它正在接近逆转利率，但它需要提供更多的货币宽松政策，它就应该避免再次降低其存款利率，而是进一步将 TLTRO 利率降至低于存款利率。

接下来，如何应对潜在的金融稳定问题？如前所述，长时间负利率（这可能是欧洲央行维持价格稳定的使命所必需的）仍可能导致中长期金融不稳定。在我们看来，解决金融失衡的最佳方式是将宏观审慎工具作为第一道防线。然而，欧元区的宏观审慎制度框架可能无法发挥这一关键作用，因为它的分散化性质和在欧洲国家的异质功能。因此，为欧洲宏观审慎工具的使用建立一个更好的机制，以确保它们在需要时能够被有力地及时地使用，这是至关重要的。

最后，在当前时刻——COVID-19 大流行一年半后以及在 2020 年欧元区 GDP 将出现自二战以来的最大降幅，欧洲央行应极为谨慎，不要贸然退出包括负利率在内的非常规货币政策。即使负利率被证明是无效的，或不足以使经济实现充分就业，鉴于存款利率和市场利率之间的完全传递<sup>14</sup>，过早退出负利率将是极其危险的，因为它可能损害后 COVID-19 后的复苏以及破坏欧洲主权债务市场的稳定。鉴于财政政策在宏观经济稳定方面的作用越来越大，这将是极具破坏性的。

---

本文原题为“[What Are the Effects of the ECB’s Negative Interest Rate Policy?](#)”。本文作者 Grégory CLAEYS 于 2014 年 2 月加入 Bruegel 担任研究员，2020 年 4 月被任命为高级研究员，其研究领域包括国际宏观经济与金融、中央银行和欧洲治理。本文于 2021 年 6 月 9 日刊于欧洲议会 (European Parliament) 的网页上。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

<sup>13</sup> 假设存款利率和 TLTRO 利率之间 50 个基点的负差最终适用于 5000 亿至 1 万亿欧元的贷款，这将导致这些操作的损失在 25 亿至 50 亿欧元之间，而从 1999 年到 2017 年，欧元系统平均每年可分配利润为 140 亿欧元 (Chiacchio et al., 2018)。

<sup>14</sup> 如前所述，特别是如果利率变化的影响是不对称的并且紧缩的影响比降息的影响大得多时，这一点尤其重要。



## 重新思考日本的财政政策

Olivier Blanchard & Takeshi Tashiro/文 熊春婷/编译

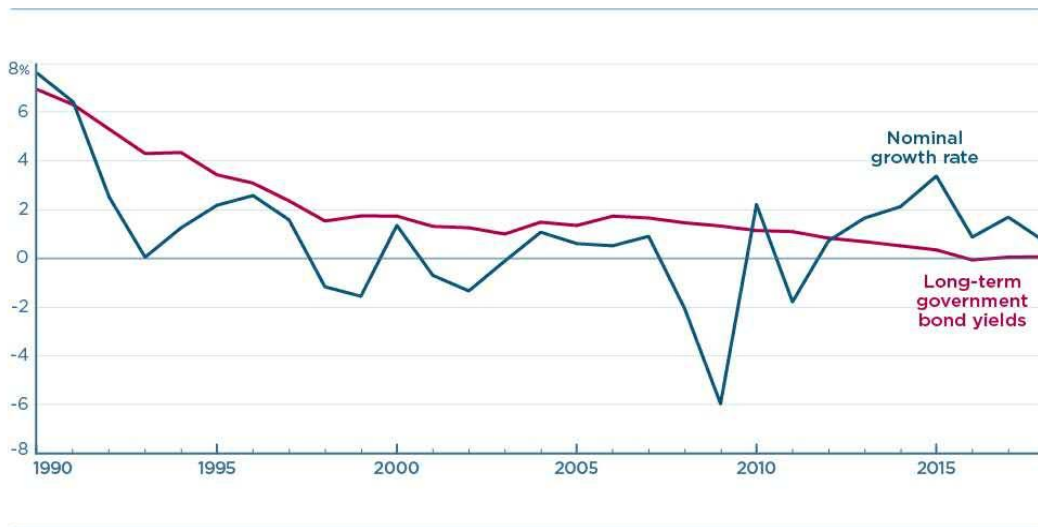
导读：2019年10月1日，日本首相安倍晋三将消费税从8%提高到10%。我们不希望他采取这项措施。我们认为，鉴于目前的日本经济形势，有充分理由继续保持潜在的巨额预算赤字，即使这意味着目前债务与GDP的比率几乎或者说根本就没有下降。编译如下：

我们反对安倍政府实施该项措施的理由很简单：日本正遭受严重的长期停滞，国内私人需求过于疲弱，如果没有财政政策和货币政策的帮助，难以维持充分就业。私人需求如此疲弱的原因仍存在争议，但显然，主要原因之一是不断下降的人口和相关的高私人储蓄率。这一因素在未来很长一段时间内仍将具有重要意义。货币政策已经竭尽所能，从量化宽松到负利率，但结果证明还不够。在这种背景下，使用财政政策来刺激需求的理由很充分。当前和未来的极低利率意味着，债务的财政成本和经济成本都很低。公共赤字（即更高水平的经济活动）的好处是很高的。

### 债务的财政成本

首先考虑财政成本。传统的债务动态分析假定利率超过增长率。在这种情况下，为了避免债务爆炸，今天的基本赤字（即不包括利息支付的赤字）必须由未来的基本盈余抵消，要么通过增加税收，要么通过减少支出。当利率低于增长率时（日本自2013年以来的情况），这一结论不再成立（见下图1）。今后基本赤字不需要被基本盈余抵消，政府可以永远维持基本赤字，同时保持债务与GDP的比率不变。鉴于目前的债务利率和增长率之间的差距，以及当前的债务与GDP之比，日本政府仍可以维持接近2.5%的基本赤字，同时保持债务与GDP之比不变。如果它的基本赤字略高于2.5%，就像现在的情况一样，债务与GDP的比率将会增加一点，但不会发生爆发性增长。

图 1：在日本，自 2013 年以来，增长率一直比利率高，且很可能持续下去



数据来源：国际货币基金组织 (IMF)，世界经济展望数据库，2019 年 4 月，圣路易斯联储和美联储经济数据。

### 债务的经济成本

再来看看经济成本。传统的分析指出，公共债务的主要经济成本是对资本的挤出。更高的债务水平取代了投资组合中的资本，导致资本积累减少，从而导致未来产出降低。然而，当利率低于增长率，而货币政策的作用又受到很大限制时，这一结论不再成立。首先，投资者愿意以如此低的利率持有公共债务，这一事实表明，他们不认为持有股票并获得经风险调整后的资本回报率非常有吸引力。但是，如果经风险调整后的资本回报率很低，那么拥有更少的资本并不昂贵。其次，实际上可能没有发生资本挤出：如果更高的预算赤字增加了需求和产出，它们也可能增加而不是减少投资。这两个因素都与日本有关。因此，债务的经济成本可能相当小。

### 重要警告

现在有一个重要的警告：短期内需要增加公共支出来维持需求，从长远来看，应该用它来增加供给。我们认为，考虑到低利率和未来的挑战，有许多项目经风险调整后的社会回报率超过了日本政府可以借贷的利率，例如提高生育率和应对气候变化。不断减少的人口带来了巨大的财政压力，也是人们对未来普遍抱有悲观情绪的一个主要原因，因此公共资金支持的人力资本投资对日本尤其有效。通过提供托儿服务和积极的家庭政策来提高生育率将带来双重红利：短期内增加需求，长期内缓解财政压力，因为社会保障的可持续性取决于未来的人口增长。

### 两个反对意见

维持预算赤字的理由是开放的还是封闭的？在讨论过程中，我们遇到了两个主要的反对意见：

第一个反对意见是，劳动力短缺表明产出已经超过了潜在水平，可以在不造成经济过度放缓的情况下减少赤字。评估产出是否略高于或低于潜在产出总是困难的，我们在这个问题上不采取任何立场，但我们相信，无论当前产出缺口的确切值是多少，我们的论点都是成立的。如果产出缺口为负，即如果产出低于潜在水平，我们的观点显然正确：赤字减少了产出缺口，这是可取的。如果产出高于潜在水平，需求的进一步增长可能部分或大部分转化为更高的通胀。然而，鉴于目前的通胀率低于日本央行的目标，更高的通胀率将是件好事：它既能提高货币政策的可信度，又能降低实际（经通胀调整的）利率，让日本央行有更多空间使用货币政策，并最终减轻依赖财政政策来增加需求的压力。

第二个反对意见是，利率可能会上升，这将导致债务成本大幅上升。即使现在的偿债水平很低，但债务水平确实很高，人们确实应当担心，如果出于某种原因，利率大幅上升，将会发生什么。这种不太可能但并非不可想象的情景一旦发生，将会如何影响当前的财政政策？答案分为三部分。第一，政府可以通过发行长期债券，并且以接近于零的利率锁定长期融资来大幅消除风险。第二，在一定程度上，利率上升反映了基本面变化，随着时间的推移，这种变化可能会缓慢发生。如果是这样，财政政策将有时间做出反应并减少赤字，货币政策将有足够的空间降低利率并抵消因整合而带来的不利影响。第三，如果利率上调在一定程度上反映的是流动性问题而不是偿付能力问题，那么实际上，央行可以通过承诺干预和盯住短期和长期利率来大幅消除这种风险，日本央行实际上已经做出了这一承诺。

## 结论

简而言之，我们认为，在日本当前的环境下，重点应该是保持增长，而不是减少预算赤字和债务。预算赤字好处巨大，在短期内可维持需求，在长期内能增加供给。公共债务的成本是有限的。

---

本文原题为“Rethinking Fiscal Policy in Japan”。本文作者 Olivier Blanchard 于 2015 年 10 月加入彼得森国际经济研究所（PIIE），成为 C. Fred Bergsten 首位高级研究员，他的主要研究领域包括：金融危机、货币政策、转型经济体、劳动和失业。Takeshi Tashiro 是彼得森国际经济研究所（PIIE）的非常驻高级研究员，他的主要研究领域包括：金融危机、宏观经济政策、东亚及太平洋地区经济和日本经济。本文于 2019 年 10 月刊于 PIIE 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 本期智库介绍

### **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/>

### **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/>

### **Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) 纽约联邦储备银行**

简介：纽约联邦储备银行（简称纽约联储，FRBNY），成立于1924年，位于曼哈顿的金融区。它是美国联邦储备系统中最重要、最有影响力的储备银行，负责第二个储备区，在美国的金融领域占据着举足轻重的地位。它有别于全美其他11个地区性银行，因其位处美国金融中心，直接执行中央政府的货币政策，进行大量的外汇交易，管理美国财政部很大一部分的债务。其工作报告对研究美国经济具有重大意义。

网址：<https://www.newyorkfed.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/>

