



上海金融与发展实验室  
SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT



**CAMF**  
中国资产管理人论坛  
CHINA ASSET MANAGER FORUM

半月度  
报告

# 金融与发展

## 海外观点

2023年/总第251期

# 目 录

## 聚焦中国

### 贸易战四年了，中美是否正在脱钩？..... 3

导读：美国彼德森国际经济研究所（PIIE）的经济学家 Chad P.Bown 发表报告《贸易战四年了，中美是否正在脱钩？》，报告提出，几十年来，中国和美国一直在经济上相互依赖紧密联系，很难量化这种关系是否、如何或为什么会减弱。两国之间日益紧张、近乎敌对的关系是否会导致它们的经济脱钩？有数据显示，有些领域发生脱钩，有些无较大变化，有些领域相互依赖反而加深。任何中美脱钩的好处都伴随着代价，政策制定者也需要极其谨慎地解读这种中美“脱钩”的初步证据。今天为减少两国经济相互依赖做出的政策决定，将对两国经济产生深远影响。

## 世界热点

### 美国经济概况 ..... 19

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2023年1月12日的数据。

### 脱欧以来伦敦的金融中心地位：来自2022年国际清算银行三年期调查的证据 ..... 37

导读：脱欧前，伦敦是毋庸置疑的国际金融中心，在欧元中间业务中发挥着重要的作用。脱欧导致伦敦的金融公司无法为欧盟提供金融服务。但本文发现，脱欧以来伦敦的金融中心地位仅在部分业务领域略有削弱。

### 大流行以来流失的工人和工作岗位 ..... 39

导读：自疫情暴发以来，美国劳动力市场一直被工作岗位流失（missing jobs）和工人流失（missing workers）问题所困扰，前者是指受薪就业（payroll employment）比疫情暴发前的趋势减少了500多万，后者是指劳动参与率（participation rate）下降了1.2个百分点：由疫情导致的工人短缺制约了就业机会的创造，从而对疫情后的就业增长构成了巨大拖累。在本文中，我们将表明这是对数据的误解，原因有两个。首先，工作岗位流失被夸大了，因为这是基于一个不切实际的假设，即如果疫情不会发生，疫情前的失业率下降和劳动参与率周期性上升对就业增长的促进将在2020年及以后持续。第二，因COVID而流失的工人数量被夸大了，自大流行开始以来，劳动参与率下降了1.2个百分点，其中大部分反映了

长期下降趋势的延续，这在大流行之前已经是预测的一部分。相反，与大流行之前相比，2022年10月，我们的受薪就业岗位核算表明有81万个周期性受薪就业岗位缺口。按照最近的就业增长速度，即使没有货币和财政紧缩，我们预计未来几个月受薪就业增长也将大幅放缓。

## 全球治理

### 没有人掉队？新冠疫情期间的全球金融安全网的表现 ..... 58

导读：全球金融安全网（GFSN）变得越来越庞大和复杂。在双边、区域和全球各级，危机预防能力和紧急融资机制和安排的流动性支持能力不断增强。然而，尽管资源大幅增加，但在新冠疫情期间，GFSN 仍然很少被利用。本文开发了一个基于经济学和国际政治经济学概念的框架，来分析 GFSN 的低效率并评估其利用率，并试图回答目前的 GFSN 是否足以有效应对大的危机的问题。

### 疫情后的新兴市场主权债务 ..... 60

导读：对于新兴市场和发展中经济体来说，财政空间是一个非常现实的制约因素，在世界利率上升、大宗商品价格下降或全球衰退等情况下都可能出现。随着新兴市场和发展中经济体在大流行的负担下捉襟见肘，加之进口食品和能源价格飙升，中等收入国家系统性债务危机的风险对决策者构成了重大制约。对于较贫穷的发展中国家来说，债务问题已经到来。对于债务国和多边贷款机构来说，找到减轻这种制约因素的办法是一项重大挑战。在短期内，确保陷入困境的债务国了解全部的正统和非正统政策很重要。为面临不可持续债务负担的国家寻找债务减记的方法是长期存在的问题。从长远来看，鉴于全球公共产品的重要性日益增加，发展中国家在解决最紧迫的全球问题方面日益重要，重新考虑布雷顿森林金融机构，更加强调直接赠款而不是贷款，比以往任何时候都更有意义。

## 经济理论

### “保持收入”：2009年和2020年危机时期和之后IMF紧缩的政治经济学观点 ..... 74

导读：2009年，IMF对其贷款安排和条件作出改革。此后，IMF提出“保存收入”建议，强调总体财政整合，原文分析了这些改革在多大程度上改变了IMF协议所要求的总体紧缩政策，运用新变量探讨了其在金融危机和后来的新冠肺炎疫情后是否放松了紧缩政策，还估计了其中的经济和政治决定因素，有助于解释在此期间IMF各计划的不同紧缩程度，从而得出了相关结论。

## 贸易战四年了，中美是否正在脱钩？

Chad P. Bown/文 廖世伟/编译

导读：美国彼德森国际经济研究所（PIIE）的经济学家 Chad P.Bown 发表报告《贸易战四年了，中美是否正在脱钩？》，报告提出，几十年来，中国和美国一直在经济上相互依赖紧密联系，很难量化这种关系是否、如何或为什么会减弱。两国之间日益紧张、近乎敌对的关系是否会导致它们的经济脱钩？有数据显示，有些领域发生脱钩，有些无较大变化，有些领域相互依赖反而加深。任何中美脱钩的好处都伴随着代价，政策制定者也需要极其谨慎地解读这种中美“脱钩”的初步证据。今天为减少两国经济相互依赖做出的政策决定，将对两国经济产生深远影响。编译如下：

**美国对一些中国产品的进口大幅下降，对其他国家进口增长则比以往任何时候都高。特朗普的选择性贸易战仍然很重要。**

几十年来，中国和美国一直在经济上相互依赖紧密联系，很难量化这种关系是否、如何或为什么会减弱。这两个超级大国之间日益紧张、近乎敌对的关系是否会导致它们的经济脱钩？

答案是也不是。一方面，美国从中国进口的某些产品，包括半导体、一些 IT 硬件和消费电子产品大幅下降。甚至服装、鞋类和家具的进口也在下降。但另一方面，从中国进口的笔记本电脑、电脑显示器、手机、视频游戏机和玩具数量却比以往任何时候都要高。受新冠肺炎疫情影响，这些产品的需求激增。被困在家里的美国人将消费从服务业转向了许多中国制造的商品。

美国和中国的政策制定者显然决心要减少两国经济上的相互依赖，这种相互依赖建立了几十年，但如今在彼此敌意的重压下正在瓦解。到目前为止，正在发生的和没有发生的脱钩在一定程度上是唐纳德·特朗普（Donald Trump）总统的贸易战、贸易战的选择性方式以及拜登政府延续多项政策的结果。最近一个可能推动脱钩的因素是，美国希望增加进口的多样化，以使某些商品的供应链更具弹性。其他驱动因素包括人权、民主和地缘政治问题。

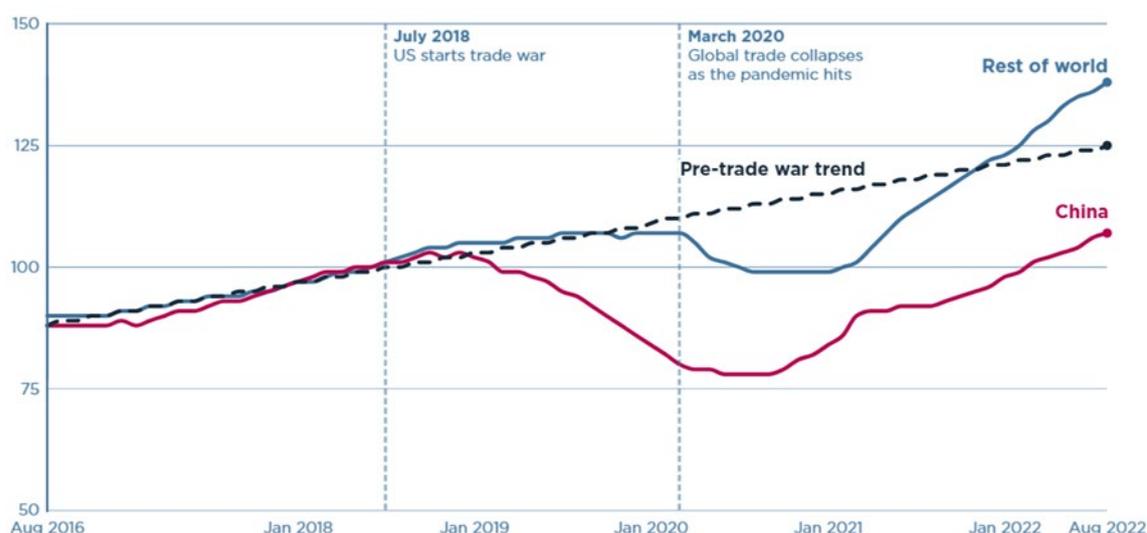
但数据也显示了一些其他情况。即使政策制定者能预见到两国经济脱钩的长期好处，他们的选择也会带来直接的代价。这些成本包括供应链难以调整导致的产品短缺，以及企业发现寻求新供应商成本过高导致的通货膨胀。企业和最终消费者需要准备为新政策引发的后果付出代价。

**自贸易战爆发以来，美国从中国的进口总额一直在下降**

从 2018 年 7 月开始的 15 个月里，特朗普政府对越来越多的中国进口商品征收关税。到目前为止，拜登政府选择继续保留这些关税。

总体而言，贸易战减少了美国从中国的商品进口（图 1）。<sup>1</sup>征收关税后，进口立即下降，因为新冠肺炎疫情大流行后导致全球贸易崩溃，从 2020 年 3 月开始进一步下降，此后恢复缓慢。今天，美国从中国的进口（图 1 红线）仍远低于贸易战前的趋势（图 1 虚线），这是由美国从世界各地的进口（保守地）定义的，直到最近才恢复到 2018 年 6 月贸易战前的水平。<sup>2</sup>中国目前只占美国商品进口总额的 18%，低于贸易战开始时的 22%。

**图 1 2016-2022 年美国从中国和世界其他地区进口商品价值（June 2018 = 100）**  
美国从中国的进口刚刚恢复到贸易战前的水平，而从世界其他地区的进口则高于趋势水平



备注：美国每月进口指标值，未经季节调整，12个月的尾随总和。基于2016年8月至2018年6月美国从全球进口的贸易战前趋势。

来源：由作者根据美国人口普查局的美国进口数据绘制。

相比之下，目前美国从世界其他地区的进口比贸易战前的水平高出 38%，甚至高于趋势水平（蓝线）。除了少数例外，这些进口商品并未受到美国新关税的影响。<sup>3</sup>在大流行爆发后，它们也已强劲复苏。

<sup>1</sup> 所有数据都是基于过去 12 个月的进口总值（“尾随总和”），这有助于消除季节性问题的。例外的是图 4 中的半导体，它报告了进口量的数据。

<sup>2</sup> 这里采用的方法是报告过去 12 个月累计进口的每个月的索引数据。除非另有说明，“贸易战前水平”指截至 2018 年 6 月的水平，“当前”进口（或“今天”或“现在”）指截至 2022 年 8 月的进口，这是可获得的最新数据。图 1 中的贸易战前趋势是由 2016 年 8 月至 2018 年 6 月美国从世界进口量确定的，因为 2016 年 8 月是美国进口量的（本地）低谷（未显示）。

<sup>3</sup> 例外情况包括从一些第三国进口的太阳能电池板、洗衣机、钢铁和铝，以及一些根据反倾销和反补贴税法调查的产品，这些产品在此期间确实受到了美国的额外保护。

在根据 1974 年《贸易法》第 301 条进行调查后，特朗普政府于 2018 年 7 月开始对美国从中国进口的约 340 亿美元产品征收 25% 的关税（清单 1），并于 8 月对 160 亿美元进口产品征收 25% 的关税（清单 2）。<sup>4</sup> 当中国进行回应时，贸易战仍在继续，特朗普于 2018 年 9 月对另外 2000 亿美元的进口商品征收 10% 的关税（清单 3），并于 2019 年 6 月将关税税率提高到 25%。2019 年 9 月，特朗普对另外 1020 亿美元的进口商品（清单 4A），征收 15% 的关税，随后在 2020 年 2 月实施美中第一阶段协议后，关税降至 7.5%。美国政府确定了另一组产品，涵盖了美国从中国进口的其余大部分产品，价值超过 1600 亿美元（清单 4b），其关税计划于 2019 年 12 月 15 日生效。但他们从未征收这些关税，并在 2019 年 12 月 13 日首次宣布第一阶段协议时取消了这些关税。

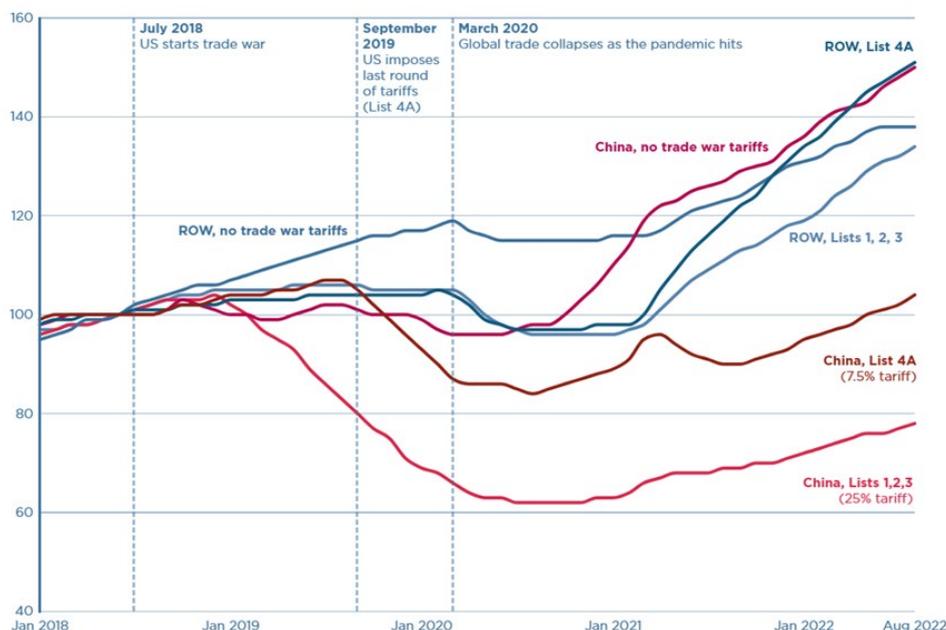
### **特朗普的贸易战关税以预期的方式影响了进口**

不出所料，贸易战对受美国最高关税打击的中国产品进口的影响最大。美国从中国进口的商品目前面临 25% 的关税（清单 1、2 和 3），仍比贸易战前的水平低 22%（图 2）。美国从世界其他地区进口的同类产品现在增加了 34%。目前美国从中国进口的被征收 7.5% 关税的产品（清单 4A）比 2019 年 8 月（对这些产品征收关税之前）的水平低 3%，而从世界其他地区进口的可比产品现在高出 45%。

---

<sup>4</sup> 为便于说明，本段指的是美国政府公布的美国从中国进口每种产品清单的水平。例如，清单 3 被宣布涵盖 2000 亿美元的美国进口，尽管产品层面的数据显示，清单 3 在 2017 年涵盖了大约 1840 亿美元的美国进口。

图 2 美国从中国进口的受关税影响的产品比率仍然很低，而不受关税影响的产品进口激增  
2018-2022 年美国从中国和世界其他地区进口的关税清单（June 2018 = 100）



备注：ROW = Rest of world（世界其他地方）美国每月进口指标值，未经季节调整，12 个月的尾随总和。“清单”是指美国根据 1974 年《贸易法》第 301 条对从中国进口的产品征收关税的一组产品。

来源：由作者根据美国人口普查局的美国进口数据绘制。

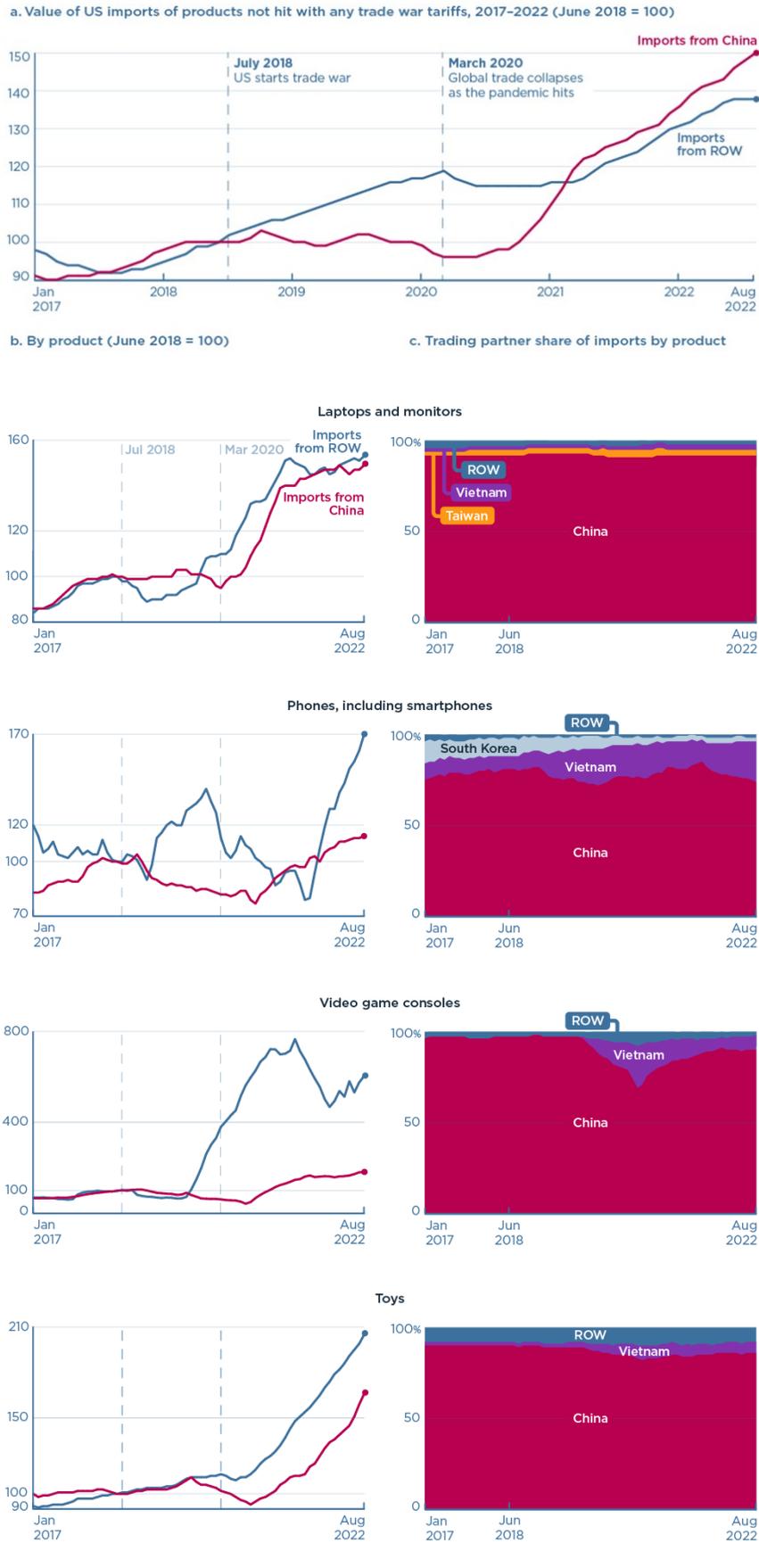
然而，美国从中国进口的某些产品却激增。从未受到贸易战关税影响的产品进口现在比贸易战爆发前高出 50%（再次见图 2）（美国从世界其他地区进口的同类产品也增加了，但只增加了 38%）。贸易战前，未被征收关税的产品约占美国自中国进口总额的 33%，如今已增长至 47%（见附录表）。

### 美国对一些从未受到关税冲击的中国产品的进口正在激增

从 2020 年开始，新冠肺炎疫情的封锁导致许多美国人在家工作、上学和娱乐，这大大增加了对某些产品的需求，其中许多产品主要从中国进口。笔记本电脑和电脑显示器、手机、视频游戏机和玩具就是例子，它们在贸易战前占美国从中国进口总额的 21%，如今增长到 27%（见附录表）。巧合的是，特朗普政府早些时候决定不对这些产品和其他选定的产品征收贸易战关税，而美国从中国进口的这些商品增长迅速（图 3a）。尽管有一些证据表明，这些产品的供应链中出现了多样化和外国采购的变化，但中美脱钩在这里并不十分明显。

比如笔记本电脑和电脑显示器。美国从中国和世界其他地区的进口增长都很强劲，自贸易战前以来，从中国和世界其他地区的进口都增长了大约 50%（图 3b）。因此，美国进口的份额几乎没有改变，中国仍然是美国笔记本电脑和电脑显示器进口的 92% 的来源，台湾和越南各占 2% 至 3%（图 3c）。

图 3 未受贸易战关税影响的美国从中国进口的产品有所增加，几乎没有脱钩的迹象



备注：ROW = Rest of world（世界其他地方）美国每月进口指标值，未经季节调整，12个月的尾随总和。“清单”是指美国根据1974年《贸易法》第301条对从中国进口的产品征收关税的一组产品。

来源：由作者根据美国人口普查局的美国进口数据绘制。

美国从中国（14%）和世界其他地区（70%）进口的手机（包括智能手机）都有所增长。虽然相对下降，但美国74%的手机进口仍来自中国。最值得注意的是，越南在美国手机进口中的份额从不到10%上升到22%。2019年，三星关闭了在中国的最后一家手机工厂，将组装业务转移到越南（和印度）等成本更低的地方，据报道部分原因是，三星在中国市场也输给了华为和小米等中国公司。但越南在美国进口的增长，不仅是以牺牲中国为代价的，2019年，LG也将智能手机组装业务从韩国转移到了越南。（苹果最近还将富士康（Foxconn）和纬创（Wistron）等公司的iPhone组装业务从中国转移到了印度。）

电子游戏主机也有类似的故事。美国从中国的进口增长了82%。然而在2019年，任天堂表示将把部分Switch组件从中国转移到越南。（《纽约时报》（New York Times）报道称，微软（Microsoft）的一些Xbox游戏机现在除了从中国发货外，还从越南发货。）事实上，自贸易战爆发以来，美国从世界其他地区进口的游戏机增长了5倍。然而，由于这种增长始于如此低的基数，美国仍然从中国进口90%的电子游戏机。

美国从中国和世界其他地区进口的棋盘游戏等玩具（如国际象棋、跳棋、西洋双陆棋以及扑克牌）大幅增加。越南在美国进口玩具的份额从3%增加到6%。但中国仍占美国玩具进口总量的83%。

在贸易战期间，特朗普政府故意选择不对这些产品加征关税，其中大多数产品都在4B清单上，他们担心，对于这些可识别的商品，消费者会因此直面价格上涨，并将其归咎于关税。<sup>5</sup>特朗普在2019年8月也表示，“我们所做的就是推迟对清单4B征收关税，这样它们就与圣诞购物季无关了，以防它们对人们产生影响。”特朗普首先将这些产品的关税推迟到2019年12月15日，这远远超过了2019年假期前货物到达货架的时间，然后最终在第一阶段协议宣布后完全取消了关税。

### **被征收25%关税的中国产品处境艰难**

另一个极端是特朗普征收25%关税的产品。这一群体主要由中间投入和资本设备构成，而企业用于制造其他消费品或提供服务的家庭则不太容易看到这

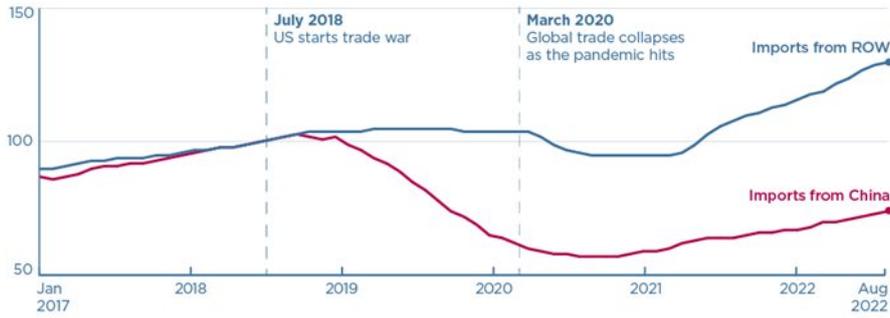
---

<sup>5</sup>虽然没有显示，但美国从中国进口的其他未受任何贸易战关税影响的产品增长了71%，而从世界其他地区进口的同类产品仅增长了36%。

些投入和资本。美国对这些产品的进口总体在下降（图 4a）。尽管疫情期间美国需求激增，但部分产品的进口有所下降，导致需要这些投入继续运营的企业出现短缺和成本上升。这些公司被迫要么在征收关税的情况下继续从中国进口，要么花钱与其他地方的新供应商建立关系。

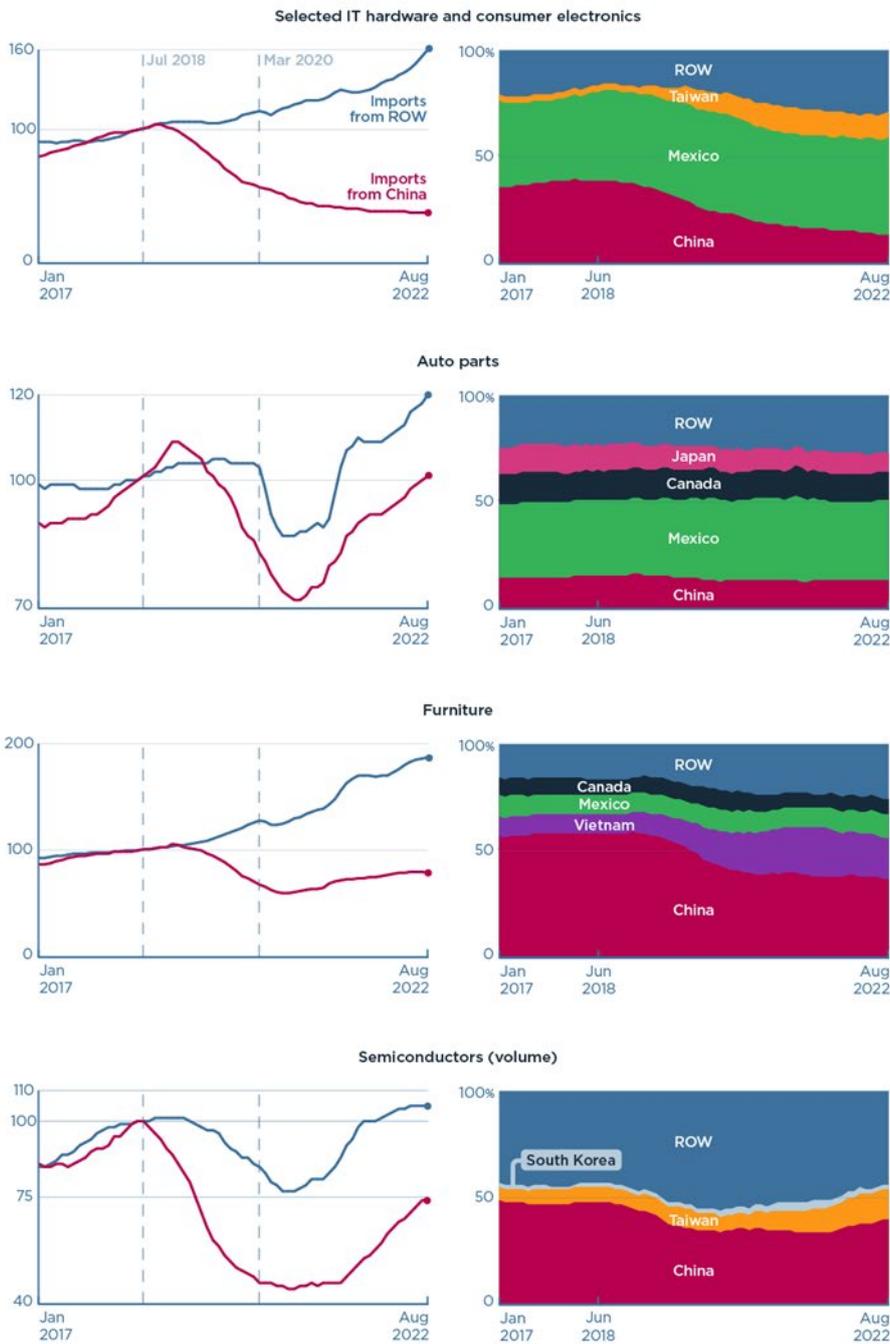
图 4 美国从中国进口面临高关税的产品出现了脱钩迹象

a. Value of US imports on Lists 1, 2, or 3 (25 percent tariffs), 2017–2022 (June 2018 = 100)



b. By product (June 2018 = 100)

c. Trading partner share of imports by product



以疫情封锁导致需求上升的 IT 硬件和消费电子产品为例，如网络服务器、调制解调器、路由器以及无线耳机和智能手表。自征收 25% 的关税以来，美国从中国进口的这些产品下降了 62%，而从世界其他地区的进口现在增加了 60%（图 4b）。<sup>6</sup> 中国在美国 IT 硬件和消费电子产品进口中所占的份额已从 38% 降至 13%（图 4c），下降了近三分之二。墨西哥是此类产品的一个相当大的替代外国供应商。台湾在美国进口市场的份额也大幅增加。

在贸易战之前，从中国进口的汽车零部件对美国工业构成了迫在眉睫的威胁。在疫情暴发的前几个月，北美汽车工业为应对大流行突然停产，从中国和世界其他地区的进口都大幅下降。目前美国从世界其他地区的进口已经复苏，增长了 20%，而受关税影响的来自中国的进口仅恢复到贸易战前的水平。尽管如此，中国在美国汽车零部件进口中的份额仅从 15% 降至 13%。不出所料，由于北美汽车供应链一体化，墨西哥和加拿大会继续主导美国零部件市场。

疫情期间保持社交距离也导致家庭增加了家居用品支出。美国从世界其他地区进口的家具增长了 87%，受关税影响的中国进口仍下降 21%。（中国占美国家具进口的份额已从 57% 降至 36%。）美国进口家具的大部分新采购源来自越南。

### 美国从中国进口的半导体因美国关税而陷入困境

半导体可能是疫情期间产品短缺最明显的例子。芯片的稀缺导致汽车制造商在 2021 年减少产量，通过在一个政治和经济上都很重要的部门休假停滞影响了就业。（在图 4b 和图 4c，仅半导体的数据是按数量计算的，而不是按美元计算价值的。）

美国从中国进口的半导体仍比征收 25% 关税前低 26%（图 4b）。尽管最近进口有所增加，但直到 2021 年 6 月，美国从中国的进口量仍比贸易战前的水平低 50% 以上。2018 年 7 月之前，中国在美国进口市场上的份额为 47%（图 4c）。加征关税后，这一份额立即下降，目前仅为 39%。然而，从世界其他地区的进口额仅增长了 5%（再次见图 4b）。

---

<sup>6</sup> 从技术上讲，智能手表被列在清单 4A 上，分别被征收 15% 和 7.5% 的关税，理想情况下应该是在下一部分。它们也很大，涵盖了协调关税表（HTS）8 位代码中进口价值的 88%（截至今天）。然而，在 2018 年 9 月之前，智能手表与清单 3 中的其他电子产品属于同一 HTS 类别，因此在这里合并，以便与贸易战前的水平进行比较。因此（figure 4, panel a）中的数据略微高估了 25% 关税覆盖的产品，（figure 5, panel a）中的数据低估了 7.5% 关税覆盖的产品。

当从汽车到冰箱再到洗衣机，只要少了一个芯片，就无法完成生产，这个问题就变得清晰起来。从数量上看，从中国损失的半导体进口并没有从其他地方完全弥补。

一个原因是，中国和其他芯片制造商之间无法替代芯片生产。中国的晶圆代工厂专注于“更成熟的节点”，以低利润率生产大量“传统”芯片。台湾积电（TSMC）和韩国三星（Samsung）等领先的外国公司生产更先进（也更有利可图）的半导体，两家公司都没有闲置产能，也没有兴趣转向利润较低的产品。这可能解释了为什么美国半导体行业也没有大幅扩大生产，而且它的产能利用率接近历史水平。考虑到传统芯片生产并不是特别有利可图，如果美国不想从中国进口<sup>7</sup>，那么谁来生产呢？这是美国工业消费者（比如汽车行业）面临的问题，他们需要大量的传统芯片。

以美元计算，美国从中国进口的芯片仍比贸易战前的水平低 22%（图 4 中未显示）。然而，从世界其他地区的进口价值增长了 32%，这主要是由于美国对芯片需求增加导致的价格上涨，而不是数量的增加抵消了从中国进口的损失。

总而言之，在这四种被美国征收 25%关税的产品中，美国从中国的进口都有所下降。减少的进口有时会被其他外国来源的进口所抵消，但在其他情况下还没有。然而，这些例子并非独一无二。按价值计算，美国从中国进口的所有其他被征收 25%关税的产品下降了 17%，尽管从世界其他地区进口的这些产品现在增加了 33%（未显示）。

#### **美国对中国征收较低关税的产品进口变化参差不齐**

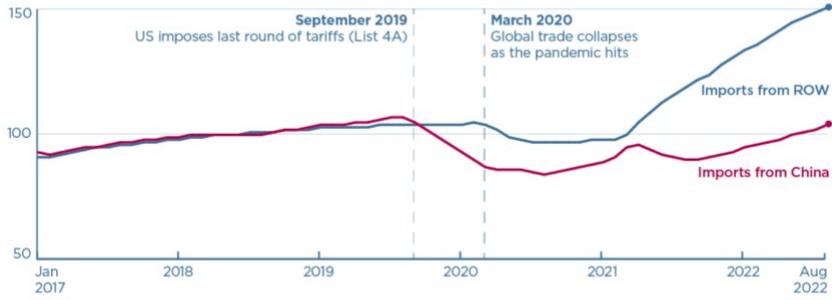
贸易战爆发时，美国从中国进口的最后一批产品中，有 20%的产品最初于 2019 年 9 月被征收 15%的关税，随后于 2020 年 2 月降至 7.5%。总体而言，从中国进口的这些商品最近才恢复到贸易战前的水平（图 5a）。对美国进口商品的负面影响较小，部分原因是关税在一开始就以较低的税率征收，在贸易战后期征收，随后降低。从其他地方进口的这些产品现在增加了 51%。

---

<sup>7</sup> 美国纳税人可以通过 2022 年 8 月签署成为法律的《CHIPS 和科学法案》中提供的资金部分支付此类美国生产的成本。

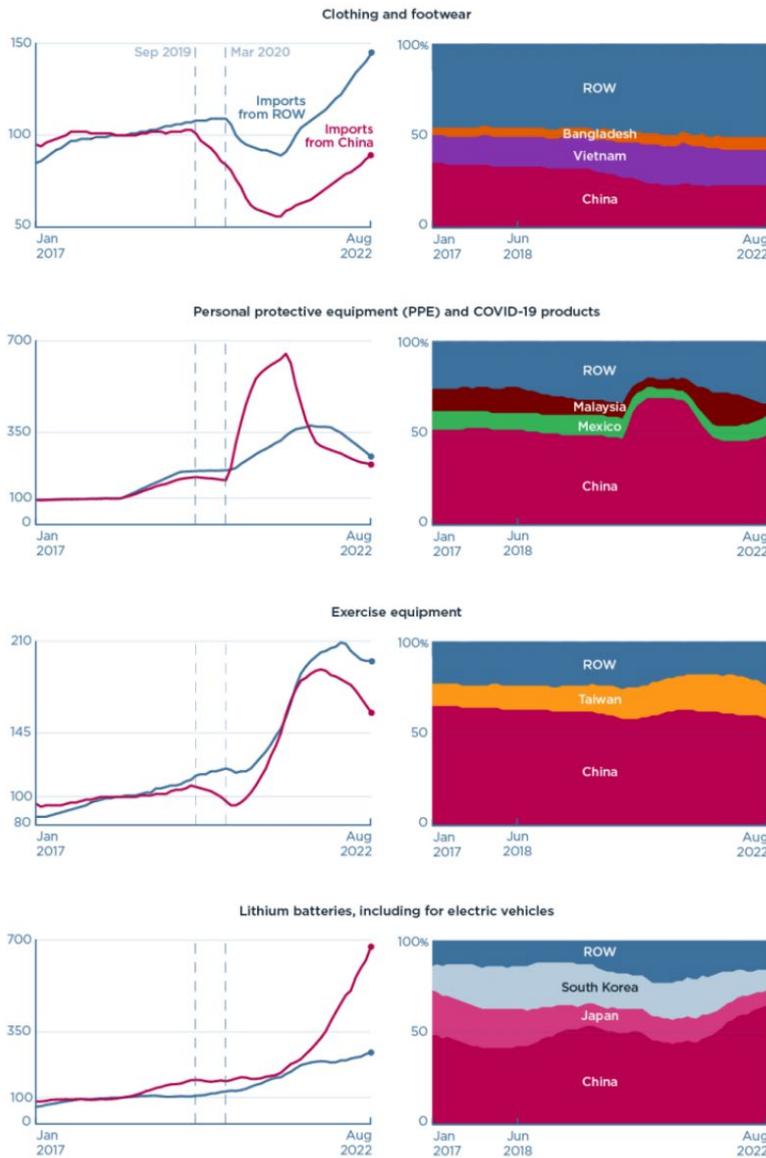
图 5 面临较低贸易战关税的产品显示出复杂的脱钩迹象

a. Value of US imports on List 4A (7.5 percent tariffs), 2017-2022 (June 2018 = 100)



b. By product (June 2018 = 100)

c. Trading partner share of imports by product



ROW = Rest of world

**Note:** Indexed value of US monthly imports, not seasonally adjusted, 12-month trailing sums. A "list" refers to the group of products subject to the US tariffs imposed on imports from China under Section 301 of the Trade Act of 1974.

**Source:** Constructed by the author with US import data from US Bureau of the Census. For product definitions, see underlying data files.

例如服装和鞋类，在贸易战之前，它们约占美国从中国进口总额的 7%左右<sup>8</sup>。目前，该项进口总额仍比贸易战前的水平低 11%，而美国从世界其他地区的进口却高出 44%（图 5b）。这些关税可能加速了其中一些商品生产从中国市场转移出去的进程，因为与中国经济发展相关的劳动力成本不断上升，已经在将这些行业转移到其他地方。中国在美国服装和鞋类进口中的份额已从 34%下降到 24%，而越南和孟加拉国的份额有所增加（图 5c）。

个人防护装备（PPE）和相关的新冠肺炎医疗产品则略有不同。在贸易战之前，美国进口的许多此类产品中，约 50%来自中国。如果在 2019 年底征收关税，这一数字就会下降，从而危及美国医疗保健系统在 2020 年初面对大流行的准备工作。最终，特朗普政府确实将这些产品排除在了贸易战关税之外，到 2020 年 4 月，美国从中国的进口已经恢复，但鉴于美国需求的增加，在 2020 年剩余时间的大部分时间里，美国从中国的进口都出现了爆炸式增长。（价格上涨是数值急剧上涨的主要原因，尽管交易数量也有所增加。）

尽管征收了贸易战关税，但从中国进口的运动器材和锂电池也大幅增加<sup>9</sup>。对于两个国家来说，中国也是美国 50%以上进口市场的来源（图 5c）。运动自行车、划船机和跑步机等产品的繁荣可能是受疫情和无法进入私人健身房的暂时推动。锂电池进口增长的部分原因是最近美国对电动汽车（EVs）的需求增加。然而，如果 2022 年 8 月的《通货膨胀减少法案》（Inflation Reduction act）中提出的新的供应链采购要求（明确为将电动汽车电池供应链多元化到中国以外的汽车制造商提供补贴）获得成功，这种增长也可能会随着时间的推移而消退。

这四个例子表明，试图评估美国从中国进口脱钩的可能性存在额外困难。考虑到中国经济的规模和多样性，以及它涉及如此多不同类型的产品，这种复杂性是在意料之中的。（至于清单 4A 中未显示的其他产品，美国从中国的进口仍比贸易战前低 10%，而从其他地方的进口则高出 50%。）

---

<sup>8</sup> 这些是清单 4A 上的服装和鞋类产品。清单 1、2、3 或不受任何 301 条款关税影响的服装和鞋类产品不在此列出。在贸易战之前，美国从中国进口的服装和鞋类产品中，约 90%被列在 4A 清单上。

<sup>9</sup> 在大多数情况下，这些类别的产品在很长一段时间内没有获得关税豁免。

## 任何中美脱钩的好处都伴随着代价

大量研究已经证明了贸易战关税对美国经济的负面影响<sup>10</sup>。关税损害了美国的制造业的产出、就业和出口<sup>11</sup>。虽然这些关税可能没有造成 2021 开始的通货膨胀压力，但在 2018 至 2019 年开始征收关税时，美国进口商确实以更高的价格承担了关税成本。（几乎没有证据表明，关税导致中国出口商降低价格卖给美国消费者。）

美国仍然存在的关税继续阻碍着美国公司的进口。关税降低了这些公司对中国公司的吸引力，其中一些公司可能向全球其他客户销售的供应有限。相对于在美国以外经营的非中国竞争对手，更高的成本损害了美国公司在美国和国际市场上的竞争力。

### 谨慎地解读证据

对于一些产品，这里的证据表明，美国越来越多地从中国以外的国家采购组装的进口产品。这在一定程度上是“贸易转移”的结果。美国现在从第三国购买更昂贵的进口产品，这些产品曾经采购自中国，但由于关税的原因，美国不再从中国购买。这里显示的进口变化与其他证据一致，即越南等国家以及东亚和南亚其他国家现在的贸易增加了，包括与美国的贸易，以应对美中贸易战<sup>12</sup>。

然而，寻求实现“脱钩”的政策制定者需要仔细解读这里记录的证据。最重要问题的答案仍然未知。

---

<sup>10</sup> See Mary Amiti, Stephen Redding, and David Weinstein. 2019. The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare. *Journal of Economic Perspectives* 33, no. 4: 187–210; Pablo D. Fajgelbaum, Pinelopi K. Goldberg, Patrick J. Kennedy, and Amit K. Khandelwal. 2019. The Return to Protectionism, *Quarterly Journal of Economics* 135, no. 1: 1–55; Alberto Cavallo, Gita Gopinath, Brent Neiman, and Jenny Tang. 2021. Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy, *American Economic Review: Insights* 3, no. 1: 19–34. For a survey, see Pablo D. Fajgelbaum and Amit K. Khandelwal. Forthcoming. The Economic Impacts of the US–China Trade War. *Annual Review of Economics*.

<sup>11</sup> See Kyle Handley, Fariha Kamal, and Ryan Monarch. 2020. Rising Import Tariffs, Falling Export Growth: When Modern Supply Chains Meet Old-Style Protectionism. NBER Working Paper 26611; and Aaron Flaaen and Justin R. Pierce. 2019. Disentangling the Effects of the 2018–2019 Tariffs on a Globally Connected US Manufacturing Sector. FEDS Working Paper 2019-086.

<sup>12</sup> See Pablo D. Fajgelbaum, Pinelopi K. Goldberg, Patrick J. Kennedy, Amit Khandelwal, and Daria Taglioni. 2021. The US-China Trade War and Global Reallocations. NBER Working Paper 29562, December.

美国加征关税并不是美国减少从中国进口的唯一“原因”。一些与服装和鞋类行业密切相关的劳动密集型生产无论如何都有可能搬迁，这一趋势在贸易战之前就已经显而易见。与其他新兴经济体相比，随着当地工资水平的提高，中国在这一行业的竞争力正在减弱。（在其他产品方面，越南可能正在以牺牲韩国等其他高收入国家的利益为代价，成为一个新兴出口来源国。）

数据所揭示的任何经济活动“变化”的全部含义也仍然不完善。例如，公司可能会在越南增加一个单独的组装设施，为美国消费者提供服务，而无需支付贸易战关税。这些公司还可能保留其中国工厂，以便继续为中国市场以及其他尚未对中国进口产品征收新关税的国家制造产品。

这种冗余投资可能产生复杂的抵消效应。一方面，如果多样化是有用的，这样的投资可以提高弹性。如果美国最初的进口安排是通过集中在中国的供应商进行单一采购，那么未来的买家可能会发现，增加非中国的组装设施可以降低由于气候变化（洪水、干旱、野火）、卫生（流行病）或地缘政治（军事冲突）而导致的地理集中中断的风险。

另一方面，冗余投资会带来更高的成本。首先是建立新组装厂的一次性支出。但是，运营两条供应链也可能产生额外的（持续的）成本，每一条供应链的规模都比以前在中国完成的时候要小<sup>13</sup>。

最后，这些数据最多只能揭示作为美国进口商品来源的最终组装设施的变化。对于美国正在进口的商品的增值内容发生了什么变化，目前还知之甚少。举一个极端的例子，假设一种消费电子产品的最终组装从中国转移到越南，参与最终组装的工人将会改变，但如果产品继续从中国供应商那里获得相同数量的关键中间投入，这些供应商现在由一家总部位于中国的公司的子公司运往越南进行最终组装，那么真正的差异有多大？

因此，政策制定者也需要极其谨慎地解读这种中美“脱钩”的初步证据。今天为减少两国经济相互依赖做出的政策决定，将对两国经济产生深远影响，双方都不会毫发无损。

---

<sup>13</sup> Gene M. Grossman, Elhanan Helpman and Hugo Lhuillier 探讨了相关的权衡。2021 供应链弹性：政策应该促进多元化还是回流？ NBER Working Paper 29330, October.

**表 1 受 301 条款关税影响的美国从中国附录表**

受 301 条款关税影响的美国从中国进口产品 按产品清单分列（占从中国进口总额的百分比）		
产品分组	占从中国进口总额的百分比	
	贸易战前一年	最近一年
	2017 年 7 月至 2018 年 6 月	2021 年 9 月至 2022 年 8 月
不受关税限制		
总	33	47
笔记本电脑和显示器	8	11
手机，包括智能手机	9	9
视频游戏机	1	2
玩具	3	5
其他无需缴纳关税	12	20
需加收 25% 的关税（清单 1、2 或 3）		
总	47	34
精选 IT 硬件和消费电子产品，包括数据服务器、调制解调器、路由器、无线耳机和智能手表*	5	2
汽车配件	2	2
家具	6	4
半导体	1	1
列表 1、2 或 3 上的其他	33	26
需加征 7.5% 关税（清单 4A）		
总	20	19
服装和鞋类	7	6
个人防护装备（PPE）和 COVID-19 产品**	1	2
健身器材	1	1
锂电池，包括电动汽车用	0	1
名单 4A 上的其他	11	9
注意：*智能手表在技术上在清单 4A 上，但直到 2018 年 9 月才作为单独的 10 位协调关税表（HTS）代码创建。对于贸易战之前的数据，它们被列入清单 3 上的产品，这些产品需要缴纳 25% 的关税。**可免除关税。本文附带的 Excel 文件提供了与每个产品组相关联的确切 HTS 代码。由于四舍五入，数字的总和可能不等于总数。		

---

本文原题为“Four Years into the Trade War, Are the US and China Decoupling? ”。本文作者 Chad P. Bown，自 2018 年 3 月起担任雷金纳德·琼斯高级研究员，于 2016 年 4 月加入彼得森国际经济研究所担任高级研究员。他的研究考察了国际贸易法律和制度、贸易谈判和贸易争端，他曾担任白宫经济顾问委员会国际贸易和投资高级经济学家。本文于 2022 年 10 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2023年1月12日的数据。编译如下：

## 一. 总览

### 1. 第三季度的产出。

- (1) GDP 在经历了上半年的下滑后，在第三季度出现反弹。
- (2) 净出口和消费是经济增长的最大贡献者。
- (3) 住宅投资支出和库存投资下降。

### 2. 第四季度的活动。

- (1) 10 月和 11 月的消费者支出数据显示，第四季度的消费增长有所加快。
- (2) 服务支出呈上升趋势，而商品购买在 2022 年期间几乎没有增长。
- (3) 实际可支配收入在 10 月和 11 月有所增加，但同比增速下降。
- (4) 制造业活动停滞不前。
- (5) 房屋开工率继续下降。

### 3. 劳动力市场。

- (1) 就业增长放缓至一个稳定水平。
- (2) 失业率降至较低水平。
- (3) 全年来看，收入同比增长，但延续了自 2022 年 3 月缓慢下降的趋势。

### 4. 通货膨胀。

- (1) 11 月核心 PCE 通胀的同比增速有所放缓，并且 CPI 数据显示 12 月将持续走低。
- (2) 最近几个月，二手车的价格有所下降，但相比疫情前的水平仍然较高。
- (3) 食品通胀已经从 2022 年上半年的高速增长回落。

#### (一) 2022 年第三季度产出低于疫情前的趋势路径。

### 1. 自 2019 年第四季度以来，GDP 的年增长率为 1.6%。

- (1) 在 12 月的经济预测摘要 (SEP) 中，对长期 GDP 增长率的预测中值为 1.8%。
- (2) 10 月份蓝筹股调查预计，2024-2028 年期间的年平均增长率为 1.9%。

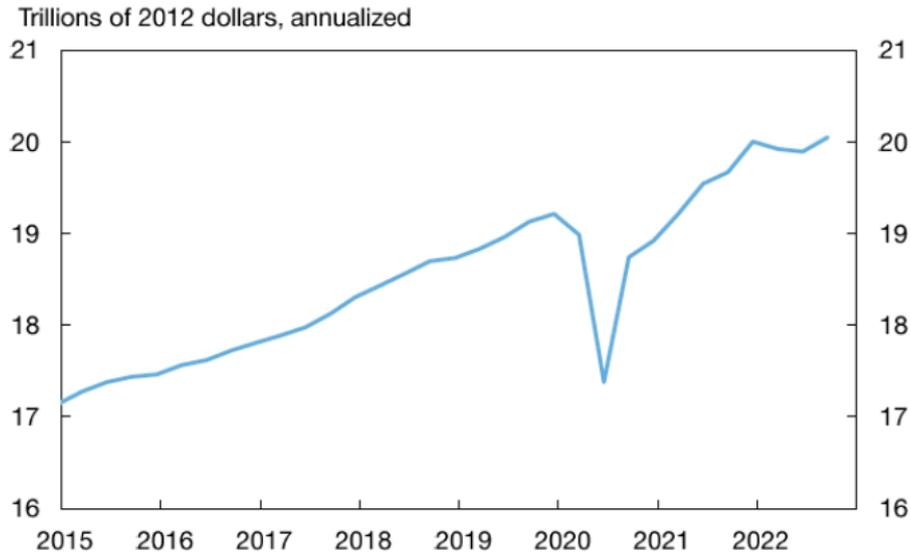
(3) 如果自 2019 年第四季度以来，GDP 增速接近长期预测值，那么当前前三季度的 GDP 水平将比预期水平低了 0.75%。

2. 失业率低于长期正常水平。

(1) 12 月份 3.5% 的失业率低于蓝筹股调查对 2024-2028 期间平均失业率 4.2% 的预测，也低于 SEP 对长期失业率 4.0% 的预测中值。

(2) 12 月的劳动力参与率比疫情前的水平低了约 1 个百分点。

图 1 实际 GDP



数据来源：经济分析局（BEA）。

(二) 12 月份失业率下降。

1. 失业率从 11 月份的 3.6% 降至 12 月份的 3.5%。

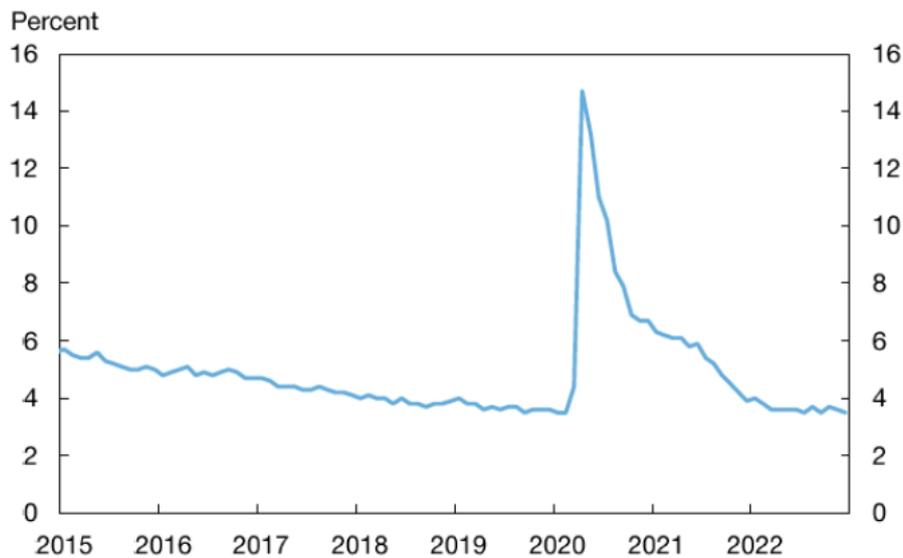
2. 劳动参与率从 11 月的 62.2% 小幅升至到 12 月的 62.3%。

(1) 失业率下降，因为家庭调查中就业的增加超过了劳动力规模的增加。

(2) 2022 年劳动力参与率平均为 62.2%，低于 2019 年的 63.1%。

(3) 2022 年 16-64 岁人群的劳动参与率接近其 2019 年的平均水平。

图 2 失业率

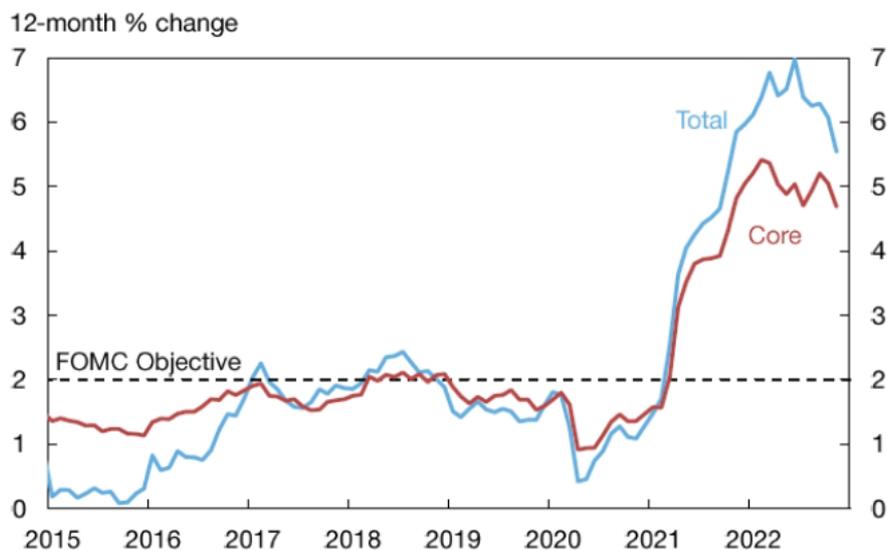


数据来源：美国劳工统计局（BLS）。

### （三）11 月份 PCE 通胀同比增速放缓。

1. PCE 通胀的同比增速从 10 月的 6.0% 下降至 11 月的 5.5%。
  - (1) 食品价格上涨 11%，同时能源价格上涨 14%。
2. 核心 PCE 通胀从 10 月份的 5.0% 降至 4.7%。
  - (1) 耐用品通胀从 4.0% 降至 2.7%。
  - (2) 核心服务通胀从 5.2% 降至 5.0%。
3. 核心 PCE 通胀的环比年化增长率从 3.2% 降至 2.0%。
  - (1) 受二手车价格大幅下降影响，耐用品价格下降了 9%（年率）。
  - (2) 核心服务通胀从 5.6% 下降到 4.8%。
  - (3) 与过去三个月相比，核心通胀率从 5.2% 下降到 3.6%。

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）2022年第三季度GDP回升。

1. 在上半年下降 1.1%（年率）之后，GDP 在第三季度增长了 3.2%（年率）。

（1）GDP 同比增长 1.9%。

（2）出口上升，进口下降，使得净出口部分成为第三季度 GDP 增长的主要原因。

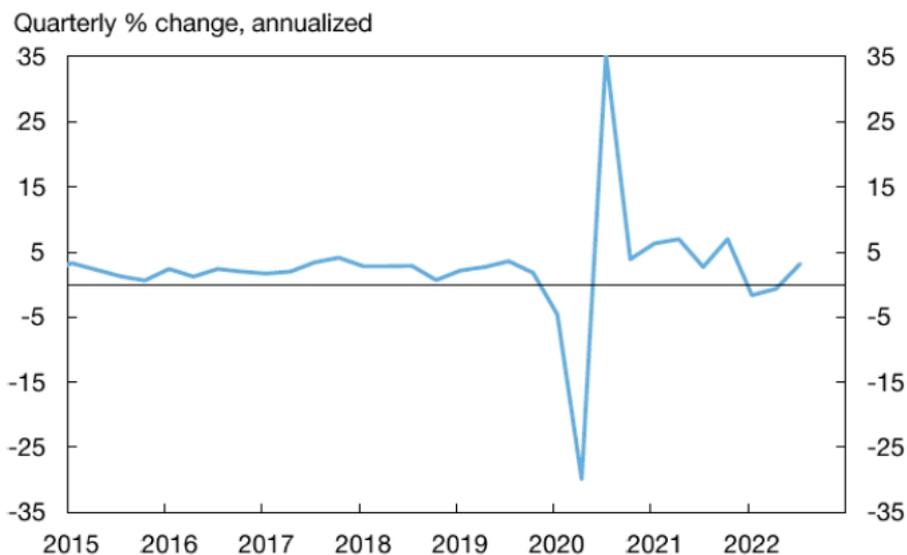
（3）对国内私人购买者的最终销售（消费加上私人固定投资）在本季度略有上升。

2. 实际国内总收入（GDI）在上半年基本保持不变，之后在第三季度增长 0.8%（年率）。

（1）实际 GDI 的四季度变化为 1.8%。

（2）由于第三季度 GDI 增速更小，GDP 与 GDI 的差距在当季大幅缩小。

图 4 GDP 增长



数据来源：经济分析局（BEA）。

### （二）制造业活动下降。

1. 11 月份制造业指数环比下降 7%（年率）。

（1）与第三季度相比，10 月和 11 月的平均价格上涨了 2%。

（2）该指数同比上涨 1%。

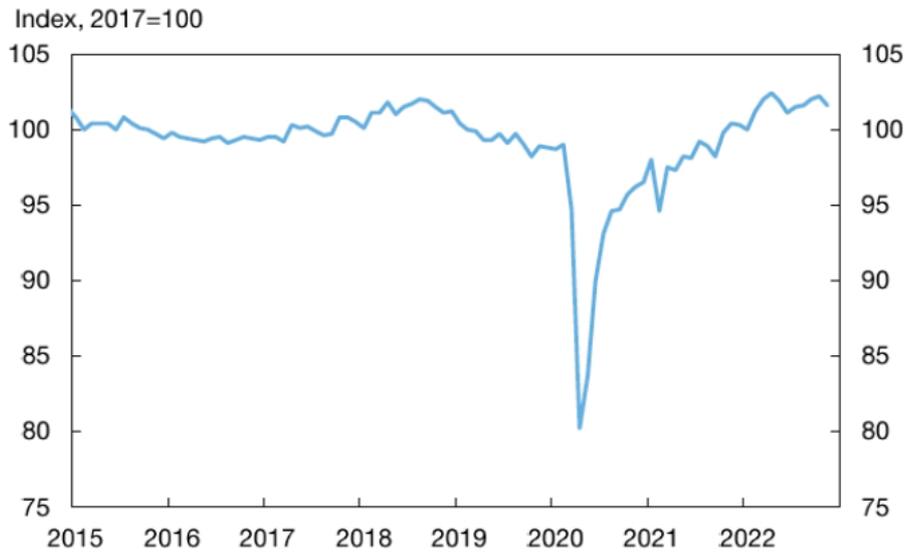
2. 耐用品产量同比增长 3%，同时非耐用品产量与去年同期持平。

（1）包括航空航天、汽车和机械在内的各个行业的正向离群值都上涨了 5%以上。

3. 12月ISM制造业指数下降，延续了2022年稳步下降的趋势。

(1) 价格指数和供应商交货指数都低于疫情前的水平。

图5 制造业指数



数据来源：美国联邦储备委员会。

### 三. 家庭

(一) 实际可支配收入上升。

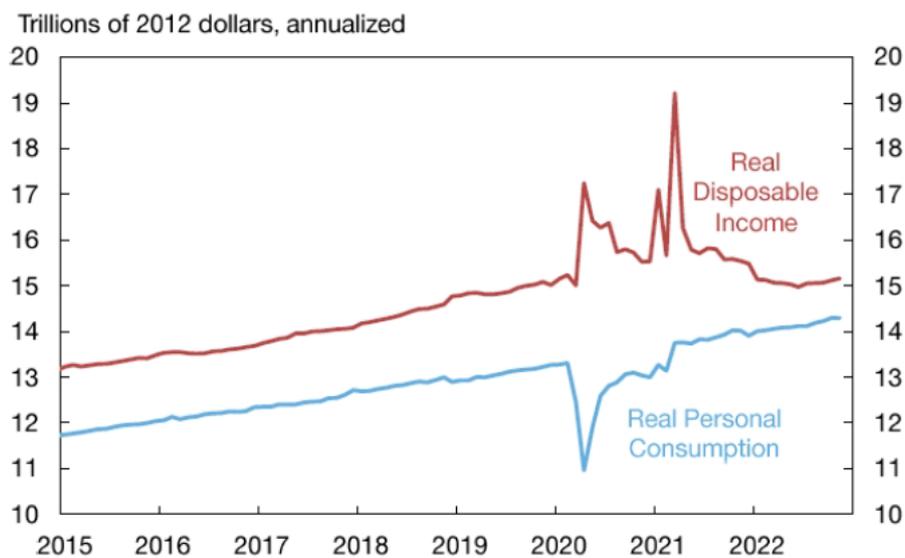
1. 11月份名义个人收入环比上涨4%（年率），同时实际可支配收入环比增长了3%。

(1) 名义收入同比增长5%，而实际可支配收入同比下降2%。

2. 12月份实际个人消费支出与上月持平，并且同比增长2%。

(1) 个人储蓄率从2.4%下降2.3%。

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）消费者的商品支出下降。

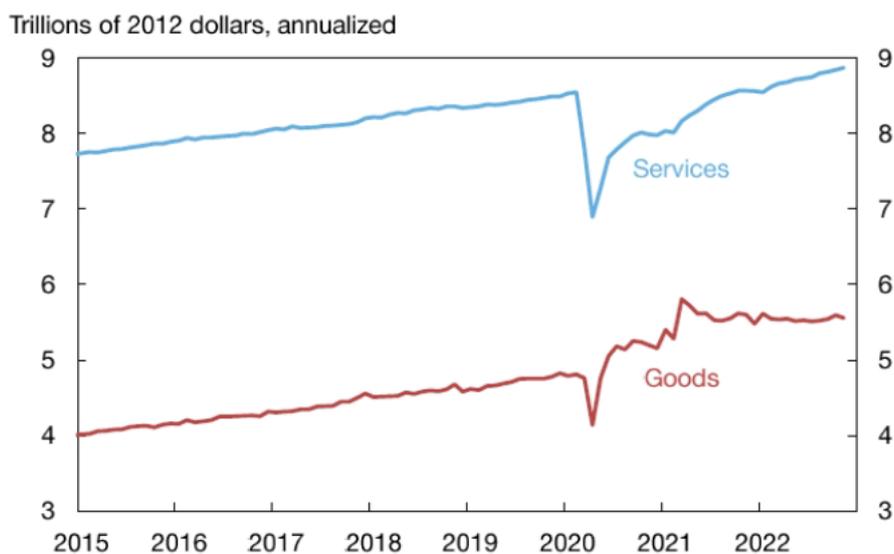
1. 实际商品支出在 10 月份增长 14%（年率）后，在 11 月份下降 7%。

(1) 支出变化主要是由于汽车购买量有所波动。

(2) 商品支出同比下降 1%，其中耐用品支出增长 1%，食品支出下降 5%，并且能源支出下降 4%。

2. 服务业的实际支出环比增长 4%（年率），并且同比增长 4%。

图 7 消费者支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

## 四. 商业部门

### （一）2022 年第三季度设备支出强劲增长。

1. 在第二季度下降之后，实际商业设备支出在第三季度增长 11%（年率）。

(1) 本季度设备支出使得 GDP 年化增长率上升了 0.5 个百分点。

(2) 信息和运输类别的支出迅速增长，但工业和其他类别的支出有所下降。

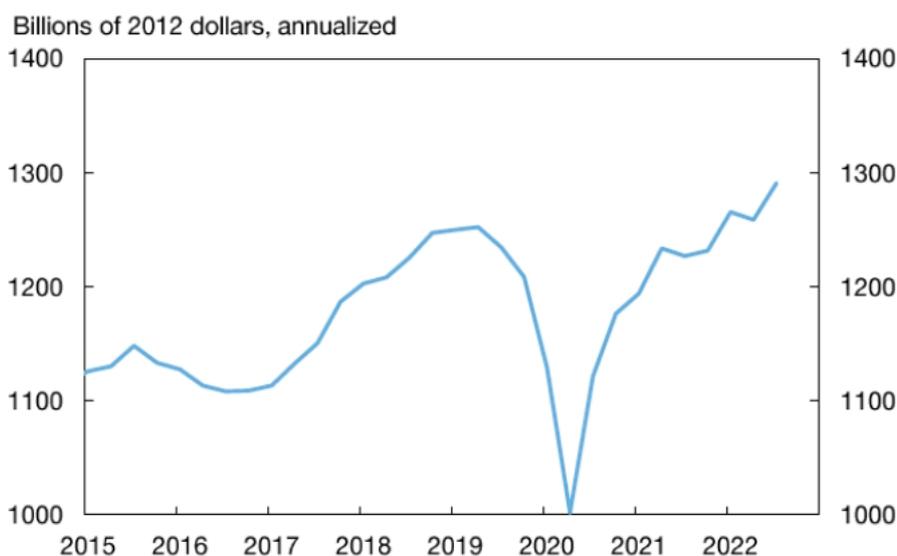
(3) 设备支出同比增长 5.2%。

2. 资本货物订单在 11 月略有上升。

(1) 在 2022 年大部分时间里，名义订单一直呈上升趋势，但最近几个月增速已逐渐放缓。

(2) 订单增长主要是因为资本设备价格上涨。

图 8 设备投资支出



数据来源：经济分析局（BEA）。

**（二）第三季度非住宅建筑支出下降。**

1. 实际非住宅建筑投资支出在第三季度以 4%的年率下降。

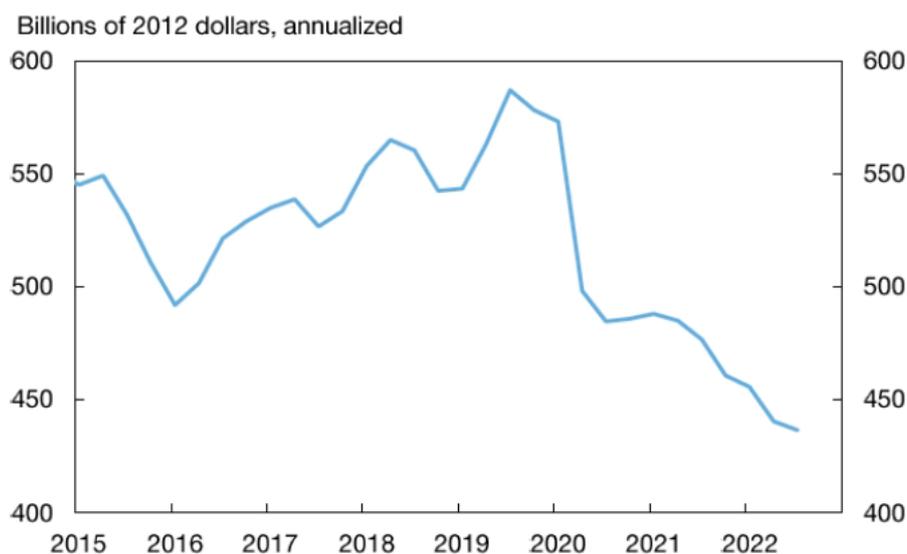
(1) 建筑投资使得 GDP 年化增长率下降了 0.1 个百分点。

(2) 支出同比下降 8%，自 2019 年第四季度以来下降了近 24%。

2. 在连续增长七个季度之后，能源领域的支出有所下降。

(1) 与 2019 年第四季度相比，采矿勘探、竖井和油井方面的支出下降了 13%。

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）第三季度住宅投资支出再次下降。**

1. 住宅投资支出大幅下降，使得第三季度 GDP 的年化增长率下降了 1.4 个百分点。

(1) 该季度的支出环比下降 27%（年率），并且同比下降 13%。

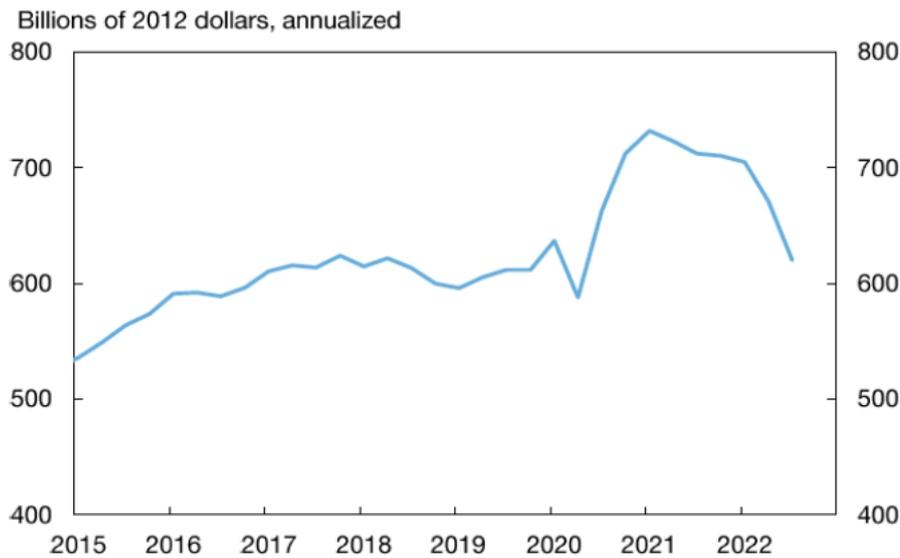
2. 独户和多户住宅的投资分别环比下降 38%（年率）和 5%。

(1) 独户和多户住宅的投资分别同比下降 15%和 7%。

(2) 住房改善和佣金支出下降也是住宅投资下降的重要原因。

(3) 房屋开工量在 11 月份继续下降。

图 10 住宅投资



数据来源：经济分析局（BEA）。

### （二）现房销售下降至非常低的水平。

1. 第三季度的独户住宅现房销量较第二季度低了 38%（年率）。

(1) 第三季度的销量同比下降 20%。

(2) 11 月的销量同比下降 28%。

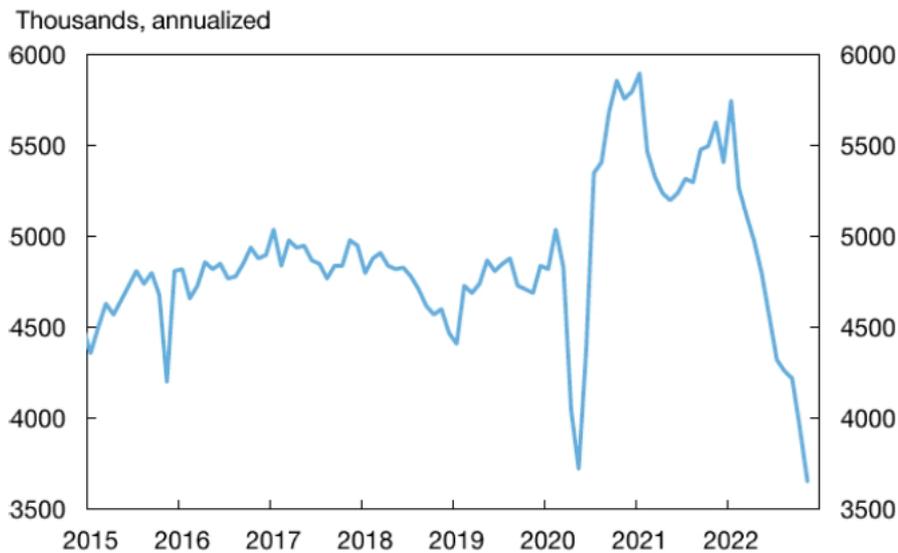
2. 第三季度的独户住宅新房销量较第二季度低了 7%。

(1) 第三季度的销量同比下降 18%。

(2) 11 月的销量同比下降 15%。

3. 与 6 月份的峰值相比，10 月份独户住宅的价格下降了 2%。

图 11 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。

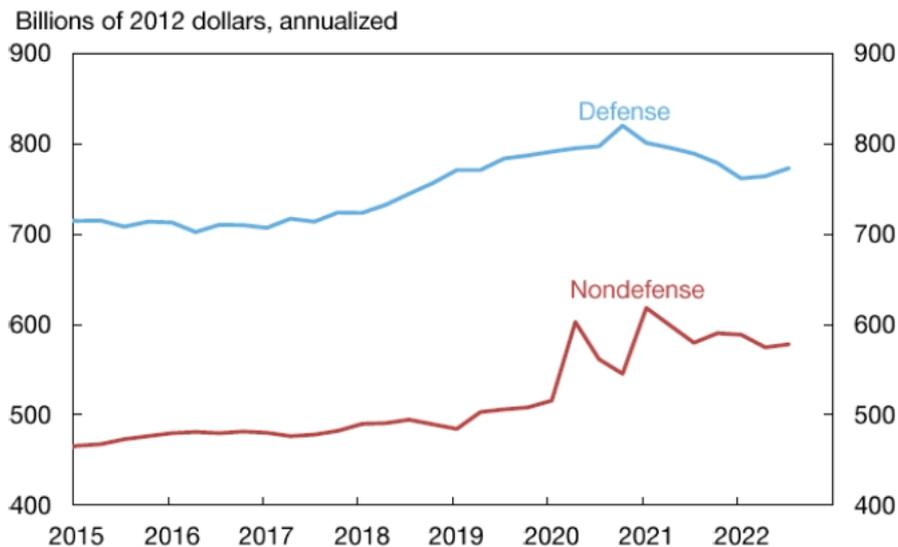
## 六. 政府部门

### (一) 第三季度联邦支出增加。

1. 联邦政府支出为第三季度 GDP 的同比增长率贡献了 0.2 个百分点，而前两个季度的贡献均为负。

- (1) 非国防支出和国防支出分别为经济增长贡献 0.07 和 0.17 个百分点。
2. 实际支出同比下降 1%，其中国防支出下降 2%，非国防支出保持不变。

图 12 美国联邦政府支出



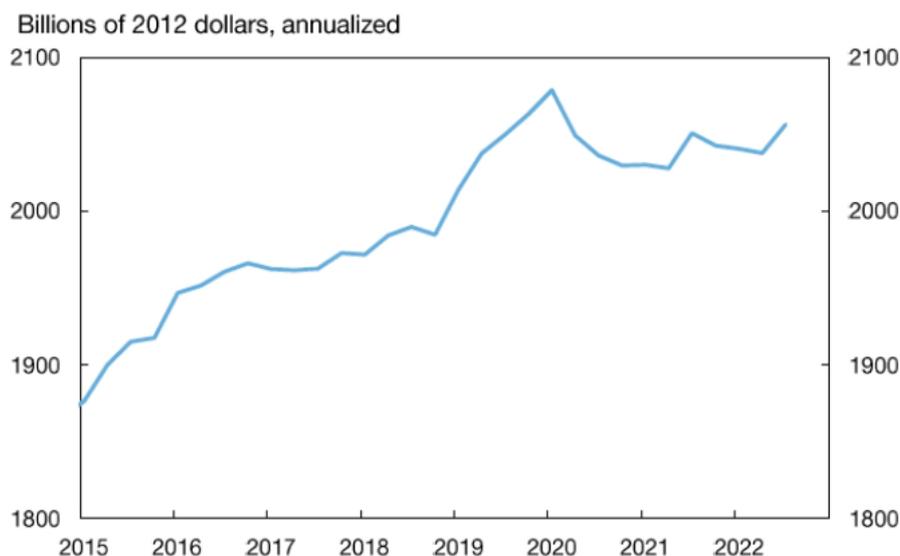
数据来源：经济分析局（BEA）。

### (二) 第三季度州和地方政府支出增加。

1. 实际州和地方政府支出为第三季度的 GDP 年化增长率贡献了 0.4 个百分点。

- (1) 支出与去年同期持平。
- 2. 州和地方政府的消费支出相比上季度增长了 2%。
  - (1) 消费支出同比增长 1%。
- 3. 投资支出环比增长 13%（年率），其中建筑支出增长 14%，设备采购增长 12%，知识产权产品支出增长 9%。
  - (1) 投资总支出同比下降 2%，其中建筑支出下降了 4%。

图 13 州和当地政府支出



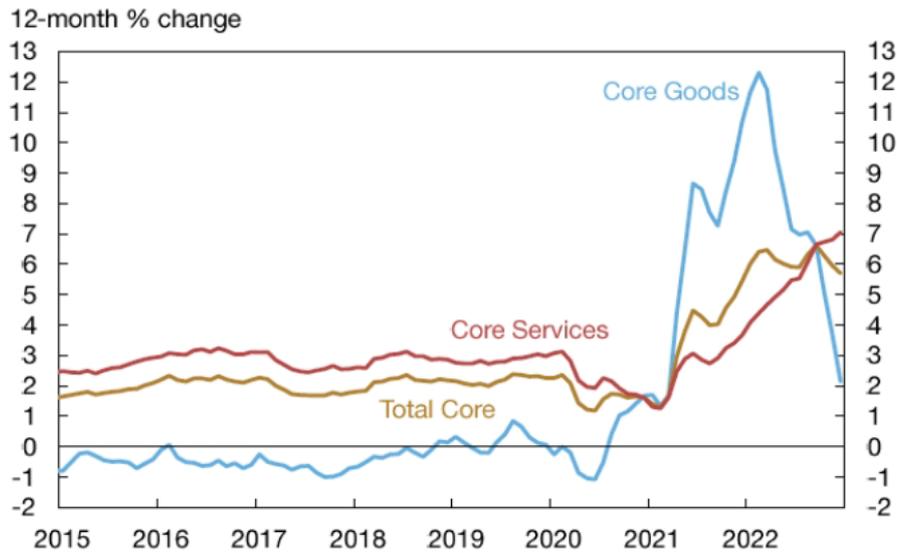
数据来源：经济分析局（BEA）。

## 七. 通货膨胀

### (一) 核心 CPI 通胀放缓。

- 1. 核心通胀的同比增速从 11 月份的 6.0% 降至 12 月份的 5.7%。
  - (1) 核心商品通胀从 3.7% 降至 2.1%，其中二手汽车指数大幅下跌。
  - (2) 核心服务通胀从 6.8% 升至 7.0%。
- 2. 核心 CPI 的环比增速为 3.7%（年率），高于 11 月份 2.4% 的增速。
  - (1) 核心商品通胀从 -6.1% 升至 -4.0%。
  - (2) 核心服务业通胀从 5.4% 上升到 6.8%。
  - (3) 前三个月的核心 CPI 通胀从 4.3% 下降到 3.1%，前六个月的通胀率从 5.4% 下降到 4.5%。

图 14 核心 CPI 通胀率

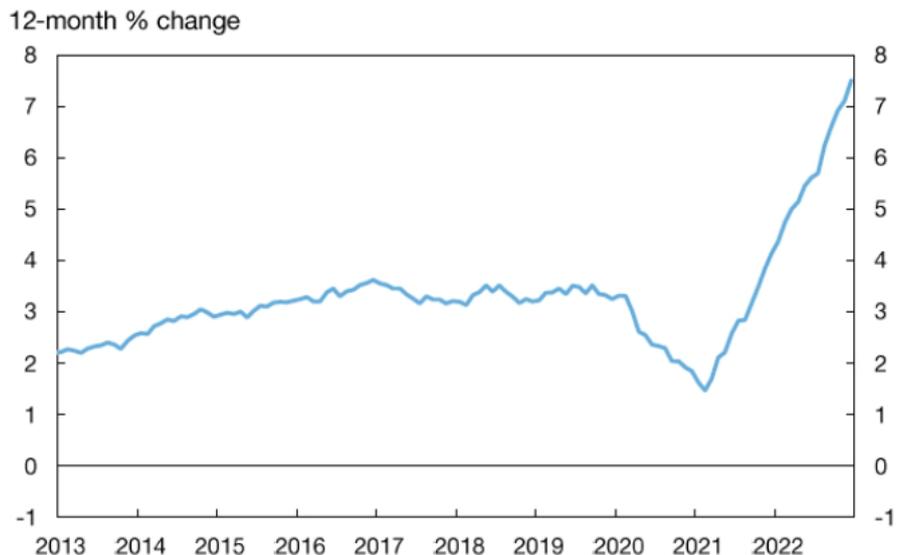


数据来源：劳工统计局（BLS）。

## （二）住房通胀仍处于高位。

1. 住房通胀的同比增速从 11 月的 7.1% 上升到 12 月的 7.5%。
  - (1) 自疫情开始以来，该指数以 4.8%（年率）的速度增长。
  - (2) 在疫情开始之前的几年里，该指数以 3.3% 的速度增长。
2. 住房通胀的环比增速从 8.1%（年率）跃升至 10.0%。
  - (1) 主要住宅类别的租金涨幅由 9.6% 上升至 9.9%。

图 15 CPI 通胀：住房



数据来源：劳工统计局（BLS）。

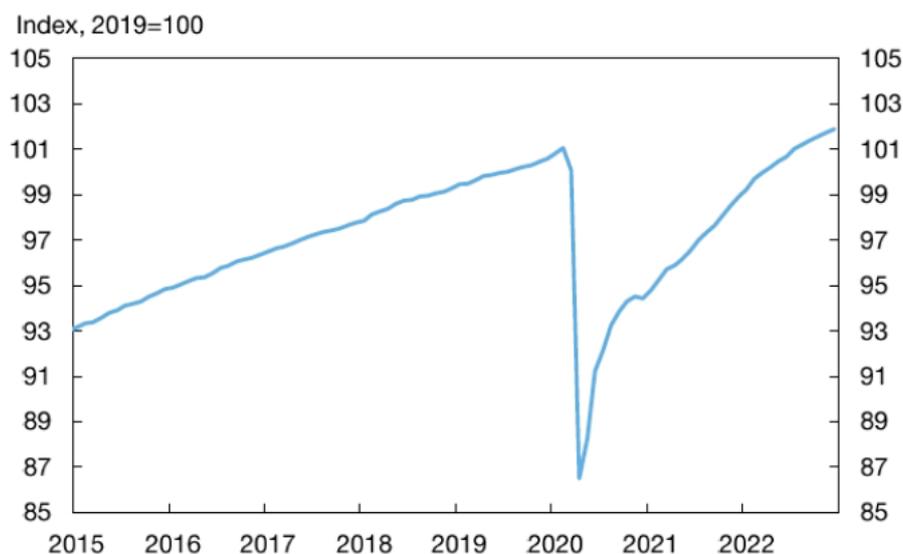
## 八. 劳动力市场

### （一）就业率稳步上升。

1. 非农就业人数在 12 月增长 23.3 万人。

- (1) 健康和教育服务业以及休闲和酒店业的增幅最大。
  - (2) 近几个月专业和商业服务业的就业增长大幅放缓。
2. 家庭调查的就业人口比率由 59.9% 上升至 60.1%。
- (1) 自 3 月份以来，这一比率一直保持在 60% 左右的狭窄区间内。
  - (2) 该比率比疫情前的平均水平低大约 1 个百分点。
  - (3) 25-54 岁人群的就业人口比接近疫情前的平均水平。

图 16 就业情况

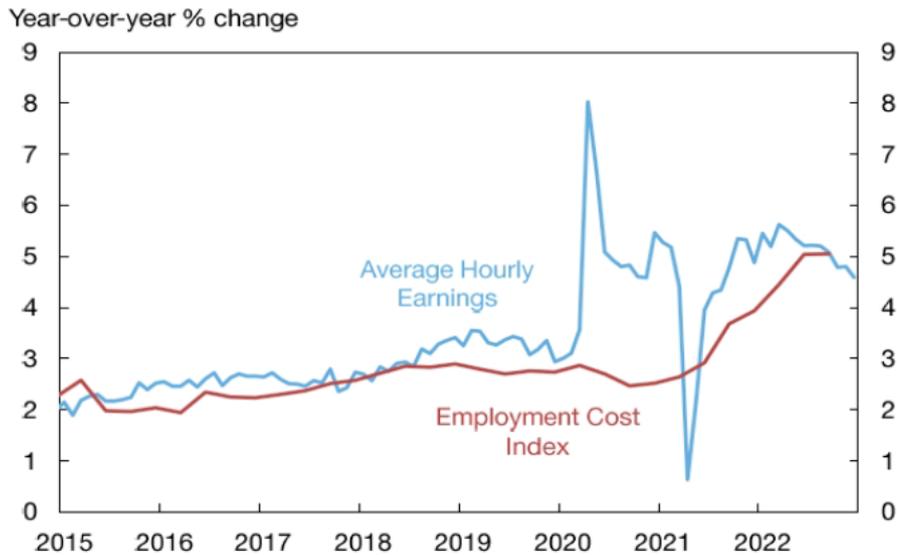


数据来源：劳工统计局（BLS）。

**（二）工资增速小幅放缓。**

- 1. 12 月份，平均时薪的环比增速从 4.9% 放缓至 3.4%。
  - (1) 工资的同比增速从 4.8% 下滑至 4.6%。
  - (2) 自 3 月份的 5.6% 以来，工资的同比增速一直呈下降趋势。
- 2. 从 6 月到 9 月，就业成本指数以 5.1% 的年率增长。
  - (1) 该指数同比上涨 5.1%。
  - (2) 相比之下，该指数在 2019 年第四季度的同比增速为 2.7%。

图 17 平均时薪和就业成本指数



数据来源：劳工统计局（BLS）。

## 九. 地区发展

### （一）12 月份地区商业活动疲软。

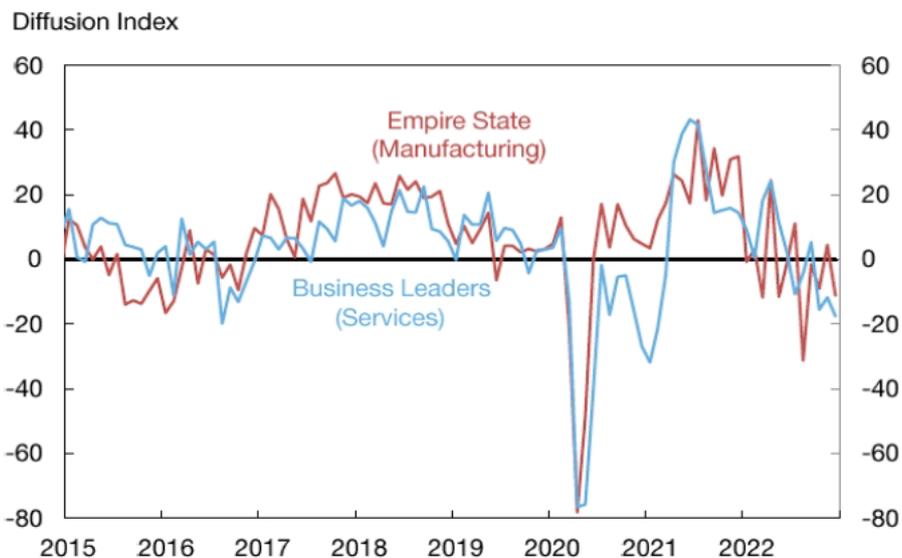
1. 根据 12 月份的地区商业调查，制造业和服务业活动均出现下滑。

(1) 帝国州制造业调查的整体指数（制造业企业）下降 15 个点至-11，同时商业领袖调查的整体指数（服务业企业）下跌 6 个点至-18，这是过去 6 个月来第 5 次出现负值。

(2) 尽管活动有所下降，但调查显示，这两个部门的就业都有小幅增加，不过服务业的就业人数增长非常缓慢。

(3) 服务业价格涨幅明显放缓，制造业价格变化不大。

图 18 纽约联邦储备银行帝国州制造业调查



数据来源：纽约联邦储备银行。

## （二）纽约北部就业增长依然疲软。

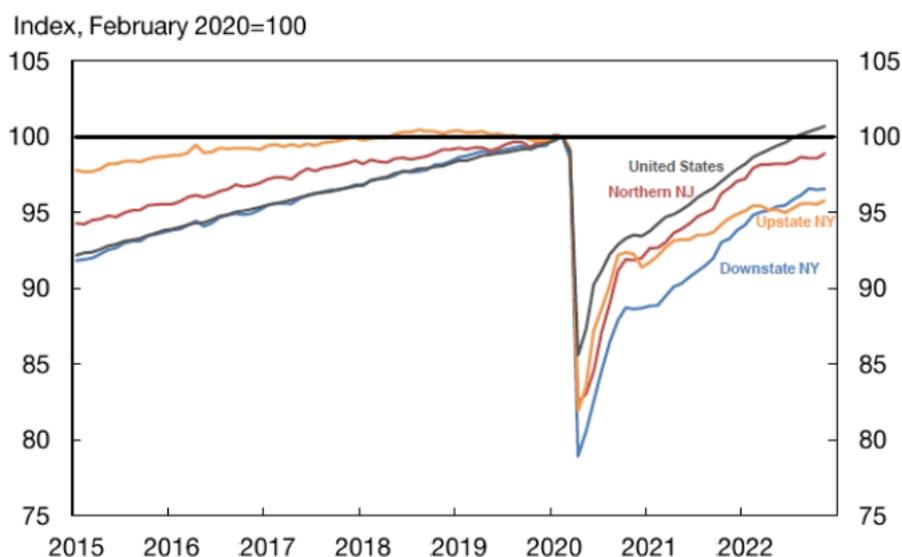
1. 11月份，纽约州南部和波多黎各的就业持续强劲增长，但纽约州北部的增长仍然相当缓慢。

(1) 在过去的12个月里，纽约州南部的就业增长了3.5%，新泽西州北部增长了2.3%，康涅狄格州的费尔菲尔德增长了2.8%，纽约州北部仅增长了1.2%，而全国范围内的就业增长了3.3%。

(2) 纽约州南部的就业率比疫情前水平低3.4%，纽约州北部低4.2%，新泽西州北部低1.1%，费尔菲尔德低0.6%，而全国则高出0.7%。

(3) 波多黎各11月份的就业同比增长4.6%，比疫情前水平高出6.6%。

图 19 地区就业趋势



数据来源：美国劳工统计局和穆迪经济网，纽联储的工作人员对这些数据进行了早期校准。

## 十. 国际进展

### （一）净出口推动了第三季度的经济增长。

1. 第三季度出口增加，进口下降。

(1) 净出口为GDP年化增长率贡献了2.9个百分点，其中出口增加和进口减少分别贡献了1.7和1.2个百分点。

2. 出口恢复到疫情前的水平。

(1) 能源和非耐用工业用品带动了出口的增长。

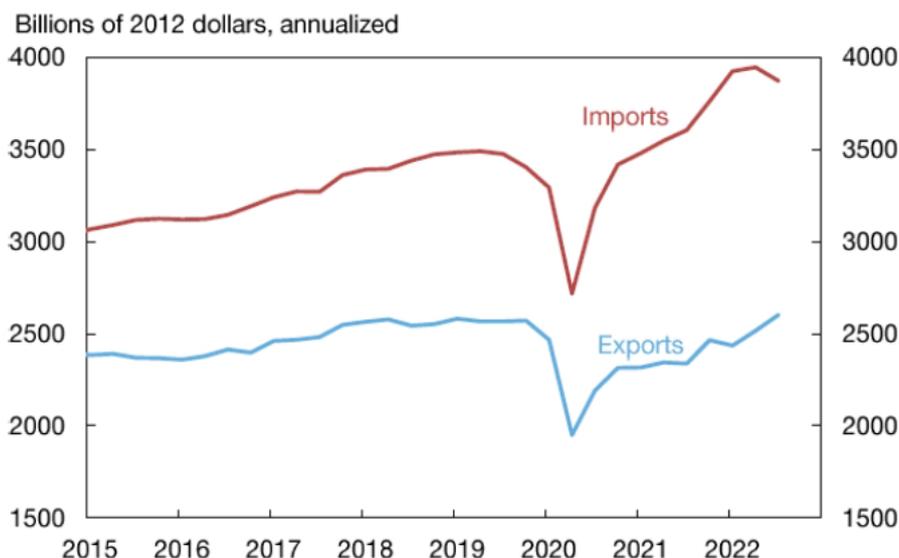
(2) 相比第三季度，商品的出口量在10月和11月均有所下降。

3. 进口在2021年第四季度和2022年第一季度大幅增长后开始回落。

(1) 消费品的进口从高位回落。

(2) 10月和11月的商品进口量都略低于第三季度的平均水平。

图 20 商品和服务的进出口



数据来源：经济分析局（BEA）。

### （二）油价走低。

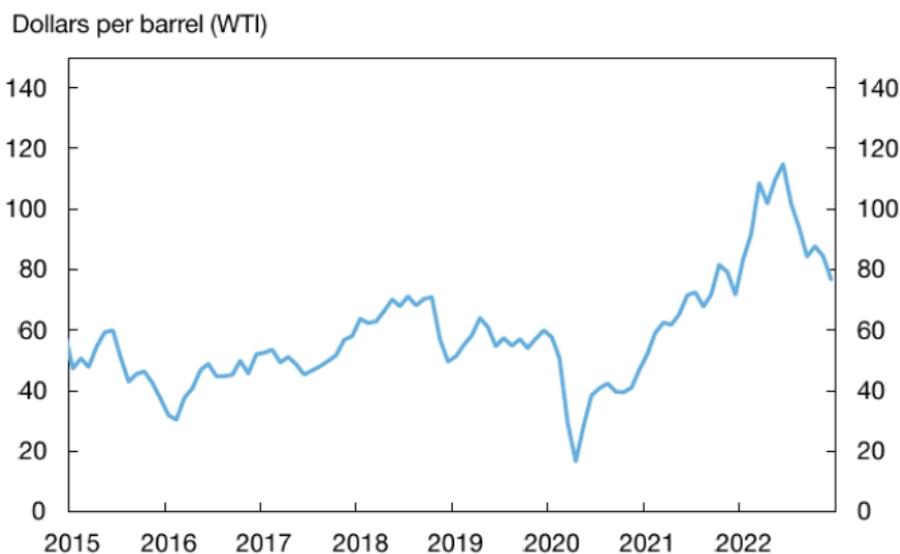
1. 油价（以 WTI 原油为基准）从 11 月份的每桶 84 美元降至 12 月份的每桶 76 美元。

- (1) 1 月初油价保持在 75 美元/桶附近。
- (2) 2021 年和 2022 年的平均油价分别为每桶 68 美元和 95 美元。

2. 美国能源部 12 月份的预测显示，石油的全球库存在 2022 年下半年增加后，将在 2023 年第一季度出现回落。

(1) 预计 2023 年的消费和生产的增长都将很小，同时库存水平将略微上升。

图 21 原油价格



数据来源：能源信息管理局。

## 十一. 金融市场

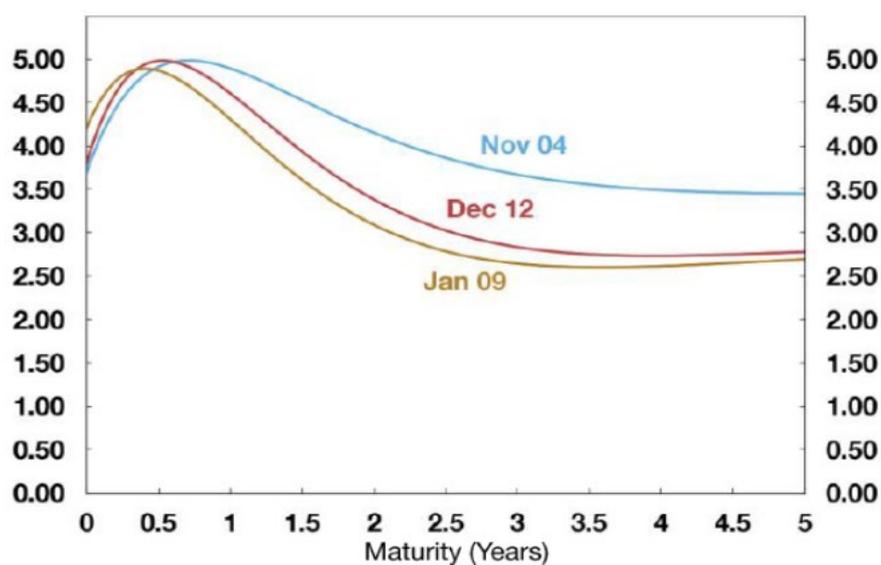
### (一) 联邦基金利率的隐含路径下降。

1. 2022 年 12 月 12 日至 2013 年 1 月 9 日期间，隔夜指数掉期（OIS）利率所隐含的联邦基金利率预期路径对于大于 5 个月的期限有所下降。

2. 到 2024 年底，市场隐含的联邦基金利率预计降至 3.1%，低于联邦公开市场委员会（FOMC）自 2022 年 12 月以来的经济预测摘要（SEP）4.1%的中值。

3. 在 5 年期限内，市场隐含的联邦基金利率降至 2.7%，高于 SEP 的长期联邦基金利率中值 2.5%。

图 22 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。

### (二) 10 年期美国国债收益率下降。

1. 在 2023 年 1 月 9 日，10 年期美国国债收益率为 3.54%，比 12 月 12 日低了 7 个基点。

(1) 2020 年 1 月的收益率均值为 1.76%。

(2) 2020 年、2021 年和 2022 年的收益率均值分别为 0.89%、1.44%和 2.95%。

(3) 根据 Adrian-Crump-Moench 期限结构模型的估计，12 月 12 日至 1 月 9 日期间，10 年期美国国债收益率下降主要是因为预期利率路径较低并且期限溢价下降。

图 23 10 年期美国国债和期限溢价



数据来源：纽约联邦储备银行和联邦储备委员会。

注：5 天平均移动值。

### （三）美国股价下降。

1. 2022 年 12 月 12 日至 2023 年 1 月 9 日期间，以标准普尔 500 指数衡量的美国股价下降了 0.4%。

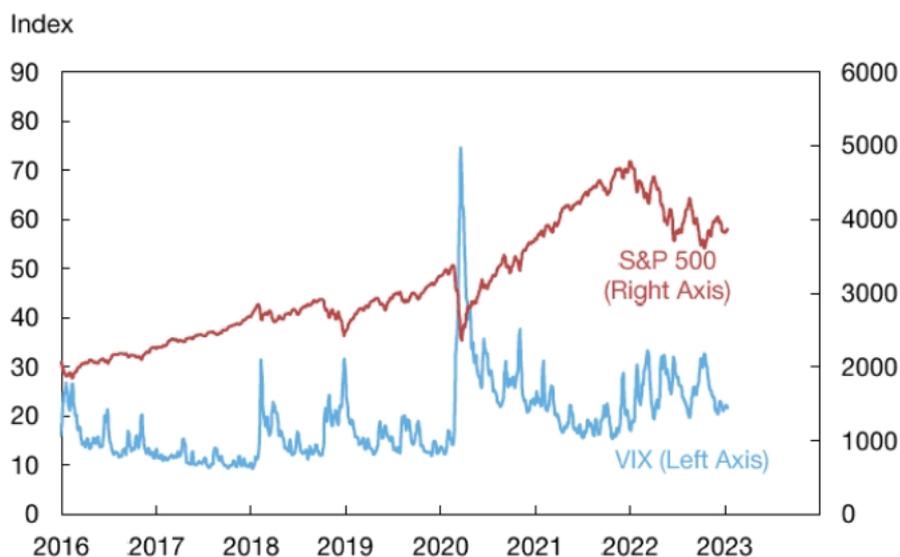
(1) 与 12 月 12 日相比，标准普尔 500 指数下跌了 2%。

(2) 标准普尔 500 指数在 2021 年上涨 28%后，在 2022 年期间下跌了 19%。

2. 以芝加哥期权交易所波动率指数（CBOE Volatility Index）衡量的期权隐含股市波动率从 12 月 12 日的 25.0 下降至 1 月 9 日的 22.0。

(1) 从 2000 年至今，VIX 指数的中值为 18.2。

图 24 美国股市指数和波动率



数据来源：S&P 和《华尔街日报》。

注：5 天移动平均值。

#### （四）美元贬值。

1. 2022 年 12 月 16 日至 2023 年 1 月 6 日期间，美联储的美元贸易加权指数下跌 2%。

(1) 该指数在第四季度大幅下降，较 2022 年初的水平仍上涨了 8%。

2. 12 月 16 日至 1 月 6 日期间，美元兑欧元下跌 1%，兑日元下跌 3%。

图 25 美元汇率



数据来源：联邦储备委员会。

注：5 天平均移动值。

---

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 2023 年 1 月刊于 newyorkfed 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

# 脱欧以来伦敦的金融中心地位：来自 2022 年国际清算银行三年期调查的证据

Robert N. McCauley, Jakub Demski and Patrick McGuire /文 孔祥奕/编译

导读：脱欧前，伦敦是毋庸置疑的国际金融中心，在欧元中间业务中发挥着重要的作用。脱欧导致伦敦的金融公司无法为欧盟提供金融服务。但本文发现，脱欧以来伦敦的金融中心地位仅在部分业务领域略有削弱。编译如下：

1999 年，欧元问世。伦敦在美元业务上的成熟使其在欧元这一全球第二大货币的中间业务中也获得了优势。自 20 世纪 60 年代以来，美元业务一直在伦敦国际金融业务中占主导地位。伦敦在全球欧元业务中的份额超过了其在全球美元业务中的份额。

2016 年英国脱欧公投时，伦敦在欧元中间业务中发挥着重要的作用，是毋庸置疑的国际金融中心。英国于 2021 年初退出欧盟，导致伦敦的金融公司没有牌照，无法为欧盟提供金融服务。欧洲当局希望将以欧元计价的金融活动中心转移到欧元区。

距离脱欧公投已经多年，现在可以来评价这些事情，以便让我们认识到英国脱欧以外的力量也在发挥着作用。

在《国际清算银行公报》（BIS Bulletin）的一篇新文章中，Robert N. McCauley、Jakub Demski 和 Patrick McGuire 研究了伦敦作为国际金融中心在利率衍生品交易和外汇交易、国际银行和债券承销四个业务领域的作用。伦敦在上述任何一个领域失去欧元业务，都会对其美元业务产生影响。伦敦在美元领域的地位是由各领域间的协同而巩固的。

他们研究发现，自英国脱欧以来，伦敦的金融中心地位仅在部分业务领域略有削弱。最近发布的 2022 年国际清算银行三年期调查，是英国正式脱离欧盟以来的第一次调查。调查显示，伦敦仍然是外汇和欧元利率衍生品场外交易的主要中心，但伦敦在欧元和美元利率衍生品交易中的份额已经下降，下降主要受 Libor 取消的影响，并非脱欧的影响。在国际银行业中，伦敦仍保持着其领先地位，但其作为欧元区银行中心的作用已经减弱。在欧元国际债券的承销中，伦敦保持着领先地位，但近期也出现了下降。作者还表示，伦敦对欧洲当局举措的持续回应意味着这一情况是初步的，伦敦金融中心地位可能还会有新的变化。

---

---

本文原题为“London as a Financial Center Since Brexit: Evidence from the 2022 BIS Triennial Survey”。本文作者 Robert N. McCauley、Jakub Demski 和 Patrick McGuire。本文于 2022 年 12 月刊于国际清算银行 BIS。 [单击此处可以访问原文链接。](#)

---

---

# 大流行以来流失的工人和工作岗位

Bart Hobijn 和 Ayşegül Şahin /文 刘铮/编译

导读：自疫情暴发以来，美国劳动力市场一直被工作岗位流失（missing jobs）和工人流失（missing workers）问题所困扰，前者是指受薪就业（payroll employment）比疫情暴发前的趋势减少了 500 多万，后者是指劳动参与率（participation rate）下降了 1.2 个百分点：由疫情导致的工人短缺制约了就业机会的创造，从而对疫情后的就业增长构成了巨大拖累。在本文中，我们将表明这是对数据的误解，原因有两个。首先，工作岗位流失被夸大了，因为这是基于一个不切实际的假设，即如果疫情不会发生，疫情前的失业率下降和劳动参与率周期性上升对就业增长的促进将在 2020 年及以后持续。第二，因 COVID 而流失的工人数量被夸大了，自大流行开始以来，劳动参与率下降了 1.2 个百分点，其中大部分反映了长期下降趋势的延续，这在大流行之前已经是预测的一部分。相反，与大流行之前相比，2022 年 10 月，我们的受薪就业岗位核算表明有 81 万个周期性受薪就业岗位缺口。按照最近的就业增长速度，即使没有货币和财政紧缩，我们预计未来几个月受薪就业增长也将大幅放缓。编译如下：

## 摘要

自疫情暴发以来，美国劳动力市场一直被工作岗位流失（missing jobs）和工人流失（missing workers）问题所困扰，前者是指受薪就业（payroll employment）比疫情暴发前的趋势减少了 500 多万，后者是指劳动参与率（participation rate）下降了 1.2 个百分点：由疫情导致的工人短缺制约了就业机会的创造，从而对疫情后的就业增长构成了巨大拖累。在本文中，我们将表明这是对数据的误解，原因有两个。首先，工作岗位流失被夸大了，因为这是基于一个不切实际的假设，即如果疫情不会发生，疫情前的失业率下降和劳动参与率周期性上升对就业增长的促进将在 2020 年及以后持续。第二，因 COVID 而流失的工人数量被夸大了，自大流行开始以来，劳动参与率下降了 1.2 个百分点，其中大部分反映了长期下降趋势的延续，这在大流行之前已经是预测的一部分。相反，与大流行之前相比，2022 年 10 月，我们的受薪就业岗位核算表明有 81 万个周期性受薪就业岗位缺口。按照最近的就业增长速度，即使没有货币和财政紧缩，我们预计未来几个月受薪就业增长也将大幅放缓。

## 1、引言

2020 年初暴发的新冠肺炎疫情导致了一场深度但短暂的衰退，2020 年第二季度实际 GDP 环比折年率为-32.9%，失业率在几周内从 3.5% 上升到 14.7%。经济活动大幅下降后，经济迅速反弹。到 2020 年底，失业率回落至 6%，并在两年内达到疫情前 3.5% 的最低水平（图 1a）。许多备受关注的劳动力市场活动指标，如职位空缺率、工资增长率和离职率，都达到了历史最高水平。尽管劳动力市场出现了这些强劲的迹象，但有两个重要指标显示复苏趋缓。

第一个是劳动力参与率（LFPR）。它仅部分恢复，2022年10月仍比大流行前的水平低1.2个百分点（图1b）。参加劳动力市场的人数明显不足，通常被称为疫情后的工人流失（missing workers）。第二个是非农受薪就业岗位（nonfarm payroll employment）。截至2022年10月，工作岗位数量比大流行前的趋势少了580万个（图2）。这项赤字反映了因COVID而造成的工作岗位流失（missing jobs）。

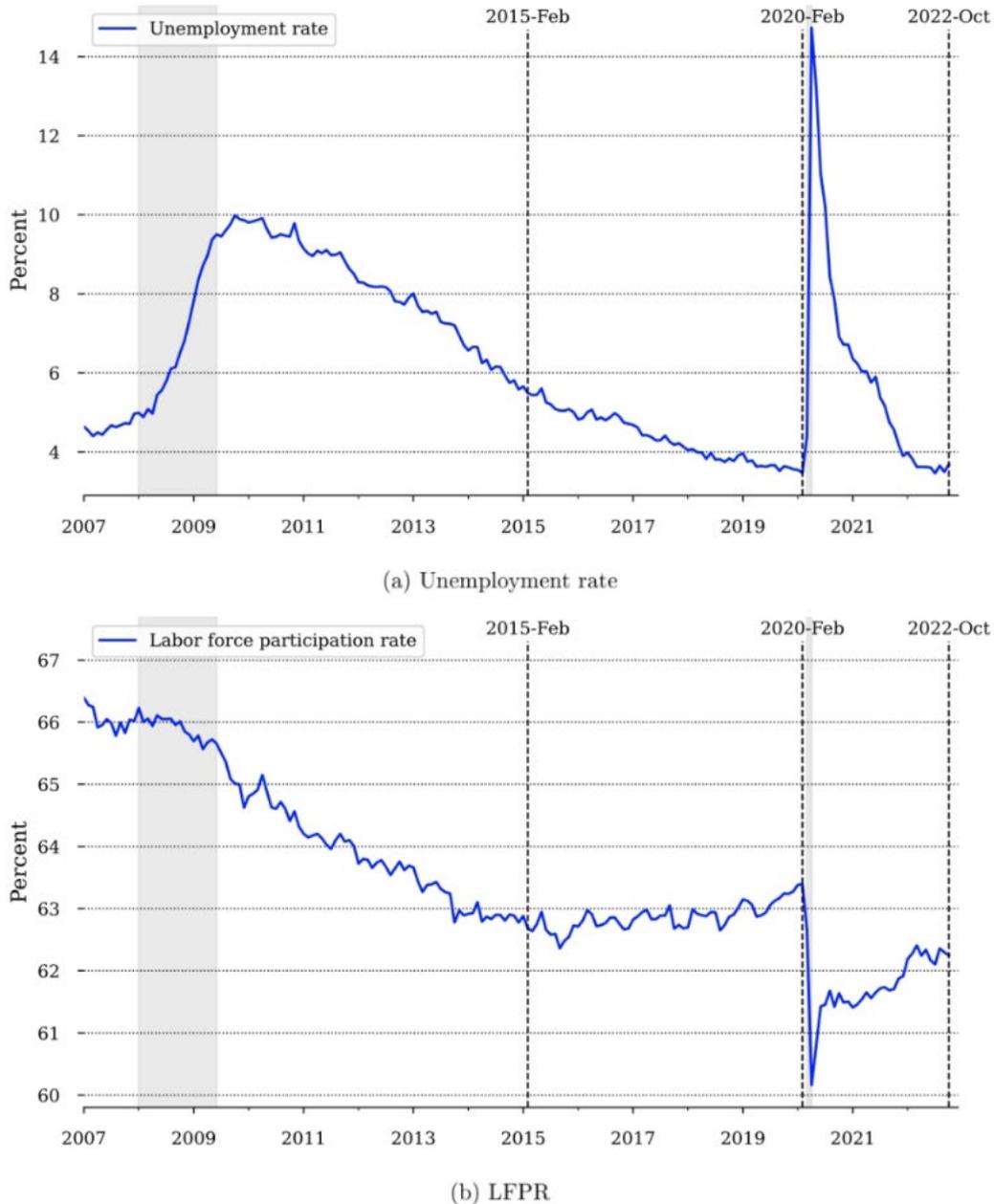


Figure 1: Unemployment and labor force participation rates

Source: BLS.

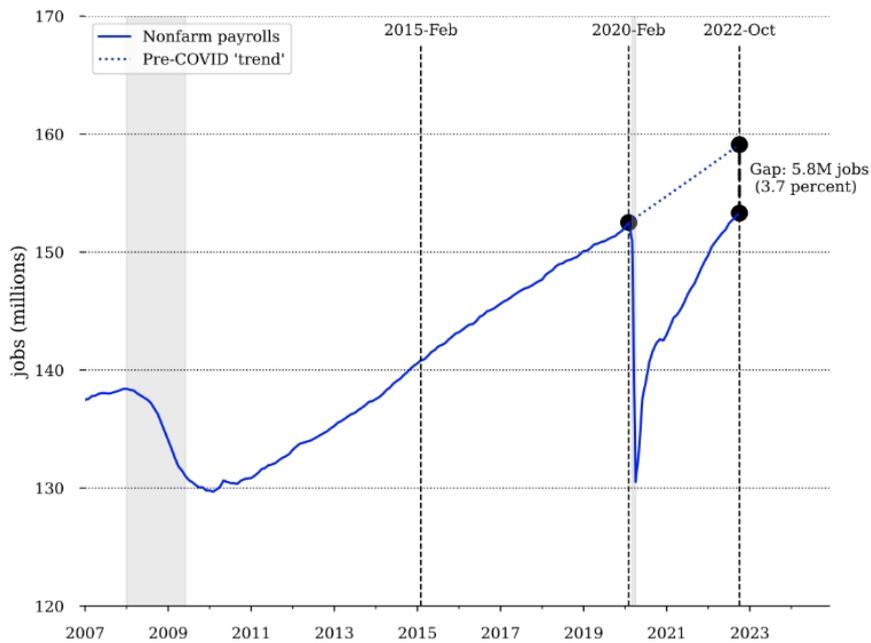


Figure 2: Post-COVID Payroll Gap

Source: BLS and author's calculations.

Note: Post-COVID 'trend' is based on average growth (log change) in nonfarm payroll employment growth between February 2015 and February 2020.

根据这两个指标的不足，人们可能会推断，COVID 导致美国劳动力供给永久性下降，导致工人短缺，阻碍了就业机会的创造，从而抑制了非农就业岗位的增长。事实上，有几份报告揭示了 COVID 对美国劳动力规模的潜在影响。一个简单粗略的计算揭示了工人流失数量和工作岗位流失数量之间的不匹配。2022 年 8 月，美国人口为 2.64 亿。因此，在劳动参与率下降 1.2 个百分点的情况下，工人流失数量约等于 300 万人。这个数字只有工作岗位流失数量的一半左右。

对工人流失和工作岗位流失数量进行更正式的定量评估，需要在非农业受薪就业岗位和劳动力参与率之间进行映射。在本文中，我们介绍了一个基于简单会计恒等式的映射，并使用它来计算工人流失和工作岗位流失数量。我们使用会计方法得出的结果表明，不论是工人流失还是工作岗位流失数量，都是被严重夸大的。

在 580 万个工作岗位流失中，绝大多数是由于错误的反事实假设，即在疫情之前的五年中发生的劳动力市场复苏将在 2020 年至 2022 年以同样的速度持续。如果情况是这样，那么若新冠疫情不会爆发，失业率将在 2022 年 10 月降至 2.3%。这是一个前所未有的低水平，远远低于私营部门预测者和政策制定者在 2019 年时对 2022 年失业率的预测。从 2020 年到 2022 年持续周期性改善的假

设，不仅会通过失业率的下降，还会通过参与率持续的周期性上升压力推动受薪就业增长。

大多数的工人流失（据推测是因为疫情而退出劳动力队伍），其实是 2020 年之前已经存在的劳动参与率长期下降趋势的延续的一部分。事实上，相对于长期趋势，我们已经发现，劳动参与率与疫情最严重时候相比已经出现明显的周期性反弹。我们基于 Hobijn 和 Sahin（2021）对参与周期进行测度，结果表明，2022 年 10 月 LFPR 的周期性成分比大流行前低 0.2 个百分点。

我们引入的会计恒等式很有用，因为它使我们能够将基于机构调查（Current Employment Statistics, CES）的工作岗位流失数量，与基于家庭调查（Current Population Survey, CPS）的工人流失数量直接联系起来。它将受薪就业水平分为五个部分。第一项捕捉了机构调查（CES）和家庭调查（CPS）之间的差异，前者是受薪就业数据的来源，后者是失业率和劳动力参与率数据的来源。第二个项捕捉了受薪就业和家庭就业之间的差异。第三项是就业率，即 1 减去失业率。第四项是 LFPR。最后一项是人口规模。我们利用这一映射将受薪就业增长与失业率变化、参与率变化以及人口增长联系起来。前两项与测量问题有关，对于工作岗位流失数量来说并不重要。所以，我们主要关注的是后三项。

如果根据失业率和劳动参与率的变化来推算新冠疫情前受薪就业的周期性上升压力，我们会发现，590 万个就业岗位中约有 400 万个是由于不现实的假设——即如果疫情不会发生，这些周期性上升压力将从 2020 年持续到 2022 年。这里“流失（missing）”这个词用词不当。它们是一种会计谬误，是根据商业周期比较苹果和橙子的结果。

大约有 25 万个工作岗位流失（仅占总数的二十分之一）是因为与五年前相比，疫情开始以来人口增长放缓。然而，值得注意的是，大部分的放缓在大流行之前就已经预测到，因此不能完全归因于 COVID 的影响。

自 2020 年初以来，劳动力参与率的下降趋势比五年前更为剧烈，这导致了约 81 万个工作岗位流失。这种略微加速的参与率下降趋势，可以解释为工人“流失”的原因。对于大流行以来参与率下降的 1.2 个百分点，它能够解释不到三分之一。大部分下降是由于大流行之前已经存在的长期参与率下降趋势的延续。

剩下的约 81 万个岗位“流失”可以归因于 2022 年 8 月的失业率比 2 月高 0.2 个百分点，以及 2022 年 10 月周期性因素对参与率的拖累比新冠疫情衰退开始时高 0.2 个百分点。这意味着 2022 年 10 月周期性因素对受薪就业的拖累比疫情前的 2020 年 2 月多 0.4%。当然，2019 年和 2020 年初的劳动力市场被认为是

过热的（Aaronson 等，2019），我们的结果表明，2022年秋季的劳动力市场将达到大致相同的热度。

我们的分析表明，疫情暴发后，美国劳动力市场迅速反弹，几乎回到了长期趋势水平。几乎没有证据表明这一趋势因新冠疫情而出现结构性断裂。从这个意义上讲，新冠疫情后劳动力市场与大衰退后金融市场和经济之间存在着重要的一致性关系。大规模的冲击，如流行病和社会危机，自然会导致人们认为“这一次是不同的”（Reinhart 和 Rogo，2009）。但疫情存在时间甚至比金融危机还要长，事后看来，情况往往不像实时评估的那样不同。

劳动力市场迅速反弹至长期趋势，证明了美国经济的弹性。然而，这也意味着，目前制约劳动力市场增长的是劳动力供给的长期趋势，这在大流行之前就已经预测到，预计未来十年内不会逆转。将我们的会计恒等式与劳工统计局（BLS）最新的劳动力预测相结合，我们发现每月受薪就业岗位增长趋势约为 6.5 万个。

这一趋势估计表明，即使在没有紧缩性财政和货币政策的情况下，如果劳动力市场的复苏成熟，我们将看到每月创造的受薪就业岗位增速大幅放缓。这一观察很重要，因为它告诫人们不要将 2022 年秋季和 2023 年春季的工资岗位增长放缓仅仅归因于政策的影响。

## 2、从受薪就业岗位和参与率到工作岗位和工人流失

在本节中，我们将介绍一个简单但全面的框架，以说明工作岗位流失和工人流失之间的关系。在第一小节中，我们重点关注受薪就业水平和参与率。在第二小节中，我们比较了这些变量的实际变化和反事实（对数）变化，以量化工作岗位流失数量及其与工人流失之间的关系。在最后两个小节中，我们考虑了人口增长和失业率对工作岗位流失数量的影响。

### 2.1 劳动参与率与受薪就业之间的联系

我们的目标是在一个一致的框架中分析工人流失（与大流行开始时相比，劳动参与率 LFPR 下降 1.2 个百分点），以及工作岗位流失（与大流行前趋势相比受薪就业的缺口）。比较这两个时间序列并不重要，因为受薪就业统计数据来自机构调查（CES），而参与率统计数据来自家庭调查（CPS）。这两个指标通过一个会计恒等式联系在一起，我们在本文的其余部分中依赖该等式来量化大流行后工人流失和工作岗位流失的数量。

为了理解我们使用的会计恒等式，必须认识到劳工统计局（BLS）发布了两种衡量就业的指标。第一个， $E_t$ ，是报告自己就业（employed）的人数，这是基于家庭调查的数据。第二个， $J_t$ ，是非农就业岗位（jobs）数量，基于机构调查数据。这两个就业概念不同，不仅是因为它们是根据不同的调查构建的，

它们范围也不同。特别是， $J_t$ 衡量的是非农部门的受薪就业岗位的数量。 $E_t$ 涵盖了整个经济中受雇、领薪、自营职业或在家族企业中无薪工作的人数。

我们通过一个等式将  $J_t$  与  $E_t$  联系起来，该等式分离了调查差异和范围差异的影响。等式如下：

$$J_t = \underbrace{\left(\frac{J_t}{J_t^H}\right)}_{\text{Survey difference}} \underbrace{\left(\frac{J_t^H}{E_t}\right)}_{\text{Scope difference}} \underbrace{E_t}_{\text{Household employment}} \quad (1)$$

上述等式通过  $J_t^H$  分离了调查差异和范围差异。这是一个非农就业的度量，使用家庭调查（CPS）而非机构调查（CES）数据。图 3 描绘了等式（1）中的三个就业衡量指标。由于范围更广，CPS 中的就业水平  $E_t$  高于受薪就业  $J_t$  和  $J_t^H$ 。自 2015 年以来，CES 和 CPS 的受薪就业指标的趋势保持密切一致，而在大流行期间，基于家庭调查的指标显示失业人数比机构调查多。与我们的分析相关的是，2022 年 10 月，这两项指标非常接近，因此，工资岗位增长的度量对其所依据的何种调查并不特别敏感。

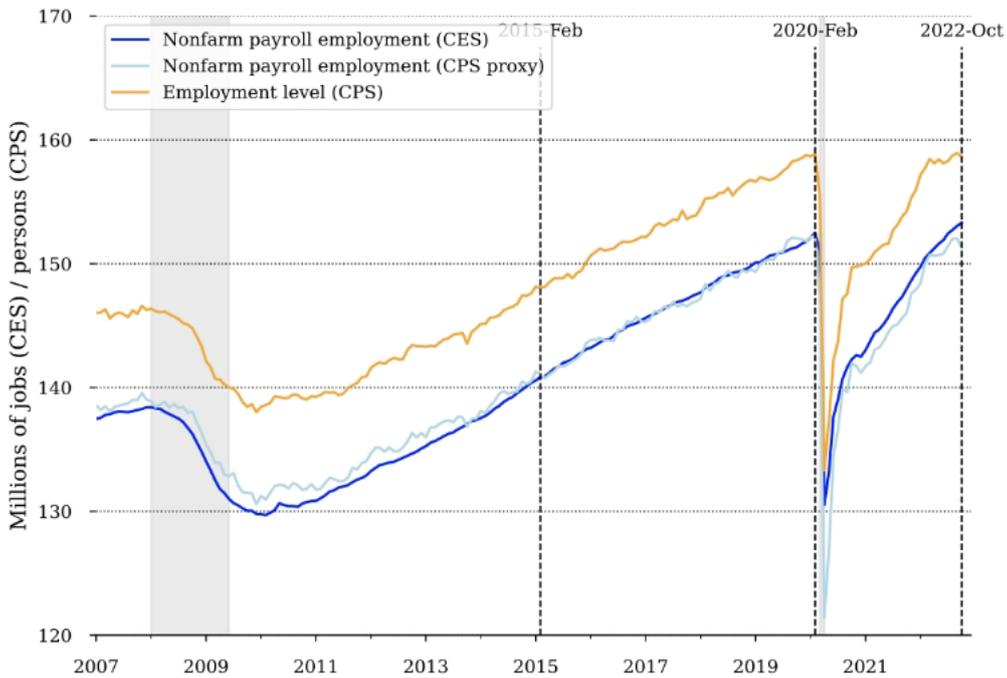


Figure 3: Three employment measures from household and establishment surveys

Source: BLS

Note: CPS proxy for nonfarm payroll employment is “[Research series, employment adjusted to CES concepts, seasonally adjusted](#)” by the BLS.

我们的目标是将受薪就业与劳动参与率做一个映射。这需要将  $E_t$  表达为失业率  $u_t$ 、LFPR、 $LFPR_t$ ，适合工作人口（Civilian Noninstitutional Population, CNP）和  $POP_t$  的函数，即：

$$E_t = (1 - u_t) LFPR_t POP_t, \quad (2)$$

其中  $(1 - u_t)$  是劳动力中就业的比例， $LFPR_t$  是劳动力占总人口的比例， $POP_t$  是人口规模。结合等式 (2) 和 (1)，得到受薪就业和参与率之间的联系——我们在剩下的分析中使用。

$$J_t = \underbrace{\left(\frac{J_t}{J_t^H}\right)}_{\text{Survey difference}} \underbrace{\left(\frac{J_t^H}{E_t}\right)}_{\text{Scope difference}} \underbrace{(1 - u_t)}_{\text{Unemployment rate}} \underbrace{LFPR_t}_{\text{Participation rate}} \underbrace{POP_t}_{\text{Population}}. \quad (3)$$

通过对数变化，将上述等式写成加法，即：

$$\underbrace{\Delta \ln J_t}_{\text{Payroll growth}} = \underbrace{\Delta \ln \left(\frac{J_t}{J_t^H}\right)}_{\text{Change in survey difference}} + \underbrace{\Delta \ln \left(\frac{J_t^H}{E_t}\right)}_{\text{Change in scope difference}} + \underbrace{\Delta \ln (1 - u_t)}_{\text{Unemployment change}} + \underbrace{\Delta \ln LFPR_t}_{\text{Participation change}} + \underbrace{\Delta \ln POP_t}_{\text{Population growth}} \quad (4)$$

这意味着，当 (i) 失业率以更快的速度下降，(ii) LFPR 快速增加，以及 (iii) 人口增长率更高时，受薪就业岗位增长更快。范围差异和调查差异也有重要影响，但正如我们稍后所展示的，这些在数量上并不重要。

## 2.2 从工作岗位流失到工人流失

通过假设 2015 年 2 月至 2020 年 2 月期间的平均受薪就业增长将在整个大流行期间以及之后持续，可以估算图 2 中的工作岗位流失数量。特别是，我们将大流行开始后  $t$  月的反事实受薪就业水平估算如下：

$$\ln \hat{J}_t = \ln J_{t^*} + g(J)(t - t^*) \quad (5)$$

这里  $t^*$  是 2020 年 2 月，即大流行前一个月， $(t - t^*)$  是大流行开始以来的月数， $g(X_t)$  是  $X_t$  平均增长率，在本案例中是大流行开始前五年内受薪就业岗位的增长率。即，

$$g(X) = \frac{1}{t^* - t_0} (\ln X_{t^*} - \ln X_{t_0}) \quad (6)$$

其中  $t_0$  是 2015 年 2 月。注意，从等式 (4) 可以得出

$$g(J) = g\left(\frac{J}{J^H}\right) + g\left(\frac{J^H}{E}\right) + g(1 - u) + g(LFPR) + g(POP) \quad (7)$$

也就是说，受薪就业增长有五个驱动因素，工资增长的外推反事实趋势（我们用它来计算工人流失数量）可以分成若干部分。每一部分都是大流行前五年的外推平均增长率（对数变化）。

工人流失数量是 2022 年 10 月（我们用  $t_1$  表示）受薪就业的反事实水平与实际水平之间的差值。对于我们的分析，我们关注对数差：

$$\ln \hat{J}_{t_1} - \ln J_{t_1} = (\ln \hat{J}_{t_1} - \ln J_{t^*}) - (\ln J_{t_1} - \ln J_{t^*}). \quad (8)$$

上面我们已经表明，方程右侧的两个组成部分中的每一个都是受薪就业增长的五个组成部分之和。通过计算这两个部分之间的差异，可以得出工人流失数量是自新冠疫情开始以来，五个组成部分中每一部分与新冠疫情前的趋势的缺口之和。从数学上讲，可以得出：

$$\ln \hat{J}_{t_1} - \ln J_{t_1} = \sum_{X \in \mathcal{X}} g(X)(t_1 - t^*) - [\ln(X_{t_1}) - \ln(X_{t^*})], \quad (9)$$

其中，

$$\mathcal{X} = \left\{ \frac{J}{J^H}, \frac{J^H}{E}, 1 - u, LFPR, POP \right\} \quad (10)$$

因此，与新冠疫情前趋势相比，受薪就业缺口百分比是 (i) 调查差异、(ii) 范围差异、(iii) 就业率、(iv) 参与率和 (v) 人口水平等与疫情前趋势之间缺口的百分比之和。

事实证明，前两项相对来说并不重要。在本节的其余部分中，我们重点讨论人口和失业。我们将在下一节中讨论参与率问题。

### 2.3 新冠疫情后的人口下降

可能导致工作岗位数量（number of jobs）缺口的一个原因是人口增长的下降。新冠疫情后 CNP 的增长低于大流行前的趋势能够捕捉这一点。(8) 式中的人口项对此进行了量化。该项表明，2022 年 10 月的 CNP 水平为 0.16 个百分点，约为 45 万人，低于新冠疫情前的预测。

大流行开始后，人口增长下降有三个主要原因。首先是生育率和移民下降的长期人口趋势。由于这些趋势，大流行之前的预测已经包含了 CNP 增长率的下降（Dubina 等，2019）。第二是移民人数下降。第三是疫情对美国人口规模的影响。事实上，国家卫生统计中心（NCHS，2022）估计，自疫情暴发以来，美国的超额死亡人数为 120 万。由于 COVID 对老年人的影响更加严重，这些超额死亡主要发生在 CNP 中（CNP 包括 16 岁及以上人口，但不包括生活在养老

机构的人口)。因此，非 BLS 数据表明，人口缺口可能高于我们使用 CNP 度量的结果。

然而，如果 BLS 大幅高估了 CNP，那么基于家庭调查（CPS）的受薪就业代理变量将超过基于机构调查（CES）的受薪就业，事实并非如此。如图 3 所示。基于该观察结果，我们报告了基于 BLS 测量的 CNP 估计值。

需要注意的是，新冠疫情前的趋势与当前的人口水平之间存在 45 万人口差距，并不一对一地代表有 45 万工作岗位流失。这是因为并非所有人口都是非农就业人口。相反，等式（9）显示，一一对应的是百分比差异，而不是人数。因此，CNP 水平下降 0.17% 导致 2022 年 10 月就业人数与新冠疫情前趋势水平之间的差距为 0.17 个百分点，即实际差距（3.8%）的二十分之一。这相当于约 25.7 万个受薪就业岗位。

我们得出的结论是，尽管与前几年相比，自大流行开始以来人口增长放缓确实导致了工作岗位流失现象，但只能解释其中的一小部分。

#### 2.4 失业率和受薪就业周期性增长

等式（4）表明失业率  $u_t$  变化对受薪就业增长的贡献为

$$\Delta \ln(1 - u_t) \approx \Delta u_t. \quad (11)$$

这一等式的直接含义是一个经验法则——失业率上升一个百分点会带来受薪就业增长下降一个百分点，即约 150 万个工作岗位。

这一观察非常重要，因为关于失业率对工作岗位流失数量的贡献，我们假设，如果大流行没有爆发，2015 年至 2019 年的趋势将继续。从图 1a 可以看出，大流行前，失业率从 5.7% 下降 2.2 个百分点至 3.5%。根据经验法则，在大流行爆发前的 5 年里，失业率的下降推动了年均受薪就业增长 0.44 个百分点。这相当于一个月大约 5500 个工作岗位。

如果这一趋势在没有大流行的情况下继续下去，则意味着失业率将在 2020 年 2 月至 2022 年 10 月期间进一步下降 1.2 个百分点，从 3.5% 降至 2.3%。这将是历史上非常低的失业率。但是，在大流行之前，预测者和政策制定者预计 2020 年至 2022 年失业率不会进一步下降。就在大流行爆发之前，《2020 第一季度职业预测调查》的平均预测是 2020 年和 2021 年的失业率将在 3.5 至 3.6 之间。2019 年 12 月的经济预测汇总（SEP）显示，FOMC 成员的预测与私营部门的预测非常相似。

具有讽刺意味的是，尽管我们同时经历了大流行以及二战以来的最高失业率，但 2019 年对 2022 年失业率的预测非常准确。这突出了 2020 年 2 月到 2022 年 10 月这段时间如何涵盖一个完整浓缩的（劳动力市场）商业周期。结果是，

在新冠疫情后的 2020 年 2 月至 2022 年 10 月期间，失业率变化对受薪就业岗位增长的贡献微乎其微。

因此，由于 2015 年至 2019 年的劳动力市场复苏在 2020 年及以后没有持续，大量工作岗位流失其实是因为一些就业岗位没有被创造出来。这些工作岗位并没有“流失”。它们是一种会计谬论，是根据商业周期比较苹果和橙子的结果。

### 3、工人流失和参与率周期

在本节中，我们重点讨论方程（9）中与 LFPR 相关的项。该项假设，如果未发生新冠疫情，那么大流行前五年的参与率的年均百分比变化将在 2020 年到 2022 年间持续。在大流行前，LFPR 从 2015 年 2 月的 62.7 增至 2020 年 2 月 63.4，即五年内增长 1.1%。从等式（4）中，我们知道 LFPR 的百分比变化与非农就业的百分比变化一一对应。这意味着，大流行前参与率的变化每年为受薪就业岗位增长贡献 0.2 个百分点，即每月约 25000 个工作岗位。

然而，这个数字反映了影响参与率的两种截然不同的力量。第一个是 LFPR 的长期趋势，这是由人口趋势驱动的，特别是近年来，婴儿潮一代的老龄化，以及不同群体之间参与决策的变化。第二个是大衰退后劳动力市场恢复期延长带来的 LFPR 周期性调整。为了更好地理解参与率所导致的工作岗位流失，必须将这两种力量分开。这是因为可以合理地假设，在大流行爆发后，参与率的长期趋势将继续，正如预测的那样。然而，正如失业率一样，考虑到大流行前劳动力市场紧张，假设 2020 年到 2022 年参与率的周期性上升压力将持续大流行前的程度是不现实的。明确区分参与率的趋势和周期也有助于了解新冠疫情以来，LFPR 下降 1.2 个百分点到底是周期性经济压力还是由长期趋势驱动。

在本节的剩余部分，我们将 LFPR 的变化分为周期和趋势两部分。我们表明，大流行之前参与率带来的受薪就业增长周期性上升压力与我们在上一节中讨论的失业率下降具有相同的数量级。此外，当我们将 2020 年 2 月与 2022 年 10 月进行比较时，受薪就业增长的周期性压力非常小。这是因为，与失业率一样，2022 年 10 月的参与率周期几乎回到了大流行之前的水平。我们将参与率的周期与趋势分离是基于 Hobijn 和 Sahin（2021）和 Elsby 等（2019）早期的工作。

#### 3.1 参与率趋势的不确定性

劳动力参与率的周期性变化很难评估，因为参与率的长期趋势是非线性的。大多数试图区分参与率的趋势和周期成分的研究都是通过估计趋势参与率，然后将实际参与率与该趋势的偏差视为周期成分（例如 Aaronson 等，2006 年、2012 年；Zandweghe，2012 年；Aaronson 等，2014 年；Hornstein 等，2018 年）。这些研究倾向于认同两个典型事实：(i) 劳动力老龄化降低了趋势参与率，(ii)

劳动力参与率呈顺周期性。然而，人们对 LFPR 的趋势和周期成分的水平存在很大分歧。

这可以在图 4 中看到。它描绘了实际 LFPR 的路径，以及根据上述研究、国会预算办公室（CBO）和美联储对趋势参与率的估计。对于趋势参与率的水平存在着较多分歧。例如，CBO 在 2015 年对 2022 年趋势参与率的估计值为 61.4，而在 2022 年（对 2022 年趋势参与率）的估计值为 62.6。这 1.4 个百分点的差距相当于约 180 万个受薪就业岗位。趋势估计中的这些差异主要反映了对整个趋势路径的向上或向下修正。关于趋势的大致斜率，人们达成了广泛共识。图 4 中几乎所有的趋势估计都表明，2015 年至 2022 年期间，长期参与率下降趋势的斜率约为每年 0.25 个百分点。这意味着趋势参与率每年下降 0.4%。根据等式（4），这对受薪就业增长有 0.4 个百分点的拖累，相当于每月约 5 万个工资岗位。

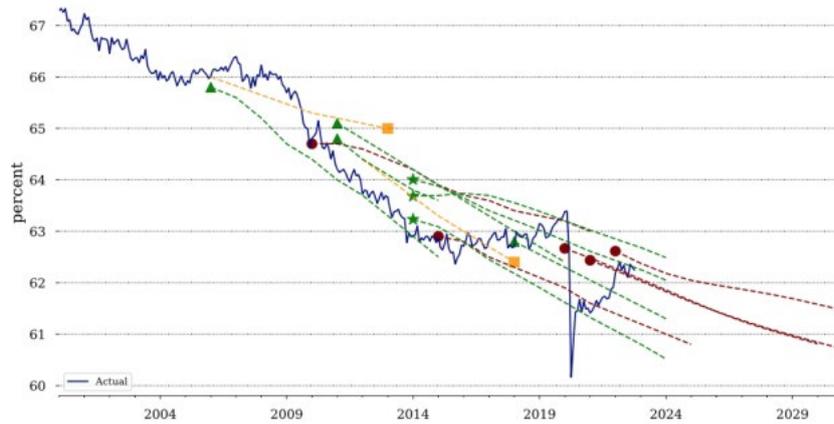


Figure 4: Actual LFPR and various trend estimates

Source: BLS and authors' calculations.

Note: Actual is seasonally adjusted monthly observations. Trend estimates by source: ● CBO trend estimates (2011, 2015, 2020, 2021), ■ Tealbook estimates (backward-looking, Jan 2011 and Jan 2015) and ▲ from Aaronson et al. (2006), Aaronson et al. (2012), Zandweghe (2012), Aaronson et al. (2014), and Hornstein et al. (2018).

大流行开始时 LFPR 突然下降超过三个百分点，引发了人们对参与率趋势中断的担忧。特别是，有证据表明，由于大流行对老年人健康影响更大，一些人提前退休（Faria-e-Castro, 2021）。然而，最近的证据表明，这些加速退休被后来的退休速度放缓所抵消（Thompson, 2022）。很难评估这些加速退休在多大程度上导致了长期趋势参与率下降的暂时加速，以及这种加速在多大范围上被随后的退休放缓所抵消。

这一点尤其正确，因为退休人数的增加很大程度上不是因为退休率上升，而是因为有一小部分退休人员不愿意从事（临时）工作（聂和杨, 2021）。这一现象尚未得到很好的理解，因为大多数分析都基于这样的假设，即退休是大多数退休人员的永久状态。流量的分析不仅有助于研究退休人员的存量，而且对

了解整个劳动力市场动态非常有用，特别是它可以用来量化 LFPR 顺周期部分的主要驱动力。

### 3.2 基于流量的 LFPR 变化分解

作为计算劳动力参与率的周期性成分（实际 LFPR 和估计趋势之间的差异）的一种替代方法，我们建议根据流量驱动部分（即就业率和离职率，它同样能够解释失业率大部分波动）来度量参与率的周期成分（Elsby 等，2019 年；Hobijn 和 Sahin，2021）。这一参与率期的衡量标准有明确的解释，可以用于实时构建参与率周期变化的月度时间序列。

我们的测量发现劳动参与率和失业率的联合动态由劳动力在就业状态（E）、失业状态（U）和未参与状态（N）之间的六种流动驱动。它将每个劳动力状态 {E, U, N} 所占人口份额的演变分解为这三个状态之间六种不同劳动力市场流动的变化。在我们对工人流失数量的估计中，特别关注 E 和 N 人口份额之和，这等于 LFPR。我们在附录 A 中提供了分解推导的详细信息。这里，我们重点关注其背后的主要直觉以及参与率周期的结果度量。

在每一个时间点，劳动力状态的人口份额（我们称之为存量）都会发生变化，原因有两个。首先，即使劳动力状态之间的流动率没有变化，存量也需要一段时间才能稳定在这些流动率所致的长期水平。这种长期水平通常被称为流动稳态。其次，当存量正在向长期水平调整时，由于流动率的变化，流动稳态本身也会发生变化。因此，当前流动率的变化会影响存量，因为它们会改变长期水平。过去的流动率变化影响了存量的当前轨迹，因为它们仍在根据先前的变化调整长期结果。结果是，存量的当前变化可以表示为六个劳动力市场流动率当前和过去变化之和。我们的分解量化了每个部分。

只有在劳动力市场流动率发生相对较小变化的情况下，我们的分解才可解释。然而，在大流行期间，人们退出劳动力队伍的比率急剧上升，此后进入率上升（图 5）。这使得我们的月度分解在大流行期间难以解释。因此，我们分解了 2020 年 2 月至 2021 年 3 月之间低稳定状态的变化，并跳过了这两个月之间的月份。

### 3.3 进入、退出和参与率周期

尽管我们的分解跟踪了六个流量中的每一个对 LFPR 的影响，但将它们分为三类更为清晰：进入、退出和周期。进入和退出捕捉了劳动力进入和退出的直接影响，而周期捕捉了过去和现在的求职和失业变化（劳动力内部的变化）对参与率的影响。

进入部分汇总了 LFPR 中个人进入劳动力（就业或失业）的比率变化的影响。其他条件都一样，进入率的增加会给（低稳态）LFPR 带来上升压力。退出

部分反映了人们从就业和失业中离开劳动力的比率的变化。退出率的上升会拖累参与率。

参与周期衡量失业率（即从就业到失业）和就业率（即从失业到就业）的变化如何影响参与率。我们分别用  $P_{E,U}$  和  $P_{U,N}$  表示。这些比率反映了大多数参与率研究忽略的劳动力内部流动，因为它们对 LFPR 没有同期影响。令人困惑的是，这些不涉及跨越参与率边际的流动事实上影响了参与率的动态。

这样的原因是失业者对劳动力的依附程度远低于就业者。具体而言，一个月內离开劳动力的失业者的平均比例  $P_{U,N}$  约为 25%。这是离开劳动力的就业者比例  $P_{E,U}$  的许多倍，后者平均为 2.8%。这两种比率之间的差异就是依附楔。由于这种巨大的正依附楔，失业的劳动力比例越高，即失业率越高，参与者未来退出劳动力的可能性就越大。这一机制通过劳动力依附渠道发挥作用，当失业率上升时，会对参与率产生下行压力。

图 6 描绘了从失业率低谷开始的每个商业周期进入、退出和周期成分的累积贡献，由垂直虚线表示。该图显示，周期成分是唯一一个对参与率产生顺周期压力的因素。

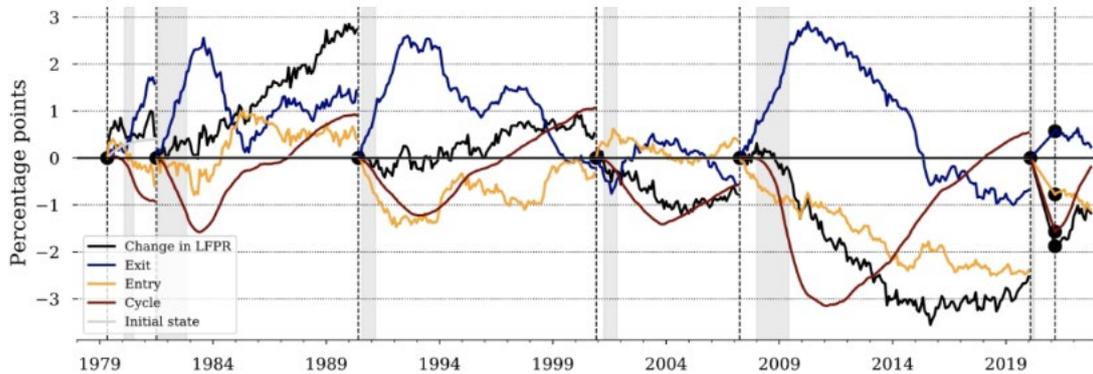


Figure 6: Change in LFPR since January 1978 decomposed, 1978-2022

Source: BLS and author's calculations. Update of *Elsby et al. (2019)*.

Note: Seasonally adjusted monthly data. Cumulative effect on employment-to-population (EPOP) since January 1978. Entry is contribution from  $P_{N,U}$  and  $P_{N,E}$ , exit is contribution from  $P_{U,N}$  and  $P_{E,N}$ , and cycle from flows between  $U$  and  $E$ , i.e.  $P_{E,U}$  and  $P_{U,E}$ . For 2020-Feb through 2022-Mar the decomposition is based on the change in the flow steady-state participation rate due to large changes in transition probabilities that make the results of the month-to-month decomposition uninterpretable.

退出部分是温和的逆周期。这是因为在经济衰退期间，失业者和就业者都比在经济扩张期间更加依赖劳动力。在经济衰退期和经济扩张初期，以（非）就业为条件的退出率下降，给参与率带来了上升压力。进入部分只是温和的周期性，它是推动参与率的长期非线性趋势的最重要因素。

注意，这些组成部分与参与率顺周期性来源的常见解释相矛盾，即边缘工人在经济衰退期间退出劳动力，然后在商业周期扩张的最后阶段重新加入（例

如，Summers, 1986; Aaronson 等, 2019)。这意味着，进入和退出边际将对参与率产生顺周期压力，而我们的分解表明，它们不会。相反，参与率顺周期压力的主要来源是劳动力的构成（就业还是失业）——主要由就职率和离职率驱动。这是参与周期所捕捉到的。

在经济衰退期间，失业率会上升，因此，劳动参与者会变得更可能退出劳动力。这给参与率带来了下行压力。图 6 显示，在最大程度上，这些压力使我们样本中所有衰退的参与率下降了超过一个百分点（1980年开始的衰退除外）。参与周期对 LFPR 的最大拖累是在大衰退期间，当时它拖累参与率降低了三个百分点以上。

注意，在 2015 年 2 月至 2020 年 2 月的疫情前期间，参与周期为 LFPR 提供了两个百分点的提升。这相当于参与率的 3% 周期性增长，这是由于在该期间开始和结束期间劳动力市场条件的改善。应用等式（4），我们得出 3% 的增长对疫情前的年度工资增长贡献了 0.6 个百分点。这相当于在此期间每月创造约 75000 个就业岗位。因此，在过去的五年里

在经济衰退期间，失业率会上升，因此，参与者的组成会向更可能随后退出劳动力的方向转变。这给参与率带来了下行压力。图 6 显示，在最大程度上，这些压力使我们样本中所有衰退的参与率下降了超过一个百分点（1980 年开始的衰退除外）。参与周期对 LFPR 的最大拖累是在大衰退期间，当时它将参与率降低了三个百分点以上。

注意，在 2015 年 2 月至 2020 年 2 月的疫情前期间，参与周期导致 LFPR 上升了两个百分点。这相当于由于在该期间劳动力市场条件的改善，参与率产生了 3% 周期性增长。通过等式（4），我们得出 3% 的增长对疫情前的年度受薪就业增长贡献了 0.6 个百分点。这相当于在此期间每月创造约 75000 个就业岗位。因此，在大流行之前的五年里，参与率的周期性复苏是受薪就业增长的一个重要因素。这些积极的参与率周期性压力是由推动失业率改善的两个相同的低流动率驱动的。疫情暴发前预计 2020 年至 2022 年失业率将下降。如果这些预测是正确的，那么，如果大流行没有发生，2020 年至 2022 年期间，参与的周期性上升压力也会消散。

在大流行之前的五年中，这些对参与的上升周期性压力与大流行开始后的压力形成鲜明对比。图 6 显示，2022 年 10 月的参与周期比 2020 年 2 月的水平低 0.2 个百分点。但参与率的 0.2 个百分点相当于 0.3%。因此，等式（4）表明，这意味着，相对于疫情前的趋势，5.3% 的工资岗位缺口中有 0.3 个百分点，或约 48 万个工资岗位，可归因于 2022 年 10 月的参与周期低于疫情开始时的水平。

考虑这对工人流失数量意味着什么也是有用的。自大流行开始以来，2020年2月至2022年10月，LFPR下降了1.2个百分点。这相当于约300万人。我们的估计表明，在这1.2个百分点中，有0.2个百分点，即约53万人，是由于2020年2月的参与率周期比2022年10月更为强劲。剩下的1个百分点是由于进入率和退出率变化相关的长期力量推动的。

这1个百分点高于0.6个百分点的下降，这意味着新冠疫情前的长期趋势与我们对参与周期的估计一致。我们的参与周期估计所表明的COVID前长期趋势与图4中趋势估计的LFPR每年下降0.25个百分点的数量级相同。

将百分比换算成人，可以发现300万工人流失中约有240万人可以追溯到参与率长期下降趋势。这一下降的大部分，即约150万人，在大流行爆发之前就已经预测到了。这一结果证实了库珀等人（2021）的观点，他们强调，将新冠肺炎后参与率水平与新冠肺炎前水平进行比较是没有用的，因为它忽略了长期趋势。

基于对参与率周期的分析，我们发现，自大流行开始以来，参与率下降了1.2个百分点，这在很大程度上符合参与率长期下降趋势的延续（这一趋势是2020年之前估计的），也符合参与率对劳动力市场状况恶化和随后改善的正常周期性反应。简而言之，我们几乎找不到大量工人“流失”的证据——新冠肺炎疫情以来劳动力供给异常下降的一部分。

#### 4、工作岗位“流失”数量分解

那么，如果没有证据表明自疫情暴发以来，劳动力供给出现了异常下降，那么是什么导致了受薪就业岗位相对于疫情前趋势的短缺？现在我们用等式（9）的各个组成部分来回答这个问题。答案见表1。

Table 1: Number of missing jobs dissected

	Percentage points			Jobs		
	Counterfactual	Actual	Difference	Counterfactual	Actual	Difference
Unemployment rate	1.1	-0.2	1.3	1757	-333	2090
LFPR - cycle	1.6	-0.3	1.9	2489	-481	2969
LFPR - trend	-1.0	-1.5	0.5	-1553	-2362	810
Population growth	2.0	1.9	0.2	3179	2922	257
Survey difference	0.2	1.1	-0.9	314	1764	-1449
Scope difference	0.3	-0.4	0.7	437	-689	1127
Total	4.2	0.5	3.7	6624	821	5803

Source: BLS and authors' calculations.

Notes: Percentage points are log changes multiplied by 1000. Last three columns reported in thousands of nonfarm payroll jobs.

该表的第一列显示了自大流行开始以来，各个部分对受薪就业百分比变化的贡献（与大流行前的趋势相比）。例如，如果2015年2月到2020年2月参与

率周期对受薪就业增长的上升压力再持续两年零八个月，那么这将为受薪就业 4.2% 的反事实增长贡献 1.6 个百分点。当然，正如我们上文所述，“如果未发生新冠疫情，参与率周期性压力将保持顺风”的假设与专业预测人士和 FOMC 成员 2019 年的预测相矛盾，并要求失业率降至历史上前所未有的低水平。事实上，自 2020 年 2 月以来，受薪就业 4.2% 的反事实增长（准确地说是 2.7 个百分点），其中一半以上是由疫情前失业率和参与率对受薪就业造成的周期性上升压力这一不切实际的假设推动的。

表 1 的第二列为大流行后各部分对受薪就业增长的实际贡献百分比。例如，从 2020 年 2 月到 2022 年 10 月，参与率的长期负面趋势对受薪就业增长造成了 1.5 个百分点的拖累。尽管自 2020 年初以来人口增长有所放缓，但仍为受薪就业增长贡献了 1.9 个百分点。失业率和参与率周期这两个周期性因素共同降低了工资增长 0.5 个百分点。

第三列列出了前两列之间的缺口，它衡量了 2022 年 10 月与疫情前趋势相比，各个部分对受薪就业岗位 3.7% 缺口的贡献。请注意，3.7% 中大部分来源于失业率和参与率周期。然而，这并不是因为与 2020 年 2 月相比，2022 年 10 月的失业率和参与率存在较大的周期性缺口。相反，这是因为一种不切实际的假设，即如果未发生新冠疫情，大流行前的周期性复苏将在 2020 年后继续。请注意，调查和范围差异仅占 3.7% 差额的 -0.2 个百分点。自疫情暴发以来，参与率和人口增长率的长期趋势变化仅占缺口的十分之一多一点。

表的最后三列将前三列转化为 2022 年 10 月的受薪就业岗位。因此，如果疫情暴发后失业率继续下降，且下降速度与疫情前的五年相同，那么将创造 180 万个就业岗位。同样，在这种不合理的假设下，参与率周期的持续复苏将产生额外 250 万个就业岗位。因此，大多数工作岗位“流失”是由于对商业周期不同阶段的错误比较造成的。我们不认为这些工作岗位“流失”了。相反，它们是不合理构建的反事实的结果。

实际上，2022 年 10 月的失业率比 2020 年 2 月高 0.2 个百分点。这相当于 33.3 万个受薪就业岗位。我们的评估认为，2022 年 10 月的参与率周期尚未完全恢复到 2020 年 2 月的水平，这导致了 48 万个工作岗位“流失”。因此，2022 年 10 月与大流行前相比，周期性劳动力缺口约为 81 万个受薪就业岗位。一个合理的假设，以及预测者和决策者在 2019 年所做的假设是，如果新冠疫情不会发生，那么大衰退后成熟的劳动力市场复苏将不会导致 2020 年后失业率和参与率的进一步周期性调整。在这一假设下，失业率和参与率周期对 81 万个就业岗位的实际拖累将是 2022 年 10 月与 2020 年 2 月相比周期性就业岗位短缺的估计。

考虑到离职和职位空缺的增加，我们估计 2022 年 10 月劳动力市场的周期性比 2022 年 2 月略疲软，这可能会让人感到惊讶。然而，重要的是要记住，由于新冠疫情衰退后的高速复苏，受薪就业岗位增长仍高于 2020 年初。从历史上看，以及与常见的“在职求职”模式一致，离职和职位空缺率在快速复苏期间都是更高（Hobijn, 2022）。

表 1 的最后一列计算了受薪就业增长的六个组成部分对 580 万个工作岗位流失的净贡献。这一列中的 LFPR 趋势项为 81 万个工作岗位，可解释为对大流行后劳动力供给趋势变化导致的工人流失数量的估计。自大流行以来，人口增长率下降进一步抑制了劳动力供给。加总疫情暴发以来，LFPR 趋势变化和人口增长对劳动力供给的影响，2022 年 10 月约有 110 万个工资岗位。

### 5、对未来工资岗位增长的影响

在表 1 中，我们发现，就失业率和参与率而言，2020 年 2 月与 2022 年 10 月相比，劳动力市场的周期性差异相当于约 81 万个工资岗位。这主要是由于 2022 年 10 月的参与率周期使 LFPR 较 2022 年 2 月下降了 0.2 个百分点。这 0.2 个百分点的参与率转化为 0.3 个百分点的非农就业岗位，即约 48 万个就业岗位。

有必要考虑一下，自疫情暴发以来，81 万个受薪就业岗位的周期性下降可能会以多快的速度弥补。在截至 2022 年 10 月的三个月里，非农就业岗位的平均月变化为 29 万个。基于这一点，很有可能推断出周期性赤字将在三个月内消失。但事实并非如此，因为部分受薪就业岗位增长反映了其长期趋势，而不是周期性调整。

等式 4 提供了一种非常直观的方式来思考受薪就业增长趋势。如果我们假设，在趋势上，调查和范围差异以及失业率和参与率周期的变化可以忽略不计，那么趋势受薪就业增长等于参与率加上人口增长率的长期趋势增长率。这是劳动力规模的增长率。

BLS 最新劳动力预测估计，从 2021 到 2031 年，劳动力将以每年 0.5% 的速度增长；0.7% 的人口增长率减去 0.3% 的 LFPR 增长率的四舍五入差值。如果这个预测是正确的，这意味着每月非农就业岗位的 trend 增长水平为 65000 个。这一估计存在一定的低估风险，因为 BLS 对参与率趋势下降的估计低于我们在图 4 中绘制的估计。移民的增加可能会推动趋势就业增长。

这里的主要观点是，趋势受薪就业增长很低，而且最近强劲的受薪就业岗位增长数字反映了劳动力市场的持续周期性改善。如果未来几个月受薪就业岗位继续以每月 290 个岗位的速度增长，劳动力市场周期将在 2023 年春季赶上 2020 年 2 月新冠疫情暴发前的水平。即使没有任何政策措施（如美联储最近增加联邦基金），劳动力市场周期也将达到成熟阶段，受薪就业增长几乎没有超过

其趋势水平的空间。因此，即使没有货币和财政紧缩，我们也应该预期受薪就业增长会大幅放缓。这一观察很重要，因为它告诫人们不要将受薪就业增长放缓仅仅归因于政策影响。当然，我们对受薪就业增长趋势的计算假设失业率将稳定在 3.7%左右。因此，衡量政策影响的更好方法是失业率的变化以及相关的参与率周期的变化。

## 6、结论

关于美国劳动力市场宏观经济表现的两个观察结果似乎表明，自 2020 年 3 月大流行爆发以来，长期动态发生了突然改变。第一，在新冠疫情暴发时，有一些“流失”工人已经退出劳动力队伍，此后再也没有回来，导致自大流行开始以来，LFPR 下降了 1.2 个百分点。第二，有数百万的工作岗位“流失”。2022 年 10 月的受薪就业岗位数量比疫情前的趋势低 550 多万个。这两个观察结果的结合可能会导致人们得出结论，与 COVID 相关的美国劳动力供给下降抑制了就业创造，导致了数百万个工作岗位因缺乏工人而无法创造。

在本文中，我们通过使用一个简单的会计恒等式，将数百万工作岗位“流失”与疫情前后失业率和参与率以及人口增长的变化联系起来，从而否认了这种说法。这种会计恒等式使我们能够将公开的劳动力市场总量的宏观经济时间序列与我们对劳动力参与率周期性压力的估计结合起来（Hobijn 和 Sahin, 2021），将“流失”的受薪就业岗位分解为几个清晰可解释的部分。

500 多万个“流失”岗位中的大部分是由于错误的反事实假设，即大流行前五年发生的劳动力市场复苏将在 2020 年至 2022 年以同样的速度持续。如果情况是这样的话，那么如果新冠疫情没有爆发，2022 年秋季失业率将降至 2.3%。这是一个前所未有的低水平，远远低于私营部门预测者和政策制定者在 2019 年对 2022 年失业率的预测。假设从 2020 年到 2022 年持续周期性改善，不仅会通过失业率的下降，还会通过参与率的持续上升的周期性压力来推动受薪就业增长。

与五年前相比，约有 25 万（仅占总数的二十分之一）工作岗位“流失”是由于大流行开始以来人口增长放缓。然而，重要的是要考虑到，这一放缓大部分是在大流行之前就已经预测到的，因此不能完全归因于 COVID 的影响。

约 81 万工作岗位“流失”是因为自 2020 年初以来，劳动力参与率的下降趋势比五年前更为明显。正是这种参与率加速下降的趋势，可以解释为工人“流失”的来源。对于大流行开始以来参与率下降 1.2 个百分点，它只能解释不到三分之一。参与率下降的大部分原因是参与率长期下降趋势的延续，这种趋势在 2020 年之前已经存在（Cooper 等，2021），并且在大流行之前已经预测到了这种趋势的加速。

剩下的约 81 万个工作岗位“流失”可以归因于 2022 年 10 月的失业率比 2 月高 0.2 个百分点，以及 2022 年 10 月份的周期性因素对参与率的影响比新冠疫情衰退开始时高 0.2 个百分点。

本文中的会计演算是对劳动力市场总量分析。正因为如此，它忽略了大流行的许多潜在影响。新冠疫情对我们的健康和心理产生了重大影响，我们中的许多人失去了家人和朋友。这篇论文并不是要忽视对大流行造成的情感和经济痛苦。

我们的结果表明，在 2021 年初引入疫苗后，美国劳动力市场迅速恢复到 2020 年初的水平。这是劳动力市场韧性的良好迹象。然而，这也意味着，目前制约劳动力市场增长的是劳动力供给的长期趋势，这在大流行之前就已经有所了解，预计在未来十年内不会逆转。

---

---

本文原题为“Missing Workers and Missing Jobs Since the Pandemic”。本文作者 Bart Hobijn 供职于芝加哥联储，Ayşegül Şahin 供职于德克萨斯大学奥斯汀分校经济学院。本文于 2022 年 12 月发布 NBER 官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

---

## 没有人掉队？新冠疫情期间的全球金融安全网的表现

William N. Kring, Laurissa Müllich & Barbara Fritz/文 申劲婧/编译

导读：全球金融安全网（GFSN）变得越来越庞大和复杂。在双边、区域和全球各级，危机预防能力和紧急融资机制和安排的流动性支持能力不断增强。然而，尽管资源大幅增加，但在新冠疫情期间，GFSN 仍然很少被利用。本文开发了一个基于经济学和国际政治经济学概念的框架，来分析 GFSN 的低效率并评估其利用率，并试图回答目前的 GFSN 是否足以有效应对大的危机的问题。编译如下：

自 2008 年全球金融危机以来，全球金融安全网（Global Financial Safety Net, 简称 GFSN）发生了翻天覆地的变化，越来越庞大和复杂。今天，GFSN 由国际货币基金组织（IMF）、区域金融安排（Regional Financial Arrangements, 简称 RFAs）和中央银行之间的双边货币互换组成。GFSN 现在拥有前所未有的能力，可以通过双边、区域和全球层面的紧急融资机制和安排来预防危机，并提供流动性支持。

新冠疫情为变大变强的 GFSN 在真正的全球危机期间接受考验提供了机会。然而，GFSN 中区域和全球要素拥有的显著扩大的危机融资能力在很大程度上仍未得到利用。

William N. Kring、Laurissa Müllich 和 Barbara Fritz 在《全球化与发展杂志》上发表的一篇文章基于经济学和国际政治经济学的概念开发了一个用于分析 GFSN 低效率表现、并评估其利用率的框架。作者将国际收支模型与制度复杂性的概念相结合，将 GFSN 响应新冠疫情的使用模式与过去的使用情况进行了分析和比较。

作者发现，即使在应对像新冠疫情这样的系统冲击时，与各自贷款能力相比，各国对 IMF 和 RFA 的使用也出奇地少。与 IMF 和 RFA 形成鲜明对比的是，双边中央银行货币互换的使用不断增加，并为互换合作伙伴提供了巨大的优势：流动性高、即时可用且无任何附加条件。然而，货币交换仅适用于选定的一组国家，具体取决于提供国家是否愿意向另一个国家的中央银行提供流动性。

作者们认为，为使 GFSN 更有效地发挥作用，必须马上进行改革。对此他们得出了三个主要需求：

- 改革后无条件使用、易于获取的危机应对工具的强劲表现意味着我们应该扩大此类信贷工具的使用以应对外部冲击，并要求对标准的 IMF 制约性进行更大幅度的改革。

- 观察到的借贷模式表明，RFA 不仅需要增加资金，还需要差异化改革。第一代小型 RFA 将从扩大其资本和成员中获益，中型区域基金将需要更平衡的

治理机制，而与 IMF 计划密切相关的大量非自治 RFA 将需要增加自主权和更平衡的决策和治理体系。

● 作者的分析再次证明，货币互换已成为 GFSN 危机应对中不可或缺的一部分。双边货币互换为提供国的国内金融和贸易相关利益提供了空间，并加强了各自的地缘战略利益和愿景，这进一步加剧了全球金融秩序的分裂。

总而言之，协调不同的 GFSN 要素可以降低借款国和贷款机构的交易成本。对 IMF 无条件贷款相对于标准有条件信贷额度的偏好，加上双边货币互换规模的扩大，似乎强烈表明借款人更偏好对经济政策少些干预。作者认为，如果 IMF 打算重新获得其作为全球救火员的核心协调作用，那么必须立刻对其工作实施的政策条件进行改革，这非常重要。

---

本文原题为“No One Left Behind? Assessing the Global Financial Safety Net Performance During COVID-19”。本文作者 William N. Kring 波士顿大学全球发展政策中心的研究员，Laurissa Müllich 和 Barbara Fritz 都是柏林自由大学的教授。本文于 2022 年 9 月刊于德古意特（De Gruyter）出版社官网。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

## 疫情后的新兴市场主权债务

Kenneth Rogoff/文 杨茜/编译

导读：对于新兴市场和发展中经济体来说，财政空间是一个非常现实的制约因素，在世界利率上升、大宗商品价格下降或全球衰退等情况下都可能出现。随着新兴市场和发展中经济体在大流行的负担下捉襟见肘，加之进口食品和能源价格飙升，中等收入国家系统性债务危机的风险对决策者构成了重大制约。对于较贫穷的发展中国家来说，债务问题已经到来。对于债务国和多边贷款机构来说，找到减轻这种制约因素的办法是一项重大挑战。在短期内，确保陷入困境的债务国了解全部的正统和非正统政策很重要。为面临不可持续债务负担的国家寻找债务减记的方法是长期存在的问题。从长远来看，鉴于全球公共产品的重要性日益增加，发展中国家在解决最紧迫的全球问题方面日益重要，重新考虑布雷顿森林金融机构，更加强调直接赠款而不是贷款，比以往任何时候都更有意义。编译如下：

在 COVID-19 大流行期间，中等收入新兴市场经济体的政府面临着与高收入发达经济体相同的挑战：医疗成本飙升，需要通过封锁来保护人口，以及全球需求崩溃。这两组国家都采取了许多相同的直接和间接刺激政策，包括向个人提供现金转移、向企业提供贷款担保、租金延期偿付和对银行业的监管宽容。新兴市场的大多数央行都降息，尽管没有降至零，一些央行甚至采取了大规模的量化宽松政策。

然而，由于国内资本市场疲软，它们获得外国资本的不确定较大，而且通常需要支付较高的利率，新兴市场的刺激政策远远没有达到富裕国家的反应。除了面临向上倾斜的资金供应曲线外，发展中国家的政策制定者还需要注意，在任何时候，全球投资者的兴趣都可能因多种原因而急剧下降，包括对可持续性的担忧（例如 Arellano、Bai 和 Mihalache, 2021; Bianchi、Ottonello 和 Presno, 2021）以及对全球利率和风险承受能力的冲击（Miranda-Agrippino 和 Rey, 2020）。事实上，即使采取了更为谨慎的政策应对措施，许多中等收入国家现在也极易受到债务危机、高通胀、银行危机或三者兼而有之的影响。仅在 2020 年，就有 44 个新兴市场的债务评级被下调。几个较小的新兴市场，包括伯利兹、白俄罗斯、厄瓜多尔、黎巴嫩、苏里南、赞比亚和斯里兰卡的主权债券已经违约，阿根廷也是如此。在低收入发展中经济体中，情况甚至更糟，这些经济体比较贫穷，获得外国私人贷款的机会更为有限。根据世界银行（2022）的数据，超过一半的国家要么违约，要么陷入严重的债务困境。

本文第一部分比较了发达经济体（欧洲、北美、东亚和大洋洲）与中等收入新兴市场国家（包括博茨瓦纳、智利、哥伦比亚、埃及、萨尔瓦多、印度、菲律宾、波兰、泰国、土耳其、突尼斯、乌克兰和委内瑞拉等国家在内的多元化群体）的财政反应。全球实际利率在 2008 年全球金融危机后大幅下降，这一

极低水平极大地帮助了多数新兴市场。但正如我们看到的，这些新兴市场国家支付的利率仍然明显高于发达经济体，现在面临着日益沉重的利息负担。

新兴市场和发展中经济体之间的历史区别在于，前者可以大量进入全球资本市场（时不时发生债务危机），而后者必须主要依靠优惠利率的赠款和贷款。事实上，在二十一世纪，随着超低的全球利率鼓励私人贷款人承担更大的风险，这一区别变得更加模糊。因此，一些被国际货币基金组织列为低收入发展中经济体的国家（例如尼日利亚和越南）与新兴市场存在一些相同的问题；这里的许多讨论也适用于它们。过去几十年另一个令人困惑的因素是新官方贷款人的涌入，特别是中国，其他国家（例如印度和沙特阿拉伯），债权人可能是政府或国有银行，但条款更类似于私人贷款人。

下一节介绍财政空间的概念，强调不同经济体之间的是连续的，特别是在尚未从主权违约中“毕业”的国家之间。一个极端是美国，它发行全球货币，在国内和国际上都有巨大的借贷能力，尽管其成本取决于安全实际利率的长期全球趋势。另一个极端是贫穷的发展中经济体，它们完全被全球私人资本市场拒之门外。对于介于两者之间的国家，从希腊到巴西再到斯里兰卡，政府必须对投资者的担忧保持敏感，如果投资者认为财政政策不可持续，会导致利率升高，有时甚至突然升高。一个主要问题是，一个国家必须在多大程度上依赖外国贷款人提供硬通货资金（通常以美元或欧元计价）。尽管许多学术文献采用了一个方便的假设，即外国债权人没有法律追索权，违约的唯一代价是名誉损失，但我认为这种方法忽略了主权违约中的许多最基本问题，包括贷款的管辖权（当国家的债务由国内法院管辖时，它们拥有更大的控制权），以及官方债权人的关键作用，而官方债权人通常具有截然不同的动机。

政府能够以本国货币借款的国家比以美元借款的国家具有明显的优势：他们总是可以选择通过通胀来稀释债务。然而，能够以本国货币发行债务可以减轻大多数债务风险的想法肯定被夸大了，因为通常需要非常高的通货膨胀率才能显著降低政府债务的实际价值。除其他成本外，非常高的通货膨胀通常会对国内银行造成严重破坏，特别是当银行持有或被迫持有大量政府债务时。

然后，我们探讨了新兴市场债务危机在大流行前十年表现良好的因素，即使在 2008–2009 年全球金融危机期间也是如此。重要因素包括引入独立的中央银行，向本国货币和国内法借款的转变，以及积累大量外汇储备。各国在不涉及外国法院的情况下自行处理本币主权债务的能力可以使任何部分违约更有效率，这反过来又有助于降低债权人要求的利率，甚至可以调整货币风险（Du 和 Schreger, 2016）。除此之外，债务危机需要国际干预的可能性大大降低（Bulow

和 Rogoff, 1988、1990)。然而，对于低收入发展中经济体和中低收入新兴市场来说，依据国内法从国外借入大量资金的能力仍然相当有限。

论文的最后一节讨论了帮助债务缠身的新兴市场和低收入国家的途径是否会更好地转向直接赠予而不是补贴贷款的问题。未来的一个重要问题是，现在是否应该将布雷顿森林体系后的国际机构，如世界银行，甚至将国际货币基金组织（IMF）重新塑造为援助机构，而不是贷款机构。在应对环境和大流行风险方面需要全球合作，更不用说新兴市场的规模不断扩大，这可能会削弱发达经济体的议价能力。在某种程度上，这种权力和激励的演变将不可避免地影响国际金融机构的结构，经济学家现在应该更认真地思考这一前景。

### 低收入和中等收入国家的大流行应对

2020 年全球疫情暴发时，新兴市场 and 低收入发展中经济体的政策制定者面临着比发达经济体更严重的财政约束。它们面临着产出和税收的持续下降，部分原因是缺乏疫苗，以及获得外国资本的不确定性。前所未有的刺激计划在缓冲发达经济体方面发挥了重要作用，因为它们的公共债务/GDP 比率从 2019 年底占 GDP 的 104% 急剧上升到 2021 年底的 120%。在新兴市场，公共债务/GDP 比率同期也大幅上升（从 55% 上升到 66%），但这一比率上升的很大一部分是由于产出复苏较慢。当然，各国之间存在相当大的差异：埃及、斯里兰卡和巴西的债务/GDP 在 2021 年底超过 90%，而安哥拉和印度的债务/GDP 超过 85%。斯里兰卡在 2022 年违约。

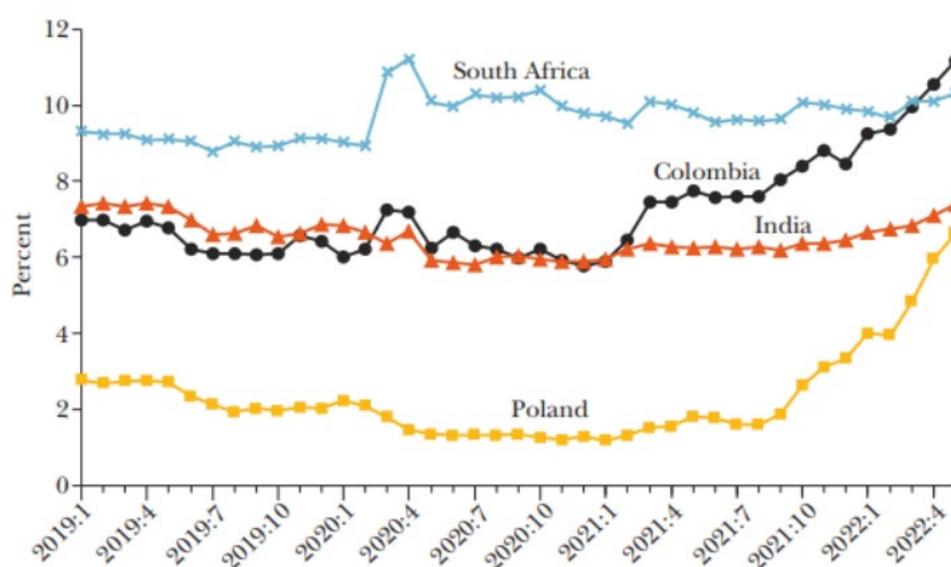
新兴市场国家基本上很难成功实施任何反周期财政政策。从历史上看，新兴市场的财政政策往往是顺周期的，而不像发达经济体是逆周期的。这在一定程度上是因为新兴市场国家的政府面临着在经济繁荣时期进行支出的巨大政治压力，但它们的外部借贷约束是顺周期的，在繁荣时期放松，在衰退时期收紧。特别是对出口国而言，出口收入面临的冲击往往相当持久，再次加剧了顺周期性（Aguiar 和 Gopinath, 2007）。通常，债务违约、金融危机和高通胀这些因素的组合可能将持续一年的衰退转变为多年的衰退。

2008-2009 年的全球金融危机是明显的例外，新兴市场的复苏相对较快。这部分是因为“全球”金融危机主要集中在发达经济体，但也是由于中国以建筑为中心的大规模刺激措施推高了全球对大宗商品的需求。然而，大流行更具挑战性。

发达经济体尽管债务水平较高，但利息负担仍在下降，而许多新兴市场 and 低收入发展中经济体的利息负担有所上升（Kose 等, 2022）。这部分是因为这些国家利率下降幅度少，部分是因为产出恢复慢，部分是由于期限结构短；像美国这样的国家仍然受益于这样一个事实，即它可以以比 30 年前低得多的利率

展期 30 年期国债。截至 2022 年年中，超过三分之一的新兴市场的长期国内主权债务利率超过 10%，而美国和德国的利率分别为 3%和 1%。图 1 显示了 2019 年 1 月至 2022 年 5 月哥伦比亚、印度、波兰和南非国内债务的代表性长期利率。同样，四分之一的新兴市场（IMF 2022a）的外债风险溢价（超过安全债务的超额利率）超过 10%。这一不足为奇，因为许多国家仅外债偿还就吸收了超过三分之一的出口收入。图 2 给出了一组大型新兴市场和一组小型新兴市场相对于出口的私人 and 公共外债利息支付情况。如图所示，这些国家在 2008 年全球金融危机中处于相对强势的地位，在其早期的债务危机后已经去杠杆化，但在大流行爆发之前和持续期间，它们的外债状况变得更加脆弱。

图 1 各国长期利率：2019 年 1 月至 2022 年 5 月



资料来源：Rogoff（2022）。

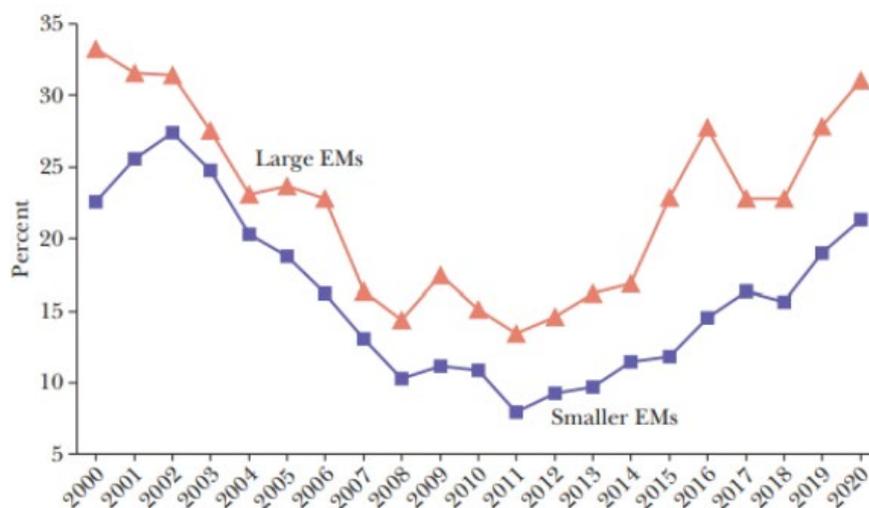
注：数据为每月频率。四个国家的长期利率都是以十年期政府债券收益率来衡量的。

### 财政空间与财政政策

严重依赖外国资本进行政府借贷和私人投资的新兴市场国家必须时刻注意“急停”的风险，即国际信贷冻结或只能以极高的利率获得。尤其是当债务的期限结构相对较短时，政府每年都会被不断地施压，要求展期偿还相当一部分债务。当一个国家出现巨额经常账户赤字时，这也可能是一个问题，这意味着它相当依赖于稳定的新的外国融资。从历史上看，世界各地发生了多次主权债务和金融危机，当今大多数发达经济体在几个世纪里多次违约。尽管自二战以来，这些经济体一直能够避免违约，只有少数例外（Reinhart 和 Rogoff, 2009），但相当多的经济体不得不求助于国际货币基金组织（IMF）。例如，直到 20 世纪 80 年代英国一直呼吁国际货币基金组织提供帮助。应该强调的是，主权债务违

约往往是部分的，而不是全部的（Bulow 和 Rogoff, 1988），因为各国不会倒闭；特别是如果债务由外国法院裁决，它不会因为债务国说什么而完全消失。

图 2 2000-2020 年每组国家外债还本付息总额与商品、服务出口和主要收入的平均比率



注：“EMs”指新兴市场。“大型新兴市场”组由巴西、印度尼西亚、墨西哥、尼日利亚、南非和土耳其组成。“较小的新兴市场”组定义为阿尔及利亚、哥伦比亚、埃及、肯尼亚、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾和泰国。2000年至2004年“较小新兴市场”的平均比率（百分比）不包括阿尔及利亚，因为阿尔及利亚缺少这些年的数据。平均比率是该组所有国家总偿债百分比的未加权平均数。

相比之下，新兴市场在 20 世纪 80 年代（以拉丁美洲为中心，但在全球范围内蔓延）和 90 年代末（以亚洲为中心）经历了一波又一波的债务危机和/或违约，还有许多其他突出的例子（例如，1994 年的墨西哥、1998 年的俄罗斯和 2002 年的阿根廷）。大多数新兴市场都经历了多次危机，要么直接拖欠外债，要么在现代被迫从国际货币基金组织（IMF）获得紧急贷款。

几十年来，市场信心的波动在多大程度上主要是不可持续的财政政策与投资者信心丧失的结果，这一点在文献中存在着广泛的争论（Obstfeld 和 Rogoff, 1996）。如果投资者开始要求如此高的利率，以至于债务变得不可持续，即使在较低的利率下债务可能是可持续的，投资者也会丧失信心。尽管理论模棱两可，但实证证据非常清楚：债务/收入水平较高（包括隐藏的“表外”债务）和有连续违约历史的国家显然更容易受到债务危机的影响（Reinhart、Rogoff 和 Savastano, 2003）。对于脆弱国家来说，全球实际利率的大幅上升或主要商品出口价格的下跌是最常见的触发因素，但国内政治不稳定等其他因素也可能发挥作用。20 世纪 80 年代的拉美债务危机（也扩展到了世界其他地区）是一个典型

的例子，全球实际利率高企、低大宗商品价格、政治不稳定以及投资者信心丧失，所有这些因素叠加形成了一场完美的风暴。

由于历史、政治和制度的原因，财政空间有限的国家需要平衡财政刺激的成本和收益，这与那些被投资者视为“安全”的国家发行债务非常不同，即使是在全球危机或衰退中。巴罗（1979）的经典模型，即政府发行债务以支付巨大的意外成本，如果高债务导致市场信心丧失，则不适用。事实上，在非常高的债务水平下，财政乘数可能会变成负数，因为高利率的影响超过了刺激措施的任何直接好处。

因此，当新兴经济体面临新冠肺炎疫情等危机时，它们面临着财政刺激的短期利益与被视为高风险借款人的成本之间令人不安的权衡。重要的是，即使国家债务利率在大规模刺激后没有立即上升，大多数模型表明，急停的可能性最终会上升，债务利率也会相应上升（Fang、Hordy 和 Lewis ,2022）。Bianchi、Ottonello 和 Presno（2021）开发了定量框架，用于分析短期刺激和中期债务展期风险之间的权衡；他们表明，对于合理的参数，即使财政乘数似乎很高，也可能需要财政约束。Arellano、Bai 和 Mihalache（2021）针对新冠肺炎疫情校准了新兴市场的定量模型，并表明财政空间不足带来的限制非常严重。早期的几项研究，包括 Ilzetzki、Mendoza 和 Végh（2013）以及 Kose 等（2021）都表明，对于债务水平很高的国家来说，中期财政乘数是负数（另见 Ostry、Ghosh 和 Espinosa ,2015）。

值得注意的是，尽管本文的重点是新兴市场整体，新兴市场面临的债务风险比作为一个群体的发达经济体大得多，但投资者并不认为所有发达经济体都在发行同样“安全”的债务。如前所述，美国是自己的联盟。大约三分之二的全球央行储备是以美元持有的，全球进出口的很大一部分是以美元计价的。当私人金融公司和非金融公司向国外借款时，大量的股票以美元计价。从某种程度上讲，与 20 世纪 50 年代和 60 年代布雷顿森林体系固定利率下的情况相比，美元是当今全球经济中更大份额的锚定货币或参考货币（Ilzetzki、Reinhart 和 Rogoff ,2022）。美联储的政策对全球金融周期有着巨大的影响。在调整汇率预期后，美国债券利率与欧元区主要国家相当相似（Du 和 Scheger ,2022）。然而，美国经济主导着全球公共债券和公司债券市场，美国在国际市场上发行的这两种债务的数量大致相当于其他主要发达经济体的总和。

此外，尽管几乎所有发达经济体政府都能以本国货币借款，但美国的独特之处在于，美国在海外持有的公司债务中，绝大部分也是以美元计价的。对于其他国家，外国人持有的公司债券中很大一部分是以另一种货币（通常是美元）发行的。对于澳大利亚、新西兰和加拿大等较小的发达国家，以外币计价的海

外公司债务占比超过 90%；即使在英国，外国人持有的公司债券中也有 75%是外币（Maggiori、Neiman 和 Scheger, 2020）。

欧元区的全球债务规模仅次于美元，但从大多数指标来看，欧元区要小得多。尽管有些人可能会认为希腊、葡萄牙和意大利等国现在发行完全安全的债务，但也有人可能会说，投资者认为他们的债务完全安全，只是因为欧元区北部国家暗中支持。这三个国家都在不到十年前经历了严重的债务危机，希腊早在 2012 年就拖欠了政府债务。在大流行期间，意大利的利率再次开始飙升，直到欧洲公布了 7000 亿欧元的“下一代欧盟”，其中包括以直接赠款（约一半）和低利率贷款的形式从北欧向南欧的大规模转移。当然，在非常低的利率环境下，欧元区的整体财政空间似乎很充足，但如果实际利率恢复到非常长期的趋势，欧洲的政治结构是否会受损，还有待观察。

这意在强调，美国在债务能力方面的例外主义并不一定适用于所有其他发达经济体。尽管大多数发达经济体已经从政府债务的彻底违约中“毕业”，但这并不一定意味着完全不受市场压力的影响，因为市场压力会阻止各国采取逆周期财政政策。债务水平非常高的国家（例如意大利和希腊）的增长水平往往较低（Reinhart、Reinhart 和 Rogoff, 2012）这一事实不太可能是偶然的巧合，而是财政政策部分受制于担心利率上升。

最后，政府债务利率往往低于增长率这一事实绝不意味着新兴市场拥有充足的财政空间。正如 Mauro 和 Zhou（2021）所示，1865 年至 2018 年间，新兴市场国家利率增长差异的年平均百分比为 75%（部分原因是金融抑制压低了这些国家的利率）。政府借贷率和经济增长率之间的差距给了一个国家运行（小）赤字的空间，但如果初始赤字足够大，债务/GDP 比率无论如何都可能膨胀到不可持续的水平。在新兴市场，他们面临的利率和经历的增长率都极不稳定，因此，尽管利率增长差异通常可能为负，但在短时间内可能会变大变正。事实上，从历史上看，负利率增长差异经常在危机前盛行。发达国家的利率和增长率也不稳定，但两者之间的差异要小得多。

### **系统性新兴市场金融危机的风险：两种讲述故事的方式**

COVID-19 大流行动摇了新兴市场债务的平静期。鉴于大宗商品价格极不稳定，近二十年来没有系统性爆发新兴市场债务危机有些令人惊讶。例如，每桶石油的价格从 2014 年 6 月的 114 美元暴跌至 2016 年 1 月的 30 美元以下，这没有引发俄罗斯，墨西哥或尼日利亚等主要新兴市场石油出口国的违约。在大流行期间，类似的大宗商品价格波动一再出现。的确，在这个良性时期，阿根廷（2019）和乌克兰（2015）进行了债务重组，但除此之外，只有少数规模较小

的普遍低收入国家被迫重新谈判外债，包括莫桑比克、伯利兹、蒙古、乍得、格林纳达和厄瓜多尔。土耳其、巴西和印度尼西亚也经历了极端胁迫的时期。

不幸的是，相对平静的二十年不足以证明新兴市场经济体已经从主权违约中“毕业”；此前，新兴市场债务曾出现过相对平静的时期。例如，在 20 世纪 30 年代的大萧条中爆发了一波新兴市场债务危机之后，几十年来，新兴市场中只有零星违约：例如，阿根廷在 20 世纪 50 年代违约，巴西、智利、秘鲁、哥斯达黎加和津巴布韦都在 20 世纪 60 年代违约，而智利在 20 世纪 70 年代再次违约。然而，在这段相对平静的时期之后，20 世纪 80 年代、90 年代和 2000 年代初都爆发了大规模违约潮。

无论 2020 年代如何发展，疫情暴发前的一段时间都非常不寻常。这是否主要归因于新兴市场债务管理的根本变化，还是由于超低的全球利率。

也许最令人乐观的原因是世界各地央行独立性的加强。40 年前，只有少数新兴市场的央行拥有实质性的独立性。今天，或者至少在大流行之前，一定程度的独立性已成为常态，即使在新兴市场，这种方法也证明非常成功，尽管在某些情况下存在倒退。（土耳其总统雷杰普·塔伊普·埃尔多安（Recep Tayyip Erdogan）连续解雇央行行长无疑是该国 2022 年通胀率超过 70% 的主要原因。）

主要是由于中央银行更加独立以及由此导致的趋势通胀下降，许多新兴市场得以大幅深化其国内资本市场。反过来使得这些国家的政府能够以本国货币借入更多的资金，甚至可以从外国贷款机构借入。在 20 世纪 80 年代和 90 年代，以千分之几千或更高的年利率计算的通货膨胀实际上已经构成了国内货币债券的违约，只有当通货膨胀稳定后，才有可能大幅重建国内资本市场。以巴西为例，外国人持有的政府债务中，近 70% 以巴西雷亚尔计价；对于墨西哥，墨西哥比索也持有类似的份额（Du 和 Scheger 即将发表）。

无论货币种类如何，从外国法院转向国内法院作为债务减免问题决策场所的转变也相当重要。当债务在债务国法院提起诉讼时，外国债权人从事“拖延”行动的影响力要小得多，这些行动不仅对债务人造成经济损害，而且对国外的贸易伙伴造成经济损害。这被称为“搭便车问题”。这一现实与植根于各方合法权利的主权债务讨价还价理论模式是一致的；在还款动机主要基于还款信誉的模式中，法院管辖权可能无关紧要。根据讨价还价理论模型的逻辑，Bulow 和 Rogoff（1990）认为，债务国为加强本国国内债务市场机构而采取的步骤有助于解决债务危机的低效问题，包括在解决债务危机时常见的长期拖延，从而可以减轻此类危机的影响。（在某些情况下，即使管辖权在国内法院，外国政府也有很大的影响力，就像 1994 年墨西哥债务危机一样，当时北美自由贸易协定刚签署完。）

央行储备也大幅增加，特别是在亚洲，许多非洲和拉丁美洲国家也是如此。众所周知，中国拥有超过 3 万亿美元的外汇储备，其他新兴市场，如印度和俄罗斯拥有超过 6000 亿美元，巴西拥有 3000 亿美元（IMF 2022b）。储备不能无限期地填补巨大的财政缺口，但它们确实可以作为应对流动性危机的后盾，当有大量外部借贷（包括私人部门借贷）时，可能会出现流动性危机。

摆脱严格的汇率钉住政策也有所帮助。在 20 世纪 90 年代末至 21 世纪初，有许多情况下，固定汇率（通常是美元，20 世纪 90 代的欧洲是德国马克）为投机攻击创造机会（Obstfeld 和 Rogoff, 1995）。通常，在这种攻击中，大量投机者卖空货币，直到央行无法再支持固定价值。当固定汇率失效，货币贬值时，投机者可以获利。当一个国家的中央银行试图维持一个不可持续的高汇率时，一眨眼就可能损失数十亿美元。然而，如今，许多新兴市场经济体已转向更为宽松的汇率挂钩政策，这可能会给政策反应带来足够的不确定性，使投机者更难协作攻击。（这只是一个推测；这个问题值得进一步研究。）

全球金融危机以来，公共借贷的透明度大大提高，降低了一个国家过度借贷的可能性。例如，2010 年引发欧洲债务危机的事件是希腊政府的借贷远远超过官方数字，这在历史上并不是债务危机中的罕见问题。在 2008 年全球金融危机之前，国际货币基金组织和世界银行都没有任何一种可以用于债务脆弱性学术研究的长期国内债务数据库。此后，在 Reinhart 和 Rogoff（2009）首次开发的广泛的历史公共债务数据库，国际货币基金组织和世界银行现在提供了更完整的公共（和一部分私人）债务数据；Abbas 和 Rogoff（2019）对债务数据库进行介绍。

最后，也许有点投机性的是，美联储的央行互换额度扩大可能有助于缓解美元流动性的紧缩。的确，在大流行期间，只有少数新兴市场在疫情期间获得了互换额度（因为美联储不想承担太多违约风险）；然而，美元流动性充斥全球市场，可能对市场有更广泛的帮助。

不幸的是，尽管有大量因素为新兴市场带来了希望，但在后 COVID-19 时代，风险仍然比比皆是。其中一些风险因素已经讨论过，但值得在这里再次强调。

首先，许多新兴市场国家的政府债务与收入的比率达到创纪录的水平，与发达经济体相比，这些国家的债务利息负担一直在上升，还本付息（包括私人借贷）与出口收入的比率也达到了新的峰值。

其次，新兴市场国家（包括公共和私人）的外债极高，在大流行之前的 2019 年已经达到了创纪录的水平（Kose 等，2021）。虽然私人贷款没有明确的政府担保，但私营部门普遍的外币债务违约往往会给政府救助带来不可抗拒的

压力，因此这种外币债务合理地被视为一种“隐性债务”，往往会严重影响政府资产负债表。与发达经济体政府一样，新兴市场政府不能忽视具有系统重要性的大型公司的债务困境。

第三，尽管各国在发行国内债务方面较为成功，但在压力时期，政府几乎总是迫使国内银行业吸收债务；这是始于 2010 年的欧洲债务危机的一个主要特征，花了数年时间才稳定下来。这造成了臭名昭著的“厄运循环”：随着银行利润崩溃，政府被迫救助它们，这反过来又使政府债务变得脆弱，这反过来又进一步削弱了银行，等等。从历史上看，新兴市场的金融危机往往伴随着主权债务危机（Reinhart 和 Rogoff, 2011）。

第四，尽管新兴市场政府现在能够以本国货币借入更大比例的债务，但这并不能保护各国免受信心丧失的风险，这种信心丧失可能导致通胀和本币利率飙升。央行独立性在某种程度上是一个堡垒，但央行受到压力或被迫适应财政主导地位的风险仍然很大。在世界大部分地区，应对不平等问题面临着巨大的政治压力。这种转变有充分的理由，但在金融脆弱的新兴市场经济体在增长疲软时期采取反紧缩政策会带来重大风险。

### 应对债务危机

如果一个新兴市场国家发现自己陷入了债务问题，市场利率飙升，资本大量外流，那么有什么选择？长期以来，包括违约、通货膨胀和金融抑制在内的各种非正统政策在新兴市场和发达经济体中司空见惯（Qian、Reinhart 和 Rogoff, 2011）。金融抑制是指通过限制国内投资者获得替代方案的能力，使政府更容易借款的政策，包括要求银行、保险公司和养老基金等金融机构持有本国货币储备，或提高投资外国资产成本的政策。金融抑制是一种隐性税收，主要针对国内居民。

主权债务问题的正统解决方案通常涉及通过提高税收或降低支出来削减预算赤字，这被称为“紧缩政策”，尽管在典型的“急停”情景中，如果外国债权人不愿意继续贷款并且官方救助不能完全填补缺口，那么紧缩开支是不可避免的。违约是一个非常现实的选项，几个世纪以来，各国政府已经无数次选择违约，尽管与流行的说法相反，但违约并不能减少政府和贸易赤字巨大、外部私人资金枯竭的情况下（如 2010 年的希腊）紧缩的必要性。

官方贷款机构，特别是负责维护全球金融稳定的国际机构——国际货币基金组织在哪里？传统上，IMF 的政策旨在使正统的调整政策不那么痛苦。他们有两种方式。首先，IMF 提供短期贷款，以帮助部分填补当一个国家被切断市场贷款或被迫支付高昂的利率时出现的融资缺口。IMF 的短期贷款利率通常非常优惠，与“安全”的发达经济体借款人所面临的利率相当；此外，IMF 经常

协调来自世界银行等其他官方债权人的补充贷款或与其他政府的双边安排。IMF 的贷款很少能完全抵消私人信贷崩溃造成的预算短缺，但它们有助于缓解短期痛苦。第二，IMF 试图帮助债务国阐明私人市场认为可信的正统政策计划，从而帮助恢复私人资金的流动，而对于大多数中等收入的新兴市场来说，私人资金的规模远大于官方资金。

对 IMF 计划的一个长期批评是，由于强调正统调整和随之而来的避免任何类型的违约，这些计划过于注重确保外国私人债权人按时足额获得偿付。然而，在某些情况下，特别是在继承的债务负担特别大的情况下，与在完全违约或相当于重新安排偿还期从而降低债务市场价值的情况相比较，债务国的中低收入公民在 IMF 式的调整计划下过的并不好。尽管学术界长期以来一直强调这一点，但直到最近政策界才开始关注。这也许是因为多边贷款，特别是国际货币基金组织的贷款，只能在现任债务国政府的要求下提供，而该国政府往往热衷于避免破坏政治稳定的违约。同样重要的是，私人债权人通过其股东政府对多边贷款机构具有很大的影响力，主要债权国在这些机构中有很大的发言权。

国际货币基金组织早就认识到这点，最著名的是第一副总裁安妮·克鲁格（Anne Krueger）（2002）关于建立促进主权破产机制的建议。然而，实施克鲁格提案的门槛很高——事实上，它需要一项新的国际条约，而该条约并未实现。近年来，特别是自从国际货币基金组织在欧洲债务危机期间对希腊进行备受批评的救助以来，国际货币基金组织尝试了一种非正式的方式来达到同样的目标。国际货币基金组织现在声称，它将不再在总体债务水平明显不可持续的情况下提供贷款，否则某种债务减记不可避免。这个想法是，通过做出这种预先承诺，国际货币基金组织希望刺激私人债权人提供大量债务减记，以增加救助资金，这些私人债权人也将从中受益。

国际货币基金组织这一政策的转变可能是一个重要的变化，尽管它表示将对私人债权人“更加强硬”，但它无法摆脱它关心债务国福利的事实。IMF 的同理心是值得称赞的，但在谈判中可能是一个明显的劣势（Bulow 和 Rogoff，1988）。事实上，Schegl、Trebesh 和 Wright（2019）表明，如果仔细研究过去 50 年的债券支付收入，IMF 可能确实比其他官方债权人更高，但事实上，相对于私人债权人，整个官方部门的情况并非如此。Bulow、Rogoff 和 Bevilacqua（1992）使用理论谈判模型和 1980 年代债务危机国家主权债务二级市场价格的跨国回归得出了类似的结论，在债务严重受损的国家，较高的官方债务份额似乎与较低的二级市场价格无关。他们举例说明，在实践中，债务国通常向其他官方贷款机构申请贷款来偿还国际货币基金组织，然后将援助资金转用于偿还其他官方债权人。

鉴于债务人和债权人有能力与多边金融机构博弈，国际货币基金组织这样严重面向贷款而不是赠款的机构的金融结构是否仍然有意义？让大部分援助以贷款形式提供的一个问题是，最大的一揽子计划往往会流向较富裕的中等收入国家，例如，在欧洲债务危机期间，国际货币基金组织向希腊和 2018 年向阿根廷提供的大型一揽子计划。如果现在专门用于债务减免的资金以直接赠款的形式出现，不需要偿还，也许更高的比例可能会流向最贫穷的国家，正如 Bulow 和 Rogoff（2005）所指出的那样。最近，Okonjo、Tharman 和 Summers（2021）重新审视了赠款与贷款，并得出结论，气候变化和流行病代表了全球公共产品，最好通过赠款而不是贷款来解决。显然，通过直接转移支付提供资金的一个缺点是资源需要不断补充，发达经济体必须愿意这样做。这种做法与货币基金组织的现行结构形成对照，货币基金组织目前的结构原则上是一个轮换基金，偿还旧贷款可以补充国际货币基金未来发放新贷款的能力。过去，让高收入国家持续提供大量援助并不是一个可行的政治平衡。然而，在未来几十年里，这种情况可能会改变。鉴于对环境、国际移民和全球健康的担忧，发展中国家的讨价还价地位可以说正在加强，有可能使更多的援助更具可持续性。

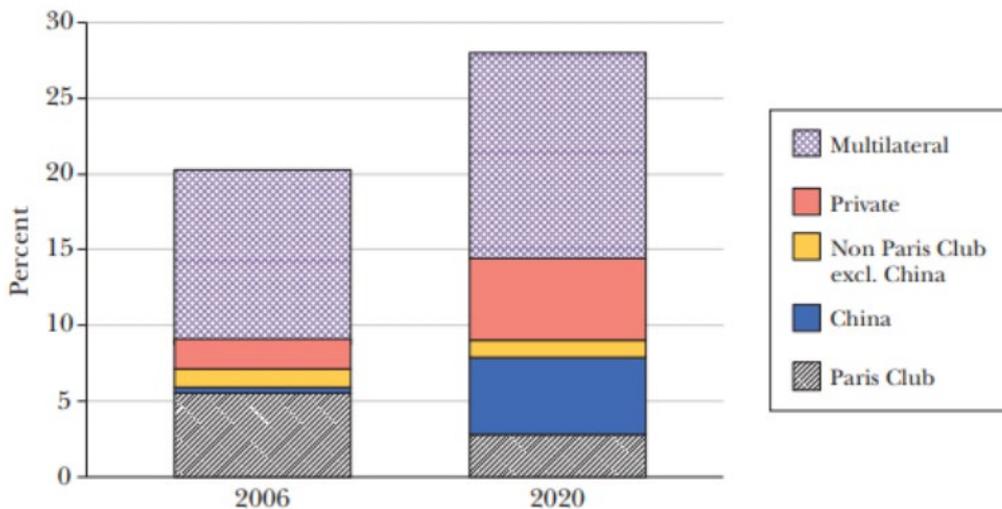
的确，国际货币基金组织已经拥有一种类似援助的工具，称为“特别提款权”（SDR），可以以足够多数票发行。国际货币基金组织在 2021 年发行了价值 6500 亿美元的特别提款权以应对疫情，2009 年发行了近 3000 亿美元用于应对全球金融危机。特别提款权被设计为一种国际流动性工具，而不是援助工具，由于篇幅有限，本文不进行特别详细的介绍。首先，根据条约，这些资金按其国际货币基金组织的配额比例分配给各国，这只会给最贫穷国家一小部分。富裕国家可以将其个人配额转让给贫穷国家，这可以在没有特别提款权的情况下进行，其方式对捐助国纳税人更透明，因此更具可持续性。其次，特别提款权资金是政府对政府的，基本上没有条件。由于许多贫穷国家的机构薄弱，因此很难确定它是否能够减轻贫困，而不是为资本外逃、腐败和向私人债权人偿还贷款提供资金。在没有其他选择的情况下，在世界危机中使用特别提款权作为紧急援助工具是有意义的，但持久的援助机制需要更好的方式来分配受益人和施加一定的条件。

正如开头所指出的，从发达经济体到新兴经济体再到发展中国家的分界线应该被视为连续的，今天许多低收入发展中经济体正在经历类似于新兴市场长期面临的债务危机的症状。私人债权人和新的官方债权人（主要但不限于中国）都发挥了更大的作用；解决这些不可持续的债务和提供新援助的问题变得越来越困难。图 3 显示了截至 2022 年 4 月发展中经济体未偿贷款的明细。请注

意，中国越来越多地取代了其他双边官方贷款机构，而与此同时，多边贷款机构的足迹也大大延伸。

就这些相对贫穷的国家而言，多边贷款机构贷款的总体规模仍然很小。在大流行期间，G20 政府间论坛达成了一项“暂停偿债协议”，对官方贷款提供临时减免，但很难迫使私人债权人遵守或同意债务的实际减记，这最终是必要的。当然，原则上愿意部分免除贷款的债权人不希望他们提供的救济最终帮助偿还其他更为强硬的债权人。这是先前讨论的“搭便车”问题的一个版本，但这次也涉及官方贷款人。世界在向非常贫困的国家提供大流行性债务减免方面面临的问题，对于任何陷入债务问题的较大新兴市场来说，都可能预示着相当大的问题，特别是考虑到涉及的金额要大得多。

图 3 符合 DSSI 资格的国家的外债债务占 GDP 的比例：按债权人群体划分（2006 年与 2020 年）



注：DSSI 代表世界银行暂停偿债倡议。符合 DSSI 资格的国家是 73 个低收入发展中经济体，有资格在大流行期间暂停偿还官方债务。PPG 代表“公共和公共担保”债务，包括公共和私人贷方发行。

### 结论

自 2008–2009 年全球金融危机以来，大部分关于债务和财政政策的学术研究都集中在那些政府债务被认为是非常安全的，并且偿还的确定性极高的国家。但这项研究主要适用于高收入的发达经济体，可能只适用于最大和最富有的经济体。对于新兴市场和发展中经济体来说，财政空间是一个非常现实的制约因素，在世界利率上升、大宗商品价格下降或全球衰退等情况下都可能出现。随着新兴市场和发展中经济体在大流行的负担下捉襟见肘，加之进口食品和能源价格飙升，中等收入国家系统性债务危机的风险对决策者构成了重大制约。对

于较贫穷的发展中国家来说，债务问题已经到来。对于债务国和多边贷款机构来说，找到减轻这种制约因素的办法是一项重大挑战。

在短期内，确保陷入困境的债务国了解全部的正统和非正统政策很重要。为面临不可持续债务负担的国家寻找债务减记的方法是长期存在的问题。从长远来看，鉴于全球公共产品的重要性日益增加，发展中国家在解决最紧迫的全球问题方面日益重要，重新考虑布雷顿森林金融机构，更加强调直接赠款而不是贷款，比以往任何时候都更有意义。

---

本文原题为“Emerging Market Sovereign Debt in the Aftermath of the Pandemic”。本文作者 Kenneth Rogoff 是哈佛大学经济学教授。本文于 2022 年 12 月刊于 JEP 期刊。[单击此处](#)可以访问原文链接。

---

# “保持收入”：2009年和2020年危机时期和之后IMF紧缩的政治经济学观点

Rebecca Ray、Kevin P.Gallagher、William Kring/文 郭子怡/编译

导读：2009年，IMF对其贷款安排和条件作出改革。此后，IMF提出“保存收入”建议，强调总体财政整合，原文分析了这些改革在多大程度上改变了IMF协议所要求的总体紧缩政策，运用新变量探讨了其在金融危机和后来的新冠肺炎疫情后是否放松了紧缩政策，还估计了其中的经济和政治决定因素，有助于解释在此期间IMF各计划的不同紧缩程度，从而得出了相关结论。编译如下：

2009年，国际货币基金组织（IMF）通过了使低收入国家可以开展短期业务，并对高收入国家的贷款做出调整的改革措施。许多学者指出，2008年全球金融危机后，各国紧缩措施似乎有所放宽，更多地采取了反周期措施。然而，IMF是否履行其承诺，改变其计划中所制定的总体紧缩水平，仍是一个悬而未决的问题。

2020年，新冠肺炎疫情席卷全球，随之而来的是金融和债务危机。对此，IMF总裁克里斯塔琳娜·格奥尔基耶娃（Kristalina Georgieva）在10月的IMF年会的开幕新闻发布会上向发展中国家传达了一个简单的信息：“能花多少就花多少，但要保持收入。”在此过程中，她明确表示，IMF积极筹备拯救民生、扶持生计的紧急行动，但在中长期内，IMF没有改变其基本方针。

Rebecca Ray、Kevin P.Gallagher和William Kring在《全球化与发展》（*Journal Of Global And Development*）上发表了一篇新的期刊文章，分析了2009年和2020年的改革在多大程度上改变了IMF协议所要求的总体紧缩政策。作者创造了一个新的变量，来衡量IMF 2001至2021年期间每个项目所需的财政整合水平，即国际货币基金组织财政调整指标（IMF FAI）。他们探讨了IMF在金融危机和随后的新冠疫情之后是否放松了紧缩政策，并估计了在此期间IMF各项目的不同紧缩程度的经济和政治决定因素。

尽管IMF的重要研究表明，财政整合可能不是经济复苏的最佳路径，但作者发现，自2008年全球金融危机以来，IMF所要求的财政整合水平没有显著变化。虽然2009年和2020年IMF的条件有所放宽，但很快又回到了以前的水平，这与Kristalina Georgieva在危机期间“保持收入”的建议不谋而合。这些暂时的放松也没有统计学意义，重点在于总体的连续性。

更重要的是，作者发现，获得相对宽松的条件国家正是那些与IMF的主要股东——西欧和美国——关系更密切的国家。相比之下，与中国有密切外交关系的国家面临着更高的IMF紧缩。

这篇期刊文章最初作为工作底稿发表于 2020 年 11 月。

---

---

本文原题为“‘Keep the Receipts’: The Political Economy of IMF Austerity During and After the Crisis Years of 2009 and 2020”。本文作者 Rebecca Ray、Kevin P.Gallagher、William Kring 均就职于波士顿大学全球发展政策中心；。本文于 2022 年 11 月正式发表在全球发展政策中心（Global Development Policy Center）。[单击此处可以访问原文链接。](#)

---

---



上海金融与发展实验室

SHANGHAI INSTITUTE FOR FINANCE & DEVELOPMENT



**CAMF**

中国资产管理人论坛  
CHINA ASSET MANAGER FORUM